

جامعة الجزائر 3

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

قسم: علوم اقتصادية

أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه الطور الثالث

في ميدان علوم اقتصادية و التسيير و علوم تجارية

شعبة: علوم اقتصادية ، تخصص: اقتصاد مالي و تقنيات كمية

بعنوان :

الوساطة المالية و أهميتها في تفعيل التعاملات المالية في البورصة ( حالة الجزائر )

تحت إشراف الأستاذ :

الدكتور لخلف عثمان

من إعداد الطالبة :

علي مريم

أمام اللجنة المكونة من السادة:

|       |       |                    |
|-------|-------|--------------------|
| رئيسا | ..... | أ.د. دبوب يوسف     |
| مقررا | ..... | أ.د. لخلف عثمان    |
| عضوا  | ..... | أ.د. بيبّي يوسف    |
| عضوا  | ..... | أ.د. غويني العربي  |
| عضوا  | ..... | أ.د. ديب كمال      |
| عضوا  | ..... | أ. د.بن يخلف فايزة |

السنة الجامعية : 2020-2019

# إهداء

الحمد لله الذي وفقني على إتمام هذا العمل.

إلى كل شخص ساندني و ساعدني و شجعني من قريب أو حتى من بعيد .

إلى كل من يسعى للتعلم.

إلى كل من يهتم بالعلم و المعرفة.

إلى كل من يحترم و يقدر طلاب العلم.

و لا يقف معرقلا لهم.

## شكر و تقدير

الحمد لله وحده و الصلاة و السلام على سيدنا محمد.

الشكر والعرفان لأستاذي الفاضل الدكتور لخلف عثمان الذي وافق أن يشرف على هذا العمل، و قام بتوجيهي من أجل إتمام هذا البحث على أحسن وجه، ولم يخل علي بنصائحه وتوجيهاته القيمة.

وإلى كل من كان له الفضل في إخراج هذا البحث إلى النور .

و الله الموفق.

الفهرس



## فهرس المحتويات

| الصفحة | العنوان  |
|--------|--|
|        | شكر و تقدير  |
|        | الإهداء  |
|        | فهرس المحتويات   |
|        | فهرس الجداول   |
|        | فهرس الأشكال   |
| أ - هـ | مقدمة عامة   |
| 1      | الفصل الأول : مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية و البورصات     |
| 2      | تمهيد  |
| 3      | المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية                           |
| 3      | المطلب الأول : مفهوم السوق المالية و مراحل تطورها              |
| 7      | المطلب الثاني : وظائف السوق المالية و أهميتها                  |
| 12     | المطلب الثالث : تصنيفات السوق المالية                          |
| 17     | المبحث الثاني : ماهية البورصات                                 |
| 17     | المطلب الأول : مفهوم البورصة و نشأتها                          |
| 19     | المطلب الثاني : وظائف البورصة و كفاءتها                        |
| 24     | المطلب الثالث : شروط التسجيل في البورصة و أنماط المتعاملون بها |
| 26     | المبحث الثالث : الأوراق المالية المتداولة في البورصة           |
| 26     | المطلب الأول : ماهية الأسهم                                    |
| 33     | المطلب الثاني : ماهية السندات                                  |
| 42     | المطلب الثالث : ماهية المشتقات المالية                         |
| 47     | خلاصة الفصل الأول  |

|     |  |
|-----|--|
| 48  | <b>الفصل الثاني: مفاهيم أساسية حول الوساطة المالية</b>                                 |
| 49  | تمهيد  |
| 50  | <b>المبحث الأول : ماهية الوساطة المالية</b>  |
| 50  | المطلب الأول: آليات التمويل كمدخل للوساطة المالية                                      |
| 58  | المطلب الثاني : تعريف الوساطة المالية و تطورها   |
| 62  | المطلب الثالث: طبيعة و خصائص الوساطة المالية   |
| 65  | <b>المبحث الثاني :وظائف الوساطة المالية ، أسبابها و أهميتها</b>                        |
| 65  | المطلب الأول :وظائف الوساطة المالية  |
| 72  | المطلب الثاني:أسباب الوساطة المالية  |
| 75  | المطلب الثالث:أهمية الوساطة المالية  |
| 81  | <b>المبحث الثالث: أنواع الوساطة المالية</b>  |
| 81  | المطلب الأول :المؤسسات الودائعية   |
| 86  | المطلب الثاني : المؤسسات غير الودائعية   |
| 93  | المطلب الثالث: مؤسسات سوق الأوراق المالية  |
| 96  | خلاصة الفصل الثاني   |
| 97  | <b>الفصل الثالث: دور و أهمية الوساطة المالية في تفعيل التعاملات المالية في البورصة</b> |
| 98  | تمهيد  |
| 99  | <b>المبحث الأول :الوسطاء الماليون في عمليات البورصة</b>                                |
| 99  | المطلب الأول :مفهوم الوسيط المالي في البورصة و أهميته                                  |
| 103 | المطلب الثاني :أنواع وسيط البورصة و وظائفه   |
| 108 | المطلب الثالث :شروط ممارسة وسيط البورصة و أخلاقياته                                    |
| 117 | <b>المبحث الثاني :تنظيم و إدارة البورصة</b>  |
| 117 | المطلب الأول :ميكانيزمات التسعير في البورصة  |
| 128 | المطلب الثاني:الأوامر في البورصة   |
| 134 | المطلب الثالث :أنواع السوق حسب تنظيم الوساطة المالية                                   |

|     |   |
|-----|---|
| 138 | المبحث الثالث: دور الوسطاء الماليون في عمليات في البورصة            |
| 138 | المطلب الأول :أهمية المعلومة بالنسبة لوسيط البورصة                  |
| 145 | المطلب الثاني :مهام الوسطاء الماليون في البورصة                     |
| 146 | المطلب الثالث : اتمام الصفقات و تكلفة الوساطة المالية               |
| 149 | خلاصة الفصل الثالث  |
| 150 | الفصل الرابع:دراسة حالة لواقع الوسطاء الماليون في بورصة الجزائر     |
| 151 | تمهيد   |
| 152 | المبحث الأول : بورصة الجزائر  |
| 152 | المطلب الأول :نشأة و تطور بورصة الجزائر                             |
| 154 | المطلب الثاني :تنظيم بورصة الجزائر                                  |
| 162 | المطلب الثالث: القيم المتداولة في بورصة الجزائر و شروط الإدراج فيها |
| 166 | المبحث الثاني : واقع و عراقيل و آفاق بورصة الجزائر                  |
| 166 | المطلب الأول :المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر                     |
| 173 | المطلب الثاني: العراقيل التي تتعرض لها بورصة الجزائر                |
| 178 | المطلب الثالث: آفاق تطوير بورصة الجزائر                             |
| 183 | المبحث الثالث:واقع الوساطة المالية في بورصة الجزائر                 |
| 183 | المطلب الأول :شروط و إجراءات اعتماد الوسيط في بورصة الجزائر         |
| 186 | المطلب الثاني :مهام الوسيط في بورصة الجزائر                         |
| 190 | المطلب الثالث: دور الوسطاء الماليين المعتمدين في بورصة الجزائر      |
| 204 | خلاصة الفصل الرابع  |
| 206 | خاتمة عامة  |
| 212 | قائمة المراجع   |
|     | الملاحق   |
|     | ملخص البحث  |

# قائمة الأشكال و الجداول

قائمة الأشكال والجداول

## 1- قائمة الأشكال :

| الصفحة | العنوان   | الرقم |
|--------|---|-------|
| 16     | مكونات السوق المالية                                      | 01    |
| 28     | القيم المختلفة للأسهم                                     | 02    |
| 56     | طرق التمويل ( المباشر و غير المباشر)                      | 03    |
| 57     | ميزانية بسيطة لوسيط مالي                                  | 04    |
| 157    | الهيكل التنظيمي العام للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة | 05    |
| 159    | الهيكل العام لشركة تنظيم بورصة القيم المنقولة             | 06    |
| 161    | كيفية انتقال الحسابات إلى المؤتمر المركزي                 | 07    |
| 195    | سيرورة تنفيذ الأوامر على مستوى بورصة الجزائر              | 08    |

## 2- قائمة الجداول :

| الرقم | العنوان   | الصفحة |
|-------|---|--------|
| 01    | الفرق بين الأسهم و السندات  | 41     |
| 02    | الفرق بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية   | 44     |
| 03    | الطلب والعرض من أجل سهم A في حصة بورصة  | 125    |
| 04    | تحديد سعر التوازن   | 126    |
| 05    | نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال  | 168    |
| 06    | نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي   | 169    |
| 07    | نتائج اللجوء العلني للإدخار لأسهم مجمع Eriad-Setif  | 170    |
| 08    | تطور أوامر الشراء و البيع المنجزة من طرف الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر للفترة ( 2008-2016 ) | 202    |

# مقدمة عامة

## مقدمة عامة:

عرفت الأسواق المالية في السنوات الأخيرة تطورا كبيرا على كافة الأصعدة، حيث استحوذت على أهمية كبرى لا مثيل لها في اقتصاديات الدول، و ذلك راجع للدور الحاسم الذي تلعبه في مجال التنمية بما توفره من تمويل لازم للاستثمار للدول أو المؤسسات.

حيث تعتبر السوق المالية ملتقى يجمع بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي و الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل، بحيث تعمل هته السوق المالية على تسهيل إقامة مشاريع استثمارية و تنمية أو إمكانية توسيعها من خلال سعيها لتعبئة الإدخار لمختلف الأشخاص الطبيعيين و المعنويين من خلال أدوات مالية مختلفة و توجيهها نحو أصحاب العجز المالي من مؤسسات الدولة و المؤسسات الاستثمارية عامة التي تعمل لأغراض التنمية سواء على مستوى البلد الواحد أو فيما بين الدول.

يعمل السوق المالي على تفعيل تعبئة الادخار و ترشيده نحو الاستخدامات الأمثل، مما يساهم بشكل كبير في زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني و زيادة معدل النمو الاقتصادي و بالتالي تنشيط و تفعيل التنمية الاقتصادية.

و مع مرور الاقتصاد الوطني من الاقتصاد الموجه نحو اقتصاد السوق، فكان لابد من اهتمامه بالسوق المالي من خلال انشائه البورصة في السنوات الماضية، بحيث تسعى الجزائر إلى تطوير و تنمية بورصتها من خلال تطوير أنظمتها التشريعية و تحديث بنيتها التكنولوجية ، و ذلك بغية تحقيق التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي للمشاريع المنتجة.

و حتى تتمكن البورصة من التفوق في مجال تمويل الاستثمارات كان لابد من إنشاء الهيئات العامة لتنظيم البورصة، خاصة الوسطاء الماليون العاملون في تنمية و تطوير التعاملات المالية في البورصة.

و مما لاشك فيه أن وجود الفجوة بين وحدات الفائض المالي و وحدات العجز المالي ينبع عنه حتما وجود فئة مهمة للغاية من المتعاملين التي تعمل على الربط بين هؤلاء، أي تجميع المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار و ذلك باعتبارها حلقة وصل بين المتعاملين في البورصة سواء لغرض بيع أو شراء الأوراق المالية، أي أنه للوساطة المالية الدور الجوهري في السوق المالي بحيث الوسطاء في عمليات البورصة يقومون بتنفيذ و تنمية التعاملات المالية في البورصة.

نظرا لتعدد و تعقد العمليات المبرمة في البورصة كان لابد من تشكيل هته الفئة المهمة ألا و هي الوساطة المالية التي تقوم بتسهيل و إتمام العمليات في البورصة و التأكد من استقائها لكل الشروط ، كما تتكفل بمساعدة و توجيه المؤسسات سواء على مستوى السوق الأولية او الثانوية، كما تتبين أهمية الوسطاء من خلال المهام التي تقوم بها سواء في الوصل بين طالبي و عارضي الأوراق المالية، و كذلك من خلال الخدمات المختلفة التي تقدمها لتحسين و تنمية المعاملات في البورصة .

### إشكالية البحث:

تعتبر الوساطة المالية بالغة الأهمية في الحياة المالية و الاقتصادية، و ذلك بفضل الدور الحاسم الذي تقوم به على مستوى السوق المالي عامة و على مستوى البورصة خاصة، و بالتالي و على ضوء ما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية على النحو التالي:

### ما هو دور الوساطة المالية في تفعيل التعاملات المالية في البورصة ؟

يتفرع السؤال الرئيسي إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

- ماذا نقصد بالسوق المالي و ما هي البورصة؟
- ما هي أسباب قيام و تطور الوساطة المالية و ما علاقتها بالبورصة ؟
- ما هي أهمية الوساطة المالية في التعاملات المالية في البورصة ، و كيف تساهم في تفعيلها؟
- ما هو واقع الوساطة المالية في بورصة الجزائر؟

### الفرضيات :

و للتمكن من دراسة و تحليل و الاجابة عن التساؤلات المطروحة وضعنا مجموعة من الاجابات الأولية المتمثلة في الفرضيات التالية:

- تطور البورصة و تنميتها و كذا استمرارها يعتمد بشكل كبير على وجود مؤسسات مؤهلة للوساطة المالية التي تقوم بتفعيل التعاملات بها.
- دور الوسطاء الماليين ليس مجرد التوسط بين العارضين و الطالبين للأوراق المالية بل يقومون بوظائف أخرى من اجل تطوير و تفعيل البورصة.

- وجود مؤسسات الوساطة المالية في البورصة و تأديتها لدورها على الوجه اللائق سيؤدي إلى استقطاب عدد أكبر من المدخرين و المستثمرين.

### أهداف البحث:

نسعى من خلال هذا البحث تحقيق الأهداف الآتية:

- يعتبر هذا الموضوع ذو أهمية كبرى في المجال الاقتصادي ككل ، فهو يهدف إلى ما يلي:
- تسليط الضوء على المفاهيم الأساسية فيما يخص السوق المالي و البورصة و الوساطة المالية.
- إبراز و توضيح و شرح الدور الذي يقوم به الوسطاء الماليون في تفعيل البورصة.
- التعرف على واقع بورصة الجزائر و دور الوساطة المالية فيها.

### أهمية البحث:

يستحوذ هذا البحث أهميته من أهمية الأسواق المالية و دور الوساطة المالية في تفعيل التعاملات المالية في البورصة، حيث تعتبر البورصة في غاية الأهمية لدفع عجلة التنمية الاقتصادية ، ما يخولها للنهوض بالاقتصاد الوطني ، كما أن تحديد و تحليل دور الوساطة المالية في تحسين و تفعيل التعاملات المالية بالبورصة و ذلك من خلال دورها في توعية المستثمرين و إضفاء المزيد من المرونة و الفعالية في تنفيذ التعاملات.

### دوافع اختيار الموضوع:

هناك عدة دوافع و مبررات لاختيار هذا الموضوع أهمها ما يلي:

- إظهار أهمية السوق المالي باعتبارها ممول للاقتصاد، و ذلك من خلال البورصة و أهمية الدور الذي يقوم به الوسطاء الماليون فيها.
- التطور المستمر الذي تعرفه الوساطة المالية في البورصة على مستوى الأسواق المالية العالمية.
- قلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع.
- الغموض الذي لا زال يخيم على الاستثمار و التعامل بالأوراق المالية في بورصة الجزائر.

**منهج البحث:**

إن التطرق لمختلف جوانب هذا البحث يتطلب اعتمادنا على المنهج الوصفي التحليلي ، حيث تم اتباع هذا المنهج عند التطرق إلى المفاهيم الأساسية من سوق مالي و كذا البورصة و الوساطة المالية، و كذلك تحليل و وصف بورصة الجزائر و واقع الوساطة فيها، و تحليل مختلف الإحصائيات و البيانات الخاصة بالدراسة.

