

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي لميعة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع :/2013

قسم : علوم التسيير
ميدان : علوم اقتصادية، التجارة و علوم التسيير
الشعبة: علوم التسيير
التخصص : مالية

مذكرة بعنـوان :

دورالوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

دراسة حالة : مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة السعودية

مذكرة مكملـة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (ل.م.د.)
تخصص " مالية "

إشراف الأستاذ (ة):

مشري فريد

إعداد الطلبة :

- عقون سامية

السنة الجامعية: 2012/2013

بسم الله الرحمن الرحيم

"...إنما يخشى الله من عباده العلماء إن الله عزيز
غفور."

(الآية 28 سورة فاطر)

القرآن الكريم

الإهداء

" سبحانك لا علم لنا إلا ما علمتنا إنك أنت العليم الحكيم "

(الآية 32 من سورة البقرة)

نحمد الله الذي أوصلنا إلى هذه المرحلة من الحياة وأنعم علينا بعطائه وكرمه، فأهدي هذا العمل المتواضع إلى:
من تمت لي الخير كله، وأعطت لي الحب والدفء والحنان جله، وسهرت علي الليل معظمه، تحزن لحزني وتفرح لفرحي
والدتي الغالية حفصها الله.

إلى الشمعة التي أحرقت نفسها لتنير شموعنا أنا وإخوتي أبي العزيز

أسأل الله أن يحفظهما ويطول عمرهما وبركتهما علي ويرزقهما بيتا من بيوت الجنة إن شاء الله

إلى من سانديني في الدراسة الجامعية بدعائه ونصائحه خطيبي العزيز "ناصر" وإلى والديه

إلى إخوتي: كمال وزوجته، سعيد

إلى أخواتي: نوال، نورة، ولا أنسى أزواجهم ونادية

إلى براعم العائلة: أمينة، حليلة، مريم، مرام

إلى كل العائلة والأصدقاء

إلى كل من ذكرهم قلبي ولم يذكرهم قلبي

إلى كل من سانديني ولو بابتسامة أو بكلمة طيبة

إلى كل طالب علم وفاعل خير

تشكرات

وقليلا من عبادي الشكور

ربي ثبتني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه و أدخلني برحمتك
في عبادك الصالحين.

أشكر الله وأحمده الذي تم بفضلله إنجاز هذا العمل المتواضع ومدني نعمة العلم والقدرة على إكتسابه

وأقدم بجزيل الشكر إلى كل من أعانني في إنجاز هذا العمل

وأخص بالذكر الأستاذ المشرف "مشري فريد"، لما بذله معي من وقت وجهد خلال إشرافه

ولتوجيهاته ونصائحه القيمة فقد كان حاضرا معي خلال هذه الفترة.

كما أشكر الأستاذة "علي موسى " على نصائحتها القيمة وتوجيهاتها الخاصة.

وأتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على تفضيلهم بقبول مناقشة هذا البحث

وتقييمه.

وأخيرا أتوجه بتشكراتي إلى كل عمال مكتبة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة ميله

وقسنطينة

والشكر الخاص إلى أخي سعيد الذي ساعدني كثيرا وكان يد

عون لي في إنجاز هذا العمل.

مقدمة

تضم السوق المالية كل من السوق النقدية و سوق رأس المال، هذه الأخيرة التي تضم سوق الأوراق المالية فهي بدورها جزء لا يتجزأ من القطاع المالي في اقتصاديات المجتمعات التي تتبنى النظام الرأسمالي.

فبرزت في نهاية القرن العشرين أهمية أسواق الأوراق المالية كمؤشر فعال في دعم النمو الاقتصادي، وأصبحت بذلك تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال تعبئة المدخرات وتخصيصها لتنشيط الاستثمارات المنتجة، وأنشئت الأسواق المالية في العديد من الدول النامية لمواكبة التغيرات التي مست المالية الدولية.

كما تعتبر الدول المغاربية منها الجزائر من الدول النامية التي سعت إلى اعتماد أسواق الأوراق المالية كأداة أملت عليها الظروف الاقتصادية من خلال توجيهها إلى تحرير اقتصادياتها، وبداية التحلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة. إلا أن المشكل المطروح بالنسبة لهذه الدول الثلاث هو كيفية جعل تلك الأسواق ذات فعالية في التوظيف الأمثل للاستثمارات المالية.

إن هذه الأسواق المالية تتكون كما هو معلوم من ثلاث فئات : المدخرين، المستثمرين، والوسطاء. هذه الفئة الأخيرة هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين أو المصدرين للأوراق المالية وعادة ما يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي. وبدأت هذه الفئة تشهد تطورات كبيرة في مجال عملها ، حيث أصبح لخدماتها في السوق المالية بعدا عالميا وساهمت في ربط بورصات العالم ببعضها البعض، ولم تعد تنحصر في شخص أو اثنين بل أصبحت عبارة عن مؤسسات عالمية ذات رؤوس أموال كبيرة حتى أن كبرى البنوك في بعض البلدان المتطورة كالسعودية مثلا: مملوكة من طرف مؤسسات الوساطة المالية، مما يدل على المكانة الكبيرة التي أصبحت تحتلها هذه المؤسسات على مستوى الأسواق المالية ككل وعلى مستوى البورصة بالخصوص .

والوساطة المالية يقصد بها الحصول على موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل: الشركات والمنظمات الحكومية وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى.

وباعتبار البورصة جزء من السوق المالي، فإن الكفاءة في البورصة تعتبر من أهم الجوانب الرئيسية لدراسة نشاط هذه السوق، الذي ينطوي في مضمونه على التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة مما يستدل به على فعالية النشاط داخل البورصة من حيث حجم المعاملات، وتسعير الأوراق المالية، وتحقيق الأرباح. وتؤدي البورصات العالمية دورا هاما في الاقتصاديات، بإعتبارها ذات كفاءة عالية، تقوم على أجهزة الكمبيوتر، والاتصالات المعلوماتية، فحاء إمداد المتدخلين عن أوضاع البورصة وأحوالها المستقبلية، مما ساعدها على جذب المستثمرين وإقامة المشاريع وتحقيق التنمية الشاملة.

فارتأينا أن نتطرق لموضوع أسواق الأوراق المالية والبورصات وكذا الوساطة المالية باعتبارها موضوع هام لذلك سنحاول الخوض في خفايا وأسرار هذا الموضوع من خلال التساؤل الرئيسي التالي:

ما دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية في بورصة الجزائر؟

الأسئلة الفرعية:

- 1) ما واقع البورصة الجزائرية، وما هي آفاقها؟
- 2) ما هي وظيفة الوساطة المالية في بورصة الجزائر؟
- 3) هل للوساطة المالية أهمية بارزة في بورصة الجزائر. وكيف؟
- 4) هل تؤدي الوساطة المالية دور فعال في بورصة الجزائر مقارنة بنظيرتها بورصة السعودية؟

الفرضيات:

- 1) تشهد البورصة الجزائرية واقع متخلفا يرجع هذا التخلف إلى ضعف مركزها المالي وذلك نتيجة لانخفاض أسعار الأسهم لبورصتها وكذلك عدم توفر المعلومات، أما من ناحية الآفاق فبورصة الجزائر تفتقر لها.
- 2) وظيفة الوساطة المالية ليست مجرد الوساطة بين المدخرين والمستثمرين فقط، بل لها وظائف أخرى لا تقل أهمية تهدف كلها إلى تطوير كفاءة وفعالية البورصة .
- 3) وجود مؤسسات الوساطة المالية في البورصة يؤدي إلى زيادة التنافس بينها وبالتالي تخفيض التكاليف الإجمالية سواء للمدخر أو المستثمر مما يؤدي إلى جلب المزيد من المستثمرين .
- 4) للوساطة المالية دور في البورصة، حيث أنه عند وجود بورصة للأوراق المالية سيسمح ذلك بتزويد سوق الأوراق المالية بالسيولة بشكل مستمر. ومن أجل إقامة سوق فعال للأوراق المالية ينبغي تزايد دور المعاملات غير النظامية، سواء كان ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو غير مباشر، وهذا الدور لا يتوفر في بورصة الجزائر.

أهمية الموضوع:

تكمن أهمية الدراسة في هذا الموضوع بتبيين دور الوساطة المالية ، و كذا الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تنمية الإقتصاد خاصة الدول العربية (الجزائر و المملكة العربية السعودية)، و معرفة أهم الآليات والأدوات المعمول بها في البورصات .

أهداف الموضوع:

تكمن أهمية هذه الدراسة في حداثة الاهتمام بموضوع الأسواق المالية في العديد من الدول النامية ومنها الدول العربية. ويعود تأخر الاهتمام بالبورصات في تلك الدول كونها تعتبر ثمرة لتطور النظام الرأسمالي، مما جعل العديد من الدول العربية تتحفظ بإنشاء مثل هذه الاسواق. لذلك كانت أهداف هذه الدراسة تتمثل في النقاط الآتية:

- تطوير البورصات العربية من منطلق الدور المحوري الذي أصبحت تلعبه هذه الأسواق في تعبئة المدخرات المحلية والخارجية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية أكثر كفاءة.

- إبراز وظيفة الوساطة المالية بشكل دقيق على مستوى البورصة.

- عرض مختلف أنواع الوساطة المالية.

- المساهمة في إثراء المكتبة الاقتصادية بهذا العمل المتواضع .

أسباب إختيار الموضوع:

إن إختيار هذا الموضوع نابع عن مجموعة من الأسباب والعوامل يمكن حصر أهمها فيما يلي:

- إن إثارة مثل هذا الموضوع سيدفع الباحثين الآخرين للمزيد من الدراسة .

- يعد موضوع الوساطة المالية من المواضيع التي تهتم الاقتصاد وكذلك لأنه مجال تخصصي مالية.

- تأخر الجزائر في مجال البورصة بشكل عام والوساطة المالية بشكل خاص ليس على المستوى العالمي فقط بل حتى على مستوى الدول العربية منها المملكة العربية السعودية.

- حداثة الموضوع نسبيا كون وظيفة الوسيط المالي في البورصة مازالت معروفة في مجتمعا.

- أردنا تكوين رؤية و طرة علمية وبلورة إطار متكامل من التصورات النظرية عن الدور الحساس الذي تؤديه البورصة.

- قلة الدراسات والأبحاث التي تناولت هذا الموضوع.

- الاعتماد على بعض آراء الأساتذة في مجال التخصص.

- الإطلاع على المذكرات (الماجستير والدكتوراه) و كذا بعض les séminaire.

صعوبات الموضوع:

أصبحت هذه الصعوبات متداولة ومتكررة ومعروفة وتتمثل أهمها:

_ قلة المراجع خاصة المراجع جديدة الطبعة فهناك مراجع ولكن قديمة من حيث المعلومات والمؤشرات الخاصة بأسعار البورصات، وكذا الاختلاف من حيث الوسطاء فكل سنة يتغير الوسطاء في البورصة.

_ نقص المعلومات الصحيحة والأكيدة في شبكة الانترنت وحتى في المواقع الرسمية أيضا لا توضع المعلومات السرية الخاصة بالبورصات كرأس المال مثلا.

منهج الدراسة:

إن طبيعة هذه الدراسة تتطلب مجموعة من المناهج للوصول إلى نتائج مقنعة، وللإجابة على إشكالية البحث والتساؤلات المطروحة سابقاً، تم الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي في الجانب النظري، بالإضافة إلى المنهجين السابقين والمنهج التاريخي في الجانب التطبيقي وذلك في سرد المفاهيم العامة والتعاريف المتعلقة بالموضوع وتحليلها، وكذا في وصف وتحليل البورصات (الجزائر والسعودية) وواقع الوساطة بها .

محددات الدراسة:

اقتصرت الدراسة على الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر وبورصة السعودية.

الدراسات السابقة:

لقد استخدمنا مجموعة من المراجع تمثلت في مجموعة من الكتب باللغة العربية واستندنا إلى رسائل ماجستير ، وكذلك أطروحات الدكتوراه بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية وذلك بهدف الإحاطة أكثر بموضوع البحث. وفيما يخص الدراسات السابقة فإن ما تم الحصول عليه يتمثل في:

1) رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، وهي رسالة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر، 2005-2006، حيث تدور اشكالية هذا البحث حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق الأوراق المالية فعالة وأوجه القصور هذه الأسواق في الدول العربية وسبل تطويرها قصد ترابطها. وأهم النتائج التي توصل إليها الباحث في بحثه مفادها هي أن العديد من أسواق الأسهم العربية تعاني من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق. ونتيجة أخرى تتمثل في أنها لا تزال أسواق الأوراق المالية العربية في معظم البلدان العربية بدائية وفي بعض البلدان الأخرى في طور الإنشاء مثل: سوريا، واليمن. وكانت دراسة الباحث مهمة للانطلاق بمفاهيم واضحة و جلية لأسواق الأوراق المالية وسبل تنشيطها، وكان هذا على مستوى بورصات الدول العربية بما فيها بورصة الجزائر. إلا أن هذه الدراسات لم تتعرض بشكل موسع ودقيق للوساطة المالية والدور الذي تقوم به على مستوى البورصة.

2) خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية _دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي_، وهي رسالة ماجستير بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، وتدور اشكالية البحث حول ماهي وظيفة الوساطة المالية في البورصة وما هو دورها في تنمية التعاملات بها وما هو واقعها وآفاقها في المغرب العربي ؟

والنتيجة التي توصل إليها الباحث هي أنه بالفعل توجد وساطة كفأة في عمليات البورصة، وتقوم بعملية التغطية والترويج وتسهيل المعاملات، وتنوع هذه المؤسسات وزيادة التنافس بينها يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوساطة التي تؤدي إلى جلب المزيد من المستثمرين فعلى بورصة الجزائر أن تقوم بتطوير عدد ونوعية ونشاط الوسطاء الماليين ووضع لوائح مهنية محكمة ومحفزة لوظائف الوسطاء، وهذه الدراسة تناولت البورصات منها بورصة الجزائر بينما الدراسة التي تطرقت إليها تخص بورصة الجزائر والسعودية.

3) صايبي عمار، محددات الإستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية- دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر-، وهي رسالة ماجستير بكلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2008-2009. وتتمحور اشكالية هذا البحث حول المحددات التي تحكم تدفقات الاستثمار المحفظي وما هي آثار هذا الأخير على أسواق الأوراق المالية ؟ وما هو واقعه ومحدداته وآثاره في أسواق مصر، تونس والجزائر؟

وأهم النتائج التي توصل إليها الباحث تتمثل في:

- ◆ الاستثمار المحفظي يشكل الحدود الفاصلة بين الاستثمار الاجنبي المباشر والاستثمار الاجنبي غير المباشر.
- ◆ الاستثمار المحفظي يتخذ عدة أشكال ويتم من خلال قنوات تختلف بكثير عن أشكال الاستثمار الاجنبي غير المباشر، تعترضه الكثير من المخاطر، له علاقة وطيدة بالتححرر المالي وبأنواع الاستثمار الدولي الأخرى.
- ◆ أن الاستثمار المحفظي تحكم تدفقاته مجموعة من المحددات منها ما هو خارجي وليس للدولة المضيفة تحكم فيها وهي بالتالي تمس كافة الدول بنفس المستوى ويطلق عليها العوامل الخارجية أو عوامل الدفع.

وبالبحث درس الاستثمار المحفظي من حيث تأثيره على أسواق الأوراق المالية وحدد واقعه وآثاره في أسواق كل من مصر، تونس والجزائر، وبالتالي الدراسة ساعدتني فيما يخص أسواق الأوراق المالية من الناحية النظرية.

إن هذه الدراسات لم تتعرض بشكل دقيق للوساطة المالية في البورصة وخاصة في بورصتي الجزائر والسعودية إلا أن دراسة واحدة مست بعض الشيء هذا المجال .

خطة البحث وهيكله:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول وكل فصل يتكون من مباحث كما يلي:

الفصل الأول الذي جاء بعنوان دراسة نظرية لسوق الأوراق المالية، وتم تقسيمه إلى أربعة مباحث:

المبحث الأول تناول ماهية سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فتعرض إلى تقسيمات سوق الأوراق المالية. والمبحث الثالث تناول الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية، أما المبحث الأخير فتناول كفاءة أسواق الأوراق المالية.

أما الفصل الثاني فتناول دراسة نظرية للبورصة، وتم تقسيمه إلى أربعة مباحث، حيث تضمن المبحث الأول عموميات حول البورصة، وتناول المبحث الثاني نظام البورصة، والمبحث الثالث تعرض إلى أهم المعاملات في البورصة، كما تطرق المبحث الرابع إلى قواعد وإجراءات التعامل في البورصة.

والفصل الثالث تعرض إلى الوساطة المالية في البورصة الذي تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث هي:

مقدمة

المبحث الأول الذي تناول ماهية الوساطة المالية وتطورها، وتعرض المبحث الثاني إلى أنواع الوساطة المالية وأسباب ظهورها، والمبحث الثالث جاء فيه طبيعة وأجهزة الوساطة المالية.

أما الفصل الرابع والأخير فتعرض إلى الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية، الذي تناول ثلاث مباحث حيث تطرق المبحث الأول إلى بورصة الجزائر، كما تطرق المبحث الثاني إلى بورصة السعودية، أما المبحث الثالث والأخير فجاء بعنوان الوسطاء الماليين ودورهم في بورصة الجزائر وبورصة السعودية.

الفصل الأول:
نظرة حول سوق الأوراق المالية

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

تمهيد الفصل:

لعل المطلع على تطور الفكر الاقتصادي يلاحظ بأن العالم بأسره قد زاد اهتمامه بالمال، لأنه يعتبر من أهم المتطلبات والاحتياجات في الحياة، وعليه كان إلزاما البحث عن أماكن تواجهه. ومن هنا أخذت الأسواق المالية تحتل جانبا مهما من النظام الاقتصادي لمختلف الدول، خاصة النظم الرأسمالية التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تحقيق الرفاهية للمجتمع.

ومن بين الأسواق المالية نجد سوق الأوراق المالية، الذي هو على غرار الأسواق الأخرى لها مكان معين، ونوع معين من السلع، هي الأوراق المالية، كما أنها تعتبر من بين أقسام السوق المالي، الذي يعتبر المكان الذي يجمع أصحاب الفوائض المالية الذين يرغبون في توظيف أموالهم وأصحاب العجز المالي الذين هم في حاجة إلى هذه الفوائض من أجل تغطية احتياجاتهم إلى التمويل لإقامة المشاريع أو توسيعها.

ولهذا تحظى سوق الأوراق المالية باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء حيث أنها تمثل مرآة الاقتصاد التي تتواجد به، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده مما يعود بالفائدة على المجتمع بأسره.

وبالرغم من هذا كله يعد سوق رأس المال مفهوما حديثا نوعا ما مقارنة بأسواق باقي المنتجات، إلا أنه عرف تطورات هائلة سواء من حيث التنظيم، الأنواع، بهدف تشجيع وجلب المتعاملين الاقتصاديين لهذا النوع من الأسواق ولهذا كل تقدم عرفته أسواق رأس المال كان نتيجة حتمية للتطور الاقتصادي والصناعي وحتى السياسي الذي عرفته الدول.

وقصد التعرف أكثر على خصوصيات سوق الأوراق المالية وكذا الأدوات الأساسية المتداولة فيه تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث هي:

— ماهية سوق الأوراق المالية.

— تقسيمات سوق الأوراق المالية.

— الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية.

— كفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

هناك من يطلق على سوق الأوراق المالية ب: البورصة لكن البورصة هي جزء من سوق الأوراق المالية (سوق الاصدار - سوق التداول : بورصة - سوق ثالثة...)، والحقيقة أن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة في تقويم اقتصاد أي دولة وعنصرا أساسيا أيضا في تقويم الشركات والمشروعات حيث أنها تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بوضع الشركات والمشروعات من خلال ذلك يحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم لشركة ما دليل واضح على عدم نجاحها بل على ضعف مركزها المالي مما يتطلب إجراء بعض التعديلات على مديريتها.

و للتعرف بدقة على سوق الأوراق المالية باعتباره كغيره من الأسواق ارتأينا مناقشة المحاور التالية:

— ماهية سوق الأوراق المالية وخصائصها.

— نشأة وتطور سوق الأوراق المالية.

— كفاءة ووظائف سوق الأوراق المالية .

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية وخصائصها

سوق الأوراق المالية هي جزء من سوق رأس المال ولهذا قبل التطرق إلى مفهوم سوق الأوراق المالية يجب أولا معرفة السوق المالية التي تنقسم بدورها إلى: سوق النقد وسوق رأس المال.

أولاً: السوق المالية:¹

هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال (Marché Financier et Le Marché Des Capitaux) حيث إن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتميز بالسيولة المالية أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة.

فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما:

- سوق النقد

- سوق رأس المال

أ) تعريف السوق النقدية:

هي الشق الأول للسوق المالية، يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق. حيث تعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية، تعطى لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت، وبحد أدنى من الخسائر، أو دون خسائر نظرا لضمان عملية السداد، ومن بين أنواع هذه الأوراق المالية نجد الأوراق التجارية أو ما يسمى أذونات الخزنة.

¹ - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيله، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005_2006، ص:41،42.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

وتتميز السوق النقدية بالمميزات التالية:¹

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.

- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.

- تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية.

- الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعاً في عملية التداول.

ب) تعريف سوق رأس المال:

يعرف بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال ويتكون هذا السوق من شكلين هما:

الشكل الأول: (أسواق حاضرة) وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل أسهم، سندات، وأحياناً يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءاً منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

الشكل الثاني: (أسواق آجلة) ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضاً تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنياً على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

بعد التعرف على شقي السوق المالية، نستنتج أن المدى الزمني للأصول المالية هو الذي يفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال، إذ أن الأصول المالية التي يبلغ عمرها عاماً واحداً أو أقل تتضمن سوقاً نقدياً، أما الأصول المالية التي يزيد عمرها عن سنة فهي تتضمن سوق رأس المال وعلى هذا الأساس يتم تداول أذونات الخزانة في سوق النقد، بينما يتم تداول سندات الخزانة في سوق رأس المال.

بعد أن تعرفنا على مفهوم السوق المالي نجد أن سوق الأوراق المالية جزء من هذا السوق، ويمكن الآن تقديم التعاريف الآتية للتدقيق في مفهومها يمكن ذكر أهمها:

التعريف الأول: "سوق الأوراق المالية هي نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين²، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال"³.

التعريف الثاني: "سوق الأوراق المالية هي السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي وعادةً يجري التمييز بين نوعين من أسواق الأوراق المالية هما: السوق الأولية (سوق الإصدار)، السوق الثانوية (التداول)"⁴.

¹ - مرجع سابق، ص 42.

² - صايفي عمار، محددات الإستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق العربية - دراسة مقارنة بين مصر، الجزائر وتونس -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2008_2009، ص 5.

³ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع -الأردن، 2008، ص 17.

⁴ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 18.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

التعريف الثالث: "سوق الأوراق المالية هي سوق مالية منظمة يتداول فيها الأسهم والسندات وتتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب".¹

التعريف الرابع: "سوق الأوراق المالية هي سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار انه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات، وتعرف باسم سوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون من السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات، مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضا سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب".²

وتعتبر سوق الأوراق المالية أحد ثلاثة عناصر لأسواق المال (Financial Markets) والمكونة من:³

- سوق النقود الذي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيسي.

- سوق رأس المال من أهم المتدخلين في هذا السوق بنوك الاستثمار وصناديق التقاعد.

- سوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول.

ومن خلال ما سبق نرى أن سوق الأوراق المالية ما هو إلا جزء من سوق رأس المال الذي يدخل بدوره تحت زمرة الأسواق المالية بجانب سوق النقد، كما يجب توفر في هذا السوق طرفين هما البائع و المشتري لتداول الأسهم والسندات فيما بينهم.

كما نستنتج أن: سوق الأوراق المالية هي سوق تجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق من خلال قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين.

ثانيا: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:

1_ توافر المعلومات والبيانات: أي أن يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقته وبدقة تامة.

2_ توفر السيولة: وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وبسهولة أو بسعر محدد ومعروف، اي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية.⁴

¹ - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري - قسنطينة، 2002-2003، ص 65.

² - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 44.

³ - <http://www.tadawul.net/forum/showthread.php>، consulté le : 5/12/2012 21:36

⁴ - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية - غزة_ عمادة الدراسات العليا، 2007، ص 35.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

فسوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في سوق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

كما يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

3_ التداول في هذه الأسواق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

4_ كما ان التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.

5_ سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة

من العالم في نفس الوقت.¹

وكذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية، وهي :

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً _ الإستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية

بدأت نشأة سوق الأوراق المالية بوجود عمليات حركة الأموال بين وحيدي الفائض والعجز، عبر مؤسسات مالية مختلفة ومنظمة تقوم بدور الوساطة المالية بينهما فمرت بتطورات.

لا بد في البداية من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة، كما تعود البدايات الأولى لظهور وتشكل سوق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرفت باسم (البورصات) والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال.²

¹ - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 46.

² - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 10,8.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

ويمثل مصطلح "سوق الأوراق المالية" المصطلح المعرب لكلمة "بورصة" التي هي من أصل لاتيني ولاحقا فرنسي، وتعني الصرة أو الكيس المخصص لحمل النقود، ثم أصبحت تشير إلى النقود نفسها. والكلمة تشير أيضا إلى المكان الدوري الذي كان يعقده تجار مدينة بروج البلجيكية في بداية القرن الرابع في منتصف القرن السادس عشر. (vandebursen) المركز الأول في قصر المصرفي ويرجع بعض الكتاب كلمة بورصة على معنيين:¹

الأول: هو اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه (فان دي بورص)، ولذلك أطلق لفظ "بورصة" على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات البيع والشراء.

الثاني: فندق في مدينة "بروج"، كانت تزين واجهته بشعار عملة عليه ثلاث أكياس، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال. وتستند فكرة سوق الأوراق المالية على نظرية آدم سميث، التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على حجم السوق وعلى حجم الإنتاج.

ويمكن تقسيم نشأة سوق الأوراق المالية إلى المراحل التالية:²

المرحلة الأولى: مرحلة قيام بورصات البضائع

إن وجود الأسواق المتخصصة لاجتماع التجار كان سابق لقيام الأسواق المالية المتخصصة والمنظمة بفترة طويلة جدا. وبدأت روس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة، مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة.

ولقب الاشخاص العاملون في تلك المهنة ما يعني بالإيطالية (المصرفيون) بعد ذلك احتلت مدينة (بروج) البلجيكية في بداية القرن 14 عشر فيما يتعلق بالسوق النقدية، فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر العاملة في مجال (الصرافة) في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع، أما الرئيس الذي كان يستقبل تلك العائلات في منزله، فكان يدعى (فاندر بورز) ومنه أتى اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع والخدمات بالإضافة لعمليات بيع وشراء العملة. اسم (بورز) بالفرنسية أي سوق الأوراق المالية، في اللغة العربية أو (البورصة).³

وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا، كما كان في المدن العربية والإسلامية الكبرى كبغداد والقيروان وقرطبة وسمرفند حي للتجار "بازار" يعرض فيه التجار سلعهم ويتفقون فيه على الأسعار.

و قد أنشئت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304 على جسر يعرف باسم جسر الصرافة واتخذت البورصة اسمها منه. أما أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم فهو بناء مدينة انفرس في بلجيكا وذلك عام 1460م. ثم توالي إنشاء بورصات البضائع حيث قامت في عام 1608م بورصة أمستردام والتي كانت مركزا للسوق الآجلة في البضائع، وأنشئت بورصة لندن في عام 1695م ثم قامت بورصة نيويورك عام 1792م، فيبورصة روما 1821م ثم بورصة جنيف في عام 1850م.⁴

¹ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق النقدية والمالية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون-عمان، 2010، ص 161.

² - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 67.

³ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 8.

⁴ - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 67.

المرحلة الثانية: مرحلة التعامل في الأوراق التجارية

بدأت هذه المرحلة في القرن الثالث عشر في فرنسا حيث كان يجري تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية، ومن أجل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا "فليب الأشقر" مهنة سماسرة الصرف. أما في إنجلترا ومنذ عام 1688م كان يتم التعامل في سندات الائتمان التي تمول التبادل التجاري، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية وبعض الشركات. وتأتي أهمية هذه المرحلة في أنها طورت عملية تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكمبيالات، إذ كانت أسواق الأسهم والسندات بأنواعها مجهولة.

المرحلة الثالثة: مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي

بدأت هذه المرحلة منذ بداية القرن السادس عشر عندما أخذت الحكومات تقترض من الجماهير، وكذا لجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصدار السندات.¹ وقد جاء على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية.

و الجدير بالذكر ان أبرز حادثتين في تاريخ الإنسانية وتطور تلك الاسواق المالية والفكر الاقتصادي عموما هما:²

1_ حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف العالم الجديد (الأمريكتين) وطريق الهند وما ترتب عليه من ازدهار حركة التجارة وزيادة التبادل بين الدول، ومن ثم ظهرت الحاجة غلى شركات النقل لشحن البضائع ومبادلتها في الأسواق المختلفة سواء كانت حاضرة أو أسواق آجلة وسميت حينئذ بالبورصات التجارية (بورصة البضائع).

2_ الثورة الصناعية والتي كان لها اثر كبير في تطور الفكر الاقتصادي عامة وتطور الأسواق المالية على وجه الخصوص حيث حلت الآلة محل الأيدي العاملة زاد الإنتاج وظهرت المشروعات الاستثمارية ذات الحجم الكبير ومن هنا ظهرت اشكال جديدة للشركات، وهي الشركات المساهمة التي يساهم في تمويل رأس مالها عدد كثير من الأفراد، من خلال الأسهم التي يتم الاكتتاب وبالتالي نشأت الحاجة إلى سوق منظمة لتداول تلك الأوراق المالية والتي سميت بالبورصة المالية (بورصة الأوراق المالية).

المرحلة الرابعة: استقلال الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها

لقد ادى التطور الصناعي والتكنولوجي إلى نشوء مشاريع ضخمة لا يستطيع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية المترتبة عليها، ومع نمو الاقتصاد وزيادة الدخول ظهرت مؤسسات على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية. هذا التطور بالإضافة إلى رواج ازدهار التعامل في الأوراق المالية ألقى ضرورة قيام أسواق مالية مستقلة وكذا ضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها. واستجابة لهذه الضرورات استقلت أهم الأسواق المالية بمبانيها وطرورت نظمها على النحو الذي يخدم الأهداف والمهام التي أنشئت من أجلها.³

¹ - مرجع سابق، ص 68.

² - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 10، 11.

³ - أحمد بورس، مرجع سبق ذكره، ص 68.

المطلب الثالث : وظائف سوق الأوراق المالية

تؤدي أسواق الأوراق المالية وظيفتها الاستثمارية والتمويلية بشكل عام من خلال قيامها بتسيير مهمة انتقال الموارد المالية من المقرضين إلى المقترضين أو من قبل الذين لديهم فائض مالي إلى الذين لديهم عجز مالي. وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية إستلزمتهما المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والشركات. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى العرض وقوى الطلب، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، ويمكن تلخيص وظائف أسواق الأوراق المالية في النقاط التالية:¹

* ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية:

و ذلك لإمكانية استرداد المستثمر لمدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة للنفود فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد (طبيعيين أو اعتباريين) المستثمرة في شكل أسهم وسندات.

و المعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقاً لظروفه الطارئة والتي لا تكون محددة بزمن معين، كما يرغب أيضاً في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسومة، وصاحب السهم لا يستطيع استرداد مدخراته في أي وقت، حيث أنها تتحول إلى موجودات في المنشأة باقية، وهنا يبرز دور البورصة حيث يستطيع من خلالها التنازل عن أسهمه بالبيع أو بأي وسيلة أخرى وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات، وتلبية شرط المدخر في سرعة حصوله على استثماراته في تلبية احتياجاته.²

- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الإقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.

- فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء.

- كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية. فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.³

¹ _ محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية "دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007_2009"، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011_2012، ص 23.

² - صايفي عمار، مرجع سبق ذكره، ص: 10،9.

³ - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 47.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

* تنمية الإستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية الإقتصادية:

تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة لا تتوفر لدى الدولة للاقتراض الخارجي، فهي تلجأ للاقتراض الداخلي من خلال طرح سندات حكومية، كما أنه عند وجود بورصة للأوراق المالية سيسمح ذلك بتزويد السوق المالي بالسيولة بشكل مستمر، من خلال اجتذاب رؤوس الأموال المحلية أو الخارجية لشراء الأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى مما يوفر قدراً غير قليل من الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية.

و تكون المشروعات في بداية تأسيسها بحاجة إلى عملية التمويل، ولذلك تتجه هذه المشروعات إلى سوق الأوراق المالية، والتي تعد بطبيعتها من أهم المصادر لتمويل الاستثمارات الطويلة والمتوسطة الأجل من خلال إصدار الأسهم واقتنائها من طرف الأفراد والمؤسسات.

* المساعدة على تلافي تقلبات الأسعار:

إن الطابع المميز للمتعاملين في بورصة الأوراق المالية هو الانفعال لسماع أي أخبار، وما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول التي تتوقف على مدى التشاؤم أو التفاؤل، والبورصة في هذا المجال تقوم بدور مهم لكسر حدة التقلبات والتي ترجع أساساً لانفعالات المتعاملين في البورصة (و قد تكون خاطئة) ويتحقق ذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصصون وعملاؤها المحترفون بتلقي أثر هذه الإنفعالات، فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة التفاؤل الذي لا يمر له، ويساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع أو الهبوط المفاجيء في الأسعار وبعد أن تستقر الأمور وتهدأ الإنفعالات يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام به، إلى أن تستقر الأسعار عند أوضاعها الطبيعية.

* تعتبر مؤشر للحالة الإقتصادية:

البورصة تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع الذبذبات التي تحدث في الإقتصاد وتسجيلها، فحجم المعاملات يعبر عن أهمية الأموال السائلة المتداولة، وكذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبأ بالسعر العام لعائد المبالغ المستثمرة.¹

* خلق رؤوس أموال جديدة:

إن قيام أي فرد بالاكْتتاب بأسهم شركة حديثة، أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات، يعني أن هذا الشخص قد أضاف مصادر تمويلية جديدة للسوق، حيث لا يمكن لهذا المستثمر سحب أمواله إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الصكوك وهذا يعني أن الاستثمار بالأوراق المالية يؤدي إلى إضافة رؤوس أموال جديدة إلى هذه الأسواق.

¹ - صابفي عمار، مرجع سبق ذكره، ص 10.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

و تقوم الشركات الناجحة باستقطاب جزء من الأرباح السنوية للإحتياطيات المختلفة، وعندما تحتاج إلى هذه المبالغ لاستثمارها في أعمال الشركة تريد من رأسهاها بتوزيع أسهم مجانية على مساهميها مقابل هذه الإحتياطيات أو بقيمة تقل كثيرا عن القيمة السوقية للسهم، وبذلك يزيد رأس المال المساهم كما تزيد حجم رؤوس الأموال المستثمرة من سوق المال، ولا تنقص إلا في حالات إفلاس الشركات والقيام بعمليات تصفيتها.

* تعيين الفعاليات الإقتصادية المثمرة:

وذلك من خلال شراء الأوراق المالية للشركات والمؤسسات العاملة في السوق والتي تقوم بتوزيعات مغرية، بدلا من أن يتم توجيه الأموال المستثمرة نحو الأنشطة غير المنتجة، كالمضاربة في العملة والعقارات والأراضي أو إكتنازها، كذلك نلاحظ أن الشركات الراجعة هي التي تمنح توزيعات مغرية مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الأسهم والسندات الصادرة عن هذه الشركات.

كم أنه توجد وظائف أخرى يمكن حصرها فيما يلي:¹

1_ إيجاد حلقة فعالة بين البائعين والمشتريين الأمر الذي ييسر الاستثمار والتمويل للإقراض وتسيير سبل البيع والشراء بين المتعاملين كافة والمحافظة على قدر معين من السيولة.

2_ تشجيع الادخار وذلك بفتح مجالات واسعة أمام صغار المدخرين لإيجاد فرص استثمار ملائمة. حشد المدخرات المالية باتجاه خلق الاستثمارات المالية وزيادة الإنتاج.²

3_ توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية الأمر الذي يولد عائدا ملائما للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي.³

4_ نشر الوعي الاستثماري (sensibilisation des investissements) بين المدخرين والمقترضين.⁴

5_ وجود سوق يساعد السياسة النقدية والمالية على تحقيق أهداف تلك السياسات في العملة الاقتصادية أي إيجاد سوق مستمرة من خلال إيجاد مشتريين وبائعين دائمين.

6_ توفير المعلومات (fourniture d'information) والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن الاختيار للوسائل الاستثمارية وتمكنه من إعادة النظر من استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة، وتحقيق عوائد مجزية لكل من المقرضين والمقترضين.⁵

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 163.

² - محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 23.

³ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 163.

⁴ - محمد الهاشمي حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 23.

⁵ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 163.

المبحث الثاني: تقسيمات سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم سوق الأوراق إلى أربعة أقسام وهناك من يقسمها إلى قسمين ويندرج هذا المبحث ضمن ثلاثة مطالب.

المطلب الأول: السوق الأولية (Primary Market)

ويطلق عليها كذلك بسوق الإصدار وتعرف بأنها: هي سوق إصدار وطرح الأوراق المالية للاكتتاب من قبل الجمهور، أي أنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها أو بين المقترض والمقرض وتعتبر الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق حيث أن الأولى تقوم بوظيفة تعهد إدارة وتغطية الإصدار، بينما يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام نيابة عن الحكومة. ويتم التعامل في (السوق الأولية) عن طريق توجيه لعامة المستثمرين وتسمى ب: الاكتتاب العام (Public Offering) أو لفئة معينة منهم تسمى ب: الاكتتاب الخاص (Placement Private) وذلك للاكتتاب في أسهم شركة قيد التأسيس أو في أسهم زيادة رأسمال شركة قائمة.¹

أو هو السوق الذي يكون فيه البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي. مثال: عندما تعتم شركة جديدة طرح أسهمها في السوق للاكتتاب العام، أو حين تقوم شركة قائمة أصلاً بإصدار سندات جديدة أو أسهم فإن تلك الأسهم والسندات يتم طرحها في السوق الأولي². يتعامل هذا السوق في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم العادية، السندات،.... الخ) التي تصدرها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية وتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات المساهمة للاكتتاب.³ و على أية حال تتعامل الأسواق الأولية عادة مع الإصدارات الجديدة للأدوات المالية لإحدى الطرق الآتية:

أ_ المزاد المفتوح (Open Auction) حيث يرفع المستثمرون الأسعار.

ب_ الاكتتاب (Under writing) بواسطة المصارف الاستثمارية أو المؤسسات الكبيرة التي تشتري الأدوات الصاعدة.

ج_ الاكتتاب العام الذي يقوم خلاله المستثمرون بشراء الأدوات الصادرة مباشرة أو من خلال المصارف والشركات والمكاتب وذلك لقاء عمولات محددة قانوناً.

و تمر عملية الاكتتاب عادة بإجراءات عديدة منها:

أ- اعتماد مجلس إدارة الشركة مقترحات تتعلق بإصدار أسهم أو سندات حسب الوضع الاقتصادي للشركة وحجم التزاماتها المالية (الحالية والمستقبلية).

ب_ تحديد أساليب العرض والإعلان والنشر للاكتتاب مع بيان الأسبقيات المسموحة قانوناً.

¹ _ <http://www.tadawul.net> consulté le : 6/11/2012 10 :55.

² - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 36.

³ - محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مطبوعات جامعة الإسكندرية، 2002، ص 26.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

ج- تحديد وقت الاكتتاب والذي يتراوح عادة بين (3-7) أيام.

د- تحديد فترة التسجيل والتي تبلغ أحيانا عشرة أسابيع بعد الاكتتاب.¹

يجب قبل دراسة وتحليل أوراق مالية معينة علينا أن نوضح الفرق بين السوق الأولية والثانوية، فالسوق الأولية هي تلك السوق التي يكون فيها بائع الورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها أي أن المنظمة هي البائعة لهذه الأوراق. فمثلا: إذا أصدرت شركة جنرال موتورز أسهما إضافية فهذه الأسهم تطرح للاكتتاب لأول مرة وتتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية وغير متكررة وإذا رغب المستثمر الذي اكتتب في أسهم الشركة يبيع هذه الأسهم، فإن البائع للسهم في هذه مستثمر آخر غير الشركة التي أصدرت الأسهم لأول مرة، حيث تتم فيما يسمى بالسوق الثانوية (the Secondary Markets).²

ويتم الاقتراض أو المساهمة وفقا لاتفاقيات تعاقدية مباشرة بين الدائنين والمدينين (بالنسبة للقروض) أو بين الشركاء (بالنسبة للمساهمين في رؤوس الأموال). كما يتم وفقا لاتفاقيات تعاقدية غير مباشرة عن طريق إصدار سندات أو طرح الأسهم للاكتتاب. ويقوم الوسطاء الماليون في السوق الأولى بدور كبير في إنجاز هذه الاتفاقيات بنوعيتها. وهناك ثلاثة أنواع من العروض يقدمها الوسطاء الماليون لطالبي الأموال في هذا الصدد هي:³

عروض الاكتتاب الكامل: وفيها يلتزم الوسيط المالي بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل أيا كانت استجابة السوق. فمثلا إذا كانت هناك وحدة ذات عجز (سواء كانت حكومة أو مصرف أو مؤسسة عامة أو شركة كبرى) وأرادت الحصول على قرض (إقراض مباشر) أو إصدار سندات (إنفاق غير مباشر) فإنها تلجأ إلى وسيط مالي، وليكن مصرفا كبيرا يتولى إدارة هذه العملية. ويقوم هذا الوسيط بنفسه أو بالاتفاق مع وسطاء آخرين بالاكتتاب في هذا القرض أو هذه السندات بالكامل. ويعرف المصرف الأول بالمصرف الرائد، بينما تعرف المصارف الأخرى المشتركة معه في العملية باسم المصارف المشاركة، وبالطبع قد تنجح هذه المجموعة من الوسطاء الماليين والتي تعرف باسم "مجموعة الإدارة" في إعادة تسويق العملية (القرض أو السندات) أي توزيعها كليا أو جزء منها على مكتتبين آخرين وقد لا تنجح. المهم أن المدين الأصلي قد يضمن عن طريق الاكتتاب الكامل للحصول على المبلغ الذي يحتاجه بالكامل ويسري المنطق نفسه بالطبع في حالة المساهمة في رؤوس الأموال أو طرح الأسهم.

عروض بذل أقصى جهد: وفيها يلتزم الوسيط (مجموعة الإدارة التي تشمل المصرف الرائد والمصارف المشاركة) ببذل أقصى جهد لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية. ولكنها لا تقدم في النهاية إلى المدير إلا إذا توصلت إليه من اكتتابات فعلية أيا كانت نسبتها إلى إجمالي العملية.

العروض المزدوجة: وتلتزم فيها مجموعة الإدارة التزاما نهائيا بتقديم مبلغ معين (أو نسبة معينة) من إجمالي قيمة العملية والباقي تبذل فيه أقصى جهد.

¹ - هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء عمان، 2009، صص: 61، 62.

² - عبد الغفار الحنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الإستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر - الإسكندرية -، 2003، ص 38.

³ - خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية - دراسة مقارنة للبلدان المغرب العربي -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسير، جامعة الجزائر، 2006، ص 12.

المطلب الثاني: السوق الثانوية (the Secondary Markets)

السوق الثانوية أو ما يعرف بسوق التداول هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل في الأسهم والسندات التي سبق إصدارها وتم تداولها بين المستثمرين فمثلاً : إذا رغب مستثمر الحصول على 100 سهم من أسهم شركة IBM من بورصة نيويورك (NYSE) فقيمة هذه الأسهم لا تذهب إلى الشركة وإنما إلى بائع هذه الأسهم.¹

و من أهم خصائص هذه السوق، توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أسهم وسندات عند الحاجة إلى قيمتها نقداً. كما أن سوق التداول يلعب دوراً هاماً بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة، حيث أن الأسعار السائدة في سوق التداول تعتبر مرشداً لهذه الوحدات عند تسعير أوراقها المالية الجديدة.²

ويقسم السوق الثانوي إلى أربعة أسواق:³

- سوق يتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنتظمة.

- وسوق آخر يشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية.

- سوق ثالث ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنتظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق.

- وسوق رابعة وأخيرة وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

وتشمل السوق الثانوي أيضاً على نوعين من الأسواق هما :

الأسواق المنتظمة: تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق. ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق.

الأسواق غير المنتظمة: يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل. ويقوم بالتعامل بيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.

هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الإصدار وسوق التداول، فإذا ما توافرت لسوق التداول السهولة في التعامل، والاقتصاد في النفقات، وسرعة تحويل الأوراق إلى نقد سائل، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار، عن طريق القيام بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات وما يستتبع ذلك من دفع عجلة التنمية.⁴

¹ - عبدالغفار الحنفي، مرجع سبق ذكره، ص 39.

² - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 26.

³ _ opcit : [http:// www. Tadawul.net/forum/showthread.php?t=9](http://www.Tadawul.net/forum/showthread.php?t=9) consulté le : 10/11/2012 9:30.

⁴ - حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، ماجستير الاقتصاد _ جامعة الزقازيق، دبلوم معهد التخطيط القومي، باحث اقتصادي بوزارة التجارة الخارجية المصرية، ص 7.

المطلب الثالث: السوق الثالث والرابع

يمثل السوق الثالث (the third Market) سوق يتم التعامل فيه خارج البورصة، قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق، وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة (Continuous Markets) على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق، وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت.¹

وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسة التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة، بينما أعضاء البورصة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المسجلة فيها.²

أما قدرة بيوت السمسة المتعاملة في السوق الثالث_ على منح خصم في العمولة فترجع إلى ثلاثة أسباب:³

- السبب الأول أن السماسرة في ذلك السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة.
- السبب الثاني أنه طالما أن تلك البيوت تتعامل مع كبار المستثمرين أو مع بيوت للسمسة، فإن الخدمات التي تقدمها لهم عادة ما تكون محدودة، فهؤلاء العملاء لديهم خزائن لحفظ الأوراق المالية التي يشترونها، كما أنهم ليسوا في حاجة إلى خدمات مساعدة عند إعادة بيع ما سبق أن اشتروه من أوراق.
- وأخيراً فإن بيوت السمسة المتعاملة في السوق الثالث لا تدفع رسوم عضوية كما هو الحال في الأسواق المنظمة وهو ما يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تؤديها.

وقد انتشرت هذه الأسواق بسبب أن التعامل في هذه الأوراق لا يقتصر على ساعات محددة خلال اليوم بالإضافة إلى أنه يمكن التعامل في هذه الأوراق حتى بعد التوقف على التعامل فيها داخل سوق منظمة.⁴

فيقصد بالسوق الرابع (The Fourth Market) المبادلات فقد تخلت مؤسسات كثيرة عن السماسرة والبورصات في تعاملها في أوراق مالية مسجلة في إحدى البورصات أو في أوراق غير مسجلة على الإطلاق. وفي هذه الحالة يتم التعامل مباشرة بين البائع والمشتري.

ويقصد بها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة.⁵ وبالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع إلا السماسرة.

والجددير بالذكر أنه قد يتم في بعض الحالات الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة. والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، جامعة طنطا_الإسكندرية، 1999، صص:78،79.

² - خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 79.

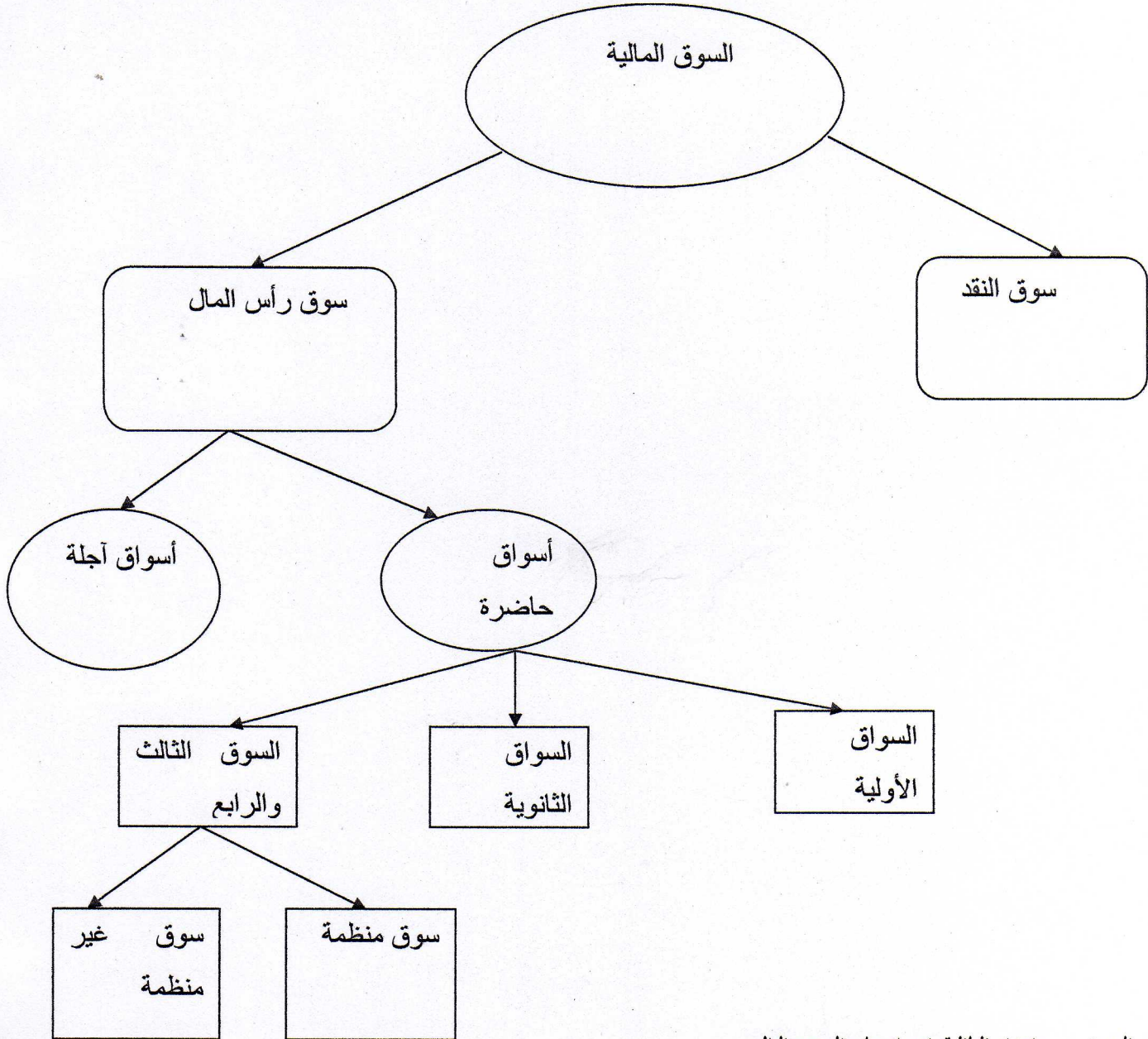
⁴ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، صص:69،70.

⁵ - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع المعارف بالإسكندرية، 1997، ص 80.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

تكلفة وعمولة السمسرة، وفي هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل البورصة أو خارجها.¹

شكل رقم (1_1): تقسيمات سوق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على المرجع التالي

— محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، ص 26.

¹ — خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 13.

المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية أو الأسهم والسندات محرك أسواق رأس المال باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في هذه الأسواق، كما تعتبر أيضا " بمثابة السلعة التي يجري عليها التداول يباعا وشراء في البورصة فهي تصدر بواسطة شركات الأعمال أو الحكومة. والأوراق المالية لا تمثل ملكية مباشرة من قبل أفراد المجتمع بل هي مطالب غير مباشرة لملكية الأصول الحقيقية، أي أن ملكية الوحدات الاقتصادية للأصول المالية يمثل حقا غير مباشر لملكية المنشأة وما يتدفق منها (الأصول الحقيقية)".

و سنطرق إلى هذه الأوراق المالية في المطلبين الآتيين وكذا معرفة الفرق بينهما.

المطلب الأول: ماهية الأسهم (stocks or shares)

يعتبر السهم أحد أدوات سوق الأوراق المالية المتداولة ويعرف السهم على أنه: " أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول يعطي الحق لحامله بذمة الجهة المصدرة له، الحصول على عوائد ثابتة، بجانب حصته برأس مال الشركة، والمثبتة بشهادة السهم".

وتعرف على أنها: " صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول، ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتحويل له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح، ونصيبه في موجودات الشركة عند تصفيتها"¹.

و تعرف أيضا على أنها: " تشكل رأسمال المكتتب (و المضاف) من قبل المستثمرين الذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة. وبالتالي فإن كلا من الرأسمال المعلن والرأسمال الفعلي والرأسمال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون"².

كما تعرف أيضا على أنها: " عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول تصدرها الشركات ذات الأسهم تمثيلا لحصة من رأسمالها. يمكن للسهم أن يحقق عائدا وهو يعطي حق التصويت لحامله. يمكن للأسهم أن تدرج في البورصة ولكن ذلك ليس إجباريا"³.

من التعاريف السابقة نستنتج أن الأسهم هي نوع من الأوراق المالية المتداولة تثبت امتلاك حائزها جزء من رأس المال الخاص الذي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة.

و هناك مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السهم كورقة مالية، يمكن إيجاز أبرزها بالنقاط التالية:

¹ - محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس -الأردن، 2010، ص:47،48.

² - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 109.

³ - عماد الدين شرابي، إتخاذ قرار الإستثمار في الأسهم بالإعتماد على التحليل الفني "دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC40"، مذكرة مقدمة ضمن نيل متطلبات شهادة الماجستير، تخصص إدارة المالية، جامعة منتوري -قسنطينة، 2010_2011، ص 15.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

1- تساوي قيمة السهم: إن رأسمال الشركة مقسم إلى أسهم متساوية¹، فلا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة، بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.

2- القابلية للتداول: وهذه الخاصية توفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية، دون حاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها.

وتضع القوانين التجارية في معظم الدول شروطاً خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم، منها على سبيل المثال: عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائياً.²

3- عدم قابلية السهم للتجزئة: إن عدم قابلية السهم للتجزئة لا تمنع أن يمتلك عدة أشخاص سهماً واحداً لكنه يتعين في هذه الحالة أن يمثلهم تجاه الشركة شخص واحد منهم. فإذا ما توفي مساهم وآلت ملكية السهم الذي كان يملكه إلى عدة ورثة فإن السهم لا يتجزأ عليهم ولا يكون لكل منهم صوت في الهيئة العامة للمساهمين. بل يتوجب عليهم أن يتفقوا على اختيار من يباشر عنهم الحقوق التي يخولها إياهم السهم.

4- تحديد المسؤولية للمساهم: فمسؤولية المساهم في الشركة لا تتجاوز قيمة السهم، فلا يسأل عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يملكها³. لا يتحمل المساهم من الديون الإلتزامات المترتبة على الشركة إلا بقدر ما يملكه من الأسهم في رأس المال.

وهناك نوعين من الأسهم هما: الأسهم العادية و الأسهم الممتازة

أولاً: الأسهم العادية

يمثل مستند ملكية له قيمة إسمية، وقيمة دفترية وقيمة سوقية، إذ تمثل القيمة الاسمية القيمة المدونة على قسيمة السهم ويكون منصوصاً عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في حقوق الملكية مقسوماً على عدد الأسهم العادية المصدرة، في حين تمثل القيمة السوقية القيمة التي يتم على أساسها تداول السهم بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وقد تكون هذه القيمة غير مساوية للقيمة الاسمية والقيمة الدفترية.⁴

ثانياً: الأسهم الممتازة

¹ - إلياس حداد، الموقع الإلكتروني:

<http://www.google.dz/#hl=fr&tbo=d&output=search&client=psy> consulté le : 21/12/2012 15:42 page :1

² - يوسف الشيبلي، الإستثمار في الأسهم والسندات، الموقع الإلكتروني

<http://www.google.dz/#hl=fr&tbo=d&output=search&client=psy> consulté le: 21/12/2012 16 :41.

³ - إلياس حداد :

opcit , p : 2.

⁴ - صافيي عمار، مرجع سبق ذكره، ص 27.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

يمثل مستند ملكية وإن كانت هذه الأخيرة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي. وللشهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة سوقية وقيمة دفترية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية للشهم الممتاز تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة المقسومة على عدد الأسهم المصدرة.¹

كما تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تجمع بين خصائصها بين النوعين فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية.²

خصائص الأسهم الممتازة

تتمتع الأسهم الممتازة بعدة خصائص نذكر منها ما يلي:³

- يعتبر السهم الممتاز أداة تمويلية، من شأنه تخفيض نسبة الأموال المقترضة (القروض والسندات) في هيكل رأس المال.
- لحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية، وهي بذلك تشبه السندات. غير أن الحصول على التوزيعات يتوقف على قرار الإدارة في التوزيع.
- للشهم الممتاز الأسبقية في الحصول على التوزيعات أمام الأسهم العادية في حالة إقرار الإدارة إجراء عملية التوزيع في أي سنة. إذ أنه في حالة عدم قيام الإدارة بعملية التوزيع لسنة ما، فإنه حينئذ لا يحق للشركة إجراء توزيعات على حملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة.
- للشهم الممتاز الأولوية في التصفية بعد حملة السندات وقيل حملة الأسهم العادية.
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة القيام بعملية التصويت في الجمعية العامة كما لا يمكنهم الترشح لمجلس الإدارة أو التدخل في القرارات والشؤون الإدارية.
- السهم الممتاز ليس له تاريخ الاستحقاق إلا إذا نص قرار الإصدار شروط إضافية مثل حق الاستدعاء (*).

المطلب الثاني: ماهية السندات (Bonds)

يعرف السند على أنه: "ورقة مالية ذات دخل ثابت ووثيقة تحدد مقدار العائد والجدول الزمني لدفعه".

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

* حق الاستدعاء هو شرط يعطى للجهة المصدرة إمكانية إعادة شراء الورقة المالية المصدرة بعلاوة عن القيمة تسمى علاوة الاستدعاء، وقد يكون الاستدعاء بسعر السوق.

² - عبد الغفار الحنفي، مرجع سبق ذكره، ص 39.

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

ويعرف السند على أنه: " فرض طويل الأجل تتعهد الشركات المقترضة بموجبه أن تسدد قيمته في تواريخ محددة".¹ ويمثل السند حق الدائن تجاه الشركة، ولا يمثل حصة شريك فيها حيث يبنى على ذلك أن لحامل السند الحق في تقاضي فائدة ثابتة سنوياً على قرضه سواء حققت الشركة أرباحاً أو لم تحقق. وله الحق في استرداد قيمة السند في الموعد المتفق عليه. ويتمتع أيضاً بضمان عام على أموال الشركة يتقدم بموجبه على الشركاء في استيفاء قيمة سنده والفوائد المستحقة له من موجودات الشركة عند تصفيتها.²

ويعرف على أنه: " ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة. وعندما يشتري مستثمر ما سنداً فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق. وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي:³

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.

- معدل الكوبون، حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

- أجل الاستحقاق، وهو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبياً.

- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.

- السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية.

- الاهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول اهتلاك القرض السندي حيث تحدد تعاقدياً عند الإصدار وتوجد عدة صيغ للاهتلاك تتمثل في الاهتلاك الكلي أو الاهتلاك عن طريق أقساط ثابتة.

وللسندات قيمة اسمية وقيمة جارية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد، أما القيمة الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية. تمثل السندات أوراق دين على الجهة المصدرة للسند سواء كانت هذه الجهات حكومية أو مؤسسات (عامة أو خاصة). وعلى عكس الأسهم التي يتم إنشائها من شركات رأس المال. فإن السندات يمكن إصدارها من طرف هيئات ذات هياكل قانونية متنوعة:⁴

- الحكومات من خلال إصدارات الخزينة العامة.

¹ - يوسف الشيبلي:

Opcit : p: 23.

² - إلياس حداد:

Opcit : P:7.

³ - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 61، 62.

⁴ - سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الإستثمارات "دراسة مقارنة الجزائر، المغرب وتونس"، مقدمة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر - باتنة، 2003-2004، ص 49.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

- الجماعات المحلية، المؤسسات العمومية، والهيئات شبه العمومية.

- المؤسسات الخاصة.

و بشكل أوضح إن السندات التي تصدرها منشآت الأعمال تعد بمثابة عقد أو اتفاق (Indenture) بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة.¹

ومن التعاريف السابقة نرى أن السندات عبارة عن ورقة مالية تثبت ذاتية حاملها للمؤسسة التي أصدرتها ويستفيد حامل السند من كل الحقوق التي يستفيد منها دائنو المؤسسة وخاصة الاستفادة من الفائدة.

وتوجد مجموعة من الخصائص للسندات نذكر منها:²

(1) يمثل السند ديناً طويلاً الأجل على الشركة.

(2) يستوفى حامل السند فائدة محددة مقدماً سواء ربحت الشركة أم خسرت.

(3) يتقدم حامل السندات على حملة الأسهم في استيفاء قيمة السندات عند تصفية الشركة.

(4) لا يشترك حملة السندات في الجمعيات العمومية للمساهمين .

(5) قابلية السندات للتداول بالطرق التجارية.

و الجدول التالي يوضح خصائص كل من السندات والأسهم العادية والأسهم الممتازة.

جدول رقم (1_1): خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

¹ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 78، 79.

² - عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، جامعة الأزهر، بدون سنة النشر، ص 29.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

الورقة المالية		معامل المقارنة	
السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية	
المرتبة الأولى في السداد محدد	المرتبة الثانية ثابت ومحدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد	أولاً: الحق في الحصول على دخل 1- من حيث الأسبقية Priority 2- من حيث مبلغ الدخل أو العائد Amount
المرتبة الأولى محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد	ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية 1- درجة الأسبقية 2- المبلغ
اجباري محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	(القيمة الاسمية) غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	المتبقي غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	ثالثاً: الحق في استرداد القيمة 1- تاريخ الاستحقاق

المصدر: عبد الغفار الحنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، مرجع سبق ذكره، ص 39.

المطلب الثالث: الفرق بين الأسهم والسندات

يختلف السند عن السهم من وجوه كثيرة يمكن تلخيص أهم الفروق الجوهرية بين الأسهم والسندات في النقاط التالية:

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

جدول رقم (1_2): جدول يوضح أهم الفروق بين الأسهم والسندات

السند	السهم	مجال المقارنة	
دين على الشركة (يمثل جزء من قرض ولا تدخل قيمته في رأس المال)	جزء من رأس المال	من حيث طبيعة الصك	(1)
حامل السند دائن للشركة أو البنك وليس شريكا	حامل السهم شريك في الشركة	من حيث طبيعة العلاقة	(2)
يصدر دائما يعد التأسيس لتوسيع الأعمال ويكون اصداره بناء على قرار الجمعية العمومية للمساهمين ويشترط ألا تزيد قيمة السندات على رأس المال الشركة المدفوع.	يصدر السهم قبل التأسيس غالبا وكل شركة مساهمة لها أسهم. و ليس من الضروري أن يكون لها سندات.	من حيث الإصدار	(3)
ربح السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة	ربح السهم متغير، وقد يلحق به خسارة	من حيث تغير العائد	(4)
ليس لحامل السند الحق في الرقابة على الشركة	لحامل السهم الحق في الرقابة على الشركة عن طريق الجمعية العامة للمساهمين	من حيث مالك الصك في الرقابة على الشركة	(5)
يسترد حامل السند رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد	لا يسترد حامل السهم رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة	من حيث طريق استرداد رأس المال	(6)
حامل السند الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية	عند وقوع الخسارة أو تصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد سداد جميع الديون	من حيث تصفية الشركة	(7)

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

المصدر: من إعداد الطالبة بالرجوع إلى عدة مراجع مختلفة

- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 65.
- محمد أحمد حلمي طوي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي الاسكندرية، 2011، صص: 56، 58.

و تختلف الأسهم بشكل جذري عن السندات، ويمكن إظهار خصائص الأسهم من خلال مقارنتها مع السندات فيما يلي:¹

- السندات دين على الشركة المصدرة، بينما الأسهم جزء من رأسمالها. وبالتالي فإن حاملي السندات هم دائنو في الشركة المصدرة، بينما حاملو السهم أصحابها.
- يحمل أصحاب السندات على فائدة محددة مسبقا (في نظام إصدار السندات)، بينما يحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح.
- ان حصول حاملي الأسهم على عوائد يرتبط ليس فقط بوجود الأرباح، وإنما باتخاذ القرار بتوزيعها، بينما يحصل أصحاب السندات على فواتر بغض النظر عن توافر أو حجم هذه الأرباح.
- عند تصفية الشركة المصدرة يستوفي حملة السندات حقوقهم قبل أن يحصل حملة الأسهم على أي جزء من حقوقهم.
- للسندات أجل معين يتوجب على الشركة المصدرة خلاله أن تسدد قيمتها لأصحابها. بينما الأسهم ليس لها أجل محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة المصدرة.
- ليس لأصحاب السندات الحق في المساهمة بإدارة الشركة (عن طريق التصويت)، لكن نظام إصدار السندات قد يلزم الشركة أحيانا ببعض النصوص أو القواعد المعنية حول حقوق حملة السندات في هذا المجال، أما أصحاب الأسهم فإنهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة.
- إن ضمان حقوق المساهمين ينصب على موجودات أو أصول الشركة ككل. أما السندات فقد يكون ضمانها بعض أصول الشركة أو جزء من إجمالي هذه الأصول.
- بالإضافة إلى العوامل الأخرى، فإن القيمة الجارية للسهم (القيمة السوقية) تتحدد انطلاقا من عاملين أساسيين هما: مقدار العائد الذي يدره السهم وسعر الفائدة. أما بالنسبة للسندات فتحدد قيمتها الجارية انطلاقا من سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الجاري (انطلاقا من القيمة الاسمية).
- من وجهة نظر الشركة المصدرة: تعتبر فواتر السندات من النفقات، أي أنها لا تخضع للضريبة، أما عوائد الأسهم فإنها تعتبر توزيعا للأرباح أي أنها تخضع للضريبة. إن عملية إصدار الأسهم لا تتكرر كثيرا... والأسهم تعتبر مصدرا دائما أو طويل الأجل للتمويل، لأنها لا تترتب التزامات معينة على الجهة التي تصدرها (بعكس السندات) فالشركة ليست ملزمة بتوزيع أرباح على حملة الأسهم... فقد لا تحقق هذه الأرباح كما أنها قد تقرر عدم توزيع مثل هذه الأرباح في حال وجودها.

¹ _ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشاكلها في عالم النقد والمال) الجزء (1): أدوات آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية _ بن عكنون _ الجزائر، 1993، صص: 82، 83.

المبحث الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية

أثارت كفاءة سوق الأوراق المالية اهتمام الكثير من الباحثين وخلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستويات. كما أن الحديث عن كفاءة أسواق الأوراق المالية يستدعي الاهتمام بالكثير من الأساسيات، المتمثلة في تحديد مفهوم السوق الكفؤ وأنواع كفاءة سوق الأوراق المالية والصيغ المختلفة لكفاءة السوق.

المطلب الأول: مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية

تعددت التعريفات التي وضعها الباحثون عن سوق الأوراق المالية الكفاء إلا أنها تحمل جميعها تقريباً نفس المعنى، فقد عرف ديلكوي السوق ذات الكفاءة بأنها " السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها".¹

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع ان تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة المعلومات.

و في السوق الكفاء (Efficient Market)، يعكس سعر السهم²، الذي تصدره شركة ما، المعلومات المتاحة عنه كافة، سواء تمثلت هذه المعلومات في القوائم المالية أم في معلومات تثبتتها وسائل الإعلام أم تمثلت تلك المعلومات في السعر التاريخي لسجل الورقة في الأيام أو الأسابيع أو السنوات الماضية، أم في تحليلات وتقارير عن تأثير الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أم غير ذلك من المعلومات التي تؤثر في القيمة السوقية للورقة المالية وإذا كان الأمر كذلك فيمكن القول: إنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للورقة المالية هي قيمة عادلة تعكس تماماً القيمة الحقيقية التي يتولد عنها يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار من مخاطر.³

تعرف السوق الكفاء على أنها: " السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الاستثمارات فيها مساوية لقيمتها الحقيقية وتترك عشوائياً دون إمكانية السيطرة عليها".

كما عرف البعض السوق الكفاء بأنها السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين ان تحقق مكاسب غير مادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو

¹ - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 31.

³ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 101، 102.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية، ففي ظل السوق الكفاءة سوف يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر.

و في السوق الكفاء يتم تخصيص الموارد المالية بشكل كفاء إلا أنه في الحقيقة لكي يتمكن السوق من تخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن يتوفر على سمتين رئيسيتين هما:¹

كفاءة التسعير: وتدعى الكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين بسرعة -دون فاصل زمني كبير- وكذلك بدون تكلفة باهضة مما يجعل الحصول على المعلومات متاحة للجميع.

كفاءة التشغيل: وتدعى الكفاءة الداخلية، وتعني إمكانية تحقيق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار وصناع السوق من تحقيق أرباح غير عادية.

ونقول أن أسواق الأسهم تتسم بالكفاءة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية للأسهم، حيث وظائف الأسواق المالية هدفها الأساسي تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية فإنه لا بد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها، ويعود ذلك لأسباب موضوعية تجعل أسعار الأسهم معبرة عن قيمتها الواقعية الحقيقية وهي:²

1- وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية.

2- معلومات متوفرة للجميع وتكاليف الحصول عليها قليلة.

3- صدق المعلومات وصحتها.

4- إمكانية وصول المعلومات لكل المتعاملين لتمكينهم من معرفة سعر الورقة في نفس اللحظة.

5- ان تتحرك الأسعار بصورة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها من قبل المتعاملين.

يعرف منير إبراهيم هندی كفاءة سوق الأوراق المالية: "السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثّلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثّلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة (Fair Value) وتعكس تماما قيمته الحقيقية (Intrinsic Value) التي يتولّد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن

¹ - صايفي عمار، مرجع سبق ذكره، ص: 12، 13.

² - منير إبراهيم هندی، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، البحرين، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، 2003، ص 494.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماماً القيمة السوقية للسهم يوم شراؤه¹.

المطلب الثاني: أنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية

و هناك نوعان من الكفاءة لأسواق الأوراق المالية وهما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

أولاً: الكفاءة الكاملة

إن المبدأ الذي ينطبق تماماً على مفهوم الكفاءة الكاملة هو الانعكاس السريع للمعلومات التي ترد إلى السوق على سعر السهم، بمعنى أن أسعار الأسهم تتغير مباشرة بعد كل معلومة جديدة يتحصل عليها المتعاملون في هذا السوق - تبعاً لطبيعة هذه المعلومة - وهو ما يعني أنه لا توجد فترة زمنية بين الحصول على المعلومات وتحليلها وبين التغير في سعر السهم. ولكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة (perfectly Efficient Market) يقتضي توافر الشروط التالية نوردتها فيما يلي:²

1- المعلومة المناسبة يجب أن تكون متاحة مجاناً لكل المشتركين في السوق.

2- يجب أن يكون عدد المشتركين في السوق كبيراً، وأن يكون بينهم منافسة حقيقية.

3- أنه لا توجد قيود على التعامل فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب. كما يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من أسهم المنشأة مهما صغر حجمها وذلك بيسر وسهولة. هذا إلى جانب عدم وجود قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق، سواء بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود أخرى من أي نوع.

4- أن المستثمرين يتصفون بالرشد ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية

الكفاءة الاقتصادية تعني وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها، وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأسهم.

بمعنى أنه في ظل الكفاءة الاقتصادية لأسواق رأس المال علينا أن ننتظر بعض الوقت بعد حصولنا على المعلومات حتى تظهر آثار هذه المعلومات على أسعار الأسهم وهو ما يعني أنه سيكون هناك فرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمه الاستثمارية أو الحقيقية لفترة زمنية معينة. أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى

¹ - مفتاح صالح، ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية "دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، جامعة محمد خير - بسكرة، عدد 07/2009-2010، ص 181.

² - لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري - قسنطينة، 2009-2010، ص: 84، 85.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

تبدو آثارها على أسعار الأسهم. مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.¹

ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من وراثها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.²

المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق

هناك عدة صيغ أو أشكال لفرضية السوق الكفاء يمكن ذكرها فيما يلي:

أولاً: الصيغة الضعيفة

تعبر هذه الصيغة على أن الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات والبيانات السابقة فيما يتعلق بالتغيرات التي قد طرأت على أسعار هذه الأوراق. وبالتالي فإنه من غير الممكن الاستعانة بهذه المعلومات في التنبؤ من أجل تحقيق عوائد غير عادية من الاستثمار في الأوراق المالية.

و تعرف هذه الصيغة أيضا بنظرية الحركة العشوائية وهي ترى بأن المعلومات التاريخية لا تمكن من تحديد الأسعار مستقبلا. حيث أن أسعار المستقبل مستقلة عن أسعار الماضي وأن التغيرات السعرية مستقلة عن بعضها ولا يوجد أي ترابط بينها.

ثانياً: الصيغة شبه القوية

و تسمى أيضا الصيغة المتوسطة التي تقضي بأن الأسعار السوقية للأوراق المالية للأسهم لا تعكس فقط كافة المعلومات التاريخية،³ بل تعكس أيضا كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها)، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

ثالثاً: الصيغة القوية

وفقا لهذه الصيغة تكون المعلومات التاريخية الحالية والمستقبلية المتاحة تعكس أسعار الأوراق المالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته (Everything that is Knowable). وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.⁴

1- السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 105.

2- عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 32.

3- صايقي عمار، مرجع سبق ذكره، ص 15.

4- عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 34.

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية

خلاصة الفصل:

في ختام هذا الفصل توصلنا إلى ان السوق المالية تنقسم إلى جزئين هما سوق النقد وسوق رأس المال هذا الأخير الذي يندرج تحته سوق الأوراق المالية وبالتالي فهو جزء منه وبهذا نصل إلى مجموعة من النقاط يمكن ادراجها فيما يلي:

✓ سوق الأوراق المالية هي القناة التي تمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج.

✓ سوق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

✓ تتكون سوق الأوراق المالية من سوقين في غالب الأحيان كما يوجد سوق ثالث و رابع فالسوق الاول والسوق الثاني يرتبطان ببعضهما ارتباطا وثيقا حيث تكمن أهمية كلا السوقين في أن:

• السوق الأولي أو سوق الاصدار المكون من مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال في كونها وسيطا بين المستثمرين و الجهات المصدرة للأوراق المالية، فهي تتيح للأفراد المستثمرين فرصا متعددة لاستثمار مدخراتهم، كما تتيح للمنشآت المعنية مصادر متنوعة (من أسهم و سندات أو غيرها) للحصول على ما تحتاجه من أموال للتوسع و النمو.

• أما فيما يخص السوق الثاني فتوفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأول، فالمستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها للأبد، بينما لا يستطيعون استرداد أموالهم من المؤسسة طالما هي مستمرة في نشاطها، وعليه فانه ما لم يوجد السوق الثانوي ما كان للسوق الأول ان يؤدي دوره بكفاءة فالمستثمر كان سيتردد كثيرا قبل ان يقدم على شراء أوراقا من السوق الأول إذا عرف أنه لا يمكن استرداد أمواله و هو ما يوفره السوق الثاني.

✓ تمتاز الأوراق المالية بخاصية التجانس، فسهم أو سند شركة معينة ما تكون متجانسة في قيمتها وشروط إصدارها وهذا ما يسهل عملية التقييم ويسهل أيضا من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية.

✓ سوق الأوراق المالية نظرا لأنها هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق إلى كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها من جهة.

على ضوء ما تطرقنا إليه في مباحث هذا الفصل من مفهوم وتقسيمات وأدوات لسوق الأوراق المالية. فإن هذه الأخير يتم تداولها والتعامل بها في البورصة التي سيتم التطرق إليها الفصل الموالي.

الفصل الثاني:

دراسة نظرية للبورصة

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

تمهيد الفصل:

ان للبورصة دور هام في اقتصاديات معظم الدول لما لها من أهمية حيوية في تمويل الأنشطة الاقتصادية وتحقيق التنمية الدائمة بكفاءة عالية، وعلى ذلك تبدو أهمية البورصة عند الاقتصاديين.

وفي الواقع يعتبر الكثيرون أن البورصة هي المرآة الحقيقية التي تعكس الحالة الاقتصادية ومدى نجاح السياسات المالية والاقتصادية ومظهرها من مظاهر التقدم الحضاري والثقافي.

ويتوقف المدى الذي تؤديه البورصة من خدمات في سبيل تحقيق التقدم الاقتصادي للدولة على قرارات المتعاملين فيها من حيث الاستمرار في استثمار أموالهم أو استردادها عن طريق بيع أوراقهم المالية في البورصة.

وستتناول في هذا الفصل المعرفة النظرية للبورصة وكذا النظام الذي يتم فيها التعامل وأهم التعاملات الموجودة فيها وقواعد وإجراءات التعامل في البورصة.

المبحث الأول: عموميات حول البورصة

المبحث الثاني: نظام البورصات

المبحث الثالث: أهم المعاملات في البورصة

المبحث الرابع: قواعد وإجراءات التعامل في البورصة

المبحث الأول: عموميات حول البورصة

تعتبر البورصة من بين المؤسسات المالية التي تعتمد عليها المؤسسات في التمويل وتتداول فيها أوراق مالية لشركات مدرجة طويلة ومتوسطة الأجل ولا أحد يستطيع التنبؤ بما سيحدث بالمستقبل في سعر الورقة المالية. كما تعتبر مركزاً لتجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل متمثلة في الأسهم والسندات، مما يجعلها المصدر الأول لرؤوس الأموال طويلة الأجل، كما أن لها صلة وثيقة بالقروض قصيرة الأجل (تكمن في أن المتعاملين في البورصة لا يستعملون فقط رأس مالهم الخاص وإنما يحصلون أيضاً على قروض قصيرة الأجل من البنوك، حيث تتيح لهم البورصة إمكانية تصريف هذه الأسهم والسندات) مما يجعل البورصة تلعب دوراً في تنشيط سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية البورصة وأهميتها

أولاً: ماهية البورصة

إن وجود البورصات في أي بلد يعتبر المرآة العاكسة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها، فالبورصة تعد من أهم أجهزة أو مكونات الأسواق المالية.

هناك العديد من التعاريف للبورصة اختلفت في العديد من الجوانب واتفقت في جوانب أخرى نذكر منها:

التعريف الأول¹: "مجموعة العمليات التي تتم في مكان معين بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو وجود نموذج أو عينة منه".

