

الأسواق المالية: الإطار العام ومقومات النجاح

م.د. بشير هادي عودة*

أ.د. زهرة حسن عباس**

أ.م.د. مصطفى مهدي حسين***

الخلاصة

لقد تشعب المضمون المفاهيمي للسوق المالي بعدة مدلولات عديدة بيد أن جميعها قد انصب في قالب واحد وهو أن السوق المالي هو المؤسسة التي تضطلع بعملية جذب رؤوس الأموال (المدخرات) لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة ، بحيث أن هذه العملية تأخذ عدة مراحل إجرائية أدت إلى تقسيم السوق المالي إلى سوق أولي لطرح الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية ، وسوق ثانوي لتداول تلك الإصدارات ، التي تأخذ بطبيعتها باتجاهين الأول عبارة عن عمليات تداول قصيرة الأجل ذات سيولة مرتفعة وأسعار فائدة منخفضة تدعى بعمليات السوق النقدي ، والثاني يشمل العمليات الاستثمارية طويلة الأجل والتي تكون منخفضة السيولة وبأسعار فائدة مرتفعة ترعاها فعاليات السوق الرأسمالي. وهذه الأشكال من عمليات التداول قد تكون في ظل أسس قانونية تشرعها السلطة المالية فيكون بذلك سوقاً ماليً منتظمً مقرّ رسمياً من قبل الحكومة ، أو تكون عمليات التداول بعيدة عن أنظار القوانين الحكومية وإجراءاتها ، وعندئذ يعد سوقاً مالياً غير منتظم أو موازياً للسوق المالي المنتظم فيتكون بذلك السوقين الثالثة والرابعة طبقاً لحال الوسطاء أو سماسرة السوق الموجودين في السوق الثالثة والمختفين من فعاليات السوق الرابعة ، أن التطورات الاقتصادية المعاصرة وما أفرزته من استحداثات لوسائل وأدوات مالية مطورة أدت إلى ظهور ما يعرف في بعض الدول المتقدمة بالسوق الخامسة كرابطة بين السوقين الماليين المنتظم وغير المنتظم . وهذا الأمر يؤكد الفرضية التي انطلقت منها الدراسة وكذلك يعرف طبيعة المشكلة التي تعاني منها.

* مدرس / قسم الاقتصاد / كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة البصرة

** استاذ / قسم الاحصاء / كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة البصرة

*** استاذ مساعد / قسم العلوم المالية والمصرفية / كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة البصرة

وفي مجال عمل الأسواق المالية المنتظمة كأسواق مالية رسمية مقرة تشريعياً من قبل الحكومة هناك مجموعة من المقومات الأساسية لنشأة هذه الأسواق والقيام بمهامها على أكمل وجه ينبغي لها أن تجتمع ك مطلب أساسي للسوق المالي ، ويأتي في مقدمة هذه المقومات الأطر القانونية والتشريعية واللوائح الداخلية التي تمثل الهيكل القانوني والتشريعي لنشاط الأسواق المالية والضامن لحقوق المتعاملين فيه ، ثم بعد ذلك لا بد من توفر البنى التحتية الخاصة بالسوق المالي والمتمثلة بأنظمة التداول وآليات الدفع والمقاصة والحفظ المركزي وأنظمة المعلومات ولوحات العرض الالكتروني ، وإلى جانب هذه المرتكزات يجب توفر المؤسسات المالية الصانعة والوسيطه والساندة للسوق المالي كمصارف الاستثمار والمصارف التجارية والشركات المساهمة ومؤسسات الادخار التعاقدية والصناديق الاستثمارية وشركات الترويج والضمان للأوراق المالية التي يتم تداولها داخل قاعة السوق ، وكل ذلك ينبغي أن يكون في ظل توافر مجموعة متنوعة من الأدوات المالية التقليدية والمستحدثة . ومن الشروط المهمة الأخرى لنجاح قيام السوق المالي وأداء مهماته الاستثمارية بكفاءة هو أتساع الطاقة الاستيعابية للاستثمار في الاقتصاد القومي وتوفر المناخ الاقتصادي والسياسي الآمن لذلك الاستثمار ، فضلاً عن اعتناق الفلسفة الاقتصادية الليبرالية كضرورة لتفعيل آلية السوق وتقليل حجم التدخل الحكومي في عمل المؤسسات المالية .

"Abstract"

The Financial sector is considered to be the cornerstone and the essential character of the economic activity in any country either the developed or the developing countries. The progressive role of this sector continued because of the nature of its components which represent the vital artery of the economic activities whether of the banking systems or the financial markets. However, the financial market, for its work mechanism, distinguishes from the financial sector institutions because it is the axis where all the financial activities and the other performances of the national economy rotate around its orbit. The banking institutions is the most important elements that the financial market depends on in the initial market issues operations ; while the contractual institutions , besides the stockholding companies and individuals, are of the most essential and most notable effective elements in the secondary currency markets.

We can say that the development of the financial market means the development of financial sector of the whole country, and then finding an essential base represents the nucleus from which the developing process and the aimed economical progress emerged.

Because of the financial market is a financial institution in which its functions progresses through considering it as a system by which the local and foreign capitals are gathered to fund and manage the developing investments of the state. Therefore the Arab countries ,the study sample, which their financial markets are indicated in the data base center of the Arab Monetary Fund, care to make the developing aim of their financial markets is to be in the front of the aims of which these markets has been established.

المقدمة

يعد القطاع المالي حجر الزاوية والمفصل الأساسي للنشاط الاقتصادي لأي بلد من بلدان العالم المتقدمة منها والنامية ، وأن تعاضد دور هذا القطاع ينبع من طبيعته مكوناته التي تمثل الشريان الحيوي للتفاعلات الاقتصادية ، سواء ما كان منها عن طريق الأنظمة المصرفية أم عن طريق الأسواق المالية أم لأي مؤسسة مالية تعاقدية أخرى كمؤسسات التأمين والتقاعد . بيد أن السوق المالي وبحكم آلية عمله ينفرد من بين مؤسسات القطاع المالي في كونه المحور الذي تدور بقله جميع الأنشطة المالية ومختلف الفعاليات الأخرى للاقتصاد القومي ، فالمؤسسات المصرفية هي العناصر الرئيسية التي يستند إليها السوق المالي في عمليات السوق الأولية لإصدار الأوراق المالية الجديدة ، وللترويج وتقديم الاستشارات المالية حول تلك الإصدارات ، أما المؤسسات التعاقدية فهي فضلاً عن الشركات والأفراد من أهم وأبرز العناصر الفاعلة في السوق الثانوية (سوق التداول) . لذلك يمكن القول بأن تطور سوق المال يعني تطور القطاع المالي ومن ثم إيجاد ركيزة حيوية يمكن أن تمثل النواة التي من خلالها ينطلق النمو والتقدم الاقتصادي.

وتتبع أهمية الدراسة من أهمية الطرح الذي تبنته المؤسسات المالية الدولية حول حجم الإنجازات التنموية المهمة التي يمكن أن تجنيها الاقتصادات التي شرعت بإنشاء وتطوير أسواقها المالية ، ومن ثم جاءت هذه الدراسة كاستعراض نظري وتطبيقي لأهم

التفاصيل المتعلقة بنشاط السوق المالي وللتعريف بمفهوم وآلية عمل هذه الأسواق والكشف عن جميع العناصر الرئيسية والثانوية المرافقة لعملية تداول بالأوراق المالية ، لذلك تفترض الدراسة بأن السوق المالي عبارة عن مؤسسة مالية مترامية الأطراف ومعقدة التركيب يتطلب الإلمام بكامل مكوناتها من أجل الدخول في معترك عمليات التداول بالأوراق المالية ، وحتى يمكن إجراء عملية التحليل المنطقي لأسباب التغيرات التي تطرأ على الأسعار بين الحين والآخر ، وبالتالي تجنب المشاكلات أو الأضرار التي تلحق الخسارة بالمستثمرين وبناء توقعات مقبولة. وهذا الأمر يجرنا إلى أبرز مشكلة الدراسة والتي تتلخص في الفهم الضيق وعدم الدراية لدى العديد من الباحثين والمتعاملين بالأوراق المالية لطبيعة آلية عمل الأسواق المالية والمؤسسات التي تعمل في داخلها وكيفية التمييز بين مختلف مكونات السوق المالي . لذلك فقد قسمت الدراسة إلى مبحثين هما :

المبحث الأول : الإطار العام للأسواق المالية. **المبحث الثاني :** المقومات الأساسية لنجاح السوق المالية وتتكون من:- **أولاً** - الأطر التشريعية والتنظيمية للسوق المالي . **ثانياً :** وفرة البنى التحتية للسوق المالي **ثالثاً:** توافر المؤسسات المالية العاملة في السوق المالي . **رابعاً :** وجود الأدوات المالية اللازمة للتداول في السوق المالي. **خامساً :** اتساع الطاقة الاستيعابية للاستثمار في الاقتصاد . **سادساً :** اعتناق الفلسفة الاقتصادية الليبرالية للدولة . **سابعاً :** وفرة المناخ الاقتصادي والسياسي الآمن للاستثمار .

المبحث الأول - الإطار العام للأسواق المالية :-

يندرج مفهوم السوق المالي ضمن الإطار العام لمهية السوق والذي يتكون من طرفين ، البائع وهو مصدر الورقة المالية وعادة ما يتمثل بالحكومة أو المصارف التجارية أو منشآت الأعمال اذ تعهد عملية إصدار الأوراق المالية في سوق المال عادة إلى مصارف الاستثمار (*Investment Banks*) التي تكون بمثابة مؤسسة مالية متخصصة بطرح الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية وذلك بإيعاز من قبل البائعين (المستثمرين) ، أما الطرف الآخر من السوق والذي يكون مشترياً للأوراق المالية فهو الجهة التي تمتلك رؤوس الأموال (المدخرات) سواء كانت للأفراد أم للمصارف أم لدى أي مؤسسة ادخارية تعاقدية أخرى ، فشان المال في ذلك شأن أي سلعة يتم تداولها في السوق الاعتيادي وبالذات سوق

المنافسة التامة ، إذ يتحدد سعر الورقة المالية في ظل تفاعل جانبي العرض والطلب في قاعة التداول مباشرة أو عن طريق شبكات العرض الإلكترونية المرتبطة بالانترنت .

لقد أوجد السوق المالي كمؤسسة اقتصادية ذات صفة اعتبارية تبعاً للتطورات التي شهدتها الاقتصادات العالمية في أعقاب الثورة الصناعية الكبرى والتي نتج عنها ارتفاع في وتائر النمو الاقتصادي وزيادة في حجم الدخل وتنوع في الإنتاج وبروز مؤسسات مالية كبيرة تحاول الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة لتوظيف مدخراتها في المجالات الإنتاجية المختلفة ، هذا فضلاً عن التطور الذي طرأ على مفهوم الشركات فأصبحت شركات مساهمة تتسم باتساع أنشطتها الاقتصادية ، الأمر الذي دعا إلى ظهور مؤسسة مالية تأخذ على عاتقها مهمة حل مشكلة الاختناقات المالية تلك من خلال توجيه الأرصدة الادخارية نحو المجالات الاستثمارية وتحقيق الفائدة للطرفين ، وهذه المؤسسة هي التي أطلق عليها فيما بعد مصطلح البورصة أو السوق المالي⁽¹⁾.

إن التوسع الكبير في نشاط الأسواق المالية الذي جاء بفضل الثورة الصناعية آنذاك قد ترك آثاراً واضحة على الوجه الاقتصادي للعالم ، فظهرت الاستثمارات الكبيرة التي تفوق بطبيعتها القدرة المالية للأفراد ، كما بدأ أصحاب رؤوس الأموال يبحثون عن الفرص التي تعظم مستوى أرباحهم ، الأمر الذي أحدث تغييراً كبيراً في بنية الشركات المساهمة وأرغمها على التوسع بنطاق الملكية من أجل بقائها في النشاط الاقتصادي واستمرار نجاحها وذلك بطرح الأسهم لتعزيز القدرة المالية لها في تمويل مشروعاتها الاستثمارية ، وهذا الوضع قد خلق فرصاً مناسبة لتوظيف الكثير من الأموال على أساس المشاركة . كما أعطى الحكومة والشركات الأخرى القدرة الواسعة على تطوير أنشطتها ، لذلك ازداد التعامل بالأوراق المالية وبخاصة بالأسهم والسندات ، وازدادت معه معدلات النمو الاقتصادية.

وهكذا فإن السوق المالي يمكن تعريفه على أنه المكان الذي يلتقي فيه الطلب المالي مع العرض المالي إذ يتم تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة للنشاط الاقتصادي ، وهو بالتالي سوق صانع لرأس المال الذي يعد واحداً من أهم عناصر الإنتاج الدافعة للنمو والتقدم الاقتصادي⁽²⁾ ، ويحدده تعريف آخر بأنه السوق الذي تتعامل فيه كل من المصارف والمؤسسات الاستثمارية والشركات الدولية لبيع وشراء الأوراق المالية بعقود طويلة الأجل⁽³⁾ ، فيما يرى آخر إن سوق المال هو السوق الذي تباع وتشترى فيه الحقوق

على الأوراق المالية ، سواء كانت حقوق ملكية (أسهم) أم حقوق دين (سندات) ، أم أصول مالية قصيرة الأجل وذلك على وفق قواعد وتنظيمات تحكم عملية التبادل⁽⁴⁾ . وهناك من يحاول إعطائه تعريفاً ذا طبيعة إدارية تنظيمية اذ يعرفه بأنه السوق الذي يوفر إمكانية امتلاك أحد الأصول المالية (الأسهم والسندات) عبر آلية منتظمة للتداول تتسم بالكفاءة والفاعلية وتحقق منفعة للمتعاملين ، ولذا فإن هذا السوق يكتسب سمات مزدوجة كأجهزة ادخارية وأخرى استثمارية ، فهو جهاز ادخاري كونه يقوم بتهيئة أرصدة التمويل الرأسمالي اللازمة للاستثمار بوصفه وسيطاً مالياً بين من يمتلك رؤوس الأموال وبين من يرغب في استثمارها ، وهو جهاز استثماري كونه يضيء صفة السيولة العالية للموجودات المتاحة ويتيح توسيع قاعدة الخيارات الاستثمارية للمدخرات المتوافرة⁽⁵⁾ .

إلا إن اشمل تعريف قدم للسوق المالي ولعله المفهوم الأرجح له كان موضوعاً من قبل صندوق النقد العربي⁽⁶⁾ حينما عرف سوق المال بأنه السوق الذي يوفر الآلية الملائمة لتعبئة المدخرات المحلية وحشدها لتوسيع نطاق الملكية ومشاركة صغار المدخرين في النشاط الاستثماري ، فضلاً عن جذب الاستثمارات الأجنبية لتوفير موارد تمويلية تسهم في تغطية احتياجات التنمية الاقتصادية من خلال توجيه الأرصدة المالية نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية ، وتعزيز فرص الاستثمار في المشروعات التي تتطلب التزامات مالية طويلة الأجل وذلك عبر آلية فعالة وسريعة في تسهيل أصول المساهمين ، وتقليل المخاطر المالية بواسطة تنويع المحافظ الاستثمارية .

