

3

الفصل الثالث

الأسواق المالية

Financial Markets

1-3 طبيعة الأسواق المالية Nature of Financial Markets

الأسواق المالية هي مؤسسات تعنى بشؤون الاستثمار بالأوراق المالية إصدار وتداول، ففي إطارها يجري بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وتحتل عملياتها العوائد والمخاطر ولهذا فإن السوق المالية هي الآلية التي من خلالها يتم شراء، بيع، تبادل للموجودات المالية Financial Assets. فالموجودات المالية هي تعهدات بمقابل دخل مستقبلي، وموجودات بالنسبة للمصدر. وتشمل الموجودات المالية النقد، استثمارات المديونية، استثمارات الملكية. وفي إطار المعاملات النقدية فإن النقد يجري تبادله بأوراق موجودات أخرى كالقروض والإستثمارات. والمصدر لإستثمارات المديونية يوافق أن يدفع للدائن مقدار محدد من النقد في تاريخ مستقبلي. أما المصدر لإستثمارات الملكية فهو يبيع حق الملكية في الشركة. واستثمارات المديونية والملكية هي موجودات مالية من وجهة نظر المستثمر، ولكنها التزامات على موجودات الشركة من وجهة نظر الشركات المصدرة لها.

يتطلب تأسيس الأسواق المالية تطوراً للنظام المالي الذي يشمل البنك المركزي والمؤسسات المالية أو المؤسسات الحكومية، والشركات المساهمة، وكذلك المدخرين والمستثمرين، التنوع بأدوات الاستثمار التي تتمثل بالأوراق المالية المتداولة في السوق المالية بما فيها القصيرة والطويلة الأجل، كما يتطلب إطار تشريعي وتنظيمي محدد وواضح، وتأمين مناخ استثماري ملائم من حيث الاستقرار السياسي والاقتصادي.

وتكمن أهمية السوق المالية من أنها تؤدي دور كبير في تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المجالات الاستثمارية من خلال الأدوات المالية، كما تساعد في الارتقاء بالكفاءة التشغيلية للشركات، وتوفير السيولة، وتقليل كلفة رأس المال كما تحقق الاستقرار النسبي في أسعار الفوائد. ولهذا فإن للأسواق المالية ثلاث وظائف مهمة للإدارة المالية في الشركات هي:

① تمويل النمو تلجأ الشركات إلى السوق المالية للحصول على الأموال اللازمة للاستثمار بمختلف الموجودات، حيث تبادل النقد بالإستثمارات التي تصدرها واستخدام حصبة النقد في شراء الموجودات الرأسمالية. وأن غياب السوق المالية يفوت الفرص الاستثمارية لكثير من الشركات.

② إعادة بيع الإستثمارات: تمكن الأسواق المالية شراء الموجودات المالية وإعادة بيعها أو تبادلها بأي وقت من الأوقات. فلولا إمكانية إعادة بيع الموجودات المالية كالأسهم التي ليس لها تاريخ استحقاق، والسندات التي يكون تاريخ استحقاقها طويل الأمد لأن ذلك بالمستثمرين إلى التقليل من شراء هذه الإستثمارات، وهذا التقليل لشراء الإستثمارات يفوت على الشركات الكثير من الفرص الاستثمارية، ويزيد من مخاطر الإستثمارات طويلة الأجل.

③ اختبار قيمة الموجودات المالية: وجود السوق المالية يساعد الشركات في تحديد أسعار بيع موجوداتها المالية من خلال الإستثمارات المماثلة.

Financial Intermediaries

1.2.3 السوق المالية والوساطة المالية

يمول المدير المالي الأنشطة المختلفة لمنشأته من مصادر مالية متعددة، والشكل (1-3) يبين العلاقة بين الأسواق المالية ومصادر التمويل والمدير المالي.

تمثل الوظيفة الأساسية للمدير المالي في الحصول على التمويل اللازم لشركة، والمساهمة في تخصيص هذه الأموال لموجودات الشركة. وكذلك يتوجب عليه إدارة دورة التدفق النقدي، وعند أدائه للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة ينبغي على المدير المالي أن يستخدم بعضها لإعادة دورة التدفق النقدي وأن يعيد بعضها إلى مصادر التمويل.

1- المصارف التجارية Commercial Banks

هي مؤسسات مالية وظيفتها الأساسية قبول الودائع ودفعها عند طلبها، وتوظيف هذه الودائع في مجال القروض التجارية القصيرة الأجل.

