

الدرس الثاني: أساسيات الأسواق المالية

أولاً: نشأة و تطور السوق المالي.

ثانياً: تعريف الأسواق المالية.

ثالثاً: وظائف الأسواق المالية.

رابعاً: أنواع الأسواق المالية.

أولاً: نشأة و تطور السوق المالي:

1- العصور القديمة.

1-1 المقايضة والكتابة ... والتمويل:

يعتبر الاقتصاد أصل الحضارة. وفقاً لعالم الاجتماع الألماني العظيم جورج سيميل Georg Simmel في فلسفة المال (1900) (Philosophie de l'argent) (1900)، في عصور ما قبل التاريخ "التبادل هو أحد أنقى أشكال التنشئة الاجتماعية وأكثرها بدائية: إنه يخلق مجتمعاً لا يوجد فيه سوى الأفراد". في وقت لاحق، حوالي 3400 قبل الميلاد، ظهرت الكتابة في بلاد ما بين النهرين Mésopotamie، لأغراض محاسبية ولإصلاح العقود التجارية. تؤدي النقود ثلاثة وظائف أساسية (وحدة الحساب، وسيلة للمعاملات التجارية، و مخزن للقيمة)، فهي بالتالي الوظيفة الأولى والأكثر تجريدًا التي تم إثباتها في البداية منذ بداية التاريخ. حوالي 3000 قبل الميلاد، عندما انتشر استخدام الألواح، يشهد العديد منها على الاستخدام المنتظم إلى حد ما لقروض الحبوب (تقاس بالحجم) أو المعدن (بالوزن) وتحمل الفائدة. أما بالنسبة لأشهر المعالم الأثرية السومرية، قانون حمورابي، المنقوش في الحجر حوالي عام 1760 قبل الميلاد، والذي يُعرض اليوم في متحف اللوفر، فهو يتضمن، من بين أمور أخرى، تنظيم القروض بفائدة. هذا ليس الأول ولا الأخير.

1-2 ظهور السوق:

من الواضح أن تداول العقود الآجلة موجود منذ العصور القديمة، في شكل التزامات بشأن المحاصيل المستقبلية، فضلاً عن استخدام السوق. يصف أرسطو، في القرن الرابع قبل الميلاد، ركناً

بارعاً في سوق الزيتون تم إنشاؤه قبل مائتين وخمسين عاماً من قبل الرجل الذي انتقل إلى مؤسس كل من الرياضيات والفلسفة اليونانية، تاليس دي ميليت (حوالي 625-547 قبل الميلاد).

1-3 بدايات صعبة: المساس بالفائدة.

إذا لم يصدر المجتمع القديم حكماً أخلاقياً على العبودية، على سبيل المثال، التي كان يعتمد عليها اقتصادها إلى حد كبير جداً، فقد شعر من ناحية أخرى ببعض النفور من القروض بفائدة، وهذا في كل من شمال وجنوب البحر المتوسط.

في اليونان، في القرن الرابع قبل الميلاد، كان أرسطو قاطعاً تماماً 3: "نحن محقون في إعدام الربا [...]". الفائدة هي الأموال المكتسبة من المال، وهي الأكثر غير طبيعية من بين جميع عمليات الاستحواذ. « التقليد الروماني القديم ، سيكون أكثر براغماتية وسيتألف من فرض أسعار فائدة قصوى، والتي ستختلف باختلاف الأوقات.

1-4 العملة، سعر الصرف والبنوك:

في بداية الأمر كانت العملات الأولى عبارة عن أدوات للمبادلة على شكل سلع يتم اختيارها في جماعات محددة على أنها وسيلة للتبادل يمكن حملها ولديها قيمة ذاتية وتحظى بالقبول العام ومن بين السلع المعترف بها: الحيوانات، والملح، وقطع المعادن، والأحجار، والأصداف البحرية، إلخ. تتمتع المعادن، بشكل عام، بميزة نسبية محددة لهذا الدور، لأنها كانت نادرة وقابلة للتقسيم حسب الرغبة إلى قطع أقل، وحتى "قابلة للتجميع".

تدريجياً، عندما أصبحت الإنسانية أقل فقراً، أصبح من المهم أن تكون قادراً على تخزين أكبر قدر ممكن من القيمة بأقل مساحة ممكنة وهذه هي ما يسمى بالمعادن الثمينة والذهب والفضة، والتي فرضت نفسها بسبب ندرتها و عدم تلفها.

إن ولادة النقود الحديثة، التي تُفرز على هذا النحو، تُضرب لهذا الغرض وتضمن جودتها بواسطة القوة السياسية التي فرضت بصمتها عليها. أول تنظيم لهذه الأداة من قبل دولة كان سنة (546-596 قبل الميلاد). بداية لعملية طويلة لا تزال مستمرة.

سيكون لتدخل السلطة السياسية عدة عواقب. فمن ناحية، ستخترع الدول القوية - ولكن ليس بالضرورة الغنية - التضخم عن طريق خفض محتوى المعادن الثمينة في عملاتها. لتمويل نفسها،

لجأت الإمبراطورية الرومانية إلى هذا النوع من الاحتيايل الرسمي في مناسبات عديدة. من ناحية أخرى، بعد سقوط الإمبراطورية، أدى تجزئة أوروبا إلى العديد من الكيانات إلى مضاعفة صك العملات المحلية واحتمالات الاحتيايل. عندما تضاعفت المبادلات التجارية منذ القرن الثاني عشر فصاعدًا، كانت هناك حاجة إلى الصرافين لتحديد قيمة العملات من مختلف الأصول.