ومما هو جدير بالإشارة أن السوق المالي يدعى اصطلاحاً بالبورصة (*Bourse*) وهي التسمية التي أطلقها الفرنسيون على المكان الذي يلتقي فيه المستثمرون (*Investors*) والسماسرة (*Brokers*) لإجراء الصفقات المالية ، إذ كان في الأصل قصراً لأحد الأثرياء البلجيكي يدعى (*Van Du Bourse*) . بيد أن البورصة في أول الأمر كانت تمثل شيئين ، الأول متخصص في عمليات تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً ، والثاني متخصص في التبادلات السلعية للمنتجات الزراعية والصناعية بيعاً وشراءً ، بينما يؤكد بعضهم⁽⁷⁾ على إن للبورصة ثلاثة أجزاء الأول يعرف ببورصة الأوراق المالية والثاني يدعى ببورصة البضائع ، فيما يمثل الجزء الثالث بورصة العقود الآجلة .

أما في الوقت الحاضر فقد اقتصر مفهوم البورصة على سوق الأوراق المالية إذ يؤكد الأستاذ حسن النجفي⁽⁸⁾ بأن مصطلح البورصة قد تم تشذيبه حتى أصبح بمرور الوقت يطلق فقط على المكان الذي تتداول فيه الأوراق المالية بمختلف أنواعها ومواصفاتها وآجالها من قبل مؤسسات مالية وسيطة تعمل على نقل السيولة المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من العجز في السيولة ، أي إن وظيفة البورصة تختص بعمليات التوسط المالي حصراً وذلك لشراء الأصول المالية من المقترضين النهائيين (المشروعات الاستثمارية) وإصدار أصول مالية جديدة غير مباشرة (أسهم وسندات) يفتنيها المقرضون الأوليون (المدخرون) .

وبذلك فإن السوق المالي من وجهة نظر الباحث يعني الجهاز الذي بمقتضاه تستقطب رؤوس الأموال من المدخرين سواء كانوا أفراداً أم مصارفاً أم مؤسسات ادخارية تعاقدية من أجل توجيهها نحو المشروعات الاستثمارية على اختلاف أوجه نشاطها الاقتصادي بأسعار فائدة محفزة للمدخرين ومقبولة للمستثمرين يرتفع في ظلها مستوى النشاط الاقتصادي ويتحقق النمو . هذا وإن آلية أسعار الفائدة التي تتحدد على الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق المالي ترتبط عادة بديناميكية العرض والطلب على تلك الأوراق ويمكن مشاهدتها بالحالتين الاعتياديتين الآتيتين :-

- إذا كان الطلب كبيراً على اقتناء الأوراق المالية من قبل المدخرين (أصحاب الأموال) فإن ذلك يؤدي إلى حدوث تراجع في أسعار الفائدة التي ستستوفى على الأموال الممنوحة ،
والعكس صحيح

- إذا كان الطلب كبيراً على رؤوس الأموال من قبل المستثمرين (أصحاب المشروعات) فإن ذلك يؤدي إلى حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة التي ستستوفى على الأموال الممنوحة ،
والعكس صحيح.

أما في حالة المضاربة (*Speculation*) فالأمر مختلف تماماً وخصوصاً إذا ما توقع المضارب انه في الأجل الطويل (*Long Run*) ستحدث ارتفاعات إضافية في أسعار الفائدة ، فحينئذ سيقدم على شراء الأوراق المالية التي سترتفع أسعارها ، ويكون المشتري (المدخر) هنا مضارباً في الأمد البعيد ، في حين يكون البائع (المستثمر) مضارباً في الأمد القصير (*Short*)

Run) خصوصاً إذا توقع إن هناك انخفاضات ستطرأ على أسعار الأوراق المالية في المستقبل (الأمد البعيد) .

إن حالات المضاربة في السوق المالي قد بينها الاقتصادي الأمريكي الشهير شارلس داو في نظريته المعروفة بنظرية داو (*Dow's Theory*) ، والتي على أساسها تم اشتقاق مؤشر داو جونز (*Dow Jones*) لسوق نيويورك المالي ، إذ أوضح إن عملية المضاربة على الأوراق المالية في البورصة تولد ثلاثة أنماط من الاتجاهات في أسعارها هي :- (9)

- الأول يكون باتجاه تصاعدي (*Go up*) في أسعار الأوراق المالية ، ويمنح السوق صفة المضاربة الجامحة التي تأخذ مدىً زمنياً طويلاً نسبياً قد يمتد لأكثر من سنة ، يكون فيها السوق المالي هائجاً لذلك يسميه داو بسوق الثور (*Bull Market*) .

- الثاني يكون باتجاه تنازلي (*Give up*) في أسعار الأوراق المالية يعطي السوق صفة المضاربة المترجعة ، ويكون مداه الزمني أقل من النمط الأول ، لذلك يدعوه داو بسوق الدب (*Bear Market*) لأنه يكون هادئاً .

- الثالث تكون فيه أسعار الأوراق المالية عبارة عن تموجات (*Waves*) أشبه بهيئة الحركات البحرية ، يكون السوق في حالة من الهدوء النسبي ، وتكون الأسعار معتدلة والأرباح قليلة جداً ، أما المدى الزمني لذلك فيكون متتوابعاً بين الطول في أوقات والقصر في أوقات أخرى .

أما بخصوص الصفقات المالية فتتجز في سوق المال على وفق طريقتين الأولى تعرف بالتبادل الآني أو المباشر (*Spot Exchange*) ، إذ يتم تسوية الأوراق المالية المبتاعة مباشرة وخلال مدة زمنية قصيرة حسب ما تتطلبه إجراءات التسليم والاستلام الروتينية . والطريقة الثانية تعرف بالتبادل الآجل (*Forward Exchange*) ، إذ يتم التعاقد على بيع وشراء الأوراق المالية مباشرة ، بيد أن عملية تسويتها تؤجل إلى موعد لاحق في المستقبل يحدد ضمن شروط عملية التبادل .

ويتكون سوق المال بحسب طبيعة الآجال التي تمنح لاستحقاق الأوراق المالية المتداولة فيه إلى سوقين أساسيين هما السوق النقدي وسوق رأس المال ، وهذا التقسيم لا يجرى السوق المالي كمؤسسة موحدة بقدر ما يصنف عمليات التداول تبعاً لدرجات السيولة التي تتمتع بها الأوراق المالية المتداولة فيه .

فالسوق النقدي (Monetary Market) هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل (سنة فما دون) ، لذلك تكون السيولة النقدية لهذه الأوراق عالية ، وأسعار الفائدة الممنوحة لها تكون منخفضة جداً ، وتتمثل هذه الأوراق عادةً بالقروض والودائع المصرفية والسندات قصيرة الأجل وشهادات الإيداع واذونات الخزانة والقبولات المصرفية والأوراق التجارية . وتتميز هذه الأوراق بإمكان تحويلها إلى نقود سائلة عند الضرورة وبأدنى حد ممكن من الخسائر .

وتتجلى أهمية السوق النقدي في إمكانية تأمين السيولة للنظام المصرفي أو استثمار السيولة الفائضة لديه ، وتمكين المصرف المركزي من الرقابة على الأموال الإنمائية والتأثير على أحجام السيولة المتاحة في الاقتصاد وتصحيح التدهور الذي قد تتعرض له مستويات أسعار الفائدة ، وفوق ذلك إن السوق المالي يمكن له توظيف الودائع وتنسيق الأصول بطريقة مأمونة وشبه سائلة تقريباً من خلال استثمار رؤوس الأموال الفائضة في عمليات السوق النقدي ولمديات قصيرة بحيث تساعد على الاحتفاظ باحتياطي نقدي مستقر للسوق ، إلى جانب تهيئة فرصة مناسبة للمدخرين في استخدام فوائض دخولهم في مشروعات ذات عائد سريع دون تجميدها في أصول ثابتة لا يمكن تصفيتها بسهولة ، الأمر الذي قد يزيد من سرعة دوران النقود ويرفع من معدلات النمو الاقتصادية⁽¹⁰⁾ .

ومن زاوية أخرى فإن السوق النقدي يحتل ركناً مهماً من فعاليات السوق المالي ، وذلك من خلال منح الأوراق المالية قصيرة الأجل لتكوين رصيد مالي للسوق يعقد بجزء مهم منه بعد مرحلة متقدمة من التداول في تمويل المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل ، وهذه الحالة تعرف في الأدبيات المالية بعملية تدوير الأموال (*Money Turnover*) في السوق المالي⁽¹⁰⁾ .

أما **سوق رأس المال (Capital Market)** فهو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل أو متوسطة الأجل (أكثر من سنة) كالأسهم والسندات ، لذلك تكون درجة سيولة هذه الأوراق منخفضة ، وأسعار الفائدة المستوفاة عليها تكون مرتفعة نسبياً بالقياس إلى نظيراتها في السوق النقدي .

ونظراً لما يكتنف أساليب التمويل طويلة الأجل من محاذير تنجم عن احتمالية انخفاض القيمة الزمنية للنقود ، وتكلفة الفرصة البديلة ، فإن إمكانية اضطراب العوائد المتأتمية من

هذا النوع من الاستثمار تكون حالة واردة جداً لذلك تتسم الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال بارتفاع نسبة المخاطرة فيها ، وبالتالي لا بد أن تكون الفوائد الممنوحة والعوائد التي تدرها هذه الأوراق مرتفعة أيضاً وبشكل يتناسب مع حجم المخاطر المتوقعة من ذلك الاستثمار .

ويعد سوق رأس المال سوقاً للاستثمار الحقيقي ، ويمثل الدائمنو الرئيس لفعاليات السوق المالي ، والأكثر تأثيراً على النشاط الاقتصادي للبلد ، كفاءة سوق المال تقاس عادةً بحجم الاستثمارات الرأسمالية الحقيقية ذات الآجال الطويلة التي تنفذ في جسد الاقتصاد القومي ، وما لم تتوفر الفرص الاستثمارية الداعمة لها فإن نشاط السوق المالي سيعتريه الخمول والجمود وسيكون عمله مقتصرًا على فعاليات السوق النقدي فقط ، مما سيؤول الأمر بمرور الوقت إلى الالتجاء نحو النظام المصرفي بدلاً من السوق النقدي على اعتبار تشابه الأدوار ، فضلاً عن إن النظام المصرفي يتميز بالأمان المالي وانعدام المخاطر الاستثمارية ، وهكذا سينتهي دور السوق المالي من النشاط الاقتصادي (12) .

وبالرغم من كل ذلك التمايز الذي تحويه فعاليات السوق المالي بشقيها النقدية والرأسمالية فإن بعض الاقتصاديين⁽¹³⁾ يرى إنه من الصعوبة بمكان فصل الأدوار التي يؤديها السوق النقدي عن الأدوار التي يؤديها سوق رأس المال بسبب أن نشاط بعض العمليات المالية قد يبدأ في سوق معين وينتهي بسوق آخر ما دامت هناك إمكانية محتملة لظهور تقنيات مالية حديثة ، أو حصول تطورات في شروط وخصائص الأوراق المالية ، الأمر الذي قد يجعلها تبتعد عن التخصص في التداول بسوق معين دون آخر . إلا إن هناك آخر⁽¹⁴⁾ يصر على ذلك التمايز الحاصل بين المعاملات النقدية والرأسمالية التي تدور رحاها في السوق المالي ، إذ يعطي مفهومين للسوق المالي ، الأول هو المفهوم الواسع وينصرف إلى أن جميع العمليات المالية الحاصلة في السوق النقدي وسوق رأس المال تدخل في إطار مفهوم عمل السوق المالي ، في حين يكون المفهوم الثاني ضيقاً ليشمل فقط العمليات الاستثمارية ذات الآجال المتوسطة والبعيدة ، أي إن المفهوم الضيق للسوق المالي يقتصر فقط على فعاليات سوق رأس المال حصراً . إن فعاليات السوق المالي أياً كان مداها الزمني فإنها تتم على وفق ترتيب منظم يبدأ أولاً بالإصدار الجديد للأوراق المالية ، وهذا الأمر يعرف بعمليات السوق الأولية ، ثم بعد ذلك تنتقل هذه الأوراق إلى السوق الثانوية لغرض التداول ، ولابد من

تسليط المزيد من الضوء حول الأدوار التي يؤديها هذان السوقان في إتمام تنفيذ متطلبات الصفقات المالية ، وكما يلي :-

السوق الأولية Primary Market :-

تهتم هذه السوق بعملية الإصدارات الأولية الجديدة للأوراق المالية ، وذلك من أجل خلق رأس المال للسوق المالي ، والذي سيوجه فيما بعد نحو المشروعات الاستثمارية ، اذ يتم إصدار الأوراق المالية الجديدة من قبل هذا السوق بطريقتين :-

الأولى : قيام الشركات المساهمة ومنشآت الأعمال الأخرى بإصدار أسهمها وسنداتها عن طريق الاتصال المباشر بالمؤسسات المالية المتخصصة بعملية الإصدار الجديد في سوق المال (مصارف الاستثمار أو صناديق الاستثمار) لكي يتم الاتفاق حول كمية ونوعية الأوراق المالية التي ستطرحها هذه الشركات للتداول والشروط والمواصفات التي ترفق معها في سبيل دخولها إلى سوق التداول الثانوي .

الثانية : قيام مصرف الاستثمار أو أي مؤسسة مختصة بعملية الإصدار الجديد للأوراق المالية بطرح الإصدارات الأولية الجديدة للأوراق المالية نيابة عن الشركات المساهمة ومنشآت الأعمال الأخرى التي هي بحاجة إلى رؤوس الأموال وتتوي إصدار الأسهم والسندات .

إن نشاط السوق الأولية يمثل جانب الطلب في السوق المالي ، ويعد هذا الجانب الأكثر أهمية في تعزيز قدرة السوق على جذب وتجميع المدخرات وتحويل الفرص الاستثمارية إلى مشاريع حقيقية تسهم في نمو القاعدة الإنتاجية للنشاط الاقتصادي ، وتوسيع نطاق الملكية وزيادة عدد الشركات . إذ إنه في السوق الأولية تنشأ علاقة مباشرة بين من صدر الورقة المالية (المؤسسة المالية المعنية بالإصدار الجديد) وبين أول من اكتتب بها (المؤسسات الوسيطة) من أجل تكوين الرصيد الرأسمالي للسوق المالية .

ومن الأمور التي ترتبط بنجاح أداء السوق الأولية وديمومة عملها هو توفير الحوافز الضرورية لتوسيع نشاط الشركات المساهمة وتقديم النصح والمشورة بشأن حجوم الإصدارات ومدياتها ، والتعهد بضمان حقوق الإصدار للمكتتبين ، فضلاً عن تطوير الجوانب المؤسسية المتعلقة بعملية الإصدار والوساطة المالية ، وذلك بغية تعميق مستوى الشفافية لدى المتعاملين وخفض التكاليف المصاحبة لعملية الإصدار الجديد ، وتسهيل الإجراءات وخلق الوسائل

والظروف المناسبة لعمل شركات الوساطة ومنحها القدرة على تسعير الإصدارات المالية مع إتاحة أفضل السبل لها من أجل إجراء عملية الترويج بقصد التسويق.