**الدراسات السابقة:**

من بين الدراسات السابقة التي تعرضت لهذا الموضوع فإنه تم الحصول على بعضها و المتمثلة فيما يلي:

- **وليد أحمد صافي: الأسواق المالية العربية، الواقع و الآفاق،** و هي أطروحة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2003 .

تطرق في هذه الدراسة إلى إشكالية متمثلة :هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية و من ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية موحدة، و استهل بحثه في الأول بتقديم مفاهيم و مبادئ سوق الأوراق المالية، و بعدها تطرق إلى مختلف المراكز المالية الدولية، و من ثم تطرق إلى الأزمات المالية الدولية، ثم إلى واقع أسواق المال العربية، و تناول في الأخير بعض الإسهامات التي تعمل على تنشيط البورصات العربية.

- **بوكمساني رشيد: معوقات الأسواق المالية العربية و سبل تفعيلها،** و هي رسالة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006 .

و تدور إشكالية هذه الدراسة حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة و البحث عن أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تطويرها قصد ترابطها.

قام الباحث بتقسيم دراسته إلى بايين، حيث اهتم في الباب الأول بدراسة الجوانب النظرية و الفنية لأسواق الأوراق المالية، و فيه تناول كل من الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، كفاءة و مؤشرات أسواق الأوراق المالية و أثر العولمة عليها، أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما و أسواق الأوراق المالية الناشئة، أما الباب الثاني من هذه الأطروحة فقد درس فيه الباحث واقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، و الذي تعرض فيه إلى واقع أسواق الأوراق المالية العربية، و كذا معوقات هذه الأسواق، و من ثم تطرق إلى تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية و سبل الربط بينها.

- زرفة زهية : بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في العمليات البورصية مع دراسة حالة الجزائر، و هي رسالة ماجستير مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2000 .

تتمحور الإشكالية فيها حول مكانة البورصة و تأثيرها على الحياة الاقتصادية و كذلك تتمحور الدراسة في شقها الثاني حول الوسطاء في عمليات البورصة و تبيان دورهم في البورصة مع الإشارة إلى بورصة الجزائر حيث قسمت الباحثة دراستها إلى ثلاثة أبواب، و تطرقت في الباب الأول لآلية و نشاط الأسواق المالية، و في الباب الثاني فتناول أهمية و دور الوساطة في العمليات البورصية، و أما الباب الثالث فيعبر عن دراسة تطبيقية تهتم بالتطرق لبورصة الجزائر و الوسطاء المتدخلون في بورصة الجزائر.

### هيكل البحث:

من خلال ما تقدم ، و بدافع الوصول إلى أهداف هذا البحث ، ينقسم البحث إلى أربع فصول كالآتي:

**خصص الفصل الأول** ليتناول المفاهيم الأساسية فيما يتعلق بالأسواق المالية و البورصات من خلال التطرق إلى ماهيتها و أهميتها و وظائفها ، و كذا نشأة البورصة و أهميتها.

كما يتناول **الفصل الثاني** لهذه الدراسة الإطار النظري للوساطة المالية، حيث سنسلط الضوء على ماهية الوساطة المالية من خلال استعراض مفهومها، تطورها، و وظائفها، كما سنوضح أنواع الوساطة ثم نتطرق إلى الوسطاء الماليين في البورصة من خلال إبراز وظائفهم و شروط ممارسة دورهم.

أما **الفصل الثالث** فيتعرض إلى دور الوساطة المالية في تفعيل التعاملات المالية في البورصة بالتطرق إلى تنظيم و إدارة البورصة و إبراز دور الوسطاء الماليين فيها.

و في الأخير و من خلال **الفصل الرابع** سنعمل على تسليط الضوء على واقع بورصة الجزائر و أهمية الوساطة المالية فيها.

ثم أنهينا بحثنا بخاتمة عامة تتضمن أهم الأفكار التي جاء بها البحث و مختلف نتائج اختبار الفرضيات التي انطلقنا منها، بالإضافة إلى تقديم بعض التوصيات و الآفاق المستقبلية للبحث.



الفصل الأول  
مفاهيم أساسية حول  
الأسواق المالية و البورصات

## تمهيد :

يعتبر السوق المالي بمثابة العمود الأساسي في عملية تمويل مختلف الاستثمارات و توظيف الأموال بالشكل الأنسب و كذا سد العجز المالي ، بحيث يعمل على تفعيل تعبئة الادخار ، و ترشيده نحو أحسن استخدام ، و من تم تتوضح لنا الأهمية البالغة للسوق المالي و مساهمتها الكبيرة في عملية التنمية الاقتصادية و الاجتماعية ، و بالتالي فإن هذه السوق تساهم و بشكل كبير في زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني و زيادة معدل النمو الاقتصادي، و بالتالي تنشيط و تفعيل التنمية الاقتصادية .

و بالتالي فإن الدور الذي تحتله الأسواق المالية في مجال التمويل يتجلى بشكل واضح ، و يفصح عن حاله من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات التي تعاني من عجز في تمويل عملياتها الاستثمارية، و بالتالي يمكن أن تساهم في جذب رؤوس الأموال سواء الأجنبية أو المحلية على حد سواء ، كما تمكن الدولة من سد احتياجاتها التمويلية اللازمة للقيام بأعمالها المتزايدة قصد تحقيق التنمية الاقتصادية، و من تم فإن وجود سوق المال تمنح المساهمة اللازمة و الفعالة في تنشيط الحياة الاقتصادية و تحقيق الازدهار و الرقي لاقتصاديات بلدان العالم.

و من أجل دراسة أهمية السوق المالي في الاقتصاد ، سنتطرق في هذا الفصل إلى مفاهيم أساسية

حول الأسواق المالية و البورصات ، حيث قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالآتي:

❖ المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.

❖ المبحث الثاني: ماهية البورصات.

❖ المبحث الثالث: الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.

يعتبر السوق المالي محرك هام جدا للاقتصاد الوطني باعتباره ركيزة لا يستهان بها في تمويل مختلف الاستثمارات الاقتصادية، و باعتبار السوق المالي يعمل على توفير الأموال اللازمة لمختلف الاستثمارات و المشاريع الانتاجية فيعتبر هذا الأخير في غاية الأهمية لمواجهة الاحتياجات التمويلية الكبيرة سواء للمؤسسات أو الدولة على حد سواء ، فسنتناول من خلال هذا المبحث كل ما يتعلق بنشأة الأسواق المالية و مفهومها و وظائفها و أهميتها ، و كذا تقسيماتها .

### المطلب الأول: مفهوم السوق المالية و تطورها

أصبح موضوع الأسواق المالية يحظى باهتمام بالغ في معظم دول العالم، وهذا لما تلعبه هذه الأسواق من دور هام في جمع المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني و ترفع من معدلات الرفاهية لدى أفراد المجتمع، وبغرض فهم أكثر عمقا لهذا المصطلح نحاول من خلال هذا المطلب تحديد مفهوم السوق المالية ، مع إبراز خصائص هذه السوق .

#### 1- مفهوم السوق المالية

إن مفهوم السوق المالي متصل بداية بمفهوم السوق عامة ، فيعتبر هذا الأخير بمثابة مكان لتلبية حاجة معينة مقابل التخلي عن مبلغ معين من النقود، والسوق يعرف على أنه " الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع و المشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق"<sup>1</sup>، و السوق تعرف عامة كمصطلح على أنه<sup>2</sup>: يقصد به المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها .

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص 26.

<sup>2</sup> شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994 ، ص 241 .

و منه فإن السوق المالي تمثل آلية يتم من خلالها تلبية حاجة المستثمرين للموارد المالية من خلال العمل على انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز مقابل أوراق مالية معينة، ويشترك في هذه السوق مجموعة من الأفراد والمؤسسات ضمن إجراءات خاصة تنظم عملهم<sup>1</sup>.

كما يمكن تعريف سوق المال على أنه: "هو السوق الذي يؤدي إلى تسهيل التبادل بين النقود و الأصول المالية"<sup>2</sup>.

ولقد أدى طابع التخصص في الأسواق إلى نشوء وحدات متخصصة من الأفراد والشركات للمتاجرة وتقديم خدمات الوساطة في السوق المالي ، بالرغم من أنه حديث العهد قياسا بسوق السلع المادية إلا أن مفهومه لا يخرج عن مفهوم الأسواق الأخرى ، سواء من حيث تنظيمها الإمكانيات المتاحة و التسهيلات للمتعاملين فيه، لذا فالسوق المالية هو الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة و وحدات العجز التي هي بحاجة الأموال لغرض الاستثمار ،عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة.<sup>3</sup> و يعتبر التطور الحاصل في المفهوم العام للسوق المالية نتيجة نمو شبكات ووسائل الاتصال، وقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمح بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول، و منه فيمكن تعريف السوق المالية بأنها هي عبارة عن " نظام يتم بموجبه بيع وشراء نوع معين من الأدوات المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمر من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال."<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005 ، ص 3.

<sup>2</sup> عبد القادر السيد متولي ، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى،الأردن، 2010 ، ص68.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي ، الاستثمار بالأوراق المالية ، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، الأردن، 2004 ، ص110.

<sup>4</sup> أنس البكري ووليد صافي، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 ، ص 16.

كما و أنه يمكن تعريف السوق المالية على أنها "سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال والقطاع الحكومي والعائلي، أو هي سوق ادخار شبه سائل والائتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري، وتلعب أجهزة الوساطة المالية المصرفية و اللامصرفية دورا رئيسيا في تكوين هذا السوق، ويتوقف نجاحها على مدى وجود المدخرين فضلا عن توفر مناخ ملائم من حيث كفاءة البنية الأساسية للاقتصاد، وملائمة تشريعات الاستثمار".<sup>1</sup>

## 2- مراحل تطور السوق المالية:

لقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجودة عليه حاليا بخمسة مراحل، حيث يعود تطور الأسواق المالية إلى التطور في أسواق السلع والخدمات، حيث كان يسمح للتجار بعرض بضائعهم وتحديد أسعارها الآنية والآجلة، ، و تشكلت الأسواق المالية من خلال المراحل التالية:<sup>2</sup>

**المرحلة الأولى :** وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة ، مع ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية و غيرها، مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، والتي أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطره اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب عن ذلك من عواقب وخيمة.

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان،الأردن، 2000، ص25.

<sup>2</sup> رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعنز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن،2005، ص10- 11.

**المرحلة الثانية :** و قد بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

**المرحلة الثالثة :** و جاءت من خلال ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات و غيرها من البنوك، حيث أصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل، لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تف بحاجات لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانة.

**المرحلة الرابعة:** و كان ظهور الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

**المرحلة الخامسة:** و في هذه المرحلة كان اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية وذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة و ظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

## المطلب الثاني: وظائف السوق المالية و أهميتها

لقد برهنت الأسواق المالية على دورها الناجع في التنمية الاقتصادية، حيث تعمل وفق مجموعة من الآليات على تحقيق التوازن الفعال بين قوى العرض والطلب، وتتيح إمكانية إجراء كافة المعاملات والمبادلات، ويتمثل الدور الأساسي للأسواق المالية والذي أدى إلى ظهورها في تسهيل عملية نقل الأموال من أصحاب الفائض المالي نحو أصحاب العجز المالي لإنشاء مشاريع استثمارية، كما تساعد على توجيه الأمثل للفرص الاستثمارية وتوفير السيولة، بالإضافة إلى دوره الأساسي تقوم السوق بتخفيض المخاطر الاستثمارية والتي أخذت مزيدا من الاهتمام مع تطوير المشتقات المالية، والمساهمة في توفير المعلومات الاقتصادية التي تعكس أوضاع وأداء الشركات والأسواق، ومن الملاحظ أن هذه الوظائف تمكن من دفع الأسواق المالية لأن تكون أكثر كفاءة<sup>1</sup>.

و بالتالي فإن الأسواق المالية تستمد أهميتها في الاقتصاديات الحديثة من الوظائف المتعددة الأوجه التي تؤديها و تخدم بها الاقتصاد عامة و أهم هذه الوظائف ما يلي:<sup>2</sup>

- تقوم بدور رئيسي في تخطيط السياسة النقدية وتمويل الخطط التنموية، كما تؤثر في دور البنك المركزي في تغيير سعر الفائدة.

- تساعد في توفير مصادر تمويل طويلة الأجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال ومصادر قصيرة الأجل من خلال أسواق النقد.

- تعمل الأسواق المالية على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية، والتعامل فيها بما يكفل سلامة التعامل وسرعته وسهولته.

<sup>1</sup> Roland Portrait & Patrice Pancet, FINANCE DE MARCHÉ, DALLOZ, PARIS, 2008, p 15 .

<sup>2</sup> أنس البكري ووليد صافي، مرجع سابق، ص 23 .

-تساعد على تنمية الادخار عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين والتوجيه الأمثل للمدخرات المالية من أجل تمويل الاقتصاد.

- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد الوطني.

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة من مخاطر السوق.

- تعتبر الأسواق المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية حيث تساعد في عملية التنبؤ، ومن هنا فإن ذلك يساعد على توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحا.

و بالإضافة لكل هذه الوظائف المهمة للسوق المالي هناك وظائف أخرى تمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأمثل و الأحسن للموارد المالية و تحقيق التوازن في توزيعها ، و هذه الوظائف منها الآتي:<sup>1</sup>

- اكتشاف السعر ، فالسوق المالية توفر الوسائل اللازمة لتفاعل البائعين و المشترين لتحديد سعر الأصل المالي ، أي معدل العائد المطلوب.

- إضفاء صفة السيولة و المرونة العالية للأصول المالية .

- تساهم الأسواق المالية بتخفيض التكلفة المعلومات و كلفة البحث عن الصفقة.

و مما يتوضح لنا أن معظم وظائف السوق المالية التي سبق ذكرها يمكن إرجاعها لثلاثة عناصر

أساسية، فهي إما أن تقدم وظيفة ادخارية وإما أن تقدم وظيفة تمويلية أو تقدم وظيفة اقتصادية تنموية ، وبما أن الأولى والثانية يحصلان معا وهما سابقتان على الأخيرة وتعدان أداة من أدواتها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق ، ص 25.

<sup>2</sup> محمد صالح، إدارة الأسواق المالية والبورصات، دار النهضة العربية، مصر ، د.ط، 2001 ، ص09.

## 2- أهمية السوق المالي:

تستحوذ الأسواق المالية على مركز حيوي هام للغاية في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية ، كما تتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة و ذلك من خلال ما تؤديه من نشاط، وهي تعتبر انعكاسا للنظم والسياسات المالية و الاقتصادية في أي دولة، وكلما كان النظام المالي للدولة متطورا كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي وتقدمه ودعم التنمية الاقتصادية التي تعتمد إلى حد كبير على معدل تجميع رأس المال، والذي يعتمد بدوره على معدل الادخار .

ويمكن للمؤسسات المالية أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيرا إيجابيا من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفء لهذه المدخرات المجتمعة على الاستثمارات، وإزالة الازدواج المالي بين السوق المالي المنظم والسوق المالي غير المنظم.

إن السبيل الحقيقي والواقعي للنهوض بأعباء النمو الاقتصادي و الاجتماعي بمعدلات مناسبة يقتضي اتخاذ سياسة هدفها تشجيع الادخار والاستثمار، ومحاولة جذب رؤوس الأموال والمدخرات الأجنبية للمشاركة في عمليات التنمية الاقتصادية ، ذلك أن تمويل خطط التنمية الاقتصادية يعد من الوظائف الأساسية للأسواق المالية.