حوالي عام 1170، أصبحت هذه التبادلات مؤسسية، لا سيما مع معارض الشمبانيا les foires de Champagne التي جمعت التجار من جميع أنحاء أوروبا عدة مرات في السنة. ومع ذلك، نظرًا لكون النقل غير آمن، سرعان ما يبدو أنه سيكون هناك مكاسب كبيرة في عدم حمل النقود المعدنية في كل رحلة. من خلال هذه الطريقة تم إنشاء شبكات من المراسلين بين التجار، الأمر الأكثر صعوبة لأنها عملية تقوم على الثقة والمعاملة بالمثل، حيث سيتم قبول "الكمبيالات". سيتخصص بعض التجار الأثرياء والجديرين بالثقة في نهاية المطاف في معالجة الكمبيالات. هكذا ظهرت البنوك العائلية الأولى في نهاية القرن الرابع عشر، مثل بنوك ميديتشي في فلورنسا Médicis à Florence. دفع تسهيل الاقتصاد المتزايد الكنيسة الكاثوليكية إلى إغلاق أعينها أكثر فأكثر عن تطوير الائتمان، ثم لتأسيس بنوك نفسها اعتبارًا من عام 1462، عندما قرر راهب ريكوليكيت الإيطالي، برنابا من تيرني Barnabé de Terni، خفض تكلفة الائتمان للطبقات الفقيرة بافتتاح أول مونتي دي بيتا في بيروجيا .Monte di Pietà, à Pérouse

علاوة على ذلك، تكشف حالات عدم اليقين المرتبطة بالتجارة البحرية بسرعة، في المدن المتخصصة مثل؛ جنوة والبندقية، عن حاجة التجار إلى تجميع المخاطر وبالتالي إدارة المخاطر التي يتعرضون لها.

من خلال استخدام حصص البضائع، سلف الشركة المساهمة، والتي تتيح لكل مستثمر، من خلال امتلاك أسهم في عدة سفن، والمشاركة في بعثات مختلفة على عدة طرق بحرية، عدم خسارة كل شيء في حالة غرق سفينة أو عملاً من أعمال القرصنة. وبالتالي الحفاظ على ثروته أكبر مما كان سيفعله بخلاف ذلك. تفسر طريقة إدارة المخاطر هذه من خلال تجميعها جزئيًا، الديناميكية الاقتصادية للمدن البحرية في ذلك الوقت، والتي كانت متقدّمة بفارق كبير عن بقية القارة الأوروبية.

2-1 بدايات الرأسمالية المالية:

إن تاريخ القرنين السابع عشر والثامن عشر مليء بالمحاولات المتعددة لإضفاء الطابع المؤسسي - وهو ما لم يكن سهلاً في المجتمعات الخاضعة لتعسف صاحب السيادة وحيث كان مفهوم سيادة القانون لا يزال غامضاً - بعد العديد من الإخفاقات بسبب ما يمكن تسميته اليوم بشكل متواضع "الحوكمة غير الملائمة". هذا الفترة كانت المخاطر البحرية، والمستعمرات البعيدة لها الفضل في تحقيق التطورات في هذه المرة لم تكن الأقطاب التقليدية (المدن البحرية القدية مثل جنوا والبندقية) المحرك لهذه التطورات وإنما ظهرت أقطاب جديدة. في شمال أوروبا (إنجلترا، هولندا) من لهم الفضل في تطوير هذه الهياكل التي نستخدمها اليوم. كانت أول شركة مساهمة هي شركة فيرجينيا Virginia، التي تأسست عام 1606 للتغلب عن جزء من الساحل الشرقي لأمريكا الشمالية واستغلاله.

تأسس أول بنك مركزي في إنجلترا سنة 1694 بغرض إقراض الأموال للدولة. كما عرفت الشركات المساهمة غير المالية، تطورا بشكل سري في إطار المغامرة الاستعمارية، ثم في سنة 1720، ستحاول اثنتان منهما ابتكارات مؤسفة، والتي ستؤدي إلى تشويه سمعة النظام بشكل دائم. في المملكة المتحدة، تخترع شركة Compagnie des Mers du Sud فكرة الهرم: فهي تعد بأرباح ضخمة، وبين أبريل وأغسطس 1720 ، تضاعف سعر أسهمها بمقدار 10 مرات مما أدى إلى ظهور العديد من المخططات الهرمية المماثلة،- قبل الانهيار. في فرنسا، دعم القانون بنكاً ، سرعان ما يصبح ملكاً، لشركة Compagnie des Indes ويصدر نقوداً ورقية، والتي تعمل في الواقع على الحفاظ على المضاربة على أسهم البنك، والتي ستتهار في النهاية بعد بضعة أشهر، في ديسمبر 1720، بعد أزمة ثقة.

هاتان الحادثتين تعنيان أن عدم الثقة ظل مرتفعاً لفترة طويلة تجاه الشركات والأشخاص الاعتباريين ذوي المسؤولية المحدودة.

2-2 القرن التاسع عشر والقرن العشرين حتى عام 1929:

2-2-1 تطوير السندات الحكومية:

يرتبط ظهور التمويل ارتباطاً وثيقاً بظهور الديمقراطية وقد ساهم فيها بشكل حاسم، وهو ما نميل إلى نسيانه هذه الأيام. حتى عصر النهضة، كان تمويل الحروب يتم حصرياً عن طريق الضرائب والمصادرة والنهب، أي التراكم المركزي الدائم للثروة، "الخزينة" التي يديرها الملك والتي يسحب فيها الأموال لتمويل حملاته. بدأ هذا يتغير عندما قامت دول المدن الإيطالية بالاقتراض من مواطنيها في العصور الوسطى للدفاع. مثل العديد من الابتكارات الاقتصادية، يأتي هذا من البندقية: يعود تاريخ أول قرض للدولة للجمهورية إلى عام 1164. لكن العقلية لم تكن جاهزة ومن الإصدار الثاني، تدهورت الممارسة في الواقع إلى الاقتراض القسري، أي إلى ضريبة مقنعة *impôt déguisé*. استغرق الأمر قرابة القرن حتى نشأ دين الدولة الحقيقي في عام 1262، ويديره قضاة مستقلون، ويكون قابلاً للتفاوض.

في نهاية القرن الثامن عشر، أدت قدرة الدول الديمقراطية على جمع الأموال من مواطنيها، على أساس طوعي، إلى تغيير ميزان القوى ضد الطغاة. كانت الجمهورية الأمريكية الفتية هي أول من افتتحت الممارسة ومولت حرب الاستقلال عن طريق إصدار النقود الورقية.

ثم جاء دور الثورة الفرنسية في تمويل نفسها بإصدار التنازلات. وهكذا، أعلن ميرابو، في 27 أغسطس 1789، أمام الجمعية التأسيسية: "الدين العام هو بذرة حريتنا". أخيراً، استنقادت المملكة المتحدة للاستفادة من قدرتها على الاقتراض من سكانها، الأمر الذي كان حاسماً في مقاومة العدو النابليوني، المتفوق جداً في العدد والقوة. ووصلت مديونية الدولة البريطانية إلى 300% من الناتج المحلي الإجمالي وسيستغرق تقليصها أكثر من نصف قرن.

