

الفصل الاول: نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها

أولاً: النشأة. إن نشوء سوق الأوراق المالية وتطورها كان انعكاساً لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، فالتدرج والواقعية في قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخياً من فراغ ولا بقرار حكومي، وإنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي ومتطلباته. ومنذ بداية القرن الخامس عشر، نشأت سوق الأوراق المالية، وتعود كلمة بورصة في أصولها إلى اسم أحد كبار التجار دين فان بورصة (Den van) الذي كان يقيم في مدينه بروج البلجيكية، إذ كان من التجار الأوروبيين لغرض التبادل وإجراء الصفقات المالية، لذا أطلق لفظ بورصة ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمستثمرين لإبرام العقود والصفقات الحاضرة والمستقبلية. وقد كانت الأسواق المالية في القدم يغلب عليها الطابع السلعي، إذ اقتصر في البداية على عمليات بيع وشراء السلع الحقيقية (كالحبوب والمواشي) وبأساليب بدائية كتبادل سلعة بسلعة عن طريق نظام المقايضة (Barter).

أما بورصة الأوراق المالية (Exchange securities) بالشكل الحالي فقد جاء متأخراً، إذ يعود تاريخ إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في مدينة انفرس في بلجيكا عام (١٥٧٦) ومن ثم في أمستردام في هولندا عام (١٦٠٨) ثم في لندن عام (١٦٦٦) وبعدها في باريس عام (١٨٠٨) تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك في عام (١٨٩٣). ومع بداية القرن التاسع عشر ازداد التعامل بالأوراق المالية (Securities) بيعاً وشراءً، مما حدى ضرورة إنشاء سوق لتأمين العمليات الجارية في بورصة الأوراق المالية، وهي سوق مالية منظمة تتداول فيها الأوراق المالية المختلفة (أسهم وسندات) وتحدد فيها الأسعار وفقاً لقوى العرض والطلب ويتم فيها التداول بصورتين:

1- **عمليات عاجلة (Operations spot):** إذ يتم تصفية العملية مباشرة ويستلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية للمشتري.

2- **عمليات آجلة (operations contract):** ويتم عقدها مباشرة إلا أن تصفيتها تؤجل إلى موعد لاحق.

ثانياً: الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية. على الرغم من أن البعض يصف سوق الأوراق المالية (Market securities) بأنها نوادي قمار ذات دور محدود في اقتصاديات الدول. إلا أن الشواهد الحديثة تشير

إلى عكس ذلك تماما، فهذه الأسواق تستكمل دور المؤسسات المالية في تلكم الاقتصاديات. وتتجلى أهمية سوق الأوراق المالية في جملة من الوظائف والأدوار التي تؤديها في اقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها والتي يمكن إجمال أهمها بالآتي:

1- تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم من خلالها تحويل الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض (Units surplus) إلى الوحدات التي تعاني من عجز (Units Deficit) ومثلما موضح بالشكل (١)، أي انها تقوم بالتوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد. ويتم ذلك بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق.

2- يعد التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية أقل كلفة ولا يسبب أثارا تضخمية مقارنة بالتمويل الذي تقوم به المصارف والمؤسسات المالية الأخرى، فضلا على أن سوق الأوراق المالية تساعد الحكومة ومؤسساتها في توفير جزء من احتياجاتها التمويلية من خلال طرح أذونات الخزينة والسندات الحكومية للاكتتاب العام.

3- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي. إذ تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة إلى صغار المستثمرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم المحدودة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من ظاهرة التضخم.

4- يمكن عد سوق الأوراق المالية وسيلة مثلى لتخزين الثروة بالنسبة للمدخرين، على أساس جملة المزايا توفر لهم الربح والأمان وزيادة الثروة. إذ تتسم الأدوات المالية المتوفرة في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، بأنها لا تتعرض للاندثار (Depreciation) كما أنها تدر دخلا خلال مدة الاحتفاظ بها، فضلا على انخفاض مخاطرها (خاصة فيما يتعلق بالأسهم الممتازة والسندات قصيرة الأجل) مقارنة بباقي أشكال الثروة كالموجودات الحقيقية مثل العقارات والسيارات.

5- إضافة لما توفره سوق الأوراق المالية من وسيلة لتخزين الثروة، فإنها تعد ذات أهمية كبيرة للمدخرين بما توفره ليم من سيولة نقدية، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية (Instrument Financial) الإداة

المالية توفر بسرعة وسهولة إلى نقد (money) مع انخفاض كلفة التحويل. وهكذا توفر للمدخرين فرصة الحصول على السيولة والعائد في أن واحد".

6- تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير الحماية تجاه العديد من المخاطر المالية (risk Financial) المتوقعة من خلال إتاحة الفرصة للبنوك والمستثمرين لتنويع (Diversification) استثماراتهم، إذ يمكن من خلال سوق الأوراق المالية بناء محفظة (0/ ص P) تضم أوراقا مالية لقطاعات اقتصادية مختلفة ومنشآت متنوعة. فضلا على ذلك فإنها توفر فرص بيع وشراء الأصول المستقبلية لتغطية مخاطر تغير معدلات الفائدة أو معدلات صرف العملات أو أسعار السلع والخدمات.

7- إن سوق الأوراق المالية هي القناة الرئيسة في اقتصاد حديث تستطيع الحكومات من خلالها تنفيذ سياساتها النقدية. إذ إن وجود سوق متقدم للأوراق المالية يمكن البنك المركزي من التأثير في كمية الأموال السائلة وسعرها، وذلك بالدخول إلى سوق الأوراق المالية كبائع أو مشتر للموجودات المالية (Assets Financial) وفقا للظروف الاقتصادية السائدة. (إن كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولته، تمهدان لعملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية وتساعدان على اجتذاب الاستثمارات المحفظة بأساليب مكلمة للدخار المحلي وليست عوضا عنه. فضلا عن ذلك فإن المساهمة الأجنبية في أسهم الشركات المحلية قد ترتبط بفوائد أخرى أهملها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الحديثة.

ثالثا: المتعاملون في سوق الأوراق المالية.

إن إنشاء سوق للأوراق المالية يتطلب توافر شبكة من مؤسسات الوساطة وبيوت السمسرة والوسطاء فضلا على الشركات التجارية والأفراد (المدخرين والمستثمرين)، إذ تلعب هذه الأطراف مجتمعة دورا فعالا في خلق التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية بين مختلف أطراف السوق المالية. وتختلف هذه الأطراف باختلاف درجة التطور الاقتصادي والمالي للبلد المعني. ومن أهم الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية:

(1) **الشركات الكبيرة (Company Big):** وهي شركات مساهمة (مقفلة أو عامة) تتجمع لديها مبالغ ضخمة موزعة على أكثر من دولة واحدة، ويدير نشاط هذه الشركات مجلس إدارة هدفه الحفاظ على درجة من السيولة، فضلا على تشغيل الفوائض المالية لتحقيق أكبر عائد ممكن ومن أهم هذه الشركات ":

أ- **شركات التأمين.** وهي شركات مساهمة عامة تمتلك أموالاً ضخمة، تقوم بتوزيع الخطر على أكبر عدد من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين.

ب- **صناديق التقاعد.** هذه المؤسسات بجمع المبالغ عن مساهمات المستخدمين وأرباب العمل، على أن تدفع هذه المساهمات تقوم لشكل دفعات عند الشيخوخة.

ت- **صناديق الاستثمار المشتركة.** مؤسسات تتمتع بشخصية اعتبارية، تعمل على تشجيع الادخارات، ولا سيما ادخارات صغار المدخرين بهدف استثمارها بالطريقة المثلى، وأحياناً تعمل هذه الصناديق تحت إشراف الدولة ورقابتها. نعد البنك المركزي، أحد أهم المؤسسات التي تتعامل، باسم السوق، الأوراق المالية، لغرض، تحقيقه، أهداف برفع معدلات النمو الاقتصادي والاستخدام الأمثل للموارد وتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار. ويمكن تلخيص دور البنك المركزي في السوقين الرأسمالي والنقدي بالآتي:

- توجيه السياسة النقدية
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
- مراقبة عمليات بيع العملات الأجنبية وشرائها.
- الإشراف على أدوات السوق النقدي، من خلال مراقبة عمليات بيع وشراء السندات وأذونات الخزينة وغيرها من الأدوات المالية.
- إصدار النقد ومراقبة أسعار الفائدة وبما يحقق الازدهار الاقتصادي.

(2) **البنوك التجارية (Banks commercial):** لأسباب تاريخية مختلفة، احتلت البنوك بصفة عامة مكان الصدارة في التعامل بالأوراق المالية، وعلى الأخص في الدول المتقدمة. ومع استمرار توسع تعامل هذه البنوك في الأوراق المالية، تطورت عملياتها من مجرد أقسام صغيرة داخل هذه البنوك إلى إدارات عامة.