و بالتالي فإن للأسواق المالية أهمية بارزة و واضحة في الحياة الاقتصادية، تتضح لنا جليا من خلال مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية، حيث أن السوق المالي يجمع بين المدخرين أو أصحاب الفوائض المالية، والمتعاملين الذين هم بحاجة لهذه الأموال من أجل استثمارها في مجالات أخرى، والسوق المالي بذلك يشجع على الادخار من جهة، ومن جهة ثانية يساهم في تمويل الاستثمار عن طريق توجيه تلك المدخرات إلى المجالات الاستثمارية التي تسمح بالنمو، والتوسع، مما سينعكس إيجابا على الاقتصاد الوطني من جهة، وبالتالي على مستوى معيشة الفرد من جهة أخرى.

بصفة عامة يمكن القول أن الدور الحيوي الذي تلعبه الأصول المالية في الاقتصاد قد أضفى بدوره المزيد من الأهمية على الأسواق المالية، " فالأصول المالية وجدت لسبب جوهري وأساسي يتمثل في أن مدخرات الأفراد، والمؤسسات، والحكومة تتكون في فترة زمنية، ليس من الضروري أن تكون هي ذاتها الفترة الزمنية التي يخطط فيها هؤلاء المدخرين لاستثمار تلك المدخرات في أصول حقيقية من آلات، ومعدات، ومباني ومخزون وما شابه ذلك من أوجه الاستثمار " <sup>1</sup>

وعليه فإن الأسواق المالية مهمة جدا و تزداد أهميتها بزيادة حجم المعاملات، و التي هي بدورها تتطور من خلال التطورات في المجال التكنولوجي الدولي، و مع وجود العولمة في العصر الذي نعيشه فأصبحت السوق المالية تسيرها قواعد واحدة ألا و هي قواعد اقتصاد السوق، و ذلك في مختلف أنحاء العالم و فيما يلي تتوضح لنا أهمية السوق المالية كالاتي: <sup>2</sup>

-تمويل خطط التنمية الاقتصادية؛ لما كانت عمليات التنمية تحتاج رؤوس أموال كبيرة قد لا تتاح للدولة فتقوم الدولة في هذه الحالة بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية، ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.

- عدم قدرة المصارف التجارية على التمويل المتوسط، والطويل الأجل لأسباب عديدة منها: ضخامة الأموال المطلوبة، مشاكل التضخم، ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك، وخاصة عند منحها للقروض المتوسطة والطويلة.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية : مدخل تحليل معاصر ، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، ص 25.

<sup>2</sup> نوزاد الهيتي ، مقدمة في الأسواق المالية ،دار الشط للأعمال الفنية و الإخراج الصحفي ، طرابلس، 1998 ، ص18- 19.

- تساعد الأسواق المالية على منح القروض بشروط ميسرة، وبتكاليف قليلة بمقارنتها بالقروض من البنوك الدولية، أو القروض الخارجية، فكثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل، فينجم عن ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية إقليمية، حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم، أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.
- أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق، وبما يعود عليهم بأرباح عالية، وبمخاطر قليلة وخاصة في حالة توظيفها، في شركات استثمار، أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة.
- أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية، تمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة، وبدون تحمل أي خسارة أو عناء.
- و مما لا شك فيه أن الأسواق المالية تحوز على أهمية كبرى في اقتصاديات البلدان باعتبارها تعبر عن مدى نمو و رقي و تطور الاقتصاد.

## المطلب الثالث : تصنيفات السوق المالية

يمكن تقسيم سوق المال من إلى قسمين أو صنفين أساسيين لا غنى للأولى عن الثانية في تكوين

الأسواق المالية ، فهذه الأخيرة تشمل هذان الشقين و هما:<sup>1</sup>

سوق النقد؛

سوق رأس المال .

### 1- سوق النقد:

تتميز أسواق النقد بإصدار وتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول والتحويل بسرعة إلى سيولة نقدية، حيث أن مدة استحقاقها تكون أقل من سنة، ونظرا للطبيعة القصيرة الأجل للسوق فإن الاستثمار في أدوات سوق النقد قد يكون أكثر أمانا من الاستثمار في أدوات سوق رأس المال، وهذا من خلال تخفيف الكثير من المخاطر المتعلقة بتدهور الأسعار وتخفيض تكاليف إنجاز المعاملات، ويقوم الجهاز المصرفي في سوق النقد بالدور الرئيسي، ومن أهم مؤسساتها البنك المركزي والبنوك التجارية، ومن أهم الأدوات التي تتعامل بها هذه السوق نجد أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، ودائع قابلة للتداول، قبولات مصرفية.<sup>2</sup> وتعتبر الورقة المالية في هذا السوق صك مديونية يعطي لحامله الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، وعادة لا تزيد مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أودون خسائر على الإطلاق وذلك نظرا لضمان عملية السداد .

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق ، ص3.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 ،ص69-70.

## 2 - سوق رأس المال:

تأتي أهمية أسواق رأس المال من الدور الهام والحيوي الذي تقوم به، فهي سوق تمثل المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون بالأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وبصفة عامة فإن مدة استحقاقها تتجاوز السنة، ومن ثم فإن أسواق رأس المال لها القدرة على إحداث نقلات هامة في مجال التنمية الاقتصادية؛ وذلك من خلال تجميع المدخرات من مصادرها المختلفة وإعادة توظيفها في مجالات الاستثمار المختلفة طويلة الأجل ، وتنقسم سوق رأس المال بدورها إلى أسواق العقود المستقبلية، والأسواق الحاضرة.<sup>1</sup>

حيث يقصد بأسواق العقود المستقبلية تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنيا على أن يتسلمها في تاريخ لاحق ، و المهمة الأساسية من وجود هذه الأسواق هي تقليل مخاطر تغير السعر و تفاديها، و تقوم هذه السوق على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية.

أما الأسواق الحاضرة فهي أسواق تتعامل أيضا بأوراق مالية ذات استحقاقات طويلة الأجل(الأسهم والسندات)، ويطلق عليها أحيانا أسواق الأوراق المالية، وتنتقل هنا ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها، وتنقسم هذه الأسواق بدورها إلى قسمين هما السوق الأولية والسوق الثانوية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، مصر، 2007 ، ص 20 - 21 .

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003 ، ص 6-7.

## السوق الأولية:

الأسواق المالية الأولية هي الأسواق التي تصدر الأوراق المالية لأول مرة لغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية، ويطلق عليها سوق الإصدار، ويقوم البنك الاستثماري في هذه الأسواق بالدور الرئيسي كوسيط مالي، فهو متخصص في توزيع الأوراق المالية الجديدة.

يجد معظم المستثمرين أن إصدار الأوراق المالية من طرف المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية مكلفا نسبيا، أما البنوك الاستثمارية فلديها الخبرة وسرعة الاتصالات من خلال توسيع نطاق العمليات لإجراء هذه الوظيفة بكفاءة وبتكلفة منخفضة نسبيا، كما تقدم مجموعة كاملة ومتنوعة من الخدمات للشركات المصدرة للأوراق المالية بدءا من التخطيط للمفاوضات المباشرة بين الشركة والبنوك الاستثمارية إضافة إلى التحليل وتقديم المشورة والتأمين والبيع لجمهور المستثمرين<sup>1</sup>.

وبالتالي فإن هذا السوق يختص بالإصدارات الجديدة من الأوراق المالية ، وتلك الأوراق تحتاجها المنظمات الاقتصادية، و ذلك سواء كان لتمويل مشروعات جديدة أو للتوسع في مشروع قائم من قبل وذلك من خلال زيادة رأسمالها، حيث تقوم بإصدار عددا من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب، ويمكن هنا للجهة المصدرة للأوراق المالية الاتصال بشكل مباشر بالمستثمرين، أو بإمكانها تكليف إحدى المؤسسات المتخصصة بالقيام بالإصدار ، و كذا إكمال الإجراءات ، وهنا يكون بائع الأوراق المالية هو نفسه مصدرها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Frank m. Werner & James A.F. Stoner, Modern Financial Managing, 3rd Edition, Freelead Press, USA, 2007,p 277 , 278.

<sup>2</sup> حنفي عبد الغفار "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات) الدار الجامعية- الإسكندرية ،مصر 2005 ، ص 43.

## السوق الثانوية:

أما الأسواق المالية الثانوية فهي تلك الأسواق التي يتم فيها إعادة بيع أو الاتجار بالأوراق المالية التي سبق إصدارها من قبل في السوق الأولية، وتدعى كذلك بسوق التداول، وتوفر هذه السوق للمستثمرين عدة خصائص وآليات من خلال تسهيل عملية تداول الأوراق المالية بين حامليها والراغبين في شرائها من غير المصدرين، وتقديم المعلومات وضمان استمرارية الصفقات وتوفير السيولة وحماية المشاركين، كما يمكن تعريفها على أنها "هي السوق التي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها بعبارة أخرى فإن هذا السوق هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذا السوق هو أنه يوفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى عنصر السيولة، ولهذا يقال بأن السوق الأولى يستمد فاعليته من السوق الثانوي".<sup>1</sup>

و منه فإن هذا السوق يختص بالتعامل والتداول في الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، أي بعد توزيعها سواء بصورة مباشرة أو بواسطة إحدى المؤسسات المالية المتخصصة ويطلق على هذا السوق البورصة .

و يمكن تصنيف هذا السوق إلى :

- **أسواق منظمة:** وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها من خلال البورصات الرسمية وفقا للقواعد واللوائح المنظمة، والتي يتعامل فيها بيعا و شراء لكافة أنواع و أشكال الأسهم والمستندات، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ و اللوائح والتشريعات.

<sup>1</sup> حسين بن هاني، الأسواق المالية(طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، 2002، ص15.

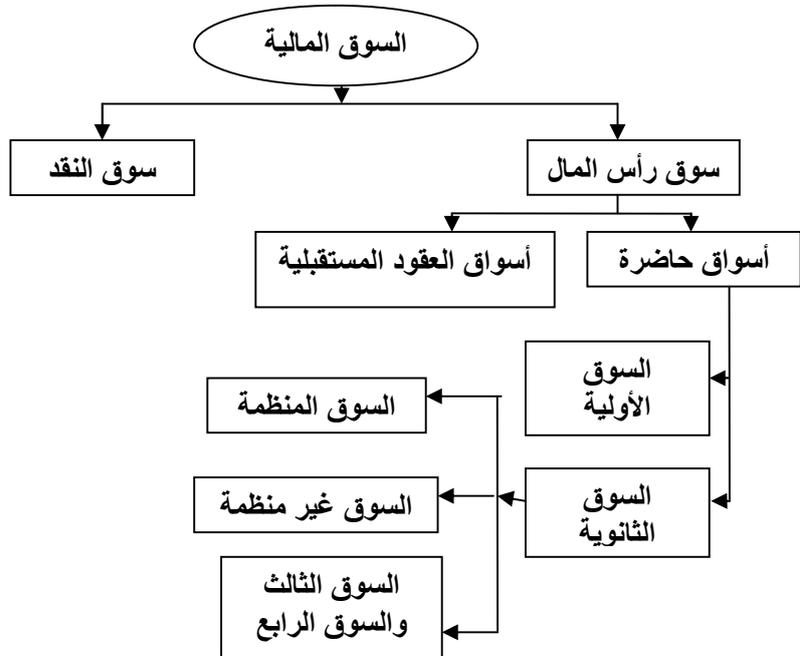
- **أسواق غير المنظمة** : يطلق اصطلاح الأسواق المالية غير المنظمة على المعاملات التي تجري في خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة وتعرف أيضا بالسوق غير الرسمية، ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط هاتفية، الأنترنت، الفاكس و التي بواسطتها تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين ).

وهناك أنواع أخرى من أسواق رأس المال و تتمثل في:

**السوق الثالثة** : وهي تشمل قطاع من السوق غير المنظم حيث تتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة، ويقدمون خدمات البيع والشراء للعملاء ، وخاصة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وشركات إدارة أموال المعاشات ( صناديق المعاشات ) ، وعادة ما تتميز هذه السوق بانخفاض تكاليف خدماتها المتمثلة في العمولة التي تتقاضاها من هؤلاء العملاء.

**السوق الرابعة** : وهي سوق التعامل المباشر في المؤسسات الكبيرة وكبار المستثمرين، وبذلك يتجنبون التعامل مع السماسرة وتجار الأوراق المالية، وهذه السوق تقوم على شبكة اتصالات بين المستثمرين الكبار والذين يتعاملون في أحجام ضخمة من الأوراق المالية.

الشكل رقم (01): مكونات السوق المالية



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، مرجع سابق، ص 95-96.

## المبحث الثاني: ماهية البورصات.

تمثل البورصة سوقا ماليا منظما يتعامل بالأوراق المالية المختلفة أهمها الأسهم و السندات ، حيث تتم صفقات البيع و شراء الأوراق المالية في إطار منظم ، كما أنه ممكن اعتبارها قطب لتجميع رؤوس الأموال و تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل المتمثلة أساسا في الأسهم و السندات.

### المطلب الأول: مفهوم و نشأة البورصة

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تعريف ودراسة السوق المالي الثانوي المنظم وهو البورصة ، حيث أن هذه الأخيرة تمثل ذلك الجزء من السوق الثانوي المنظم ومنه فان السوق الثانوي المنظم عبارة عن مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون لبيع و شراء ورقة مالية مسجلة بتلك السوق يتولى تنظيمه وإدارته مجلس منتخب من أعضاء السوق.

### أولاً: مفهوم البورصة

يعد وجود البورصات في أي بلد من بلدان العالم بمثابة المرآة العاكسة لقوة اقتصاديات الدول و تطورها فالبورصة هي من أهم مكونات الأسواق المالية، باعتبارها تعمل على توفير وتجميع المدخرات من أجل الاستثمار والتنمية الاقتصادية.

و يمكن تعريف البورصة على أنها:

" هي المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من حوزة المدخرين و انسيابها إلى حوزة المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية ( أسهم، سندات أو مشتقات) ، و حصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية ، الأمر الذي يترتب عليه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية ( استثمارات مالية) أو العكس ، أو بمعنى آخر إن البورصة هي حلقة وصل بين المدخرين و المقترضين أو الإطار الذي يجمع بين البائعين و المشترين للأوراق المالية."<sup>1</sup>

كما تعرف كذلك على أنها : "مكان للتبادل، تشمل العمل (بورصة العمل)، والتجارة (بورصة البضائع والمواد الأولية)، ولكنها تطلق عادة على مكان تداول القيم المنقولة (بورصة القيم المنقولة) الأسهم والسندات "<sup>2</sup>

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواربة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية – الأسس النظرية و العملية- دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص45.

<sup>2</sup> Olivier PICON, La bourse (ses mécanismes, gérer son portefeuille, réussir ses placements), 14<sup>ème</sup> édition, Encyclopédie DELMAS 2000, p12

و البورصة هي وليدة السوق ، لأن كلاهما أي السوق و البورصة يتضمن إجراء تعاملات و عقد صفقات من خلال عمليات البيع و الشراء ، أي من خلال العرض و الطلب فيهما ، إذ يمثل العرض و الطلب الركنتين الأساسيين لأية سوق ، و لذلك تعتبر البورصة سوق يتم فيها التعامل بشراء و بيع الأوراق المالية أي الأسهم و السندات و الأوراق المالية الأخرى ، و هذا يعني أن البورصة تعتمد في عملها على عرض الأوراق المالية من أجل بيعها ، و الطلب على الأوراق المالية فيها بشرائها.<sup>1</sup>

### ثانياً: نشأة البورصة

اختلف المؤرخون في بداية نشأة البورصة ، فباستبار كلمة بورصة هي من أصل لاتيني ، و التي تحمل معنى الصرة أو الكيس المخصص لحمل النقود ، ثم أصبحت تشير إلى النقود نفسها ، و بالرجوع إلى تاريخ نشأة البورصة التي تشير إلى المكان الدوري الذي كان يعقده تجار مدينة بروج البلجيكية في قصر المصرفي VANDEBOURSE في منتصف القرن السادس عشر.