2.2.2. قطاع الزراعة وأسواق العقود الآجلة:

لقد كان التجار الأمريكيون في السلع الزراعية هم من صنعوا، ابتكارات تقنية ومفاهيمية كبرى في منتصف القرن التاسع عشر، استحوذت عليها الأسواق المالية منذ عام 1973 واستندوا إليها جزئياً في تنميتها.

تأسست بورصة شيكاغو للتجارة Chicago Board of Trade في عام 1848 من قبل التجار المحليين، حتى يتمكنوا من تبادل السلع التي تصل إلى مركز الاتصالات هذا، وهو منفذ طبيعي الزراعة الأمريكية العظيمة: القمح، الأعلاف، إلخ. لكي يتمكن كل منهم من تغطية المخاطر الفردية للتغيرات اللحظية في الأسعار التي يتعرضون لها في نشاطهم، في عام 1851 قاموا بتوحيد عقد آجل على الذرة وقبل كل شيء، في عام 1865، اخترعوا آلية نداءات الهامش والعقود الآجلة للحبوب.

العقد المستقبلي هو التزام تسليم موحد، لذلك له خصائص معروفة مسبقاً، وتتعلق بكمية محددة من الأصل الأساسي محددة بدقة، تاريخ موحد، يسمى تاريخ الاستحقاق، وفي مكان معين. يتم إبرامها بالاتفاق المتبادل. وهكذا، إذا اشترى "أ" عقداً من "ب" لحماية نفسه من ارتفاع سعر الذرة، فعندئذٍ، بمجرد عدم حاجته إليه، يعيد بيعه إلى "ج"؛ سيظل معرضاً لخطر التخلف عن السداد لكل من B و C، حيث سيتعين عليه إلغاء المعاملة مع B وكذلك مع C عند الاستحقاق. كلما كان السوق الآجل أكثر فائدة، كلما زاد عدد المعاملات، وزادت مخاطر الائتمان التي يتكبدها كل مشارك، حيث سيتعرضون لإخفاق عدد متزايد من الأطراف المقابلة. الميزة الأساسية التي تقدمها العقود المستقبلية مقارنة بالعقود الآجلة هي وجود غرفة مقاصة مركزية. هذا الأخير، بمجرد تسجيل المعاملة معه، ستحل محل الطرف المقابل البائع والمشتري الأصلي. فهي تعتبر البائع لكل مشتري والمشتري لكل بائع. وبالتالي فهي تحمي أطراف العقد من مخاطر عدم الوفاء. ولحماية نفسها من هذه الماطر تفرض غرفة المقاصة أيضاً هامش مبدئي يدفعه كل مشتري أو بائع أجرى معاملة مع غرفة المقاصة كوديعة حسن نية تحتفظ بها غرفة المقاصة إلى غاية تاريخ إستحقاق العقد، ويتم إجراء الممارسة السوقية على هذا الهامش بناء على درجة تغير الأسعار.

2-2-2 بدايات العولمة المالية:

شهد العالم قبل عام 1914 ثروة كبيرة وتطوراً قوياً للأسواق المالية، ولا سيما أسواق السندات والأسهم في لندن وسوق السندات في باريس. كما شهدت الأسواق المالية عولمة كبيرة، في بعض النواحي، يمكن مقارنتها بالمستويات الحالية من العولمة أو ربما أكثر. على وجه الخصوص، كانت تدفقات وأرصدة الاستثمار في الخارج أعلى في عام 1914 كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي عما هي عليه اليوم. وقد خضعت في الواقع لتطور على شكل حرف U خلال القرن العشرين، مع السنوات 1930-1950. قبل عام 1914، كانت أوروبا تصدر رؤوس أموالها إلى بقية العالم، بدءاً من

المملكة المتحدة (40% من المخزون العالمي للاستثمارات في الخارج) وفرنسا (19%). ومع ذلك، هناك نوعان من الاختلافات الأساسية بين الأسواق المالية في تلك الفترة والأسواق المالية الحالية.

- أولاً، الأدوات المالية والتداولات الموجودة في العصر الحالي أعمق بكثير وأكثر سيولة والكميات المعالجة غير متناسبة مع تلك الموجودة في ذلك الوقت.
- ثانياً: خلال القرن العشرين، تم العمل على الابتكارات التنظيمية والمحاسبية لتقليل عدم تماثل المعلومات هيكلياً، أي حقيقة أن فئة من المشاركين قد يكون لديها معلومات غير متوفرة للفئات الأخرى. ومع ذلك، فإن عدم تناسق المعلومات، بعيداً عن انتهاك المبادئ الأخلاقية للعدالة بين مختلف المشاركين، ضار للغاية بالعملية، أو حتى بوجود السوق، كما أوضح الاقتصادي جورج أكيرلوف George Akerlof في عام 1970 في مقال شهير ("سوق الليمون") «The market for lemons» والتي منحت لاحقاً جائزة نوبل في الاقتصاد.

علاوة على ذلك، كانت الأسواق قبل عام 1914 أسواق سندات بشكل أساسي. والواقع أن عدم تناسق المعلومات يضر بشكل خاص بتطور أسواق الأسهم، أكثر مما يضر بأسواق الديون. أخيراً، كان الطول الاستثنائي لفترة الاستقرار النقدي - قرن كامل، بين نهاية حروب الإمبراطورية في عام 1815 واندلاع الحرب العالمية الأولى - قد وجه بشكل طبيعي مدخرات المتقاعدين الأوروبيين نحو سوق السندات. نتيجة لذلك، كانت القيمة السوقية للأسهم في تلك الفترة أقل بكثير (كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي) مما هي عليه اليوم، وتم تنفيذ الاستثمارات الخارجية الكبيرة من خلال الديون وليس الأسهم للشركات الأجنبية.

2-2-3 تطور الأسواق المالية خلال الفترة 1929-1973.