ومن وجهة نظر تنموية فإن نجاح أداء السوق الأولية في عملية تسويق إصداراته الجديدة يعد معياراً مهماً لكفاءة السوق المالي ، لأنه يفسر القدرة على جذب المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية ، إن توسيع قاعدة السوق الأولية يسهم في امتصاص أي قدر متوفر من السيولة الفائضة ويحول دون تمويل المضاربات على العرض المتاح من الأوراق المالية . إلا أن مسألة تطور السوق الأولية تبقى مرهونة بالمتطلبات التالية :- (15)

١- البحث عن الفرص الاستثمارية ذات الطبيعة الإنتاجية وطرحها للتمويل بعد دراستها دراسة مستفيضة من النواحي المالية والاقتصادية والفنية .

٢- ابتكار وتطوير صيغ وأدوات مالية جديدة قادرة على جذب المدخرات وتنويع المحافظ الاستثمارية.

٣- تنويع الأدوات المالية المتداولة من حيث نوع النشاط والأجال الممنوحة عليها ومصادر العمليات بما يسهم في تقليل حجم المخاطر .

السوق الثانوية Secondary Market :-

وهي سوق التداول ، أي السوق التي تجري فيها عمليات تبادل الأوراق المالية التي تم إصدارها سابقاً في السوق الأولية ببيعاً وشراءً بعد أن استكملت إجراءات الاكتتاب كافة في إطار القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها في السوق المالي . ويتم تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية عن طريق الوسطاء على وفق آليتين ، الأولى تعرف بالمفاوضة (*Negotiation*) وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار البيع والشراء في صالة العرض ، وتجرى عملية التفاوض بين البائع والمشتري من خلال الوسيط المالي من أجل الوصول إلى اتفاق على سعر محدد لإبرام الصفقة ، وهذه الطريقة هي الأكثر انتشاراً في الأسواق المالية لأنها تعطي إمكانية كبيرة لتحديد السعر العادل والمرضي للورقة المالية بين أطراف الصفقة . أما الآلية الثانية فتعرف بالمزايدة (*Auctioning*) وبموجب هذه الطريقة تتم عملية المزايدة على السعر المعلن للورقة المالية حتى يتم الوصول إلى أفضل العروض (أفضل الأسعار) للبائع والمشتري ، الذي على أساسه تنفذ الصفقة المالية . وتعد السوق الثانوية الركن التكميلي للسوق الأولية ، ولولاها لما أصبح سوق المال أداة لإدارة

السيولة المالية وتمويل المشروعات الاستثمارية وتحفيز النمو الاقتصادي ، لذلك يعرف السوق الثانوي على إنه ذلك الجزء من السوق المالي الذي يختص بالتعامل في الإصدارات الجديدة بعد الاكتتاب عليها في السوق الأولية لذلك فإن الأوراق المالية في هذا السوق تكون معدة للتداول النهائي وهي استثمار قائم من قبل وليست استثماراً جديداً⁽¹⁶⁾ . ومع توفر عناصر السوق الثانوية من إصدارات جديدة ومتعاملين ووسطاء ، تبرز الحاجة إلى ضرورة وجود أنظمة تداول حديثة في قاعة السوق تمثل صيغة آلية لعرض المعلومات التفصيلية عن الأوراق المالية المتاحة للتداول (لوحات العرض الإلكترونية) ، من أجل تحسين كفاءة وسرعة إتمام الصفقات المالية ، وضمان العدالة بين المتعاملين ، إذ إن ذلك سيسهم في زيادة شفافية وسيولة الأوراق المالية المعروضة ، وسيتيح إمكانية واسعة لربط السوق المالي مع الأسواق المالية الأخرى ، الأمر الذي يوسع من نطاق عمليات التداول ويرفع من حجم النشاط العام للسوق مما سينعكس إيجاباً على نمو الاقتصاد القومي . هذا وتجدر الإشارة إلى إن إجراءات عملية التداول تتم في مكان السوق المُقر رسمياً من قبل السلطة التشريعية على فق أنظمة وفقرات اللائحة الداخلية للسوق حتى وإن كان طرفاً الصفقة في أماكن متباعدة وجرت عملية التداول بينهما عن طريق شبكات الاتصال الإلكترونية . وفي ظل هذه الظروف فإن عملية التداول تخضع لإجراءات وقواعد ما يعرف بالسوق المالي المنتظم (*Organized Financial Market*) وسمي بالمنتظم لأنه محكوم بالقواعد والقوانين والأنظمة التي تشرعها السلطة المالية المشرفة على قيام وإدارة السوق المالي والرقابة على أنشطته . لذلك فإن السوق المنتظم هو السوق الرسمي المُقر قانوناً من قبل الحكومة الذي تتداول فيه الأوراق المالية المسجلة وتفيد به أسهم الشركات المدرجة حصراً ، والسندات المصرح بها وأسعارها وأجالها ، وبالتالي يوفر هذا السوق الضمان القانوني للمتعاملين فيه ، ويحمي حقوقهم ويتيح بيئة استثمارية أكثر أماناً واستقراراً. ويعرف أيضاً بأنه السوق الذي يمتلك مكاناً محدداً يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء للأوراق المالية المسجلة ، ويخضعون للقوانين التي تنظم عملية التداول⁽¹⁷⁾ . وبناءً على ذلك فإن المضمون المفاهيمي للسوق المالي ينطلق من مفهوم مؤسسي معد من قبل السلطة المالية التشريعية ، ومؤطر بهيكل تنظيمي يمنح السوق الصفة الرسمية في مزاوله النشاط الاقتصادي ، ويلتزم فيه المتعاملون بمراعاة القوانين واللوائح الداخلية التي تنظم

عمل السوق ، وتشرف على إدارته هيئة مستقلة تتولى عملية التنفيذ القانوني للصفقات. وتتحقق في السوق المالي المنتظم عدة مزايا تعطيه أهمية بالغة للنشاط الاقتصادي تتجلى من خلال الآتي: (18)

أ. إنه يحافظ على انتظام واستمرارية نشاط التعامل بالأوراق المالية كسمة حضارية للمجتمع ، ويجعل عمليات التداول تجري بانسيابية منتظمة وضمن الأسعار التي تقرها قوى العرض والطلب مما سيعمق من السيولة المالية للسوق ويشجع الاستثمار بالأوراق المالية

ب. إنه يتيح للمستثمرين التعرف على آلية تحديد الأسعار ، وإن معرفة طريقة تقدير السعر يساعد على تخصيص الموارد المالية بكفاءة أعلى ، الأمر الذي ينعكس على رفع كفاءة أداء السوق المالي بما يحفز النمو الاقتصادي .

ج. إنه يوفر إمكانية أسهل وأيسر للتعامل بالأوراق المالية على وفق مبدأ الشفافية وهذا سيثجع على إصدار أوراق مالية جديدة تدفع عجلة النمو نحو الأمام .
أما بخصوص الأوراق المالية التي يتم تداولها في قاعة السوق المنتظم ، فهناك خمسة شروط عامة يجب أن تستوفيها حتى يمكن أن يكون قيدها في السوق أمراً مقبولاً ، وهذه الشروط كالآتي :-

١- أن تكون الأوراق المالية المطلوب قيدها ممثلة بصكوك مطبوعة أو شهادات إيداع .
٢- أن لا يتضمن النظام الداخلي للشركات الطالبة لقيده أوراقها المالية أية قيود على تداول هذه الأوراق في قاعة السوق .

٣- أن تستوفي الأوراق المالية المراد قيدها في السوق المالي الإجراءات القانونية كافة والتي تحددها لجنة إدارة السوق المالي ، وفي حالة مخالفة ذلك تقوم اللجنة بقيده هذه الأوراق على شرط أن تلتزم الشركة المعنية وخلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أشهر من تاريخ القيد باستيفاء الشروط القانونية كافة لأوراقها المطروحة وإلا تعرضت للمساءلة القانونية والإجراءات العقابية والغرامة.

٤- أن تلتزم الشركة التي يتم قيد أوراقها المالية بتزويد السوق المالي بقوائم مالية دورية عن مجمل أنشطتها ونتائج أعمالها مرفقاً بها تقرير الفحص الدوري لمراقب الحسابات المالية للشركة .

٥- قيام الشركة الطالبة لتقيد أوراقها المالية بتعيين مسؤول اتصال مالي دائم لها في السوق المالي ، وأن يلتزم هذا المسؤول بالرد على الأسئلة والاستفسارات كافة الموجهة للشركة من قبل المشتريين أو وسطاء السوق ، كما يقوم هذا المسؤول بموافاة هيئة إدارة السوق المالي بجميع البيانات والمعلومات والمستندات التي يتحدد على أساسها المركز المالي للشركة من أجل ضمان عدم حدوث أي تلاعب أو انتهاكات قد تحدث في عملية التداول

وفيما يتعلق بالآلية التي يعمل بها السوق المالي المنتظم ، فإن عملية إبرام الصفقة المالية التي على أساسها يتم تداول الأوراق المالية تكون عبر خطوات محددة تتمثل بالآتي :-

أولاً- قيام المتعامل بتفويض أحد وسطاء السوق المالي لشراء (أو بيع) الأوراق المالية المعروضة نيابة عنه ، وذلك باستكمال ملء الاستمارة (النموذج) المخصص لهذه العملية .
ثانياً- قيام الوسيط بتسجيل أوامر عملائه بالشراء (أو البيع) على اللائحة المخصصة لعرض الأوامر في قاعة السوق ، مع كتابة رمز العميل (الكود) ، وعدد الوحدات التي يرغب في شرائها (بيعها) الزبون وأسعارها .

ثالثاً- تبرم الصفقة بمجرد قيام أحد الوسطاء الآخرين بشطب الطلب المسجل في لائحة العرض ، وبذلك يكون قد قبل بشراء (أو بيع) الأوراق المالية المعلن عنها ومن ثم ينفذ مباشرة عقد إبرام الصفقة.

رابعاً- يتم تسجيل العملية في النموذج المعد لها في السوق المالي ، ويكون هذا النموذج عادةً بثلاث نسخ ، نسختين تمنح لطرفي الصفقة (البائع والمشتري) والنسخة الثالثة تقيد في حسابات السوق المالي ، ويبين نموذج إتمام الصفقة هذا أسم الشركة التي طرحت أوراقها المالية (أسهمها) ، وعدد الأسهم الكلية ، وعدد الأسهم التي تم تداولها ، وسعر السهم الواحد ، وأسماء العملاء ، وأسمي الوسيطين اللذين نفذوا الصفقة ، ومن ثم يُختم النموذج بختم السوق عند انتهاء عملية التنفيذ مباشرةً ، ويسجل عليه وقت وتاريخ إتمام الصفقة .

ومادام السوق المالي المحكوم بقواعد وأنظمة وقوانين السلطة المالية وإدارة الهيئة المستقلة سوقاً منتظماً (*Organized*) ، فإن العمليات التي تجرى خارج نطاق سيطرة السلطة المالية وإشرافها وقاعة التداول المنتظمة ودون علم هيئة إدارة السوق المالي المنتظم

هي عمليات غير رسمية وتدخل ضمن فعاليات ما يعرف بالسوق المالي غير المنتظم (*Unorganized Financial Market*) والتي تدعى اصطلاحاً بعمليات الدفع على الطاولة (*Over -The Counter*) (OTC) ، وهي جميع العمليات التي تتداول فيها الأوراق المالية خارج قاعة التداول ، و لا تدرج هذه الصفقات ضمن الإطار الرسمي للسوق المالي المنتظم ، بل تتولى تلك المعاملات بيوت السمسرة المنتشرة في البلاد ، وتكون عبارة عن شبكات اتصال تجمع مختلف أطراف الصفقة من تجار ومستثمرين وسماسرة على وفق آلية غير مشروطة أو غير محددة بقوانين تنظيمية . ويطلق على السوق المالي غير المنتظم تسمية السوق الموازي وهو السوق الذي لم تستكمل فيه شروط الإدراج الرسمية لذلك يكون نشاطه موازياً لنشاط السوق المنتظم (19) ويمثل السوق المالي غير المنتظم سوقاً للإصدارات المالية غير المدرجة في قاعة التداول الرسمية ، وذلك لعدم استيفائها للشروط القانونية التي تؤهلها للدخول إلى السوق المالي المنتظم ، لذلك تتصف الفعاليات المالية في السوق غير المنتظم بعدم الاستقرار والتغيرات الحادة في الأسعار مقارنةً بنظيراتها في الأسواق المالية المنتظمة ، الأمر الذي يشير إلى ضعف إيجاد بيئة استثمارية آمنة ومطمئنة للأطراف المتعاقدة في هذا السوق ، لذلك لا يحق لسماسرة السوق المالي المنتظم التعامل بالأوراق المالية المسجلة خارج نطاق قاعة التداول الرسمية ، بل لا يمكنهم حتى التعامل بالأوراق المالية غير المسجلة ، في الوقت الذي يسمح لسماسرة السوق المالي غير المنتظم بالدخول إلى قاعة التداول الرسمية والتعامل بالأوراق المالية المسجلة فقط ، إلا إن المزايا التي تمنح لهم تقل عن المزايا الممنوحة لنظرائهم من السماسرة المسجلين لدى لجنة إدارة السوق المالي المنتظم ، إذ تفرض عليهم بعض الرسوم جراء الدخول إلى السوق المالي المنتظم (20) .

وتقف مجموعة من العوامل التي أدت إلى ظهور السوق المالي غير المنتظم في مقدمتها الحاجة الماسة للتمويل الواسع والسريع من قبل بعض المؤسسات الكبيرة بعيداً عن تنظيمات السوق المالي الرسمي ، فضلاً عن كبر حجم العوائد المتوقعة من المعاملات غير المنتظمة ، وفوق ذلك هناك فائدة من وجود هذا السوق تتمثل في كونه يرفع ويؤهل الشركات الصغيرة غير القادرة على تلبية متطلبات الإدراج في السوق المالي المنتظم كخطوة

مرحلية تمهد لها الطريق للدخول إلى معترك العمليات الاستثمارية الكبيرة وسعيًا فيما بعد لاستيفاء شروط الإدراج في السوق المالي المنتظم.

