

فعالية الوساطة المالية و الأسواق المالية:
كضرورة لإنجاح تمويل النشاط الاقتصادي

طواهرية الشيخ

جامعة سعيدة

Touahria_Cheikh@yahoo.fr

ملخص:

إن تطور النشاط الاقتصادي والتعدد المستمر من ناحية الكم و النوع للأنشطة الاقتصادية و بروز أنواع متعددة ومختلفة للمتعاملين الاقتصاديين في شتى المجالات، و كذا حداثة الحياة في عالم العولمة و المنافسة ظهرت خدمات و سلع من مختلف الأجناس و المقاسات استوجب هذا تفعيل الأدوات المالية بشتى أنواعها للإستجابة في عالم التمويل لهذه التغيرات الطارئة في مجال المال و الأعمال، و لهذا يجب أن ننظر نظريا و علميا و تقنيا لقنوات تمويل الإقتصاد من وساطة مالية و أسواق مالية التي لا بد و أن تتكيف كما و نوعا و حداثة مع متطلبات السوق و ذلك عن طريق الإبداع و الإبتكار المالي لهذه المؤسسات المالية من أجل تمويل كفاء و فعال للأنشطة الاقتصادية.

Résumé :

L'évolution de l'activité économique et la pluralité continue en termes de quantité et type d'activités économiques et l'apparition de beaucoup de différents types d'économistes de revendeurs dans divers secteurs, et aussi bien que la vie moderne dans un monde de globalisation et concurrence ont émergé des marchandises et les services de différentes courses et tailles ont rendu nécessaire l'activation de divers genres de monde de réponse d'instruments plaçant pour ces changements du secteur des affaires et les finances, et pour ceci nous devrions creuse des rigoles théoriquement et scientifiquement et techniquement pour financer l'économie et l'intermédiation financier et les marchés financiers, qui doivent également être adaptés légèrement, et avec les conditions modernes du marché et, par la créativité et l'innovation financières ceux-ci financiers établissements pour le financement des activités économiques efficaces et efficaces.

مقدمة:

لقد تطور النشاط الإقتصادي و اتسعت آفاقه و تشعبت قنواته. فلم يعد التبادل يتم ما بين مجموعة من الأشخاص تعرف بعضها بعضا، أو بين عدد من المجموعات البشرية التي يسهل بينها التبادل و منذ ظهور عصر الإنتاج السلعي ظهرت حاجات جديدة فقد أصبح المنتج بحاجة إلى الموارد التي تمكنه من التوسع في الإنتاج، و تمكنه من تصريف هذا الإنتاج بعد ذلك. و ما دامت شبكة النشاط الإقتصادي لا تزال في صورة بسيطة و غير معقدة، أمكن اللجوء المباشر إلى أفراد آخرين لطلب هذه الموارد في حالة عدم كفاية الموارد الذاتية.

و لكن مع اتساع النشاط الإقتصادي و تعدد أطرافه بشكل استحالت معه آليات العمل القديمة، أصبحت الحاجة إلى ظهور أطراف جديدة مهمتها جمع الأموال و إعادة توزيعها ضرورة حيوية بالنسبة لتطور الإقتصاد و استمرار توسعه، و من هذا جاءت الوساطة المالية كحلقة ربط ما بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي. والمهمة الأساسية لهذه الوساطة المالية هي تدبير التمويل اللازم للمنتجين و التجار والحرفيين و حتى الأفراد. وبالتالي فهي تمثل فضاء أمام أصحاب الفائض لتوظيف فوائدهم، و أمام أصحاب العجز المالي لتلبية حاجاتهم إلى التمويل.

و كذا الأسواق المالية تستمد أهميتها من وجودها و من الدور المتعدد الأوجه و الجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدود في الإقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الإقتصادي و مجالاته، و في الوقت عينه تتأثر به ، مما يحدث بالتالي آثارا جديدة. كما تلعب أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف و غير المعبأ في الإقتصاد القومي و تحوله من مال عاطل خامل إل رأس مال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية و ذلك من خلال عملية الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم و السندات و الصكوك التي يتم طرحها في الأسواق المالية و السؤال الأساسي هو كيف لا بد أن تكون كلا من الوساطة المالية و الأسواق المالية ذات فعالية و كفاءة عاليتين؟ من أجل تمويل أفضل و كفاء للنشاط الإقتصادي.

أولا: النشاط الإقتصادي و نظام التمويل:

يكمن النشاط الإقتصادي في ثلاث نقاط أساسية:

1. إنتاج
2. توزيع المداخل
3. الاستهلاك

و السؤال الذي يجب أن نجيب عليه يتعلق بمعرفة من ينتج و من يستهلك و من يوزع؟

1. نوعية النشاط الإقتصادي:

يوجد داخل كل بلد عنصران اقتصاديان يقومان بالمهام الاقتصادية الأساسية هما المنتجون من جهة و المستهلكون من جهة ثانية، فالمنتجون هم الذين يستخرجون الخيرات و يحولونها و يتكفون بنقلها و بيعها و يتمثلون في الوحدات الإنتاجية (فلاحية، تجارية و صناعية وما إلى ذلك) و المستهلكون هم الذين يقومون بالنفقات قصد الشراء ما أنتجه المنتجون و يتمثلون في العائلات و قد يلعب نفس الفرد الدورين في نفس الوقت، فصاحب المعمل يعتبر منتجا لأنه يحول مادة معينة و لكنه كذلك مستهلك لأنه يقوم كأى شخص آخر بمهام الاستهلاك عندما ينهي عمله و يتكلف بحاجيات عائلته، فالتقسيم بين المنتجين و المستهلكين تقسيم وظائفى ليس إلا.