عرفت هذه الفترة العديد من التطورات الاقتصادية سواء على مستوى الاطار النظري أو على مستوى الممارسات. لقد اتسمت هذه بداية هذه الفترة بما يعرف بأزمة الكساد الكبير التي اعقبت الحرب العالمية الأولى. هذه الأزمة التي حققت تغير جذري في التحليل الاقتصادي والنظرية الاقتصادية حيث تم الانتقال من النظرية الكلاسيكية الى النظرية الكينزية التي مفادها ان الطلب هو المحدد الأساسي للأسواق وأن النقود لا تمثل فقط عربة لنقل القيم ولكن لديها العديد من الوظائف الأخرى التي يمكن من خلالها التأثير على مستوى الانتاج خاصة اذا كان الاقتصاد في حالة أقل من حالة التشغيل الكامل. لقد اعتمد كينز في تحليله على وظيفة النقود كأداة للمضاربة والتي ربطها بمعدل الفائدة افتراض كينز أن معدلات الفائدة تكون على السندات. هذا التجي الواضح للأسواق المالية في النظرية الكينزية عزز دور

الأسواق المالية في الاقتصاد والتي يمكن لها أن تؤثر على حجم الإنتاج ومنه حجم النشاط الاقتصادي. لقد استمر التحليل الكينزية طيلة الفترة الممتدة من سنة 1929 الى غاية سنة 1973 وهنا ظهرت النظرية النقدية الحديثة التي كانت امتداد للنظرية الكلاسيكية ولكن بتحليل أكثر عمق لاسيما في استخدام الأدوات المالية كالأسهم، السندات، المشتقات المالية كمحدد أساسي للطلب على النقود.

3- الفترة المعاصرة:

3-1 نهضة الأسواق المالية: 1973:

نتيجة الظروف الي شهدتها العالم في فترة الستينيات القرن الماضي. كانت لها وقع كبير على الأسواق المالية، مثل حرب الفيتنام التي ساهمت في زيادة إقتراض الولايات المتحدة الأمريكية من الأسواق المالية كذلك عدم قدرة الولايات المتحدة الأمريكية من الوفاء بالتزاماتها وفق إتفاقية بروتن وودز المتمثلة في تحويل الدولار الى ذهب حيث أنه سنة 1973 صرح الرئيس الأمريكي بعدم إمكانية تحويل الدولار الى ذهب ، وهذا كانت كنقطة تحول للانتقال من نظام بروتن وودز الى نظام التعويم الذي تديره بالتحديد الأسواق المالية. لقد كانت لهذه الأحداث أثر إيجابي على تطور الأسواق المالية. كما عفت هذه الفترة بروز العديد من النظريات المرتبطة بالأسواق المالية مثل؛ نظرية ماركويتز، نظرية شارب، نموذج بلاك وسكولز.. الخ. التي ساهمت بشكل كبير في تسارع نمو نشاط هذه الأسواق.

3-2 المفاهيم الأساسية لهذه الأسواق الجديدة:

تقوم الأسواق المالية بوظيفة أساسية تتمثل في تجميع المخاطر. من اللحظة التي يتم فيها تداول أصل مالي في السوق ، يمكن لكل من المشاركين بالفعل اختيار متى يريدون الاحتفاظ بهذا الأصل والكمية. حيث كلما زادت السيولة في السوق ، زاد عدد المشاركين المختلفين ، الذين لديهم وجهات نظر مختلفة، والذين يحاولون الاستفادة منها على المدى القصير أو على أساس فروق صغيرة. يمكن للمستثمر تحمل مستويات مختلفة من المخاطر وذلك حسب تفضيلاته للعائد والمخاطرة لذلك نجد العديد من المستويات للاستثمار بناء على تفضيلات العائد والمخاطرة وهي:

- الاستثمار - المضاربة - التغطية - المراجعة.

بشكل عام، تميل المراجعة والمضاربة إلى تقليل المخاطر الإجمالية، ومن خلال زيادة التقلب على المدى القصير جداً ، تسمح في الواقع بما يلي:

- تقليل التقلبات على المدى المتوسط.

- لإعطاء الأسواق طابعًا متذبذبًا ومستمرًا، بدلا من فترات الراحة التي لا لبس فيها.

شهدت الأسواق المالية ثلاث أزمات ذات أهمية خاصة منذ عام 1973 يمكن الإشارة لها كما

يلي:

- انهيار أكتوبر 1987، الذي كان بمثابة انهيار في كل من أسواق أسعار الفائدة وأسواق الأسهم؛

- الإفلاس الوشيك لصندوق التحوط Long Term Capital Management في سبتمبر 1998؛

- أزمة الائتمان الكبرى، كما قيل أيضًا في بداياتها، أزمة الرهن العقاري، من صيف 2007 إلى صيف 2009.

لقد تسبب الثلاثة في توترات شديدة في العلاقات بين مختلف الأدوات المالية، ومن المرجح أن تؤدي بسرعة إلى تفكك النظام المالي الدولي، وقد تم حل الأمرين الأولين من خلال التدخل القوي للبنك المركزي الأمريكي، الاحتياطي الفيدرالي. ومع ذلك، فقد أثبتت الأزمة الثالثة أنها أكثر مرونة وأثارت تساؤلات حول جزء كبير من تنظيم الدائرة المالية. على عكس ما يسمى بالاقتصاد "الحقيقي"، فإن الأسواق المالية تحركها التوقعات وحدها، وليس جزئيًا.

ثانياً: تعريف الأسواق المالية.

لا تختلف أسواق المال عن بقية الأسواق المنتجات وعوامل الإنتاج الأخرى من حيث كونها مكان لالتقاء الطلب والعرض بهدف تحديد مستويات التوازن سعري والكمي. فضلا عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق. إلا أن ما يميز أسواق المال هي طبيعة التعامل فيه، إذ أنها أسواق للتمويل. وهي تتضمن عرض وطلب رؤوس الأموال، وما يتبع ذلك من سلوكيات خاصة للأطراف المؤثرة على التوازن.

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في جذب وتجميع مدخرات الأفراد والفوائض المالية لدى المنشآت الأعمال وغيرها، ويعبر عنها بـ (الوحدات ذات الفائض المالي) وإتاحتها- وفقا لعقود معينة- الى الجهات التي تحتاج إليها ويعبر عنها بـ (الوحدات ذات العجز أو الاحتياج المالي).