ويضم السوق المالي غير المنتظم سوقين هما السوق الثالثة ، التي تعرف بسوق السماسرة (*Brokers Market*) ، والسوق الرابعة التي تدعى بسوق التداول المباشر (*Direct Exchange Market*) ، ويمكن توضيح الخصائص التي يتميز بها كل من

هذين السوقين بالصورة الآتية :- (*)

- السوق الثالثة *Third Market* :-

وهو الركن الأول من السوق المالي غير المنتظم ، إذ يستند عمل هذا السوق إلى بيوت السمسرة التي تقوم بعملية التوسط في بيع وشراء الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنتظم لعدم استيفائها للوائح الرسمية المعمول بها للأوراق المالية المسجلة ، وإن سبب الالتجاء نحو التعامل بهذه الأوراق غير الرسمية ناتج عن الحاجة الماسة للأموال من جهة والأرباح الهائلة التي تدرها هذه الصفقات من جهة أخرى ، فعملاء السوق الثالثة هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة كمؤسسات الضمان الاجتماعي والمعاشات وشركات التأمين وبيوت الاستثمار فضلا عن الأموال التي تديرها بعض المصارف التجارية الخاصة لعملائها

- السوق الرابعة *Fourth Market* :-

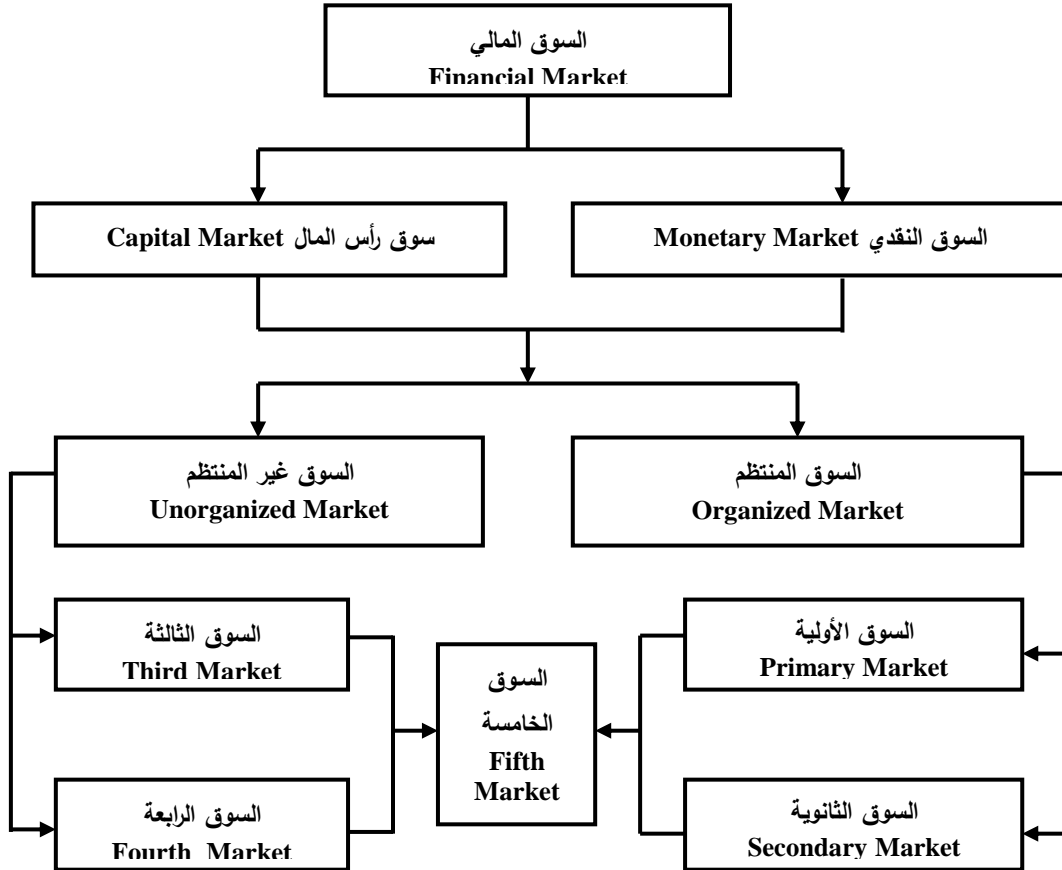
وهو الركن الثاني من السوق المالي غير المنتظم ، والشئ الذي يميز هذا السوق عن سابقه هو التعامل المباشر بين الشركات والمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبين المؤسسات الادخارية والأغنياء دون الحاجة إلى وسطاء السوق وبيوت السمسرة ، حيث يتم التعامل في هذا السوق بين المستثمر والمدخر بصورة مباشرة عن طريق الاتصال الهاتفي أو الإلكتروني أو عبر شبكة الإنترنت ، أو من خلال المقابلة الشخصية ، لذلك تتصف معاملات السوق الرابعة بسرعة الإنجاز ، والأسعار المرضية لطرفي الصفقة ، فضلاً عن انخفاض تكاليف إتمام عملية التداول لانتهاء الحاجة إلى وجود الوسطاء ، لذلك يعد هذا السوق منافساً قوياً للسوق المالي المنتظم .

ومما هو جدير بالقول إن الأستاذ⁽²¹⁾ (*J. C. Francis*) يضيف إلى المكونات الأربعة للسوق المالي سوقاً خامسة (*Fifth Market*) أوجدتها الظروف والمستجدات التي حصلت في دنيا المال والأعمال في الدول المتقدمة. إذ يتميز الأخير بإمكانية وصفه سوقاً مالياً

منتظماً أو غير منتظم ، وذلك تبعاً لطبيعة الصفقة المالية قيد الإنجاز ، إذ يُسمح فيه بدخول سماسرة السوق المالي غير المنتظم إلى السوق المنتظم بدون أي إجراءات تمييزية للتعامل بالأوراق المالية الرسمية لصالح مؤسسات من خارج قاعة السوق ، وحينئذ تقيّد هذه الصفقة ضمن عمليات السوق المالي المنتظم . أو يحدث العكس عندما يسمح لسماسرة السوق الرسمي بالتفاوض مع شركات من خارج السوق (غير مدرجة) من أجل شراء أسهمها ، بيد أن هذه العملية لا تقيّد ضمن فعاليات السوق المالي المنتظم لحين إدراج تلك الشركات ، وتبقى في إطار عمليات السوق المالي غير المنتظم . وبالتالي فإن السوق الخامسة يمكن أن يمثل حلقة الوصل بين السوق المالي المنتظم والسوق المالي غير المنتظم

ويمكن توضيح الإطار الكامل لمكونات السوق المالي في الاقتصاد القومي بالصورة الآتية :-

شكل رقم (١) الإطار العام لمكونات السوق المالي



المصدر : المخطط من إعداد الباحثين

المبحث الثاني – المقومات الأساسية لنجاح السوق المالية:-

هناك سبعة مقومات أساسية تمثل الركيزة التي يستند إليها السوق المالي لإتمام عملية التداول بالأوراق المالية ونجاح دور السوق المالي في دفع عجلة النمو والتطور الاقتصادي ، وهذه المقومات هي على النحو التالي :-

أولاً - الأطر التشريعية والتنظيمية للسوق المالي :-

تمثل الأطر التشريعية والتنظيمية القاعدة التي يستند إليها السوق المالي للقيام بأنشطته المالية ، إذ تمثل هذه الأطر مجموعة القوانين والقواعد والأنظمة والإجراءات التي من شأنها ضبط فعاليات السوق المالي وتنظيم عملياته سواء من إصدار أم من تداول للأوراق المالية وإدراج للشركات وإشراف على إتمام الصفقات . وتأتي هذه الأطر ضمن حلقة السياسة المالية للدولة التي لا بد أن تكون سائرة باتجاه تحفيز عمليات صناعة السوق من خلال جذب المدخرات وإصدار الأوراق المالية وإنعاش الطلب الاستثماري عليها في ظل نظام مصرفي فعال وجهاز ضريبي كفوء وسياسة تسعير تعمل على وفق آلية السوق التنافسي .

ويأتي في مقدمة هذه الأطر قانون إنشاء السوق المالي الذي على أساسه يقام السوق كمؤسسة مالية لها صفة اعتبارية تضطلع بعمليات إصدار الأوراق المالية وتداولها ، ثم القوانين الإجرائية لفقرات اللائحة الداخلية الخاصة بعمليات التداول والقوانين الأخرى ذات الصلة والتأثير المباشر بالسوق كقانون مدققي الحسابات وقوانين المصارف والمؤسسات المالية والشركات المساهمة ، فضلاً عن التعليمات والقرارات التي تصدرها الجهات المخولة بالإشراف والرقابة والإدارة على أنشطة السوق المالي. وتجدر الإشارة إلى أن اللائحة الداخلية للسوق المالي تتضمن الأهداف الرئيسية للسوق ، وهيكل إدارته وكيفية تشكيل مجلس الإدارة ، وكذلك اختصاصات أعضاء مجلس الإدارة ، وصلاحيات رئيس مجلس الإدارة والأجهزة الفنية والإدارية التابعة له ونوع العضوية ، هذا فضلاً عن إجراءات تصنيف الشركات المدرجة ،

- والأوراق المالية المسموح بتداولها ، والشروط الواجب توافرها في الكوادر العاملة في قاعة التداول سواء كانوا صناعاً للسوق أم وسطاء ، والواجبات التي عليهم التقيد بها والحقوق الممنوحة لهم . وكذلك تتضمن اللائحة الداخلية للسوق المالي الأطر التالية :- (22)
- ١- تنظيمات إدراج الأوراق المالية في السوق وكيفية التصرف بها .
 - ٢- النصوص القانونية للجان التحكيم ومجلس العقوبات ونوعية الانتهاكات التي قد تحدث والإجراءات العقابية الرادعة لها .
 - ٣- قانون الاستثمار بالأوراق المالية والإجراءات المتبعة في إدراجها في قاعة السوق والرسوم والضرائب التي تخضع لها .
 - ٤- الضوابط التنظيمية التي لها علاقة بحركة رأس المال المحلي ورأس المال الوافد (الأجنبي) ومتطلبات التوظيف في السوق المالي .

ومن الأهمية بمكان التأكيد على أن تتمتع الهيئة المالية (Corporate) المشرفة على إدارة السوق المالي بالاستقلال المعنوي عن الحكومة ، بوصف الأخيرة سلطة تشريعية ورقابية يجب أن لا تتفد صلاحياتها إلى التدخل أو حتى التأثير في آلية عمل السوق المالي ، وأن يقتصر عملها فقط على مراقبة نشاط السوق كي يضمن بقاء الوضع التنافسي لعمليات التداول وحركة الأسعار، وترك مسؤولية إدارة السوق المالي إلى الهيئة المعنية بتمشية زمام الأمور الإدارية والتنظيمية وإصدار التعليمات التي من شأنها إن تحافظ على تنفيذ القوانين المحددة في اللائحة الداخلية للسوق المالي وتضمن الوضع التنافسي للسوق بعيداً عن بيروقراطية السلطة الحاكمة . يجب أن تنتم الأطر التشريعية والتنظيمية بدرجة من مرونة الأحكام لكي تكون قادرة على احتواء المستجدات الاقتصادية ومواكبة التطورات الحاصلة في عالم التعاملات المالية وما يطرأ من تحديث على آليات التعامل في الأسواق المالية من أجل تلافي الاختلالات المحتملة التي قد تحصل بسبب الجمود الذي يعتري بعض التشريعات المالية الأمر الذي قد ينجم عنه عزوف المتعاملين مدخرين كانوا أو مستثمرين عن الدخول إلى السوق المالي .

ثانياً - وفرة البنى التحتية للسوق المالي :-

يقصد بالبنى التحتية اللازمة لقيام السوق المالي أنظمة التداول وآليات الدفع والمقاصة والتسوية وأجهزة الحفظ المركزي وأنظمة المعلومات وخدمات المتعاملين (23) ، وهناك من يرى بأن الأطر التشريعية تدخل أيضاً ضمن مفهوم البنى التحتية للسوق المالي ، فتعد بذلك جميع السياسات المالية والاستثمارية التي تشرعها الحكومة في سبيل قيام سوقها المالي من عناصرها ، وكذلك المستلزمات التي من شأنها تحسين مستوى كفاءة عمليات التداول وتعزيز الشفافية تدخل ضمن مفهوم البنى التحتية التي يركز عليها نشاط سوق المال (24) .

وتوحي التطورات التاريخية بأن وجود قطاع مالي تنافسي إلى جانب مجموعة كبيرة ومتنوعة من المدخرين والوسطاء الماليين فضلاً عن جهات استثمارية نشطة للإصدار تمثل البنية الأساسية والضرورية لقيام السوق المالي (25) ، ويمكن بذلك إعطاء مفهومين للبنية التحتية في السوق المالي ، الأول يكون مفهوماً واسعاً يشمل جميع مستلزمات قيام السوق المالي من سياسات وقوانين وأنظمة اتصال وكوادر متخصصة وأجهزة للمقاصة والحفظ المركزي وعرض للمعلومات والبيانات ، والثاني يكون مفهوماً ضيقاً يتعلق بالمكونات المادية للسوق المالي من بناية وأجهزة وأوراق مالية معدة لغرض التداول ورؤوس للأموال من أجل تنفيذ عمليات التداول .

ثالثاً - توافر المؤسسات المالية العاملة في السوق المالي :-

من العوامل المهمة والمتممة لنجاح قيام السوق المالي وأداء وظائفه بالشكل المطلوب هو أن يكون لدى السوق مؤسسات قادرة على أداء المهام المالية بصورة كفوءة من حيث جميع المدخرات وترويج الإصدارات وتمويل الفرص الاستثمارية وإدارة المحافظ المالية وتوجيه الفوائض نحو المشروعات التي من شأنها أن تحقق أفضل العوائد المالية بأدنى معدل من المخاطر . وإن كفاءة السوق المالي تتحقق من كفاءة المؤسسات المالية العاملة فيه ، فالسوق المالي الكفوء هو السوق الذي يعكس الأسعار الحقيقية للأوراق المالية المتداولة فيه ، وهذا الحال لا يتحقق إلا في ظل مؤسسات مالية على درجة عالية من النشاط والتنظيم والشفافية في أداء المهام الموكلة إليها . إذ يكون السوق المالي ذا كفاءة تامة إذا كانت القيمة السوقية لأوراقه المالية مساوية تماماً للقيمة الحقيقية لتلك الأوراق في لحظة تداولها ، بمعنى أن الكفاءة المطلقة للسوق هي التي يتحقق بموجبها تعادل القيمة الحالية للعوائد

المستقبلية من الورقة المالية مع قيمتها السوقية في أثناء عملية التداول ، بيد أن هذا الأمر يصعب بلوغه في ظل ظروف عدم التأكد والمتغيرات غير المتوقعة أو التي لا يمكن تقديرها بسهولة ، وبالتالي فإن كفاءة السوق المالي هي كفاءة نسبية وليست مطلقة ، وهو المفهوم الأجدر للكفاءة المالية ، ويعني إن القيمة السوقية للورقة المالية التي تم تداولها تكون قريبة جداً من قيمتها الفعلية (الحقيقية) ولكن لا تساويها تماماً⁽²⁶⁾ . ويمكن تصنيف المؤسسات العاملة في السوق المالي إلى ثلاث مجاميع هي كالآتي :-

المجموعة الأولى . المؤسسات الصانعة للسوق المالي :-

Creation Institutions for The Financial Market

وهي المؤسسات التي تعمل في السوق الأولية ، وتتحدد وظيفتها بعملية التكوين الرأسمالي للسوق المالي من خلال رخصة تمنحها لها لجنة إدارة السوق لإصدار الأوراق المالية الجديدة من أجل جذب المدخرات ، كما تقوم هذه المؤسسات بمهام أخرى للسوق كتقديم الخدمات الاستشارية وإجراء دراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية .
وصانع السوق (*Market Maker*) هو مصطلح يعني من وجهة النظر المالية عدة أمور هي :-

- . إصدار الأوراق المالية الجديدة وجذب المدخرات وتكوين رأس المال .
- . إدارة الأرصد المالية الكبيرة .
- . توجيه الفرص الاستثمارية وتنويع المحافظ المالية .