و يرجع بعض الكتاب كلمة بورصة إلى معنيين :<sup>2</sup>

الأول: هو اسم كبار التجار الأغنياء و كان اسمه ( فان دي بورص ) ، و لذلك أطلق لفظ بورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار و تتم فيه عمليات البيع و الشراء.  
الثاني: فندق في مدينة " بروج" كانت تزين واجهته بشعار عملة عليه ثلاث أكياس، و كان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين و وسطاء ماليين لتصرف الأعمال.

و إذا رجعنا إلى تاريخ إنشاء البورصات في العالم ، فتعتبر بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية في فرنسا والتي ظهرت في سنة 1595 ، أما بورصة باريس لم تحضى بأهمية كبيرة إلا بعد سنة 1639، خاصة بعد ظهور عملاء الصرف الذين تخصصوا في حسم الكمبيالات التجارية، وقد تحولت هذه البورصات في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى منظم لحركة وتداول رؤوس الأموال، وبرز هذا الدور بشكل لافت بعد انتشار شركات المساهمة وتوجه الحكومات والملوك للاقتراض من أجل تمويل نفقات الدول وتمويل الحروب فضلاً عن احتياجات شركات المساهمة للتمويل، ما أعطى دفعة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى بدوره إلى ظهور بورصات الأوراق المالية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> فليح حسن خلف ، الأسواق المالية و النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2006، ص64.

<sup>2</sup> عبد القادر السيد متولي ، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010 ، ص 161.

<sup>3</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية -البورصات، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008 ، ص 9.

## المطلب الثاني : وظائف البورصة و كفاءتها

### أولاً: وظائف البورصة

تعتبر البورصة جد مهمة في الحياة الاقتصادية، و يعود ذلك لأهمية الوظائف التي تمارسها هذه الأخيرة في عالم التمويل و التنمية الاقتصادية بالنسبة لأي بلد في العالم ، و هذه الوظائف التي تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

- إيجاد حلقة فعالة بين البائعين و المشترين الأمر الذي ييسر الاستثمار و التمويل و الاقراض .
- تشجيع الادخار و ذلك بفتح مجالات واسعة أمام صغار المدخرين لإيجاد فرص استثمار ملائمة.
- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة و انتاجية، الأمر الذي يولد عائدا ملائما للمستثمر و يعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي.
- وجود سوق يساعد السياسة النقدية و المالية على تحقيق أهداف السياسات في العملة الاقتصادية.
- توفير المعلومات و البيانات التي تمكن المستثمر من حسن الاختيار للوسائل الاستثمارية و تمكنه من إعادة النظر من استثماراته مما يعود عليه بالنفع و الفائدة.

كما أنه هناك وظائف أخرى للبورصة من أمثلتها:<sup>2</sup>

- تحويل الخطر أو ما يسمى بالمشاركة ، فبدلاً من أن تظل الشركة مملوكة لفرد أو عائلة أو عدد محدد من الشركاء يتحملون مخاطرها بالكامل، فإن طرح حصة من الشركة بالسوق يجلب لها مساهمين جدد يشاركون في الربح و في المخاطر التي تتعرض لها الشركة ، أي تساهم البورصة في تحويل جزء من المخاطر المرتبطة بالنشاط إلى آخرين عن طريق طرح جزء من رأس المال على الآخرين.
- جذب رؤوس أموال من الخارج للمشاركة في شركات محلية و بالتالي زيادة حركة التنمية.

<sup>1</sup> عبد القادر السيد متولي ، مرجع سابق ، ص 163.

<sup>2</sup> عنايات النجار ، وفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية ، القاهرة، مصر، 2006، ص12.

- التنبؤ بالأداء الاقتصادي خلال الفترات القادمة حيث إنه من المعروف علميا أن أسعار الأسهم تمثل أحد المؤشرات المبكرة للتنبؤ بالنشاط الاقتصادي.

و بالتالي فإن أهم دور للبورصة هو وجود و تنظيم تدفق مستمر لعرض و طلب الرأسمال باعتبار أن السيولة في هذا السوق مبنية أساسا على توازن بين المدخرين و المستثمرين، و هذا يعتبر مؤشر على النشاط الاقتصادي الإيجابي و المستمر لنمو المؤسسات الاقتصادية.<sup>1</sup>

### ثانيا: كفاءة البورصة

يعتبر السوق ذو الكفاءة هو الذي تعكس فيه أسعار الورقة المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة ، بحيث لا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق و الوصول إل نتائج محددة بشأن أسعار الأوراق المالية .

#### 1- مفهوم كفاءة بورصة الأوراق المالية:

وفقا لمفهوم كفاءة السوق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية المتداولة لكافة المعلومات المتوفرة عنها، يعني قيام المستثمرين في حال ظهور أي معلومة جديدة عن أي ورقة مالية بتحليل هذه المعلومة وعكس هذه المعلومة على سعرى الورقة المالية إما بزيادة سعرها إذا كانت معلومة جيدة، أو العكس إذا كانت المعلومة تعكس تراجعاً في أداء الشركة المصدرة للورقة المالية أو أداء أقل من المتوقع.

حيث تعد السوق الكفئ هي السوق الذي يكون فيه أفضل توقع لقيمة السهم ممثلا في السعر الحالي، كما يعتبر هو السوق الذي يكون فيه حالة توازن مستمر حيث تكون أسعار الاستثمارات فيه مساوية قيمتها الحقيقية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Jean Pierre Gailland, La Bourse Se Constituer Un Portefeuille, Edition Balland Jacob Duvernet, France, 1999, P08.

<sup>2</sup> فيصل محمود الشاورة، مرجع سابق ، ص48.

كما تقاس كفاءة السوق بمدى استجابة أسعار الأسهم في البورصة وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، وفي ظل نظرية كفاءة السوق تتلاشي فرص تحقيق أرباح غير عادية، بحيث لا يتمكن أحد من المستثمرين أن يحقق أية أرباح غير عادية من خلال استغلاله لأية معلومات لم تكن متوفرة لدى غيره من المستثمرين .

و بالتالي يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:<sup>1</sup>

التخصيص الأمثل للموارد؛

التقييم الدقيق للمبادلات؛

تقديم خدمات بأقل تكلفة.

- شروط كفاءة السوق:

إن من أهم شروط السوق الكفاء ما يلي:<sup>2</sup>

-توفر المعلومات والبيانات بالدقة اللازمة وفي الوقت المناسب لجميع المتعاملين.

-توفر السيولة والتي تعني القدرة على البيع والشراء في أي وقت وبأسعار معروفة مسبقا إلا إذا وردت إلى السوق معلومة جديدة وجوهية تؤدي لتغير في الأسعار .

-كلما انخفضت تكاليف المعاملات داخل السوق كلما ارتفعت كفاءة السوق.

- العمق و عادة ما توصف السوق بالكفاءة لما تكون حركة التعاملات بها نشيطة و يوجد بها عدد كبير من أوامر البيع والشراء بصفة مستمرة إضافة الى وجود عدد كبير من المستثمرين.

-عدم وجود قيود على الدخول والخروج من السوق.

-تجانس التوقعات داخل السوق وعدم وجود اختلافات كبيرة في أسعار الصفقات السابق والحالية.

<sup>1</sup> J Teulite et P Topasacation , Finance , 2 eme édition , Vbert, 1999, p 74,75

<sup>2</sup> محمد احمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 45.

## 2- أنواع كفاءة السوق:

- أ- **الكفاءة الكاملة**: يقوم مفهومها أساسا على عدم وجود فترة زمنية فاصلة بين المعلومة الجديدة والاستجابة السعرية المباشرة للورقة المالية، و هذا يتطلب الشروط الآتية:<sup>1</sup>
- انعدام القيود على التعاملات مثل تكاليف التعاملات أو الضرائب أو غيرها.
  - وجود عدد كبير من المستثمرين ما يمنع أي هيمنة بالسوق.
  - حرية الدخول والخروج والبيع والشراء لأي كمية من الأسهم دون شروط.
  - توفر صفة الرشادة لدى المستثمرين وسعيهم نحو تعظيم الأرباح.
  - أن تكون المعلومة متاحة لجميع من في السوق في نفس الوقت وبدون تكاليف .

## ب- الكفاءة الاقتصادية:

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على الأسهم ، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، و لكن بسبب تكلفة المعلومات و الضرائب و غيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.<sup>2</sup>

حيث أنه وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها و المسموح بها لحد معين اقتصاديا) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص 32 .

<sup>2</sup> عبد القادر السيد متولي ، مرجع سابق ، ص 105.

<sup>3</sup> مفتاح صالح و معارفي فريدة- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، جامعة محمد خيضر بسكرة، مجلة الباحث العدد 07 ، 2009-2010، ص 183.

### 3- مستويات كفاءة البورصة:

إن مستويات كفاءة البورصات تتحدر إلى ثلاث مستويات أساسية، تتحدد من خلال العلاقة بين الأسعار وطبيعة المعلومات المتوفرة فيها و من خلال ذلك فمستويات الكفاءة تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

أ. **السوق الكفاء بدرجة ضعيف** : و هي الاسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية المتاحة كأسعار بيع الأسهم و أرباحها و نتائج أعمال الشركات التي تعود إليها تلك الأوراق ، و لا يستطيع أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية من هذه المعلومات تفوق متوسط العائد بالسوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب مستثمر آخر نتيجة لعدم معرفته و يمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مدى عشوائية نسبة التغير في الأسعار .

ب. **السوق الكفاء بدرجة نصف قوي** : هي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية و الحالية المتاحة كأسعار بيع الأسهم و أرباحها و نتائج أعمال الشركات المصدرة و لا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح استثنائية غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب الآخرين نتيجة عدم معرفتهم إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

ج. **السوق الكفاء بدرجة قوي** : في هذا السوق تكون الأسعار ستعكس المعلومات التاريخية و المعلومات الحالية والمستقبلية، ولا يستطيع أمام هذا الوضع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية نتيجة انتشار المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية داخل البورصة، لكن توفر هذا الشرط مستحيل في الواقع ، و بالتالي يعتبر هذا السوق نظري لا وجود له في الواقع العملي.

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص 50 .

### المطلب الثالث : شروط التسجيل في البورصة و المتعاملون بها

#### أولاً: شروط التسجيل في البورصة

إن عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى البورصة جملة من الشروط منها ما يتعلق بالشق المالي ومنها ما يتعلق بالشق القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى ومن بورصة إلى أخرى ، و يمكن إيجاز هذه الشروط فيما يلي <sup>1</sup>:

-يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

-أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20 % إلى 25 % ، حيث يطرح النسبة المشار إليها من رأس المال في البورصة، و يكون ذلك بإصدار ما يقابلها من الأسهم.

-أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.

-أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.

- أن يتم تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

-أن يتم تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

<sup>1</sup> P. Monnier, Les marchés boursiers, Verreuil, Paris, 3ème édition, 1997, p 28-29.

## ثانيا: أنماط المتعاملون في البورصة

هناك ثلاثة أنواع من المتعاملين في البورصة المتمثلين أساسا في: المستثمرين، المضاربين و المقامرين و هناك فرق كبير بين الاستثمار ، المضاربة و المقامرة ، و التي سنوضحها كالآتي:<sup>1</sup>

1- **الاستثمار Investment** : هو اقتناء أصل معين بهدف تحقيق عائد منه في المستقبل

و المستثمر يمكن أن يحقق مكسبا مرتفعا أو متوسطا أو منخفضا أو يحقق خسائر، و يستغرق الاستثمار وقتا من شهور إلى سنوات ، حيث يقوم المستثمر بشراء أسهم الشركة التي تبدو له واعدة من حيث النمو ، بحيث يستطيع بيعها بسعر أعلى بعد فترة من الزمن قد تصل لسنوات ، و يكون اهتمامه توزيع الأرباح السنوية للشركة و تحليل أوضاعها المالية و تحمل مخاطرة مقبولة.

2- **المضاربة Speculation**: هي تحقيق عائد من عملية شراء أو بيع الأصل نفسه ، فالمضارب

يبحث عن الأسهم التي تبدو له غير مقيمة على حقيقتها مؤقتا لتحقيق ربح سريع في أيام و أسابيع و يهتم بارتفاع سعر السهم في المدى القصير ، و يتحمل مخاطرة عالية جدا و يشتري الأسهم لفترة قصيرة ، و لا يهتم نوع الأسهم التي يشتريها ما دامت تحقق له في الأجل القصير مكاسب رأسمالية.

3- **المقامرة Gambling** : تقوم على أساس توقعات لاحتمالات وقوع أحداث معينة و بالتالي يتوقف

العائد على توافق النتائج الفعلية مع التوقعات ، و منه فالمقامر إما أن يكسب أو يخسر ، لا يوجد نتيجة وسط بينهما ، و تستغرق عملية المقامرة بضعة دقائق، و المقامر لا استراتيجية له حيث يشتري حسب عاطفته و أذواقهم و أهوائهم ، و يهتم بتحقيق مكاسب فورية كبيرة بأي شكل و ليس له أي اهتمام بأي تحليل ، و يتعامل في السوق على أساس فوري يتطلع به إلى تحقيق ربح فوري خلال

أيام فقط ، و يتحمل مخ

<sup>1</sup> عنايات النجار ، وفاء شريف، مرجع سابق ، ص 17 - 18.

## المبحث الثالث: الأوراق المالية المتداولة في البورصة

تعد الأوراق المالية أدوات تمويل في البورصة، و باعتبارها أصولا مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها تمثل الورقة المالية صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الحقين معا، ويتم إصدار الأوراق المالية من طرف المؤسسات الاقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها، وتأخذ الأدوات المالية المتداولة في البورصة ثلاثة أصناف المتمثلة في أدوات الملكية ( الأسهم ) ، أدوات الدين (السندات) و المشتقات المالية.

### المطلب الأول: ماهية الأسهم

تشكل الأسهم أحد أهم أصناف الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية ، حيث أنها تعمل على زيادة رأسمال المؤسسات، و ترفع القدرة التمويلية و زيادة الاستثمار، و بالتالي فالسهم عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول وتعبر عن حق ملكية في رأس مال المؤسسة، وتشكل مجموعة أسهم المؤسسة رأسمالها الاجتماعي و يتم إصدار هذه الأوراق المالية عند تأسيس الشركة، ثم عند زيادة رأس مالها، و تأخذ الأسهم عدة أشكال يهدف كل شكل منها إلى جذب المزيد من رؤوس الأموال و تعبئة المدخرات.

### أولا: تعريف الأسهم:

هناك تعاريف كثيرة ذكرت بخصوص الأسهم، و من أهمها التعاريف التالية:

تم تعريف السهم على أنه " صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة

مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، و يضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة

تناسب ما يملكه من أسهم، و تكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم" <sup>1</sup>

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000 ، ص 19 .