وعليه برزت العديد من التعريفات للسوق المالي يمكن تلخيصها في ما يلي:

التعريف 01: أسواق المال هي تنظيم يجمع بين المقرضين والمقرضين معا بما يوفر الموارد المالية للمؤسسات الاقتصادية والحكومة عند سعر معين (سعر الفائدة) ويحقق للمقرضين فرصة الحصول على عائد مقابل التنازل عن سيولة.

التعريف 02: المجال الذي تتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقرضين).

تعريف 03: المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة، للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، وتداول هذه الأدوات).

من خلال ما سبق يمكن استنتاج ما يلي:

- موضوع المبادلة في السوق المالية هو المال، وبه توصف فيقال (سوق مالية).
- تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالي في تجميع المدخرات من أصحاب الفائض وإعادة توزيعها على أصحاب العجز، أصحاب الفائض تحركهم دوافع تتمثل في تحقيق عوائد جراء توظيف فوائضهم وأصحاب العجز تحركهم دوافع تحقيق رفع مالي على استثماراتهم.
- تؤدي الأسواق المالية وظيفتها من خلال مجموعة من الأدوات المالية مثل؛ الأسهم، السندات، العقود الآجلة والعقود المستقبلية، عقود الخيار، الأسهم الممتازة، القروض القصيرة، المتوسطة والطويلة الأجل.
- للقيام بوظيفتها تنقسم السوق المالية الى جزئين هما؛ سوق الإصدار وسوق التداول.
- من حيث الآجال تنقسم الأسواق المالية الى سوق رأس مال والتي تختص في الأدوات المالية الطويلة الأجل وسوق النقد التي تختص في الأوراق المالية قصيرة الأجل.
- تتضمن الأسواق المالية (القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع الى قطاعات وأفراد آخرين، من خلال بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين، والتي يطلق عليها الوسطاء الماليون). وعليه تعتبر الوساطة المالية جزءا من السوق المالية.

ثالثا: وظائف الأسواق المالية:

إن وجود الأسواق المالية يعد أداة مهمة لتوفير المال وتقديمه للأنشطة المختلفة، خصوصا أن المال هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال بوصفه المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المنظمة، فالسوق التمويلي مقياس يكشف عن حركة الاستثمار والادخار، فالوحدات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحا وفي الوقت نفسه فإن الوحدات المنتجة دائما بحاجة إلى مصادر تعينها على الاستثمار في تأدية وظيفتها الاقتصادية. يمكن القول أن وظائف أسواق المال هي ما يلي:

1- الوظيفة التمويلية:

وتتمثل هذه الوظيفة في توفير اللازم للمشروعات والاستثمارات المختلفة من خلال قيامها بدور الوسيط بين الأفراد والبنوك والمؤسسات المالية التي تتجمع لديها المدخرات وبين المشروعات والاستثمارات والشركات في حالة تمويل.

2- الوظيفة الاقتصادية:

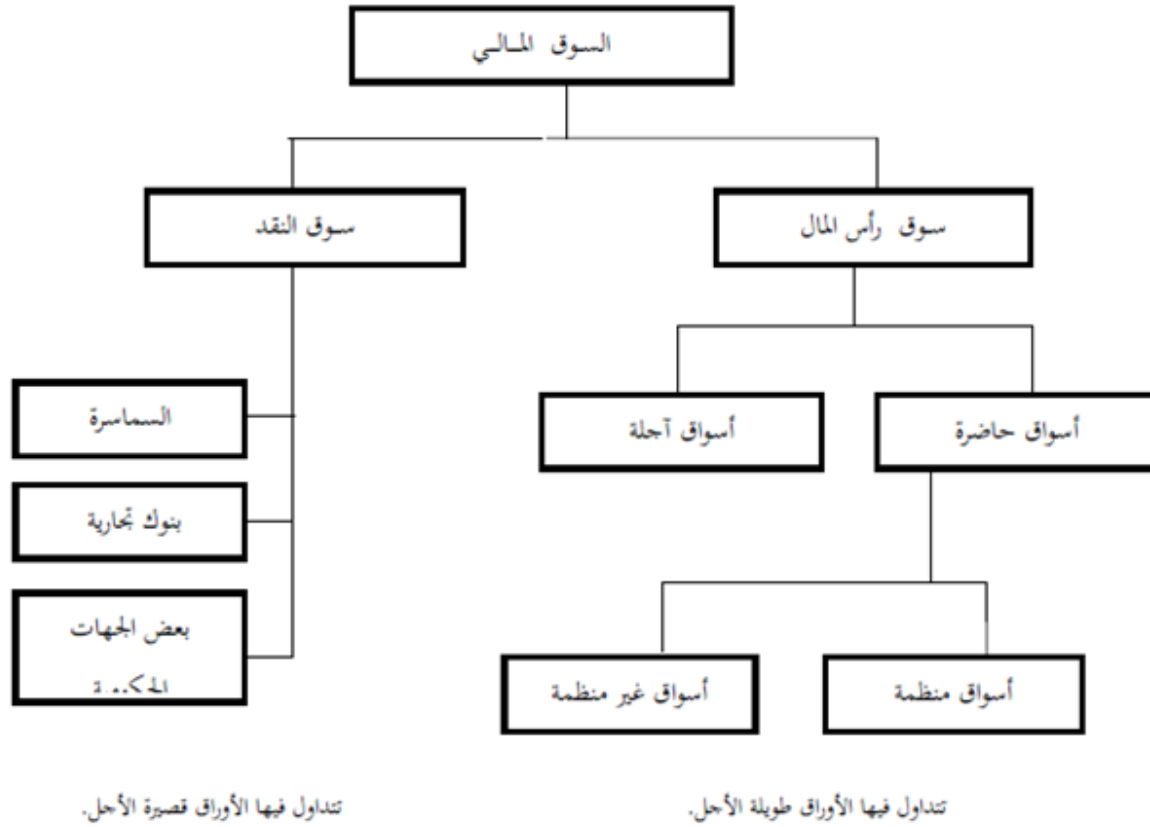
وتعتمد هذه الوظيفة على وجود الوظيفة التمويلية أولا، حيث أنه بدون الوظيفة التمويلية لا توجد الوظيفة الاقتصادية وذلك لأنه بتحويل الموارد المالية من قطاع المدخرين إلى قطاع المستثمرين (والتي تعتبر الوظيفة التمويلية) يقوم قطاع المستثمرين باستخدام هذه الموارد في استثمارات إنتاجية تزيد من الناتج القومي، وعلى هذا الأساس فإن أسواق المال تساعد على حسن تخصيص الموارد من الناحية الاقتصادية أي أن هذه الأسواق تساهم بدرجة كبيرة من التنمية الاقتصادية.