ويمكن أن تتمثل المؤسسات الصانعة للسوق المالي بما يلي :-

١- مصارف الاستثمار *Investment Banks* :-

وهذه المؤسسات هي ليست مصارفاً بالمعنى المعروف والمتداول ، وإنما هي مؤسسات مالية تعنى بعملية خلق السيولة المالية في سوق المال لتمويل الفرص الاستثمارية ، وذلك عبر إصدار الأوراق المالية الجديدة وبيعها للجمهور مع توفير البيانات والمعلومات كافة بهدف تنشيط الاستثمار بالأوراق المالية ، لذلك تعد مصارف الاستثمار من أهم المؤسسات العاملة في السوق الأولية باستقطابها وتجميعها للمدخرات لتقرضها فيما بعد إلى عملائها (سماسة السوق) ، الذين يعملون على تحويل الفرص الاستثمارية إلى مشروعات

حقيقية ، كما تهتم مصارف الاستثمار بترتيب الإدراج للإصدارات الجديدة وإتاحة الخدمات الاستشارية المرافقة لها

وفضلا عن الإصدار الجديد تقوم مصارف الاستثمار بجلب أوراق مالية جديدة إلى السوق من قبل الشركات المساهمة المصدرة لها وكذلك من الهيئات الحكومية والهيئات الدولية ، وذلك بشرائها منهم وطرحها في السوق ، مع تقديم الضمانات الكافية ضد أي مخاطر يتعرض لها المكتتب فيها ، تسهم مصارف الاستثمار بكبح الجماع المالي المتجه نحو المضاربة وإرباك السوق المالي خصوصا في الأسواق الناشئة ، كون هذه المؤسسات قناة رئيسة لتعميم المعلومات المالية الدقيقة الخاصة بالأوراق المالية المطروحة بالتوقيت المطلوب⁽²⁷⁾ .

ويمكن تلخيص مهمات مصارف الاستثمار بأربع فعاليات رئيسة تقوم بها في السوق المالي هي :-

أ. الإجراءات التنفيذية الخاصة بعملية إصدار الأوراق المالية الجديدة ، وذلك بإعداد الوثائق اللازمة للإصدار من خلال الترتيب بين لجنة إدارة السوق المالي والمستثمرين الراغبين في طرح تلك الإصدارات .

ب. تقديم النصح والمشورة المالية بشأن حجم الإصدار وتوقيته ومدياته والخيارات الملائمة للتمويل

ج. التعهد بضمان تغطية الاكتتاب ، وهي من المهمات الأساسية والفاعلة لمصارف الاستثمار بغية تمكين الشركات المساهمة والمؤسسات الاستثمارية الأخرى من طرح أوراقها المالية ، إذ تعني وظيفة تغطية الاكتتاب إن مصرف الاستثمار يتعهد للجهات المصدر لها أوراقاً مالية إن يدفع قيمة إصداراتها مقابل عمولة معينة يتقاضاها عن ذلك مهما كانت ظروف السوق .

د. التوزيع الفعلي والعادل للإصدارات الجديدة على سمسرة السوق (المؤسسات الوسيطة) في ظل توفير عامل الإفصاح والشفافية عن المعلومات المالية المتعلقة بتلك الإصدارات .

٢- المصارف التجارية *Commercial Banks* :-

هي مؤسسات مالية إيداعية تسعى إلى تحقيق الربح من المدخرات التي حصلت عليها من الأفراد والشركات ، وكذلك من منح القروض للمستثمرين ، تقوم هذه المؤسسات بإصدار الأوراق المالية قصيرة الأجل ، وإدارة المحافظ المالية لعملائها وتنظيم استثماراتهم في السوق المالي ، لذلك تعد المصارف التجارية من أبرز المؤسسات الفاعلة في السوق النقدي بوجه خاص .

٣- الشركات المساهمة *Stockholding Companies* :-

تحتل الشركات المساهمة موقعاً محورياً في نشاط السوق المالي لما لها من دور رئيس في رفع مستوى الاستثمار بالأوراق المالية وتعظيم رزمة السوق وتحفيز سيولته . إذ يُسمح للشركات المساهمة المدرجة في إصدار الأسهم والسندات مباشرةً من خلال تصريح خطي من أحد مصارف الاستثمار العاملة في السوق الأولية مقابل رسم معين يمنح للصرف ، وحينئذ لا يتكفل الأخير بمهمة ضمان تغطية الاكتتاب لهذه الإصدارات ، إلا إذا عُهدت إليه عملية إصدار الأوراق المالية بصورة كاملة .

وعادة ما تتبع الشركات المساهمة عملية الإصدار المباشر المصرح بها إذا كانت واثقة من ظروف السوق ومطمئنة لإقبال المستثمرين على أوراقها المالية ، بيد أن هذا الحال يصعب تقديره بصورة جلية وخاصة عندما يشوب السوق المالي حالات اللا تأكد بفعل إرباكات المضاربين وعدم دقة المعلومات المالية المصرح بها ، لذلك تترك هذه المهمة في الغالب إلى مصارف الاستثمار .

٤- مؤسسات الادخار التعاقدية *Contractual Saving Institutions* :-

وهي مؤسسات مالية غير إيداعية كالمصارف التجارية ، وإنما الأساس في مواردها أن يكون رأس المال المستخدم تعاقدياً وضمن مدة زمنية تتصف بالطول النسبي ، وتكون معروفة مقارنة بالودائع المصرفية ، وهذا النوع من الموارد التعاقدية يعزز بطبيعته فرص الاستثمار بعيدة الأمد في السوق المالي. هذا وتجدر الإشارة إلى أن مصطلح المستثمر المؤسسي عادة ما يُطلق على مؤسسات الادخار التعاقدية لكبر أصولها المالية وطول آجالها الاستثمارية ، وتتمتع مشروعات المستثمر المؤسسي بتأمين أكبر ضد المخاطر نظراً لتنوع محفظته الاستثمارية . ولعل الأشكال الأكثر تمثيلاً لمؤسسات الادخار التعاقدية هي شركات

التأمين وصناديق التقاعد (المعاشات) ، لذلك تعد هذه المؤسسات من أبرز الصانعين للسوق المالي والفاعلين في سوق رأس المال على وجه التحديد .

٥- الصناديق الاستثمارية *Investment Funds* :-

صناديق الاستثمار هي مؤسسات مالية حديثة العهد مقارنة بالمؤسسات السابقة ، ولا تقل أهمية عنها في صناعة السوق ، إذ تؤدي هذه المؤسسات دوراً حيوياً في السوق الأولية والثانوية على حد سواء من خلال القيام بتعبئة الموارد المالية وإدارة المشروعات الاستثمارية وتمويلها التي يصعب على الأفراد والمؤسسات الصغيرة تنفيذها . وعادة ما تتمتع الصناديق الاستثمارية بكادر مالي عالي الكفاءة وذو خبرة متخصصة في إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم الربحية التجارية لمختلف الفرص الاستثمارية الكبيرة ، لذلك تكون هذه الصناديق بمثابة مؤسسة استثمارية واستشارية في آن

واحد ، وهي الجسر الذي من خلاله تنتقل رؤوس الأموال الأجنبية إلى قاعة التداول في السوق المالي الذي يقيد عمليات الاستثمار الأجنبي بحكم المعرفة والدراية المتوفرة لدى صناديق الاستثمار عن طريق السوق والاقتصاد القومي الذي يعمل فيه (28) .

إن الصناديق الاستثمارية كمؤسسات صانعة للسوق المالي تخدم صنفين من المستثمرين . الأول المستثمرون الذين لا يملكون الخبرة في إدارة أموالهم وعدم قدرتهم على القيام بتتبع استثماراتهم ، والصنف الآخر هم المستثمرون الذين يمتلكون مدخرات قليلة ، وليس لديهم الحجم الكافي من رأس المال لتنفيذ مشروع استثماري كبير أو لتكوين محفظة استثمارية متنوعة ، لذلك تقوم الصناديق الاستثمارية بتجميع مدخرات الأفراد والشركات الصغيرة من أجل إيجاد التمويل اللازم للفرص الاستثمارية الجديدة .

وتنقسم الصناديق الاستثمارية بطبيعة الحال إلى نوعين رئيسيين ، الأول يعرف بصناديق الاستثمار مغلقة النهاية (*Closed – End Funds*) ، والثاني يدعى بصناديق الاستثمار مفتوحة النهاية

(*Open – End Funds*) ، والفرق الرئيس بينهما هو إن رأس المال للصناديق المغلقة يكون ثابتاً ، في حين يكون رأس المال للصناديق المفتوحة النهاية متغيراً بين حين وآخر ، بمعنى إن النوع الأول لا يسمح بتغيير عدد أسهمه المتداولة مادام رأس المال ثابتاً ، وهذا

الحال لا يحفز كثيراً نشاط السوق المالي نحو النمو والتطور ، في الوقت الذي تسمح فيه الصناديق الاستثمارية ذات النهاية المفتوحة بتغيير عدد أسهمه المتداولة باتجاه الزيادة أو النقصان بحسب حالة السوق ، لذلك تكون الأخيرة أكثر فاعلية في تنشيط حركة التداول في السوق المالي (29) .

المجموعة الثانية – المؤسسات الساندة للسوق المالي :-

Support Institutions For The Financial Market

وهي المؤسسات التي تهتم بتقديم الخدمات المالية للمتعاملين في السوق المالي من أجل تنشيط وتسهيل وإتمام عمليات التداول من جهة ، وتعميق أداء السوق المالي في النشاط الاقتصادي من جهة أخرى . ومن أمثلة هذه المؤسسات ما يلي :-

١. شركات الترويج للإصدارات المطروحة في السوق الثانوية بغرض تسويقها .
٢. شركات ضمان الاكتتاب الكامل للأوراق المالية المطروحة للتداول :- وهذه الشركات عملها مكمل أو بديل لوظيفة ضمان الاكتتاب التي تؤديها مصارف الاستثمار . إذ تقوم الأخيرة في بعض الأحيان بتوكيل شركات الضمان لشراء الأسهم المتبقية كمكمل لدورها في السوق المالي .

٣. شركات تقويم الملاءة الائتمانية (*Creditworthiness Companies*) :- وهي مؤسسات مالية حديثة العهد ، أوجدتها الظروف والحالات العرضية التي يتعرض لها نشاط التداول في السوق المالي ، إذ تضطلع هذه المؤسسات بتقديم البيانات والمعلومات المالية التفصيلية عن النشاط اليومي للسوق المالي إلى لجنة إدارة السوق مع تقرير مرفق لحالة التداول تبين فيه الوضع التنافسي للسوق من حيث حجم الطلب على الأوراق المالية بمختلف أصنافها ، ومقدار المعروض من تلك الأوراق ، والأسعار التي تم التداول بها من أجل تلافي حالات الاختلال الكبيرة التي قد تبعد السوق المالي عن وضع التوازن ، حيث تعمل هذه المؤسسات كمراقب مالي لعمليات التداول منعاً للانتهاكات الخطيرة التي قد يتعرض لها السوق من بعض المتعاملين (30) .

وعادة ما تُمنح شركات الملاءة الائتمانية ترخيص من قبل لجنة إدارة السوق المالي للقيام بمهامها مباشرة دون الرجوع إلى تلك اللجنة ، وذلك بالإيعاز المباشر إلى المؤسسات

الصانعة للسوق إلى التدخل في عمليات التداول لمعالجة الانحراف أو التدهور الذي أصاب نشاط السوق .

وتقوم شركة الملاءة الائتمانية بتقييم المشروعات وتصنيف المقترضين والمصدرين للأوراق المالية بحسب قدرتهم المالية بالوفاء بالتزاماتهم عن موعد استحقاقها بصورة منتظمة ، كما تقوم بدراسة المراكز المالية للشركات المساهمة المدرجة في السوق على ضوء قوائمها المالية الدورية منعاً لترويج المعلومات المظهرية.

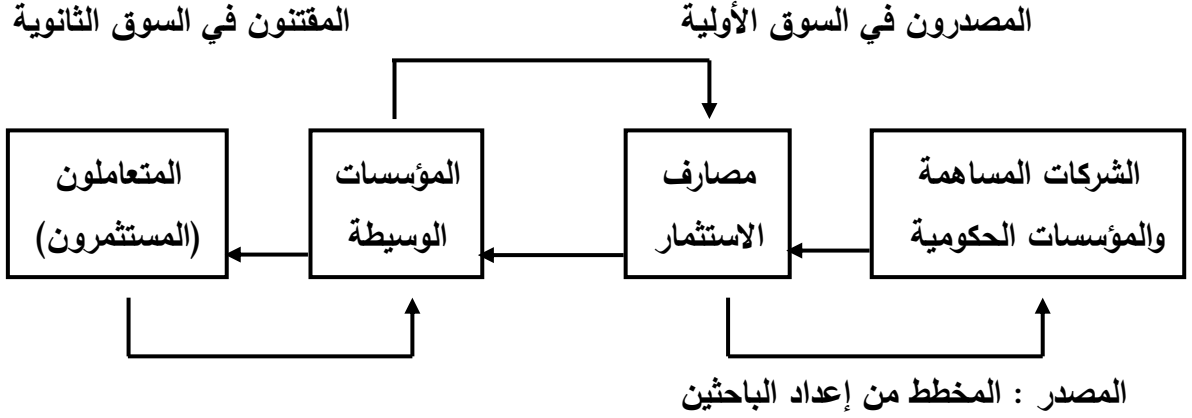
٤. **شركات التسوية والمقاصة والحفظ المركزي** :- وهي مؤسسات مالية تقوم بمهمة تسوية الصفقات بين المتعاملين في السوق المالي وإكمال جميع المستحقات المترتبة عليها ، مع ضمان حقوق المكتتبين في الأوراق المالية المتداولة وذلك من خلال إعداد الوثائق والمستندات والإجراءات التنفيذية المرافقة لها مع تسجيل وحفظ لتلك الوثائق وتثبيت المعلومات المتعلقة بعملية التداول .

٥. **شركات الخدمات الاستشارية** :- تقوم هذه الشركات بتقديم الخدمات الاستشارية للمتعاملين وإجراء الدراسات والتحليل المالية للفرص الاستثمارية المتاحة في السوق المالي ، وتقييم المشروعات وإعطاء المشورة المالية ، وتحليل أوضاع الشركات المساهمة المدرجة في السوق .

المجموعة الثالثة- المؤسسات الوسيطة Intermediary Institutions :-

هي مؤسسات تتركز وظيفتها في السوق الثانوية ، إذ تتوسط عمليات التداول بين المصدر النهائي للورقة المالية (مصارف الاستثمار في أغلب الأحوال) ، وبين المقتني النهائي للورقة المالية (المستثمر) ، ومن ملاحظة المخطط التالي يتبين الموقع الذي تحتله المؤسسات الوسيطة في السوق المالي .