و زيادة في التوضيح نرى من اللازم أن نتعرف بشيء من التدقيق على نشاط المنتجين و المستهلكين. (01)

يقوم المنتج بتحويل نوعين من المواد: مواد الاستهلاك و مواد الاستثمار، الأولى تصلح استجابة لرغبات و حاجيات السكان و الثانية تستعمل من أجل تحويل مواد أخرى، و يقوم المنتجون ببيع هذه المواد في السوق التي تنقسم هي بدورها إلى قسمين: سوق مواد الاستهلاك، و سوق مواد الاستثمار. فمن يا ترى يشتري هذه المواد. المستهلكون الذين يتوجهون إلى السوقين بمدخلهم لإنفاقها، و لكن من أين جاءتهم هذه المدايل؟ من المنتجين الذين وزعوا عليهم هذه المدايل مقابل الإنتاج الذي قاموا به. فالمنتجون باعوا المواد و مقابل ذلك وزعوا المدايل فأعطوا الأجور إلى العمال و الفوائد إلى أصحاب رؤوس الأموال و الربح لأصحاب الأراضي و الأرباح لأنفسهم باعتبارهم قاموا بمهمة تسيير النشاط الاقتصادي في الوحدات.

-2الوحدات الاقتصادية و حاجاتها للتمويل:

تتبع الحاجة إلى رأسمال من أجل التمويل، من كل القطاعات غير المالية للاقتصاد أي من المؤسسات العامة والخاصة، من العائلات أو الخواص، من الدولة و أخيرا م الخارج. المؤسسة:

حتى تخلق و تتقدم، تحتاج المؤسسة إلى الموارد المالية. تحتاج للمال أولا من أجل الحصول على تجهيزات (أراضي، مباني، آلات و معدات) و ثانيا من أجل مواكبة التطور الصناعي و التجاري، من جهة أخرى، تنتج المؤسسة كل يوم، فتقوم بدفع أجور و مصاريف و تباع من أجل تحقيق واردات للصندوق. إلا أن توازن دخول الأموال وخروجها لا يحدث دوما و في كل وقت و لذلك تحتاج المؤسسة إلى مساعدات من أجل تغطية الاختلالات المؤقتة للصندوق.

العائلات:

تقع العائلات في الحاجة للمال بسبب الفرق الموجود بين مستوى مدايلهم و مستوى المصاريف التي يجب أن يقومون بها تتبع الحاجة من:
▪ صعوبات مؤقتة في السيولة.

- ضرورة تسديد مصاريف استثنائية.
- الرغبة في اقتناء أو استبدال معدات.

الرغبة في الحصول على الملكية أي تحقيق استثمار عقاري عندئذ تحقيق مثل هذه الرغبات يستلزم إمكانية حقيقية للإدخار، يدرس من حيث المدة و الاستقرار. البحث عن التمويل، عن رأسمال من جانب العائلات يعني البحث عن نوعين من القروض " *قروض البنوك أو قروض التجهيزات الصغيرة *قروض عقارية" (01)

الدولة:

حاجة الدولة أو القطاع العام للتمويل تتجزأ للنقاط التالية:

- عجز ميزانية الدولة.
- عجز في الأنظمة الاجتماعية "الضمان الاجتماعي"
- حاجة الجماعات المحلية إلى القروض من أجل الاستثمار.
- حاجة المؤسسات العامة إلى الموارد المالية لمعالجة عجزها في الاستغلال أو الاستثمار.

الخارج:

مثل ما يوجد حركة تجارية بين الدول، يوجد تبادل مالي أيضاً، مثلاً: تقدم الدولة المتطورة إلى الدولة النامية أموالاً قصيرة أو طويلة الأجل في شكل قروض أو هبات أو استثمارات مباشرة في مؤسسات تجارية أو صناعية أو شراء قيم منقولة "خروج" رؤوس الأموال في هذه الحالة يمثل حاجة للتمويل.