رابعا: أنواع الأسواق المالية

تتكون الأسواق المالية من فرعين أساسيين وهما سوق رأس المال وسوق النقد، كما هو مبين في

الشكل التالي:

الشكل رقم (2-1): يبين أنواع السوق المالي.



المصدر: من إعداد الباحث

1- سوق النقد.

هو عبارة عن سوق يتم من خلاله عملية الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية أو فيما بين البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، ويتأثر سوق النقد بطبيعة الحال بنوعية السياسة النقدية المطبقة، ويتركز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة والعوامل التي تؤثر عليه سواء محلية أو خارجية تمكن من معرفة تحركات واتجاهات أسعار الفائدة.

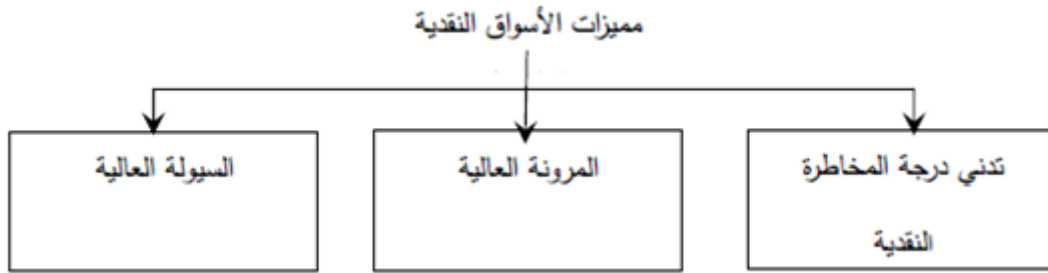
وهي السوق التي من خلالها يمكن الحصول على القروض القصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء كان ذلك من خلال عقد القرض المباشر، أم من خلال إصدار الأوراق المالية التي تتميز بسيولتها العالية، أي التي يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة، كشهادات الإيداع القابلة للتداول. وسميت بسوق النقد لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود، بسرعة

وسهولة، أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود أو من مجموع الأمرين.

1-1 مزايا السوق النقدية:

تتمتع سوق النقد ببعض المزايا من أهمها:

الشكل رقم (2-2): مميزات السوق النقدية



زياد رمضان، رمضان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، مصر، 2007، ص: 46.

المرونة العالية: يمتاز السوق النقدي بالمرونة العالية قياساً بغيره من الأسواق بسبب الاستثمار القصير الأجل وما يتمتع به من إخفاض درجة المخاطرة، مما أعطاه صفة المرونة وسرعة الاستجابة للتغيرات الاقتصادية مما يقلل الخسائر ويعظم العوائد.

السيولة العالية: يمتاز السوق النقدي بالسيولة العالية لأدوات الاستثمار المستخدمة فيه فهي التي لا تتجاوز السنة مالية واحدة.

انخفاض درجة المخاطرة: ويرجع ذلك إلى سببين هما:

- تدني درجة المخاطر المالية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وكما أشرنا أن آلية التعامل بهذه السوق تكون لأجل قصيرة الأجل لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية آثاراً محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مثل شهادات الإيداع القبولات المصرفية مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة. وبالتالي لا يتحمل حاملها خسائر كبيرة فيما لو قام بخصمها قبل موعد استحقاقها.

- تدني درجة مخاطرة الائتمان والتي ترتبط باحتمالات عجز مدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه فنظرا لأن الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة من مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية، البنك المركزي، المؤسسات الحكومية لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جدا.

1-2 أهمية السوق النقدي:

وقد شهدت السنوات الأخيرة تطور الأسواق النقدية، إذ ازداد التعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل مقارنة بباقي أدوات السوق الرأسمالي، بسبب استخدام البنوك والشركات التجارية أدوات سوق النقد بشكل واسع ومستمر، لما توفره هذه الأدوات من سيولة وعائد في آن واحد. وتتمتع سوق النقد بمزايا عدة أهمها المرونة العالية في إجراء الصفقات، إذ أن معظم هذه الصفقات تتم بسهولة واجراءات مبسطة تنعكس على تخفيض تكاليف الصفقات، فضلا على انخفاض مخاطر أسعار الفائدة على أدوات سوق النقد لقصر آجالها. الى جانب ذلك فإن الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق لا تواجه مخاطر الائتمان والمرتبطة باحتمال عجز الطرف المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، انطلاقا من هذه الأوراق الصادرة عن مراكز ائتمانية قوية، كالبنك المركزي والبنوك التجارية الكبيرة المؤسسات الاستثمارية الأخرى. وفي ضوء هذه المزايا فإن سوق النقد تلعب دورا فعالا بارزا على مستوى الاقتصاد القومي من زاويتين هما:

- تمارس هذه السوق دورا رئيسيا في تخطيط السياسات النقدية للدولة، إذ بواسطتها يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وذلك عن طريق التحكم في احتياطات البنك التجارية التي تلعب دورا قياديا في هذه السوق.

- ان وجود سوق نقدية فعالة تتمتع بسيولة الأصول المالية قصيرة الأجل، يعمل على تخفيض تكلفة التمويل قصير الأجل وبالتالي زيادة سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة في المشروعات الاقتصادية على اختلاف نشاطها، الأمر الذي يزيد من الطاقة الانتاجية لهذه المشروعات الأمر الذي ينعكس في انتعاش الاقتصاد القومي وازدهاره.

ترتز أهمية السوق النقدي في الجوانب التالية:

- تأمين سيولة الجهاز المصرفي، حيث تتمكن المصارف من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة عالية.

- تلعب السوق النقدية دورا حاسما في رسم السياسة النقدية للدولة، يتدخل البنك المركزي في تغيير أسعار الفائدة في الأجل القصير.

- يوفر السوق فرصة لمنشآت الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطر منخفضة جدا ذات قابلية سوقية عالية.