2- مؤسسات الادخار والإقراض Saving and Loan Associations

تستلم هذه المؤسسات مدخرات المودعين وتستثمر معظم هذه الودائع طويلة الأجل في منح قروض مضمونة برهن عقاري لأجل طويلة.

3- شركات التمويل Finance Companies

هي شركات أعمال متخصصة في منح القروض إلى المنشآت الأخرى والأفراد، وتتميز هذه القروض بارتفاع فوائدها، وتحصل على الأموال من خلال إصداراتها وكذلك القروض من المصارف التجارية.

4- شركات التأمين Insurance Companies

هي مؤسسات مالية تجمع أقساط التأمين من المؤمن عليهم، تأمين حياة، أو تأمين الخسائر المالية الناجمة عن الأخطار، وتستثمر هذه الأموال في سندات الشركات والرهون العقارية، أي على وجه التحديد الإستثمارات قليلة المخاطر.

5- صناديق التقاعد Pension Funds

وهي مؤسسات مالية تقوم بجمع المساهمات من العاملين المشمولين بالضمان ونكوة مؤسسات خاصة وحكومية، وتستثمر حصيلة الأموال التي تجمعها في الأسواق المالية، وتقدم فيها بعد معاشات التقاعد لهؤلاء العاملين عند عجزهم أو إحالتهم على التقاعد.

6- صناديق الاستثمار Investment Funds

انصدر هذه الشركات أسهمها وتبيعها إلى المستثمرين والمدخرين، ثم تستخدم الدخل الناتج في الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم والسندات) المتداولة في الأسواق المالية وذلك لصالح جميع المستثمرين والمدخرين الذين يحملون أسهمها. وبذلك تقوم بتوزيع المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر في حالة تركيز مدخراته في نوع معين من الأوراق المالية، وذلك عن طريق شراء أوراق متنوعة ومختلفة من الأسواق لصالح حاملي أسهمها من المدخرين والمستثمرين.

Investment Bankers مصارف الاستثمار

تختص هذه المصارف في تسويق الأوراق المالية التي تصدرها الشركات لأول مرة، وذلك لمساعدة هذه الشركات في الحصول على ما تحتاجه من أموال طويلة الأجل. وكذلك يمكن أن تشتري هذه المصارف الأوراق المالية (الأسهم والسندات) الصادرة عن هذه الشركات بسعر معين ثابت، وتقوم المصارف المشتريه بعد ذلك ببيعها للمستثمرين ولشركات أخرى مستخدمة خبراتها الواسعة بالأسواق المالية. وبذلك تقوم هذه المصارف بدور الوسيط بين الشركات المحتاجة إلى أموال وبين المستثمرين، وإن عمليات هذه المصارف تنحصر في الإصدارات الجديدة New Issues of Securities.

Brokers and Dealers السماسرة والوسطاء أو التجار

يستخدم تعبير السماسرة والوسطاء بالتناوب أي أحدهما بدل الآخر، فالأثنين هما وسطاء للتوسط في بيع وشراء الأوراق المالية، وأحياناً يشار إلى وسطاء السوق الأولية بالسماسرة Brokers، ووسطاء السوق الثانوية بالوسطاء Dealers ولكن هذا ليس على الدوام.

السماسرة أو الوسطاء بالعمولة Commission Brokers أو كما يسمون أيضاً السماسرة أو الوسطاء الوكلاء Agency Brokers (هم دالون للأسهم في السوق المالية) ينفذون أوامر موكلهم مقابل عمولتهم Commission، ولا يسمح لهم بتداول الأسهم لحسابهم الخاص. ولهذا تقتصر مهام الوسطاء الوكلاء أو وسطاء العمولة على التوسط بين المشتريين والبائعين للأوراق المالية من أفراد ومؤسسات، ويعتمد نظام الوسطاء تبعاً لذلك على مطابقة أوامر البيع والشراء المتاحة في الأسواق مقابل عمولات محددة أو متفق عليها.

3-3 تصنيف الأسواق المالية Financial Markets Classification

الأسواق المالية متنوعة بشكل كبير، ولهذا تصنف إلى فئات واسعة التنوع Categories. أحد هذه التصنيفات هو بالاستناد إلى تواريخ استحقاق الموجودات، ولهذا فإن السوق المالية تنجز إلى سوق نقدية Money Market وسوق رأس المال Capital Market. وأن كلا منهما ينقسم بدوره إلى سوق أولي Primary Market، والسوق الثانوية Secondary Market وهذا التصنيف يستند إلى فيما إذا كانت الموجودات المالية هي إصدار أولي أو فيما إذا كانت داخلة مسبقاً في السعة، المالية.