كما يمكن تعريف الأسهم أنها عبارة عن " صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتخول بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لا سيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها."<sup>1</sup>

و تعرف كذلك على أنها: " صكوك ملكية تمثل حصص من رأسمال الشركة، يحصل حاملها على جزء من الأرباح المحققة في الشركة، كما يمكن أن تكون محل تفاوض في أسواق الأوراق المالية."<sup>2</sup>

و تجدر الإشارة إلى أن قيمة الأسهم ترتفع بمرور الوقت وتحقق أداء أفضل من أنواع الاستثمار الأخرى على المدى الطويل، ومع ذلك فإن الأسهم تكون أكثر عرضة للتقلبات السعرية من الأدوات المالية الأخرى في البورصة.<sup>3</sup>

### ثانياً: قيم الأسهم

إن للأسهم قيم مختلفة وهي :

-**القيمة الاسمية Nominal Value**: وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم، ويتم تحديدها من قبل الشركة المصدرة للسهم، و تكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة.

-**القيمة الدفترية Book Value**: وهي عبارة عن قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية، حيث تساوي رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة أي هي عبارة عن ( حقوق المساهمين / عدد الأسهم) ، و تتغير القيمة الدفترية من عام لآخر بسبب تغير حقوق المساهمين أو عدد الأسهم أو كليهما معا.

<sup>1</sup> أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، دار الثقافة للنشر ، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008 ، ص143 .

<sup>2</sup> D. Martin, Précis d'économie, édition Nathan, Paris, 1997, p 82.

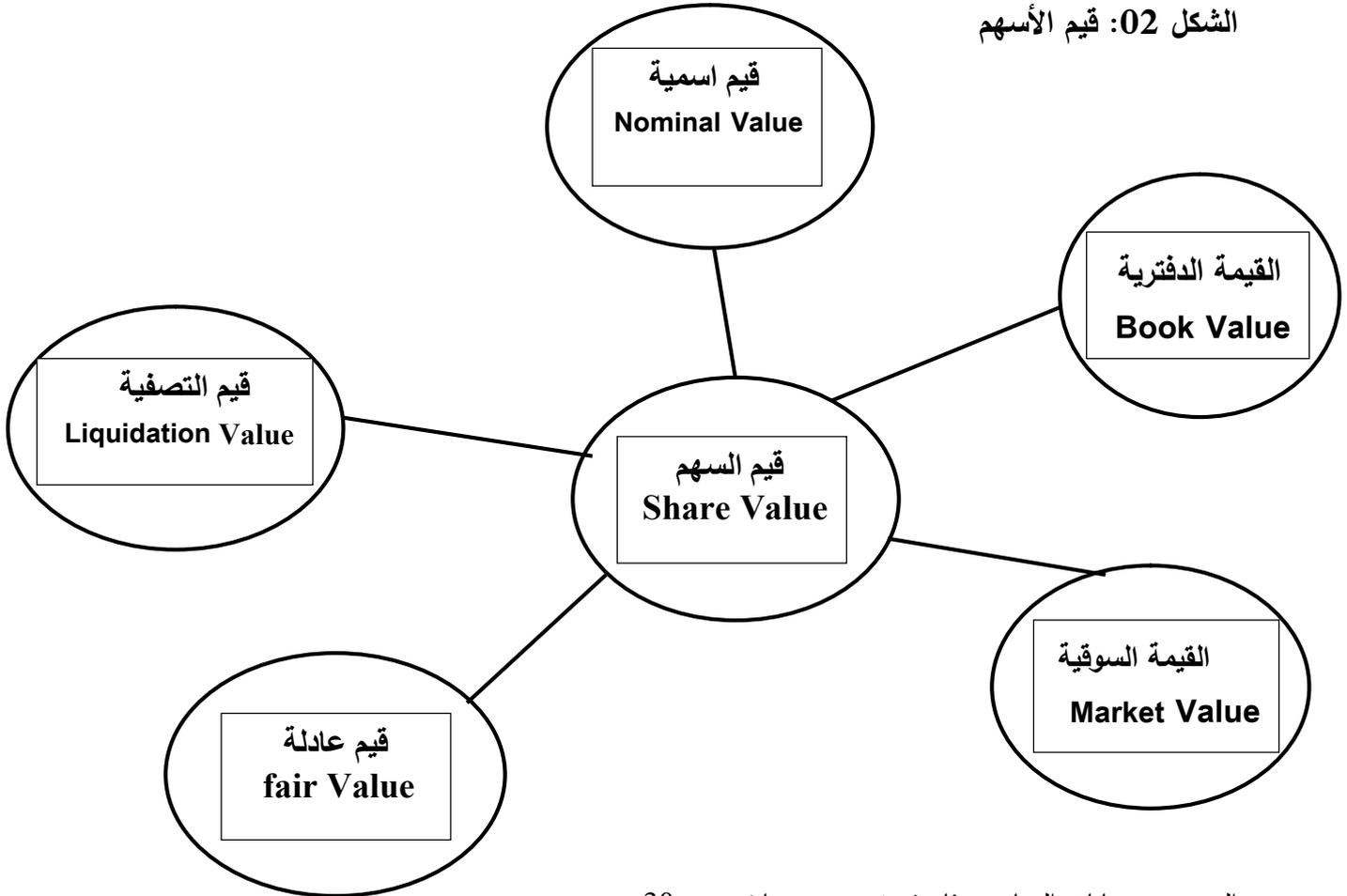
<sup>3</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص78

<sup>4</sup> عنايات النجار ، وفاء شريف، مرجع سابق، ص 29 .

- القيمة السوقية Market Value**: هي القيمة التي يتم تداول السهم بها في البورصة، وهذه القيمة تتغير طبقا لعوامل مختلفة كمعدلات أرباح الشركة و ظروف العرض و الطلب، و نمط تداول الأوراق المالية في البورصة، و قد تكون القيمة السوقية للسهم أكبر من أو أقل من القيمة الدفترية أو القيمة الاسمية.
- **القيمة النظرية ( العادلة) Fair Value** : هي القيمة التي يستحقها السهم فعليا ، و يمكن تحديدها من خلال استخدام العديد من طرق التقييم أهمها طريقة التدفقات النقدية المخصومة ، بحيث يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من السهم باستخدام معدل خصم مناسب وصولا إلى القيمة العادلة للسهم.
- **قيمة التصفية Liquidation Value** : و تمثل قيمة السهم في حالة تصفية الشركة ، و يتم احتسابها باستخدام المعادلة التالية: ( المتحصلات من بيع الأصول - الخصوم ) % عدد الأسهم.

و الشكل التوضيحي التالي يبين القيم المختلفة للأسهم:

الشكل 02: قيم الأسهم



المصدر : عنايات النجار ، وفاء شريف، مرجع سابق، ص 30 .

### ثالثًا: أنواع الأسهم

تصنف الأسهم إلى نوعين هما أسهم عادية و أسهم ممتازة.

#### 1- الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية وسيلة هامة في مجال التمويل، حيث يمكن اعتبارها من أهم مصادر التمويل طويلة الأجل بالنسبة للشركات المساهمة، فاستخدام هذه الآداة في التمويل لن يحمل المؤسسة أي تكلفة أو التزام تجاه الغير مقابل استخدام الأموال إلا عند تحقيق الربح و اتخاذ قرار بالتوزيع على المساهمين، كما و أن إصدارها من طرف المؤسسات يكون غالباً في بداية تأسيسها و يرجع ذلك لحاجتها إلى الأموال و عدم قدرتها على تحمل أعباء و شروط الاقتراض الخارجي.

كما و يمكن تعريف الأسهم العادية كالآتي: هي عبارة عن أوراق مالية يمتلكها عدد من المستثمرين تساوي حصة كل منهم في رأس مال الشركة، وتعد بصفة عامة من الأصول المالية طويلة الأجل كما يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية واحدة تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها و تطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية<sup>1</sup>.

و تتميز الأسهم العادية بأنها ليس لديها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستقرة ولا يحصل حاملو الأسهم العادية على عائد محدد مقابل شرائهم لهذه الأسهم<sup>2</sup>؛ وإنما يتحكم في قيمة الأسهم عروض البيع والشراء والتي تبني على الوضع المالي والاقتصادي للشركة، وبالتالي يحصل كل مالك للأسهم العادية على نسبة ربح معينة تساوي و تعادل ما يحصل عليه باقي حملة الأسهم العادية كل وفق ما يملكه من الأسهم.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 92.

<sup>2</sup> عنايات النجار، وفاء شريف، مرجع سابق، ص 26.

والى جانب حق الحصول على جزء من أرباح الشركات وجزء من أصول الشركة في حالة التصفية

تخول الأسهم لحاملها الحقوق التالية:

- الاشتراكات في الجمعيات العمومية وحق التصويت؛

- فحص دفاتر الشركة للتأكد من سلامتها وإصدار القرارات المرتبطة بسياسات الشركة؛

- أولوية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم عند زيادة رأس مال الشركة بنفس النسبة التي يمتلكها حالياً من الأسهم.

كما تعتبر الأسهم من أهم الأدوات المالية الموجودة على مستوى البورصة ، و يعود ذلك

لانتشار الشركات كشكل من أشكال المشروعات ، كما و توجد عدة عوامل أدت إلى التوسع في

إصدار الأسهم منها:<sup>1</sup>

-تحقيق مزايا لكل من الشركات والملاك مع سهولة التعامل نتيجة التغييرات في اللوائح والقوانين

المنظمة للأسواق المالية؛

-التوجه الجديد لرجال الأعمال إلى تكوين الشركات الكبيرة بدلا من الشركات الصغيرة؛

-زيادة عدد الراغبين في الحصول على الأسهم بالشركات؛

-التقدم التكنولوجي الذي ساعد على سرعة هذا التطور وسهولة التعاملات.

كما أن السهم العادي هو أول أداة تصدرها الشركة، و في حالة تصفية ممتلكات الشركة إنها

آخر ما يجرى تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة، ولهم الأولوية في طلب العوائد حيث

يسبقهم في هذا الطلب أصحاب السندات المعتمدة والأسهم الممتازة.

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 16 - 17.

## 2- الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة بمثابة خليط من الأسهم العادية والسندات، فهي تحمل جزء من ميزات الأسهم العادية والجزء آخر يعد من ميزات السندات، وتتمثل أهم وجه الشبه بينها وبين الأسهم العادية في الآتي:

كونها تمثل جزء من الملكية يحق لحاملها الحصول على كافة الامتيازات التي يحصل عليها المساهم العادي.

أما وجه الشبه بين السهم الممتاز و السندات يتمثل في أن كون الأرباح المحققة غالبا ما تكون محددة بحد أعلى وحد أدنى.

و يعرف السهم الممتاز على أنه : " عبارة عن ورقة مالية يعتبر بدوره مستند ملكية له قيمة اسمية و قيمة دفترية و قيمة سوقية إضافة إلى القيمة التصفوية، و تتمثل القيمة الدفترية للسهم الممتاز في القيمة الاسمية و علاوة الإصدار للسهم الممتاز كما تظهر في دفاتر المؤسسة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة، و هي تختلف بذلك عن طريقة حساب القيمة الدفترية للأسهم العادية بحيث لا تدخل الاحتياطات و الأرباح المحتجزة في حساب القيمة الدفترية للأسهم الممتازة و ذلك كون أنه ليس لحملة هذه الأسهم نصيب في هذه المبالغ التي قد تظهر في ميزانية المؤسسة"<sup>1</sup>

و منه يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية و هي قيمة السهم في وثيقة الإصدار و قيمة سوقية و هي القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في السوق المالي، و قيمة دفترية تتمثل في قيمة هذه الأسهم في السجلات مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة، إذ لا يتم إضافة الاحتياطات و الأرباح المحتجزة لأنها لا تعد حقوقا لحملة الأسهم الممتازة.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث ، الطبعة الرابعة،الإسكندرية، مصر، 1999 ،ص 23.

و بالتالي فهناك عوامل عدة تجعل من الأسهم الممتازة تتعرض للنقد و تعتبر بمثابة عيوب في هذا

النوع من الأسهم تجعل المستثمر يتردد نوعا ما في اقتناء هذه الأخيرة و أهم هذه العيوب ما يلي: <sup>1</sup>

- ارتفاع تكلفتها نسبيا حيث أن تكلفة تمويل الأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض؛

- يتعرض حملة الأسهم الممتازة إلى مخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضون، ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد؛

- ليس لحملة هذه الأسهم الحق في المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.

- أهم أوجه الشبه و الاختلاف بين الأسهم العادية و الممتازة:

كما و أنه يمكننا تمييز بعض و أهم الأمور التي تجعل من الأسهم العادية و الأسهم الممتازة متشابهة و أخرى تجعل منهما مختلفان و ذلك كالآتي:

أ- أوجه الشبه بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة:

تتمثل أهم أوجه الشبه و التوافق بين نوعي الأسهم العادية منها و الممتازة كالآتي: <sup>2</sup>

- كل من الأسهم العادية و الممتازة يعد من أدوات الملكية، و يمثل حصة شائعة في رأس المال.

- كلاهما ليس له تاريخ استحقاق محدد، إلا تاريخ انقضاء الشركة.

- كلاهما له قيمة اسمية.

- كل من الأسهم العادية و كذا الأسهم الممتازة يسمح بتداوله.

<sup>1</sup> أمين عبد العزيز حسن، مرجع سابق، ص 42-46.

<sup>2</sup> مبارك بن آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة بالرياض جامعة بن سعود الإسلامية، السعودية، 2003، ص 122.

## ب- أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة:

و بالرغم من تشابه بين الأسهم الممتازة و الأسهم العادية، بحيث كلاهما يمثلان مصادر ملكية في شركة المساهمة إلا أن هناك اختلافات أساسية تفرق بين هذين النوعين من الأسهم، و أهم هذه الاختلافات متمثلة فيما يلي:

- 1- لحملة الأسهم الممتازة أرباح مضمونة و ثابتة بعكس الأسهم العادية ذات الأرباح المتغيرة، و في حالة تصفية الشركة يحصل المساهم في السهم الممتاز على حصته قبل المساهمين الآخرين.
- 2- عادة ما يكون هناك حد أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحملة الأسهم الممتازة الحصول عليه.
- 3- لا يكون هناك حق للتصويت بالنسبة لحملة الأسهم الممتازة.

## المطلب الثاني: ماهية السندات

تعتبر السندات من أهم الأدوات في البورصة حيث تلجأ الشركات إليها باعتبارها أحد الأشكال الرئيسية في التمويل كما يمكن اعتبارها كأحد البدائل المتوفرة أمام الشركات للتمويل طويل الأجل و هي أحد أشكال المديونية التي تلجأ إليها الشركات المحتاجة للتمويل طويل الأجل، ذلك لأنها تمكنهم من الحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل ، و هذا لما لا تكفي الأموال الخاصة التي يمنحها المساهمون لتمويل مختلف المشاريع، و خاصة المتعلقة منها بتوسع تلك الشركات، حيث يوافق بموجبه بائع السندات على دفع فائدة سنوية مقابل الحصول على قيمته الآن وإعادته للمشتري بعد انقضاء فترة زمنية محددة، مع إعطاء الحق لمالك السند في الحصول على فوائد سنوية ثابتة و كذلك تسديد قيمة السند عند حلول الأجل المحدد أو ما يعرف بتاريخ استحقاق ذلك السند.

## 1-تعريف السندات و خصائصها:

### أولاً: تعريف السندات

يمكن تعريف السند على أنه عقد أو اتفاق بين المقترض و المقرض، و بمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا ماليا معيناً للطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ مع فوائد منفق عليها في تواريخ محددة .

كما و يعرف السند على أنه يمثل: قرض طويل الأجل تقوم بإصداره مؤسسات الدولة أو الجماعات المحلية و مختلف المستثمرين ، كما أن للمقرض كامل الحق في استرجاع رأسماله الذي أقرضه مع أخذه فوائد محددة مسبقاً سواء في النسبة أو تاريخ الاستحقاق.<sup>1</sup>  
و في الغالب ما تكون نسبة الفائدة على السندات نسبة ثابتة.<sup>2</sup>

### ثانياً: خصائص السندات

تتميز السندات بخصائص متعددة نذكر منها:<sup>3</sup>

- السندات هي فئة من الأوراق المالية ذات دخل ثابت، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنوياً، سواء حققت الشركة أرباحاً أو خسائر.
- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، و لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة و تصريف شؤونها.