1-3 الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي:

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد في صكوك دين قصيرة الأجل، قابلة للتداول، يستحق حاملها استرداد المبلغ المدون عليها، الذي سبق أن أقرضه لطرف آخر، لا يتجاوز في الغالب سنة منذ اصدارها، وتتميز هذه الأدوات امكانية التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك ببيعها في سوق النقد، حيث يتم تداول هذه الأدوات اما على أساس سعر الخصم، أو على أساس سعر الفائدة، حسب نوع الأداة المالية . وسف يتم تداول هذه الأدوات كما يلي:

1-3-1 أدوات الخزينة:

أدوات الخزنة هي أدوات دين قصيرة الأجل ، تصدرها الحكومة، لغرض الاقتراض ، وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر، واثنى عشر شهرا. وهي لا تحمل سعر فائدة محدد، وانما تباع بخصم، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية، على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق، وتتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمنا لها ، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق.

ويتم بيعها عن طريق المزاد، حيث يقوم البنك المركزي في الدولة بعرضها على المستثمرين، الذين هم في العادة من المؤسسات المالية الكبيرة، كالبنوك التجارية، شركات التأمين، والمتاجرين في هذا النوع من الأدوات المالية، وبيعها لمن يقدم السعر الأعلى، ثم الأقل فالأقل.

1-3-2 شهادات الایداع:

ورقة مالية تثبت أن لحاملها وديعة لدى المصرف ، أو المؤسسة المالية التي أصدرتها بالقيمة الاسمية المدونة عليها.

وهي من أدوات الدين قصيرة الأجل ، تصدرها البنوك التجارية لغرض تشجيع المستثمرين على الایداع لديها، ولذا فهي تصدر بقيم مختلفة، وأجال متفاوتة لا تتجاوز السنة في الغالب. وتحمل شهادات

الإيداع قيمة اسمية محددة بمقدار الديعة، وتاريخ استحقاق محدد، كما تحمل سعر فائدة، يمكن أن يكون متغيراً بحيث يحصل المودع في تأويل الاستحقاق على القيمة الاسمية للشهادة، بالإضافة إلى الفائدة المتفق عليها.

ويتم إصدارها وتسويقها بأحد أسلوبين:

- الأول: الإصدار العام، ذلك بدعوة الجمهور للاكتتاب فيها.
- الثاني: الإصدار الخاص: وذلك بأن يتم إصدارها بناءً على طلب مسبق من قبل مجموعة من المودعين، بشروط متفق عليها بينهم وبين المصرف المصدر لها.

وتعد شهادات الإيداع من نوع الودائع لأجل، ولذا فإنه لا يحق لحاملها استرداد وديعته قبل تاريخ الاستحقاق، إلا أنها تتميز بقبولها للتداول في السوق الثانوية فيمكن لحاملها بيعها والحصول على نقوده قبل موعد استحقاقها مقابل التنازل عن جزء من العائد عليها (الفائدة).

1-3-3 الحوالات المصرفية:

أداة مالية من أدوات السوق النقدية قصيرة الأجل، حيث تتراوح فترة استحقاقها بين شهر وتسعة أشهر، ويتحدد العائد عليها عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية. وهي تستخدم أداة للاقتراض، كما تستخدم أداة ائتمان في المعاملات التجارية الخارجية، لتمكين المستوردين من شراء البضائع التي يحتاجونها من الخارج بالأجل. وتتمثل الحوالات المصرفية في توقيع أحد المصارف بالقبول، على كمبيالة مسحوبة عليه بدفع مبلغ معين من المال، من قبل مستورد أو المصدر، أو راغب الاقتراض وذلك عن طريق ختم كمبيالة بكلمة مقبول.

لذا فإنه يمكن تعريف الحوالة المصرفية بأنها: تعهد من قبل مصرف ما بدفع قيمة كمبيالة مسحوبة عليه، عن طريق ختمها بكلمة مقبول. ويتضمن الاتفاق الذي بموجبه يوقع المصرف على الكمبيالة بالقبول أن يقوم العميل الذي تم التوقيع بناءً على طلبه بإيداع قيمة الكمبيالة في حسابه لدى المصرف، قبل تاريخ الاستحقاق، حتى يتمكن من تسليمها لحامل الكمبيالة.

ومع ذلك فإن المصرف ملزم بموجب تعهده المتمثل في توقيعها بالقبول أن يدفع قيمة الكمبيالة لحاملها في تاريخ طلبه بإيداع قيمة الكمبيالة في حسابه لدى المصرف، قبل تاريخ الاستحقاق، حتى يتمكن من تسليمها لحامل الكمبيالة.

ومع ذلك فإن المصرف ملزم بموجب تعهده المتمثل في التوقيع، بالقبول أن يدفع قيمة الكمبيالة لحاملها في تاريخ الاستحقاق ، ولو لم يقم عميله بدفعها اليه ويأخذ المصرف في مقابل هذا التعهد أو الضمان عوضا معلوما.

1-3-4 الأوراق التجارية:

تعتبر النقود أو ما يسمى بالأوراق النقدية أداة أساسية للتعاملات بين الناس وبخاصة في العمليات التجارية، إلا أن معظم التجار لا يحتفظون غالبا في خزانتهم بالنقود السائلة بدون استثمار، لذلك فانهم يحتاجون دائما الى الائتمان، ويكون ذلك في شكل منح المدين أو المشتري فترة زمنية يسدد بعدها القيمة المطلوبة (وهذا هو الائتمان) لذلك نشأت الحاجة الى مستندات تنظم هذه الأعمال التجارية سميت بالأوراق التجارية، وهي مختلفة عن الأوراق المالية مثل النقود والأسهم والسندات وأذون الخزينة، والأوراق التجارية هي صكوك (محركات مكتوبة) قابلة للتداول، تمثل حقا نقديا يستحق الدفع بمجرد الاطلاع (بمجرد تقديمه) أو بعد أجل قصير أو طويل. وجرى العرف على قبولها كأداة وفاء.

وتوجد أنواع من الأوراق التجارية وهي: الكمبيالة، الصك، السند الأذني والسند لحامله.

أ- **الكمبيالة:** هي صك (محرك) مكتوب وفق أوضاع شكلية، حددها القانون قابلة للتداول ، وتتضمن ثلاثة أطراف هم: الساحب، والمسحوب عليه والمستفيد. ويتم فيها أمر بالدفع غير مشروط من الساحب الى المسحوب عليه بأن يدفع مبلغا من المال في تاريخ محدد أو بمجرد الاطلاع الى الطرف الثالث وهو المستفيد أو حامل الصك.