ثانياً: نظام التمويل و فعاليته:

تعتبر الوظيفة الأساسية للأسواق المالية (السندات، الأسهم) و الوسطاء الماليين (البنوك، شركات التأمين و صناديق التقاعد...) التوفيق بين الأفراد بعضهم مع بعض عن طريق تحويل الأموال من الأفراد الذين لديهم السيولة إلى الأفراد الذين لديهم نقص السيولة. و لتحسين كفاءة و حسن عمل الاقتصاد الوطني لابد أن تقوم الأسواق المالية و الوسطاء الماليون بوظائفهم على أكمل وجه، و هذا أمر ضروري لصحة الاقتصاد الوطني. و لدراسة تأثير الأسواق المالية و الوسطاء الماليين على الاقتصاد لابد من معرفة و فهم الهيكل التنظيمي العام لهما و معرفة و فهم كيفية عملهما. (02)

1. وظائف الأسواق المالية و الوساطة المالية:

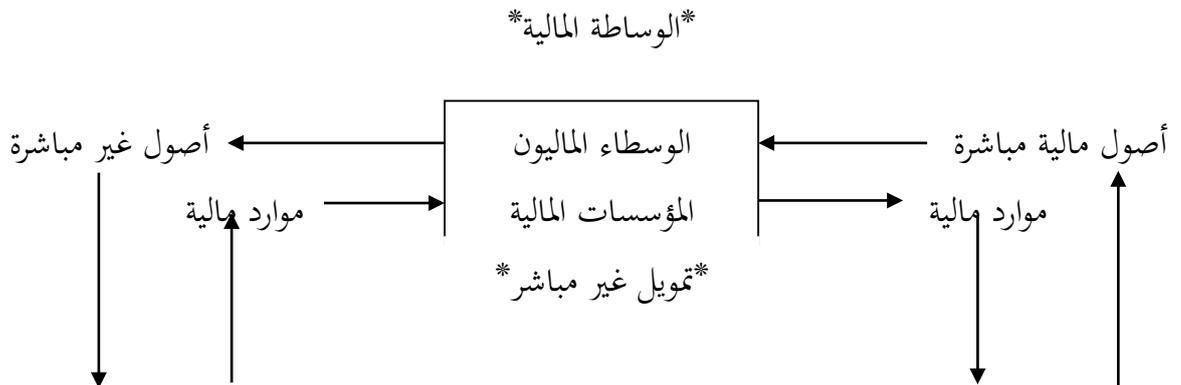
يؤدي سوق المال -من خلال منشآته- وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تحويل موارد مالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز و شكل (01) يوضح طرق تمويل العجز حيث هناك طريقتين للتمويل:

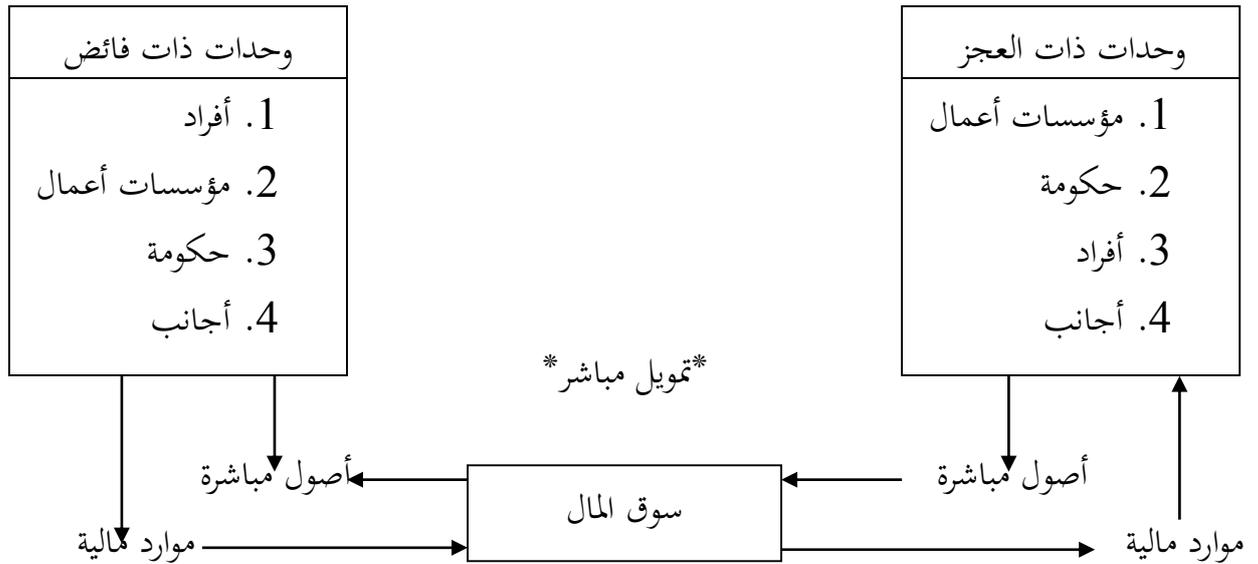
الطريقة الأولى: هي التمويل المباشر حيث يلتقي وحدات العجز ووحدات الفائض مباشرة في سوق المال، حيث تصدر وحدات العجز المالي حقوقا مالية على نفسها هذه الحقوق تسمى أصولا مالية تعرضها على وحدات الفائض التي تشتري هذه الأصول مقابل تحويل مواردها المالية إلى وحدات العجز و الأصول المالية التي تشتريها وحدات الفائض تسمى أصولا مباشرة لأن الذي أصدرها هي وحدات العجز نفسها و أهم الأصول المالية المباشرة هي "الأسهم و السندات".