شكل رقم (٢) موقع المؤسسات الوسيطة في السوق المالي



فمن المخطط أعلاه توضح الأسهم المباشرة المتجهة من اليمين إلى اليسار حركة الأوراق المالية من المدينين إلى الدائنين ، أما الأسهم الصاعدة والنازلة المتجهة من اليسار إلى اليمين فتمثل حركة رؤوس الأموال من الدائنين إلى المدينين ، إذ تبدأ عملية التداول بأن تقوم الشركات والمؤسسات الاستثمارية والهيئات الحكومية بإصدار الأوراق المالية من أجل الحصول على التمويل اللازم لمشروعاتها ، أما المصدر الثاني للأوراق المالية فيتمثل بمصارف الاستثمار التي تطرح تلك الإصدارات الجديدة لأول مرة في السوق المالية وتحديداً في السوق الأولية ، وتعد بذلك مصارف الاستثمار المصدر النهائي للورقة المالية ، ثم يأتي دور المؤسسات الوسيطة كقناة تنتقل عبرها الإصدارات الجديدة إلى سوق التداول الثانوية إذ تكون المؤسسات الوسيطة المقنتي الأول للورقة المالية لتتبعها فيما بعد إلى المتعاملين الذين يرومون الاستثمار بالأوراق المالية ، وهؤلاء هم أصحاب رؤوس الأموال ويمثلون المقنتين النهائيين في السوق المالي ، لتنتقل بعد ذلك رؤوس الأموال الدائنة و يظهر من السهم النازل إلى المؤسسات الوسيطة التي تقوم بدورها بتسديد الحقوق المالية التي عليها كما يشير السهم الصاعد منها والداخل إلى مصارف الاستثمار كمقابل (ثمن شراء) للأوراق المالية التي اشترتها منها سابقاً ، لتقوم الأخيرة (مصارف الاستثمار) بتسديد قيم الأوراق المالية إلى المدينين الذين أصدروا الأوراق المالية في أول الأمر .

وعلى هذا الأساس يعرف الوسيط المالي أو السمسار (*Broker*) على أنه مؤسسة مالية بحد ذاتها تتوسط بين المقترضين النهائيين (*Borrowers*) المتمثلين بالشركات المساهمة والمؤسسات الحكومية والمقرضين (الدائنين) النهائيين المتمثلين بأصحاب رؤوس

الأموال . فالوساطة المالية تسمح لعملية الإقراض والاقتراض بأن تنقسم إلى معاملتين منفصلتين من خلال اقتراض الوسيط المالي من الدائنين الرئيسيين رؤوس الأموال مقابل دفع حق نقدي على ذلك تجاه دائنيه يتمثل بالأوراق المالية ، ثم يقوم مرة أخرى بتقديم رؤوس الأموال التي لديه إلى المقترضين النهائيين مقابل الأوراق المالية التي أصدرتها له ، ويقوم الوسيط المالي عادة بتصريف الأوراق المالية المصدرة لديه وفقاً لأفضل العروض المقدمة من قبل المستثمرين . وبذلك فإن الوسطاء الماليين يمثلون وحدات اقتصادية فعالة وظيفتها الرئيسية شراء الأوراق المالية من المقترضين النهائيين ، وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقرضين النهائيين (31) .

إن المؤسسات الوسيطة عبارة عن مؤسسات وساطة مالية تعمل في السوق المالي ويقوم سماسرتها الموكلون من قبلها بوظيفة التمويل غير المباشر وهؤلاء يُحتم عليهم عملهم أن يكونوا على اتصال دائم بالمؤسسات العاملة في السوق الأولية (سوق الإصدارات الجديدة) ، وكذلك النظر في طلبات المتعاملين في السوق الثانوية من أجل إيفائها .

رابعاً - وجود الأدوات المالية اللازمة للتداول في السوق المالي :-

يقصد بأدوات السوق المالي الأوراق المالية (*Securities*) التي يتم قيدها في السوق المالي بهدف تنفيذ عمليات التداول ، إذ تعد هذه الأوراق أصولاً مالية ضامنة لحقوق المكتتبين فيها ، وهي تختلف عن الأوراق النقدية التي يصدرها البنك المركزي كعملة نقدية للتداول المباشر كونها أشباهاً للنقود ، ولا يتم تنفيذها إلا بعد استيفاء مدة استحقاقها .

وتطرح الأوراق المالية عادة من خلال السوق الأولية كإصدارات جديدة لاستقطاب المدخرات المالية للأفراد والشركات العامة والخاصة بهدف تكوين الرصيد الرأسمالي (القيمة السوقية) للسوق المالي ، وتجرى عملية تداولها في السوق الثانوية لتحقيق النشاط الاقتصادي للسوق وديمومة حركته .

ويمكن تقسيم أدوات السوق المالي إلى مجموعتين رئيسيتين وذلك بحسب الخصائص التي تحملها والتطورات التي تتميز بها في إنجاز متطلبات المتعاملين في السوق المالي وعلى النحو الآتي :-

أولاً - الأدوات المالية التقليدية ، وتنقسم إلى :-

١. الأوراق المالية قصيرة الأجل .
 ٢. الأوراق المالية طويلة الأجل .
- ثانياً - الأدوات المالية المستحدثة ، وتنقسم إلى :-
١. الأوراق المالية المزدوجة .
 ٢. المشتقات المالية .

أولاً - الأدوات المالية التقليدية The Traditional Securities :-

١- الأوراق المالية قصيرة الأجل The Short Run Securities :- وهي من أدوات السوق

النقدي التي تتصف بدرجة عالية من السيولة النقدية وانخفاض في أسعار الفائدة

الممنوحة لها نتيجة لقصر آجالها وهي على أربعة أنواع رئيسة هي :-

أ- أدوات الخزنة Treasury Bills :-

وهي أدوات دين قصير الأمد ، تتراوح آجالها ما بين ثلاثة أشهر إلى سنة ، ويتم

إصدارها عادة لتمويل العجز المالي للحكومة ، أو لتسديد التوسع الحاصل في الإنفاق

العام . وتعد أدوات الخزنة من أكثر أدوات السوق النقدي تداولاً وانتشاراً ، وأكثرها أماناً

طالما إن الحكومة هي الجهة المصدرة والضامنة لها والملتزمة بدفع جميع مستحققاتها .

ب- شهادات الإيداع (CD'S) Certificates of Deposits :-

وهي الشهادات التي تمنحها المصارف لمودعيها تثبت فيها قيمة المبلغ المودع

للمعمل ومقدار الفائدة المستوفاة عليه ومدته التي تتراوح بين (٣-٩) أشهر ، ويتم تداول

هذه الشهادات في السوق المالي إذ تستوفى كامل الحقوق المثبتة عليها (القيمة السوقية

للشهادة زائداً مقدار الفائدة) من المصرف الذي أصدرها حين انتهاء مدة استحقاقها .

ويسمح بتداول هذه الشهادات في السوق الثانوية بعدما كان محظوراً في السابق كميزة

استثمارية لتشجيع المدخرين على توسيع التعامل بأدوات السوق المالي الأخرى .

ج- الأوراق التجارية Commercial Papers :-

وهي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها المصارف أو الشركات المساهمة الكبيرة ذات

السمعة المالية الجيدة والمعروفة في السوق المالي بهدف الحصول على رؤوس الأموال ،

وهذا العامل هو الأساس في تسويق الأوراق التجارية لتلك المؤسسات لأن معدلات الفائدة

المدفوعة عليها عادة ما تكون منخفضة ، وتتمثل هذه الأوراق غالباً بالصكوك أو الكمبيالات أو الحوالات الائتمانية .

د- القبولات المصرفية **Banking Acceptances** :-

القبول المصرفي هو ورقة مالية مسحوبة على مصرف من قبل أحد عملائه يطلب فيها من المصرف إن يدفع لأمره أو لأمر شخص آخر مبلغاً من المال يكون ضماناً مصرفياً للجهة الطالبة له في موعد مستقبلي يحدد سلفاً ، ويمكن بيع القبولات المصرفية في السوق المالي أو الاحتفاظ بها لحين موعد استحقاقها . وغالباً ما تستخدم القبولات المصرفية لتسوية مدفوعات التجارة الخارجية بين الدول ، إذ يطلب المُصدّر من المستورد تقديم ضمانات مصرفية على شكل قبولات (**Acceptances**) من أحد المصارف بقيمة البضاعة تدفع للمُصدّر حين استيفاء موعد استحقاقها

٢- الأوراق المالية طويلة الأجل **The Long Run Securities** :- وهي أدوات سوق رأس المال التي تتميز بسيولتها المنخفضة لطبيعة آجال استحقاقها الممتدة لأكثر من سنة ، لذلك فإن معدلات الفائدة المدفوعة عليها تكون مرتفعة ، ومن أشهر أنواعها الأسهم والسندات .

أ- الأسهم **Stocks** :- السهم هو حصة الشريك المستثمر في رأس مال الشركة المقدم إليه كحق ملكية من قبل سماسرة السوق المالي . ويجب التفريق بين أربع قيم للسهم ، الأولى تعرف بالقيمة الاسمية (**Par Value**) وهي القيمة المثبتة على شهادة السهم ، والتي يبنى عليها عقد التأسيس للشركة المصدرة له ، ويجب أن تكون القيمة الاسمية مساوية لقيمة الأسهم المصدرة للشركة . أما القيمة الثانية فهي القيمة السوقية (**Market Value**) وهي القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر في لحظة زمنية معينة جرت بها عملية التداول في السوق المالي ، وتتحدد هذه القيمة في ضوء المركز المالي للشركة وحجم الطلب الجاري على أسهمها في قاعة التداول . والقيمة الثالثة هي القيمة الدفترية للسهم

و هي القيمة المثبتة في سجلات الشركة المصدرة للسهم ، وتمثل ما

يصيب السهم الواحد من حق للملكية (رأس المال المدفوع + الأرباح المحتجزة) ، ويُعتمد في حساب القيمة الدفترية على التقارير المالية للشركة (كشوفات الدخل والميزانية العمومية) وذلك بقسمة حق الملكية على عدد الأسهم الموجودة . وتعد القيمة الدفترية من المؤشرات المهمة والمعتمدة في السوق المالي فهي تمثل الحد الأدنى الذي يجب أن تكون عليه قيمة السهم في السوق المالي ، كما تعبر هذه القيمة عن مقدرة الشركة في تحقيق العوائد الجيدة لحملة أسهمها . أما القيمة الرابعة فهي القيمة الحقيقية للسهم (*Fair Value*) وهي القيمة العادلة للسهم في ضوء موجودات الشركة ومعدلات النمو في الأرباح ، كما تعكس حالة التوازن المفروض أن تتحقق لقيمة السهم في سوق المال . وفي الأساس لا تختلف الأسهم من حيث الحقوق التي تمنحها للمساهمين ، كما لا تختلف من ناحية الالتزامات التي تفرضها عليهم ، إلا أن قانون الشركات المساهمة أجاز تقرير بعض الامتيازات أو وضع بعض الالتزامات على المساهمين في رأس مال الشركة ، الأمر الذي جعل العوائد المستوفاة عليها قد تختلف من مساهم إلى آخر . وبالتالي أدى ذلك إلى ضرورة التفريق بين نوعين أساسيين من الأسهم ، الأول يدعى بالأسهم العادية (*Common Stocks*) وهي الأسهم الأصلية التي تعبر عن المفهوم العام للسهم (*Equity*) ، وبذلك فهي لا تعطي أصحابها أي نوع من الامتياز ، ويحتفظون فقط بحقوقهم الطبيعية عند توزيع الأرباح أو عند التصفية أو عند التصويت في الجمعية العمومية بنسبة ما يمتلكون من أسهم في رأس مال الشركة . أما النوع الثاني من الأسهم فيعرف بالأسهم الممتازة (*Preferred Stocks*) وهي الأسهم التي تمنح أصحابها ثلاث ميزات تفضلهم على سواهم من أصحاب الأسهم العادية . الميزة الأولى إعطاؤهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح قبل توزيعها على أصحاب الأسهم العادية ، والميزة الثانية إعطاؤهم حق الأولوية في اقتسام موجودات الشركة عند التصفية ، والميزة الثالثة إن الأسهم الممتازة تمنح أصحابها أصواتاً إضافية للتصويت في الجمعية العمومية للشركة ، ولهم حق الاعتراض (*Veto*) على القرارات الصادرة . وتجدر الإشارة إلى ظهور تصنيفات وتسميات عديدة للأسهم جميعها ينصب في كون السهم عادياً أو ذا امتياز .

ب- السندات Bonds :- السند هو عبارة عن ورقة مالية ذات عائد ثابت ، يعطي لحامله حق دين على الجهة التي أصدرته ، وتلتزم بتسديد قيمته في نهاية مدة الاستحقاق مع الفوائد السنوية (**). وبذلك فإن السند هو عقد بين المقرض الذي قدم ماله ، والمقرض الذي أصدره سواء كان شخصاً طبيعياً أم اعتبارياً . وتتحدد بموجب هذا العقد الفائدة السنوية التي تُستحق على المقرض طيلة مدة العقد ولا يتحمل مقتني السند أي خسائر محتملة قد تتعرض لها الجهة المصدرة له ، وهذه هي نقطة الاختلاف الرئيسية عن السهم ، إذ إن الأخير يمثل حصة في رأس مال الشركة التي أصدرته ، حيث يكون المساهم شريكاً ينتفع من الأرباح ويتحمل الخسائر التي تتعرض لها الشركة التي اكتتب معها . وبذلك فإن أصحاب السندات لا يحق لهم أن يتدخلوا في قرارات الشركة التي أصدرت سنداتهم إلا في حالات الإفلاس للمطالبة بحقوقهم عند تعذر الحصول عليها ، بينما يحق لأصحاب الأسهم التدخل المباشر في قرارات الشركة التي يساهمون في رأس مالها ، ومن حقهم أيضاً تحديد طبيعة نشاط الشركة ، ولكن لا يحق للمساهمين المطالبة بأموالهم التي استثمروها عند تعرض الشركة للخسارة أو الإفلاس لأنهم مالكون لرأسمالها وليس دائنين لها .

وتعد السندات من الأدوات المالية المهمة التي تحتل أهمية كبيرة في هيكل الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي بدليل إن تطور سوق السندات أصبح من السمات البارزة للأسواق المالية المتقدمة ، إذ يتجاوز معدل تداول السندات ثلثي الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق . وهناك اتفاق عام على أن سوق السندات يفوق بأهميته سوق الأسهم ، وأن السندات قادرة على خلق حركة نشطة داخل السوق المالي وخاصة في المراحل الأولى لتطوره ، باعتبار إن السندات تتميز بعائدها المضمون ومخاطرها المحدودة ، وبالتالي فإن أسواقها تكون بعيدة عن حالات التذبذب وعدم الاستقرار وعوامل اللا تأكد التي تعانيها أسواق الأسهم ، وهي بذلك (السندات) تعد الملاذ الآمن للمستثمرين وبخاصة الجدد منهم .