التعريف الثاني²: "مكان للتبادل، تشمل العمل (بورصة العمل) والتجارة (بورصة البضائع والمواد الأولية) ولكنها تطلق عادة على مكان تداول القيم المنقولة (بورصة القيم المنقولة) الأسهم والسندات...".

التعريف الثالث³: "هي أماكن منظمة يلتقي فيها الممولين والمستثمرين أو المقرضين والمقترضين لبيع وشراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء. أو ما يطلق عليهم السماسرة بهدف الحصول على عوائد أكبر في المستقبل بدرجة مخاطرة محددة وبالتالي تعزيز القدرة الإنتاجية للأصول المادية لدى المستثمرين وبنفس الوقت تعظيم القيمة السوقية للأصول المادية لدى الممولين".

¹ - محمد أحمد حلمي الطواي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي-الإسكندرية، 2011، ص:100،101.

² - خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 15.

³ - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "الأسس النظرية والعلمية"، مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة عمان، 2008، ص45.

المبحث الأول: عموميات حول البورصة

تعتبر البورصة من بين المؤسسات المالية التي تعتمد عليها المؤسسات في التمويل وتداول فيها أوراق مالية لشركات مدرجة طويلة ومتوسطة الأجل ولا أحد يستطيع التنبؤ بما سيحدث بالمستقبل في سعر الورقة المالية. كما تعتبر مركزا لتجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل متمثلة في الأسهم والسندات، مما يجعلها المصدر الأول لرؤوس الأموال طويلة الأجل، كما أن لها صلة وثيقة بالقروض قصيرة الأجل (تكمن في أن المتعاملين في البورصة لا يستعملون فقط رأس مالهم الخاص وإنما يحصلون أيضا على قروض قصيرة الأجل من البنوك، حيث تتيح لهم البورصة إمكانية تصريف هذه الأسهم والسندات) مما يجعل البورصة تلعب دورا في تنشيط سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية البورصة وأهميتها

أولا: ماهية البورصة

إن وجود البورصات في أي بلد يعتبر المرآة العاكسة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها، فالبورصة تعد من أهم أجهزة أو مكونات الأسواق المالية.

هناك العديد من التعاريف للبورصة اختلفت في العديد من الجوانب واتفقت في جوانب أخرى نذكر منها:

التعريف الأول¹: "مجموعة العمليات التي تتم في مكان معين بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو وجود نموذج أو عينة منه".

التعريف الثاني²: "مكان للتبادل، تشمل العمل (بورصة العمل) والتجارة (بورصة البضائع والمواد الأولية) ولكنها تطلق عادة على مكان تداول القيم المنقولة (بورصة القيم المنقولة) الأسهم والسندات...".

التعريف الثالث³: "هي أماكن منظمة يلتقي فيها الممولين والمستثمرين أو المقرضين والمقترضين لبيع وشراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء. أو ما يطلق عليهم السماسرة بهدف الحصول على عوائد أكبر في المستقبل بدرجة مخاطرة محددة وبالتالي تعزيز القدرة الإنتاجية للأصول المادية لدى المستثمرين وبنفس الوقت تعظيم القيمة السوقية للأصول المادية لدى الممولين".

¹ - محمد أحمد حلمي الطواي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي-الإسكندرية، 2011، ص: 100، 101.

² - خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 15.

³ - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "الأسس النظرية والعلمية"، مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة عمان، 2008، ص 45.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

التعريف الرابع¹: "اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق (الوسطاء) لتنفيذ أوامر عملائهم المتلقاة قبل وأثناء فترة العمل". وليست البورصة في الحقيقة سوقا بمعنى المفهوم الشائع من كلمة السوق لأن البورصة تختلف عن السوق في ثلاث أوامر:²

1_ تتم الصفقات في الأسواق على أشياء موجودة بالفعل، أما في البورصة فيتم التعامل بال نموذج "عينة" أو بالوصف الشامل لسلعة.

2_ التعامل في السوق يحدث في جميع السلع، أما البورصة فلا بد أن تتوفر في السلعة القابلية للادخار وأن تكون من المثليات وتكرر التعامل وكون أثمانها عرضة للتغير في فترة زمنية معينة بسبب ظروف العرض والطلب أو الأحوال المناخية.

3_ تكون الأسعار في الأسواق ثابتة لا تؤثر الأسواق فيها لقلتها. بينما تؤثر البورصات على مستوى الأسعار لكثرة ما يعقد فيها من صفقات ولذلك وصفت البورصة بأنها كجهنم، وذلك لأنه إذا أمكن لهؤلاء المضاربين احتكار سلعة معينة لأغراض اقتصادية أو سياسية فإنه يمكنهم أن يؤثروا على أثمانها.

من خلال التعريف السابقة نستنتج أن البورصة هي مكان معلوم ومحدد مسبقا يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات التبادل (بيعا وشراء) تتوفر في هذا السوق العلانية والإفصاح وتحدد الأسعار استنادا للعرض والطلب وتوقعات المضاربين.

ثانيا: أهمية البورصة

تؤدي البورصة في ميدان الحياة الاقتصادية دورا خطيرا. إذ تدور فيها أكبر الصفقات التجارية التي تمثل الجزء الأكبر من ثروة البلاد، ذلك أن أهم موارد البلاد تتجه دائما إلى البورصة لتكون سوقا لها، وعن طريقها يتم تصريف هذه الموارد.³

وأن للبورصة أهمية بارزة في الحياة الاقتصادية، تظهر من خلال مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية، حيث أن البورصة تجمع بين المدخرين أو أصحاب الفوائض المالية. ولهذا تعتبر البورصة بارومتر الحياة الاقتصادية أو المقياس الدقيق للادخار والاستثمار.⁴

المطلب الثاني: نشأة وتطور البورصة

عرفت المجتمعات وجود مؤسسات للبورصة منذ سنوات قديمة، إلا أنها لم تظهر بالشكل التنظيمي المعروف حاليا. وقد مرت بمراحل كثيرة ومتعددة.

¹ - خليل المندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء 2، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، لبنان، 2000، ص 54.

² - محمد أحمد حلمي الطواي، مرجع سبق ذكره، ص 112.

³ - كامل حابس كامل الرقب، البورصة، بحث مقدم لإستكمال متطلبات النجاح في مادة الشركات في الفقه والقانون، جامعة العلوم الإسلامية-الأردن، 2010، ص 7.

⁴ - لطرش سميرة، تقييم الأداء المالي لمنشأة مسجلة في البورصة دراسة حالة لمجمع "الرياض-سليف" خلال الفترة 1995_2000، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في تسيير المؤسسات، جامعة منتوري، 2011_2012، ص 18.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

ترجع نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرفوا الأسواق المالية بإنشاء (macaterum collegin) في القرن الخامس قبل الميلاد. كما أنشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا. وكانت تلك الأسواق شبيهة إلى حد كبير بورصات التجارة في عصرنا الحاضر. وتعود تسمية البورصة إلى القرن السادس عشر إلى مدينة بروج "bruges" في بلجيكا نسبة إلى احد الفرسان البلجيكي فان دور بورس "van de bourse" حيث كان من كبار التجار الأغنياء والصارفة المهمين الذين يقومون بصفقات تجارية من بيع وشراء.¹

وظهرت البورصة في القرن الثامن عشر خلال المراحل الأولى من تراكم رأس المال، وكانت نشأتها مرتبطة بتزايد أهمية القروض الحكومية التي اعتبرت أهم العوامل المساعدة على تراكم رأس المال... كما أن التعامل بالأوراق المالية بدوره يمكن من تجميع ثروات هائلة لدى المضاربين في البورصة. وخلال مرحلة الرأسمالية تطور نشاط البورصة... ولكن حتى منتصف الستينيات من القرن التاسع عشر بقي دورها غير كبير، كان التعامل في البورصة في بداية الأمر محصورا بالسندات، القروض العامة... لكن مع تطور وانتشار الشركات المساهمة في الثلث الأخير من القرن التاسع عشر تزايدت أهمية ودور البورصات مع تزايد إصدار الأوراق المالية، هذا بالرغم من أن التعامل في معظمه كان يتم بالأسهم والسندات الحكومية أو التابعة للشركات الحكومية.²

وإن كلمة بورصة (Bourse) ليست عربية، وإنما هي فرنسية الأصل تعني كيس النقود وهي اسم للرجل الذي كان يعقد في مجلسه صفقات النقود أو هي الأماكن الخاصة التي تخصص للنشاطات التجارية الخاصة بالصراف، النقل، والأسهم والسندات والأوراق التجارية وشهادات الودائع ونحوها، إضافة إلى عقود السلع بين المنتجين والتجار.³

إن انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض خلقت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر يتم على قارة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى الآن بورصة الأوراق المالية، ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1824 بموجب أمر ملكي، وفي إنجلترا استقرت أعمال بورصة الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه اسم: Royal Exchange، وفي أمريكا تم إنشاء أول بورصة عام 1821 في نفس الشارع الذي كانت تتم فيه المعاملات وهو وول ستريت.

وقد ازداد عدد البورصات في العالم وازداد نشاطها، ويصل عددها في أمريكا إلى أربعة عشر بورصة، أهمها بورصة نيويورك التي تقدر قيمة الأسهم فيها بحوالي 1500 مليار دولار، وفي بريطانيا اندمجت كل الأسواق المالية منذ عام 1973 في جهاز واحد وهو بورصة لندن التي تقدر قيمة الأسهم فيها بمليار دولار، وفي اليابان تعمل ثمان بورصات، أهمها بورصة طوكيو، حيث تستأثر بـ 75% من مجموع المضاربات والتي تقدر قيمة أسهمها بأكثر من مليارين من الدولارات، وفي ألمانيا توجد ثمان بورصات أيضا

¹ _ <http://etudiantdz.net/vb/showthread.php?t=61617> consulté le : 2010-12-14 14:02

² - مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 216، 217.

³ - زاهرة بونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية " من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية"، قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في المنازعات الضريبية بكلية الدراسات العليا في جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين، 2006، ص 4.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

تقع بورصة فرنكفورت في مقدمتها، حيث تحقق 44% من مجمل الأعمال، وفي فرنسا توجد سبع بورصات أهمها بورصة جنيف وبال وزيورخ.¹

المطلب الثالث: وظائف البورصة

تؤدي البورصة عدة وظائف سواء للمستثمر الفرد، أو شركات الأعمال أو الاقتصاد الوطني، وهذه الوظائف تنقسم إلى قسمين رئيسيين هما:²

- الوظائف الرئيسية
- الوظائف التابعة

أولاً: الوظائف الرئيسية

تعتبر تلك الوظائف الركيزة الأساسية التي لو عجزت البورصة عن القيام بها فإنها بذلك تكون قد فقدت أهم وأبرز أسباب قيامها واستمرارها وتلك الأسباب هي التي قصدها ورغب فيها المتعاملون الأوائل في الأوراق المالية، والتي كانت من أهم المقدمات. بل ومقومات قيام إنشاء بورصات الأوراق المالية التي كانوا يجتمعون من أجلها سواء في مقهى أو ممر أو مبنى خاص وتمثل هذه الوظائف في:

1- إتاحة الفرصة لسوق مستمرة للأوراق المالية كوسيلة لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته: فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة للنقود، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد (طبيعيين أو اعتباريين) المستثمرة في شكل أسهم وسندات.

والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقاً لظروفه الطارئة والتي لا تكون محددة بزمان معين، كما يرغب أيضاً في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسومة، وصاحب السهم لا يستطيع استرداد مدخراته في أي وقت، حيث أنها تتحول إلى موجودات في المنشأة وتبقى طالما أن المنشأة باقية، ومن هنا يبرز دور البورصة حيث يستطيع من خلالها التنازل عن أسهمه بالبيع أو بأي وسيلة أخرى وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات وتلبية شرط المدخر في سرعة حصوله على استثماراته لتلبية احتياجاته.³

2- تحديد الأسعار المناسبة للأسهم والسندات: ترتبط هذه الوظيفة ارتباطاً وثيقاً بالوظيفة السابقة، بمعنى أن المدخر في الوقت الذي يحرص فيه على أن تكون لديه فرص كثيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى أمواله في صورة سائلة، ويحرص على أن يكون السعر مناسباً لاستثماراته وإلا فإنه سوف يتردد في بيع أسهمه أو بيعها بخسارة وتلزم معظم اللوائح والقوانين التي تحكم

¹ - خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 16.

² - مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي - الإسكندرية، 2009، ص 15.

³ - خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص: 16، 17.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

البورصة أن تقوم الشركات المقيدة بمداولها بتزويد أجهزة البورصة بالمعلومات الكافية عن أعمالها ونتائجها والأحداث المهمة التي تؤثر على قيمة أسهمها حتى يكون المتعاملون على بينة تامة بحقيقة الأوراق المالية التي يتداولونها¹.

ثانيا: الوظائف التابعة

1_ المساعدة على تلافي تقلبات الأسعار:²

البورصة في هذا المجال تقوم بدور لكسر حدة التقلبات والتي ترجع أساسا لانفعالات المتعاملين في البورصة (وقد تكون خاطئة)، ويتحقق ذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصصون وعملاؤها المحترفون بتلقي أثر هذه الانفعالات فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم، وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة التفاؤل الذي لا مبرر له، ويساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار، وبعد أن تستقر الأمور وتهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام بها، إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية.

2_ تعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية:

إن البورصة هي مرآة وانعكاس لمدى نجاح السياسات الاقتصادية والمالية، وتشير الأرقام القياسية للأسعار في البورصة إلى ما سوف تكون عليه الحالة الاقتصادية.

والبورصة تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع الذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها.

3- تعيين الفعاليات الاقتصادية المثمرة :

وذلك من خلال شراء الأوراق المالية للشركات والمؤسسات العاملة في السوق والتي تقوم بتوزيعات مغرية، بدلا من أن يتم توجيه الأموال المستثمرة نحو الأنشطة غير المنتجة، كالمضاربة في العملة والعقارات والأراضي أو اكتنازها. كذلك نلاحظ أن الشركات الراجحة هي التي تمنح توزيعات مغرية مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الأسهم والسندات الصادرة عن هذه الشركة.

كما توجد وظائف أخرى للبورصة تؤدي وظيفتها التمويلية والاستثمارية بشكل عام من خلال قيامها بتيسير مهمة انتقال الموارد المالية من المقرضين إلى المقترضين أو من قبل الذين لديهم فائض مالي إلى الذين لديهم عجز مالي، الأمر الذي يترتب عليه زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني وبالتالي زيادة دخول الأفراد ومن ثم زيادة درجة الرفاه في المجتمع وبشكل أكثر تفصيلا يمكن حصر أهم وظائف البورصة بالأمور المحددة التالية³:

■ جلب رؤوس الأموال من المخدرين أو الممولين وفتح قنوات الاستثمار أمام المستثمرين.

¹ - مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، مرجع سبق ذكره، ص: 17، 18.

² - خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 17.

³ - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 59.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

- حشد المدخرات المالية بإتجاه خلق الاستثمارات المادية وزيادة الإنتاج.
- تيسير سبل البيع والشراء بين المتعاملين كافة والمحافظة على قدر معين من السيولة.
- نشر الوعي الاستثماري بين المدخرين والمقترضين.
- إيجاد سوق مستمرة من خلال إيجاد مشترين وبائعين دائمين.
- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المستثمرين.
- المساعدة على التنبؤ باتجاهات الأسعار وحجم الإنتاج في المستقبل.
- توفير المعلومات وتحقيق عوائد مجزية لكل من المقرضين والمقترضين.

المبحث الثاني: نظام البورصة

حتى تتمكن الدول التي تنتهج نظاما خاصا ببورصة الأوراق المالية وتتحكم في سيرها وتسهيل العمليات وضعت وسنت قوانين وتشريعات فخصصت لها هيكل يتكون من أجهزة مستقلة عن بعضها البعض وكذلك تم تحديد مهام كل المتعاملين في البورصة سواء كانوا سماسرة أو وسطاء، وبالتالي النظام الداخلي المتبع داخل هذه البورصات يتمثل في:

المطلب الأول: النظام الداخلي للبورصة

يختلف نظام البورصة من بورصة لأخرى وعموما وفي أغلب بورصات العالم هو على النحو التالي:¹

* لجنة البورصة:

تشكل في كل بورصة من بورصات الأوراق المالية لجنة مؤلفة من عدة أعضاء يختارون من بينهم السماسرة ومن قبل الدولة، مهمتها تحقيق حسن سير العمل في البورصة بالإضافة إلى رعاية مصالح حاملي الأوراق المالية، وتسقط العضوية عن كل شخص في لجنة البورصة لما يصدر ضده حكم بعقوبة الوقف أو الشطب، أو بغرامة مالية.

* الجمعية العامة:

تتألف من جميع الأعضاء العاملين والمنظمين في البورصة يرأسها رئيس لجنة البورصة أو نائبها، من صلاحيتها أن تبدي رأيها في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة وبالأخص فيما يتعلق بتعديل اللائحة الداخلية والتي تتناول:

-مواعيد العمل وأيام العطل.

-الرسوم والاشتراكات.

-العمليات وجداول الأسعار.

¹ _ شمعون شمعون، البورصة _ بورصة الجزائر، أطلس للنشر _ الجزائر، بدون سنة النشر، ص 62.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

- طريقة عمل المقصورة: هذه الأخيرة هي المكان الذي تعنيه لجنة البورصة لتنفيذ أوامر البيع والشراء، تبني عادة المقصورة على شكل مدرج نظرا للدقة وخطورة العمليات التي تتم في المقصورة.

* هيئة التحكيم: تشكل هيئة التحكيم في الفصل في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة وتؤلف هذه الهيئة من رئيس لجنة البورصة وأربع أعضاء تختارهم اللجنة تكون قراراتهم غير قابلة للاستئناف.

* مجلس التأديب: محافظة على مصلحة عملاء السماسرة من تلاعب بعض السماسرة فقد أنشئت هيئة خاصة لها صلاحيات واسعة فيما يخص بالتأديب سميت بمجلس التأديب، بحيث يختص هذا المجلس بالنظر فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين البورصة ولوائحها وكذلك جميع المسائل التي تمس حسن سير العمل والنظام في البورصة كالإخلال بقواعد الشروط والسلوك أو إخفاء حقيقة المركز المالي أو تقديم مستندات كاذبة، أما العقوبات التي يفرضها المجلس هي: الإنذار، الغرامة، الوقف، الشطب.

* مندوب الحكومة: تشرف الحكومة على جميع البورصات وهي صاحبة الكلمة العليا فيها، لذلك تعين الوزارة المختصة وهي عادة وزارة المالية، لدى كل بورصة مندوبا أو أكثر تكون مهمتها مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح ويجب أن يدعى مندوب الحكومة لحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة ومجلس التأديب وهيئة التحكيم وإلا كانت قراراتها باطلة، ولمندوب الحكومة الاعتراض على جميع القرارات إذا صدرت مخالفة لقوانين البورصة.

* الأعضاء: يوجد بالبورصة عدة أعضاء يتم اختيارهم بعد إجراء اختبارات معينة مؤهلة، وبعد دفع رسوم معينة، ويتمثل هؤلاء الأعضاء في:¹

1- السماسرة: (Broker)

هم الذين يتوسطون بين البائعين والمشتريين، ويسهلون التعامل مقابل عمولة محددة بالقانون، وعادة ما يتخذون شكل شركات أو ما يعرف بالبيوت السمسرة، ولكي تتم عملية جمع البائعين والمشتريين بطريقة صحيحة وسريعة وجب توفر شروط هامة في السمسار وهي:

- لا بد أن يكون شخص أمين وموثوق فيه.
- حسن السيرة والسلوك.
- أن يكون ذا مركز مالي جيد.
- أن تكون لديه الخبرة في الشؤون المالية.
- أن لا يقل عمره عن 25 سنة.

¹ - مرجع سابق، ص 63.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

2- سمسرة الصالة: ¹ (Floor Brokers)

تلجأ شركات السمسرة إلى سمسرة الصالة لتنفيذ الأوامر عندما تكون لديها ضغوط عمل كبيرة وعندما تكون البورصة في ذروة نشاطها، مما يمكنهم من الحد من اختناقات السوق. ويدفع سمسرة الصالة رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، ويطلق عليهم أحياناً سمسرة السمسرة (Brokers Brokers). ويتمثل المقابل الذي يتحصل عليه سمسار الصالة في العمولة التي يتلقاها نظير الوساطة التي يقوم بها.

3- تجار الصالة: (Floor Traders)

يقوم تجار الصالة ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص فقط، وهدفهم اغتنام فرص الربح من فروق أسعار الشراء والبيع لذا يطلق عليهم أحياناً بالمضاربين (Speculators). ويدفع تجار الصالة رسوم العضوية في البورصة من أموالهم الخاصة.

4- المتخصصون: (Specialists)

يهتم المتخصصون بالتعامل في ورقة مالية محددة أو عدد منها، وإذا تخصص أي منهم في ورقة معينة فلا يجوز لغيره أن يتعامل في نفس الورقة، لذلك يعتبر المتخصص كمحتكر للسوق المتعامل بها، فهو الوحيد الذي يحق له الإطلاع على الأوامر المحددة لتلك الورقة المالية. ويجمع المتخصصون بين نشاط التجارة أي بيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص، وبين نشاط السمسرة أي الوساطة بالشراء والبيع لحساب الغير مقابل عمولة. وللمتخصص دور هام في البورصة فهو يساعد على استقرار الأسعار فإذا زاد العرض عن الطلب بالنسبة للورقة المالية، يقوم المتخصصون بتخفيض هامش الربح لجذب المتعاملين والعكس صحيح.

المطلب الثاني: كيفية التعامل في البورصة

عند التفكير بشراء مجموعة من الأسهم في البورصة، فإن ذلك يكون من خلال وسيط يطلق عليه (السمسار) أو (شركات السمسرة)، وهي وكيل العميل الراغب في إجراء تداول في البورصة سواء يبع أو شراء². وهناك العديد من طرق التعامل أو كما تعرف طرق التسعير (Techniques de Cotation)، تهدف تلك الطرق في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعاً والتي نحاول ذكر أهمها فيما يلي:

1_ سعر البورصة: سعر البورصة هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية معينة أثناء إحدى الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة.³

¹ - سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الإستثمارات "دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس"، مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2003_2004، ص: 44، 45.

² - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 89.

³ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 117.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لهذه الورقة، ويمكن اللجوء إلى أربعة وسائل مختلفة لتحديد سعر البورصة وهي¹:

1.1- طريقة المناادة :

تم التسعيرة عن طريق المناادة وذلك بأن يجتمع ممثل جميع العروض والطلبات التي يجوزتهم في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم عن ماهية العروض والطلبات التي يجوزتهم حتى يتم التوازن، ونظرا للفوضى فإن المتفاوضون يلجئون إلى الإشارات.

وبذلك يخلق هناك عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به، وفقا لهذه الطريقة من التعامل والتسعير يتم تمرير كافة الأوراق المقيدة الواحدة تلو الأخرى فبمجرد الوصول إلى سعر التوازن للورقة الأولى يمر المسعر "Coteur" وهو عبارة عن موظف لدى سلطات البورصة، إلى الورقة الثانية وهكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة.

ونظرا لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة فإن المقابلات الشفوية أصبحت تتم بين الوكلاء أو ممثلي الوسطاء الماليين باستعمال إشارات باليد والذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة، أي هل هي عملية بيع أو شراء وعن عدد الأوراق محل الصفقة وغيرها من المعلومات، وعادة ما يتم التفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشيطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة. ومن أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.²

2.1- طريقة المعارضة:³ وفيها يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية كافة عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.

3.1- طريقة الأدرج:⁴ تختلف هذه الطريقة عن طريقة المناادة في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية. إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وترتكز كل المعاملات من عروض و مطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي - شركة بورصة الجزائر مثلا-، يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة. بذلك يصبح كل وسيط (أو شركة بورصة) متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية (Spécialiste)، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها. في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة، التي مازالت صالحة ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

¹ - شعون شعون، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 118.

³ - شعون شعون، مرجع سبق ذكره، ص 36.

⁴ - جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة (Organisation et Fonctionnement de la BOURSE)، سلسلة التعريف بالبورصة الجزء 3، 2002،

صص: 115، 116.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

4.1- طريقة الصندوق¹: تتمثل هذه الطريقة في جمع وتركيز كافة أوامر الشراء والبيع خاصة بورقة مالية معينة في صندوق واحد يكون تحت تصرف هيئة من هيئة سلطات البورصة وليس تحت تصرف وسيط مالي مختص، وبعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن. ويلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعرض العامة للشراء، البيع أو التبادل، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي. هذه القرارات التي لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة كشركة البورصات الفرنسية SBF في حالة الصفقات التي تعقد هناك.

2- الأوامر:²

يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطيه متعامل ما إلى احد سماسرة البورصة أو الوسطاء لكي ينجز له صفقة بيع أو شراء لمجموعة من الأوراق المالية التي يحددها له. وبالتالي فإن أوامر العملاء أو المتدخلين لا تخرج عن كونها أوامر للبيع أو للشراء التي يقوم السمسار بتلقيها شفويا أو هاتفيا أو كتابة ويحدد فيها العميل اسم الورقة المالية التي يرغب في شرائها أو بيعها وعددها وسعرها ويجب على السمسار الالتزام بتعليمات العميل.

ويتطلب هذا التوكيل أو التفويض تحرير أمر مكتوب، ولكن بصورة عامة يجب أن يحتوي أوامر البورصة على بعض المعلومات العامة والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي:³

اسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها، مع العلم أن بعض البورصات تطلب رمزها فقط، إذ يعطى رمز لكل ورقة متداولة.

- عدد الأوراق المراد التعامل بها.
- نوع وطبيعة الصفقة، هل هي عملية بيع أم عملية شراء.
- نوع السوق ونوع العملية، تحديد ما إذا كانت عاجلة أم آجلة.
- مدة صلاحية الأمر، يوم، شهر، ... مفتوح.
- سعر الصفقة وطبيعته، محدد أو غير محدد.

وتختلف الأوامر باختلاف غاية المستثمر ولا تخرج من كونها أوامر للبيع أو للشراء، وتتمثل هذه الأوامر في:

- أوامر السوق.
- الأوامر المحددة.
- أوامر الإيقاف.

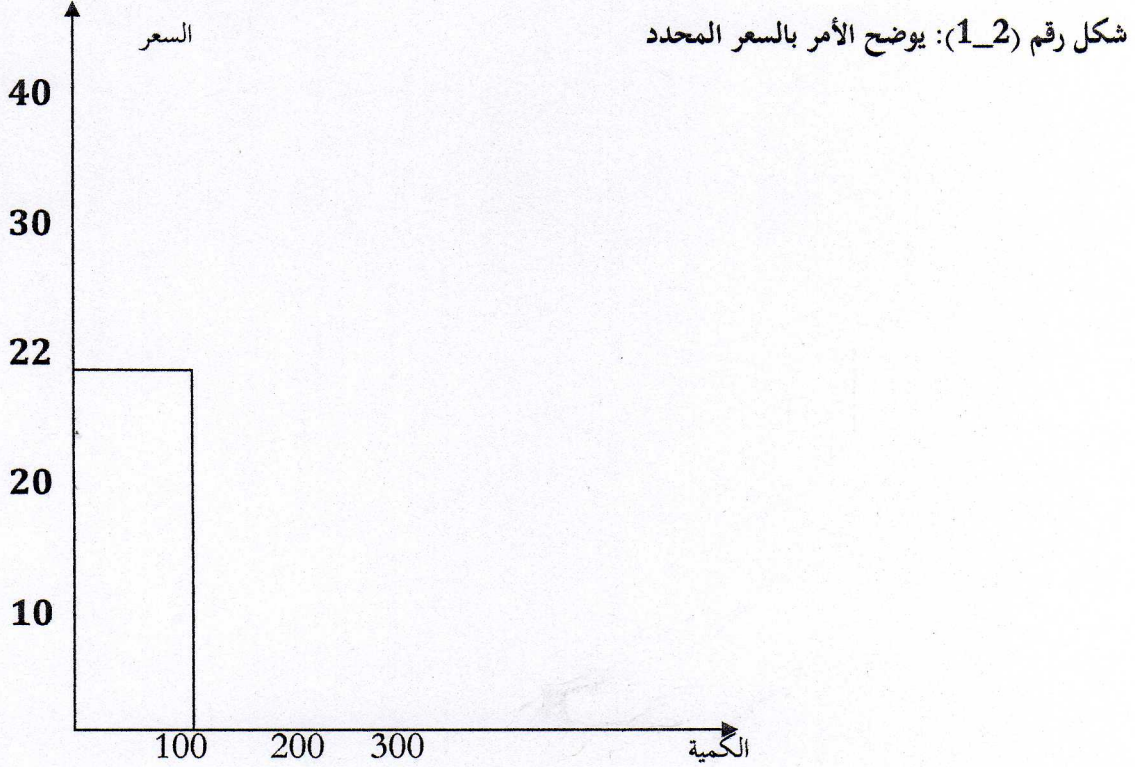
¹- أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 118.

²- دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية "دراسة حالة مؤسسة الرياض- سطيف"، مذكرة مكملة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في تسيير المؤسسات، جامعة قسنطينة، 2001-2002، ص 60.

³- أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، صص: 108، 109.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

2.1- أوامر السوق: ¹ (Market Order) يتم بمقتضى هذا الأمر يطلب المستثمر من السمسار بيع الورقة المالية بأعلى سعر ممكن أو يشتري بأقل سعر ممكن، وأهم ما يميز هذا الأمر بأنه عادة ما ينفذ بسرعة، ويعاب عليه أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر مسبقاً كما أن على المستثمر قبول ذلك السعر.



المصدر: دريد كامل آل تبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2012، ص 140.

2.2- الأوامر المحددة: (Limit Order)

في هذه الأوامر يحدد المستثمر سعر وكمية محددة تنفذ بها الصفقة سواء الأمر بالشراء أو البيع خلال فترة معينة، وبالتالي ما يميز هذه الأوامر أنها لا تنفذ بسرعة، إذ أن على السمسار أن ينتظر متى تحققت رغبة المستثمر، أي متى وصل سعر السوق إلى السعر المحدد، وإذا انتهت المدة ولم يصل السعر إلى السعر المحدد فإن الأمر سيلغى، ومن ثم لا تنفذ الصفقة حتى ولو كان السعرين متقاربين.²

3.2- أمر الإيقاف (Stop Order)

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 98.

² - مرجع سابق، ص 96.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

هو عبارة عن أسعار وأوقات محددة بالتفصيل تحدد في الأمر والاختلاف. وهنا هو في تحديد بالضبط السعر الذي يتم التنفيذ بموجبه، ولا ينفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدى هذا السعر.¹

لا ينفذ هذا الأمر إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين أو تعدها، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الإيقاف، أوامر تتعلق بالبيع وأخرى تتعلق بالشراء²، وفيما يخص الأوامر التي تتعلق بالبيع يلتزم السمسار بتنفيذ الأمر إذ بلغ سعر الورقة سعر معين أو انخفض عنها، فمثلا لو أن لدى أحد المستثمرين أسهما سبق وأن اشتراها بسعر 100 دج للسهم وارتفع سعرها بعد مدة ليصل إلى 160 دج، وأنه يخشى حدوث هبوط شديد للأسعار، حينئذ يصدر أمر للسمسار بالبيع إذا ما انخفض السعر إلى 110 دج مثلا، وإذا لم يتمكن السمسار من إبرام الصفقة عند هذا السعر واستمرت الأسعار في الانخفاض يظل ملزما بتنفيذها عند أي سعر يمكنه اللحاق به، يطلق على هذه الأوامر أيضا اسم " أوامر التوقف عن الخسارة "، أما فيما يخص الأوامر المتعلقة بالشراء، فهذا يلزم السمسار بشراء الورقة المالية إذا بلغ سعرها مستوى معين أو تعدها، وهذا من أجل الاستفادة من الربح الرأسمالي في حالة ما إذا أراد المستثمر بيعها. المتبع والملاحظ في دقة النظام الداخلي للبورصة يستخلص الهدف من وضعه والمتمثل في تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيامه، وكذا مراقبة سوق المال وذلك للتأكد من أن التعامل في الأوراق المالية يتم بطرق سليمة غير مشبوهة بالغش أو النصب أو الاحتيال أو النصب أو المضاربات غير الوهمية.³

المبحث الثالث: أهم المعاملات في البورصة

تمت المعاملات في البورصة حيننا وفوريا ومستقبلا، حيث يتم تسوية المعاملات نقدا أو بأجل، ولكن نحن نهمنا العمليات الآجلة لاعتبارات كثيرة ومتعددة وهناك أيضا عمليات عاجلة، كما يترتب عن هذه المعاملات تكاليف مرتبطة بمختلف آليات التصرف وتنفيذ عمليات تداول الأوراق المالية.

المطلب الأول: عمليات البورصة

تمت في البورصة العديد من العمليات يقوم بها متدخلون وهيئات كثيرة⁴، ويتم إبرام العمليات داخل البورصة حسب الالتزامات الزمنية⁵ وتتلخص عمليات البورصة فيما يلي:⁶

1- العمليات العاجلة:

تتميز العمليات العاجلة في البورصة بأنها تتم فورا، حيث يقوم الوسطاء بتسديد المبالغ المستحقة لزيائهم قيمة الصكوك التي يستلمونها خلال (24) ساعة التي تلي تاريخ بيعها في البورصة.

¹ - دريد كامل آل تيب، مرجع سبق ذكره، ص 140.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 96.

³ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 252.

⁴ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 108.

⁵ - Opcit : <http://etudiantdz.net/vb/showthread.php?t=61617> consulté le : 14/12/2012 14 :02.

⁶ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 108.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

و كل عملية نقدية تجرى وتسدد في البورصة قبل موعد افتتاح الجلسة التالية بساعة واحدة على الأقل.¹

كما أن هذه العملية تتم في قاعة التداول ببورصة الأوراق المالية، والتي بدورها تقوم بإتمام الصفقة بين البائع والمشتري وتكون هذه العملية على أصول مادية تمثل حقوقاً لأصحاب المشروع، على أصوله المادية.²

ومن هنا يجب أن تتضمن أوامر البورصة في العمليات العاجلة العناصر التي من شأنها أن تبين بكل وضوح الصفقة، كبيان نوع وصفة الورقة المالية وكمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة، وتحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة تنفيذ أوامره من خلاله.³

إن اللجوء إلى هذا الأسلوب في شراء الأوراق المالية لا يتم عادة من قبل المضاربين المحترفين، بل من قبل المستثمرين الذين يرغبون بالاحتفاظ بالأوراق المالية التي اشتروها لفترة من الزمن والحصول على ما تدره من إيرادات.⁴

أما المتعاملين الذين يتدخلون في هذه السوق كبائعين فيشترط أن تكون هذه الأوراق المالية موضوع الصفقة مجوزتهم لكي يسلمونها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في البورصة.

2- العمليات الآجلة:

تتميز العمليات الآجلة في أن شروط عقد الصفقة تتحدد في نفس اليوم.⁵

و تعرف على أنها عمليات تلزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصفيتهما ويتفقان على تأجيل التسليم ودفع الثمن بتاريخ معين لاحق.⁶ وقد يتفقان على تأصيل خاص وشروطه وكيفية التعويض، و تجرى الصفقة في كل شهر مرة فتسوى الصفقات نهائياً.⁷ كما أن القسم الأعظم من عمليات البورصة يتم من خلال هذا النوع من الصفقات، حيث لا يرافق هذه الصفقات تسليم الأوراق المالية من البائع إلى المشتري مباشرة بعد سداد قيمتها بل إن تنفيذ الصفقة يتم عادة بعد فترة معينة من إبرامها (شهر عادة). كما أن تنفيذ الصفقة لا يتم أيضاً من خلال تسليم الأوراق المالية وقبض قيمتها بل تتم تسوية الفرق بين سعري الأوراق المالية موضوع الصفقة (السعر عند إجراء الصفقة والسعر عند انتهاء الأجل المتفق عليه) فإذا انخفضت الأسعار خلال هذا الشهر كان المستفيد هو البائع حيث يقبض الفرق بين الأسعار السابقة والحالية، أما إذا كان هناك ارتفاع الأسعار خلال الشهر فيكون المستفيد هو المشتري الذي يقبض الفرق بين السعريين من البائع. إن الصفقات الآجلة في البورصة تمثل عمليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق القروض ذلك لأن المضاربين على ارتفاع الأسعار الذين لا يملكون المبالغ الكافية لشراء المقدار الذي

¹ - وليد صائي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009، ص 231.

² - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 72.

³ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 108.

⁴ - <http://www.rivane.net/vb/showthread.php?t=4638> consulté le : 12/12/2012 21 :40.

⁵ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 108.

⁶ - وليد صائي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 231.

⁷ - محمد أحمد حلمي الطواي، مرجع سبق ذكره، ص 18.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

يرغبون به من الأوراق المالية، يقومون بشراء هذا المقدار بواسطة دفع جزء من قيمته فورا والباقي في تاريخ لاحق متفق عليه. في هذه الحالة فإن الوسطاء في البورصة يقدمون القروض لمعاملتهم لشراء الأوراق المالية موضوع الصفقة بذلك يحصلون على أرباح كبيرة (تمثل الفرق الهام بين سعر الفائدة الذي يدفعونه للبنك وسعر الفائدة الذي يتقاضونه من معاملتهم).¹

ويتخذ هذا النوع من العمليات الأشكال التالية:²

أ- العمليات التامة: (Terminal Operations)

وهي أن يلتزم بموجها كلا الطرفين البائع والمشتري على تصفية العملية في تاريخ لاحق محدد على أساس السعر الساري في البورصة العاملة عند التعاقد.

كما يمكن تفادي الخسائر بالعمليات التي يمكن اجراءها بين التاريخين، ولا تشترط على المشتري انتظار موعد التصفية بل يمكنه بيع عقد الشراء إذا ما كان ذلك في مصلحته.

ب- العمليات الشرطية: (Conditional Operations)

وهنا يلتزم البائع والمشتري على تصفية العملية في تاريخ لاحق محدد ويمكن لأي منهما أن يدفع للطرف الآخر مبلغا كتغويض نظير التحلي عن شرط التصفية في التاريخ المحدد.

ج- العمليات مع الخيار: (Options)

ويعتبر التعامل بحقوق الخيار من التطورات الحديثة في أسواق الأوراق المالية. وهي صورة متطورة من العمليات الشرطية مع اختلاف هام يتمثل في أن المشتري لهذه الحقوق يملك الخيار لا الإلزام في إتمام العملية بالسعر والكمية المتفق عليها، وفي التاريخ المعين، ويترب على ذلك تمتع المشتري بهذا الحق وعليه أن يدفع للبائع الحق مقدما وعند التعاقد مبلغا من المال يسمى العلاوة أو سعر الخيار في التاريخ المتفق عليه.

العمليات الباتة القطعية:

هي عمليات يحدد لتنفيذها موعد ثابت يسمى موعد التصفية يلتزم فيه المتعاقدون بدفع ثمن وتسليم الأوراق المالية ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية³. وتنتهي العملية عادة بخسارة أحد الطرفين المتعاملين البائع أو المشتري، إلا إذا كان سعر الأوراق المالية في يوم التصفية معادلا لسعرها في يوم التعاقد.⁴

المطلب الثاني: المعاملات لأجل محدد

يعني هذا النوع إعطاء أمر بالشراء أو البيع فورا وبسعر محدد وعلى أن يتم الدفع والتسليم فيما بعد عادة ما يكون بعد شهرين، فمثلا الشراء لأجل 30 سهم بسعر 1320 ديناراً للسهم أي أن السعر المتفق عليه 1320 ديناراً للسهم، والإشارات تعني تاريخ

¹_Opcit : <http://www.rivane.net/vb/showthread.php?t=4638> , consulté le : 12/12/2012 21 :40 , p :30.

² - مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، مرجع سبق ذكره، ص:41،42.

³ - منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 96.

⁴ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 109.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

تنفيذ الصفقة (الدفع والتسليم)، فإذا كانت الإشارة واحدة هذا يعني أن التنفيذ يتم في نهاية الشهر، وإشارتان تعني أن التنفيذ يتم في نهاية الشهر التالي، فمثلا لو كانت العمليات تمت في 15 مارس فإن التنفيذ يتم في آخر شهر أبريل. يسمى الشخص الذي يقوم بهذه العملية لحسابه أي الذي تشتري له بالمضاربة الصعودي حيث يأمل عندما يحل 30 أبريل تحدث زيادة في سعر السهم عن سعر السهم المتفق عليه، فإذا حدث ذلك فإنه يبيع فوراً نقداً الأسهم ويحصل الربح (الفرق بين السعر المتفق عليه عند الشراء وسعر البيع في آخر أبريل لهذه الأسهم). أما إذا لم تصدق توقعاته وانخفض سعر السهم فإنه يفضل الاحتفاظ بالأسهم بدلا من تحمل الخسائر نتيجة التصفية. أما الشخص الذي يبيع هذه الأسهم لأجل يسمى المضارب النزولي فهو يبيع حالي أسهم لا يمتلكها على أمل أن يشتريها بسعر أقل من السعر المتفق عليه عند التنفيذ للصفقة ويحصل على الفرق.¹

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على البورصة

هناك مجموعة من العوامل تؤثر على البورصة نذكرها كما يلي:²

- 1- **رفع وتخفيض سعر الفائدة:** عندما ترتفع أسعار الفائدة يميل سوق الأسهم النشط إلى الانخفاض، وعندما تنخفض أسعار الفائدة ينتعش سوق العقارات وهي فرصة لإعادة تمويل شراء المنازل والأراضي.
- 2- **الدولار:** هو أحد المؤشرات الاقتصادية فعندما يرتفع قويا أمام العملات الأخرى مثل الين، واليورو، يشتري المستثمر أمواله من سوق الأسهم إلى (أسواق العملات).
- 3- **التضخم:** يشير التضخم إلى مقدار الارتفاع في أسعار السلع والخدمات، ومن أحد الأسباب التي تجعل الناس يستثمرون في سوق الأسهم هو محاولة التغلب على التضخم. ومعدل التضخم : هو مؤشر اقتصادي يبين معدل ارتفاع الأسعار، وارتفاع معدل التضخم ليس في صالح الاقتصاد لذا فالأسواق لا تحب التضخم لأن الناس يحصلون على القليل من السلع والخدمات، والعكس صحيح، فإن انخفاض معدل التضخم يكون في صالح الناس مقابل عملتهم، لأنهم لا يستطيعون الاقتراض وشراء السلع ببطاقات الائتمان وشراء المنازل، وكلما ازداد ما ينفقه المستهلكون كان ذلك أفضل للاقتصاد. وعامة يشعر رجال الاقتصاد بالسعادة إذا ظل معدل التضخم عند مستوى 3 أو 4 بالمئة. وتعرف مخاطر التضخم بأنها المخاطر المرتبطة باحتمال أن يؤدي التضخم أو الارتفاع في كلفة المعيشة إلى تآكل جزء من القيمة الحقيقية للاستثمار .
- 4- **المؤشرات الاقتصادية :** هناك وسائل قياس تتوفر لدى الحكومة لمعرفة ارتفاع أو انخفاض أسعار السلع والخدمات بما فيها المواد الخام مثل الحديد، الألمنيوم وعلى سبيل المثال: يقيس مؤشر أسعار المستهلكين التغير في الأسعار اليومية مثل: أسعار الطماطم، المنازل، الملابس، ويشير بعض الناس إليه بأنه (رقم أو نسبة التضخم)، أو مؤشر (تكلفة المعيشة) فإذا ارتفعت أسعار المستهلكين فهذا يعني أن التضخم يرتفع.

¹ - عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 185.

² <http://www.wadilarab.com/t11224-topic> consulté le : 2013/02/28 19 :05.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

وهناك العديد من التقارير التي تعلنها الحكومة ويراقبها المستثمرون والمتعاملون، فإذا بلغ معدل نمو إجمالي الناتج المحلي ما يزيد عن 3% يكون الاقتصاد على الطريق الصحيح، أما إذا كان الناتج المحلي سلبى فإن الاقتصاد إما أنه لا ينمو أو في حالة ركود (وحالة الركود هي أن يكون إجمالي الناتج المحلي سلبيا على مدار ربعين متتاليين أو أكثر من العام وهو حالة الاقتصاد خلال فترة عدم النمو أو النمو المتناقص وزيادة نسبة البطالة).¹

5- الانكماش: لكي نعرف معنى الانكماش لابد من الرجوع إلى معنى التضخم : وهو ارتفاع أسعار السلع بما فيها المواد الخام مثل الحديد، الألمنيوم، وعندما يكلف كل شيء الكثير فهذا يعني التضخم. ومن ناحية أخرى فإن الانكماش يمكن أن يعرف على أنه حالة اقتصادية يقل فيها المعروض من النقود والائتمان، فقد يبدو الانكماش ظاهرة جيدة حيث تنخفض أسعار كل شيء تقريبا بسبب زيادة المعروض من السلع ويضطر المنتجون إلى خفض أسعارها أكثر لحث المشترين على الشراء.

2- لكنه من ناحية أخرى تخفض الشركات من عدد العاملين لديها وتنخفض أسعار العقارات (لأن المقترضين لا يستطيعون سداد قروضهم) ويمر سوق الأسهم بفترة قاسية، وتنخفض الأسعار عموما، ويكون لدى القليل من الناس المال اللازم لشراء كل شيء، ولكن الذين لديهم المال يرغبون أو يميلون إلى الانتظار لحين انخفاض الأسعار إلى أكثر مما عليه، ومن أفضل الوسائل لحماية نفسك من الانكماش أن تتخلص من الديون، الائتمان، القروض، والعقارات وتسديد الديون الخاصة، وبهذا يكون اجبار النفس على ادخار مزيد من المال وذلك في مثل حالة الانهيار الناتج عن الانكماش. وهناك أسباب أخرى تجعل أسعار الأسهم ترتفع وتنخفض، حيث يعد مقدار ما تحققه الشركة من أموال أكثر الأسباب وضوحا في ارتفاع أو هبوط أحد الأسهم، فإذا كانت إحدى الشركات تحقق أرباحا أو ربما سوف تحقق أرباحا في المستقبل، فسوف يشتري المزيد من الناس أسهمها، ويطلق على هذه العملية (العرض والطلب)، وبسبب العرض والطلب يتجاوز عدد المشترين عدد البائعين فيرتفع سعر السهم، وإذا كان عدد البائعين أكثر من المشترين فسوف ينخفض سعر السهم، وفي نهاية كل يوم عمل في سوق الأسهم يحاول الخبراء الماليين تفسير السبب وراء ارتفاع أو انخفاض السوق، ولكن تفسيراتهم ليست لها علاقة كبيرة غالبا بما حدث بالفعل.² وغالبا ما ترتفع أو تنخفض الأسهم اعتمادا على توقع وحسد الناس بصورة أساسية، فإذا اعتقد الناس أن الظروف الاقتصادية قوية وأن الدولة على الطريق الصحيح، فسوف تزداد رغبتهم في الاستثمار في سوق الأسهم.

هذه هي الأسباب الرئيسية المؤثرة في أسعار الأسهم صعودا وهبوطا، وهناك عوامل تؤثر في أسعار الأسهم حيث أن أسعار الأسهم تتحدد صعودا وهبوطا بناء على تفاعل قوى العرض والطلب وهذه القوى بدورها تتغير متأثرة بعدة عوامل أهمها:

- 1- التوقعات حول الأرباح التي يمكن للشركة تحقيقها.
- 2- مستوى أسعار الفائدة على الاستثمارات ذات الفوائد الثابتة مثل الودائع المصرفية والسندات التي تصدرها الحكومة.
- 3- أداء الاقتصاد الكلي وانعكاساته على الحالة النفسية للمستثمرين (التفاؤل أو التشاؤم).

¹ _ opcit: <http://www.wadilarab.com/t11224-topic> 2013/02/28 19 :05

² _ Opcit : <http://www.rivane.net/vb/showthread.php?t=4638> consulté le : 12/12/2012 21 :40.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

- 4- توقع الزيادة في الأرباح يؤدي إلى ارتفاع الأسعار في سوق الأوراق المالية والعكس صحيح.
- 5- ارتفاع الفوائد على الودائع المصرفية أو سندات الدين الحكومي يؤدي إلى انخفاض الأسعار والعكس صحيح.
- 6- التفاؤل والطمع في تحقيق المكاسب الرأسمالية من خلال المضاربة يؤدي إلى ارتفاع الأسعار كما أن الخوف من تكبد الخسائر يؤدي إلى الهروب من السوق وانخفاض الأسعار .

المبحث الرابع: قواعد وإجراءات التعامل في البورصة

تمثل قواعد التعامل الأساسي الذي يحكم المتعاملين إجراءات تنفيذ المعاملات، ومن ثم فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها ثلاث مطالب أساسيين لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية، ولتمهيد السبيل أمام المتعاملين لإبرام الصفقات الناجحة، وفي تناولنا للقواعد والإجراءات خصصنا المطلب الأول إلى عرض أنواع الأوامر التي يصدرها العملاء، ثم يتبعها المطلب الثاني في كيفية تنفيذ الصفقات والمطلب الأخير يعرض إجراءات تنفيذ المعاملات وتصفية الحسابات التي تسفر عن تلك الأوامر.

المطلب الأول: أنواع الأوامر التي يصدرها العملاء

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل، وتقسّم أوامر العملاء إلى أربع مجموعات رئيسية:¹

1_ الأوامر المحددة: (Limit Order)

هي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفصل في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث يضع العميل سعرا معيناً، وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر:

* أوامر السوق: (Market Order)

هي أوامر يطلب فيها العميل من السمسار تنفيذ الصفقة المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر.

* الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: (Price Limit Orders)

وهي أوامر يشترط فيها العميل سعرا محددًا لتنفيذ الصفقة.

2_ الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت:

و هي تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، وتتراوح مدة الأمر بين يوم، أو أسبوع، أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحاً (أي لا يوجد تاريخ محدد للتنفيذ).

¹ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 88، 89.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

- 4- توقع الزيادة في الأرباح يؤدي إلى ارتفاع الأسعار في سوق الأوراق المالية والعكس صحيح.
- 5- ارتفاع الفوائد على الودائع المصرفية أو سندات الدين الحكومي يؤدي إلى انخفاض الأسعار والعكس صحيح.
- 6- التفاؤل والطمع في تحقيق المكاسب الرأسمالية من خلال المضاربة يؤدي إلى ارتفاع الأسعار كما أن الخوف من تكبد الخسائر يؤدي إلى الهروب من السوق وانخفاض الأسعار .

المبحث الرابع: قواعد وإجراءات التعامل في البورصة

تمثل قواعد التعامل الأساسي الذي يحكم المتعاملين إجراءات تنفيذ المعاملات، ومن ثم فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها ثلاث مطالب أساسيين لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية، ولتمهيد السبيل أمام المتعاملين لإبرام الصفقات الناجحة، وفي تناولنا للقواعد والإجراءات خصصنا المطلب الأول إلى عرض أنواع الأوامر التي يصدرها العملاء، ثم يتبعها المطلب الثاني في كيفية تنفيذ الصفقات والمطلب الأخير يعرض إجراءات تنفيذ المعاملات وتصفية الحسابات التي تسفر عن تلك الأوامر.

المطلب الأول: أنواع الأوامر التي يصدرها العملاء

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل، وتقسّم أوامر العملاء إلى أربع مجموعات رئيسية:¹

1_ الأوامر المحددة: (Limit Order)

هي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفصل في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث يضع العميل سعرا معينا، وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر:

* أوامر السوق: (Market Order)

هي أوامر يطلب فيها العميل من السمسار تنفيذ الصفقة المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر.

* الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: (Price Limit Orders)

وهي أوامر يشترط فيها العميل سعرا محددًا لتنفيذ الصفقة.

2_ الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت:

و هي تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، وتتراوح مدة الأمر بين يوم، أو أسبوع، أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحا (أي لا يوجد تاريخ محدد للتنفيذ).

¹ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 88، 89.

3_ الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: (Time Limit Order)

من الأمثلة على هذا النوع من الأوامر، الأمر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية محددة والأمر مفتوح بسعر محدد أو معين.
* الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة:

ويقصد بها الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة، قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر.

* الأمر المفتوح في حدود سعر معين:

يقصد به الأمر الذي لا تحدد له فترة زمنية معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

4_ أوامر خاصة: من أبرز أنواع الأوامر الخاصة أمر الإيقاف، وأمر الإيقاف المحدد.

* أوامر الإيقاف: (Stop Orders)

وهي تلك الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها، ويوجد نوعين من أوامر الإيقاف:

أ_ أوامر تتعلق بالبيع: (Stop Loss Orders)

يصبح لزاماً على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.

ب_ أوامر تتعلق بالشراء: (Stop-Buy Order)

يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها.¹

* أمر الإيقاف المحدد:

يعالج أمر الإيقاف المحدد (Stop-Limit Order) عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة، وهو ما يتسم به أمر الإيقاف (Limit Order). ففي أمر الإيقاف المحدد يضع المستثمر حداً أدنى لسعر البيع، وحداً أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو سعر أفضل منه.²

المطلب الثاني: كيفية تنفيذ الصفقات

هناك نوعين من المزادات: ³ المزاد الواحد والمزاد المستمر.

1- المزاد الواحد: يقصد به تلقي الأوامر طول اليوم، ثم تصفيتها بمقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع في جلسة مزاد واحدة.

2- المزاد المستمر: وهو معمول به في البورصات التي تأخذ بنظام المتخصصين، ففيه تتم تصفية الأوامر أول بأول، وهو ما يعني عقد أكثر من مزاد واحد في اليوم.

وهناك نظام ثالث يجري بمقتضاه المزاد ثلاث أو أربع مرات يومياً، وفي توقيت محدد ومعروف للجميع، وفي كل مرة يتم تجميع الأوامر التي يقدمها المشتري وأقل سعر يقدمها البائع.

¹ - مرجع سابق، ص 89.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، كلية التجارة - جامعة طنطا، 2008، ص 36.

³ - ضياء مجيد الموسعي، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، المنشورات، الجزائر، 1998، ص 26.

المطلب الثالث: إجراءات تنفيذ المعاملات وتصفية الحسابات

لتوضيح كيفية تنفيذ المعاملات أولاً نفترض المثال الآتي¹:

أحد العملاء قرر شراء كمية غير كسرية من أسهم منشأة ما، في هذه الحالة ما عليه إلا أن يتصل بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة المسجل في منطقته، والذي يطلق عليه أحياناً بالمثل المسجل لسؤاله عن أسعار تلك الأسهم، وبمجرد إتمام الاتصال يقوم السمسار أو المدير التنفيذي بالحصول على المعلومات المطلوبة عن تلك الأسهم من خلال الحاسوب، وعادة ما تتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي، وأعلى وأدنى سعر خلال اليوم، إضافة إلى أقصى سعر يمكن للمتخصص في البورصة أن يشتري به السهم، وأدنى سعر يمكن أن يبيعه به، وهنا يتم إبلاغ العميل بتلك المعلومات والتي على أساسها سوف يتخذ القرار. أما إذا تم التنفيذ من خلال بيوت السمسرة ذاتها، أي عندما يقوم أحد البيوت بشراء أو بيع أوراق مالية من بيت سمسرة أخرى سواء في البورصة أو في السوق غير المنظمة، فإن تسوية الحسابات تأخذ أحد الصور الآتية:

التسليم مباشرة، أي تبادل النقود والأوراق المالية بين الطرفين وهو أسلوب شائع، وقد تفضل بيوت السمسرة الصغيرة أسلوب آخر، أي الاستعانة بخدمة بيوت السمسرة الكبيرة التي تقوم نيابة عنها بتصفية حساباتها مع بيوت أخرى. وهناك أسلوب ثالث تعهد فيه عملية التسوية الحسابات إلى مؤسسات قومية متخصصة، وفي الولايات المتحدة توجد المؤسسة القومية لتسوية المعاملات في الأوراق المالية وهناك أسلوب رابع معمول به في الولايات المتحدة تتم فيه التسوية من خلال الشركة المؤتمنة، وهي مملوكة لبورصة نيويورك والبورصة الأمريكية.

لقد عرفت بورصات الأوراق المالية انتعاشاً لدى الدول المتقدمة نتيجة تحكّمها في مختلف القواعد وإجراءات التي تتعامل بها في هذه الأماكن المنظمة نتيجة التطورات الحاصلة في مجال المعلوماتية، لكن بالمقابل انهارت بورصات الدول المتخلفة التي تمتاز بسوء تسييرها ونتيجة الخلل الحاصل في بعض قواعد التعامل داخلها.

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مكتبة المعارف، القاهرة، 1999، ص 131.

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

خلاصة الفصل:

لقد عرفت البورصات ارتفاع ورقيا وتروجيا في ميادين مختلف المعاملات بشتى أنواعها، ولا سيما مع تطور التكنولوجيا في نظام المعلوماتية، كل هذا التغير في الأسواق المالية المنظمة أدى بنا إلى التوصل إلى النتائج التالية:

✓ البورصة تقوم على تحقيق النفع الفوري والجماعي ففشلها يؤدي إلى خسارة جل المتعاملين مما يؤثر سلبا على الاقتصاد لهذا فتوفر الشفافية في المعاملات شرط أساسي وضرورة حتمية لتحفيز المستثمر على الدخول للبورصة.

✓ أصبحت الأوامر التي يصدرها العملاء تمتاز بالشفافية والوضوح، مما أدى إلى تقليل وتخفيف تكاليف تنفيذ تلك الأوامر.

✓ كثرة العمليات والصفقات التي ترم هناك صعبت من تنظيم البورصات لهذا تتطلب عمليات الإصدار إعدادا تقنيا وبشريا هائلا.

فالمعاملات التي تتم داخل البورصة بين المستثمرين والمدخرين أو المشترين للأوراق المالية و البائعين لها يكون بينهم وسيط هذا الأخير الذي سيتم التطرق إليه في الفصل الثالث ومعرفة الوساطة المالية في البورصة.

الفصل الثالث:
الوساطة المالية في البورصة

تمهيد الفصل:

ان واقع الحياة في العصر الحديث يملئ على الوحدات الاقتصادية أفرادا وشركات أعمال وقطاعات وحكومات التعامل مع ظاهرة في الحياة المعاصرة هي ظاهرة الوساطة المالية، فأصبحت الحاجة إلى ظهور أطراف جديدة، مهمتها جمع الأموال وإعادة توزيعها.

ومن هنا تظهر الوساطة المالية في البورصة أنها حلقة ربط بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، وسط هذا المحيط المتغير والمتنوع، وهذا راجع للمكانة التي تحتلها الوساطة المالية ضمن اقتصاديات العالم المختلفة، حيث اتجهت معظم البلدان الى سن العديد من القوانين التي تعمل على تنظيم ومراقبة هذه المهنة من جهة، ومن جهة أخرى إتاحة المجال لعدد أكبر من المؤسسات لتقدم خدماتها المالية المتنوعة، وخاصة من خلال البورصات.

ان هذه الظاهرة تطورت عبر التاريخ لتصل إلى ما وصلت إليه الآن على مستوى الآليات والأدوات والبعد الجغرافي والمحلي لنشاطها، ولذلك لابد من توضيح هذه الظاهرة من خلال التعرف على الوساطة المالية وتطورها وكذا أنواعها والوسطاء الماليين والأوامر التي ينفذها من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية وتطورها

المبحث الثاني: أنواع الوساطة المالية ووظائفها

المبحث الثالث: طبيعة الوساطة المالية

المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية وتطورها

إن الحاجة من الوساطة المالية نابعة من واقع تفاوت الأفراد وكذا المعرفة والمهارة والثروة أيضا، فهناك الثري الذي لا يعرف كيف ينمي ثروته وفي الجهة المقابلة يوجد الفرد الذي يملك المهارة والخبرة التجارية لكنه لا يملك رأس المال ومن هنا تنشأ فرصة لطرف ثالث يقرب بين الطرفين ويملك ثقتهم. وهذا خاصة إذا كان الأول بعيد كل البعد عن الثاني، حيث يقوم الطرف الثالث (الوسيط المالي) بإشباع حاجة كلا الطرفين في مقابل ربح متفق عليه، وبالتالي يكون الأطراف الثلاثة قد استفادوا من هذه الوساطة مما ينعكس ذلك بالإيجاب على الاقتصاد ككل.

وتعتبر الوساطة في عمليات البورصة من أهم جوانب الوساطة المالية التي ينبغي التعرض لها، خاصة وان لها دور فعال في تنمية وتنشيط التعاملات المالية في البورصة. وحتى نتعرف على ماهية الوساطة المالية وتطورها تم التطرق إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: تطور الوساطة المالية

ان الوساطة المالية وجدت منذ القدم عند الإغريق والرومان الذين كانوا من رواد الفن المصرفي ولكنها لم تكن بالمفهوم الواسع الذي تعرفه الآن حيث لم تمارس هذه الهيئات — إن أمكن تسميتها — الإقراض للغير بالفائدة إلا في نطاق محدود جدا. وفي القرون الوسطى حيث كان التجار وغيرهم يقومون بالاحتفاظ بالفائض من النقود المعدنية ذهبية كانت أو فضية لدى الصيارفة مقابل إيصال أو تعهد، حيث يعتبرون هم أصحاب الفائض أي الطرف الأول للوساطة، ومن الناحية الأخرى استخدام الصيارفة النقود المعدنية المدوع لديها في إعطاء قروض بعد ما تأكدوا من أن أصحابها لن يقوموا بطلبها بصورة جماعية وذلك انطلاقا من خبرتهم في هذا المجال، وكانت القروض تزيد في قيمتها على قيمة النقود المعدنية المكدسة لديهم مقابل حصولهم على فوائد من المقترضين، وهم يمثلون الطرف الثاني من الوساطة المالية.¹

وقبل أكثر من مائتي عام لم يكن شارع وول ستريت في الولايات المتحدة الأمريكية سوى شارع ترابي صغير، وهناك في ذلك الشارع وعلى الأرصفة الممتدة في البحر بدأ سوق الأسهم يعمل ببطء.²

وكانت الأوراق المالية المتداولة — آنذاك — عبارة عن فواتير الشحن بقيمة البضائع المحملة على السفن، ولم يكن هناك أوراق نقدية لتغطية عملية الشراء والبيع،³ ولكن كانت وحدة التعامل المتعارف عليها عالميا << في ذلك الوقت الفضة >>⁴ نظرا لعدم الحاجة إلى ذلك (عدم الحاجة إلى أوراق مالية)، وذلك بغية تمويل عمليات شراء الشحنات المحملة على ظهر السفن. وفي عام 1789، ونتيجة لتزايد المديونيات أصدر الكونغرس أمرا بالموافقة على إصدار ما قيمته 80 مليون دولار من السندات الحكومية،

¹ - بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخّل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة، 2011_2012، ص 73.

² - خليل الهندي، وأنطوان الناشف، مرجع سبق ذكره، ص: 151، 152.

³ - Salima nachnach, **Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale**, Revue : Publiée par le laboratoire des Reformes Economiques Développement et Stratégies d'Intégration en Economie Mondial (Ecole Supérieure de Commerce Alger), 2009, p:43.

⁴ - خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 47.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

وبعد بضع سنوات تم طرح سهم أول بنك في الولايات المتحدة للاكتتاب وتبع ذلك ظهور شركات التأمين ثم نشأ نوع من التبادل المنظم. وعلى الرغم من وجود سوق رسمية إلا أنه كانت هناك أوراق مالية للتبادل فيما بين المتعاملين، وأخذت تلك العمليات بالازدهار والنمو.

وفي عام 1792، اجتمع أربعة وعشرون تاجرا ووقعوا ميثاقا فيما بينهم في شارع وول ستريت وشكلوا بذلك بداية سوق نيويورك للأوراق المالية، فقد اتفقوا أن يتبادلوا الأوراق المالية فيما بينهم وفي أوائل سنة 1800 انتقل هؤلاء التجار بعدما أصبحوا معروفين بكونهم أعضاء مجلس إدارة سوق الأوراق المالية في نيويورك إلى ما هو معروف اليوم بسوق وول ستريت. وتوسعت سوق الأوراق المالية وازداد نشاطها إلا أنه في عام 1920 صدر القانون الذي يوجب على المتداولين اتخاذ مكاتب لهم، وكان نظام الاتصال عبارة عن إشارات يدوية تم تطويره من قبل الوسطاء لتسهيل عملية اتصالهم بموظفيهم، حتى أصبح اليوم يعتمد أفضل تقنيات الاتصال. كما تأثرت الدول الأمريكية والأوروبية وسائر الدول الأخرى بنظام الوساطة القائم بأمريكا فأصبحت هذه المهنة منظمة وفق أطر قانونية في معظم الدول.¹

المطلب الثاني: ماهية الوسيط المالي

قبل إعطاء مفهوم الوساطة المالية لابد من تعريف الوسيط المالي من أجل التمييز بينه وبين الوساطة المالية، ومن أهم المصطلحات التي اجتمع إطلاقها على من يمارس الوساطة في البورصة هو السمسار (le courtie) ومن هنا يمكن إعطاء بعض التعاريف الخاصة بالوسيط المالي كما يلي:

يعرف الوسيط المالي على أنه:² "منظمات تصدر التزامات مالية على نفسها (بمعنى أنها تتبع أصول مالية ترتب التزامات مالية على نفسها مقابل النقدية التي تحصل عليها) ثم تستخدم الحصيلة النقدية من هذه الإصدارات _ بصورة أساسية _ في شراء أصول مالية من الغير".

وفي تعريف آخر:³ "الوسيط المالي يمكن أن يكون شخص طبيعي أو معنوي، والوظيفة الأساسية له هي التوسط بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض المالي، ويقوم الوسطاء بوظيفتهم إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، هذه الأخيرة تنقسم فيها الوساطة المالية إلى قسمين هما:

- عرض حق على نفسه تجاه دائنيه بمقابل نقدي.
- خلق حقوق مالية على المقترضين النهائيين (إصدار أصول مالية غير مباشرة).

¹ _ salima nachnach, opcit,p:43.

² - محمد صالح الخناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 80.

³ - خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 48.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

وفي تعريف آخر:¹ الوسيط هو شخص ذو علم ودراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية، يعمل بالبورصة في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري، ويعتبر السمسار مسؤول وضمن لخدمة كل عملية فهو يقوم بدور الوكيل للمستثمر".

تعريف آخر:² الوسيط المالي مؤسسة تتوسط بين المقرضين النهائيين، فالوساطة المالية تسمح لعملية الإقراض والاقتراض بأن تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين، وهكذا تتضمن عملية الوساطة مبادلة ثنائية من الحقوق المالية، حيث يعرض الوسيط حقا على نفسه تجاه دائنيه بمقابل نقدي، مستعملا النقود التي حصل عليها من ذلك في خلق حقوق مالية على المقرضين النهائيين".

من خلال التعاريف يمكن استنتاج ما يلي:

- الوسيط المالي هو شخص طبيعي أو معنوي؛
- يقتض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين؛
- يشكل حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار وبين الاستثمار الباحث عن الأموال.

ويشترط في الوسيط إضافة إلى التأهيل والخبرة مجموعة من الشروط نذكر منها:²

- يجب أن يبلغ الوسيط سن معين يختار حسب كل بورصة.
- يجب أن يكون الوسيط مقيد في البورصة.
- أن يكون الوسيط حائز على شهادة تعليم عالي أو شهادة معادلة.
- أن يكون الوسيط قد تابع بنجاح تكوين في مجال التعامل بالقيم المنقولة.
- التحلي بالأمانة، الصدق، المهارة في التعامل وتنفيذ أوامر العملاء.
- يتحلى بميزة الحث: أي الإرادة القوية للنجاح في النشاط.
- أن يتمتع بقدرة فهم وتفسير ردود أفعال الغير.
- أن يكون قادر على البيع وتحقيق الأرباح بجلب أكبر عدد ممكن من العملاء.
- القدرة على الاتصال للتعبير عن أفكاره لتسهيل التعامل مع العملاء.
- الاستقلالية في اتخاذ القرارات والتسيير.

¹ - لميادي نسيم، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الإقتصاد مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة في إطار نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2003_2004، ص 28.

² - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 72.

² - حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 1997، ص 460.

المطلب الثالث: تعريف الوساطة المالية وأهميتها

أولاً: تعريف الوساطة المالية

توسع مصطلح الوساطة المالية حيث في القلم كان يعبر عن جمع الودائع وتوزيعها على المتعاملين الاقتصاديين. لكنه تطور واتسع إلى تحويل وسائل الدفع الجامدة والكتابية إلى سائلة في إطار السعي الدائم إلى تلبية حاجاتهم وتحقيق أهدافهم.

وتشير كلمة الوساطة إلى قيام بعض المؤسسات بعملية الحصول على الالتزامات المالية (الأوراق المالية) وإصدارها. بمعنى أن هناك ثلاث فئات تقوم بعملية الوساطة وهم: فئة الفائض المالي (المدخرين أو المقرضين)، فئة العجز المالي (المستثمرين أو المقترضين)، فئة الوسطاء الماليين (المؤسسات المالية).

وللوساطة المالية العديد من التعاريف وفيما يلي أهمها:

التعريف الأول:¹ جاء في دليل الإحصاءات النقدية والمالية الصادرة عن صندوق النقد الدولي أن "الوساطة المالية نشاط إنتاجي تقوم فيه وحدات المؤسسة بتدبير الأموال من خلال تكبد خصومها من حسابها الذاتي بغرض توجيه هذه الأموال إلى وحدات مؤسسة أخرى عن طريق امتلاك أصول مالية".

التعريف الثاني:² "الوساطة المالية تعني عملية جلب موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل: الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى فالمؤسسة المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة".

التعريف الثالث:³ "الوساطة المالية هي عمليات الوسطاء الذين أصبحوا يستثمرون المدخرات المتجمعة لديهم تحت أشكال مختلفة ك شراء المنتجات المالية المتوفرة في الأسواق المالية من أسهم وسندات وغيرها وتحقيق الأرباح من وراء ذلك، أكثر من ذلك فقد أصبح الوسطاء يصدرون أوراق مالية لتمويل عمليات تعود عليهم بالأرباح".

التعريف الرابع:⁴ "الوساطة المالية هو أن تقوم المؤسسات المالية بعملية تحويل الأصول المالية (المدخرات) إلى التزامات ومستحقات مالية (الأوراق المالية) عن طريق بيعها كأوراق ثانوية لفئة الفائض المالي ثم اقراض الأموال المتحصلة لفئة العجز المالي مقابل شراء الأوراق المالية الأولية مسبقاً منهم".

¹ _ salima nachnach,opcit, p:45.

² - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 72.

³ _ Opcit : <http://www.rivane.net/vb/showthread.php?t=4638> consulté le : 12/12/2012 21 : 40.

⁴ - www.kau.edu.sa/.../المالية20%نظام20%الوساطة/ consulté le : 25/02 /2013 14 : 22.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

التعريف الخامس:¹ "الوساطة المالية هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقرضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، وبهذه الطريقة تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما وأهدافهما المستقبلية".

من التعاريف السابقة نستنتج أن الوساطة المالية هي:

- وحدة اقتصادية تقوم بنشاط انتاجي؛
- جلب موارد مالية من أحد وحدات اقتصادية بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى؛
- قيام المؤسسات المالية بعملية تحويل المدخرات إلى التزامات؛
- وظيفتها الأساسية هي شراء الأوراق المالية من المقرضين النهائيين وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقرضين النهائيين.

ثانيا: أهمية الوساطة المالية

إن وجود الوساطة المالية في اقتصاد اليوم يعد ضرورة حيوية ليس فقط لكونها متعامل اقتصادي مهم، ولكن لكونها قد سمحت بإيجاد حلول للعديد من المشكلات المرتبطة بالتمويل. وفي الحقيقة يمكن تسجيل أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لكل من أطراف التمويل وكذا الاقتصاد القومي ككل وذلك كما يلي:²

1 _ بالنسبة لأصحاب الفائض المالي

- بالنسبة لهذه الفئة من الأفراد سمحت الوساطة المالية بتحقيق مزايا عديدة، نذكر أهمها فيما يلي:
- _ مصداقية الوسيط المالي مضمونة، وليس السبب في ذلك يتمثل في حجم السيولة التي يسيرها فحسب، ولكن بصفة رئيسية نظرا للقوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين، فأموال المودع هي إذا مأمونة الحفظ، وهو ما لا يتوفر دائما في حالة علاقة التمويل المباشرة.
- _ يتيح وجود الوساطة المالية لصاحب الفائض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت. فالمؤسسات المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة مثل هذه الاحتمالات.
- _ يتجنب صاحب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر. فالمؤسسة المالية الوسيطة نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة، ومن مركز مالي قوي، تكون على العموم في وضعية مالية تسمح لها بتنفيذ كل التزاماتها تجاه المودعين الذين تعتبر ودائعهم مبالغ صغيرة مقارنة بما يحتفظ به من حوزتها.
- _ يعنى وجود الوساطة المالية أصحاب الفائض المالي من إنفاق الوقت والجهد في البحث عن المقرضين المحتملين. فهم يعرفون مسبقا الجهات التي يودعون فيها أموالهم فالوساطة المالية بحكم طبيعتها نشاطها تتيح إمكانية مستمرة لقبول الأموال في أي وقت.

¹ - <http://hamaeconomics.site-forums.com/t4792-topic#ixzz259ntuKkI> consulté le : 9/12/2012 10:56

² _ opcit : <http://www.rivane.net/vb/showthread.php?t=4638> consulté le : 12/12/2012 21:40 p 7_10

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

2_ بالنسبة لأصحاب العجز المالي

الوساطة المالية لا توفر مثل هذه الخدمات لأصحاب الفائض المالي فقط، بل قد تسدي خدمات أخرى إلى أصحاب العجز المالي وليس مبالغة فيها. فإذا قلنا أن هؤلاء هم المرير الأول لوجود الوساطة المالية ولا معنى في الواقع لهذه الوساطة المالية إذا لم يكن هناك من يطلب خدماتها. كما يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في الجوانب التالية¹:

— توفر الوساطة المالية الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي. وهي تحقق نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة التي تجمعها بطريقة مستمرة فإن هناك تيارات من الودائع والأموال المطلوبة من طرف أصحاب العجز المالي وتكون دائما متوفرة في الوقت المناسب.

— يجنب وجود الوساطة المالية المقترض مشقة البحث عن اصحاب الفوائض المالية على افتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة. فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم.

— كما أن وجود الوساطة المالية يسمح بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا، فعلاقة التمويل المباشر تدفع المقرضين إلى فرض فوائد مرتفعة ترتبط بحجم المخاطر العالية وبمدة تجميد الأموال. ولكن نظرا للتقنيات العالية المستعملة من طرف الوساطة المالية، والاستفادة من وفرة الحجم من جهة أخرى، ورمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة أخرى، ورمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة ثالثة، تجعل الفوائد المفروضة على القروض ليست مرتفعة بالشكل الموجود في علاقة التمويل المباشرة.

3_ بالنسبة للوساطة المالية ذاتها

إذا كانت الوساطة المالية تؤدي كل هذه الخدمات لأصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، في الواقع فهي تستفيد من كل هذا بمقابل عن طريق الكثير من المكاسب، يمكن ذكر أهمها فيما يلي²:

— تستفيد أولا من الفائدة على القروض وتعتبر هذه الفائدة من المداخل التي تعظم عائدها، وهي بذلك الأساس الذي تقوم عليه نشاطها.

— إستعمال موارد غير مكلفة في الغالب، فالودائع الجارية هي الجزء الغالب في موارد الوساطة المالية و يجب أن نعلم أن هذا النوع من الودائع لا يكلفها أي شيء حيث أن معظم الأنظمة النقدية العالمية تمنح فوائد على هذا النوع من الودائع.

يسمح الحصول على ودائع للوساطة المالية بتوسيع قدرتها على منح القروض وذلك بإنشاء نقود الودائع. ويعني هذا أن البنوك تستطيع أن تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه حقيقة من الودائع. وهو بطبيعة الحال أمر يزيد من إمكانياتها في زيادة الأرباح.

4_ بالنسبة للاقتصاد ككل

إذا كانت الوساطة المالية قد سمحت لأصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي بتفادي الكثير من المصاعب، فإن الاقتصاد يستفيد بدوره من وجود الوساطة المالية في الكثير من الجوانب نذكر منها:

— تفادي احتمالات عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، لذلك فإن وجود مثل هذا التعارض في الرغبات سواء من حيث الوقت أو المبلغ سوف يؤدي إلى خلق الكثير من الاختلافات في الأداء الاقتصادي. والوساطة المالية وحدها بإمكانها أن تسمح بتفادي كل هذه المشكلات.

¹ - سامي خليل، النقود والبنوك، كلية الاقتصاد، القاهرة، 2008، ص 61.

² - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، صص: 78، 79.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

2_ بالنسبة لأصحاب العجز المالي

الوساطة المالية لا توفر مثل هذه الخدمات لأصحاب الفائض المالي فقط، بل قد تسدي خدمات أخرى إلى أصحاب العجز المالي وليس مبالغة فيها. فإذا قلنا أن هؤلاء هم المرر الأول لوجود الوساطة المالية ولا معنى في الواقع لهذه الوساطة المالية إذا لم يكن هناك من يطلب خدماتها. كما يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في الجوانب التالية¹:

— توفر الوساطة المالية الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي. وهي تحقق نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة التي تجمعها بطريقة مستمرة فإن هناك تيارات من الودائع والأموال المطلوبة من طرف أصحاب العجز المالي وتكون دائما متوفرة في الوقت المناسب.

— يجنب وجود الوساطة المالية المقترض مشقة البحث عن اصحاب الفوائض المالية على افتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة. فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم.

— كما أن وجود الوساطة المالية يسمح بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا، فعلاقة التمويل المباشر تدفع المقرضين إلى فرض فوائد مرتفعة ترتبط بحجم المخاطر العالية وبمدة تجميد الأموال. ولكن نظرا للتقنيات العالية المستعملة من طرف الوساطة المالية، والاستفادة من وفرة الحجم من جهة أخرى، ورمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة أخرى، ورمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة ثالثة، تجعل الفوائد المفروضة على القروض ليست مرتفعة بالشكل الموجود في علاقة التمويل المباشرة.

3_ بالنسبة للوساطة المالية ذاتها

إذا كانت الوساطة المالية تؤدي كل هذه الخدمات لأصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، في الواقع فهي تستفيد من كل هذا بمقابل عن طريق الكثير من المكاسب، يمكن ذكر أهمها فيما يلي²:

— تستفيد أولا من الفائدة على القروض وتعتبر هذه الفائدة من المداخل التي تعظم عائدها، وهي بذلك الأساس الذي تقوم عليه نشاطها.

— إستعمال موارد غير مكلفة في الغالب، فالودائع الجارية هي الجزء الغالب في موارد الوساطة المالية و يجب أن نعلم أن هذا النوع من الودائع لا يكلفها أي شيء حيث أن معظم الأنظمة النقدية العالمية تمنح فوائد على هذا النوع من الودائع. يسمح الحصول على ودائع للوساطة المالية بتوسيع قدرتها على منح القروض وذلك بإنشاء نقود الودائع. ويعني هذا أن البنوك تستطيع أن تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه حقيقة من الودائع. وهو بطبيعة الحال أمر يزيد من إمكانيتها في زيادة الأرباح.