الطريقة الثانية: هي التمويل غير المباشر حيث يتم تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية لسوق المال و هي أساسا "البنوك، شركات التأمين، مؤسسات الادخار و الإقراض و صناديق المعاشات" و مقابل هذا التحويل تحصل الوحدات ذات الفائض على أصول مالية يصدرها الوسطاء الماليون على أنفسهم و تسمى أصولا غير مباشرة مثل "شهادات الادخار و شهادات الاستثمار" ثم يقوم الوسطاء الماليون بتحويل هذه الموارد المالية إلى وحدات العجز التي تقوم بإصدار أصولا مالية مباشرة إلى المؤسسات المالية. (03)

و من الشكل (01) نلاحظ أن مؤسسات قطاع الأعمال تأتي في مقدمة وحدات العجز التي تحتاج إلى موارد مالية، حيث تقوم بإصدار إما "أسهم أو سندات" ثم يلي قطاع الأعمال في طلب تمويل الحكومة التي تقوم بإصدار "أذون الخزانة أو سندات حكومية" أما بالنسبة لوحدات الفائض فيأتي في مقدمتها أفراد القطاع العائلي و مدخراتهم تسمى المدخرات الشخصية و يليهم مؤسسات الأعمال و التي تحقق مدخرات تسمى مدخرات قطاع الأعمال، كما نلاحظ أن عملية تجميع الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز يتم إما من خلال سوق المال مباشرة أو من خلال المؤسسات المالية العاملة فيه و هذا ما يسمى بالوظيفة المالية للمؤسسات الوسطة المالية (01)

الشكل (01):





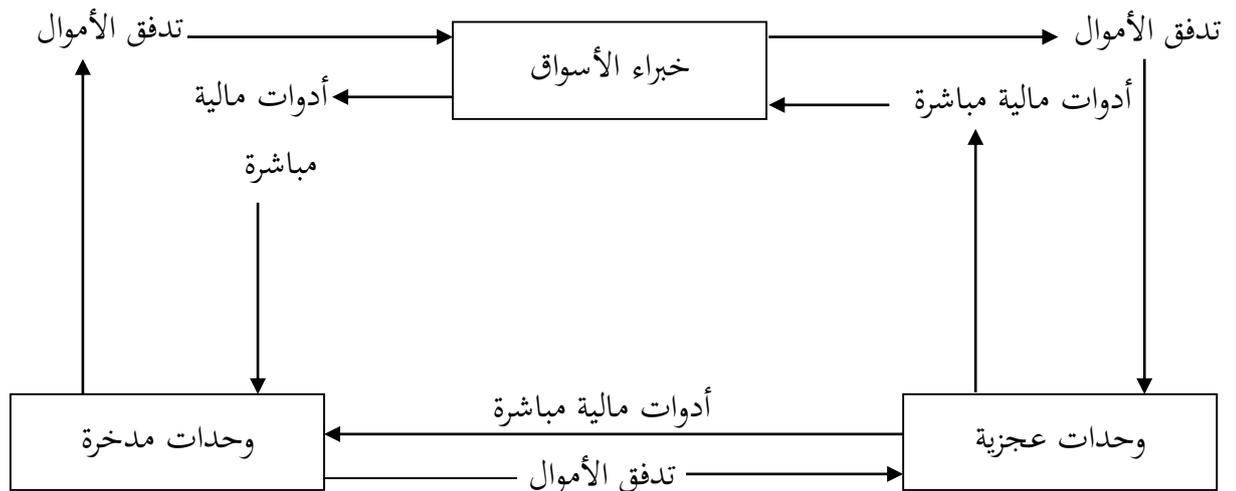
2. صيغ التمويل الاقتصادي:

إن تدفق الأموال في النظام المالي يمكن أن يسلك عدة قنوات تربط بين المدخرين و المستثمرين إلا أنها بشكل عام يمكن تصنيفها إلى مجموعتين هما: قنوات التمويل المباشر Direct finance channels و قنوات التمويل غير المباشر Indirect finance channels.

1/ التمويل المباشر Direct Finance :

التمويل المباشر قناة تمويلية يتم بواسطتها انتقال الأموال من الوحدات المقرضة "المدخرة" إلى الوحدات المقرضة "المستثمرة" بدون تدخل الوسطاء الماليين الذين سلف ذكرهم في البنود السابقة للبحث. فتقوم الوحدات الإتفاقيه العجزية "المقرضة" بإصدار الأدوات المالية و بيعها بمساعدة من خبراء الأسواق أو بدونها/ إلى الوحدات المدخرة مباشرة و تسمى بالأدوات أو الأوراق المالية المباشرة Direct securities و الشكل 2 يوضح هذا النوع من التمويل. (01)