ب- **الصك (الشيك):** هو صك (محرك) مكتوب وفق أوضاع شكلية استقر عليها العرف التجاري، وهو مكون من ثلاثة أطراف، وفيها أمر صادر من صاحب الشيك وهو الساحب الى طرف آخر مسحوب عليه وهو في هذه الحالة البنك، وذلك بأن يدفع البنك مبلغا من المال للطرف الثالث وهو المستفيد ويسمى أيضا حامله أو لأمره وذلك عند الاطلاع ، أي بمجرد تقديم الشيك.

ت- **السند الأذني:** هو صك مكتوب في شكل خاص قابل للتداول وهو يتضمن طرفين فقط وفيه تعهد المدين (محرك السند) بدفع مبلغ من المال بمجرد الاطلاع أو في ميعاد محدد لأمر أو لأذن شخص آخر هو المستفيد، ويختلف السند عن الكمبيالة في أنه يتضمن طرفين فقط، ويعتبر أداة وفاء اذا كان يستحق السداد بمجرد الاطلاع، وفي هذه الحالة يقوم مقام النقود. ويعتبر أداة ائتمان اذا تضمن أجلا للوفاء (أي بدفع القيمة في التاريخ محدد) والسند الأذني هو الجاري العمل به في مجال البنوك.

2- سوق رأس المال:

سوق رأس المال

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل التي يزيد استحقاقها عن السنة مثل الأسهم والسندات ، الأسهم الممتازة... الخ ويطلق عليها مصطلح سوق رأس المال كونها تمثل قناة رئيسية للمؤسسات ورجال الأعمال لحصولهم على التمويلات اللازمة لتكوين أو زيادة رأس مال المؤسسة .

تختلف سوق رأس المال عن سوق النقد فهي على غرار الأسواق الأخرى لها مكان معين ونوع خاص من السلع (الأوراق المالية) كما أنها تمثل جزء من السوق المالي الموازي للسوق النقدي وتتكون هذه السوق من قسمين:

1- السوق الحاضرة:

وهي الأسواق التي تتعامل بشكل فوري حيث مجرد اتمام تداول صفقة ما تنتقل ملكية الورقة من البائع الى المشتري كما يقوم هذا الأخير بدفع قيمة الصفقة وتسمى أيضا بالسوق الفوري أو العاجل وتنقسم هذه السوق الى قسمين هما:

- السوق الأولية (سوق الاصدار)
- السوق الثانوية (سوق التداول): تنقسم الى قسمين : سوق منظمة وسوق غير منظمة.

2- الأسواق الأجلة:

ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وتتعامل أيضا في مجموعة واسعة من السلع مثل الأوراق المالية المؤشرات ، السندات... الخ. تسمح هذه الأسواق بالتباعد بين تاريخ التداول وتاريخ التسوية بمعنى أنه يتم الاتفاق على الصفقة عند تاريخ التداول و تؤجل التسوية الى القيام الفعلي بالصفقة الى غاية تاريخ التسوية ، ان الغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض وتجنب المخاطر عند تغيير السعر مما يدفع ويشجع المستثمرين على اجراء الصفقة بأقل قدر من المخاطر.

1-2 السوق الأولية: ويتم التعامل في هذه السوق بالإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم وذلك من خلال زيادة رأسمالها. وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج الى أموال يمكنها اصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء في الاكتتاب العام الخاص وهذا

يعطي الفرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة عن طريق مدخراتهم للمشاركة في توفير الأموال. إذ أن السوق الأولية هو الحيز الذي يربط مقدمي الأموال (المكتتبين وبين المشروعات).

2-2 السوق الثانوية: هي تلك المكان الذي تتم فيه تداول الأسهم والسندات المالية على اختلاف أنواعها التي تم بيعها سابق في السوق الأولية، حيث تخضع فيه الأسعار الى قوانين العرض والطلب. يطلق على هذا السوق بالبورصة حيث أن البورصة هي المكان (الحيز) الذي تجرى فيه المعاملات على الأوراق المالية بواسطة أشخاص مختصين ومؤهلين في هذا النوع من العمل. وهذه المعاملات تجرى في أوقات محددة.

2-3 السوق الثالث: هو القطاع من السوق غير المنظمة بمعنى أن الصفقات البيع والشراء للأوراق المالية يتم خارج البورصة، ويتم التعامل بين أعضاء من بيوت السمسرة خارج السوق المنظم وهذه الأسواق على استعداد لشراء وبيع أوراق مالية وبأي كمية ان السبب الرئيسي في اللجوء الى هذا الأسواق هو انخفاض العمولة لكون عدم وجود مصاريف التسجيل أو رسوم العضوية في السوق كما هو الحال في البورصة .

2-4 السوق الرابع: وهو يشبه السوق الثالث في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة حيث يتمثل هذا السوق في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الاوراق المالية في طلبيات كبيرة دون وساطة للحد من العمولات، وفي هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظم أو خارجه .

وفي بعض الأحيان تكون هناك الحاجة للاستعانة بوسيط في السوق وذلك بغرض اتمام الصفقة والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل تكلفة.

المراجع:

- محمود داغر، الأسواق المالية "مؤسسات-أوراق-بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، سنة 2007، ص:19.
- مبارك سليمان بن آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، جامعة الملك بن عبد العزيز، مركز النشر العلمي لجامعة الملك عبد العزيز، جدة، سنة 2010، ص: 03.
- محمد البناء، أسس النقد والمال "الأسس النظرية والعملية"، زهراء الشرق، الطبعة الأولى مصر، 1996، ص:100
- عبد النافع الزرري، توفيق غلزي، الأسواق المالية، ار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2000،

- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني -دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر تبسة، سنة 2015، ص: 20.
- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، سنة 2010، ص: 121.
- حسن خلف فحيل، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص: 09.
- زياد رمضان، رمضان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، مصر، 2007، ص: 46.
- حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية؛ النشأة، المفهوم، الأدوات سلسلة الكراسات الاستراتيجية، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، سنة 2014، ص: 13.