4_ بالنسبة للاقتصاد ككل

إذا كانت الوساطة المالية قد سمحت لأصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي بتفادي الكثير من المصاعب، فإن الاقتصاد يستفيد بدوره من وجود الوساطة المالية في الكثير من الجوانب نذكر منها:

— تفادي احتمالات عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، لذلك فإن وجود مثل هذا التعارض في الرغبات سواء من حيث الوقت أو المبلغ سوف يؤدي إلى خلق الكثير من الاختلافات في الأداء الاقتصادي. والوساطة المالية وحدها بإمكانها أن تسمح بتفادي كل هذه المشكلات.

¹ - سامي خليل، النقود والبنوك، كلية الاقتصاد، القاهرة، 2008، ص 61.

² - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، صص: 78، 79.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

— يسمح وجود الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة الإذخارات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.

— تقلص اللجوء إلى الاصدار النقدي الجديد ذوا الطبيعة التضخمية بتعبئة السيولة الموجودة، ولكن القدرة على هذه التعبئة ترتبط إلى حد كبير بمدى فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها كجامعة للأموال.

ثالثا: وظائف الوساطة المالية

إن وجود الوسطاء الماليين في النظم المالية المعاصرة يترتب عليه بشكل أو بآخر تحقيق وفورات اقتصادية تعمل على تقليل حجم العائد الاقتصادي الذي يحدث في حالة عدم وجودها، كما أنها تقلل من حجم المخاطر أمام راغبي الاستثمار وهيئتهم أفضل ظروف يمكن أن يوقفوا في ظلها بين السيولة والرغبة، ناهيك بالطبع عن وظيفتهم وهي توفير وخلق الأموال القابلة للإقراض. ومن أجل تسهيل هذه العمليات فالوسطاء الماليون يطورون المبادلات بكميات كبيرة (إجمالية) وباحترافية كما يلعبون دورا أساسيا في تحصيل البيانات وبالتالي تحسين وتوفير المعلومات بالإضافة إلى تخفيض التكاليف وكل هذه الوظائف ستتطرق لها بالتفصيل فيما يلي:¹

1- تقديم المعلومات المالية وتحليلها:

إن العديد من الأفراد الذين ليست لهم المعرفة الكاملة بشؤون الأوراق المالية، قد يجدون من المرهق لهم (سواء في صورة ضياع المال أو الوقت) أن يقوموا بجمع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الأوراق المالية غير المباشرة خصوصا إذا كانت ما لديهم مجرد مبالغ نقدية صغيرة يرغبون استثمارها ومن هنا يأتي دور الوسطاء الماليين، فهم يستطيعون الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي (وهو ما لا يستطيع المدخر العادي عمله بإمكانياته)، وستكون تكلفة استخدام هؤلاء الخبراء بالطبع منخفضة جدا إذا ما تم توزيعها على الحجم الكبير والمتنوع من الأصول التي يجمعونها ويحللون المعلومات الخاصة بها، فضلا عن ذلك، يدعي بعض الوسطاء أن الاستعانة هؤلاء الخبراء يمكنهم من اتخاذ قرارات أفضل كثيرا من تلك القرارات التي كان أصحاب المدخرات سوف يتخذونها بأنفسهم، وغالبا ما تصادف صحة هذا الادعاء ولو جزئيا، وحتى إذا لم يكن هذا صحيحا في بعض الحالات، فالأمر المؤكد هو أن تكلفة جمع وتحليل البيانات من قبل الوسطاء الماليين تكون غالبا أقل مما لو قام بذلك المدخرون الأصليون.

2- تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة:

ويقصد بها التكاليف التي تنطوي عليها عمليات شراء الأصول المالية المباشرة والاحتفاظ بها وبيعها، وهنا يستطيع الوسطاء الماليون تحقيق وفورات اقتصادية في ناحيتين، ناحية حجم العمليات المالية التي يقومون بها، وناحية عدد مرات قيامهم بهذه العمليات.

● بالنسبة للناحية الأولى نجد أن الوسطاء يكون حجم عملياتهم كبيرا فإن توزيع التكاليف المصاحبة لهذه العمليات على هذا الحجم الكبير من الأصول المتعامل فيها يجعل نصيب كل واحد من هذه الأصول (الأوراق المباعة والمشتراة) من

¹ — خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 52.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

إجمالي هذه التكاليف (التكلفة المتوسطة) صغيرا جدا بالمقارنة مع التكلفة المتوسطة التي تتحملها كل وحدة من الأصول (الأوراق المالية) في العمليات الصغيرة المناظرة التي يقوم بها المدخرون النهائيون بأنفسهم.

• أما بالنسبة للناحية الثانية فنجد أن عدد المرات التي يقوم فيها الوسطاء الماليون بعمليات شراء أو بيع أصول مالية يكون أقل من عدد المرات التي يقوم فيها المدخرون النهائيون بعمليات متشابهة، وبالطبع فإن تخفيض عدد العمليات يعني تخفيضا في تكاليف القيام بها، والسبب في انخفاض عدد عمليات التي يقوم بها الوسطاء الماليون عما يقوم به المدخرون النهائيون هو أن المدخر النهائي يتعين عليه أن يبيع قدرا من الأصول المالية التي في حوزته كلما اضطرت حاجته إلى السيولة في تحرير جزء من أرصده المحبوسة في تلك الأصول، وطبعاً نتوقع أن يتكرر ذلك كثيرا. أما الوسيط المالي فلا يقوم بمثل هذه العمليات عددا كبيرا من المرات، لأن حاجته إلى السيولة لا تكون مفاجئة ومتكررة فضلا على أنه يتوقع باستمرار أن التيارات النقدية المتدفقة إليه (متحصلاته الكلية) تكون كافية لسد حاجته إلى السيولة. ومن ثم لا يضطر إلى إحداث نقص صافي في أصوله الكلية عن طريق بيع مقادير منها بصفة مستمرة وبالصورة التي يكرها المدخرون النهائيون.¹

3- توفير الائتمان وتقديمه إلى راغبيه:

ارتبط ظهور الوسطاء الماليين في البداية بعملية نقل فوائض المدخرين (الوحدات ذات الفائض) إلى المستثمرين والمستهلكين (الوحدات ذات العجز)، ثم مع تزايد الحاجات الاقتصادية إلى الائتمان تطورت وظيفة الوسطاء الماليين فلم تعد تنصب فقط على تسهيل عمليات الائتمان المباشر. بل أصبحت تحاول توفير مقادير إضافية جديدة (خلق دين جديد) عن طريق خلق (إصدار) الأصول المالية المباشرة، ومن معاد القول أن الوسطاء الماليين يعملون بهذا على سد الفجوة بين الإنتاج والاستهلاك وهو كما رأينا شرط لضمان نمو الدخل القومي بمعدل مستقر ولقد كان هذا التحول في طبيعة وظيفة الوساطة المالية من الناحية العملية مقترنا بتحول على مستوى الفكر النظري أيضا،² فلقد كانت النظرية الكلاسيكية تنظر إلى القطاع المالي - بصفة عامة - على أنه مجرد قطاع محايد كل ما يقوم به هو جمع الموارد المالية ليمول بها القطاعات الإنتاجية حسب إنتاجيتها ولقد ظل الفكر الاقتصادي أسير هذه التعاليم، حتى ظهر كينز وحاول مرة جذب الانتباه حول أهمية القطاع المالي، حيث قرر أن التوازن العام للاقتصاد القومي لا يتحقق إلا إذا تحقق التوازن العام في مختلف القطاعات بما فيها القطاع المالي، فشرط التوازن العام في النظرية الكينزية هو توازن سوق النقد والمال وسوق الإنتاج وسوق العمل، وفي الآونة الأخيرة ظهرت كتابات مختلفة تؤكد على أهمية السوق المالي وتظهر بوضوح الكيفية التي يرتبط بها التطور الاقتصادي للسوق بتطوره المالي كما تظهر ارتباط كمية النقود ورأس المال العامل من جهة بحجم الناتج القومي وثروة الأفراد من جهة أخرى.

4- توفير السيولة وتدنية المخاطر:

يتميز الوسطاء الماليون بأنهم يخلقون سيولة حيث يجعلون من الممكن للمقرضين أن يقرضوا قسيرا الأجل والمقترضين طويلا الأجل. ورغم حقيقة أنهم استخدموا أموال المودعين لتقدم قروض طويلة الأجل فإنهم يستطيعون أن يعدوا المودعين

¹ - مرجع سابق، ص 53.

² - بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص 80.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

بأنهم يستطيعون سحب ودائعهم في أي وقت، ولو أن لديها عدد من المودعين الأفراد الصغار ذوي القرارات المفصلة حول ما إذا كانوا سيسحبون ودائعهم أم لا، حيث لا ترتبط قراراتهم حول سحب ودائعهم أم لا ومن ثم يستطيع البنك مثلاً أن يتنبأ على نحو جيد بالتوزيع الاحتمالي لمسحوبات الودائع في أي وقت ويحتفظون بإحتياطيات صغيرة الحجم لمواجهة المسحوبات.

ومع ذلك فإن هذا الوضع الجيد للعمل لا يستمر هكذا دائماً، فافتراض على سبيل المثال أن يخشى العامة أن بنكا ما مثلاً سيفلس، فإن عدداً كبيراً من المودعين غير المؤمنين سيحاولون أن يسحبوا ودائعهم على نطاق واسع.¹

أما الفائدة الأخرى فتكمن في تدنية المخاطر فالمدخر النهائي مهما كانت قيمة الفوائض المتاحة لديه لغرض الاستثمار لن تمكنه إلا من شراء عدد صغير من الأصول غير المتنوعة، وبالتالي فإن حجم المخاطرة الذي يواجهه كبير إذا ما حدث وانخفضت أسعارها السوقية وأراد التخلص منها قبل استحقاقها، فإن الوسيط المالي نظراً لما يستطيع أن يجمعه من فوائض يصبح حجمها في النهاية كبيراً جداً، فإنه يستطيع شراء أحجام كبيرة ومتنوعة من الأصول، وهو بهذا يحقق قدراً من الأمان ضد مخاطر انخفاض قيمة بعضها نظراً لاحتمال أن ترتفع قيمة البعض الآخر في نفس الوقت مما يلغي الأثر الأول.

فضلاً على أن الوسطاء الماليين كما ذكرنا من قبل يستطيعون بإمكانياتهم الكبيرة لأن يستخدموا أخصائيين في المجال المالي من ذوي الكفاءات العالية التي تعنى بتحليل الائتمان ووضع المعايير المناسبة لتقييم المقترضين، ولذلك فإن الذي يقتني أصولاً مالية لوسيط مالي يعرف أنه يجوز دينا في مواجهة وسيط تتميز بحفظه أوراقه بالتنوع الذي يديني حجم المخاطرة المحتملة وهو أمر غالباً ما لا يستطيع المدخر نفسه تحقيقه بمعرفته.²

المبحث الثاني: أنواع الوساطة المالية وأسباب ظهورها

تقوم بوظيفة الوساطة المالية أنواع عديدة من المؤسسات المالية التي تختلف أساساً من حيث الوظائف الأساسية للوساطة المذكورة وتكمن الخصائص المميزة لهذه المؤسسات في طبيعة الحقوق والخدمات التي تتيحها للدائنين وفي طبيعة الحقوق التي تحصل عليها والخدمات التي تقدمها للمقترضين، وعليه فإن هناك من هذه الناحية اختلافات كبيرة بين الوسطاء الماليين بأن ذلك لا يمثل وضعاً ثابتاً أو ساكناً. حيث تنمو هذه المؤسسات وتنوع خدماتها باستمرار. وقد كان (Gurley) غيرلي و (chaw) شاو من بين الأوائل الذين بحثوا موضوع المؤسسات المالية الوسيطة، وقد صنفوها إلى مجموعتين رئيسيتين:³ وسطاء النظام النقدي (Monetary system Intermediaries)، والوسطاء غير النقديين (Non-Monetary Intermediaries)

وكانت تصنف مؤسسات الوساطة المالية إلى مجموعتين رئيسيتين هما الوسطاء النقديون، والوسطاء غير النقديون، ولكن مع التطور الذي حصل خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين بالنسبة لاختصاصات الوسطاء الماليين أصبحت مؤسسات الوساطة المالية تصنف إلى:

أولاً: المؤسسات الوداعية (Depository Institution)

¹ - خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص: 53، 54.

² - مرجع سابق، ص: 54، 55.

³ - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص: 70، 74.

ثانيا: المؤسسات غير الوداعية (Depository non Institution)

ومغزى هذا التمييز يقوم على اعتبار المؤسسات الوداعية فريدة من حيث أن الالتزامات المالية غير المباشرة التي تصدرها بشكل ودائع هي وسيلة دفع، وبالتالي فإنها تعتبر نقودا من حيث الالتزامات غير المباشرة لجميع الوسطاء الآخرين لا تقبل عموما كوسائل دفع وبالتالي فإنها ليست نقودا.

المطلب الأول: المؤسسات الوداعية

وهي مؤسسات مالية تصدر مطالبات أو حقوق ذات قيمة ثابتة على نفسها، وهي تشمل الودائع تحت الطلب (الشيك) والودائع لأجل، وتقوم هذه المؤسسات بدور هام في عملية خلق الودائع وجاء هذا المطلب للتعرف على أنواع المؤسسات الوداعية من خلال العناصر التالية:¹

- البنوك التجارية؛
- مؤسسات الادخار والإقراض؛
- بنوك الادخار؛
- إتحاد الائتمان.

1_ البنوك التجارية: (Commercial Bank)

البنوك هي احد مكونات سوق المال، بل إنها تعتبر من أهم الوسطاء الماليين، فالبنوك بصفة عامة وعلى اختلاف أنواعها ظلت تجذب إليها الجزء الأكبر من المدخرات وتستحوذ على أكبر نسبة من حجم ما تقدمه من تسهيلات ائتمانية.

تعتبر البنوك احد أهم المؤسسات المالية المؤهلة للقيام بدور الوساطة في العمليات البورصية وذلك راجع لأصل عملها الطبيعي والتقليدي الذي يتمثل في الوساطة بين طائفتين رئيسيتين من الأفراد: المقرضين أو المودعين والمقترضين، وقد تم تعريف البنك على أنه "منشأة تنصب عملياتها الرئيسية على تجميع النقود الفائضة عن حاجة الجمهور ومنشآت الأعمال أو الدولة بغرض إقراضها للآخرين وفق أسس معينة".²

ويقصد بالبنوك التجارية:³ تلك البنوك التي تقبل ودائع الأفراد وتلتزم بدفعها عند الطلب أو في موعد يتفق عليه، والتي تمنح القروض قصيرة الأجل وهي القروض التي لا تزيد مدتها عن سنة، ويطلق عليها أحيانا (بنوك الودائع)، وقد اكتسبت البنوك التجارية منذ نشأتها ثقة كبيرة لما تقوم به من الوفاء بالتزاماتها عند الطلب.

¹ - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 84.

² - شاكور القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون طبعة، 2006، ص 35.

³ - مجدي محمود شيهاب، اقتصاديات النقود والمال، النظرية والمؤسسات النقدية "بورصة الأوراق المالية في مصر" نشأة وتطور النظام المصرفي المصري، بدون دار النشر، 2002، ص 193.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

وقد تطور دور البنوك التجارية تطوراً كبيراً في مجال الوساطة المالية فبعد أن كان الاتجاه التقليدي في بداية الأمر يقضي بأن تقتصر البنوك التجارية على تقديم قروض قصيرة الأجل التي تستحق خلال عام على أن توجه تلك القروض إلى أغراض الإنتاج الحقيقي أي إنتاج السلع. وأصبح اليوم الفكر الحديث في إصدار سندات طويلة الأجل تطرح للبيع في أسواق رأس المال، حيث يمكن أن تستخدم حصيلتها في تغطية القروض قصيرة الأجل التي يتقدم بطلبها العملاء، ويعد هذا الاتجاه الحديث تطبيقاً لنظرية إدارة الخصوم والتي تقضي بأن السيولة لا تتوقف فقط على فترة استحقاق القروض أو على ما يمتلكه البنك من أوراق مالية سهلة التحويل إلى نقدية، بل تتوقف كذلك على إمكانية البنك في الحصول على موارد مالية من مصادر خارجية مثل إصدار السندات.¹

وتعتبر البنوك التجارية أقدم البنوك نشأة، ومن ثم فهي تمثل الركيزة الأساسية للنظام المصرفي، أي نستطيع القول أنه إذا لم توجد في النظام المصرفي بنوك تجارية فلا يمكن القول بأن هناك نظاماً مصرفياً حقاً.²

كما تتمثل الوظيفة الأساسية للبنوك هي تلقي الودائع الجارية من الأفراد والمؤسسات وبالتالي إنشاء نقود الودائع، كما تقوم بمنح القروض بشتى أنواعها³، ولا تعتمد هذه البنوك على رؤوس أموالها وإنما تعتمد على المتلقاة من الغير على شكل ودائع⁴، وهذا ما أكسبها وصف المؤسسات المالية النقدية.⁵

الخدمات التي تؤديها البنوك التجارية:⁶

استمرت الخدمات التي تقوم بها البنوك التجارية بعد أن ظهر التخصص في الأعمال المصرفية وأصبح لكل نوع منها أعمال محددة تقوم بها كما أن لهذه البنوك علاقة مباشرة بسوق الأوراق المالية والبورصة كما يلي:

- القيام بخدمات الأوراق المالية لحساب عملاءه، ويقصد بذلك شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات لحساب العملاء وحفظها لهم وتحصيل كوبوناتها في وقت استحقاقها.

- القيام بعمليات أمناء الاستثمار لحساب العملاء وهي من الخدمات الحديثة التي تقوم بها البنوك، فينشئ البنك التجاري إدارة خاصة به مهمتها القيام بعمليات استثمار نيابة عن العملاء من توظيف وإدارة الأموال ويطلب هذه الخدمة عادة جمهور المتعاملين الذين ليس لديهم الوقت أو الخبرة الكافية لإدارة أموالهم في المشاريع الجديدة أو في الأوراق المالية.

1 - عيجولي خالد، مرجع سبق ذكره، ص 56.

2 - مجدي محمود شيهاب، مرجع سبق ذكره، ص 194.

3 - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك "دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية"، ديوان المطبوعات الجامعية بن عكنون-الجزائر، الطبعة السابعة، 2004، ص 12.

4 _Opcit : <http://www.rivane.net/vb/showthread.php?t=4638> consulté le : 12/12/2012 21 :40.

5 - الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 12.

6 - مجدي محمود شيهاب، مرجع سبق ذكره، ص 194.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

ولم يكن بالأمر السهل أمام البنوك التجارية الدخول في هذا الميدان وإحراز مكانة خاصة في مجال عملها كأمناء استثمار بل واجهتها صعوبات ومنافسة شديدة كما تنوعت مصادرها من جهات أخرى منافسة.

فقد كانت المنافسة الشديدة من المؤسسات الأخرى خاصة منها الوداعية التي تقوم بإدارة أموال العملاء وتستثمرها لهم وتقوم بعمليات نقل ملكية الأسهم والسندات وتسجيلها وتعمل كوصي ومنفذ لما يعهد إليها من خدمات وفي نفس الوقت تنافس البنوك التجارية في صميم عملها وذلك بقبولها الودائع من العملاء ومنحها القروض لهم، ساعدتها في ذلك مرونة نظمها الأساسية التي تحكم عملها وأساليب تشغيلها المتنوعة وتمتعها بإعفاءات ضريبية كبيرة.¹

2_ جمعيات الادخار والإقراض: (Savings and loan Associations)

تعتبر من أهم مؤسسات الادخار والإقراض كما تختلف عن البنوك في كونها معظم قروضها هي قروض رهينة، وتقريبا كل ودائعهم هي ودائع مؤقتة.²

وتتمثل مؤسسات الادخار والإقراض أساسا في أنها تلك المؤسسات التي تعمل على تعبئة الموارد المالية عن طريق قبولها لمختلف أنواع الودائع، كالودائع الادخارية والودائع لأجل والودائع الجارية، وتستخدم هذه المؤسسات الموارد التي لديها في تقديم القروض العقارية بضمان عقارات.

ونظرا إلى كون القروض العقارية التي تمنحها طويلة الأجل (ذات أجل استحقاق يصل إلى 20 أو 25 سنة) فإن معظم هذه المؤسسات قد نمت بشكل كبير عندما كان سعر الفائدة منخفضا منذ عقد الخمسينات حتى نهاية الستينات، وبمجرد ارتفاع معدل الفائدة فقد أدى ذلك إلى ارتفاع تكلفة تعبئة الموارد المالية لديها بالمقارنة بالعائد المحقق من وراء القروض التي تقدمها، وعليه فقد تعرض عدد كبير من المؤسسات إلى الافلاس مما يسمح لهذه المؤسسات بإصدار ودائع جارية (ودائع شبكية) وتقديم القروض للمستهلكين.

وسمح لها أيضا بالدخول في أنشطة كانت مقصورة على البنوك التجارية. كما أصبحت هذه المؤسسات تخضع حاليا إلى متطلبات الاحتياطي القانوني مقابل الودائع التي لديها مثلها في ذلك مثل البنوك التجارية، الأمر الذي ترتب عليه تقارب نشاط مؤسسات الادخار والإقراض من نشاط البنوك التجارية حاليا. ورغم هذا التقارب في النشاط إلا أنهما (البنوك التجارية ومؤسسات الادخار والإقراض) يختلفان من ناحية التراخيص القانونية وطبيعة الودائع والقروض الممنوحة، حيث أن مؤسسات الادخار والإقراض تكون قروضها وودائعها مؤقتة.³

3_ بنوك الادخار: (Savings Banks)

1 - سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار أموال العملاء _دراسة تطبيقية تحليلية_، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2003، ص 17.

2 - عيوي خالد، مرجع سبق ذكره، ص 57.

3 - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 86.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

وهي مؤسسات مالية تشابه إلى حد كبير مع مصارف الادخار والإقراض فهي تقوم بتعبئة الموارد المالية بقبولها للودائع الادخارية وتستخدم هذه الموارد في تقديم العروض العقارية، ولكن هيكل هذه المؤسسات يختلف عن هيكل مصارف الادخار والإقراض في أنها تأخذ شكل تعاونيات يمتلكها المودعون، ولقد تعرضت هذه المؤسسات إلى مشاكل مثل مصارف الادخار والإقراض نتيجة لاقتران نشاطها على تقديم القروض العقارية فقط، ولذا سمح لها القانون حالياً بإصدار ودائع شيكية وتقديم قروض إلى المستهلكين بجانب قروض الرهونات العقارية.

ورغم أن بداياتها كانت بسيطة وذات طابع اجتماعي، إلا أنها تطورت مع الوقت وأصبحت توفر مجموعة من المميزات، كما أن امتلاكها لقائمة متنوعة من الأصول جعلت أصولها غير مركزة إلى حد ما في الرهونات مثلما هو الحال مع المدخرات والقروض. ولكن الرهونات مازالت إلى حد بعيد هي الأصل الرئيسي، والتزامها الرئيسي هو الودائع الوتية.¹

4_ إتحاد الائتمان: (Credit Unions)

تعتبر مؤسسات مالية وهي عبارة عن مؤسسات تعاونية صغيرة للإقراض تم تنظيمها لتشمل مجموعات معينة، فمثلاً يوجد منها إتحاد الائتمان لإتحاد العمال وإتحاد الائتمان لعمال مؤسسة، وتقوم هذه المؤسسات بتعبئة الموارد المالية من الودائع التي يقدمها الأعضاء في الإتحاد في شكل مساهمات، ثم تقوم باستخدام هذه الموارد المالية في تقديم قروض استهلاكية، ولقد سمح القانون في الولايات المتحدة الأمريكية لهذه المؤسسات المالية بفتح حسابات إيداع جارية تتداول باستخدام الشيكات كما يمكنها تقديم قروض عقارية بجانب القروض الاستهلاكية.

وتعد اتحادات الائتمان أصغر أنواع المؤسسات الوداعية، ولكنها الأكثر نمواً ففي عام 1994 كانت أصولها أربع مرات ونصف ما كانت عليه عام 1980 (في الولايات المتحدة الأمريكية).²

المطلب الثاني: المؤسسات غير الوداعية

المؤسسات غير الوداعية أو كما تسمى أيضاً المؤسسات غير النقدية، إن وصفها بأنها غير نقدية لا يعني أنها لا تستعمل النقود ولكن لكون طبيعة مواردها لا تسمح لها بإنشاء النقود على خلاف المؤسسات المالية النقدية، والسبب في عدم قدرتها على إنشاء نقود الودائع هو أنها لا يمكنها من حيث المبدأ لهذه البنوك أن تحصل على ودائع جارية من الجمهور وعليه فإن الجزء الأكبر من مواردها يتشكل بصفة أساسية من رؤوس أموالها الخاصة.

ونظراً لطبيعة مواردها، فإن هذا النوع من الوساطة المالية يقوم بمنح قروض متوسطة وطويلة الأجل، بالإضافة إلى عمليات التوظيف المالي كإصدار السندات المشاركة في مختلف المشاريع والمؤسسات بالحصول على أسهم، وعلى هذا الأساس فهي تقوم بتنفيذ استثمارات طويلة الأجل مستعملة رؤوس أموالها الخاصة،³ ونذكر من أهم هذه المؤسسات:

¹ - عيجولي خالد، مرجع سبق ذكره، ص 58.

² - عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 58، 59.

³ - الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 12، 13.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

1_ مؤسسات الحماية ضد المخاطر (شركات التأمين):

تتخصص فكرة التأمين في الاحتياط للمستقبل والتسلح ضد خطر الخسائر المادية التي تسببها الكوارث التي يمكن أن تقع في المستقبل كالممتلكات وهنا نشأ التأمين على الممتلكات أو ما يطلق عليه التأمينات العامة، أو التي تقع على الإنسان نفسه وهنا نشأ ما يسمى بتأمين الحياة، وأصبح التأمين بشقيه نظام من أهم النظم التي تقوم عليها الحضارة الحديثة.¹

وتحتل شركات التأمين بفضل مختلف الخدمات التي تقدمها من جميع الأموال. وتكوين الإحتياطات المستقبلية والسلع مكانة هامة في الوسط المالي،² ولكنها تلعب دوراً غير مباشر كواحدة من أهم مؤسسات الوساطة المالية، حيث تقوم هذه الشركات بتجميع فوائض الوحدات ذات الفائض في صورة أسهم وأقساط تأمين،³ ولقد امتد نشاطها إلى القيام بدور الوساطة وتقوم شركات التأمين في إطار هذا النشاط بشراء وبيع القيم المنقولة لحساب زبائنها وتسيير حافظات الأوراق المالية واستثمار أموالها عن طريق شراء مختلف الأوراق المالية.⁴ وتنقسم إلى نوعين رئيسيين هما:⁵

* شركات التأمين على الحياة: (Life Insurance companies)

فهي تقدم خدمات مالية عديدة حيث تدفع تأمين محدد المدة أي تأميناً خالصاً وسياسات تأمين أخرى ذات الملامح الادخارية تماماً مثل المعاشات أي التي يتم دفعها بشكل مضمون عند بلوغ سن معينة، وهي تدير أيضاً صناديق المعاشات. وتقدم هذه الشركات مدفوعات طارئة بحكم كونها تقدم تأمين ومعاشات وفيما يتعلق بملامح الادخار في سياسات التأمين، فإنها حين تستثمر المبالغ الزائدة المؤقتة فإنها تعمل كوكالات للمدخر لأنها شركات مشتركة، وتجربة للاستثمار على أنها شركات مساهمة أي شركات يمتلكها مساهمون، ونظراً لأن التزاماتها طويلة الأجل فإنها تستثمر في أصول ليست سائلة مثل السندات طويلة الأجل والأسهم.

* شركات التأمين ضد الكوارث: (Les compagnies d'assurance Ddalkuarth)

تقدم التأمين ضد الحوادث والحرائق والسرقة... من الخسائر ولكي تستطيع هذه الشركات أن تغطي مثل هذه الخسائر فإنها تحوز كميات كبيرة من الأصول المالية، والأصول ذات السيولة الكبيرة.

2_ شركات الاستثمار: (Les sociétés d'investissement)

¹ - شاكراً القزويني، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² - لعبادي نسيم، مرجع سبق ذكره، ص 33.

³ - عيجولي خالد، مرجع سبق ذكره، ص 50.

⁴ - لعبادي نسيم، مرجع سبق ذكره، ص 33.

⁵ - عيجولي خالد، مرجع سبق ذكره، ص 60.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

هي مؤسسات مالية تحصل على رأس المال من خلال بيع الأسهم للأفراد وتستثمر هذه الأموال من قبل ادارة محترفة (ذات خبرة). معظم المساهمين في صناديق الاستثمار هم من صغار المستثمرين أو ليس لديهم خبرة في الاستثمار أو ليس لديهم الوقت الكافي.¹

ويمكن تصنيفها إلى نوعين من الشركات:

* شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: (open-end Companies Investment)

وتسمى الصناديق المشتركة يتم من خلال هذه الصناديق إعادة شراء الأسهم من ملاكها في أي وقت يريد حامل الأسهم، وقد جاءت هذه العبارة (النهاية المفتوحة) على اساس أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدد، لأنه يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم العادية وبيعها وإن كان لا يجوز لها إصدار سندات، بالإضافة إلى ذلك تقدم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة حصص من الأسهم بأي كمية للمستثمرين المرتقبين في أي وقت يشاءون.

وتجدر الإشارة إلى أن الأسهم في هذه الشركات لا تتداول بين الأفراد، بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته من أسهم أو لإصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين.²

* شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة: (closed-end Companies Investment)

حيث يوجد عدد ثابت من الأسهم يتعامل به في البيع والشراء في السوق المفتوحة ويتحدد سعر السهم بناء على الطلب والعرض لأسهم الصندوق.³ فعادة ما تختار شركات أو صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة هياكل رأس مال لا تعتمد فيها كثيرا على الرفع المالي، وعلى النقيض من ذلك فإن هياكل رأس مال الشركة ذات النهاية المغلقة عادة ما تتضمن قدرا كبيرا من الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم.

وتعتبر صناديق الاستثمار شركات تقوم على تجميع مدخرات الراغبين في استثمار أموالهم في الأوراق المالية في وعاء واحد ثم توجيهه في شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة.

ولا تقتصر صناديق الاستثمار على شراء أوراق مالية لشركة واحدة فقط او نوع واحد فقط من الأوراق المالية بل تقوم بالتنوع فيتشكل الصندوق من أسهم شركات مختلفة الأغراض والنشاط ومن سائر الأوراق المالية التي يجوز تداولها بالبورصة،⁴ حيث تختلف الطرق المستخدمة لتحقيق هذا الهدف باختلاف طبيعة كل صندوق، ومن ثم يوجد العديد من صناديق الاستثمار نعرضها فيما يلي:

¹ _ Opcit : www.kau.edu.sa/.../المالية20%نظام20%الوساطة.do consulté le : 25/02 /2013 14 :22

² _ منير ابراهيم المهدي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مكتبة المعارف، القاهرة، 1999، مرجع سبق ذكره، ص 89.

³ _ http://www.google.dz/#q=%D9%832Bdoc&hl=fr&tb= =N&bav=on.2,or_r_gc.r_pw.r_qf. consulté le : 05.01.2013 22:14 .

⁴ _ <http://www.google.dz/#hl=fr&tb=d&output=search&scient=psy> consulté le : 5/01/2013 12 :03 p:9 .

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

1- صناديق الأسهم العادية: حيث تشتمل على الأسهم العادية فقط ومنها:

- صناديق تركز على الشركات الرائدة في مجال معين.
- صناديق تركز على الشركات ذات النمو السريع.
- صناديق تركز على الشركات في منطقة معينة أو ذات سياسات واضحة.
- صناديق تركز على الشركات التي تعطي نسبة منخفضة من الأرباح للمستثمر الجزء الأكبر.¹

2- الصناديق المتوازنة:

تشتمل هذه النوعية من الصناديق على أسهم عادية وأدوات مالية أخرى ذات دخل ثابت مثل السندات، حيث تهدف هذه الصناديق إلى الزيادة الرأسمالية في قيمة الصندوق، وكذلك ضمان تحقيق دخل محدد وتختلف نسبة الأسهم العادية في الصندوق باختلاف أهدافه، فإذا كان الهدف هو تحقيق نسبة مرتفعة من الدخل مع تحمل مخاطر مقبولة فإنه من المتوقع أن ترتفع نسبة الأسهم العادية إزاء النسب الخاصة بالأوراق المالية الأخرى، بينما إذا كان الهدف الأساسي هو تدنية المخاطر فسوف تزيد نسبة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات.²

3- الصناديق المتخصصة:

تتعدد وتنوع الصناديق المتخصصة، فواحد من أهم هذه الصناديق المتخصصة هو صندوق السندات (Bond fund) والذي تطور ونما في السنوات الأخيرة. حيث يتركز اهتمامه الأساسي على توليد دخل من خلال الاستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، يضاف إلى ذلك محاولة زيادة القيمة الرأسمالية للصندوق من خلال إدارة محترفة لمحفظة الصندوق.³

*مزايا صناديق الاستثمار:⁴

1- الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة: ان عملية الاستثمار المباشر في الأسهم تحتاج الى متابعة مستمرة ودقيقة لحركة السوق لما تتضمنه من تغيرات متتابعة لذلك كان على المستثمر المباشر وضع قراراته بنفسه في عمليات البيع والشراء للمحافظة على مستوى مقبول لمخاطر المحفظة وإدارة صناديق الاستثمار من شأنها القيام بكل تلك المهام اضافة الى كونها ستفسر عن تحقيق

¹ _Opcit : www.kau.edu.sa/.../المالية20%نظام20%الوساطة do consulté le : 25/02 /2013 14 :22.

² _ عيجولي خالد، مرجع سبق ذكره، ص 61.

³ _ بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص 92.

⁴ _ Opcit : www.kau.edu.sa/.../المالية20%نظام20%الوساطة do consulté le 25/02 /2013 14 :22 .

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

معدل عائد مرتفع عما سيحققه المستثمر العادي كما يمكنها القيام بإعداد سجل للضرائب أو إعادة استثمار للتوزيعات (الأرباح) المستحقة...

2- التنوع الكفاء: أي قدرتها على تنوع أسهم الصندوق بطريقة تساهم في إنخفاض المخاطر التي يتعرض لها الصندوق فالمستثمر الصغير لا يستطيع شراء أسهم متنوعة من عدة شركات أما من خلال الصندوق الذي يستطيع الدخول في عدة شركات نتيجة قيام الشركة بشراء مئات الأسهم لعدة شركات توزع على المساهمين.

3- المرونة والملائمة: وتمثل في الشركات ذات النهاية المفتوحة حيث يستطيع المستثمر تحويل استثماراته من صندوق إلى آخر مقابل رسوم ضئيلة أو خروجه بالكامل أو تصفية استثماراته على دفعات أو سحب الدخل المتولد وإبقاء رأس المال في الاستثمار...

4- تنشيط حركة أسواق المال: ان خاصية تنوع الاستثمار وانخفاض المخاطر من شأنها تشجيع المستثمرين قليلي الخبرة أو محدودي الدخل في الاستثمار في شركات الاستثمار التي من شأنها أن تنشيط حركة أسواق المال.

* عيوب شركات الاستثمار:

1- تكبدها تكاليف في حالة قيام المستثمر بعملية استثمار قصيرة (مؤقتة)؛

2- ضرورة توفيرها لسيولة ملائمة خاصة في الشركات ذات النهاية المفتوحة (لمواجهة الاسترداد في أي لحظة).

* ادارة صناديق الاستثمار:

تمتلك شركات الاستثمار على تشكيلة مختلفة من الصناديق الاستثمارية تديرها بواسطة سياسة محددة من قبل شركات متخصصة أو شركات تأمين مقابل مكافأة أو عمولة تصل الى 1,5% من قيمة الأصول لذلك فمن مصلحتها أن تعمل على زيادة القيمة الرأسمالية للصندوق وليس زيادة معدل العائد الذي سيدفع للمساهمين.¹

3_ شركات التمويل: (Finance Companies)

على خلاف شركات الاستثمار التي يتمثل حق المستثمر في تشكيلة صندوق من صناديقها ويحصل مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك، فإن شركات التمويل تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات، إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض في بنوك تجارية، أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم القروض القصيرة ومتوسطة الأجل للأفراد ومنشآت الأعمال²، كما تؤجر بعض الأجهزة للمشروعات وتوفر لهم النقود التي تكفلها. ويسمى بعض هذه الشركات بشركات التمويل المحدودة والمملوكة بواسطة صانعي السلع المعمرة مثل الجنرال موتورز، ولقد نمت هذه الشركات على نحو سريع وفي الوقت الحالي

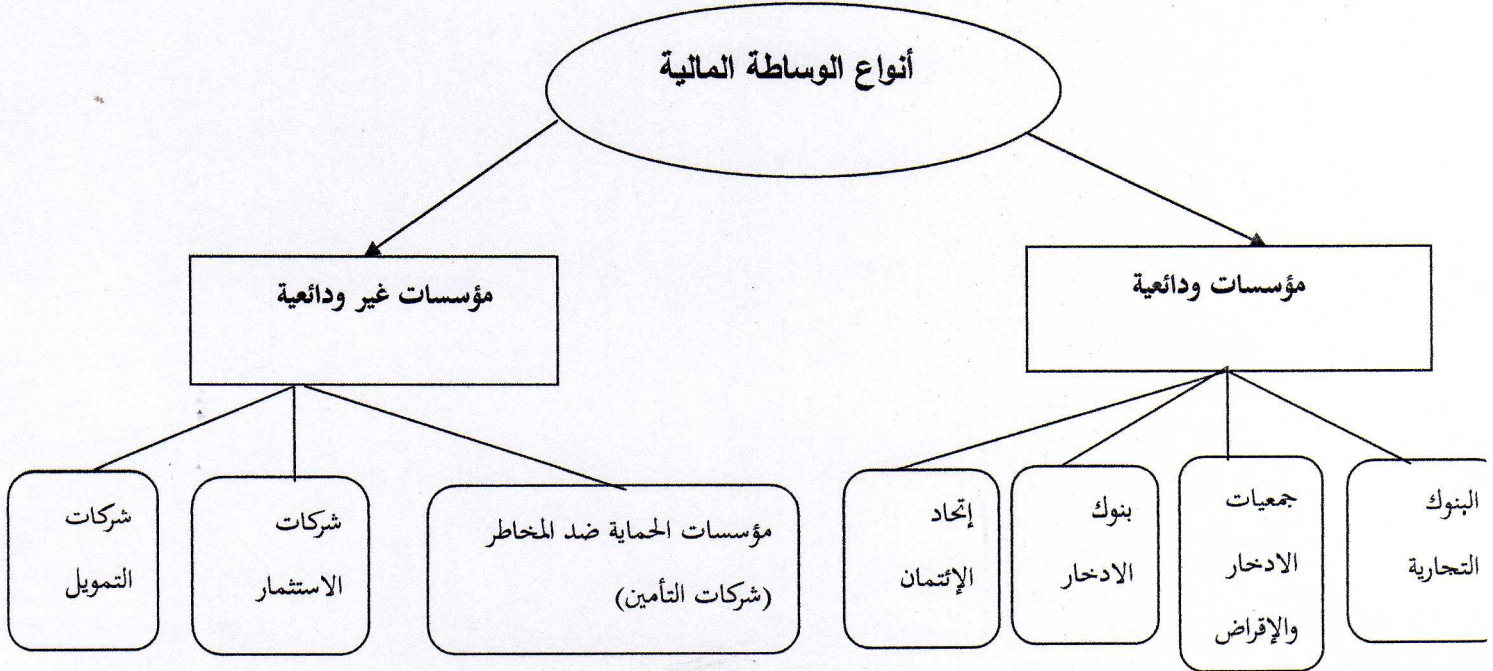
¹ _ Opcit : www.kau.edu.sa/.../الوساطة/20%نظام/20%المالية.do opcit : consulté le : 25/02 /2013 14 :22

² _ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 323.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

فإن الحجم الكلي لقروض أعمالها القائمة يساوي 2/3 من قروض الأعمال التي تقدمها المصارف.¹ والشكل الموالي يوضح أنواع الوساطة المالية التي تم التطرق إليها سابقا:

شكل رقم (3_1): أنواع الوساطة المالية



المصدر: من إعداد الطالبة

المطلب الثالث: أسباب ظهور الوساطة المالية

كما رأينا سابقا فإن الوظيفة الأساسية التي يقوم بها الوسطاء الماليون هي الوساطة بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز، والوحدات الاقتصادية ذات الفائض، أي بين مجموعتين من الأشخاص المقرضين والمقترضين، وهنا قد يتساءل البعض: أولا تستطيع كل مجموعة من المجموعتين القيام بالخدمات التي يقدمها الوسيط بنفسها دون الحاجة إلى تدخله، وبعبارة أخرى أليست الوساطة المالية تكلفة إضافية يمكن الاستغناء عنها؟

ومقدما لا بد أن نتوقع منطقيا أن تكون الإجابة على هذا السؤال بالنفي، وإلا لما احتلت وظيفة الوساطة المالية هذه المكانة العالية ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة، وفي الواقع فإن الكثير من الخدمات التي تقدمها هي خدمات يجد الأفراد العاديين أو المؤسسات أنه من الصعب إن لم يكن من المستحيل قيامهم بها بأنفسهم،² والكثير من المشروعات تجد نفسها عاجزة على الحصول مباشرة على المبالغ الكبيرة التي تحتاجها، ولتغلب على تلك الصعوبة تستطيع اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية التي تتوسط لها

¹ _ عيجولي خالد، مرجع سبق ذكره، ص 63.