<sup>1</sup>Hervé jarrige– Lemas, la Bourse, édition du Puits Fleuri, France, 2001, p24.

<sup>2</sup> J. peyraud, La bourse, Imprimerie hérisséy a ayreux, 3<sup>ème</sup> édition, 1993, P 27.

<sup>3</sup> Pierre Vernimen, Finance d'entreprise, par Pascal Quiry, Yann Le Fur, 8<sup>ème</sup> édition ,Dalloz, PARIS, 2010,p497.

- يجب أن تظهر وثيقة الإصدار :اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعنية لطمأنتهم على مدخراتهم.
- عند تصفية الشركة المصدرة، فإن حملة السندات يستوفون كل حقوقهم قبل حملة الأسهم.
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يخص تقلبات أسعار الفائدة و قابلية استدائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار، لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
- السندات لها نوعين من القيم إلى جانب القيمة الاسمية : قيمة دنيا عند بيعها بخضم، و قيمة أعلى عند بيعها مع علاوة.

### ثانيا: أنواع السندات

يمكن تصنيف السندات حسب عدة معايير نذكر منها:

#### 1-أنواع السندات حسب الجهة المصدرة:<sup>1</sup> و يمكن تقسيمها حسب هذا المعيار إلى:

##### أ -السندات الحكومية أو العامة:

إن هذا النوع من السندات يتم إصداره من قبل الحكومات و الهيئات التابعة لها، و هي عادة سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، القطاع العام القطاع الخاص و ذلك بدافع تغطية العجز في الميزانية العامة ، و بغرض تمويل مشاريعها التنموية ، كما يتم من خلالها التأثير على حجم سيولة البنوك ، و كذا تحقق الدولة من خلال هذا النوع من السندات أهدافا اجتماعية و اقتصادية ، و تحضى هذه السندات بالاهتمام الكبير بالنسبة للأفراد و المستثمرين ككل و ذلك لما تحوزه من قلة المخاطر و الثقة في مصدرها إذ أن الدولة هي التي تلتزم بتسديد قيمتها و فوائدها عند تاريخ الاستحقاق ، كما أنها عادة ما تكون مغرية بسبب الاعفاء الضريبي على فوائدها.

<sup>1</sup> طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2002 ، ص 115.

## ب - السندات الخاصة:

هي السندات التي تصدرها شركات المساهمة لغرض الحصول على موارد التمويل اللازمة بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة ، و عادة ما تحمل سندات القطاع الخاص سعر فائدة أعلى من سندات القطاع العام و هذا راجع إلى أن مخاطر الأولى أعلى.

### 2- أنواع السندات حسب طريقة السداد :هنا نميز بين نوعين من السندات:

#### أ -سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:

و هي السندات التي تقوم فيها الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عند تاريخ الاستحقاق.

#### ب -سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:

هي السندات التي سبق و أن اتفق على إمكانية استرجاعها و تسديدها قبل حلول موعد استحقاقها و ينبغي أن يبين ذلك في عقد الإصدار، و هذا بغرض التقليل من ديون الشركة و إعادة الحقوق لأصحاب السندات.

#### ج -سندات قابلة لتمديد تاريخ استحقاقها:

هي تلك السندات التي يمكن تأخير تسديدها إلى ما بعد موعد استحقاقها مع بيان ذلك في عقد الإصدار .

### 3-أنواع السندات حسب الحقوق و الالتزامات المقدمة لمالكيها: و هي كالآتي:

#### أ -سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:

لهذه السندات حق التحويل إلى أسهم عادية و ذلك عند رغبة حاملها، و يتم تحديد طريقة التحويل و نسبتها و موعدها بشروط الإصدار، و تتمتع هذه السندات بمرونة لأن حاملها يحصل على فوائد ثابتة في فترات الركود، و يمكنه الحصول على حصة من الأرباح في فترات الراج بعد استبدال السندات بأسهم عادية فبالنسبة للمستثمر بها فهي توفر له التمتع في آن واحد بالمزايا السعرية للسهم العادي و أمان السند.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى ، الاسكندرية، مصر، 2006، ص 75.

#### ب -سندات غير قابلة للتحويل:

هي السندات التي لا تمنح لحاملها الحق في تحويلها إلى أسهم، حيث لا ينص عقد الإصدار فيها على ذلك.

#### ج -سندات ذات قسيمة صفرية :

هذا النوع من السندات يتمتع بخاصية عدم منح الفوائد السنوية، لكن يحصل حاملها في المقابل على علاوة تعويضية تدفع له عند تاريخ استحقاق السند.<sup>1</sup>

#### د -سندات ذات علاوة:

هي عبارة عن سندات تعطي لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر الإصدار ونقصد بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند موعد الاستحقاق إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

#### 4- أنواع السندات حسب معدل الفائدة :هناك ثلاثة أنواع هي:

##### أ -سندات ذات المعدل الثابت:

و هي السندات التي يكون فيها معدل الفائدة ثابتا طيلة فترة القرض، و يزداد الطلب عليها عند انخفاض معدلات الفائدة في البنوك لأنها تمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

##### ب -سندات ذات المعدل المتغير:

يتغير معدل الفائدة فيها حسب معدل الفائدة السائد في السوق و حسب الظروف الاقتصادية المحتملة.

##### ج -سندات ذات معدل متحرك :

و هي سندات بمعدل فائدة متحرك بموجب عقد الإصدار تراجع الفائدة عند تاريخ الاستحقاق لهذه السندات حسب معدل الفائدة في السوق المالية، و ظهرت لمواجهة التضخم الذي أدى لارتفاع معدلات الفائدة و ما يتبعه من انخفاض للقيمة السوقية للسندات .

<sup>1</sup> Gérard Chareaux, Finance d'entreprise, 2ème édition, édition management et société, France, 2003, p 216.

## 5- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة :و تنقسم إلى:

### أ -سندات عادية:

لا يتأثر هذا النوع من السندات بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

### ب -سندات الدخل :

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا، و مع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة رغم عدم تحقيق فيها أرباح و ذلك من أرباح سنة لاحقة، و بالتالي فإن هذا النوع من السندات لا يشكل عبئا تمويليا ثابتا، غير أن أصل السند أي القيمة الاسمية له يتعين سدادها في موعد الاستحقاق.

## 6-أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة :

حسب هذا المعيار نجد نوعين من السندات هما:

### أ -السندات المضمونة:

هذا النوع من السندات يتيح حماية لعائد السند من مخاطر عدم السداد، حيث تقوم الشركة المصدرة للسند برهن بعض أصولها ضمانا للوفاء بالدين و فوائده، فإذا عجزت الشركة عن سداد التزاماتها تجاه حملة السندات، يتم استيفاء الديون من خلال بيع الأصول المرهونة.

### ب -السندات غير المضمونة:

و هي السندات غير المضمونة بأي أصول، و ترتبط أساسا بطبيعة أصول المشروع و قوة مركزه الائتماني و تأسيسا على ذلك يمكن القول أن قدرة المؤسسة على إصدار هذه السندات ترتفع بزيادة ما تمتلكه من أصول ثابتة، وكذلك بارتفاع قوة مركزها الائتماني.

### ثالثاً: تقييم السندات و مخاطرها

#### أ- تقييم السندات:

من أهم المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم السندات، هي ما يلي:<sup>1</sup>

#### - كوبيون السند:

يقصد بكوبيون السند الإيراد أو الدخل السنوي الذي يحققه المستثمر من كل سند ، و يسدد الكوبيون لحامل

السند إما على أساس سنوي أو على أساس نصف سنوي، ويحسب كوبيون السند كما يلي:

**كوبيون السند = القيمة الاسمية \* معدل الفائدة**

#### - مردود السند:

هو عبارة عن المؤشر لتقييم ربحية السند، و ذلك يكون بالمقارنة مع ربحية البدائل الاستثمارية الأخرى

ويحسب كالاتي:

- **المردود الاسمي للسند:** مردود السند الاسمي = الكوبيون السنوي للسند / القيمة الاسمية للسند

- **المردود الجاري للسند:** المردود الجاري للسند = الكوبيون السنوي للسند / السعر السوقي للسند

- **معدل العائد الحقيقي:** هو المعدل الذي يعبر في لحظة معينة عن عائد الاستثمار في هذا السند اعتماداً

على سعر الفائدة المركبة مع القيمة الحالية للفوائد المستقبلية ، ويمكن الحصول عليه من خلال مساواة

القيمة الحالية للسند مضاف إليها القيمة الحالية للسند عند التسديد، ويساوي كذلك تكلفة الفرصة البديلة

بالنسبة للمستثمر.

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي ، الإدارة المالية ، دار المسيرة ، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2008، ص 204.

ب- مخاطر السندات: هناك عدة مخاطر تواجه الاستثمار في السندات و من أهمها ما يلي:<sup>1</sup>

- مخاطر عدم السداد:

قد تصل الشركة المصدرة للسند إلى مرحلة تعجز فيها عن سداد التزاماتها ( سداد قيمة السند)، و هذا الأمر من شأنه أن يؤثر على القيمة السوقية للسند حيث يؤدي إلى انخفاضها، وعليه فان مخاطر التوقف عن السداد مرتبطة بقدرة المنشأة على سداد التزاماتها؛ فكلما قلت هذه القدرة كلما زادت هذه المخاطر، إذ يعتبر هذا النوع من المخاطر غير منتظمة .

- مخاطر أسعار الفائدة:

تعتبر مخاطر أسعار الفائدة هي المخاطر الناجمة عن التقلبات المفاجئة في معدلات العائد المتوقعة عن معدلات العائد الفعلية بسبب التغيرات التي تحصل في أسعار الفائدة السوقية خلال فترة الاستثمار في السند.

- مخاطر السيولة:

نقصد بالسيولة إمكانية تحويل السند إلى نقدية دون تحقيق خسائر رأسمالية، من خلال إمكانية بيعه أو التنازل عنه في أي وقت بسهولة.

- مخاطر التضخم :

يقصد بالتضخم ارتفاع المستوى العام للأسعار، إذ نلاحظ أنه من أكثر الأصول المالية تأثراً بالتضخم الأوراق المالية ذات الدخل الثابت أي السندات والأسهم الممتازة، فارتفاع مستوى التضخم من شأنه أن يرفع من مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق ، بما ينعكس على معدل العائد المطلوب على الاستثمار فيطلب المستثمر معدلاً أعلى للعائد ليعوضه عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للتدفقات النقدية المستقبلية.

<sup>1</sup> عنايات النجار ، وفاء شريف، مرجع سابق، ص32.

- مخاطر الاستدعاء المعجل:

قد تعتمد الجهة المصدرة للسندات على تضمين نشرة الاكتتاب في السندات شرط الاستدعاء ، بما يعطيها الحق في إعادة شراء تلك السندات من حملتها بعد تاريخ معين تحدده النشرة، و عادة ما تعتمد المؤسسة إلى ذلك عندما توجد مؤشرات لاحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات تاريخ الاستحقاق إذ في هذه الحالة تستطيع المنشأة أن تعيد شراء تلك السندات، وإحلالها بسندات جديدة تحمل معدل فائدة أقل.

- مخاطر أسعار الصرف:

و هي تلك المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار صرف العملات في سوق العملات الأجنبية، حيث تحدث مثل المخاطر في حالة الاستثمار في السندات التي تصدر بعملة أجنبية.

رابعاً: الفرق بين الأسهم و السندات

يمكن توضيح الفرق بين الأسهم و السندات من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (01): الفرق بين الأسهم و السندات

| الأسهم   | السندات  |
|--|--|
| السهم هو جزء من رأس المال الشركة.  | السند هو دين على الشركة أو الحكومة.  |
| حامله شريك في الشركة بقدر مساهماته.  | حامله دائن بقيمة السند.  |
| عائد متغير تبعاً لحركة وتقلبات السوق وقد يكون خسارة .  | عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.  |
| عائد السهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة .  | الفوائد على السندات من النفقات ولا تخضع للضريبة.   |
| لا يسترد حامله رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، وما يسترده قابل للزيادة أو النقصان. | يسترد حامله رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل.                             |
| عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.                    | حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.    |
| القيمة الجارية أو السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.     | القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.          |
| لحامله الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.                                     | لا يحق لحامله التدخل في الإدارة إلا في حالة تغيير الشكل القانوني، أو إدماج الشركة في أخرى. |
| للمساهم حق فحص دفاتر الشركة للتأكد من سلامتها.   | لا يحق لحامله الاطلاع على دفاتر الشركة.  |

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات) ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر، 2003، ص 44 -45.

### المطلب الثالث: ماهية المشتقات المالية

لقد أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية المالية الاستثمارية إلى حتمية البحث عن أدوات مالية جديدة، فالتغير في الأسعار، التضخم، أسعار الفائدة، أسعار الصرف أدى كل هذا إلى ابتكار منتجات مالية تعمل على الحد من المخاطر و الحصول على أعلى عائد ممكن مما أدى إلى ظهور أدوات و منتجات جديدة تعرف باسم المشتقات المالية.

#### أولاً: تعريف المشتقات المالية:

إن عقود المشتقات المالية هي عبارة عن أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، وقيمتها السوقية تشتق أو تتوقف كلياً على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في السوق الحاضر سواء المنظم أو غير المنظم .

و تعرف المشتقات المالية أيضاً على أنها : " أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معنية أو مؤشر أو سلعة و التي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد ، و على عكس أدوات الدين ليس هناك ما يتم دفعه مسبقاً ليتم استرداده و ليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، كما و أن المشتقات المالية يتم استخدامها لعدة أغراض و تشمل أهمها إدارة المخاطر، التحوط من المخاطر، المراجعة بين الأسواق و كذلك يتم استخدام المشتقات المالية لأغراض المضاربة " <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمد خميسي بن رجم، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مداخلة من الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية و الحوكمة العالمية، جامعة سطيف ، أيام 20 - 21 أكتوبر، 2009، ص 4.

## ثانياً: أنواع المشتقات المالية.

للمشتقات المالية عدة أنواع يمكن التمييز بينها كآلاتي:

### 1- العقود المستقبلية

هي عبارة عن عقود قانونية تكون في أسواق منظمة تمثل هذه العقود تعهداً و التزاماً بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليهما من أصل استثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل، وتجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم. و بالتالي فهو عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، و يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط. كما و تعتبر العقود المستقبلية بمثابة التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يتسلم كمية محددة من أصول أو سلعة معينة في مكان و زمان محددين و بسعر محدد و بواسطة طرف ثالث كوسيط.<sup>1</sup>

### 2- العقود الآجلة

هي عقود يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول المالية في تاريخ لاحق، حيث يلزم البائع بأن يسلم المشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ آجل، و بسعر يتم الاتفاق عليه في تاريخ التعاقد. و من خلال الجدول التالي يتبين الفرق بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية.

<sup>1</sup> بوعافية سمير، مصطفى فريد، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخلة في الملتي العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية و الحوكمة العالمية، جامعة سطيف ، أيام 20 - 21 أكتوبر، 2009، ص 11.