ثانياً – الأدوات المالية المستحدثة The Recentness Securities :-

١- الأوراق المالية المزدوجة The Two Folding Securities :-

إن خاصية الازدواج (*Two Fold*) تمثل التقنية التي استُحدثت على الأوراق المالية التقليدية المتداولة في سوق رأس المال وتحديداً (الأسهم والسندات) ، وذلك للضرورة الاقتصادية والحاجة التنموية التي تتميز بها هذه الأوراق باعتبار أنها أدوات تمويلية طويلة الأجل ، إذ حتمت الظروف الائتمانية على إجراء تحديث على تلك الأدوات لجعلها تتمتع بمزايا أفضل في سبيل جذب أعداد أكبر من المستثمرين ورؤوس الأموال ، حيث تتميز الأوراق المالية المزدوجة بأنها تحمل جزءاً من خصائص السندات (أدوات الدين) ، وجزءاً آخر من خصائص الأسهم (أدوات الملكية) .

وقد تتخذ الأوراق المالية المزدوجة بعض التسميات الأخرى كالأوراق المالية القابلة للتحويل (*Convertible Securities*) ، أو الأوراق المالية الهجينة (*Hybrid Securities*)⁽³²⁾ ، وتعرّف بأنها الأدوات المالية التي تحمل سمتين الأولى كونها أوراق دين (*Debt*) ، والثانية كونها أوراق ملكية (*Equity*) ، وتتمثل هذه الأوراق المزدوجة بسندات المشاركة (*Participating Bonds*) ، وهي الأوراق التي تعطي لمالكيها حق المشاركة بالأرباح الموزعة على أصحاب الأسهم إلى جانب فوائد سنداتهم الأصلية . وتأخذ هذه الأوراق أيضاً شكلاً آخر وهو منح أصحاب الأسهم الممتازة على نسبة لا تقل عن (٥٠%) من قيمة أسهمهم في حالة إفلاس الشركة ، وبذلك فإن هذا النوع من الأسهم قد اكتسب صفة من صفات أدوات الدين (السندات) .

وهناك نوع آخر من الأوراق المالية المزدوجة يعرف بالسندات المتوسطة الأجل⁽³³⁾ (*NIF*) وهي من الأدوات المالية المهجنة ذات الأجل المتوسط وتجمع بين خصائص السندات (*Bond*) كأدوات دين طويلة الأجل والتسهيلات المصرفية قصيرة الأجل ، وقد تعد هذه الأدوات شهادات إيداع إذا كان المقترض مصرفاً ، وتأخذ شكل الكمبيالات إذا كان المقترض مؤسسة مالية غير مصرفية ، وقد بدأ ظهور هذا النوع من السندات المتوسطة الأجل في مطلع ثمانينات القرن الماضي في الأسواق المالية المتقدمة وبالذات في البورصات الأمريكية ، ثم أخذت بالاتساع والتطور فيما بعد في الأسواق المالية الناشئة بسبب المرونة التي تقدمها وضمان قيمتها بالكامل بفضل التعهد المصرفي بتغطيتها ، لذلك فهي أداة مالية تؤمن لحاملها دخلاً ثابتاً في فترات زمنية متنوعة الآماد أقل أو أكثر من سنة

٢- المشتقات المالية Financial Derivatives :-

تُعرف المشتقات المالية بأنها أوراق مالية تشتق قيمتها السوقية من قيمة الأوراق المالية الاعتيادية (التقليدية) ، لذلك فهي لا تمتلك حقوقاً مباشرة على أصول حقيقية بل تكون مستحقة بشكل غير مباشر ومضمونة مستقبلاً⁽³⁴⁾ .

إن المشتقات كأدوات مالية مستحدثة لم تأت من فراغ بل جاءت تلبيةً لمتطلبات السوق المالي وكتطوير لنطاق التداول باعتبار إن عمليات السوق المالي تأخذ شكلين من التداول الأول يدعى بالسوق الحاضر (*Spot Market*) وهو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية التقليدية ، منتظماً كان أو موازياً . والشكل الثاني يعرف بالسوق الآجل (*Forward Market*) وهو السوق الذي تتداول فيه المشتقات المالية ، إذ يتميز بانخفاض معدلات المخاطرة ، الأمر الذي يجعله عاملاً لجذب الاستثمار بالمشتقات المالية ، إذ يتميز بانخفاض تقلبات الأسعار⁽³⁵⁾ . وهكذا فإن المشتقات عبارة عن عقود مالية آجلة تعطي لمالكيها الحق في بيع أو شراء موجود معين بسعر محدد وبكميات معروفة خلال مدة زمنية معينة ، ولا تدخل المشتقات ضمن الميزانية العمومية للشركة وذلك لأنها تمثل إيرادات أو مطلوبات مستقبلية تسمح بإدارة مخاطر السوق وتذبذباته .

والمشتقات المالية على عدة أنواع فيما أن تكون عقوداً آجلة (*Forwards*) ، أو عقوداً مستقبلية (*Futures*) ، أو عقوداً للمبادلة (*Swaps*) ، أو عقوداً للخيارات (*Options*) ، وقد تكون مزيجاً لاثنتين من تلك العقود ، وهو ما اصطلح على تسميته بـ " مشتقات المشتقات " من عقود المبادلات الخيرية (*Swaptions*) . كما يمكن أن يكون موضوع المشتقات حول منتجات سلعية حقيقية

(*Real Commodities*) ، أو حول مؤشرات معينة كسعر الصرف

(*Exchange Rate*) ، أو سعر الفائدة (*Interest Rate*) ، أو أوراق مالية

(*Securities*) ، أو عملات أجنبية (*Foreign Currencies*) ، أو أي تدفق نقدي

آخر⁽³⁶⁾ .

وعلى العموم فإن المشتقات المالية تصنف بعدة أشكال بيد أنها يمكن حصرها

بخمسة أنواع أساسية هي على النحو الآتي :- (**)

أ- الخيارات **Options** :- وتعني حق استبدال أصل معين بأصل آخر نقداً وبسعر محدد

في موعد مستقبلي أو قبل ذلك ، أي إن الخيار يمثل عقداً يضمن فيه البائع للمشتري

سعراً محدداً للصفقة المالية في موعد لاحق ضمن المدة الزمنية المحددة للعقد أو في

تمام فترة انتهاء العقد (موعد الاستحقاق النهائي) ، وبذلك فإن الخيار يكون على نوعين أما خيار للبيع (*Put Option*) أو خيار للشراء (*Call Option*) ، وفي كلتا الحالتين سيعطي لحامله ضماناً مستقبلياً للصفقة التي أبرمها من ناحية السعر الذي يرغب فيه .

ب- **المبادلات Swaps** :- وهي التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو السلعي مقابل تدفق آخر بموجب شروط يُتفق عليها عند التعاقد من قبل طرفي العقد في موعد الاستحقاق .

ج- **المستقبليات Futures** :- وهي التزام تعاقدية إما لبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد بتاريخ مستقبلي ، إلا إن عملية تسوية العقد تتم بأوقات منتظمة يتم تحديدها مسبقاً وتكون خلال مدة العقد .

د- **العقود الآجلة Forwards** :- وهي عقود تُبرم إما لبيع أو لشراء أصل معين في المستقبل ، وتستخدم هذه العقود لتفادي المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية ، وتتميز العقود الآجلة عن المشتقات الأخرى باتساع استخدامها في الأسواق المالية غير المنتظمة لما تتطلبه من إجراءات آنية تكييفية تتفق وحاجة المستثمر ، لذلك لا بد أن تبتعد بعض الشيء عن ترتيبات السوق المالي المنتظم .

هـ- **الكفالات Warrant** :- وهي عبارة عن تراخيص تعاقدية ترفق مع الأوراق المالية التقليدية يخول بموجبها لحامل الكفالة شراء عدد من أسهم أو سندات الشركة التي أصدرت تلك التراخيص بسعر محدد وخلال مدة زمنية محددة في الكفالة تتراوح عادة ما بين (٣-١٠) سنوات .

خامساً - اتساع الطاقة الاستيعابية للاستثمار في الاقتصاد :-
تعني الطاقة الاستيعابية القدرة الاستثمارية الحقيقية للاقتصاد القومي معبراً عنها بمجموعة الفرص أو المشاريع الاستثمارية التي يمكن تنفيذها بنجاح وتحقق عوائد مريحة وتكون فعالة في النشاط الاقتصادي خلال مدة معينة من الزمن .

وعند التركيز على الطاقة الاستيعابية للاستثمار كأحد المتطلبات المهمة لقيام سوق مالي فعال ، لا بد أن تكون النظرة شمولية وتتسع لجميع مفاصل النشاط الاقتصادي التي تتحكم بمستويات تلك الطاقة ، إذ يختلف حال هذا المقوم من اقتصاد لآخر ، ومن وقت لآخر وذلك

تبعاً لوضع الطلب الكلي الذي يحرك السوق وخاصة الإنفاق الاستهلاكي والكثافة السكانية والمستوى الاجتماعي والثقافي للأفراد ومستوى كفاءة القوى العاملة المحلية ومستويات التقنية المستخدمة والعادات والتقاليد ، والتي تشكل مجملها محددات رئيسة للطاقة الاستيعابية في الاقتصاد القومي ونطاق سوقه المحلية .

ولما كانت أحجام المدخرات المتاحة من قبل الأفراد والمؤسسات تمثل شرطاً ضرورياً لقيام السوق المالي ، فإن القدرة الاستيعابية لاستثمار تلك الفوائض يعد شرطاً لا يقل أهمية لنجاح أداء السوق المالي بوظائفه الاستثمارية في جسد الاقتصاد القومي ، فلا جدوى من جذب رؤوس الأموال نحو السوق المالي ما لم تكن هناك فرص استثمارية فعلية مجدية من النواحي الاقتصادية والتجارية ، والحال نفسها بالنسبة لوجود فرص استثمارية عالية العوائد (طاقة استيعابية كبيرة) مقابل شحة في المدخرات المتاحة من رؤوس الأموال لدى السوق المالي .

سادساً - اعتناق الفلسفة الاقتصادية الليبرالية للدولة :-

لقد أصبح واضحاً لدى بلدان العالم الثالث وبما لا يقبل الشك إن عملية قيام أسواقها المالية وتطور أدائها لا بد أن يستند إلى ترسيخ مبادئ الديمقراطية والحرية الاقتصادية التي تنطلق من كفاءة نظام السوق ودوره في تخصيص الموارد ، بحيث أن ذلك يجب أن يكون في ظل توافر عناصر الديمقراطية السياسية التي من شأنها أن توفر الأمان الحقيقي ضد أي تعسف للحكومة تجاه التأثير في القرارات الاستثمارية ، إذ يمثل هذا الأمر شرطاً ضرورياً لتوفير بيئة استثمارية آمنة وسوق مالي كفاء.

لذلك فإن الفلسفة الليبرالية هي التي يجب أن تفرض حالها وتبسط سيطرتها على النشاط الاقتصادي كمطلب مهم لنجاح قيام السوق المالي في بيئة استثمارية فعالة ، وهذه الفلسفة لا مناص من إتباعها من أجل ضمان تحقق مبدأ الحرية الاقتصادية ، مع تخفيف القيود الحكومية التي تحد من حركة رؤوس الأموال ، وتقليص دور الدولة في المجالات التي يمكن للقطاع الخاص إن يديرها بصورة أفضل وأكثر فاعلية . الأمر الذي ينعكس في خلق أرضية خصبة للاستثمار بالأوراق المالية ، ويبعد نظام الأسعار عن التشوهات التي قد تلحق به جراء التدخل الحكومي .

كما تأتي أهمية هذه المسألة في ضرورة إتاحة الفرصة لرأس المال الخاص بأن يؤدي دوراً حيويًا في النشاط الاقتصادي وأن يتحمل قسطاً من أعباء تمويل المشروعات التنموية للدولة ويأخذ نصيباً وافراً في إنجاز بعضاً من مشاريع برامج الإصلاحات الاقتصادية حتى

تكون لدى القطاع الخاص القدرة الكافية على التعامل بثقة مع السوق المالي باعتباره أهم الأساليب المعتمدة عالمياً في نقل الملكية العامة إلى القطاع الخاص (الخصخصة) ، وذلك بطرح أسهم المشروعات العامة للدولة في السوق المالي لضمان الحصول على سعر عادل لها . إذ إن هناك علاقة ارتباط **باتجاهين** بين السوق المالي والقطاع الخاص ، **فالاتجاه الأول** يُبين إن تطور السوق المالي لا يمكن أن يتحقق إلا بوجود قطاع خاص فعال وكفوء يعمل في ظل بيئة استثمارية حرة . أما **الاتجاه الثاني** فيشير إلى أن نجاح القطاع الخاص وديمومة نشاطه وفاعليته مسألة لا تتحقق إلا في ظل سوق مالي كفوء وقادر على احتواء متطلباته الاستثمارية (37) .

وتبرز فاعلية الفلسفة الليبرالية كما يراها مؤيدوها (38) في أنها تؤدي ثلاث مهام أساسية للسوق المالي هي : **أولاً** تحسين نوعية القرارات الإدارية التي تتخذ بشأن الاستثمار بالأوراق المالية من خلال تخفيض درجة التدخل الحكومي في عمليات التداول . **وثانياً** نقل المدراء من موقع المسؤولية أمام البيروقراطية إلى موقع المسؤولية أمام حملة الأوراق المالية . **وثالثاً** فرض انضباط وتوازن السوق المالي ورفع مستوى كفاءة عملياته في ظل مبدأ آلية السوق .

وهناك نقطة ارتكاز على درجة عالية من الأهمية لا بد من التنويه عنها بخصوص مبدأ الحرية الاقتصادية وفرض الفلسفة الليبرالية وهي أن لا يذهب الاعتقاد في ذلك إلى إحلال الفوضى والفكر العشوائي في ممارسة النشاط الاقتصادي ، بل يجب أن تكون عملية تطبيق تلك الفلسفة في البلدان النامية وخاصة في مراحلها الأولى في ظل رعاية الحكومة إشرافاً وتنظيماً ومراقبةً منعاً للانحرافات وتعزيزاً للشفافية وتأميناً لبيئة مشجعة للاستثمار في ظل بنية تشريعية وأنظمة قضائية فعالة وصارمة تضمن إلزام الشركات بإتباع المعايير والممارسات المالية المنفق عليها دولياً ، ولا تسمح بخرق القوانين والأنظمة ، فالحرية الاقتصادية المطلوبة للدول النامية لتطوير أسواقها المالية هي حرية منتظمة تشرف عليها الدولة وليست حرية عشوائية ، وهي حرية تعطي انطباعاً بالأمان والاستقرار وليست بالانفلات وعدم الخضوع للقوانين والمحاسبة .

سابعاً - وفرة المناخ الاقتصادي والسياسي الآمن للاستثمار :-

تعد الاستقرار السياسي المرتكز على الديمقراطية والمؤسسات الدستورية وحرية الرأي هو أول المقومات التي يجب أن تستند إليها عملية إنشاء السوق المالي لأداء وظائفه بنجاح ، أما الاستقرار الاقتصادي فيأتي في المرتبة الثانية ، إذ لا يمكن الشروع بعملية التثبيت الاقتصادي ما لم يتم بلوغ الاستقرار السياسي ، ومن ثم فإن أي جهود إصلاحية ستبذل ، وأي مؤسسات مالية ستشرع لا يمكن أن تكون فاعلة بدون ضمان عدم اضطراب الوضع السياسي .