² _ بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص 73، 74.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

لدى الجمهور ولو كانت مساهماتهم قليلة، إلا أنها تستطيع تجميع هذه المساهمات لتؤمن في الأخير المبالغ الكبيرة التي تحتاجها هذه المشروعات وهي بهذا تقدم خدمات مختلفة ومفيدة إلى الطرفين.

كما يعتبر جمع وتوظيف الأموال من قبل الوسطاء موضوع اقتصاديات الحجم*، مثل عدد كبير من النشاطات الاقتصادية. يعني هذا أن التكلفة الوحيدة لإنتاج سلعة أو حزمة ما تنخفض كلما ارتفعت الكمية المنتجة، وتنشأ اقتصاديات السلم في الوساطة من مبلغ الأموال المسيرة وذلك لثلاثة أسباب:

1_ كلما ارتفع حجم الصفقات المالية كلما انخفضت تكاليف شراء وبيع الأوراق ومنه تكون نفقات الوساطة من السندات والأسهم نسبياً أقل أهمية إذا طبقت على 1000 ورقة مالية منه إذا طبقت على 10 ورقات.

2_ الوساطة المالية يمكن أن تقضي على عدم قابلية بعض الأوراق الأولية* للجزئية حيث تشتري مؤسسات الوساطة هذه الأوراق مثل سندات الخزينة التي غالباً ما تكون قيمتها الاسمية مرتفعة، وذات مزايا كبيرة ثم تصدر أوراقاً مالية غير مباشرة ذات قيمة اسمية صغيرة، وهذا ما يعود بالفائدة على أصحاب الادخارات الصغيرة بحيث يحصلون على مزايا للأوراق الأولية التي لا يستطيعون تحمل تكلفتها بشراء الأوراق غير المباشرة ذات القيم الاسمية الصغيرة، كما تعود أيضاً بالفائدة على المؤسسات والمشاريع المصدرة لأوراق الأولية، وذلك بتصريف أوراقها.

3_ يمكن للوسيط تنويع حافظته باكتسابه لأوراق مصدرة من مختلف المقترضين ومنه تخفيض الخطر، والمثال التقليدي في هذا الصدد هو نوعين من الأسهم، الأولى مصدرة من قبل منتج المظلات والثانية من قبل منتج ثياب السباحة، فإن لم تسمح الأموال المدخرة إلى شراء أسهم أحد المنتجين فإن المر دودية هنا مرتبطة بعامل الطقس، أما إذا كانت الحافظة مكونة من النوعين فإن عامل الطقس يزول.

في ضوء ما تقدم يمكن القول بأن وجود الوسطاء الماليين في النظم المالية المعاصرة يترتب عليه بشكل أو بآخر تحقيق وفورات اقتصادية تعمل على تخفيض حجم الضياع الاقتصادي الذي يحدث في حالة عدم وجودها، كما أنها تقلل من حجم المخاطر أمام الراغبين في الاستثمار وهمي لهم أفضل الظروف التي يمكن في ظلها أن يوفقوا بين السيولة والرغبة، حيث أن التضحية التي يتحملها الفرد من جراء احتفاظه بثروته في شكل نقود أو أصول مالية مباشرة جريا وراء عامل السيولة ستكون باهظة بالمقارنة بما يتحملة الفرد، ولو احتفظ بثروته كلها أو جزء منها على شكل أصول مالية غير مباشرة فإن هذه التضحية أو كما يطلق عليها البعض تكلفة الفرصة البديلة تشكل بالإيرادات الدخيلة أو الربعية التي تدرها ثروته لو احتفظ بها في صورة أصول مالية غير مباشرة، تتميز بارتفاع عوائدها الربعية عن عوائد الأصول المالية المباشرة أو عن النقود التي لا تدر أية عوائد على الإطلاق.¹

* اقتصاديات الحجم: يطلق عليها الفرنسية *économie d'échelle* وهو يعني أن التكلفة تنخفض كلما ارتفع الانتاج.

¹ - عيجولي خالد، مرجع سبق ذكره، ص: 49، 50.

* الأوراق الأولية: هي مجموع الديون المصدرة من قبل الأعوان غير الماليين. أما الأوراق غير المباشرة فهي تمثل الديون المصدرة من قبل الوسطاء الماليين.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

المبحث الثالث: طبيعة وأجهزة الوساطة المالية

إن السبب البسيط والأساس لوجود هذه الأجهزة هو وجود وحدات العجز ووحدات الفائض المالي في أي مجتمع، بمعنى وجود من يرغب في أن ينفق أقل من دخله وهم الوحدات المدخرة والممتلئة في القطاع العائلي. كما سيتم التطرق إلى كل من الطرفين وكذا الأجهزة في المطلبين التاليين.

المطلب الأول: طبيعة الوساطة المالية

لا بد من تحديد الأطراف الأساسية للوساطة المالية ومن بين هذه الأطراف يوجد طرفين هما:¹

أصحاب الفائض المالي: هم الأطراف الذين تفوق مداخيلهم مجموع نفقاتهم و بالتالي يبحثون عن أفضل التوظيفات لفوائضهم. أي هم الذين يملكون القدرة على التمويل.

أصحاب العجز المالي: هؤلاء على عكس الطرف الأول حيث تفوق نفقاتهم مجموع مداخيلهم مما يضطرهم إلى البحث عن الأموال لتغطية عجزهم فهم الطرف الذي له الحاجة إلى التمويل. كما تم التطرق إلى هذه الأطراف سابقا في أهمية الوساطة المالية.

المطلب الثاني: أجهزة الوساطة المالية

يطلق على المؤسسات التي تتعامل في الأموال بيعا وشراء أو عرضا وطلبا مصطلح أجهزة الوساطة المالية. وتشمل هذه الأجهزة على البنوك بمختلف أنواعها وشركات التأمين وأسواق المال. وتقوم أجهزة الوساطة المالية (Financial Intermediation) بوظيفتين أساسيتين هما:²

الأولى: شراء الأوراق المالية الأولية من المقترضين النهائيين.

الثانية: إصدار الأوراق المالية الثانوية_الديون غير المباشرة_ التي تكون محافظ المقترضين النهائيين.

ويقصد بالمقترض النهائي أولئك الأفراد أو المؤسسات الذين يرغبون في أن ينفقوا على الموارد الحقيقية من سلع استهلاكية و سلع استثمارية مبلغا يتجاوز دخولهم ويقومون بتمويل الانفاق الإضافي هذا من خلال الاقتراض ولذا يطلق عليهم ممولي أو عملاء العجز (Deficit Spender).

أما المقترض النهائي فهم الأفراد أو المؤسسات الذين لا ينفقون كل دخولهم ويتكون لديهم فائض من هذه الدخول ويكونوا على استعداد لإقراض كل أو جزء من هذا الفائض، ولذا نطلق عليهم وحدات الفائض (Surplus Spenders). والمقرض النهائي قد يضع في الأجهزة المالية النقود أو الودائع في مقابل أوراق غير مباشرة تصدرها هذه الأجهزة.

¹ _ بوسنة كريمة، البنوك الأجنبية كمصدر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر "دراسة حالة البنوك الفرنسية"، مذكرة لبل شهادة ماجستير تخصص مالية دولية، جامعة أبي بكر بلقايد_تملسان، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير مدرسة الدكتوراه:التسيير الدولي للمؤسسات، 2010_2011، ص 20.

² _ السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الفكر ناشرون وموزعون_عمان، 2010، ص:44،45.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

أما الأوراق غير المباشرة أو ما يطلق عليها الأوراق الثانوية (Secondary Securities) فهي حقوق على أجهزة الوساطة المالية التي أصدرتها في مقابل حفظها لمخدرات المقرض النهائي.

إن السبب البسيط والأساس لوجود هذه الأجهزة هو وجود وحدات العجز ووحدات الفائض المالي، والفرد أو المستثمرون ينفق بأزيد من دخله، ويمكن القول أن أجهزة الوساطة المالية توجد وتنشط عندما لا يكون توزيع الإنفاق في مجتمع ما متزامن مع توزيع الدخل.

إن هذا السبب يمثل الشرط الضروري ولكنه لا يمثل السبب الكافي لوجود أجهزة الوساطة المالية في أي مجتمع، لأنه من الممكن أن يتعامل أفراد المجتمع مع بعضهم البعض بشكل مباشر دون الحاجة إلى وجود هذه الأجهزة، فإن الشرط الكافي لوجود الأجهزة المالية هو أن يؤدي وجود الأجهزة المالية إلى تحقيق تكلفة المعاملات، وما لاشك فيه أن الأجهزة المالية ستكون قادرة على تقليم الخدمات المالية بشكل أكثر كفاءة مما لو قام كل من المقرض والمقترض النهائيين بالتعامل المباشر بمعزل عن هذه الأجهزة، لأن البنوك مثلاً: تتمتع بمزايا اقتصاديات الحجم في التجارة، كما أن لديها ميزة حيازة المعلومات الكافية مما يساهم في رفع كفاءة السوق من خلال زيادة عمليات الاقتراض والاقتراض.¹

¹ - مرجع سابق، ص 46.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

خلاصة الفصل:

تطرقنا من خلال هذا الفصل إلى أهم المفاهيم المتعلقة بالوساطة المالية وكذا أهميتها بالنسبة للبورصة وذلك من خلال مباحث هذا الفصل، فتم الخروج بالنتائج التالية:

- عملية الوساطة المالية في البورصة تتم عن طريق مجموعة من الوسطاء الذين يندرجون ضمن المؤسسات المالية المصرفية أهمها البنوك خاصة التجارية منها سواء كانت خاصة أو عامة.
- تشكل الوساطة المالية الركيزة الأساسية في سوق الأوراق المالية فهي تقوم بعملية التوسط بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي.

كما تم التعرف إلى وظائف الوساطة المالية والتي تتلخص في:

- ✓ تقديم المعلومات المالية وتحليلها؛
- ✓ تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة؛
- ✓ توفير الائتمان وتقديمه إلى رغبه؛
- ✓ توفير السيولة وتدنية المخاطر.

وتختلف الوساطة المالية من حيث شروط اعتماد الوسيط ومن حيث الوسطاء الماليين المعتمدين في البورصة ومهامهم من بورصة إلى أخرى وهذا ما سوف نتطرق إليه في الفصل الموالي وذلك بالإلمام بالوساطة المالية في بورصة الجزائر وبورصة السعودية.

الفصل الرابع:

الوساطة المالية كآلية لتنشيط سوق الأوراق

تمهيد الفصل:

نشأت بورصة الجزائر نتيجة للتطورات التي شهدتها الحياة الاقتصادية في الجزائر والتي أدت إلى التحول نحو اقتصاد السوق، ومع أن البورصة في الجزائر تعتبر حديثة النشأة إلا أنها تحاول مواكبة نظيرتها من البورصات العربية من بينها بورصة السعودية خاصة من ناحية الوسطاء الماليين المعتمدين وكذا دورهم ومهامهم.

ومن هنا فإن عملية إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر أصبحت ضرورة اقتصادية ملحة، نظرا لمزاياها من جهة وللوضعية الحالية للاقتصاد من جهة أخرى. وهذا بغية توجيه المدخرات ومد ذوي العجز المالي سواء كمتعاملين لأغراض الاستثمار أو لأغراض أخرى لدى الأفراد والهيئات العمومية والخاصة. فإن هذه السوق سوف تخفف من اللجوء الأحادي الاتجاه والمحدد بالبنوك فقط، وبدخولها التطبيق الفعلي بتجربة بيع سندات شركة سوناطراك التي نجحت فيها إلى حد بعيد، بعد تحضير قانونها وهيئتها تكون بورصة الجزائر دشنت عهدا جديدا. وللمعرفة كلا البورصتين (الجزائر والسعودية) والوسطاء المعتمدين وكذا دورهم تم تقسيم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: بورصة الجزائر

المبحث الثاني: بورصة السعودية

المبحث الثالث: دور ومهام الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر والسعودية

المبحث الأول: بورصة الجزائر

تعتبر الوساطة المالية عاملاً أساسياً لنجاح وحركة بورصة الجزائر، حيث يشكل الوسطاء الماليين في البورصة أحد الركائز الأساسية في سوق الأوراق المالية فلا يتم إجراء أية مفاوضات للأوراق المالية عن طريق البورصة إلا عن طريق هؤلاء الوسطاء.

ويتم النظر في هذا الجزء إلى الوساطة المالية في بورصة الجزائر، بالإضافة إلى واقع بورصة الجزائر وآفاق الوساطة المالية من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: التعريف ببورصة الجزائر

أولاً: ظروف نشأة بورصة الجزائر

لم تأت البورصة بمحض الصدفة لكنها أتت بعد العديد من المراحل حتى أصبحت بورصة الجزائر بالشكل الذي نعرفه الآن ففي ظل الظروف التي كانت تعيشها الجزائر لم يكن أبداً التفكير في إنشاء مثل هذه المؤسسة، ولهذا تدرج فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية. فقد ظهرت عدة قوانين اقتصادية عام 1988¹، حيث تم استحداث إطار تشريعي يتعلق بإنشاء البورصة وما يتعلق بها وهذه القوانين هي:²

المرسوم رقم: 91-169 في 28 ماي 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.

المرسوم رقم: 91-170 في 28 ماي 1991 الذي حدد أنواع من القيم المنقولة أشكالها، شروط إصدارها وطرق ذلك، تداولها وتحويلها.

المرسوم رقم: 91-171 في 28 ماي 1991 يتعلق بلجنة البورصة.

المرسوم رقم: 93-08 ل 93/04/25 المكمل للقانون التجاري حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها.

المرسوم رقم: 93-10 ل 93/05/03 حدد المحاور الكبرى لسير القيم المنقولة في الجزائر، الوساطة_ لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة COSOB، ولجنة تسيير بورصة القيم SGBV.

المرسوم رقم: 94-175 ل 94/06/13 كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الاقتصاد الوطني، تجميع رؤوس الأموال وتمويل الاستثمار وبرامج التنمية.

¹ - محمد زويت، النظام المرقي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، مذكرة مقدمة لنيل متطلبات شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع تخطيط، جامعة يوسف بن خدة_الجزائر، 2005_2006، ص 245.

² - بن ثابت علال، دراسة في مساهمة البورصات في وضع معايير وقواعد حوكمة المؤسسات، *Revue :Reformes Economique et Intégration en Economic Mondiale,ESC n°10/2011* كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير_ جامعة عمار تليحي بالأغواط، ص 76.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

ومن هذا المنطلق ظهرت البورصة كأداة ضرورية للمساهمة في تمويل المؤسسات، فهي تعتبر وسيلة جديدة من وسائل تمويل الاقتصاد الجزائري وبذلك يتدعم نظام التمويل بصفة عامة دون التقليل من أهمية التمويل المصرفي. ومن هنا يتضح أن الجزائر تتبنى لسياسة اقتصاد السوق أو بعبارة أخرى نظام الخوصصة هو أساس هذه الإصلاحات التي أدت إلى استقلالية المؤسسات العمومية وتحويلها إلى شركات مساهمة، وبالتالي فمن غير المنطقي تصور نظام لشركات المساهمة دون إنشاء سوق الأوراق المالية يتم فيها تبادل هذه الأسهم، والمؤسسات الاقتصادية المختلفة ليست هي الوحيدة التي تلجأ إلى إصدار قيم منقولة بالدولة والجماعات المحلية هي الأخرى يمكنها اللجوء أيضا إلى هذه الوسيلة من أجل تمويل احتياجاتها.¹

فقد تم تقسيم رأسمال المؤسسات العمومية الاجتماعي لعدد من الأسهم ووزعت ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم. وهو ما لا يمكن تصوره دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم وتمثل في البورصة، وبذلك أنشئت لتنسجم مع استراتيجية التنمية الجديدة التي تبنتها الجزائر باعتبارها أداة أساسية لإرساء قواعد السوق، ولتتزامن مع بداية تحرير اقتصادياتها وفسح المجال واسعا أمام اقتصاد السوق.² والذي يمكن تبريره بمجموعة من الدوافع:³

- تشكل البورصة بديلا غير تضخمي لتمويل استثمارات المتعاملين الاقتصاديين، مرتكزة على الاستعمال المباشر لموارد الادخارات مهما كانت مصادرها سواء كانت جماهيرية أم من هيئات، للمقيمين وغير المقيمين.
 - تمثل البورصة بديلا للمدخرين الذين تتجه اهتماماتهم الاستثمارية باتجاه بدائل أخرى. وخصوصا الاستثمار في العقارات وأنشطة المضاربة، لإنشاء أدوات مالية حديثة تساهم في إعطاء المدخر مكانته في تمويل الاقتصاد.
 - السماح للخرينة العمومية بالرجوع إلى تقنية جديدة لجمع الادخار من أجل إعادة التمويل.
 - تعتبر البورصة إطارا مناسباً لفتح رأس مال المؤسسات العمومية للمساهمين الخواص سواء كانوا طبيعيين أم معنويين، محليين أم أجانب.
 - تجسيد هدف خوصصة المؤسسات العمومية، الذي تبنته السلطات السياسية في البلاد.
 - السماح للاقتصاد الوطني بمسيرة التطورات الحاصلة على المستوى العالمي في إطار العولمة المالية.
 - إيجاد الشركات والحلفاء الاستراتيجيين الذين يساعدون المؤسسات باعتبارهم مساهمين لتحقيق التزاماتهم والتقديرات المحددة.
- وتم تأسيس بورصة الجزائر في شهر 09 ديسمبر سنة 1990 برأسمال إجمالي قدره 32000.00 دج تحت اسم "شركة القيم المنقولة SVM" وهذا استنادا للمادة 01 من القانون رقم 03/88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988 وسميت شركة القيم المنقولة تحاشيا لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية رأس المال هذا من جهة ومن جهة أخرى انعدام النص القانوني الذي ينظم عمليات البورصة لأن التشريع التجاري الساري المفعول لم يتطرق إلى هذه النشاطات.⁴

¹ _ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 135.

² _ شعون شعون، مرجع سبق ذكره، ص 79.

³ _ محمد زميت، مرجع سبق ذكره، ص 215.

⁴ _ <http://www.wadilarab.com/t11093-topic#ixzz2MU1mFaRr> consulté le : 11/12/2012 22 :15.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

كما كان الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997، وانضمت بالأسهم كل من: مجمع رياض سطيف، مجمع صيدال، مؤسسة الأوراسي، ومؤخرا شركة خاصة وهي اليانس للتأمينات. أما بخصوص السندات، فبداية من شركة سونا طراك ثم مؤسسة سونلغاز، اتصالات الجزائر، الخطوط الجوية الجزائرية، مؤسسة دحلي.¹

ثانيا: مراحل إنشاء بورصة الجزائر

إن كل الظروف التي مرت بها الجزائر كانت تعدها وتقودها إلى التخلي عن الاقتصاد المخطط والتوجه إلى اقتصاد السوق. وكان أهم دليل على ذلك إنشاء بورصة الجزائر التي مرت بمرحلتين أساسيتين ارتبطت كل منها بظروف معينة.

المرحلة الأولى: (1990_1992)

لقد أعلن عن فكرة إنشاء بورصة في الجزائر خلال سنة 1988 وورد ذلك في إطار الاصلاحات الاقتصادية التي تبنتها السلطة الجزائرية، وفي هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة اجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة،² ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى "شركة القيم" مهمتها تشبه إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة للقيم المنقولة S.V.M بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها بـ 320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.³ وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:⁴

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- مرسوم تنفيذي رقم 177-91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الاصدار من طرف شركات رأس المال.

المرحلة الثانية: (1992 إلى يومنا هذا)

لقد مرت هذه المرحلة بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي، بالإضافة إلى عدم ظهور ملامحها بشكل واضح وعدم تحديد الدور الذي يجب أن تؤديه وفي فيفري 1992 م تم رفع رأس مالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى "بورصة القيم المتداولة BVM".

وقد عرفت البورصة في بداية إنشائها صعوبات ومشاكل غير أن هذه الصعوبات بدأت تتلاشى بشكل تدريجي بصدور مجموعة من القوانين والمراسيم المتعلقة بها، والتي تم إصدارها لتنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، بالإضافة إلى تحديد الهيئات المختصة بتنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وبهذا تم إنشاء بورصة الجزائر وأعتبر قصر المعارض بالجزائر العاصمة مقر لها.⁵

¹ - بن ثابت علال، مرجع سبق ذكره، ص 76.

² - لطرش سميرة، مرجع سبق ذكره، ص 46.

³ - شعون شعون، مرجع سبق ذكره، ص 79.

⁴ - رشيد بوكسائي، مرجع سبق ذكره، ص 228.

⁵ - لطرش سميرة، مرجع سبق ذكره، ص 47.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

وبالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي 08/93 المؤرخ في 1993/04/25 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة. وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 10/93 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصة مرهون بوجود هذه الهيئة.¹

ثالثا: الصعوبات التي واجهت إنشاء بورصة الجزائر

لقد تأثرت بورصة الجزائر بكل الظروف والمشاكل والصعوبات التي تحيط بها وذلك بسبب حدوثها، هذه الصعوبات التي كان لها تأثيرا سلبيا على نشاطها ومن ثم على الدور الذي أنشأت لأجله. فلاقى بورصة الجزائر العديد من المعوقات نذكر أهمها فيما يلي:

1_ المعوقات الاقتصادية:

- انعدام ثقافة الاستثمار: نتيجة للانطباع السيئ في بدايتها ونتيجة للخسائر التي حققتها معظم الشركات الكبرى والتي هي في معظمها تابعة للدولة هذا ما جعل الأفراد ينفرون من الاستثمار في هذه الشركات لأن هذا الوضع لا يشجعهم على توظيف مدخراتهم في شراء أسهم هذه الشركات²، أضف إلى ذلك عوامل اقتصادية أخرى تحد من عملية الاستثمار كارتفاع معدل التضخم وكذا معدلات الفائدة³، ومنه نستطيع القول أن الدور الأهم الذي تلعبه الشركات داخل البورصة بسبب تنبئها لسياسات وتوجيهات اقتصادية فاشلة كان عاملا هاما في الوضعية الحالية للبورصة.⁴
- سوق الاقتصاد الموازية: كما تحدثنا على ارتفاع معدلات الفائدة هذه الأخيرة التي تبقى مرتفعة نسبيا على الرغم من قرار خفضها عام 1988 من قبل بنك الجزائر من 2% إلى 8% هذا ما جعل الأفراد لا يخاطرون بأموالهم وبالتالي تحويل نصف الكتلة النقدية إلى السوق الموازية والنتيجة أن كان لذلك أثرا سلبيا على رأس المال الاجتماعي للبورصة في الجزائر.⁵ كما تشكل هذه السوق قطب اجتذاب للمستثمرين والمدخرين حيث توفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون مخاطرة أو عناء.⁶

¹ _ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 228.

² _ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 139.

³ _ لطرش سميرة، مرجع سبق ذكره، ص 47.

⁴ _ www.arab_api.org/course9 consulté le: 23/04/2013 12:31.

⁵ _ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 139.

⁶ _ محمد براق، الطاهر لحرش، ترويج الأوراق المالية وأثره في تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر، Reformes Revue des : Reformes Economiques et Integration en Economie Mondiale, Publiée par le laboratoire des Reformes Economiques, N° ،Dèveloppement et Stratégies d'Intégration en Economie Mondiale. Ecole Supérieure de Commerce Alger

03_2007، ص 77.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

- انعدام الاعلام الاقتصادي: يعتبر الجانب الاعلامي من الأمور المهمة والضرورية خاصة مع غياب الوعي الاستثماري الحقيقي، حيث يرى الملاحظ أن شركة إدارة البورصة لم تعطي اهتماما لهذا العامل ولم تتبنى أية برامج تحسيسية وإعلامية فعلية. والهدف منها نشر وعي استثماري لدى الفرد الجزائري.¹

2_ المشاكل القانونية: معظم الشركات الهامة هي شركات عمومية أي ملك للدولة، ولا يمكن اقتناء اسهمها إلا من طرف صناديق المساهمة. يعني هذا أن ملكية الأسهم تنتقل بين المساهمين المعنيين وهم صناديق المساهمة بطريقة ادارية فأهمية البورصة لا تظهر إلا إذا كان الأفراد بإمكانهم الحصول على جزء من الأسهم وهذا ما يفترض خصوصية الشركات.²

3_ المشاكل التنظيمية: تتمثل الصعوبات التنظيمية في عدم وضوح وظائف البورصة بشكل دقيق بالإضافة إلى غياب وسطاء في عمليات البورصة، تكون مهمتهم الأساسية تداول القيم المنقولة وتسيير المحافظ المالية، فضلا عن وجود مختصين يهتمون بمتابعة عمل البورصة لتقييمها قصد إنشاء بورصة تعمل بكفاءة وفعالية شأنها في ذلك شأن غيرها من البورصات العالمية.³ كما تجدر الإشارة إلى أن المؤسسات المرشحة لدخول البورصة غير ملزمة بجميع الشروط التي تسمح لها بدخولها وهذا راجع لضعف تنظيمها وتسييرها.⁴

4_ الصعوبات الاجتماعية والثقافية: تتمثل هذه الصعوبات في:

_ غياب الثقافة البورصية لدى العائلات: لعل جهل الفئات العريضة من المجتمع لماهية البورصة وأهميتها تدل على انعدام الثقافة البورصية. اضافة إلى أن هذه المؤسسة المالية حديثة النشأة وتحتاج إلى فترة من الزمن للتعريف بها.

_ العامل الديني: إن سياسة سليمة لتجنيد الادخار العائلي ينبغي عليها الاخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع فإن هذا العامل ذو أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، وتمتع العديد من العائلات في توظيف فوائدها من الأصول المالية خاصة منها السندات باعتبار أن عائدها يمثل في الفائدة والتي يعتبر من الربا المحرم في الاسلام.⁵

المطلب الثاني: الوساطة المالية في بورصة الجزائر

أولاً: أهمية الوساطة في بورصة الجزائر

يعتبر الوسيط القلب النابض في البورصة فهو يلعب دوراً جوهرياً في هذا المجال، إذ أنه يتكفل بمساندة وتوجيه المؤسسة حتى إتمام التسجيل الفعلي وبعده. فنستطيع القول بأن نجاح أو فشل عملية دخول المؤسسة إلى البورصة يتوقف بنسبة كبيرة على مهارة وكفاءة الوسيط الذي يتكفل بها، فنجد مختلف المتعاملين بالبورصة يلجأون إلى الوسطاء في العمليات البورصية لتنفيذ أوامرهم بيبعا

¹_Opcit : www.arab_api.org/course9 consulté le : 23/04/2013 12 :31.

² _ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 140.

³ _ لطرش سميرة، مرجع سبق ذكره، ص 48.

⁴ _ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 140.

⁵_opcit : www.arab_api.org/course9 consulté le : 23/04/2013 12 :31.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كألية لتنشيط سوق الأوراق المالية

أو شراء أو الاستفادة من مختلف الخدمات التي يقدمها هؤلاء وذلك نظرا للأهمية التي يحتلها الوسطاء في مجال التعامل بالأوراق المالية والتي يمكن تلخيصها في:

- 1/ الخبرة والتخصص: حيث يتمتع الوسطاء بالخبرة العالية في عمليات البورصة وعمليات تسيير وتوظيف الأموال.
- 2/ التقليل من تكاليف الحصول على المعلومات: عادة ما يحتاج المتعاملين بالأوراق المالية بيعا وشراء إلى معلومات كثيرة متعلقة بالشركات المقيدة بالبورصة، حالتها المالية، سمعتها، تقلبات الأسعار والوسيط يتميز بالدراية الكاملة لمختلف هذه المعلومات والقدرة على اتخاذ القرار المناسب من شأنه أن يقلل من حدة تكلفة هذه العملية مقارنة بالطريقة السابقة.
- 3/ اقتصاد الوقت: يسمح اللجوء إلى الوسطاء في العمليات البورصية إلى المستثمرين في هذا المجال باقتصاد الوقت، سواء الوقت اللازم لتنفيذ الأوامر أو الوقت الخاص بالمستثمرين الذين لا يضيعون وقتا في البحث عن مشتريين أو بائعين للقيم المنقولة أو في البحث عن الأوراق المناسبة لاحتياجاتهم بل يكفي هؤلاء بإعطاء أمر للوسيط الذي يتكفل بالقيام بهذه المهام ثم إعلام العميل بنتائج العملية في الوقت المحدد.¹

ثانيا: مهام الوسيط في بورصة الجزائر

ويمكن ذكر مهام الوسيط في بورصة الجزائر الأهم منها فيما يلي:²

- تقلص التوصيات اللازمة لعملائه، فيما يخص شراء أو بيع القيم المنقولة؛
- تنفيذ أوامر الشراء والبيع المعطاة من طرف الزبائن؛
- التأكد من تسليم عقود الشراء أو البيع للعملاء في الآجال المحددة؛
- التأكد من تسجيل القيم المشتراة باسم العملاء، وأن هذا الأخير يتمتع بالحقوق الناتجة عن عملية الشراء؛
- التحقق من أن العميل يتمتع دائما بالحقوق الغير محولة من جراء عملية البيع؛
- التأكد من حصول العميل على الأرباح الموزعة والفوائد المحصلة في المواعيد المناسبة؛
- الإحاطة المستمرة للعميل بكل المعلومات والمستجدات المرتبطة بالقيم التي يحوزته؛
- تتبع كل الأحداث الاقتصادية والتطورات على مستوى سوق الأوراق المالية بهدف توجيه أمثل للاستثمار؛
- مسك، إتمام، وضبط ملفات العملاء؛
- فتح حسابات للعملاء الجدد، ومحاولة جلب آخرين؛

هذا بالإضافة إلى العديد من المهام العديدة الأخرى التي تتطور بتطور رغبات واحتياجات العملاء. بالإضافة إلى تطور السوق المالية وخاصة من حيث تنوع المؤسسات المدرجة بها من ناحية القطاعات وكذا تنوع القيم المالية المتداولة.

¹ - شاكور القرويني، مرجع سبق ذكره، ص 35.

² - عيجولي خالد، مرجع سبق ذكره، ص 137، 138.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

وكذلك تتمثل مهمة الوسيط المالي في البحث عن الفجوات الموجودة على تلك المستويات الثلاثة (المدخرين، المستثمرين، الوسطاء) واستغلالها بأفضل صورة بما يحقق له أقصى ربح ممكن.¹

ثالثا: شروط اعتماد الوسيط في بورصة الجزائر

حتى يتسنى للوسيط في عمليات البورصة أن يزاوّل نشاطه في بورصة الجزائر، لا بد أن يتحصل على الاعتماد الذي يمكن أن نعرفه بأنه ذلك الترخيص الذي تمنحه لجنة مراقبة البورصة للوسيط من أجل مباشرة العمل بداخلها وتختلف شروط اعتماد الوسيط من بورصة إلى بورصة وبالنسبة لشروط الاعتماد لبورصة الجزائر فإنها تنقسم إلى شروط متعلقة بالشخص الطبيعي وشروط متعلقة بالشخص المعنوي كالتالي:

أ_ شروط اعتماد الأشخاص الطبيعيين:²

- أن لا يقل عمرهم عن 25 سنة؛
- أن يكون لديهم محل واضح وملائم لممارسة نشاطهم؛
- التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة لضمان حماية المدخرين؛
- التمتع بتكوين عال في هذا المجال؛
- تقديم ضمانات كافية لطبيعة النشاط، تقدر بـ 500000 دج؛
- المستوى العلمي بأن يكون الوسيط متحصلاً على شهادة في التعليم العالي؛³
- تقديم طلب الاعتماد على مستوى اللجنة؛⁴
- تكوين الملف الذي يثبت مساهمته في رأس مال شركة إدارة البورصة؛

ب_ شروط اعتماد الأشخاص المعنويين:

- الحد الأدنى لرأس المال مقدر بمبلغ مليون دينار جزائري؛
- امتلاك محلات تليق لحماية مصالح زبائنهم؛
- أن يكون لديهم مسير واحد على الأقل الذي يتكفل بالإدارة العامة للشركة (شروط اعتماد الوسيط الطبيعي) ويتمتع بالأهلية،
- تقديم طلب الاعتماد على مستوى اللجنة.

¹ _ رحيم حسين، نحو تطوير الوساطة المالية في الجزائر: نموذج مصرف المشاركة المخاطر، المركز الجامعي برج بوعريش، بدون سنة النشر، ص 2.

² _ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 138.

³ _ سامي مباركي، مرجع سبق ذكره، ص 107.

⁴ _ Salima nachnach, opcit.p :50.

بالإضافة إلى هذه الشروط الواجب توفرها في الوسيط فإنه مجبر على تقديم ضمانات للجنة. ضف إلى ذلك لا بد أن تكون لديهم تنظيمات ووسائل تتلاءم مع مهامهم ومن أبرز المهام المخولة إليهم حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 هي تداول الأوراق المالية لصالح زبائنهم.¹

المطلب الثالث: واقع بورصة الجزائر وآفاق الوساطة المالية

أولاً: شروط الإدراج في بورصة الجزائر

هناك نوعين من الشروط يمكن التمييز بينهم فيما يلي:²

- 1_ شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: وهي
 - لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم؛
 - لا بد من تحديد قيمة كل سهم؛
 - القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة؛
 - الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة؛
 - القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.
- 2_ شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:³
 - الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار؛
 - إصدار 20 % من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل؛
 - نشر الوضعية المالية لستة أشهرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة؛
 - تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
 - أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة بتاريخ إيداع طلب الدخول،
 - إعلان شركة تسيير البورصة للقيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة؛
 - تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي؛
 - أن تقدم دليلاً عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

¹ _ Opcit : <http://www.wadilarab.com/t11224-topic> consulté le :28/01/2013 21 :00

² _ رشيد بوكسائي، مرجع سبق ذكره، ص 229.

³ _ مرجع سابق، ص:229،230.

ثانيا: دور الوساطة في دعم وتنشيط سوق الأوراق المالية:

يمكن أن تلعب الوساطة المالية دورا كبيرا في دعم وتنشيط البورصة بشكل خاص وسوق الأوراق المالية بشكل عام، وذلك من خلال الدور الجوهرى الذي يؤديه الوسيط في البورصة، وتم التطرق إلى هذا العنصر سابقا في أهمية الوساطة المالية في البورصة، ونظرا لأن الوسطاء في مجال التعامل بالأوراق المالية لديهم أدوار في دعم سوق الأوراق المالية يمكن إجمالها فيما يلي :

- إصدار الأسهم بأسعار غير مغرية هذا يجعل من ازدهار سوق الأوراق المالية في تخصيص رأس المال؛
- بنمو البلد وانتقال من فئة الدول ذات الدخل المنخفض إلى فئة الدخل المتوسط فإن سوق الأوراق المالية والوسطاء الماليون خارج البنوك تتطور بسرعة¹؛
- يتمتع الوسطاء بالخبرة العالية في توظيف الأموال ويساعد على تنشيط سوق الأوراق المالية؛
- المتعاملين بالأوراق المالية يبعوا وشراء يحتاجون إلى معلومات كثيرة متعلقة بالشركات المقيدة بالبورصة، هذا من شأنه أن يجد من تكلفة هذه العملية؛
- لجوء الوسطاء في العمليات البورصية يسمح باقتصاد الوقت ويساعد على تنشيط سوق الأوراق المالية.

ثالثا: آفاق بورصة الجزائر

تعدّ بورصة الجزائر حديثة النشأة وانطلاقتها كانت متواضعة تفتقد إلى الجدية بالنظر إلى الإمكانيات التي يتوفر عليها الاقتصاد الجزائري. ونتيجة لما تم التعرف عليه في المعوقات التي واجهت انشاء بورصة الجزائر يمكن القول بأن علاج هذه الوضعية يتطلب تحركا سريعا من قبل السلطة وكذا جميع الأطراف ذات العلاقة المباشرة بالموضوع من أجل أن تعالج الانحرافات السابقة لتمكينها من لعب دورها الذي وجدت من أجله ودفع عجلة التنمية الاقتصادية ويرى البعض أن الفرصة مازالت مفتوحة لإنقاذ الموقف وإعادة بلورة المشكلة، ومن بين الجوانب التي من الممكن أن تفتح آفاقا أمام البورصة الجزائرية ما يلي:²

- 1- تفعيل دور سوق الإصدار: تعتبر السبيل الكفيل لتوفير عدد من الأدوات المالية الممكن تداولها في البورصة، ولكن دور هذه السوق في الجزائر منقوص لانعدام الخبرة الكافية في هذا المجال، ومن جهة أخرى غياب المؤسسات الكفيلة بتنشيط العملية وأهمها مصاريف الاستثمار التي في غيابها تكلفت المصارف التجارية بعملية تسويق دون أن يكون دورها بنفس فاعلية دور مصاريف الاستثمار لما تتوفر عليه من امكانيات مادية وبشرية تؤهلها للعب هذا الدور المهم، فطالما ارتبط نشاط أسواق التداول (البورصة) بمدى نشاط أوراق الإصدار واستمرارها وتطوير نشاطها مرهون بنشاط أسواق التداول وهو ما توله الجزائر أهمية كافية في إنشاء البورصة.
- 2- نجاح برنامج الخصخصة المعتمد منذ 1990، الذي يعد تفعيلًا لسوق الإصدار فالعملية تنطوي على تسهيم عدد كبير من مؤسسات القطاع العام خاصة الأيرادية والإستراتيجية منها والتي تحقق نتائج إيجابية منها عامل جذب للمستثمر المحلي والأجنبي.