قنوات التمويل المباشر

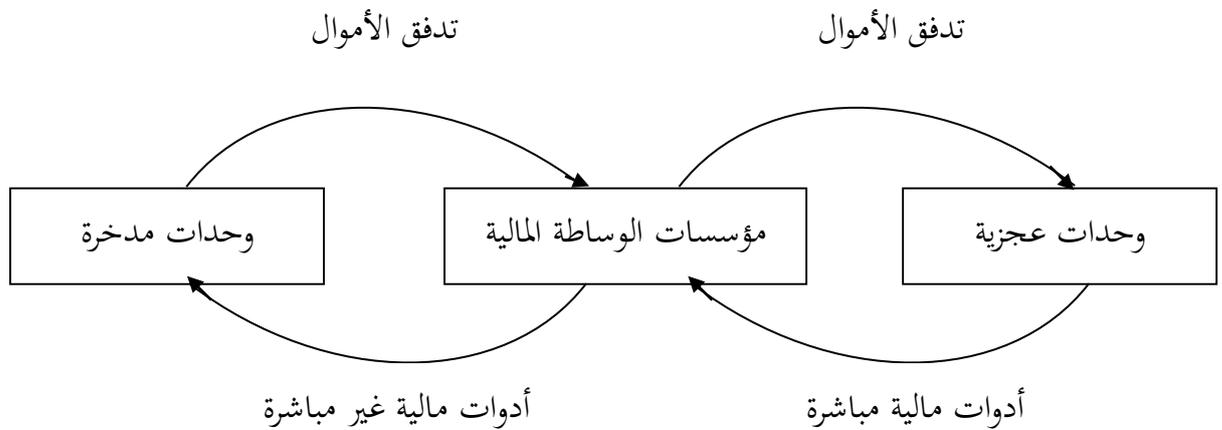


الشكل (02) :

إن أبسط أنواع التمويل المباشر يتمثل بالجزء السفلي من هذا الشكل حيث يتم الاتصال مباشرة بين الوحدات العجزية ووحدات الفائض المدخرة و هذا لا يخلص إلا في حالة وجود علاقات شخصية و معرفة سابقة بين الطرفين. فعندما يقوم صاحب مشروع بالاقتراض من أحد الأصدقاء أو الأقرباء لغرض الإستثمار في توسيع مشروعه مقابل أداة مالية يصدرها المقترض، كالكمبيالة مثلا فإن هذا يعتبر تمويلا مباشرا و يوضح الشكل (02) في الجزء العلوي منه هذا الأسلوب من التمويل المباشر و يقصد بخبراء السوق هنا مؤسسات الخبرة المالية التي تختص بتقديم الاستثمارات و المعلومات إلى الوحدات العجزية "الاستثمارية" و الوحدات المدخرة بشأن فرص عقد الصفقات بينهما بالشكل الذي يحقق التوافق بين رغباتهم بأقل تكلفة ممكنة بدون إحداث أي تغيير أو استبدال في الأدوات المالية الصادرة من قبل الوحدات الاستثمارية أي الأدوات المالية المباشرة. و في ذلك تميز و تطور واضح في هذه القناة التمويلية مقارنة بالقناة السابقة على أساس السرعة و التكلفة في تدفق الأموال من الوحدات المدخرة إلى الوحدات المقترضة. (02)

2/ التمويل غير المباشر Indirect Finance :

إن الصعوبات التي يواجهها المدخر و المقترض في التمويل المباشر هي التي أدت إلى نشوء قناة التمويل غير المباشر والتي يتم من خلالها انتقال الأموال بطريق غير مباشر من المدخر إلى الوحدات الاتفاقية العجزية وذلك بتدخل الوسطاء الماليين كالبنوك التجارية وشركات التأمين وجمعيات الادخار والاقتراض وصناديق التقاعد وبنوك الادخار وشاكلتها من مؤسسات الوساطة. و لتوضيح تدفق الأموال في قناة التمويل غير المباشر نستخدم الشكل (03) :



وما يظهر في الشكل موضحة في البنود السابقة للبحث.

3/ الإبداع و الابتكار المالي = فعالية:

في السنوات السابقة عندما كنت تسحب مبلغا معيناً من رصيدك في البنك أو تريد أن تعرف مقدار رصيدك كان لا بد وأن تذهب إلى البنك خلال الدوام الرسمي و تنتظر وقتاً معيناً لعمل مثل ذلك. أما في الوقت الحالي بإمكانك عن طريق الصراف الآلي أن تسحب مبلغاً معيناً من رصيدك وكذلك معرفة مقدار رصيدك خلال الأربعة والعشرين ساعة يومياً. وكذلك يمكن الحصول على مقدار رصيدك وأنت جالس في بيتك باستخدام الهاتف والكمبيوتر الناطق.

في السابق كان لا بد وأن تذهب إلى البنك لتحويل مبلغ معين من المال من رصيدك للحساب الجاري إلى حساب التوفير أو العكس، أما بالوقت الحالي فيتم ذلك عن طريق الصراف الآلي، وكذلك عندما كان يتم سحب مبلغ معين من رصيد ما فإن موظفي البنك يرجعون إلى نظام الكرتات للتأكد من الرصيد وسلامة التوقيع أما بالوقت الحالي فأصبحت كل هذه الأمور تعمل بواسطة جهاز الكمبيوتر. إن دراسة مثل هذه الظواهر التكنولوجية يوضح لنا التفكير الإبداعي لدى المؤسسات المالية سوف يؤدي إلى زيادة الربحية. (01)

4/ الوساطة المالية و الأسواق المالية في ظل المعلوماتية:

يلعب الوسطاء الماليون و التمويل غير المباشر دوراً هاماً في الأسواق المالية. لكن لمعرفة أهمية هذا الدور لا بد أن ندرس بعمق دور تكلفة الاستثمار المالي و تكلفة المعلوماتية في الأسواق المالية. ولتوضيح ذلك دعنا نأخذ المثال التالي، لو فرضنا أن لدى متعامل X 10000 دينار و ليس لديه فرص استثمارية منتجة، لكن المتعامل Y بحاجة إلى هذا المبلغ لتأسيس محل و شراء أدوات تصليح أجهزة الكمبيوتر، بالطبع يرغب أحمد بإقراض هذا المبلغ إلى علي، لكن قبل أن يتم ذلك لا بد وأن يذهب المتعامل X لأحد المحامين لصياغة عقد ليضمن حقوقه المالية، وبعد التفاوض مع محامية تبين أن المحامي يريد مبلغ 1000 دينار على ذلك وإذا كان العائد المتوقع للمتعامل X من اقتراض 10000 دج للمتعامل Y 800 دينار سنوياً، فإننا نستنتج بأن العائد الذي سوف يحصل عليه المتعامل X أقل من التكاليف التي سوف يدفعها للمحامي، وبالتالي فإن المتعامل X يتراجع عن إعطاء القرض للمتعامل Y لأنه سوف يخسر مائتي دينار إضافية إلى الوقت الذي أضاعه لذلك المدخرون و المقترضون الصغار يمكن أن لا يستفيدوا من الأسواق المالية بسبب تكاليف الاستثمار المرتفعة و أن مقدرتهم المالية لا تسمح لهم بالمخاطرة و المجازفة لكن الوسطاء الماليين لديهم المقدرة لتقليل مخاطر الاستثمار المالي بسبب الخبراء و الكوادر المدربة لديهم وكذلك حجم النشاطات المالية التي يقومون بها مرتفعة جداً مما يساعدهم على الاستفادة من اقتصاديات وفورات الحجم.

و يلعب الوسطاء الماليون و التمويل غير المباشر دوراً بارزاً في الأسواق المالية عندما تكون تكاليف الاستثمار المالي مرتفعة، بالإضافة إلى ذلك عندما تظهر مشكلة عدم تناظر المعلومات بين الممول و

المقترض، وتحصل هذه المشكلة عندما لا تتوفر المعلومات الكافية لطرف ما عن الطرف الآخر لاتخاذ القرارات المناسبة فعلى سبيل المثال المقترض الذي حصل على قرض لتمويل مشروع معين لديه معلومات أدق عن طبيعة هذا المشروع من حيث العوائد المتوقعة و المخاطر أكثر من الممول و عدم توفر المعلومات بالتساوي لجميع المعنيين في النظام المالي تؤدي إلى خلق مشكلتين الأولى قبل البدء بتنفيذ المعاملات التجارية (قبل البدء بالمشروع) والثانية بعد التنفيذ.

1) الاختيار العدائي (العكسي):

أحد المشاكل التي تظهر بسبب عدم تناظر المعلومات و تكون قبل البدء بتنفيذ المعاملات التجارية. تحدث مشكلة الاختيار العدائي بالأسواق المالية عندما يتم منح القروض أو الائتمان إلى شخص غير مناسب (مخاطر ائتمان سيئة). وهذا يجعل الممولين يمتنعون عن اعطاء القروض حتى للأشخاص الذين لديهم مخاطر ائتمانية جيدة.

2) الابتذال الخلفي (المخاطر المعنوية):

أحد المشاكل التي تظهر بسبب عدم تناظر المعلومات لكنها تكون بعد حدوث المعاملات التجارية، ويعتبر الابتذال الخلفي أحد مخاطر الأسواق المالية، حيث يقوم المقترض بنشاطات غير مرغوبة بها من وجهة نظر الممول. ومشكلة الابتذال الخلفي تقلل من احتمالية سداد القرض (ارجاع القرض) للمول. وهذا يشجع الممولين على عدم اعطاء القروض أو تمويل المعاملات التجارية.

1. هيكل الأسواق المالية و كفاءتها:

• هيكل الأسواق المالية:

بعد أن تم توضيح الوظيفة الأساسية للأسواق المالية، لابد لنا من دراسة هيكل هذه الأسواق، وذلك بموجب معرفة وتحليل الأصناف والأنواع المختلفة من الأسواق المالية. (01)

أ. أسواق الدين وأسواق الأسهم العادية (حقوق الملكية):

يحصل الأفراد و المنشآت على الأموال لتمويل نشاطاتهم الاقتصادية في الأسواق المالية بطريقتين:

الطريقة الأولى: أسواق الدين

إن أكثر الطرق المتبعة لدى المنشآت و الأفراد للحصول على الأموال اللازمة لهم في الأسواق المالية هي إصدار أدوات الدين مثل السندات أو صك رهن والتي تعتبر اتفاقية خطية بين المقترضين والمقرضين ويقوم المقترضين في نهاية فترة الاستحقاق بدفع قيمة القرض بالإضافة إلى الفائدة المستحقة على القرض للمقرضين.