إن إيجاد البيئة الاستثمارية الآمنة سيخلق قدراً مهماً من الطمأنينة في نفوس المستثمرين ، ويقلل من حالات سوء الظن التي تنتابهم ويحد من حالات السير وراء الإشاعات . وهذه البيئة لا بد أن تؤطر بهيكل قانوني يحفظ حقوق المتعاملين في السوق المالي وتترسخ فيه العلاقة بين المدخر والمستثمر على أساس الثقة المتبادلة التي يتوجب امتدادها لأمد بعيدة ، فمتى ما كانت رؤية المستثمرين إلى الآفاق المستقبلية لاستثماراتهم وما يحيط بها من ظروف ومتغيرات اقتصادية وسياسية رؤية مطمئنة لا يشوبها التأويل والاضطراب ، فإن الإقبال على التعامل بأدوات السوق المالي سيكون كبيراً .

لذلك يعد المناخ الاقتصادي والسياسي الآمن مطلباً أساسياً لديمومة نشاط السوق المالي وتحقيق استقرار نسبي في أسعار الأوراق المالية المتداولة وضمن التسعير العادل لها في ظل مبدئي الإفصاح والشفافية عن المعلومات المالية للذين يعدان من أبرز سمات البيئة الاستثمارية المستقرة ، وحجر الزاوية لجذب المدخرات التي يمكن توظيفها في مختلف المجالات الاستثمارية وبمختلف الآجال ، إذ إن هناك علاقة طردية بين درجة الأمان الاقتصادي والسياسي في البلد وبين درجة تطور السوق المالي وارتفاع مستوى الآجال الممنوحة لتمويل المشروعات الاستثمارية الكبيرة ، فعندما يتوقع حدوث اضطرابات في البيئة الاقتصادية أو السياسية المحيطة بالاستثمار المالي للسوق ، فإن الآجال التي ستمنح للاستثمار بالأوراق المالية سوف تقل مدياتها وتكون بآجال قصيرة خوفاً من الظروف غير المستقرة ، وسيبتعد بذلك السوق المالي عن مستوى الكفاءة المطلوبة للاستثمار ، والعكس صحيح .

ويمكن إبراز أهمية توفر المناخ الاستثماري الآمن للسوق المالي بالنقاط التالية :-

١. تحتل رؤوس الأموال الأجنبية مكانة مرموقة في تمويل المشروعات الاستثمارية للبلدان النامية ورفع كفاءة أسواقها المالية . وما لم تتوفر الأرضية الملائمة لاستقطاب وتوطين هذه الاستثمارات وإعطائها الضمانات الحقيقية الكافية في الدخل والعمل والتنقل فضلاً عن التسهيلات المحفزة لها من إعفاءات كمركية وضريبية فإن نشاط السوق المالي سيعتريه الخمول ويقل تأثيره التنموي.

٢. إن البيئة الاقتصادية والسياسية المستقرة تحتل أهمية بالغة بالنسبة لطرفي السوق المالي (المدخر والمستثمر) ، فمن جهة الدائنين (المدخرين) فهي ضرورية لجذب فوائضهم والحصول على عائد ثابت ومضمون لهم من شراء الأوراق المالية . أما من جهة المدينين (المستثمرين) فإن عملية تسويق الأدوات المالية بشتى أنواعها لا يحظى بالقبول مادام هناك مناخ استثماري غير آمن أو مستقر ، وسيعمل ذلك على قتل روح الابتكار والمنافسة والخوض في المشروعات الاستثمارية لعدم الوثوق بحجم المكتسبات التي يمكن أن تجنى من مشاريعهم في ظل تلك الظروف غير المستقرة.

٣. من ضمن الأهداف الأساسية لقيام السوق المالي هو توطين رؤوس الأموال المحلية وعدم السماح بخروجها إلى الأسواق الدولية ، وإن ذلك الهدف لا يتحقق ما لم يترافق ببيئة استثمارية آمنة ومحفزة لأصحاب رؤوس الأموال المحلية بالتوجه نحو سوقهم المالية الوطنية واستثمار أرصدهم طالما كانت الفرصة مؤاتية في أوطانهم ، فضلاً عن أن مسؤولية تطوير السوق المالي يجب أن تستند أولاً على حجم المدخرات المحلية وعدم إعطاء الاستثمارات الأجنبية أهمية كبيرة في الهيمنة والتحكم بنشاط السوق ، ومن ثم التأثير في الاقتصاد القومي .

٤. إن الضرورات التنموية الملقاة على عاتق السوق المالي تضعه أمام مسؤوليات جسام تتمثل بتمويل المشروعات الاستثمارية المهمة لنمو وتطوير الاقتصاد القومي . وعادة ما تتصف أحجام التمويل لهذه المشروعات بالكبر وطول الأجل الممنوحة ، الأمر الذي يتطلب معه مناخاً استثمارياً آمناً على قدر كافٍ من الملاءة والوضوح والثبات والشفافية ، كما يتطلب ذلك أيضاً إتاحة البيانات وجميع المعلومات المتعلقة بالفرص الاستثمارية

ومواقفها وتكاليفها وآفاقها ، لأن ما يهيم المستثمر هو معرفة حدود ماله وما يحيط باستثماره من ظروف ومتغيرات داخلية وخارجية يمكن أن تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في العوائد المتوقعة من استثمار أصوله

٥. إن رؤوس الأموال تبحث بطبيعتها عن الأمن والاستقرار والفرص الاستثمارية المضمونة العوائد ، وأن السعي الجاد والحثيث من قبل المستثمرين وراء تلك المكتسبات وتعظيم الأرباح إنما هو غريزة فطرية لديهم . لذلك فإن كفاءة السوق المالي في جذب رؤوس الأموال يستند إلى المناخ الآمن للاستثمار وبالأدوات المالية التي تدر أحسن العوائد ، وتندرج في هذا الإطار مفاهيم عديدة أهمها الأمن والاستقرار والأمان والضمان والسيولة والربحية والحرية والديمقراطية (1).

الهوامش

- (1) محمد صالح جبر (الاستثمار بالأسهم و السندات و تحليل الأوراق المالية) الطبعة الأولى ، بغداد ، مؤسسة الخليج للطباعة والنشر ، ١٩٨٢ ، ص ٦٥ .
- (2) د. صلاح السيد جودة (بورصة الأوراق المالية - علمياً وعملياً) الطبعة الأولى ، الإسكندرية ، مطبعة الإشعاع الفنية ، ٢٠٠٠ ، ص ٢٠ .
- (3) د. منير إبراهيم هندي ، دة. رسمية قرياقوس (الأسواق والمؤسسات المالية) الإسكندرية ، مطبعة الإشعاع الفنية ، ١٩٩٧ ، ص ٩ .
- (4) L. B. Thomas (Money , Banking and Financial Markets) New York , Irwin McGraw Hill Company , 1997 , P. 24 .
- (5) د. أحمد سميح خيرى (تطلعات سياسية نحو تفعيل بنية الأسواق المالية في البلدان النامية) مجلة الإدارة المالية والمصرفية ، السنة الثانية عشرة ، العدد (٤٧) ، ١٩٩٣ ، ص ١١ .
- (6) صندوق النقد العربي - معهد السياسات الاقتصادية (الأسواق المالية من منظور السياسات الاقتصادية الكلية في الدول العربية) ، أبو ظبي ، صندوق النقد العربي ، ١٩٩٥ ، ص ٣ .

- (7) عبد الرحمن عبد الباقي عمر (إدارة المنشآت المالية) القاهرة ، مكتبة التجارة والتعاون ، بدون تاريخ ، ص ٧ .
- (8) حسن النجفي (سوق الأوراق المالية- البورصة) بغداد ، إصدارات مصرف بغداد ، كانون الثاني ١٩٩٢ ، ص ١٩ .
- (9) محمد صالح جبر ، مصدر مذكور سابقاً ، ص ٢٢٦ .
- (10) M. L. Hangan (Money , Banking , International Trade and Public Finance) 4th ed. , India , Delhi Publisher , 1986 , P. 307 .
- (11) R. A. Brealey and S. C. Myers (Principle of Corporate Finance) New York , McGraw-Hill Company , Inc., 1996 , P. 825 .
- (12) R. I. Robinson and D. Wrightsman (Financial Market) 2nd ed. , New York , McGraw Hill Book , Inc. Company , 1981 , P.p (110-111) .
- (13) R. Johnson (Financial Management) 4th ed. , Boston , Ellyn and Bacon , Inc. Company , 1971 , P. 346 .
- (14) د. سامي عفيفي حاتم (التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظيم) الكتاب الثاني ، القاهرة ، الدار المصرية اللبنانية للطباعة والنشر ، ١٩٩٤ ، ص.ص (٢٣٠ - ٢٣١) .
- (15) مجموعة دلة البركة - إدارة البحوث والتطوير (متطلبات تعميق الأسواق المالية العربية ودور شركتي التوفيق والأمين في ذلك) الندوة القومية التي نظمها اتحاد المصارف العربية عام ١٩٩٣ بعنوان " دور المصارف العربية في التخصيصية وتطوير الأسواق المالية " ، بيروت ، اتحاد المصارف العربية ، ١٩٩٣ ، ص ١٧٤ .
- (16) P. S. Rose (Money and Capital Markets) 6th ed. , New York , Irwin , McGraw-Hill Company , 1997 , P.p. (12-14) .
- (17) د. خالد وهيب الراوي (الاستثمار - مفاهيم وتحليل استراتيجي) الطبعة الأولى ، الأردن ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، ١٩٩٩ ، ص ٩ .
- (18) د. عبد النافع الزرري ، د. غازي فرح (الأسواق المالية) الطبعة الأولى ، عمان ، دار وائل للنشر والتوزيع ، ٢٠٠١ ، ص ١١٦ .
- (19) د. أحمد سعد عبد اللطيف (بورصة الأوراق المالية) القاهرة ، جامعة القاهرة للتعليم المفتوح ، ١٩٩٨ ، ص ١١ .

(20) R. J. Teweles and E. S. Bradley (*The Stock Markets*) 4th ed. , New York , John Wiley and Sons Publishing , 1982 , P. 234 .

(*) ينظر في ذلك كل من :-

- J. C. Francis (*Investments : Analysis and Management*) 2nd ed., New York , Mc Graw-Hill "Series in Finance" , 1976 , P.p (61- 63) .
- F. Fabozzi and F. Modigliani (*Capital Markets – Institutions and Instruments*) 2nd ed., New Jersey , Prentice Hall , Inc., Asimon & Schuster Company , 1996 , P.p (297- 299) .
- (21) J. C. Francis (*Investment : Analysis and Management*) 4th ed., New York , Mc Graw-Hill book Company , 1986 , P. 75 .
- (22) د. حسن أحمد توفيق (*التمويل والإدارة المالية*) القاهرة ، مطبعة الرسالة – دار النهضة ، ١٩٩٣ ، ص ١١٩ .
- (23) د. أمية صلاح طوقان (سياسات وأدوات تأطير الأسواق المالية) *مجلة المصارف العربية* ، المجلد (١٣) ، العدد (١٥٤) ، ك١ ١٩٩٩ ، ص ٥١ .
- (24) مجلة الوحدة الاقتصادية العربية (الأسواق المالية العربية – حاضرها ومستقبلها) *مجلة الوحدة الاقتصادية العربية* ، السنة (٢) ، العدد (٣) ، نيسان ١٩٧٦ ، ص ٥٤ .
- (25) دافيد جيل (*التخصيصية وفرص تطوير الأسواق المالية*) بحث منشور ضمن ندوة " التخصيصية والتصحيحات الهيكلية في البلاد العربية " تحرير الدكتور سعيد النجار ، أبو ظبي ، صندوق النقد العربي ، ١٩٨٨ ، ص ١٥٤ .

(26) M. A. El-Erain and M. S. Kumar (*Emerging Markets in Middle Eastern Countries*) IMF Staff Paper , Vol.(42) , No.(2) , June , 1993 , P.p (429-430) .

(27) أندريه هوفاجيميان (دور المؤسسات المالية في تسهيل الاستثمار وتدفقات رؤوس الأموال)

الفصل الثاني ضمن ندوة

" السياسات المالية وأسواق المال العربية " تحرير : سعيد النجار ، أبو ظبي ،

صندوق النقد العربي ، الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي ، يناير ١٩٩٤ ، ص.ص (٧٣-٧٤) .

(28) C. A. Dauten and M. T. Welshans (*Principles of Finance – Introduction to Capital Market*) 4th ed. , London , South – Western Publishing Company , 1975 , P.299 .

(29) د. أحمد سعد عبد اللطيف ، مصدر مذكور سابقاً ، ص.ص (٢٦٤-٢٦٥) .

(30) د. منير إبراهيم هندي (الإدارة المالية) الإسكندرية ، منشأة المعارف ، ١٩٧٧ ، ص ٥٧

(31) د. عبد المنعم السيد علي ، د. نزار سعد الدين العيسى (النقود والمصارف والأوراق

المالية) الطبعة الأولى ، عمان ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، ٢٠٠٤ ، ص ٧٣ .

(32) J. C. Francis ,4th ed. , *Op. , Cit. , P.p(24-25)* .

(33) غسان العياش (الأدوات الجديدة في الأسواق المالية ومدى استيعاب التشريعات العربية لها

(الندوة القومية التي نظمها اتحاد المصارف العربية بعنوان " دور المصارف العربية في

التخصيصية وتطوير الأسواق المالية " ، بيروت ، اتحاد المصارف العربية ، ١٩٩٣ ،

ص.ص (٢٥٣-٢٥٤) .

(34) د. صلاح السيد جودة ، مصدر مذكور سابقاً ، ص ٢٤٩ .

(35) C. N. Henning et al (*Financial Market and Economy*) 2nd ed., New York , Printce – Hall , Engle Wood Cliff , 1994 , P.p (338-339) .

(36) د. عدنان الهندي (المشتقات المالية – ماهيتها وأنواعها وطرق إدارة مخاطرها) من

أبحاث الندوة القومية التي نظمها مركز دراسات الوحدة العربية تحت عنوان " الهندسة

المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية " ، ، بيروت مركز دراسات الوحدة العربية ،

١٩٩٦ ، ص ١٥ .

(**) ينظر في ذلك كل من :- د. عدنان الهندي ، المصدر نفسه ، ص ١٧ .

- د. أرشد فؤاد التميمي ، د. أسامة عزمي سلام (الاستثمار بالأوراق المالية – تحليل وإدارة

الطبعة الأولى ، عمان ، دار المسيرة للطباعة والنشرة ، ٢٠٠٤ ، ص.ص (٧١-٨٠) .

(37) N. U. Ndung (The Impact of Financial Liberalization in Saving , Investment , Growth and Development in Anglophone Africa) *ADR- Africa Development Review* , Vol. (9) , No. (1) , June 1997 , P.p (33-37) .

(38) بيتر هيلر ، كرستيان شيلر (الأثار المالية للتخصيصية مع إشارة إلى البلاد العربية) من أبحاث المؤتمر السنوي الذي نظمه صندوق النقد العربي تحت عنوان " التخصيصية والتصحيحات الهيكلية في البلاد العربية " تحرير : سعيد النجار ، أبو ظبي ، صندوق النقد العربي ، ١٩٨٨ ، ص. ص (١١٣-١١٤) .