وعادة ما تستثمر البنوك التجارية جزءاً من مواردها المالية في شراء الأوراق المالية، نظراً لما تدره هذه الأوراق من عائد مجزي. وتأتي الأوراق المالية في المرتبة الثانية بعد القروض من حيث أهميتها كمجال لاستثمار موارد المصرف المالية. وتحقق البنوك التجارية من وراء الاستثمار بالأوراق المالية، فضلاً على العوائد المالية، توفير

السيولة التي يحتاجها البنك لمواجهة سحبيات العملاء، إذ يمكن تصد هذه الأوراق كخط دفاع ثاني بعد الاحتياطات النقدية للتزود بالسيولة.

(3) **المؤسسات الاقتصادية المختلفة.** تمثل المؤسسات الصناعية والزراعية والسياحية.... وغيرها، أحد أهم المؤسسات الاقتصادية المتعاملة في الأوراق المالية، إذ تلجا هذه المؤسسات إلى سوق الأوراق المالية لغرض تمويل استثماراتها الجديدة و لتطوير مشاريعها القائمة وتوسيعها

(4) **صناديق الاستثمار (Funds Mutual).** تعد صناديق الاستثمار شكلا مهما من أشكال الأوراق المالية (Securities و portfolios). وتتلخص فكرة صناديق الاستثمار في وجود شركة استثمارية معينة، يلجا إليها الأفراد المستثمرون، كونها تقوم بتجميع أموالهم ليتم استثمارها لصالحهم في سوق الأوراق المالية. وعادة ما يلجا الأفراد وصغار المدخرين إلى هذه الصناديق لما تتميز به من.

(5) **المستثمرون والمضاربون.** تحتوي بورصات الأوراق المالية العالمية على العديد من المستثمرين والمضاربين، الذين يمارسون بيع الأوراق المالية وشراءها، بغية تحقيق أقصى الأرباح، ومن أهم هذه الفئات:

- **المضاربون المحترفون (Speculators).** تهدف هذه المجموعة إلى الإفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعه تحركات الأسعار في السوق المالية بصفة دائمة. هذا فضلا على التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي، كاستخدام نموذج دورة السوق وتشخيص الاتجاه الرئيس (identification Trend Basic and Model Cycle Market The)؛ والذي يمثل نموذجا لتتبع الاتجاهات السلوكية والنمطية لأسعار السوق.

- **المضاربون الهواة (outsiders).** تهدف هذه المجموعة الإفادة من فروق الأسعار، إلا أنها لا تهتم بدراسة العوامل المؤثرة في السوق ولا تعوم بدراسة اتجاهات السوق، إذ تقوم هذه الفئة بشراء الأوراق المالية وبيعها في الوقت ذاته سواء في السوق نفسه، أو إعادة بيعها في أسواق أخرى، للاستفادة من فروقات الأسعار. وعادة ما تختفي هذه الفئة من سوق الأوراق المالية نتيجة تحقيق الخسائر المتتالية.

- **المتآمرون (Manipulators).** تعمل هذه المجموعة على التحكم بأسعار الأوراق المالية وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى (over 1و0) أو أدنى (Valued Under) من السعر العادل، الناتج عن قوى العرض والطلب العادية. وتتميز هذه الفئة بتوافر الموارد المالية الضخمة لديها والتي تمكنها من تحقيق أهدافها.
- **المستثمرون (investors).** يمثل المستثمرون الأفراد الذين يشترون الأوراق المالية بهدف الحصول على دخل مستمر منها، وهناك نوعان من المستثمرين: **هما** المستثمر الداخلي (insider) والمستثمر العادي، فالمستثمر الداخلي يهدف إلى السيطرة على الشركة وأدائها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم الخاصة بها، فيما يهدف المستثمر العادي إلى تحقيق أعلى الأرباح من خلال بيع وشراء الأوراق المالية.
- **المحتاطون (Hedgers).** تحتفظ فئة المحتاطين بالأوراق المالية من أجل الحيلة وتقليل المخاطر التي قد تتعرض لها مواقفهم المالية، وذلك من خلال الاحتفاظ بعدد متنوع من الأوراق المالية على أمل أن تغطي العوائد المحصلة منها المخاطر التي قد يتعرضون إليها نظير انخفاض أسعار بعضها أو التغير في العوائد المرتقبة منها". وعلى الرغم من هذا التصنيف، فإن واقع الأسواق المالية يجعل من الصعب في كثير من الحالات التمييز بشكل دقيق بين هذه الفئات، فقد يكون المتعامل في سوق الأوراق المالية مستثمرا في حالات ومواقف معينة، ومحتاطا في مواقف أخرى، أو يكون متاجرا في أوراق مالية معينة ومضاريا في أخرى.