¹ _ عمالدة عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

3- العمل على نشر ثقافة استثمار جديدة توجه عموم المستثمرين، حتى يمكن ادراجها بالبورصة قصد تحسيس القائمين عليها بأهمية الابتعاد عن الاسلوب التقليدي في التمويل ودفع أكثر لتبني الأساليب الحديثة في التمويل (التمويل بالوساطة المالية) ولن يتأتى تحقيق هذا الأمر إلا بإرساء الدولة لأنظمة إدارية ورقابية خاصة الضريبة منها وتأهيل المؤسسات الخاصة إلى دخول البورصة.

4- إصلاح المنظومة المصرفية الجزائرية التي طالما مارست مهامها في ظل تبعية كاملة للدولة مما أفقدها فاعليتها في لعب دورها الحقيقي، وإبقاء المنظومة المصرفية الجزائرية على وضعها الراهن، وفي غياب مصارف استثمار سيشكل لا محالة عقبة حقيقية أمام البورصة كونها تعتمد اعتمادا كليا في تصريف الادوات المالية المصدرة لأول مرة في إطار سوق الاستثمار على هذه المصارف، كما تعتمد عليها في جلب أوامر العملاء لتنفيذها في السوق لوجود وسطاء في البورصة يصل عددهم إلى 5 وسطاء.

5- حث المؤسسات المالية التي تلعب دور الوساطة المالية لاسيما المصارف التجارية على الاستثمار في الأوراق المتداولة في البورصة فهي تستحوذ على قاعدة عريضة يمكن أن تشكل حلا أمام بورصة الجزائر خاصة في استقطاب فارق العرض والطلب وبالتالي منح السوق درجة سيولة أكبر.

6- يمكن لمتخذي القرار في الدولة أخذ مبادرة بدفع برنامج الخصخصة وإتباع أسلوب استبدال ديونها الخارجية بمساهمات في شركات القطاع العام.

وحتى يتسنى لها القيام بدورها الفعال والجاد، ينبغي توفير المحيط المناسب لها، والعمل على تجنب العراقيل التي تقف في طريق تطويرها، وذلك من خلال استراتيجية متكاملة، تهتئ مناخ ملائم لنمو المدخرات واستقطاب رؤوس أموال وتطوير حجم السوق من خلال تدعيم بنيتها المؤسسية، وتحفيز جانبي العرض والطلب فيها مما يؤدي إلى زيادة كفاءتها وقدرتها التنافسية في مواجهة المنافسة الأجنبية القادمة.

1- شروط تطوير حجم السوق المالي الجزائري: إن التطوير الجاد والفعال للسوق المالي يستلزم احترام بعض المبادئ الهامة، يمكن جمعها وتلخيصها ضمن جملة من الشروط وهي:¹

1-1- شروط تتعلق بطبيعة السوق: وتتضمن العناصر التالية:

- مبدأ تعايش قسمين من السوق المالية، أي سوق الإصدار وسوق التعاملات.
- مبدأ تعدد المتدخلين في السوق المالية بصفاتهم عارضين وطالبيين للموارد المالية على المدى الطويل وعليه ينبغي تعميم مبدأ المساواة، وفتح هذه الأسواق لجميع الأعوان الاقتصاديين كالحزينة العمومية، البنوك، المؤسسات.
- مبدأ إصدار القيم المنقولة، أي تنوع القيم المنقولة الصادرة والتي يتم التفاوض على أساسها في السوق المالية؛ إن المجالات الكبرى التي يجب تطويرها لتوسيع السوق تتمثل في: مجال السوق الأولية: تسمح هذه المهمة للادخار السائل من التوجه مباشرة للمؤسسات، وتسمح بتحويل أموال الادخار إلى سندات ملكية أو ديون، وبالتالي تضمن تمويل الاقتصاد بواسطة مدخرين ذوي أسهم أو دائنين يمكن اللجوء إليهم بمقتضى الإجراءات القانونية الخاصة بالإعلان العمومي للادخار.

¹ - محمد زويت، مرجع سبق ذكره، ص 218.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

- مجال السوق الثانوية: إن هذه المهمة في السوق المالية ضرورية لضمان السير الحسن للمهمة الأولية، حيث تمكن المستثمر الأولي على المدى الطويل من التنازل أو تغيير هيكلته حافظته في أي وقت، وتضمن سيولة وحركة الأموال الموظفة (البيع والشراء في أي وقت).

كما أنّ عملية تطوير حجم السوق تتطلب تحفيز جانب الطلب على الأوراق المالية من جهة وتنشيط جانب العرض من جهة أخرى.

✓ جانب الطلب:

يتأثر الطلب في سوق الأوراق المالية سواءً كان محلياً أو أجنبياً بمجموعة من العناصر تعد بمثابة محددات رئيسية لهذا الطلب، منها الاستقرار الاقتصادي وتوافر بنية أساسية قوية لسوق المال من حيث إجراءات وقواعد ونظم التعامل في الأوراق المالية. إضافة إلى توافر مجموعة من الأدوات الاستثمارية المتنوعة التي تمكن المستثمر من تنوع محفظة الأوراق المالية، ويتمثل الطلب على الأوراق المالية في طلب محلي، يأتي من داخل الاقتصاد الوطني وطلب أجنبي في صورة تدفقات مالية في محفظة الأوراق المالية، سواء كان وراء هذه التدفقات أفراد أم مؤسسات، وتتطلب عملية تحفيز الطلب على الأوراق المالية، وتطويره العمل من خلال عدة محاور رئيسية:¹

- تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين: سواء كانوا محليين أم أجنبيين في السوق، يساعد على حمايته من التقلبات الشديدة حيث أنّها تزيد من عمق وسيولة السوق.

- تقوية العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية، كبقاء الجزء المعفى من الدخل الخاضع للضريبة مستثمراً في الأوراق المالية لمدة معينة.

- تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي العائلي.

- تحفيز الطلب الأجنبي والمحافظة على استقرار السوق.

✓ جانب العرض:

يهدف المستثمر في الأوراق المالية دائماً إلى تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطرة، وتنقسم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية على نوعين وهما:

_ المخاطر المنتظمة: وتتمثل في المخاطر التي لا يمكن للمستثمر تجنبها وتعود إلى أسباب خاصة بالسوق، ويمكن الحد منها من خلال تحقيق الاستقرار في الأداء الاقتصادي.

- المخاطر غير المنتظمة: وهي تلك المخاطر التي يستطيع المستثمر التخلص منها حيث أنّها ترتبط بالشركات المصدرة لتلك الأوراق ويمكن للمستثمر أن يتجنب هذه المخاطر عن طريق تكوين محفظة متنوعة تنوعاً جيداً.

ولكي يتحقق هدف التنوع بالنسبة للمستثمر بما يخفض من درجة المخاطرة لابد أن يتم تنشيط جانب العرض في سوق الأوراق المالية، ويمكن أن يتم ذلك من خلال ما يلي:

- تشجيع الطرح العام في جانب الأسهم: تعد الأسهم المصدر الأساسي الذاتي للتمويل طويل الأجل سواءً كانت أسهماً عادية أم ممتازة ويستلزم تنشيط سوق الأسهم مجموعة من الإجراءات ومن ضمنها:

¹ - مرجع سابق، ص: 218، 219.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

- تشجيع تنفيذ برامج الخوصصة أو استكمال ما بدئ منها لما لها من دور فعال في طرح المزيد من الأدوات وتنشيط السوق، حيث تسهم برامج الخوصصة في توسيع قاعدة الملكية، وفي خفض درجة التركيز القطاعي لسوق الأوراق المالية.
 - تشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر لما لها من دور في تأهيل المزيد من الشركات للطرح العام.
 - قصر الحوافز الضريبية وتخفيض رسوم القيد لشركات الطرح العام فقط.
 - تشجيع الشركات على طرح أسهم ممتازة، والعمل على نشر الوعي بالنسبة لخصائصها الاستثمارية لدى الجمهور.
- تنمية الأدوات والآليات المستحدثة: ومن تلك الأدوات التي يمكن استحداثها نذكر:¹
- أنواع جديدة من السندات: ومن أهم هذه الأنواع وأكثرها شيوعاً السندات التي تتمتع ببعض حقوق الملكية التي منها:
 - السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.
 - السندات القابلة للبيع.
 - السندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم.
 - المشتقات: تعرف المشتقات بأنها أدوات استثمارية متنوعة، وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية مثل الأسهم والسندات، وتشمل المشتقات، المستقبلات، وعقود الاختيار، والعقود الآجلة، والمبادلات والمقايضة، ودخول هذه المشتقات إلى سوق رأس المال يتطلب توافر ثلاثة أمور أساسية:
 - الاستعانة بخبراء ممارسين لهذا العمل في الأسواق الخارجية، لنقل تلك الخبرة للأسواق المحلية.
 - وضع معايير وقواعد قانونية منظمة، وطرحها للمناقشة مع خبراء سوق النقد وسوق المال لتلافي أو تقليل المخاطر.
 - خلق وزيادة الوعي لدى المستثمرين بماهية المشتقات، نوعياتها، أسباب وأساليب استخدامها وكذلك درجة مخاطرها والقواعد المنظمة لها ليتم تفادي حدوث مشاكل أثناء التطبيق.
 - التوريق: وتوفر عملية إصدار سندات بقيمة ديون الشركات للبنوك وطرحها في سوق المال مزايا من أهمها:
 - المحافظة على حقوق البنك تجاه الشركات.
- تقليل عبء الاقتراض على الهياكل المالية لهذه الشركات بتحويل قروضها قصيرة الأجل إلى ديون متوسطة وطويلة الأجل من خلال سندات تطرح بأسعار فائدة تقل بكثير عن فائدة الإقراض المصرفية فضلاً عما توفره هذه الأداة من تنشيط لجانبي العرض والطلب في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: بورصة السعودية

تعتبر بورصة السعودية الأكثر تداولاً في بورصات الدول العربية وأكثرها نشاطاً، ولهذا سنخصص هذا المبحث لدراسة نشأة سوق الأسهم السعودي وكذا شروط الإدراج في هذا السوق من خلال المطلبين التاليين:

¹ _ مرجع سابق، ص 219، 220.

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في السعودية

يسمى سوق الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودي (Saudia Stocks Market)¹، وبداية تاريخ الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية تعود إلى الثلاثينيات، حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة سعودية في عام 1934م، وهي الشركة العربية للسيارات، وفي عام 1954م تم تأسيس شركة الأسمت العربية ثم تبعتها ثلاث شركات كهرباء. وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات المساهمة الأخرى مواكبة للاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية لتلك المرحلة.²

ويمكن تحديد نشأة هذا السوق نتيجة لتزايد عدد الشركات والمؤسسات المساهمة واتساع عدد الأسهم المتاحة للتداول.³ وقامت الحكومة بعد ذلك بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة مما أدى إلى توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على المساهمين، بالإضافة إلى قيامها باستعادة البنوك الأجنبية العاملة في المملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام. وقد ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، ومن ثم نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم. وبالتالي نشأ سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم. ونظراً لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها تلك المكاتب، استمر التداول في إطار محدود إلى بداية الثمانينات حيث أدى تحسن أسعار النفط في ذلك الوقت إلى تحرك سوق الأسهم إلى الأفضل مما أدى بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار السوق.

و خلال عام 1985م أوكلت الدولة موضوع تداول الأسهم إلى مؤسسة النقد العربي السعودي وتم إيقاف التداول عن طريق المكاتب الغير مرخصة لتداول الأسهم. وأصبحت المؤسسة تقوم بدور الإشراف والرقابة لحماية سوق الأسهم من الآثار العكسية لفرط التوقعات بالإضافة إلى القيام بتطويرها لتصبح سوقاً مالية ناضجة. وعلاوة على ذلك فإن الحكومة ترغب في أن تطور سوق الأسهم بطريقة تساهم في التنمية والتطوير القومي وتكون منسجمة مع سياستها الرامية إلى مشاركة أكبر من القطاع الخاص. كما تم إدراج سوق الأسهم السعودي ضمن مؤشر الأسواق الناشئة تحت إشراف مؤسسة التمويل الدولية (IFC) وتعتبر هذا الخطوة اعترافاً بأهمية سوق الأسهم السعودي ومكانته، لاسيما أن هذا السوق أحتل مركزاً متقدماً ضمن قائمة هذه الأسواق الناشئة المدرجة في قاعدة بيانات المؤسسة من خلال عدة مؤشرات أهمها القيمة السوقية، والمتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة، إضافة إلى مؤشر نسبة السعر إلى الربح السنوي⁴ (PE/R). ونتيجة انتشار الممارسات غير القانونية من المستثمرين في هذا السوق استوجب صدور قانون ينظم ويضمن حقوق المتعاملين في هذا السوق وهذا ما حدث بالفعل إذ صدر مرسوما ملكيا بالرقم (8/1230) في (1403/7/11هـ، 1982م) لتنظيم تداول الأسهم عن طريق المصارف المحلية لتكون الانطلاقة الحقيقية والرسمية لسوق الأسهم السعودي المنظم وذلك في عام (1405هـ) والموافق (1984م). وقد أكدت أهداف تنظيم سوق الأسهم السعودي أن تكون عملية تداول الأسهم في خدمة خطط التنمية الاقتصادية ومشاريعها في المملكة بما ينمي الوعي المالي لدى

¹ - حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية اداءها المالي واثارها في سوق الأوراق المالية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع الأردن-عمان، 2011، ص 216.

² - بورصة الأسهم السعودية، الموقع الإلكتروني:

http://www.sahmy.com/t105723.html consulté le: 23 /04 /2013 12 :52

³ - حيدر يونس الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 216.

⁴ - بورصة الأسهم السعودية، الموقع الإلكتروني:

Opcit : http://www.sahmy.com/t105723.html consulté le: 23/04/2013 12 :52

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

المواطنين باتجاه استثمار أرصدتهم النقدية في القطاعات التي ترفع من وتيرة الانتاج القومي من جهة وتنوع مصادر الدخل من جهة أخرى.

وتدرج في سوق أسهم السعودية شركات مساهمة السعودية العامة، أما شركات مساهمة السعودية الخاصة فلا يحق لها إدراج أسهمها إلا بعد مرور سنتين على ممارسة نشاطها الاقتصادي. كذلك تسمح القوانين السعودية بإصدار عدد من الأوراق المالية أهمها أسهم التأسيس وسندات الشراكة وأذونات الخزانة وأسهم صناديق الاستثمار التي تديرها المصارف الوطنية.

وفي عام 1990 بدأ سوق الأسهم السعودي في العمل بنظام آلي لعرض البيانات والمعلومات عرف ب(ESIS) وهو عبارة عن شبكة معلوماتية تربط السوق بأربعمائة فرع من فروع المصارف السعودية داخل المملكة وخارجها.

وفي خطوة مهمة من خطوات تطوير سوق الأسهم السعودي وبالتحديد في بداية عام (2002) أدخلت لجنة إدارة السوق نظاماً جديداً للتداول الإلكتروني عرف باسم (تداول Tadawul) الذي من خلاله تقوم وحدات التداول التابعة للمصارف السعودية بإلغاء اشعارات عملائها وتحويل جميع أسهم المستثمرين إلى حسابات يمكن من خلالها إجراء عمليات البيع والشراء داخل السوق.

وشهد منتصف عام (2002) أهم تطور للسوق السعودي تمثل بفضل الدور التشريعي والرقابي للحكومة عن الدور التنفيذي لهيأة إدارة السوق والموكل إلى هيئة البورصة، وتمثل هذه الهيئة شركة مستقلة تعمل على وفق نظام السوق. أما ما يخص المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق السعودي، فإن مؤسسة النقد السعودي (SAMA) تقوم بحساب المؤشر العام للأوراق المالية وهو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي ففي عام (2007) كانت هناك (100) شركة مدرجة في قطاعات مختلفة مثل قطاع المصارف وقطاع الصناعة وشركات الاسمنت وشركات في قطاع الخدمات وشركات كهرباء وشركات زراعية.¹

المطلب الثاني: نبذة اقتصادية للمملكة العربية السعودية

يعتمد اقتصاد المملكة العربية السعودية بصفة رئيسية على النفط، ومن الثابت أنها تمتلك أكبر احتياطي نفطي في العالم إذ يُقدر بنحو 262.7 مليار برميل وهو ما يعادل 25.6% من الاحتياطي العالمي. كما تحتل المملكة المرتبة الأولى كأكبر مُنتج ومصدر للبترو في العالم، حيث تلعب دوراً قيادياً في منظمة الدول المصدرة للبترو (أوبك) وذلك لإنتاجها 31.5% من إجمالي إنتاج أوبك. وقد بلغ متوسط إنتاجها النفطي 9.404 مليون برميل يوميا خلال عام 2005، ويتم تصدير حوالي 7.75 مليون برميل يوميا، وتمثل الصادرات النفطية 90% من إجمالي عوائد الصادرات. ويشكل قطاعي النفط والغاز حوالي 75% من إيرادات الدولة ونسبة 45% من الناتج المحلي الإجمالي. وقد بلغ متوسط أسعار النفط لسلة "أوبك" 50.64 دولار للبرميل في عام 2005 مقارنةً بعام 2004 حيث كان متوسط السعر 36.05 دولار أمريكي للبرميل، بزيادة سنوية قدرها 40.5%، ويُعزى ذلك بصفة رئيسية لقوة الطلب على الطاقة من قبل الصين والهند والولايات المتحدة الأمريكية. كما أن الحكومة السعودية مستمرة في برنامج إصلاحاتها الاقتصادية حيث يتم التركيز حالياً على استقطاب استثمارات القطاع الخاص المحلي والأجنبي للاستثمار في عدة قطاعات مثل: الغاز والطاقة والاتصالات والعقارات. وقد انضمت المملكة العربية السعودية إلى منظمة التجارة العالمية في

¹ - حيدر يونس الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص: 217، 218.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

نهاية عام 2005 وذلك كجزء من محاولاتها لاجتذاب الاستثمار الأجنبي وتنويع الاقتصاد، كما ركزت موازنة المملكة لعام 2006 على الصرف في البنية الأساسية حيث تم تخصيص حوالي 126 مليار ريال (33.6 مليار دولار أمريكي) للمشاريع الرأسمالية وذلك من إجمالي الموازنة المخصصة للصرف الحكومي والتي يبلغ قدرها حوالي 335 مليار ريال (89.3 مليار دولار أمريكي)، ومن المتوقع أن يؤدي ذلك إلى تعزيز النمو الاقتصادي وتوفير الوظائف في الدولة، حيث ستكون الأولوية لتطوير المناطق الريفية وكذلك التخطيط لتشييد الجامعات والمدارس ومراكز الرعاية الطبية الأولية في جميع أنحاء المملكة.

الوضع المالي: حققت المملكة العربية السعودية أعلى فائض موازنة في عام 2005، وذلك على خلفية الزيادة الكبيرة في الإيرادات النفطية الناجمة عن ارتفاع مستويات أسعار النفط والإنتاج حيث بلغ فائض الموازنة 57.1 مليار دولار أمريكي وشكّل ما نسبته 18.6% من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بعام 2004 حيث كانت نسبته 11.4% من الناتج المحلي الإجمالي ويتوقع أن يصل هذا الفائض المالي إلى نسبة 18% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2006، وبالنظر إلى سيناريو سوق النفط الحالي فإن الفرص الاقتصادية في عام 2007 ستظل واعدة إن شاء الله، حيث أنه من المحتمل أن تحدث زيادة كبيرة في الأنشطة الاستثمارية في قطاعات مثل النفط والغاز والبتر وكيمائيات والاتصالات والتأمين...، وسوف يؤدي ذلك إلى تحفيز القطاع الخاص،¹ ووفقاً لموازنة المملكة المقدرة لعام 2006 فإن الإيرادات المقدرة ستبلغ 390 مليار ريال (104 مليار دولار أمريكي) والمصروفات المقدرة ستبلغ 335 مليار ريال (89.3 مليار دولار أمريكي)، ونتيجة لذلك ستبلغ قيمة فائض الموازنة 55 مليار ريال (14.67 مليار دولار أمريكي). ومع ذلك، فمن المحتمل أن يكون فائض الموازنة الحقيقي أعلى بكثير من ذلك الفائض المقدر بالنظر إلى التجارب السابقة، كما تبلغ إجمالي تكلفة المشاريع المخصصة في الموازنة 126 مليار ريال (33.6 مليار دولار أمريكي) متضمنة تكلفة المشاريع الجديدة في التعليم والقوى العاملة (24.8 مليار ريال) والصحة والشؤون الاجتماعية (4.3 مليار ريال) وخدمات البلدية (10 مليار ريال) والمواصلات والاتصالات (9.2 مليار ريال) والزراعة والمياه والبنية الأساسية (18 مليار ريال). وقد حققت إستراتيجيات وسياسات الحكومة الخاصة بالتنوع تقدماً جيداً وخصوصاً بعد انضمام المملكة في منظمة التجارة العالمية.

المطلب الثالث: شروط ومتطلبات الإدراج في بورصة السعودية

شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً، كما تؤكد مؤسسة النقد السعودي ويعتبر نظام الشركات الصادرة 1965 وتعديلاته هو المصدر الوحيد الذي ينظم إصدارات الأوراق المالية المصدرة محلياً على المواطنين السعوديين باستثناء الشركات المشتركة مع مواطنين من دول الخليج أما السوق الثانوية فهي تخضع للقواعد التنفيذية التي صدرت 1983 والتي كان بموجبها يتم تنظيم عملية تداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية، وتتطلب شروط ومتطلبات الإدراج في سوق الأسهم السعودية توفر عدة شروط أهمها:²

- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودي؛

¹ _ بورصة السعودية:

OpCit : <http://www.sahmy.com/t105723.html> consulté le : 23/04/2013 12 :52 .

² _ لوصيف كميلية، معوقات البورصات العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص التمويل الدولي والمؤسسات النقدية والمالية، جامعة منتوري _قسنطينة، 2011_ 2012، ص 101.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

- فيما يخص الأسهم النقدية التي يكتب بها المؤسسون أو الأسهم العينية أو حصص التأسيس فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين؛
- أن تقدم الشركة طلبا للإدراج مرفقا بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية أسهمها؛
- أن يكون مقدم الطلب شركة مساهمة سعودية قد مارست نشاطا مستقلا خلال ثلاث سنوات مالية على الأقل تحت إشراف إدارة لم تتغير في مجملها تغيرا جوهريا؛
- أن يكون مقدم الطلب قد أعلن عن القوائم المالية المراجعة عن السنوات المالية الثلاث على الأقل؛
- أن يكون قد تم إعدادها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين؛
- أن تكون الفترة الشاملة لأحداث القوائم المراجعة قد انتهت قبل ما يزيد عن ستة أشهر منذ تاريخ اعتماد نشرة الاصدار؛

ويسمح لهيئة السوق المالية في حالات استثنائية قبول قوائم مالية لفترة أقصر من ثلاث سنوات مالية إذا كان ذلك يحقق بمصالح مقدم الطلب والمستثمرين، وإلى جانب الشروط السابقة يجب على مقدم الطلب لاستيفاء شروط التسجيل أن يقدم بيانا برأسماله العامل يوضح فيه امتلاكه بصفة منفردة أو بالمشاركة لرأسمال عامل يكفي مدة اثني عشرة شهرا تلي تاريخ نشر نشرة الاصدار.

وتحدد المادة التاسعة من اللائحة الشروط المتعلقة بتسجيل وإدراج الأوراق المالية في مجموعة من النقاط أهمها:

- أن تكون الأوراق المالية مستوفية للشروط النظامية في المملكة ومصرحا بما وفقا للمتطلبات المنصوص عليها في النظام الأساسي لمقدم الطلب؛
- يشترط للتسجيل في القائمة الرسمية أن تكون للأسهم محل الطلب سيولة كافية، بحيث يجب أن لا تقل ملكية الجمهور من فئة الأسهم موضوع الطلب عن 30%؛
- يجوز لهيئة السوق طبقا للقرارات المادة الحادية والعشرين من اللائحة تعليق الإدراج أو القائمة الرسمية إذا ما رأت ضرورة لذلك لحماية المستثمرين أو للمحافظة على السوق، أو إذا أخفق المصدر إخفاقا تعتبره الهيئة جوهريا في الالتزام بقواعدها.¹

المبحث الثالث: الوسطاء الماليين ودورهم في بورصة الجزائر وبورصة السعودية

إن الوسطاء الماليين المعتمدين في البورصة يختلفون من بورصة إلى أخرى سيتم التعرف عليهم في هذا المبحث من خلال بورصتي الجزائر والسعودية.

¹ - مرجع سابق، ص 101.

المطلب الأول: الوسطاء الماليين المعتمدين في بورصة الجزائر ومهامهم

أولاً: ¹الوسطاء الماليين المعتمدين في بورصة الجزائر

رغم أن القوانين الخاصة بالوسطاء في البورصة كانت جاهزة منذ سنة 1993 غير أن الوجود الفعلي لهم لم يتجسد إلا سنة 1997، حيث وكلت هذه المهمة في البداية للبنوك وشركات التأمين منها:

بنك الفلاحة والتنمية الريفية، البنك الخارجي الجزائري، بنك التنمية المحلية، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل والشركة الجزائرية للتأمين.

وقد قام كل واحد من هؤلاء باختيار ثلاثة إلى خمسة أشخاص تتوفر فيهم الكفاءات اللازمة لمزاولة هذا النشاط، حيث بلغ عدد الوسطاء 39 وسيط تكفلت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتكوينهم في هذا المجال. وقد كانت هذه الاعتمادات ذات صفة انتقالية حددت بخمس سنوات فقط، شريطة أن تثبت هذه المؤسسات وجود قسم مستقل بما يحقق ويضمن الفصل بين أنشطة الوساطة والأنشطة الأخرى.

بعد انقضاء الخمس سنوات سحبت الاعتمادات وكونت بالمقابل شركات أسهم تعمل خصيصاً لهذا الغرض، رأس مال كل منها ثلاثة ملايين دينار جزائري حيث منح الاعتماد لخمس شركات، ولكي يتم اعتماد هؤلاء الوسطاء يجب أن تتوفر فيهم الشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة حسب المرسوم رقم 96-03 المؤرخ في 03/07/1996 (تم التطرق إليها سابقاً في مبحث بورصة الجزائر)²، المتعلق ببورصة القيم المنقولة الذي سمح للبنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق المساهمة بمزاولة مهامهم لفترة مؤقتة قدرها خمس سنوات ابتداء من تاريخ اعتمادهم مما سمح بإنشاء شركات الوساطة³، الممثلة في الجدول التالي:

¹ _ Salima nachnach ,Opcit, P :47_48.

² _ الوساطة المالية والوسطاء الماليين، الموقع الإلكتروني:

<http://www.rivane.net/vb/showthread.php?t=4638>, 12/12/2012, 21 :40.

³ _ Salima nachnach, opcit, page :48.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

جدول رقم (4_1): الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

الوسطاء الماليين	طبيعة النشاط	رأس المال	الأقسام المختصة بتسيير القيم المنقولة	المتعاملون	الأدوات المالية المتداولة
شركة الراشد المالي	نشاط غير محدود	30000000 دج	<ul style="list-style-type: none"> البنك الخارجي الجزائري .BEA الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي .CNMA شركة التأمين وإعادة التأمين .CCR 	<ul style="list-style-type: none"> هيئات التوظيف الجماعي في الأدوات التالية: شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير. 	<ul style="list-style-type: none"> الأسهم السندات أصول مالية أخرى: شهادات الاستثمار
المؤسسة المالية للارشاد والتوظيف	نشاط غير محدود	30000000 دج	<ul style="list-style-type: none"> البنك الوطني الجزائري. بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين. 	<ul style="list-style-type: none"> صناديق التوظيف الجماعي. الهيئات الأخرى: صندوق الضمان (صندوق يتكون من مجموعة وسطاء). جمعية الوسطاء في عملية البورصة. 	<ul style="list-style-type: none"> وسندات قسيمة الاكتتاب في الأسهم، سندات المساهمة.
المؤسسة المالية العامة	نشاط غير محدود	30000000 دج	<ul style="list-style-type: none"> القرض الشعبي الجزائري .CPA الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط .CNEP الشركة الجزائرية للتأمين الشامل .CAAT 		
مؤسسة توظيف القيم المنقولة	نشاط غير محدود	30000000 دج	<ul style="list-style-type: none"> بنك الجزائر للفلاحة والتنمية الريفية .BADR الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين .CAAR 		
يونين بنك بروكرايج (Union Bank)	نشاط محدود	10000000 دج	<ul style="list-style-type: none"> اليونين بنك. 		

المصدر: من إعداد الطالبة بالرجوع إلى عدة مراجع

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كألية لتنشيط سوق الأوراق المالية

- رشيد بوكساني، محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها، Revue des Reformes Economiques et Integration en Economie Mondiale, Publiée par le laboratoire des Reformes Economique, Développement et Stratégies d'Intégration en Economie Mondiale, Ecole Supérieure de Commerce ALGER, Mondiale, N° 04- 2008, ص22.
- Salima nachnach, Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale, opcit, page :48.

ويعتمدى القانون رقم 04_03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 03/96 المؤرخ في 03/07/1996 المتعلق ببورصة القيم المنقولة تمت تصفية شركات الوساطة الخمس السابقة وإنشاء أقسام مختصة بتسيير القيم المنقولة وذلك في البنوك العمومية التي طلبت الاعتماد من اللجنة، وبالتالي تم اعتماد ستة بنوك عمومية بصفة وسيط في عمليات البورصة كما هو مبين في الجدول الموالي:¹

جدول رقم (4_2): البنوك المعتمدة لمزاولة نشاط الوساطة في الأوراق المالية بالجزائر

البيان البنك	تاريخ الاعتماد	رقم مقرر لجنة تنظيم ومراقبة البورصة	فئة النشاط المرخصة
البنك الجزائري للتنمية الفلاحية	2004/03/03	005/04	_ التفاوض للحساب الخاص _ التفاوض لحساب الغير
البنك الوطني الجزائري	2004/03/14	007/04	_ التفاوض للحساب الخاص _ التفاوض لحساب الغير
بنك التنمية المحلية	2004/03/14	008/04	_ التفاوض للحساب الخاص _ التفاوض لحساب الغير
البنك الخارجي الجزائري	2004/10/03	014/04	_ التفاوض للحساب الخاص _ التفاوض لحساب الغير
القرض الشعبي الجزائري	2004/10/03	015/04	_ التفاوض للحساب الخاص _ التفاوض لحساب الغير
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	2004/12/28	027 /04	_ التفاوض للحساب الخاص _ التفاوض لحساب الغير

Le source : Salima nachnach, Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale, opcit, p:49.

¹ _ Salima nachnach, opcit, page :48.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

بالإضافة إلى الشروط الواجب توفرها في الوسيط المذكورة سابقا فلا بد أن تكون لديهم تنظيمات ووسائل تتلاءم مع مهامهم ومن أبرز المهام المخولة إليهم حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 هي تداول الأوراق المالية لصالح زبائنهم.¹

المطلب الثاني: الوسطاء الماليين في بورصة السعودية ومهامهم

الوسطاء الماليين المعتمدين في بورصة السعودية هم عبارة عن بنوك يتم ذكرهم فيما يلي:²

أسماء البنوك المصرح لها القيام بعمل الوساطة في سوق الأسهم السعودي: البنك الأهلي التجاري؛ بنك الرياض؛ بنك الجزيرة؛ البنك السعودي للاستثمار؛ البنك السعودي الهولندي؛ البنك السعودي الفرنسي، البنك السعودي البريطاني؛ البنك العربي الوطني؛ مجموعة سامبا المالية؛ تحويلة شركة الراجحي المصرفية للاستثمار.

كما أن هؤلاء الوسطاء المعتمدين في بورصة السعودية رأس مال خاص بهم، ويتم تعريفهم باختصار مع ذكر رأس المال كلا على حدى فيما يلي:

1_ البنك الأهلي التجاري: (National Commercial Bank) أو (NCB)

تأسس عام 1953 في مدينة جدة حين أصدر الملك عبد العزيز بن عبد الرحمن آل سعود بتحويل شركة صالح وعبد العزيز كعكي وسالم بن محفوظ إلى شركة تحت مسمى البنك الأهلي التجاري.

يعتبر هذا الأخير هو ثاني أعرق البنوك السعودية من بعد البنك السعودي الهولندي وثانيها نشأة حيث بدأ البنك نشاطه بموجب الأمر السامي الكريم في 20 ربيع ثاني 1373 هـ الموافق 26 ديسمبر 1953م. بلغ رأسمال البنك عند تأسيسه 30 مليون ريال سعودي أو ما يعادل حوالي 8 مليون دولار.³ وأصبح اليوم هذا البنك واحدا من أكبر المؤسسات المالية في العالم العربي، ويعتبر البنك الأهلي من البنوك الراسخة والأكثر شهرة في المنطقة.⁴

¹، الوساطة المالية والوسطاء الماليين : الموقع الإلكتروني:

Opcit: <http://www.rivane.net/vb/showthread.php?t=4638>، consulté le : 2/12/2012 21 :40.

² _ بورصة الأسهم السعودية، الموقع الإلكتروني:

opcit، <http://www.sahmy.com/t105723.html> ، consulté le : 23/04/2013 12 :52.

³ _ البنك الأهلي التجاري، الموقع الإلكتروني:

http://www.bbc.co.uk/arabic/interactivity/2013/04/130424_comments_nepotism_arab_middle_east_societysalman_alodah.shtml ، consulté le :2013/04/30 12:43.

⁴ _ <http://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7> cosulté le : 30/04/2013 12 :24.

2_ بنك الرياض:¹

هو أحد أكبر المؤسسات المالية العريقة في السعودية، تأسس بنك الرياض كشركة مساهمة سعودية بناء على موافقة المقام السامي وبموجب قرار مجلس الوزراء رقم 91 الصادر في غرة جمادى الأولى 1377 هـ (الموافق 23 نوفمبر 1957) ويزاول البنك نشاطه بموجب السجل التجاري رقم 1010001054 بتاريخ 25 ربيع الآخر 1377 هـ (الموافق 18 نوفمبر 1957) وتعتبر حكومة المملكة العربية السعودية أكبر المساهمين بالبنك، من فروع الرياض المالية المهمة بالاستثمار.

قوة البنك الرأسمالية بلغ إجمالي موجودات البنك 176 مليار ريال بنهاية العام 2009م ، كما بلغ إجمالي حقوق المساهمين 28 مليار ريال، أما ودائع العملاء فقد وصلت ارتفاعها لتصل إلى 125 مليار ريال، وكذلك فعلت محفظة القروض والتي ارتفعت إلى 107 مليار ريال.²

3_ بنك الجزيرة:³

تأسس بنك الجزيرة كشركة مساهمة سعودية مسجلة في المملكة العربية السعودية بموجب المرسوم الملكي رقم 46/م الصادر بتاريخ 12 جمادى الثانية 1395 هـ (21 يونيو 1975م). تاريخ التأسيس 1975 وقد بدأ البنك أعماله بتاريخ 16 شوال 1396 هـ (9 أكتوبر 1976م) بعد أن استحوز على فروع بنك باكستان الوطني في المملكة العربية السعودية. يعمل البنك بموجب السجل التجاري رقم 4030010523 الصادر في جدة بتاريخ 29 رجب 1396 هـ (27 يوليو 1976م).

4_ البنك السعودي للإستثمار:⁴

هو من أبرز المؤسسات المصرفية الناجحة في المملكة العربية السعودية منذ أكثر من ثلاثين عاماً، وارتفعت أرباح البنك السعودي للإستثمار الذي يعد ثالث أصغر البنوك السعودية إلى 314,3 مليون، وبنهاية عام 2012 أصبح (1,66 ريال/ للسهم) وفي عام 2013 أصبح 912 مليون. تأسس البنك السعودي للإستثمار كشركة مساهمة سعودية بموجب المرسوم الملكي رقم م/31 بتاريخ 25 جمادى الثاني 1396 هـ الموافق 23 يونيو 1976م وبدأ أعماله في مارس 1977م. (SAIB) شركة سعودية مساهمة تأسست بموجب المرسوم الملكي رقم م/31 بتاريخ 25 جمادى الثانية 1396 هـ، الموافق 23 يونيو، 1976م.⁵

¹ _ بنك الرياض، الموقع الإلكتروني:

<http://www.riyadbank.com/> consulté le : 05/05/2013 10:30.

² _ بنك الرياض، الموقع الإلكتروني:

Opcit : <http://www.riyadbank.com/> consulté le : 05/05/2013 10:30.

³ _ بنك الجزيرة، الموقع الإلكتروني:

<http://www.riyadbank.com/Arabic/AboutUs/AboutUs.html> consulté le : 05/05/2013 10:05.

⁴ _ ارتفاع أرباح البنك السعودي، الموقع الإلكتروني:

www.argaam.com consulté le : 30/04/2013 13 :23.

⁵ _ www.saib.com.sa consulté le : 05/05/2013 10:32.

5_ البنك السعودي الهولندي:¹

يعتبر أول البنوك العاملة في المملكة العربية السعودية في عام 1926م حيث كان يعرف أصلاً باسم الشركة التجارية الهولندية، وكان يعمل من خلال مكتب واحد له في مدينة جدة. وكان نشاطه الرئيسي هو تقديم الخدمات المالية للحجاج القادمين من إندونيسيا. وكونه البنك الوحيد العامل في المملكة آنذاك، فقد قام بدور البنك المركزي حيث كان يحتفظ لديه باحتياطي المملكة من الذهب وتمت عن طريقة العمليات الأولى العائدة من النفط بتفويض من حكومة المملكة.

حيث تم في العام 1977م تأسيس البنك السعودي الهولندي كشركة مساهمة سعودية برأسمال وقدره 35 مليون ريال، كما تم توسيع شبكة فروع البنك لتشمل الرياض والجبيل ومكة المكرمة والنفوف والمدينة المنورة والقطيف وبقية مناطق المملكة. وفي نهاية يونيو 2010، زاد البنك السعودي الهولندي رأس ماله إلى 3,307 مليون ريال سعودي كما يعمل على تسهيل التمويل العقاري للعملاء ومن أبرز إنجازاته مؤخرًا عقد اتفاقية التمويل.

6_ البنك السعودي الفرنسي:²

تأسس البنك السعودي الفرنسي، كشركة مساهمة سعودية، بموجب المرسوم الملكي رقم م/ 23 الصادر بتاريخ 4 يونيو 1977م. ويرتبط بشراكة إستراتيجية مع كريدي أجريكول بنك التمويل والاستثمار الذي يمتلك 31.1% من رأس مال البنك. يقع مركزه الرئيسي في مدينة الرياض، ولديه ثلاثة إدارات اقليمية في كل من جدة والرياض والخبر بالإضافة إلى:

- 83 فرعاً بما في ذلك (فرعا من فروع توافق الاسلامية).
 - 5 فروع فرنسي كونكشن (فروع الخدمة الذاتية).
 - 18 قسم للسيدات.
 - 385 جهاز صرف آلي منتشرة في كافة ارجاء المملكة (134 صراف داخل الفروع، 251 صراف في مواقع مختلفة).
 - 5092 من اجهزة نقاط البيع في كافة المدن الرئيسية في المملكة.
- وصل عدد موظفين البنك السعودي الفرنسي في تاريخ 2010/12/31م الى 2439 موظف.

7_ البنك السعودي البريطاني:³ ويسمى ساب وهو شركة مساهمة سعودية.

وتأسس "ساب" في 12 صفر 1398هـ الموافق 21 يناير 1978م، إلا أن نشاطه الفعلي بدأ في 26 رجب 1398هـ الموافق 1 يوليو 1978م، عندما تولى إدارة أنشطة وخدمات البنك البريطاني للشرق الأوسط، في المملكة العربية السعودية وأيضاً يمثل مجموعة اتش اس بي سي العالمية في المملكة العربية السعودية. تمتلك مجموعة اتش اس بي سي 40% ويمتلك المستثمرون

¹ _ الموقع الرسمي لبنك السعودي الهولندي:

www.shb.com.sa consulté le : 05/05/2013 10:10.