الطريقة الثانية: أسواق الأسهم العادية (حقوق الملكية)

وهي الطريقة الثانية التي يقوم بها الأفراد و المنشآت للحصول على الأموال الضرورية لتمويل نشاطاتهم الاقتصادية وذلك من خلال إصدار الأسهم العادية (حقوق الملكية) وهي بمثابة استثمار مباشر. (01)

ب. الأسواق الأساسية (الأولية) و الثانوية:

1. **الأسواق الأولية:** هي الأسواق المالية التي يتم بها إصدار الأوراق المالية الجديدة مثل السندات الحكومية وأسهم الشركات المساهمة العادية والممتازة والسندات وبيعها لأول مرة.

2. **الأسواق الثانوية:** هي الأسواق المالية التي يتم بها بيع الأوراق المالية التي تم إصدارها سابقاً، أي بيع الأوراق المالية للمرة الثانية وهكذا، وتعتبر الأسواق الأساسية للأوراق المالية غير معروفة للأفراد عامة بسبب بيع الأوراق المالية للمشتريين الأصليين ويتم هذا خلف أبواب مغلقة.

ت. أسواق التبادل و أسواق ما بين الوسطاء:

تنظم الأسواق الثانوية عن طريق:

- **التبادل المنظم:** حيث يتم اللقاء بين البائعين و المشتريين للأوراق المالية في مكان مركزي محدد لإدارة التجارة بينهما (البورصة).

- **أسواق ما بين الوسطاء:** يقوم الوكلاء الذين لديهم حجم كبير من الأوراق المالية وفي أماكن مختلفة بشراء وبيع الأوراق المالية لأي شخص يأتي لهم ولديه الرغبة في قبول أسعارهم. و جميع الوكلاء في هذا السوق على اتصال دائم عن طريق الكمبيوتر ويعرفون أسعار بعضهم البعض.

ث. أسواق النقود ورأس المال:

تعتبر فترة الاستحقاق للأوراق المالية التي تم تداولها مهمة جداً للتمييز بين الأسواق المختلفة.

- **أسواق النقود:** تعتبر من الأسواق المالية التي يتم بها التداول بأدوات الدين القصيرة الأجل (فترة الاستحقاق أقل من سنة) فقط.

- **أسواق رأس المال:** تعتبر من الأسواق المالية التي يتم بها التداول بأدوات الدين (السندات) طويلة الأجل (فترة الاستحقاق سنة فأكثر) وكذلك أدوات الأسهم العادية (حقوق الملكية) ويلعب الوسطاء الماليون (شركات التأمين وصناديق التقاعد) دوراً هاماً في هذا السوق.

كفاءة الأسواق المالية:

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.

وهناك نوعان من كفاءة لا بد من توفرهما: الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية

- الكفاءة الكاملة:

لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة (Perfectly Efficient Market) يقتضي توافر الشروط التالية: (01)

- * أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- * عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها.
- * للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.
- * وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- * إنصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

- الكفاءة الاقتصادية:

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم. مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل و لكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة الى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

2. الوسطاء الماليون و الفعالية:

يلعب الوسطاء الماليون دورا بارزا في الاقتصاديات المعاصرة، ولمعرفة وظيفتهم بعمق أكبر لابد وأن ندرس أنواع (تصنيف) الوسطاء الماليين.

أنواع الوسطاء الماليون:

- المؤسسات الإيداعية:

تعرف ما يسمى بالبنوك، وهي وسطاء ماليون تقبل ودائع الأفراد و المؤسسات إقراضها للآخرين، وتركز دراسة النقود والبنوك على هذه المؤسسات وتعطيها اهتماما كبيرا لأنها تقوم بخلق الودائع وهي أحد المكونات الهامة لعرض النقد.

- مؤسسات الادخار التعاقدية:

تعتبر هذه المؤسسات وسطاء ماليين و تقوم بتجميع مواردها المالية على فترات دورية وعلى الأساس التعاقدية، وتقوم هذه المؤسسات على استثمار أموالها في الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم، وسندات الشركات المساهمة والقروض العقارية.

- وسطاء الاستثمار:

* **شركات الاستثمار:** تقوم هذه الشركات بزيادة الأموال لديها عن طريق بيع الأوراق التجارية القصيرة الأجل (أداة الدين) وكذلك عن طريق إصدار الأسهم والسندات، وتعمل على اقراض هذه الأموال للمستهلكين لشراء الأثاث، السيارات، صيانة البيوت وكذلك للأعمال الصغيرة.

* **الصناديق التعاونية:** يقوم الوسطاء الماليون بتجميع الأموال عن طريق بيع الأسهم لكثير من الأفراد حيث يتم استخدام هذه الأموال لشراء محفظة مالية متنوعة من الأسهم والسندات.

* **الصناديق التعاونية لسوق النقود:** تعتبر هذه الصناديق مؤسسات مالية حديثة ولها نفس خصائص الصناديق التعاونية وتقوم بوظائف المؤسسات الإيداعية إلى حد ما (حسابات الودائع) وتشبه أغلب الصناديق التعاونية، حيث تقوم ببيع الأسهم لتجميع الأموال لاستخدامها في شراء أدوات سوق النقود والتي تتميز بالسيولة العالية والأمان.