فتبقى الدفاتر مفتوحة لفترة طويلة. وعلى أية حال، تأمل مصارف الاستثمار ان يباع الإصدار الكلي خلال ايام قليلة لانها لا تريد ان تحتفظ بجزء من الإصدار ومخاطره على الأمد الطويل.

7- استقرار الاسعار في السوق Markte Stabilization

النشاط الاخير للمكتب (مصرف الاستثمار) هو استعداده الشراء بسعر الإصدار لأي جزء من الإصدار يحاول المستثمرين اعاده بيعه قبل ان يباع الإصدار بالكامل. ولهذا فإنه ليست هناك مخاطرة في تدهور سعر السوق للإصدار قبل ان يكون قد تم بيعه بالكامل. ويقوم المصرف الرئيس اثناء فترة عرض وبيع الأوراق المالية الجديدة وبشكل مستمر بتثبيت سعر هذا الإصدار في السوق. وعادة ما تستمر عملية تثبيت السعر Price Pegging هذه لمدة ثلاثين يوماً. وتتم هذه العملية عن طريق تقديم طلبات شراء الأوراق المالية بسعر البيع للإصدار. كما أنها مصممة لمنع الانخفاض التراكمي لسعر الإصدار في السوق الذي قد يسبب خسارة كبيرة لجميع اعضاء مجموعة ضامني الاكتتاب، وبما ان المصرف الرئيس هو المسؤول الاول، فمن الطبيعي ان يتولى القيام بعملية تثبيت السعر هذه.

3-4 السوق الثانوية Secondary Market

هي السوق المالية التي تتداول فيها الأوراق المالية الموجودة في التداول أي المصدرة في السابق. أي ان السوق الثانوية هي سوق اعادة البيع للأوراق المالية وليست لزيادة اموال الشركات، حيث أن الشركات المصدرة لهذه الإستثمارات لا تستلم الاموال جراء عمليات التداول هذه. وتتكون السوق الثانوية من السوق المنظمة أو البورصة Organized Exchange، والسوق الموازية Over - The - Counter, OTC، بالإضافة إلى السوقين الثالث والرابع. وتغطي السوق الثانوية بأهمية كونها توفر السيولة وتساعد على اختبار قيمة المنشأ.

1- السوق المنظمة (البورصة) Organized Securities Exchange

وهي اسواق مالية تتداول فيها الأوراق المالية (الاسهم والسندات) للشركات المدرجة (المسجلة) فيها. وتنقسم الأسواق المالية المنظمة إلى أسواق مركزية واسواق المناطق أو الأسواق المحلية، فالسوق المركزي هو ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة فيه بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة المصدرة لتلك الورقة. ومن الامثلة على البورصات المركزية، بورصة لندن، وبورصة طوكيو، وبورصة نيويورك. أما البورصات المحلية

السوق المنظمة هي: منافع البورصات المنظمة، متطلبات الإدراج، ومعلومات الصحيفة المالية للأوراق المالية.

1.1 منافع البورصات المنظمة Benefits Provided by Security Exchanges

(1) تسهل هذه الأسواق عملية الاستثمار/من خلال توفير أماكن معينة للأسواق

Market - Places التي تتم فيها عمليات التداول بكفاءة وبتكلفة منخفضة نسبياً. لقد أصبح المستثمرون واثقين أن باستطاعتهم بيع أوراقهم المالية في البورصة في أي وقت يشاؤون، لذا فإن السيولة في التداول التي تحققها هذه الأسواق تجعل المستثمرين أكثر استعداداً لقبول معدل عائد على الاستثمار في الأوراق المالية أقل مما كانوا سيطلبونه في حالة عدم وجود هذه السيولة.

(2) تتيح عمليات التداول المستثمرة في البورصات تقويم الأوراق المالية المختلفة

وتكوين توقعات عن قيم الشركات التي أصدرتها وعن الامكانيات والتوقعات لهذه الشركات مستقبلاً. ولذا فإن الشركات التي تعتبر توقعات نجاحها واحتمالات توسعها في المستقبل جيدة برأي وحكم المستثمرين، تحصل على قيمة أعلى من غيرها، وبالتالي تستطيع الحصول على تمويل جديد بسهولة.

(3) تتصف أسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المنظمة باستقرار نسبي والسبب

في ذلك يعود إلى أن الأسواق المنظمة توفر السيولة من خلال تحقيق الاستمرارية في الأسواق التي بدورها تؤدي إلى تغييرات قليلة في أسعار الأوراق المالية ولولا وجود هذه الأسواق المنظمة لكنت التغييرات التي تطرأ على الأسعار كبيرة نسبياً.