الجدول رقم (02): الفرق بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية

| العقود الآجلة                            | العقود المستقبلية   |
|--|---|
| • يتم التعامل بها في الأسواق غير منظمة.  | • يتم التعامل بها داخل الأسواق المنظمة فقط.                     |
| • لا يمكن حل المركز قبل تاريخ الاستحقاق. | • يمكن حل المركز قبل تاريخ الاستحقاق.                           |
| • هي عقود غير موحدة (على المقاس).        | • هي عقود موحدة.  |
| • سعرها يبقى ثابتا إلى يوم الاستحقاق.    | • تتغير تسعيرة عقود بصفة مستمرة حتى تاريخ استحقاق               |
| • لهذه العقود تاريخ استحقاق.             | • خلافا للعقود الآجلة لا يحدد تاريخ استحقاق و إنما مدة استحقاق. |

المصدر: من إعداد الباحثة

### 3- عقود الخيار

هو عبارة عن عقد يعطي لحاملة الحق في الاختيار، ليس الالتزام ، في شراء أو بيع أصل مالي محدد خلال فترة معينة، بما أن هذا الخيار يعطي الحق لحامله بتنفيذ العقد من عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق في الاختيار مبلغ مالي غير قابل للاسترجاع، و يسمى ثمن الخيار أو العلاوة تدفع عند التعاقد و لا تعتبر جزء من قيمة العقد.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> J.Boissonnade ,les option : concept et applications, édition ESKA ,Paris,1997,p13.

و هذه العقود هي بمثابة حق اختيار البيع أو الشراء لورقة مالية معينة ، و ذلك بشروط محددة مثل ذكر السعر و المدة الزمنية وغيرها في هذا العقد ، و بالتالي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة ، و هنا يطلق عليه تسمية الخيار الأمريكي ، أو في تاريخ محدد ويسمى الخيار الأوروبي و بالتالي يكون هذا النوع من الخيارات يمكن تنفيذه إلا في تاريخ انتهاء صلاحيته<sup>1</sup>.

كما و يمكن أن نميز نوعين من عقود الخيار:

- خيار الشراء: يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام .

- خيار البيع : ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع، وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى .

و التعامل في عقود الخيارات يعتمد أساسا على مبدأ التوقع و التخمين ، و استخدام الحدس الناتج عن تراكم المعلومات عن السوق المالي و نتيجة تراكم الخبرات في الميدان ، و عليه فقد قدمت حقوق الخيار بعدا جديدا للأدوات المالية، حيث أصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الأسعار نفسها و المتاجرة بالمؤشرات في أسواق المالية ، و بذلك اتسعت أسواق الخيارات و امتدت لتشمل أسواق الأسهم و الأوراق المالية و العملات و المعادن الثمينة و بقية السلع الرئيسية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003، ص 46.

<sup>2</sup> عبد القادر السيد متولي ، مرجع سابق ، ص 241.

#### 4- عقود المبادلات:

هذه العقود هي عبارة عن "سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية قد تكون شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية.<sup>1</sup>

كما يمكن تعريف عقود المبادلات على أنها هي التزام بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق، وتستخدم المبادلات في عدة أغراض منها الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة، تخفيض تكلفة التمويل الدخول إلى أسواق جديدة، استحداث أدوات مالية مركبة، ومن أهم أنواع المبادلات: مبادلات الفائدة؛ أي تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة، مبادلة العملات و هي بيع أو شراء عملة معينة في استحقاق معين، ثم شراء أو بيع نفس العملة أو عملة مقاربة لها في استحقاق آخر ، المبادلة الخيارية .

#### ثالثا: أهمية المشتقات المالية

للمشتقات المالية أهمية بالغة يمكن تبيانها من خلال التالي:<sup>2</sup>

- تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية .
- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر.
- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية .
- إتاحة فرص استثمارية للمضاربين.
- تيسير و تنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد.
- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 331.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام تقنية التوريق و المشتقات المالية، ج 2 ، منشأة المعارف، الإسكندرية ، مصر، 2003، ص 19-21.

## خلاصة الفصل الأول:

تحوز الأسواق المالية أهمية بالغة في عالم الاقتصاد، وذلك يرجع للدور البارز الذي تلعبه هذه الأخيرة سواء من خلال أنها تعمل على تسهيل انسياب الأموال من عالم المدخرين إلى عالم المستثمرين و كذا توفير الجو المناسب للعمليات الاستثمارية ، ومدى كفاءة هذا السوق و كذلك من خلال ما تعمل عليه لحسن استخدام الموارد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير موارد للتمويل لتوظيف الأموال وسد العجز، كما و تعد الأسواق المالية المرآة العاكسة لاقتصاد أي بلد باعتبار تطور و ازدهار الاقتصادي لبلدان العالم بات متعلق تعلقا وطيدا بمدى تطور و نشاط السوق المالي.

و بالتالي فإن أهمية السوق المالي يكمن في أهمية الوظائف التي يلعبها و التي يمكن تلخيصها أساسا إلى ثلاثة عناصر أساسية فهي تقدم وظيفة ادخارية و أيضا وظيفة تمويلية و منه وظيفتها تتجسد في انها تساهم في اقتصاد تنمية الدول، و رغم اختلاف أنواع السوق المالي كما شاهدنا من سوق نقدي و سوق رأس المال الذي ينقسم بدوره إلى السوق الأولية والثانوية يبقى في كل الحالات الدور الأساسي للسوق المالي هو تحويل المدخرات إلى سيولة، و لا يتم ذلك إلا بوجود مؤسسات مالية تعمل على ذلك التحويل.

و مما لا شك فيه أن البورصة و باعتبارها فرع مهم من السوق المالي فهي التي تمثل السوق المالي الثانوي المنظم و من تم فإن البورصة هي السوق الذي يتم فيها التعامل بشراء و بيع الأوراق المالية أي الأسهم و السندات و الأوراق المالية الأخرى ، و هذا يعني أن البورصة تعتمد في عملها على عرض الأوراق المالية من أجل بيعها ، و الطلب على الأوراق المالية فيها بشرائها ، و تتجلى أهمية هذا السوق في المهام و الوظائف التي تسند إليه من أهمها أنها تعمل على:

- إيجاد حلقة فعالة بين البائعين و المشترين الأمر الذي ييسر الاستثمار و التمويل و الاقراض .
- تشجيع الادخار و توجيهه نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة و انتاجية مما يولد عائدا ملائما للمستثمر و يعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي.

كما أن القيم المالية في البورصات أي الأدوات المتعامل بها في البورصة متعددة و تشهد تطورا دائما حيث لم تعد متوقفة على الأسهم و السندات ، و إنما إضافة إليها أصبحت تشمل على المشتقات المالية المختلفة من عقود مستقبلية، عقود آجلة ، خيارات و عقود مبادلة بمختلف تفرعاتها.



# الفصل الثاني

## مفاهيم أساسية حول

### الوساطة المالية

## تمهيد :

إن وجود طرفين مهمين للغاية في عالم السوق الاقتصادي ، ألا و هما أصحاب الفائض المالي و نظرائهم أصحاب العجز المالي ، و باعتبار وجود الفجوة بينهما و اتساعها ، هذا ما يولد حتما وجود طرف آخر من المتعاملين في المجال الاقتصادي و المتمثل في الفئة التي يمكن اعتبارها بمثابة الجسر الممتد بين الفئتين السابقتين.

و باعتبار أن الحلقة التي تربط و تصل بين وحدات الفائض و وحدات العجز المالي المتمثلة أساسا في فئة الوسطاء الماليين، و بما أن الدور الذي تقوم به لا يستهان به في المجال المالي و الاقتصادي حيث أنها تستمد أهميتها من الدور الجوهري الذي تقوم به و ذلك نظرا لما توفره من مكاسب سواء بالنسبة للمستثمرين أو المدخرين على حد سواء، حيث لها تأثير كبير و نشيط على النمو الاقتصادي لأي بلد بالعالم.

و بما أن الوساطة المالية أصبحت تأخذ هذا الحيز الكبير من الأهمية في جل اقتصاديات العالم، و نظرا لتعدد العمليات التي تقوم بها و وظيفة الوساطة المالية، كان لابد علينا من خلال هذا الفصل دراسة ما يلي من خلال المباحث التالية:

❖ المبحث الأول : ماهية الوساطة المالية.

❖ المبحث الثاني : وظائف الوساطة المالية، أسبابها و أهميتها.

❖ المبحث الثالث :أنواع الوساطة المالية.

## المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية

تحتل الوساطة المالية مكانة مرموقة ضمن مكونات النظام المالي و ذلك راجع أساسا للدور الجبار الذي تقوم به لتنشيط و تفعيل هذا النظام، فوجود مثل هذه الفئة أي فئة الوساطة المالية بات من الأمور الضرورية للتوفيق بين أطراف التعامل أي بين طالبي و عارضي الأموال ، بمعنى أن الاهتمام الذي تحظى به هذه الفئة ليست وليدة الصدفة، بل هذا الاهتمام كان مستحقا و بجدارة ، نظرا لما تقوم به هذه الأخيرة من دور فعال وإيجابي على المستوى الاقتصادي من خلال أنها يمكن اعتبارها بمثابة الفضاء أمام أصحاب الفائض المالي لتوظيف أموالهم و أمام أصحاب العجز المالي للحصول على حاجاتهم من الأموال لتجسيد مشاريعهم التي تعتبر بدورها بمثابة عجلة النمو الاقتصادي ، و بالتالي فللوساطة دور لا يستهان به في التنمية الاقتصادية.

و بالتالي لابد من معرفة الوساطة المالية، و لهذا ارتأينا و في ذات السياق في هذا المبحث إلى التطرق لماهية الوساطة المالية ، و هذا من خلال تناول آليات التمويل كمدخل للوساطة المالية بنوعيه التمويل المباشر و غير المباشر، و سنتناول تعريف الوساطة المالية و تطورها ، و من تم إظهار طبيعة الوساطة المالية، و أبرز خصائصها.

## المطلب الأول: آليات التمويل كمدخل للوساطة المالية

تعتبر عملية التمويل بالنسبة للوحدات الاقتصادية من أهم الوظائف، حيث يعد قرار التمويل أساسيا و مصيري بالنسبة لهذه الأخيرة ، فلما تتعرض الوحدات الاقتصادية للعجز المالي ستلجأ بالضرورة إما لاستعمال مصادر داخلية المتمثلة أساسا في التمويل الذاتي، أو ستلجأ إلى مصادر خارجية التي تتم على مستوى النظام المالي و ذلك من خلال إما التمويل المباشر أو التمويل غير المباشر .

و من خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى هذان النوعان من التمويل المباشر و غير المباشر و معرفة علاقة و بروز وظيفة الوساطة المالية كحتمية لابد منها في آلية التمويل الغير مباشر خصوصا في ظل الصعوبات المترتبة عن التمويل المباشر، و ذلك راجع لفوائد الوساطة الكبيرة على مختلف الوحدات الاقتصادية سواء أصحاب الفائض المالي أو أصحاب العجز المالي.

### أولاً: مفهوم التمويل و أهميته.

يعد التمويل عامة أنه المورد المالي وهو مختلف وسائل الإقراض أهمها البنك أو المؤسسات المالية للمتعاملين الاقتصاديين الذين يحتاجون إليها ، وله عدة أشكال وصيغ تكون حسب حاجة المؤسسة في وظائفها التمويلية ، و في هذا السياق سنتطرق إلى تعريف التمويل، و أهميته.

حيث يمكن تعريف التمويل على أنه البحث عن إمكانية الدفع بطريقة عقلانية تضمن توفير الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف المسطرة، و من هنا فهو ينطوي على مشكلتين أساسيتين: الأولى تتعلق بالحجم المحدود للموارد و أما الثانية فتتعلق بكيفية تسيير هذه الموارد.<sup>1</sup>

كما يمكن إعطاء مفهوم للتمويل على أنه:

- يقصد به تدعيم المؤسسة بالمال اللازم لإنشائها أو توسعها أو تحديثها.
- هو حصول المستثمر على الأموال من مصادر مختلفة لاستعمالها في عملية الاستثمار.
- التمويل هو توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع أو تطوير مشروع خاص أو عام.

<sup>1</sup> زغيب مليكة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات- دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ليومي 21 و 22 نوفمبر 2006 ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر ص21 .

- التمويل هو تجميع لمبالغ مالية و وضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومن طرف المؤسسة ذاتها، أو من طرف هيئات أخرى كالبنوك.

أما عن أهمية التمويل فتظهر لنا جليا في أنه يؤمن انتقال الفوائض النقدية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات العجز المالي عند حاجتها مقابل فوائض مالية.

و مهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو وتستمر، حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع، حيث أن للتمويل دور فعال في تحقيق سياسة البلاد التنموية عن طريق الآتي<sup>1</sup>:

1- توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها:

- توفير مناصب شغل جديدة تؤدي على القضاء على البطالة.

- تحقيق التنمية لاقتصادية البلاد.

- تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة.

2- تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم (توفير السكن، العمل ...)

### ثانيا: آليات التمويل

بما أن أهم وظيفة اقتصادية يؤديها سوق المال تتمثل في نقل و تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز ، و قيام هذه العملية على أرض الواقع تكون بصوتين أو آليتين هما آلية التمويل المباشر و آلية التمويل غير مباشر.

<sup>1</sup> إبراهيم وهبي فهد، كنجو عبدو كنجو، "الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان ، الأردن، 1997، ص43.

## 1- التمويل المباشر ( التمويل خارج الوساطة المالية):

و تتمثل آلية التمويل المباشر في قيام الوحدات ذات العجز ( المقترضين ) بإصدار حقوق مالية على نفسها في شكل أسهم أو سندات ( الأصول المالية) ، و بيعها إلى الوحدات ذات الفائض المالي ( المقترضين) و بالطبع تكون الأصول المالية في هذه الحالة أصولا مباشرة أو أولية لأن الذي يصدرها هو المقترض النهائي.<sup>1</sup>

كما و أن آلية التمويل المباشر تتم من خلال العلاقة بين المقترض و المستثمر من دون تدخل أي وسيط بنكي أو غير بنكي.<sup>2</sup>

إلا أن هذا التمويل المباشر الذي يعبر عن إقامة علاقة مالية مباشرة بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي الذي ليس بالأمر المستحيل، لكن في نفس الوقت يعتبر مفعم بالصعوبات التي تجعله صعب التحقيق في الواقع ومن بين هذه الصعوبات ما يلي:

- تظهر هذه العلاقة المباشرة مشكلة أولى تتمثل في صعوبة تعارف طرفي العلاقة، أي كيف لأي شخص أن يعرف أن شخصا آخر له فائض مالي ما لم يكن يعرفه معرفة شخصية.

-حتى و إن تم التعارف ما بين هذين الطرفين، فليس من السهل أن يكون هناك توافق في الرغبات من حيث الزمان و المكان .

- صعوبة توافق الرغبات من حيث المبلغ، فقد يكون صاحب العجز المالي يحتاج إلى مبلغ أكبر من الفائض المالي للطرف الآخر لهذه العلاقة المالية المباشرة، و يصبح من اللازم على صاحب العجز أن يبحث عن شخص آخر لاستكمال حاجته المالية، مع إمكانية ظهور نفس المشاكل السابقة على فرض أن هذه المشكلة قد حلت.

<sup>1</sup> محمود يونس ، عبد النعيم مبارك ، مقدمة في النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 129.

<sup>2</sup> Gilbert Koenig, Analyse monétaire et financière, Economica, Paris, France, 2000, p 2.

- عدم قدرة المقرض على تقدير كل الأخطار المحتملة مما يضعف من فرص التوظيف الجيد للأموال و يقلل من إمكانيات الاستعمال الأمثل للموارد.

- كما أن التمويل المباشر يدفع إلى تجميد الأموال المقرضة إلى غاية تاريخ التسديد، و هو أمر لا يخدم أصحاب الفائض المالي خاصة.