الوساطة الفاعلة و الوساطة الخاملة:

بينما فيما سبق أن الوسيط المالي يقوم بدور النائب عن ذوي المدخرات في إدارة أموالهم. فالوساطة قائمة إذن على مبدأ الفصل بين الملك و التصرف Separation of our ship and control لكن هذا الفصل، مع ما يحققه من كفاءة في عملية الوساطة المالية، فإنه قد يؤثر سلبا في طبيعة العلاقة بين طرفي العقد، فإذا كان الذي يتصرف في المال شخصا غير مالكة، فقد يتصرف فيه بما يحقق مصلحته هو، ويضر أو لا يحقق مصلحة المالك، وهو ما يعتبر تنافرا في المصالح بين الطرفين Conflict of Interest، فإن مصلحة الطرفين تلتقي عند تعظيم الأرباح والفوائد المشككة هنا ليست في تنافر المصالح، ولكنها في دقة الإفصاح عن الأرباح المشروع، واحتمال الغش في ذلك Fraud.

ذلك أن هناك مصلحة لصاحب المشروع أو العمل لأن يكتم حقيقة التدفق النقدي للمشروع، وأن يزيد من ثم من نصيبه من الربح هو على حساب المقرض أو صاحب المال، وإذ ذلك فلا بد من صيغة للرقابة لقطع السبيل إلى مثل هذا التصرف. وهناك صيغتان لهذه الرقابة.

- **رقابة مباشرة:** وهذه تحتم المشاركة الفاعلة للوسيط أو المتصرف، بحيث يقدم الوسيط رأس المال ممزوجا بالخبرة الإدارية والرقابة والإشراف على سير المشروع.

- **رقابة بواسطة طرف ثالث:** بحيث لا يساهم الوسيط فعليا في إدارة المشروع أو رقابته بل يلتقي برقابة الطرف الثالث، هذا الطرف الثالث قد يكون مؤسسة مالية معينة، وحينئذ ستكون غالبا نموذجا للوساطة المبنية على المشاركة الفاعلة أو قد تكون هو "السوق" والمقصود من ذلك أن تكون الشركة المستثمر فيها ذات أسهم متداولة، وتلزم بالإفصاح عن ميزانيتها وربحيتها دوريا، وتخضع لتحليل المراقبين وأعضاء السوق وبناء على ذلك فهي تلزم بإعلان نتائجها بدقة وأمانة وهذه الشركات تكون في الغالب شركات عريقة وذات حجم معتبر من الأصول والأرباح. (01)

الخاتمة:

نظرا لما يشهده الاقتصاد من تحولات عميقة، وفي ظل هذه التحولات يلعب النظام المالي دورا أساسيا نظرا لما يقوم به في سبيل توفير الظروف الملائمة التي تسمح لهذا الاقتصاد بالتطور في ظل وضع يتميز بالاستقرار، ونظرا أيضا لكونه القطاع الذي يعمل على تدبير وسائل التمويل اللازمة ولا يمكن أن نهمل في الوقت الحاضر الدور الذي يقوم به النظام المالي في ظل انفتاح داخلي واسع على اقتصاد السوق (وبالتالي على الاقتصاد العالمي)، وعولمة مالية متزايدة سمتها الأساسية اندماج الأسواق المالية الدولية وترابطها.

وسط هذا المحيط المالي المتغير و المتنوع في ذات الوقت يصبح التحكم في القواعد المالية وأدوات العمل المحلية والدولية ضرورة حيوية ويسمح ذلك باستغلال الفرص التي يتيحها اختلاف الشروط السائدة في مختلف الأسواق وتجنب المخاطر التي قد تتجم عن عمل هذه الأسواق ذاتها، وذلك باستخدام وسائل التدخل المناسبة سواء كان كذلك على مستوى التمويل الداخلي أو التمويل الخارجي، و أيضا على مستوى الصرف و التدخل في الأسواق من أجل توظيف الأموال.

المراجع:

1. الكتب:

د.فتح الله ولعلو *الاقتصاد السياسي مدخل للدراسات الاقتصادية*

دار الحداثة الطبعة الأولى 1981.

د. بخراز يعدل فريدة *تقنيات وسياسات التسيير المعرفي*

OPU الطبعة الثانية 2005.

د. غالب عوض الرفاعي / د. عبد الحفيظ بلعربي *اقتصاديات نقود وبنوك*

وائل للنشر و التوزيع الطبعة الأولى 2002.

د. عبد الغفار حنفي *النظرية النقدية والإدارة المالية*

دار الجامعة الطبعة الأولى 2002.

✚ د. عبد المنعم السيد علي / د. نزار سعد الدين العيسى *النقود والمصاريف والأسواق المالية*

دار الحامد الطبعة الأولى 2004

2. المقالات و الانترنت:

✚ مقتطف من مقال بموقع المعهد العربي للتخطيط بعنوان *كفاءة الأسواق المالية*

سنة 2005. www.opi.org

✚ سامي ابراهيم السويلم *مجلة الاقتصاد الاسلامي* مقتطف من مقال بعنوان *الوساطة

المالية في الاقتصاد الإسلامي* مركز دراسات شركة الراجحي المصرفية بالرياض سنة 2000.

تحت www.google.fr مقتطف من مقال بموقع

*

Le financement de عنوان

* Année 2004 l'activité économique