2.1 متطلبات تسجيل أو إدراج الاسهم Stocks Listing Requirements

تضع البورصات عادة شروطاً لتسجيل الاسهم التي تصدرها الشركات المختلفة، وذلك لكي يسمح لها بالتداول فيها، وهناك متطلبات إدراج معينة يجب أن تتوفر في الشركة قبل أن يتم تسجيل أسهمها في البورصة، تتعلق هذه المتطلبات بحجم الشركة وعمرها وسجل أرباحها وعدد أسهمها المتداولة وقيمة هذه الاسهم، وغيرها. وعندما تتوفر هذه المؤهلات في الشركة تقدم طلب إلى الجهة الرسمية المختصة لتسجيل أسهمها في البورصة، وعند ذاك يتاح لأسهمها أن تباع وتشترى داخل البورصة (السوق المنظمة).

وهناك اعتقاد سائد بأن الشركات التي تدرج أسهمها في السوق المنظم تحقق فوائد لنفسها ولحاملي أسهمها، حيث تحصل على مقدار معين من الدعاية والترويج بشكل مجاني.

وكذلك فإن مجرد كونها مسجلة يعزز سمعتها وهيبتها، ويؤدي إلى زيادة الطلب على منتجاتها، ويوفر للمستثمرين معلومات كثيرة عن مدى قوتها ومركزها المالي، بالإضافة إلى السيولة في تداول أسهمها. ويؤدي هذا كله بدوره إلى زيادة ثقة المستثمرين بهذه الشركات، وبالتالي إلى قبول معدل عائد منخفض من الاستثمار في أسهمها.

3.1 معلومات الصحيفة المالية للأسهم Information Stock Quotations

المعلومات حول اسعار الاسهم ومقسوم ارباحها هي ميزة اخرى للأسواق المالية بما فيها الأسواق المنظمة والأسواق الموازية، فالأوراق المالية الاسهم والسندات التي يتم تداولها في السوق المنظمة تسمى بالأوراق المالية المدرجة Listed Securities، في حين تدعى الأوراق المالية المتداولة في السوق الموازية بالأوراق المالية غير المدرجة Unlisted Securities وتُنشر البيانات عن هذه الأوراق المالية يومياً في الصحف المحلية والمالية، والتقارير، وتناقلها محطات التلفزة. ولغرض توضيح المعلومات الخاصة بالاسهم سيجري تناول جزء من تلك المعلومات للصحيفة المالية لبورصة اسهم نيويورك.

يمثل الجدول (13) جزءاً من عمليات سوق أسهم نيويورك التي تمت بتاريخ أيلول 1991، والتي نشرت في جريدة الـ Wall Street Journal في عددها الصادر في 10 أيلول 1991. ويظهر من هذا الجزء من الجريدة شركة ابون للمختبرات وهي الشركة الأخيرة في التقرير.

جدول (1-3)

بعض معلومات الصحيفة المالية للأسهم

52 Weeks		Stok	Div.	Yld %	P-E Ratio	Sales 100s	High (8)	Low (9)	Close (10)	Net Chg. (11)
High (1)	Low (2)									
15	9 1/8	AAR	.40	3.7	7	22	10 7/8	10 1/4	10 7/8	+ 1/8
52 1/4	27 1/2	ACF	2.50	5.1	10	259	49	48 1/2	48 7/8	+ 1/8
24 1/2	11 1/2	AMF	1.24	5.3	8	491	23 3/8	22 1/4	23 1/4	- 1/8
61 1/4	34 1/8	Abbilb	1.20	2.1	16	147	58 7/8	58 3/8	58 1/2	+ 1/2

فالعמודين الاول والثاني من اليسار أعلى سعر لسهم الشركة البالغ (61.250)
دولار وأدنى سعر (34.125) دولار خلال 52 اسبوع السابقة. والمؤشر المالي الذي يستدل

3- السوق الثالث The Third Market

يمثل السوق الثالث جزء من السوق غير المنتظمة (السوق الموازية) تتكون من سماسرة أو وسطاء غير أعضاء في السوق المنتظمة وعلى الرغم من أنه لهم الحق في التعامل بالسوق المنتظمة، يعملون كصناع سوق في مجموعة من الأوراق المالية وهؤلاء السماسرة على استعداد للبيع والشراء من محافظهم إذ تمثل بيوت السمسرة هذه أسواقاً مستمرة على استعداد دائم لشراء تلك الأوراق أو بيعها، أما بشكل طلبيات صغيرة Odd Lot تقل عن 100 سهم، أو طلبات كبيرة Blocks.