² _ البنك السعودي الفرنسي عضو عامل في الاكاديمية العربية منذ العام 1995، للموقع الإلكتروني:

www.aleqt.com/2013/04/29/article_751578.html consulté le: 30/04/2013 13 :43.

³ _ الموقع الرسمي للبنك السعودي البريطاني، الموقع الإلكتروني:

Opcit : www.saib.com.sa cosulté le : 05/05/2013 10 :01 .

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

السعوديون 60%. لكن فروع وفريق عمل ساب يعمل من خلال شبكة يبلغ عدد فروعها 84 فرعاً بما فيها 15 قسم/فرع خاص بالسيدات وفريق عمل عدده 3232 موظفاً نسبة السعوديين منهم 87%.

8_ البنك العربي الوطني:

البنك العربي الوطني هو شركة مساهمة سعودية، وهو ضمن الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول)، ويعد البنك واحد من أكبر 10 بنوك في الشرق الأوسط، تأسس عام 1979، ويعمل البنك من خلال 183 فرع منتشر في المملكة العربية السعودية، ولدى البنك فرع دولي في العاصمة البريطانية لندن أفتتح في العام 1991.

يقدم البنك جميع الخدمات المصرفية التجارية والإسلامية للأفراد والشركات عبر فروع، إلى جانب خدمات المشورة المالية والاستثمار وإدارة الثروات والصناديق المشتركة والوساطة والتداول والمتاجرة المحلية والعالمية بالأوراق المالية والعملات الأجنبية وخدمات الخزينة والاستثمار ويبلغ رأس مال البنك ستة مليارات ونصف المليار ريال سعودي¹.

في أبريل 2013 حققت أسهم البنك العربي الوطني صفقة خاصة بأكثر من مليون سهم بسعر 27 ريال للسهم بقيمة اجمالية

بلغت نحو 27,5 مليون ريال.²

8_ مجموعة سامبا المالية:³

وتعرف سابقا باسم البنك السعودي الأمريكي، هي ثالث أكبر مصرف سعودي. أسس سنة 1980 بعد إصدار مرسوم ملكي سام يتولى بموجبه سامبا فرعي سبتي بنك في الرياض وحدة وذلك في إطار برنامج للحكومة السعودية يفرض على جميع المصارف الأجنبية بيع غالبية حصصها لمواطنين سعوديين. اندمج في يناير 1999 مع المصرف السعودي المتحد. غير المصرف اسمه سنة 2003 من البنك السعودي الأمريكي إلى مجموعة سامبا المالية. يبلغ رأس مال البنك 9 مليارات ريال سعودي وله 82 فرع في السعودية وفرع واحد في لندن بالإضافة إلى فرع في دبي وفرع في قطر وبنك متكامل في باكستان. تملك شركة المملكة القابضة 5% من أسهمه وبنك القاهرة 2.34%.

9_ مصرف الراجحي:⁴

بدأ المصرف الراجحي أحد أكبر المصارف الإسلامية في العالم نشاطه عام 1957م، وتم افتتاح أول فرع لمصرف الرجال في حي الديرة في الرياض عام 1957م، بينما افتتح أول فرع للسيدات عام 1979 في حي الشميسي. مقره الرياض بالمملكة العربية السعودية، بمركز مالي قوي وهو يدير أصولاً بقيمة 221 مليار ريال سعودي، كما في 2011/12/31. ويبلغ رأس ماله 15 مليار ريال سعودي (4 مليارات دولار).

¹ _ نبذة عن البنك العربي الوطني، الموقع الإلكتروني:

<http://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%cosulté> le : 05/05/2013 10:35.

² _ mkan.com/index.php?option cosulté le: 30/04/2013 13:26.

³ _ الموقع الرسمي لمجموعة سامبا المالية، الموقع الإلكتروني:

Opcit : <http://ar.wikipedia.org/wiki/%D9> cosulté le : 05/05/2013 10:12.

⁴ _ بنك المصرف الراجحي، الموقع الإلكتروني:

Opcit : www.Shb.com.sa 5/5/2013 10 :00.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

جدول رقم (4_3): الأسماء المتداولة للوسطاء الماليين في بورصة السعودية

القطاع	رأس المال	الاسم المتداول	اسم الشركة
المصارف قطاع والخدمات المالية	30 مليون ريال سعودي	البنك الأهلي التجاري	البنك الأهلي التجاري
	176 مليار ريال سعودي	الرياض	بنك الرياض
	—	الجزيرة	بنك الجزيرة
	—	استثمار	البنك السعودي للإستثمار
	35 مليون ريال سعودي	السعودي الهولندي	البنك السعودي الهولندي
	—	السعودي الفرنسي	البنك السعودي الفرنسي
	—	ساب	البنك السعودي البريطاني
	27,5 مليون ريال سعودي	العربي الوطني	البنك العربي الوطني
	9 مليارات ريال سعودي	سامبا	مجموعة سامبا المالية
	15 مليار ريال سعودي	الراجحي	مصرف الراجحي

المصدر: من إعداد الطالبة بالرجوع إلى عدة مراجع

— رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري _قسنطينة، 2010_2011، ص39.

— بن شرشار عز الدين، دراسة اقتصادية قياسية لتقلبات أسعار الأوراق المالية في البورصة (دراسة حالة شركة اسمنت اليمامة المدرجة في سوق الأسهم السعودية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري _قسنطينة، 2010_2011، ص41.

وبهذا نصل إلى أن دور هؤلاء الوسطاء الماليين في بورصة السعودية أن كل وسيط يعمل لحسابه ولحساب الغير.

المطلب الثالث: أهم الفروق من حيث الوساطة المالية في كلا من بورصة الجزائر وبورصة

السعودية

لعل أبرز ما يميز الوساطة المالية في الجزائر هو ظاهرة التركيز، وذلك من عدة أوجه:¹

— فهي تكاد أن تكون وساطة مصرفية بحتة، في غياب وجود حقيقي للسوق المالية؛

¹ _ رجب حسين، مرجع سبق ذكره، ص1.

- تسيطر عليها البنوك العمومية بنحو 80 إلى 90%؛

- تكاد تنحصر صيغ التمويل في أسلوب القروض؛

- أدوات تعبئة الموارد تكاد تنحصر في حسابات البنوك؛ ... الخ.

ولقد تولد عن هذا الواقع محيط غير تنافسي. فعلى الرغم من فتح النشاط المالي والمصرفي أمام القطاع الخاص، حتى أن عدد البنوك والمؤسسات المالية تجاوز الثلاثين مؤسسة، إلا أن هذا الأخير ما يزال متوجسا بسبب الغموض السائد. فاحتكار القلة الذي حظيت به البنوك العمومية التقليدية الخمس (أو مجموعة الـ 1+5)، والذي تغذيه أطراف وضعت هذه البنوك في خانة البقرة الحلوب ضمن مصفوفة المصالح، لم يترك مجالاً لقيام منافسة حقيقية على قواعد اقتصادية.

وفضلاً عن ذلك، يتسم محيط المنافسة بأنه غير مستقر. فعلى الرغم من إبداء النية في الإصلاح وهو ما ترجمته التعديلات المتتالية في النصوص القانونية والتصريحات المتعددة في المحافل الرسمية وغير الرسمية، ما يزال التغيير في الميدان متباطئاً، وهو ما ترك موقف المستثمرين متردداً، والثقة في تلك النية مهتزة. والدراسات في هذا المجال تؤكد أن البيئات المستقرة هي الأقل إصداراً للقوانين.

إن تحقيق الكفاءة في النظام المالي والمصرفي يقتضي إعادة النظر في نظام الوساطة القائم، إن على مستوى تعبئة الموارد أو على مستوى التخصيص، أو على مستوى التنظيم الداخلي للمؤسسات التي تمارس وظيفة الوساطة. فقياس مستوى الكفاءة ينبغي أن يشمل المستويات الثلاثة معاً.

إن الخلل في نظام الوساطة القائم واضح بالملاحظة وبالارقام. فمن جهة يقدر بعض الخبراء معدل الادخار في الجزائر بنحو 47%، ومن جهة أخرى يقدر بعضهم فائض السيولة بنحو 1000 إلى 1200 مليار دينار، بينما يقدره آخرون بنحو 600 مليار دينار، وهو مبلغ هائل يستدعي وقفة جادة من الباحثين والسلطات النقدية. هذا ناهيك عن الخلل في التسيير المصرفي، أي الخلل التنظيمي، الذي تتصف به البنوك، ابتداء من سيادة القرارات الإدارية وانتهاء بتقليدية الأدوات والإجراءات.

وبالمقابل، تجذب الاستثمارات الحقيقية، خاصة منها ذات المخاطر العالية، مصاعب للوصول إلى هذه المصارف، ليس فحسب بسبب الضمانات التي تشترطها هذه الأخيرة، ولكن أيضاً بسبب استنكافها عن تمويل مثل هذه المشاريع.

والجدير بالإشارة هو أن التحول الذي يشهده الاقتصاد الجزائري نحو اقتصاد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يستوجب إعادة هيكلة نظام التمويل، من خلال دعم إنشاء مؤسسات تمويل متخصصة، إذ أن آلية الصندوق الوطني لضمان القروض غير كافية لإنعاش عمليات الانشاء، خاصة وإن الاستثمارات التنموية الحقيقية اليوم هي في عمومها استثمارات عالية المخاطر، حيث أنما مؤسسات تكنولوجيا قائمة على المعرفة، هذا فضلاً عن مشاريع التطوير التي تباشرها مؤسسات قائمة، ومنها مؤسسات كبيرة لا يسمح لها القانون بالاستفادة من مزايا قانون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (قانون رقم 01-18 المؤرخ في 2001/12/12)، بما فيها صندوق ضمان القروض.¹

أما فيما يخص الوساطة المالية في بورصة السعودية لا نعلم كيف تتم الأمور لأن المعلومات غير متوفرة..

¹ - مرجع سابق، صص: 1، 2.

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

جدول رقم(4_4): أهم الفروق بين بورصة الجزائر وبورصة السعودية

أهم الفروق	بورصة الجزائر	بورصة السعودية
من حيث النشأة	حديثة النشأة	تعتبر من أكبر البورصات وبالتالي نشأتها كانت قديمة
من حيث حجم التداول	تنوع في أدوات التداول لهما: السندات (غير متداولة وغير منقولة)، الأسهم	تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية
من حيث الوسطاء	تدخل الوسطاء عبارة عن شركات مساهمة فيما بينها، عبارة عن مؤسسات مالية.	تدخل الوسطاء بشكل فردي، عبارة عن بنوك.

المصدر: من إعداد الطالبة

خلاصة الفصل:

إن وظيفة الوساطة المالية تعتبر عاملا أساسيا لنجاح وحيوية بورصة الجزائر الناشئة هذا لأن الوسطاء هم المتدخلون الأساسيون في سوق الأوراق المالية، ولا يمكن إجراء أية عملية مفاوضة على القيم المنقولة داخل البورصة إلا عن طريقهم، سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين وذلك بعد اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وظيفة الوساطة المالية في الجزائر لا تزال دون المستوى المطلوب، مقارنة بالبورصة الناشئة السعودية، وهذا راجع إلى:

- ◆ قلة عدد المؤسسات المقيمة في بورصة الجزائر؛
- ◆ عدم مساهمة مؤسسات الوساطة في الجزائر في زيادة توعية الجمهور وتحفيزه على الاستثمار في القيم المنقولة؛
- ◆ نقص في وجود إطارات مدربة للعمل كوسطاء في العمليات البورصية.

خاتمة

الخاتمة:

يرجع ظهور سوق الأوراق المالية بالضبط مع ظهور الثورة الصناعية وتطور المشاريع وكثرة الاحتياجات لرؤوس الاموال حيث أصبحت منذ ذلك التاريخ تخصص بعملية تداول الأوراق المالية وذلك بتحويل الأموال نحو الشركات الناجعة بهدف خلق رؤوس أموال جديدة. وتعتبر هذه السوق المرآة الحقيقية التي تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة، فإن هذه السوق يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية.

وتعتبر البورصة نوع من أنواع سوق الأوراق المالية وهي سوق لتداول الأوراق المالية، ويلتقي في هذه السوق البائعون للأوراق المالية والمشترون لها، كما تخضع هذه البورصة لمجموعة من القوانين تنظم سيرها حسب البلد الذي تتواجد فيه، وبالتالي فهي تعتبر من أبرز القنوات المستخدمة لجمع المدخرات المالية وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية بهدف تحقيق التنمية الشاملة والمستدامة.

ومن أجل أن يدخر المستثمرون أموالهم عن طريق البورصة، يجب أولاً إيجاد الوسيط المالي المناسب، الذي يستطيع من خلالها إصدار أوامره المختلفة، إما بالبيع أو الشراء، ويمكن القول أن الوساطة المالية ركيزة أساسية لتحقيق نشاط وحيوية أسواق الأوراق المالية حيث تشكل حلقة وصل بين طالبي وعارضي الأوراق المالية. ويقدم الوسطاء عدة خدمات لمختلف المتعاملين بالأوراق المالية والتي لا يمكنهم القيام بها بأنفسهم ولا يتوقف دورهم إلى هذا الحد بل يتعدى ذلك بكثير إذ يصل إلى مستوى النصح والإرشاد وكذا حماية مصلحة المتعاملين.

فوجود وساطة ذات كفاءة مقبولة في عمليات البورصة من شأنها أن تساهم في ضمان استمرارية وتطور سوق الأوراق المالية من خلال تسهيل مهمة القيام بالمعاملات والسرعة والدقة في تنفيذها، ولاعتبار وظيفة الوساطة المالية عاملاً أساسياً لنجاح وحيوية بورصة الجزائر الناشئة، فإن الوسطاء هم المتدخلون الأساسيون في سوق الأوراق المالية. ولا يمكن إجراء أية عملية مفاوضة على القيم المنقولة داخل البورصة إلا عن طريقهم، سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أو معنويين وذلك بعد اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة واستيفاءهم لجميع الشروط التي تحددها هذه اللجنة.

اختبار الفرضيات:

من خلال دراستنا لهذا البحث خاصة من الجانب التطبيقي توصلنا إلى التحقق من الفرضيات المطروحة في المقدمة فيما يلي:

- 1- صحيح للبورصة الجزائرية واقع وآفاق متخلف وهذا راجع إلى أن لبورصة الجزائر العديد من المعوقات منها السياسية كعدم الاستقرار الأمني، ومنها الاقتصادي كضعف الادخار بسبب تدهور القوة الشرائية للمجتمع ونقص الحوافز الجبائية واتساع السوق الموازية، بالإضافة إلى العوائق الخاصة بالبورصة نفسها كانهدام الكفاءة وقلة المنافسة بسبب قلة عدد العارضين ووجود شروط قانونية عديدة.
- 2- صحيح إن وظيفة الوساطة المالية ليست مجرد الوساطة بين المدخرين والمستثمرين، ولا تزال هذه الوظيفة في الجزائر دون المستوى المطلوب نظراً لضآلة حجم المعاملات في السوق الحالية، مقارنة إلى البورصات الناشئة المشابهة كما في بورصة السعودية، وهذا راجع لقلة عدد المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر والتحفيزات المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية.

الخاتمة

3- صحيح للوساطة المالية أهمية بارزة في بورصة الجزائر لأن الوسيط يعتبر القلب النابض وتتجلى أهمية الوساطة في: الخبرة والتخصص من خلال تمتع الوسطاء بالخبرة العالية، التقليل من تكاليف الحصول على المعلومات عن طريق الدراية الكاملة لمختلف المعلومات وما يحتاجه المتعاملين من معلومات كثيرة، اقتصاد الوقت أي الوقت اللازم لتنفيذ أوامر العملاء.

4- لا تؤدي الوساطة المالية في بورصة الجزائر دور فعال مقارنة ببورصة السعودية ولكنها حتى تقوم الوساطة المالية بدورها في سوق الأوراق المالية على أكمل وجه، لا بد أن تقوم الهيئات المنظمة لهذه السوق على تحسين ظروف الوساطة المالية من خلال وضع شروط خاصة بالوسطاء كأشخاص طبيعيين ومعنويين لمزاولة مهنتهم داخل هذه السوق. والجزائر على وجه الخصوص تفتقر لهؤلاء الأشخاص الطبيعيين.

وبهذا نصل إلى أن الإجابة على الإشكالية المطروحة كانت من خلال اختبار الفرضيات السابقة الذكر، كما نستطيع القول أو دور الوساطة المالية لا ينحصر فقط في مجرد التوسط بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، وإنما يتعدى ذلك إلى تطوير كفاءة وفعالية هذه السوق. فأغلب مؤسسات الوساطة تقوم بطرح أسهمها في هذه السوق مما يساعد على زيادة عمقها، وبالتالي تم التوصل إلى جملة من النتائج.

نتائج الدراسة:

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى جملة من النتائج التالية:

- * مساهمة مؤسسات الوساطة في الجزائر منعدمة في زيادة توعية الجمهور وتحفيزه على الاستثمار في القيم المنقولة، والنقص في وجود إدارات مدربة للعمل كوسطاء في العمليات البورصية.
- * إن ما تم عرضه في الواقع من مهام وشروط إدراج الوسيط في بورصة الجزائر، لا يمكن الجزم بحقيقة ما طبق منها ومدى الأداء الذي قام به هؤلاء.
- * سوق الأوراق المالية هي جزء من السوق المالي والبورصة هي جزء من سوق الأوراق المالية وهي تعتبر سوق ثانوية أي سوق التداول.
- * لا يوجد نظام معلومات يضمن الشفافية اللازمة لمستعملي هذه المعلومات في بورصة الجزائر لا من ناحية نوعية هذه المعلومات ولا من ناحية الوقت اللازم لوصول هذه المعلومات.
- * تتيح البورصة للعائلات والمدخرين فرصة تنوع توظيفاتهم والحصول على فوائد إضافية.
- * للجزائر بورصة للقيم المنقولة ناجعة، وتحقيق أهداف التنمية إذا ما توفرت جملة من الإصلاحات التنظيمية، وكذا تقلص التشجيعات والحوافز التي تدفع المدخرين للاستثمار المالي وبالتالي تحقيق فعالية ونجاح البورصة.

التوصيات:

من خلال ما تم التوصل إليه من نتائج نضع مجموعة من الاقتراحات أو التوصيات تساعد على ازدهار وتطور بورصة الجزائر في النقاط التالية:

الخاتمة

- ← العمل على تطوير مهنة الوساطة المالية وذلك بوضع مختلف القوانين المنظمة والمحفزة لهذه المهنة، ووضع المعايير اللازمة التي تنظم عمل شركات الوساطة في سوق الأوراق المالية من أجل ضمان تداول عادل لكل المتعاملين، مما يعمل على زيادة عددهم وبعث روح التضامن فيما بينهم للتخفيف من تكاليف الوساطة وهذا ما يؤدي إلى جلب المزيد من المستثمرين في القيم المنقولة.
- ← توفير وسطاء ماليين طبيعيين مؤهلين وذو خبرة في المجال والكفاءة في التسيير لتفادي كل الأخطاء والمخاطر من أجل المساهمة الإيجابية في عدد المستثمرين في القيم المنقولة واستعمال التقنيات المعاصرة التي تضمن قدرا كبيرا من الدقة والسرعة في تنفيذ العمليات.
- ← العمل على توفير نظام معلومات شفاف لكي يساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وبذل الجهد واستعمال الوسائل الفعالة التي تمكن الوسطاء في عمليات البورصة من جميع المعلومات المتعلقة بالسوق المالية واتجاهاتها وكل المستجدات حول وضعية الشركات المصدرة للأوراق المالية للقيام بواجبهم على أكمل وجه.
- ← تدخل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في إلزام المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، والاهتمام بعملية الإفصاح للتأكد من صدق وكفاءة المعلومات المقدمة للمستثمرين للمساهمة في زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية.
- ← إعطاء مؤسسات الوساطة الحق في المشاركة في صنع القوانين والقرارات المتعلقة بالسوق المالية عامة وسوق الأوراق المالية خاصة وذلك عبر ممثلين عنهم، مما سيساهم في زيادة الشفافية والوضوح للمؤسسات وقيمتها المالية.
- ← العمل على تنظيم وتطوير السوق المالية السعودية وتحسين مستوى كفاءتها من خلال تحقيق العدالة والشفافية الكاملة في معاملات الأوراق المالية مع ضرورة توفير وتطوير الإجراءات الكفيلة بتقليل المخاطر المرتبطة بهذه المعاملات، هذا إلى جانب تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة والجهات المصدرة لها، وكل هذا حتى تعكس السوق المالية السعودية السعر الحقيقي والعاقل للأوراق المالية المتداولة بها.

آفاق البحث:

بعد ما تناولنا في بحثنا هذا لموضوع الوساطة المالية في بورصة الجزائر ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية والإحابة على الإشكالية المطروحة. وجدنا أن هذا الموضوع يأخذ حيزا كبيرا من الدراسات الحديثة، وفي اعتقادنا أنه مازالت بعض النقاط تحتاج إلى تحليل أعمق وبحوث جديدة، ورغم أن بورصة الجزائر مازالت في مرحلتها الابتدائية غير أنها تعتبر ضرورة حتمية وتحتاج إلى دراسات مكتملة لتغطي جوانب القصور لهذا البحث فبرزت مجموعة من التساؤلات تكون انطلاقة لدراسات أخرى من بينها:

- * ما هي آليات العمل في بورصة الجزائر؟
- * هل نشاط الوساطة المالية يتوقف على مؤسسات الوساطة فقط؟
- * هل للوسطاء الطبيعيين (الجانب البشري) دور فعال في تنشيط سوق الأوراق المالية في البورصة؟

كما نتمنى أننا قد ساهمنا ولو بالشيء الضئيل في إنارة طريق المعرفة في هذا المجال للطالبيين والباحثين اللاحقين وإعطائهم صورة واضحة عن دور الوسطاء الماليين، وخاصة بعد الانطلاقة لبورصة الجزائر وبورصة السعودية، هذه الأخيرة التي كانت من الدراسات الجديدة ولهذا كانت فيها صعوبة لإيجاد المعلومات بدقة.

ونسأل الله أن نكون قد وفقنا إلى ما سعينا إليه، والله الموفق والهادي إلى حسن السبيل.

قائمة المراجع

أولاً: الكتب

- 1- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري _قسنطينة، 2002-2003.
- 2- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك "دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية"، ديوان المطبوعات الجامعية بن عكنون-الجزائر، الطبعة السابعة، 2004.
- 3- السيد متولي عبد القادر، الأسواق النقدية والمالية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون-عمان، 2010.
- 4- السيد متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الفكر ناشرون وموزعون _عمان، 2010.
- 5- جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة (Organisation et Fonctionnement de la BOURSE)، سلسلة التعريف بالبورصة الجزء3، 2002.
- 6- دريد كامل آل تيبب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2012.
- 7- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء _عمان، 2009.
- 8- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009.
- 9- حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداءها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع الأردن_عمان، 2011.
- 10- حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار، مركز الإسكندرية للكتب، مصر، 1997.
- 11- مجدي محمود شيهاب، اقتصاديات النقود والمال، النظرية والمؤسسات النقدية "بورصة الأوراق المالية في مصر" نشأة وتطور النظام المصرفي المصري، بدون دار النشر، 2002.
- 12- محمد أحمد حلمي الطوابي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي-الإسكندرية، 2011.
- 13- محمد وجيه حنيبي، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس -الأردن، 2010.
- 14- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مطبوعات جامعة الإسكندرية، 2002.
- 15- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، البحرين، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، 2003.
- 16- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع المعارف بالإسكندرية، 1997.
- 17- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، كلية التجارة- جامعة طنطا، 2008.
- 18- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، جامعة طنطا_الإسكندرية، 1999.
- 19- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مكتبة المعارف القاهرة، 1999.

- 20- مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي - الإسكندرية، 2009.
- 21- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال الجزء 1): أدوات آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية - بن عكنون - الجزائر، 1993.
- 22- سامي خليل، النقود والبنوك، كلية الاقتصاد، القاهرة، 2008.
- 23- سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار أموال العملاء - دراسة تطبيقية تحليلية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 24- عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 25- عبد الغفار الحنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر - الإسكندرية، 2003.
- 26- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، جامعة الأزهر، بدون سنة النشر.
- 27- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع - الأردن، 2008.
- 28- فيصل محمود الشواور، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية "الأسس النظرية والعملية" مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة عمان، 2008.
- 29- شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون طبعة، 2006.
- 30- شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر، أطلس للنشر - الجزائر، بدون سنة النشر.
- 31- خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء 2، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، لبنان، 2000.
- 32- ضياء مجيد الموسعي، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، المنشورات، الجزائر، 1998.

ثانيا: أطروحات الدكتوراه ورسائل ماجستير

- 33- بوسنة كريمة، البنوك الأجنبية كمصدر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر "دراسة حالة البنوك الفرنسية"، رسالة ماجستير في مالية دولية، جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان، 2010_2011.
- 34- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة، 2011_2012.
- 35- بن شرشار عز الدين، دراسة إقتصادية قياسية لتقلبات أسعار الأوراق المالية في البورصة (دراسة حالة شركة اسمنت اليمامة المدرجة في سوق الأسهم السعودية)، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، جامعة منتوري - قسنطينة، 2010_2011.
- 36- دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية "دراسة حالة مؤسسة الرياض - سطيف"، رسالة الماجستير في تسيير المؤسسات، جامعة قسنطينة، 2001-2002.

- 37_ زاهرة يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية " من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية"، رسالة ماجستير في المنازعات الضريبية بكلية الدراسات العليا في جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين، 2006.
- 38_ حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، ماجستير الاقتصاد _جامعة الزقازيق، دبلوم معهد التخطيط القومي، باحث إقتصادي بوزارة التجارة الخارجية المصرية.
- 39_ لوصيف كميلية، معوقات البورصات العربية وسبل تفعيلها، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص التمويل الدولي والمؤسسات النقدية والمالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011_2012.
- 40_ لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري -قسنطينة، 2009-2010.
- 41_ لطرش سميرة، تقييم الأداء المالي لمنشأة مسجلة في البورصة دراسة حالة لمجمع "الرياض_سطيّف" خلال الفترة 1995_2000، رسالة ماجستير تخصص تسيير المؤسسات، جامعة منتوري، 2011_2012.
- 42_ لعبادي نسيمة، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الإقتصاد مع دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2003_2004.
- 43_ محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية "دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007_2009"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011_2012.
- 44_ محمد زميت، النظام المرقي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع تخطيط، جامعة يوسف بن خدة_الجزائر، 2005_2006.
- 45_ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية-غزة- عمادة الدراسات العليا، 2007.
- 46_ سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات "دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس"، مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر _باتنة، 2003_2004.
- 47_ عماد الدين شرابي، إتخاذ قرار الإستثمار في الأسهم بالإعتماد على التحليل الفني "دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC40"، رسالة ماجستير تخصص إدارة المالية، جامعة منتوري _قسنطينة، 2010_2011.
- 48_ صابني عمار، محددات الإستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق العربية -دراسة مقارنة بين مصر، الجزائر وتونس-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2008_2009.
- 49_ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيله، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005_2006.
- 50_ رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري _قسنطينة، 2010_2011.
- 51_ خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية- دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.

ثالثا: المجلات والأوراق البحثية

52_ بن ثابت علال، دراسة في مساهمة البورصات في وضع معايير وقواعد حوكمة المؤسسات،
Revue :Reformes Economique et Intégration en Economie Mondiale,ESC
n°10/2011 كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير_ جامعة عمار ثليجي بالأغواط.

53_ كامل حابس كامل الرقب، البورصة، بحث مقدم لاستكمال متطلبات النجاح في مادة الشركات في الفقه والقانون، جامعة
العلوم الإسلامية-الأردن، 2010.

54_ محمد براق، الطاهر لحرش، ترويج الأوراق المالية وأثره في تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر، :
Revue des :Reformes Economiques et Integration en Economie Mondiale
Publiée par le ,Reformes Economiques et Integration en Economie Mondiale
laboratoire des Reformes Economiques, Développement et Stratégies
N° ,d'Intégration en Economie Mondiale. Ecole Supérieure de Commerce Alger
03_2007

55_ مفتاح صالح، ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية "دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية وسبل رفع
كفاءتها"، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر_بسكرة، عدد 07 /2009_2010.

56_ Salima nachnach ,Reformes Economiques et Intégration en Economie
Mondiale, Revue :Publiée par le laboratoire des Reformes Economiques
Développement et Stratégies d'Intégration en Economie Mondial (Ecole
Supérieure de Commerce Alger), 2009.

57_ رحيم حسين، نحو تطوير الوساطة المالية في الجزائر: نموذج مصرف المشاركة المخاطر، المركز الجامعي برج
بوعرييج.

58_ رشيد بوكساني، محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها،
Revue des Reformes Economiques et Integration en Economie Mondiale
Publiée par le ,des Reformes Economiques et Integration en Economie Mondiale
laboratoire des Reformes Economique, Développement et Stratégies d'Intégration
.N° 04- 2008 ,Ecole Supérieure de Commerce ALGER ,en Economie Mondiale

رابعا: المواقع الإلكترونية

59_ إلياس حداد، الموقع الإلكتروني:

<http://www.google.dz/#hl=fr&tbo=d&output=search&scient=psy> consulté le :
21/12/2012

قائمة المراجع

- 60_ يوسف الشيبلي، الاستثمار في الأسهم والسندات ، الموقع الإلكتروني:
<http://www.google.dz/#hl=fr&tbo=d&output=search&sclient=psy> consulté le:
21/12/2012
- 61_ <http://www.tadawul.net/forum/showthread.php>.consulté le : 2012/12/5
- 62_ <http://www.tadawul.net> consulté le : 6/11/2012
- 63_ <http://etudiantdz.net/vb/showthread.php?t=61617> consulté le : 14/12/2012
- 64_ <http://www.rivane.net/vb/showthread.php?t=4638> consulté le : 12/12/2012
- 65_ <http://www.wadilarab.com/t11224-topic> consulté le : 2013/02/28
- 66_ www.kau.edu.sa/.../المالية20% نظام%20الوساطة/.do consulté le : 25/02 /2013
- 67_ <http://hamaeconomics.site-forums.com/t4792-topic#ixzz259ntuKkI> consulté
le :9/12/2012
- 68_ http://www.google.dz/#q=%D9%832Bdoc&hl=fr&tbo=N&bav=on.2,or.r_gc.r_pw.r_qf. consulté le : 05.01.2013
- 69_ <http://www.google.dz/#hl=fr&tbo=d&output=search&sclient=psy> consulté
le : 5/01/2013
- 70_ <http://www.wadilarab.com/t11093-topic#ixzz2MU1mFaRr> consulté le :
11/12/2012
- 71_ www.arab_api.org/course9 consulté le: 23/04/2013
- 72_ بورصة الأسهم السعودية، الموقع الإلكتروني:
<http://www.sahmy.com/t105723.html> cosulté le: 23 /04 /2013
- 73_ الوساطة المالية والوسطاء الماليين، الموقع الإلكتروني:
<http://www.rivane.net/vb/showthread.php?t=4638>. 12/12/2012
- 74_ البنك الأهلي التجاري، الموقع الإلكتروني:

http://www.bbc.co.uk/arabic/interactivity/2013/04/130424_comments_nepotism_arab_middle_east_societysalman_alodah.shtml ، consulté le :2013/04/30

75_ <http://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7> cosulté le : 30/04/2013

76_ بنك الرياض، الموقع الإلكتروني:

<http://www.riyadbank.com/> consulté le : 05/05/2013

77_ بنك الجزيرة، الموقع الإلكتروني:

<http://www.riyadbank.com/Arabic/AboutUs/AboutUs.html> consulté le : 05/05/2013

78_ ارتفاع أرباح البنك السعودي، الموقع الإلكتروني:

www.argaam.com consulté le : 30/04/2013

79_ www.saib.com.sa

80_ الموقع الرسمي لبنك السعودي الهولندي:

www.shb.com.sa consulté le : 05/05/2013

81_ البنك السعودي الفرنسي عضو عامل في الاكاديمية العربية منذ العام 1995، الموقع الإلكتروني:

www.aleqt.com/2013/04/29/article_751578.html consulté le: 30/04/2013

82_ نبذة عن البنك العربي الوطني، الموقع الإلكتروني:

<http://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7> cosulté le : 05/05/2013

83_ mkan.com/index.php?option cosulté le: 30/04/2013

الفهرس العام

الفهرس العام

العنوان	الصفحة
---------	--------

اهداء

التشكرات

مقدمة.....أ

الفصل الأول: نظرة حول سوق الأوراق المالية	1
---	---

تمهيد الفصل.....2

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.....3

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وخصائصها.....3

المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية.....6

المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية.....9

المبحث الثاني: تقسيمات سوق الأوراق المالية.....12

المطلب الأول: السوق الأولية.....12

المطلب الثاني: السوق الثانوية.....14

المطلب الثالث: السوق الثالث والرابع.....15

المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية.....17

المطلب الأول: ماهية الأسهم.....17

المطلب الثاني: ماهية السندات.....19

22.....المطلب الثالث: الفرق بين الأسهم والسندات.....

25.....المبحث الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية.....

25.....المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق.....

27.....المطلب الثاني: أنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية.....

28.....المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق.....

29.....خلاصة الفصل.....

30

الفصل الثاني: دراسة نظرية للبورصة

31.....مقدمة الفصل.....

32.....المبحث الأول: عموميات حول البورصة.....

32.....المطلب الأول: ماهية البورصة وأهميتها.....

33.....المطلب الثاني: نشأة وتطور البورصة.....

35.....المطلب الثالث: وظائف البورصة.....

37.....المبحث الثاني: نظام البورصة.....

37.....المطلب الأول: النظام الداخلي للبورصة.....

39.....المطلب الثاني: كيفية التعامل في البورصة.....

43.....المبحث الثالث: أهم المعاملات في البورصة.....

43.....المطلب الأول: عمليات البورصة.....

45.....المطلب الثاني: المعاملات لأجل محدد.....

46.....المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على البورصة.....

48.....المبحث الرابع: قواعد وإجراءات التعامل في البورصة.

48.....المطلب الأول: أنواع الأوامر التي يصدرها العملاء.

49.....المطلب الثاني: كيفية تنفيذ الصفقات.

50.....المطلب الثالث: إجراءات تنفيذ المعاملات وتصفية الحسابات.

51.....خلاصة الفصل.

52

الفصل الثالث: الوساطة المالية في البورصة

53.....تمهيد الفصل.

54.....المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية وتطورها.

54.....المطلب الأول: تطور الوساطة المالية.

55.....المطلب الثاني: ماهية الوسيط المالي.

57.....المطلب الثالث: تعريف الوساطة المالية و أهميتها ووظائفها.

62.....المبحث الثاني: أنواع الوساطة المالية وأسباب ظهورها.

63.....المطلب الأول: المؤسسات الوداعية.

66.....المطلب الثاني: المؤسسات غير الوداعية.

71.....المطلب الثالث: أسباب ظهور الوساطة المالية.

73.....المبحث الثالث: طبيعة وأجهزة الوساطة المالية.

73.....المطلب الأول: طبيعة الوساطة المالية.

73.....المطلب الثاني: أجهزة الوساطة المالية.

75.....خلاصة الفصل.

76

الفصل الرابع: الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية

77.....	تمهيد الفصل.....
78.....	المبحث الأول: بورصة الجزائر.....
78.....	المطلب الأول: التعريف ببورصة الجزائر.....
82.....	المطلب الثاني: الوساطة المالية في بورصة الجزائر.....
85.....	المطلب الثالث: واقع بورصة الجزائر وآفاق الوساطة المالية.....
89.....	المبحث الثاني: بورصة السعودية.....
90.....	المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في السعودية.....
91.....	المطلب الثاني: نبذة اقتصادية للمملكة العربية السعودية.....
92.....	المطلب الثالث: شروط ومتطلبات الإدراج في بورصة السعودية.....
93.....	المبحث الثالث: الوسطاء الماليين ودورهم في بورصة الجزائر وبورصة السعودية.....
94.....	المطلب الأول: الوسطاء الماليين المعتمدين في بورصة الجزائر ومهامهم.....
97.....	المطلب الثاني: الوسطاء الماليين المعتمدين في بورصة السعودية ومهامهم.....
101.....	المطلب الثالث: أهم الفروق من حيث الوساطة المالية في كلا من بورصة الجزائر وبورصة السعودية.....
104.....	خلاصة الفصل.....
105.....	خاتمة.....
109.....	قائمة المراجع.....
117.....	الفهرس العام.....
123.....	فهرس الجداول والأشكال.....
124.....	الملخص.....

فهرس الجداول والأشكال

فهرس الجداول والأشكال

أولاً: الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
22	خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية	(1_1)
23	جدول يوضح أهم الفروق بين الأسهم والسندات	(2_1)
95	الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر	(1_4)
96	البنوك المعتمدة لمزاولة نشاط الوساطة في الأوراق المالية بالجزائر	(2_4)
101	الأسماء المتداولة للوسطاء الماليين في بورصة السعودية	(3_4)
103	أهم الفروق بين بورصة الجزائر وبورصة السعودية	(4_4)

ثانياً: الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
16	تقسيمات سوق الأوراق المالية	(1_1)
42	شكل يوضح الأمر بالسعر المحدد	(1_2)
71	أنواع الوساطة المالية	(1_3)

الملخص

المخلص:

انطلاقاً من هدف دراستنا هو تطوير فهمنا للدور الفعال الذي يقوم به الوسطاء الماليون في تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث اعتبرت الأسواق أحد الركائز الأساسية لتمويل النشاط الاقتصادي في الدول المتقدمة والدول النامية، هذه الأخيرة التي نذكر من بينها الجزائر التي قامت بإنشاء سوق الأوراق المالية غير أنها زالت تعاني من نقص في تأدية دورها إلى يومنا هذا.

وحتى تكون هذه السوق نشطة ومتطورة وتؤدي دورها على أكمل وجه، عليها أن توفر الحماية للمستثمر (العميل)، كما يجب أن تتوفر فيها أيضاً العدالة، الكفاءة، الفعالية والشفافية.

وبهذا توصلت الباحثة إلى نتيجة مفادها ارتفاع مستوى الشفافية والدقة في سوق الأسهم السعودي بالمقارنة ببورصة الجزائر التي بدأت تشهد تطوراً ملحوظاً، وهذا يعني الالتزام والدقة والوضوح الذي تؤديه سوق الأسهم السعودي من الدور جعلها تحتل مركزاً كبيراً وحيوي في الدول العربية ككل.

واتضح أن دور الوسيط المالي يتلخص في التوسط بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية وهو بذلك يساهم في خلق السوق الأولية.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، البورصة، الوساطة المالية، الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر وبورصة السعودية.

Abstract :

Based on the goal of our study is a development of our understanding of the active role played by financial intermediaries in the stock market activation, is viewed as one of the fundamental pillars of market to finance economic activity in developed countries and developing countries.

This recent recall, including Algeria, which has established a stock market is that they still lack in performing its role to this day.

So this market is active, sophisticated and play their role to the fullest, it should protection for the investor (client), it also must be available which also justice, efficiency, hits and transparency.

Thus, the researcher reached the conclusion that the high level of transparency and accuracy in the Saudi stock market compared to the Algiers stock exchange, which began witnessing a remarkable development, this means aletzm the precision and clarity which to play. The stock market of the Saudi role, making it occupies a large and vital center in the arab contries as a whole.

Key words: stock market, stock, financial intermediation, intermediaries accredited in Algiers stock exchange and Saudi Arabia.