لقد كان الدافع وراء خلق هذه السوق هو الاستفادة من الخصم في العمولة، فمؤسسات الاستثمار الكبيرة لا تتمتع بخصم في العمولة عند تعاملها في السوق المنتظمة، ولهذا وجدت غايتها في السوق الثالثة التي تتيح لها التفاوض حول العمولة. وإن قدرة بيوت السمسرة المتعاملة في السوق الثالث على منح خصم في العمولة ترجع إلى ثلاثة أسباب: أولها أن السماسرة في ذلك السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة. ثانيهما أنه طالما أن تلك البيوت تتعامل مع كبار المستثمرين أو مع بيوت صغيرة للسمسرة فإن الخدمات التي تقدمها لهم عادة ما تكون محدودة، حيث أنهم ليسوا في حاجة إلى خدمات مساعدة عند إعادة بيع ما سبق أن اشتروه من أوراق. وأخيراً فإن بيوت السمسرة المتعاملة في السوق الثالث لا تدفع رسوم عضوية كما هو الحال في الأسواق المنتظمة، وهو ما يعني انخفاض تكاليف الخدمات التي تؤديها.

ومنذ إلغاء تحديد العمولة وجعلها محل للتفاوض في السوق المنتظمة أصبح سماسرة السوق المنتظمة أيضاً يتعاملون بالسوق الثالث، ولهذا فإنه بالرغم من اختفاء دوافع وجود تلك السوق، تلك الدوافع التي تمثلت أساساً في الحد من العمولة المدفوعة، فإنها ظلت نشطة حتى اليوم.

The Fourth Market

4- السوق الرابع

يشمل هذا السوق المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة Block Traders يتم اللقاء من خلال وسيط يجمع بين الطرفين، ولا يقدم استشاره، ويعمل بكافة الأوراق المالية المتداولة بجميع الأسواق، والعمولة فيه منخفضة.

عليه هنا هو ان الفجوة كبيرة بين السعر الاعلى والسعر الادنى للشركة وهذا يدل على مخاطرة عالية. ويتضمن العمود الثالث من النشرة مختصر لأسم الشركة، بينما يشير العمود الرابع إلى مقسوم الارباح الاخير Dividend الذي وزعته الشركة والبالغ (1.200) دولار للسهم الواحد، بينما يتضمن العمود الخامس عائد المقسوم Yield والذي يبلغ 2.1٪ ويتم حساب عائد المقسوم الـ Yield، من قسمة مقسوم الارباح الموزع على سعر اغلاق السهم Closing Price من العمود العاشر. ويظهر العمود السادس نسبة الـ P/E Ratio، وتشير هذه النسبة إلى عدد مرات الربحية التي يرغب المستثمر بدفعها بالسهم، وتحسب من قسمة السعر الجاري للسهم في السوق المالية سعر الاغلاق على ربحية السهم الواحد الحالية، وهي من المؤشرات المهمة والشائعة الاستخدام من قبل المستثمرين في الاسهم، فكلما كانت النسبة عالية دليل النمو السريع للشركة. ويظهر بأن الـ P/E Ratio الشركة تساوي 16 مرة. ويبين العمود السابع عدد الاسهم التي تم تداولها لذلك اليوم والمساوية إلى 14700 سهم. ويوضح كل من العمودين الثامن والتاسع أعلى وأدنى سعر خلال ذلك اليوم. والعمود العاشر هو لسعر الاغلاق أو الاقفال Closing price والعمود الاخير هو لصافي التغير Net change مع اشارته، وينتج عن طرح سعر اقفال اليوم السابق من سعر اقفال اليوم وكلما كان مرتفعاً وبإشارة موجبة فهو مؤشر ايجابي عن سعر السهم.

2- السوق الموازية (Over - The - Counter OTC)

تتكون السوق الموازية، أو السوق غير المنظمة Unorganized Market من جميع أنشطة بيع وشراء الأوراق المالية التي لا تتم في الأسواق المنظمة، أي السوق المالية التي تتداول فيها الأوراق المالية للشركات غير المدرجة في السوق المنظمة، غير ان ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة

في الأسواق المنظمة. ويكون هذا السوق مجموعة كبيرة من بيوت الاستثمار والسمسة، المنتشرة في جميع انحاء البلاد، والتي ليست محددة بمكان محدد لاجراء المعاملات ولكن مجهزة بنظام اتصالات متطور، يتمثل في خطوط هاتفية أو اطراف الحاسوب، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن للمستثمر ان يجري اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين ليختار من