و بالتالي فإن الصعوبات التي ذكرناها آنفا، قد لا تسمح بخلق الظروف المناسبة للاستخدام الأحسن لموارد التمويل المتاحة، و تحث إلى البحث عن آليات أخرى لتوفير الأدوات الضرورية لضمان نجاعة أكبر في استعمال الأموال، وكذا ظروفًا أفضل لذلك، ومن هنا يبرز لنا أنه لمواجهة و لإمكانية التصدي لمثل هذه الصعوبات لا بد من إصدار آلية التمويل غير المباشر، و ذلك من خلال إضافة الحلقة التي تصل بين المقرض و المقترض أي بين وحدات العجز و الفائض من خلال تدخل الوساطة المالية.

## 2- التمويل غير المباشر (التمويل عن طريق الوساطة المالية):

إن الصعوبات التي يواجهها المدخر و المقترض على حد سواء في التمويل المباشر هي التي أدت إلى ظهور قناة التمويل غير المباشر، حيث أن طريقة التمويل غير المباشر فتتمثل في قيام المؤسسات المالية ( الوسطاء الماليين) بالحصول على الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض مقابل إصدار أصول مالية على نفسها، و بيعها لهذه الوحدات ذات الفائض، و بالطبع تكون هذه الأصول من قبيل الأصول المالية غير المباشرة لأن أصدرها هي منشآت الوساطة المالية.

ثم تقوم منشآت الوساطة المالية بدورها بإقراض هذه الموارد المالية إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي التي تصدر بدورها أصولًا مالية مباشرة تبيعها لمنشآت الوساطة المالية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمود يونس ، عبد النعيم مبارك ،مرجع سابق، ص 130.

و باعتبار أن الفئة المدخرين مهمة جدا في النمو الاقتصادي خصوصا عند قطاع العائلات الذي لو حولت مدخراته إلى مشاريع استثمارية أي من خلال تمويل عجز أصحاب العجز المالي يؤدي ذلك إلى نمو القطاعات الأخرى ما إن حولت هذه المدخرات ، حيث تم خلق آليات جديدة للاستفادة من هذه المدخرات. و يعد بروز المؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا الشكل من التمويل، و تساعد هذه المؤسسات الوسيطة على التقاء مرن بين وحدات الفائض و العجز، يتجاوز مجرد التوسط إلى إصدار أصول مالية غير مباشرة من قبلها لصالح وحدات الفائض و قبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز المالي.<sup>1</sup>

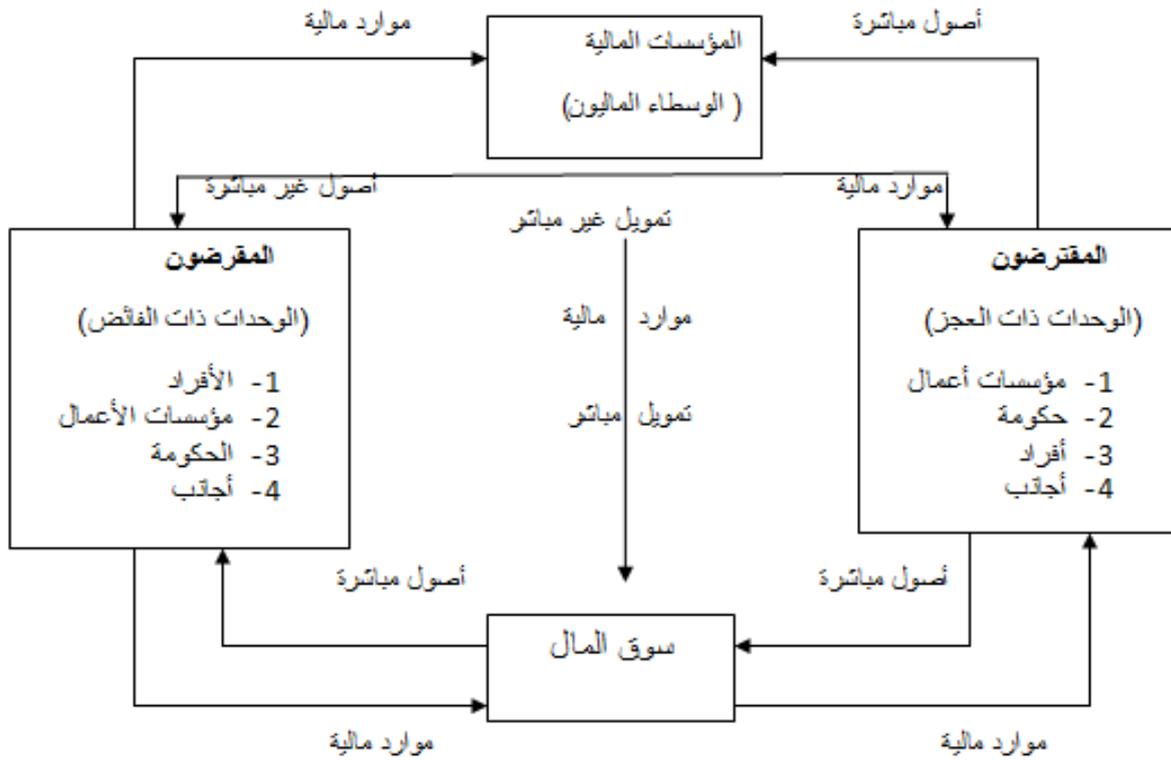
فإذا تعتبر الوساطة المالية الهمزة الواصلة في آلية التمويل غير المباشر، حيث تجمع موارد مالية بإصدار حقوق تكتب من قبل المقرضين النهائيين، و جذب ودائع هؤلاء مقابل التزامات معينة.

وهذه الموارد يمكن أن تستكمل بموارد ذات طبيعة نقدية التي يمكن لبعض الوسطاء خلقها، و يمكن التمييز هنا بين نوعين من الوساطة، و هما وساطة ميزانية و وساطة سوقية، حسب تدخل الوسيط، حيث أنه في الوساطة الميزانية يقوم فيها الوسيط بتحويل مميزات الأصل المالي، فالوسيط يقوم بشراء أوراق مالية أولية ويحتفظ بها في جانب الأصول من ميزانية، وفي المقابل يقوم بإصدارات مختلفة تسجل في جانب الخصوم أما الوساطة السوقية فنقوم أساسا في مساهمة الوسيط على تداول الأصول ورفع السيولة، بحيث يتدخل فيها الوسيط في سوق الأصول المالية بحيث يقوم إما بالوصل بين المشتري والبائع في حالة السمسرة مقابل عمولة، أو إجرائه الإصدار لصالح زبون، كما يقوم الوسيط الشراء لحسابه الخاص لإعادة البيع مقابل الحصول على هامش.

و يمكن من خلال الشكل التالي توضيح تدفق الموارد المالية من خلال سوق المال عن طريق التمويل المباشر و غير المباشر.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 41.

الشكل رقم (03): طرق التمويل ( المباشر و غير المباشر )



المصدر: محمود يونس ، عبد النعيم مبارك ، مرجع سابق، ص 130.

### 3- خصائص الأوراق المالية غير المباشرة:

إن وظيفة الوساطة المالية لا تتوقف في تحويل الأوراق المالية الأولية من المقرضين النهائيين بصفة مباشرة، بل يحولون خصائص هذه الأوراق على جهتين :<sup>1</sup>

فمن جهة فإن الأوراق غير المباشرة بصفة عامة أكثر سيولة من الأوراق الأولية، فحسب جون كينز الذي أعطى تعريفا عاما لسيولة الأصول المالية في كتابه *Treatise on money* حيث يعرفها على أنها تلك الأوراق التي تستحق في أقرب الآجال بدرجة يقين كبيرة أو شبه كبيرة.

<sup>1</sup> Robert Ferrandier, Vincent Koen, *Marché de capitaux et techniques financières* , 4eme édition, Economica, Paris, 1997, p31 –32

و من هنا نستطيع القول بأن مفهوم السيولة يتركز على خاصيتين أساسيتين تتمثلان في سهولة تحويل الأصول إلى وسائل دفع و ضمان قيمتها، و يسهل تحويل الأصول المالية إلى نقود كلما انخفضت تكاليف المعلومات عبر الزمن و التي يؤثر على أسعارها، زيادة عن ذلك كلما كانت تكاليف تحويلها إلى نقود ضعيفة بالمقارنة مع سعرها كان الحصول على السيولة أسهل، و فيما يخص ضمان القيمة فتعتبر سيولة الأوراق الأولية تزداد مقارنة بدرجة يقين قيمتها الاسمية، و ما دامت هذه الأوراق لا تتميز بتمام السيولة في الأسواق الأولية و الثانوية، فإن جزءا كبير من الأوراق غير المباشرة المصدرة من قبل الوسطاء له قيمة اسمية يقينية و مؤمنة ( إيداعات جارية أو لأجل، حسابات على الدفتر و على مستوى الادخارات )، و منه فهي أكثر سيولة من الأوراق الأولية.

-و من جهة ثانية فإن للوسطاء الماليين دور التحويل نظرا لعدم تجانس آجال الأوراق غير المباشرة مع الأوراق الأولية، فالمقترضون يريدون الحصول على أموال طويلة الأجل.

بينما المقرضون يريدون توظيف أموالهم لآجال قصيرة، فإن الوسيط بمجرد بيعه للأوراق غير المباشرة لعدد كبير من الأعوان، يتحصل على حجم ثابت من الموارد، أي أنه يقترض لآجال قصيرة و يقرض لآجال طويلة و يطلق عليه تسمية تحويل الآجال و سنحاول في هذا المثال توضيح ميزانية بسيطة لوسيط مالي.

#### الشكل رقم(04): ميزانية بسيطة لوسيط مالي

| أصول                  | الوسيط المالي | خصوم                   |
|-----------------------|---------------|------------------------|
| توظيف لآجال طويلة 400 |               | موارد قصيرة الأجل 1000 |
| توظيف لآجال قصيرة 800 |               | موارد طويلة الأجل 200  |

Source : Robert Ferrandier, Vincent Koen,Op . Cit, p 32.

## المطلب الثاني: تعريف الوساطة المالية و تطورها

يمكن اعتبار الوساطة المالية أحد أبرز و أهم القنوات المالية الرئيسية لتحقيق التنمية الاقتصادية و ذلك من خلال الدور الحاسم الذي تقوم به في مجال توفير الأموال اللازمة و تسهيل تبادلها في مختلف العمليات المالية في النظم المالية كما و أن الزامية توفر الوساطة المالية و الحاجة الملحة إليها تنجم أساسا من الاختلاف الموجود بين الأفراد سواء كان ذلك في المعرفة أو في الثروة، فمنهم أصحاب المال و الثروة لكنهم يعانون من صعوبة و عدم معرفة تنمية هته الأخيرة، بينما يوجد رجال الأعمال الذي يحوزون على المهارة والخبرة التجارية و لكنهم لا يحوزون على رأس المال اللازم لتطوير و تنمية مشاريعهم الاستثمارية و التنمية، و المعضلة هنا تكمن في عدم التقاء هؤلاء لإمكانية التكامل بين الطرفين ، و لحل هذا الإشكال لابد من تدخل طرف ثالث الذي مهمته الأساسية هي أنه يتبنى عمل التقريب بينهما ، و إنجاز حاجة كلا الطرفين مقابل ربح متفق عليه مسبقا ، و بالتالي و من خلال عمله هذا سيحقق هدف الطرفين و يسهر على راحتها و أهدافهم الاقتصادية.

### أولا : تعريف الوساطة المالية

هناك العديد من التعاريف التي خاضت في مجال تعريف و إعطاء مفهوم للوساطة المالية و منها :

يمكن تعريف الوساطة المالية على أنها: " مؤسسات مالية و مصرفية تتعامل بأدوات الائتمان المختلفة من حيث النوع و الأجال في السوقين المالي و النقدي ، من خلال قيامها بمهمة الوساطة بين المقرضين و المقترضين ( المدخرين و المستثمرين) بهدف تحقيق الربح."<sup>1</sup>

<sup>1</sup> ناظم محمد نوري الشمري ، النقود و المصارف و النظرية النقدية، دار زهران للطباعة و النشر، عمان، الأردن، 2006، ص 202.

كما أن الوساطة المالية " تسمح لعملية الإقراض و الاقتراض بأن تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين، و هكذا تتضمن عملية الوساطة مبادلة ثنائية من الحقوق المالية، حيث يعرض الوسيط المالي حقا على نفسه تجاه دائنيه بمقابل نقدي، مستعملا النقود التي حصل عليها من ذلك في خلق حقوق مالية على المقترضين النهائيين، و بذلك يعتبر الوسطاء الماليين وحدات اقتصادية وظيفتها الأساسية هي شراء الأوراق المالية من المقترضين النهائيين وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقترضين النهائيين ".<sup>1</sup>

كما و تعرف الوساطة المالية على أنها " مؤسسة استثمارية تصل و تقرب فئة المقترضين بالمقرضين في إطار عملية مالية، تهدف من خلالها إلى تحقيق قيمة مضافة متغيرة بحسب قدراتها و إمكانياتها، فهي تهتم أساسا بفهم و تحليل العملية المالية المستهدفة، و أخذ الخطوات الضرورية لتنفيذها بكل فعالية ، و تحصل مؤسسات الوساطة المالية على عمولة محددة ، ذلك مقابل الخدمات المختلفة التي تسعى لتقديمها".<sup>2</sup>

كما تعرف الوساطة المالية أنها: " تقوم بنقل أو تحويل الأموال بين وحدات الفائض و وحدات العجز "

و يتضح لنا جليا أن الوساطة المالية هي العملية التي تقوم بها هيئات مالية متخصصة تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي ، فالوظيفة الأساسية التي يقوم بها الوسطاء الماليين إذا هي الوساطة بين الوحدات ذات الفائض و الوحدات ذات العجز، و لا يمكن أن نتصور أن يتم هذا إلا بوجود وظيفة الوساطة المالية.

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي، سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و أسواق المال، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004 ، ص67.

<sup>2</sup> Olivier Toispeau , dictionnaire de la bourse et des termes financiers, 3ème édition, édition SEFI, Québec, Canada, 1999, p242.

و ما يمكن أن نستخلصه هو أن وظيفة الوساطة المالية تؤدي خدمات مفيدة و ضرورية لوحداث اقتصادية عديدة مختلفة، و أن النظام المالي لابد له أن يستند أساسا على وظيفة الوساطة المالية ، حيث أن أي اقتصاد لا يعرف الوسطاء الماليين و يقوم نظامه المالي على النقود و الأصول المالية المباشرة فقط سينجم عن ذلك حتما ضياعا اقتصاديا كبيرا، ناهيك عن الارتفاع الذي سيعاني منه في تكاليف الحصول على المعلومات المالية المتعلقة بشؤون الأوراق المالية و تحليلها و ارتفاع تكاليف شرائها و حيازتها و بيعها و ذلك إذا ما قام بكل هذه المهام التي لا غنى عنها المدخرون الذين يريدون توظيف فوائضهم و استثمارها بمعرفتهم الشخصية ، و ذات الشيء بالنسبة لرجال الأعمال الذين يحتاجون لأموال حتى يتمكنوا من تجسيد استثماراتهم على أرض الواقع و كذا من أجل إمكانية توسيع هذه الاستثمارات ، فسيصعب كل هذا من دون وجود و تدخل الوساطة المالية.

### ثانيا: تطور الوساطة المالية

إن أصل وجود الوساطة المالية كان منذ القدم أي أنها موجودة منذ القدم حيث كان الإغريقيون و الرومانيون من أهم المهتمين بالمجال المصرفي ، فكانوا يمارسون عملية الإقراض للغير بالفائدة لكن في إطار محدود للغاية، فلم تكن الوساطة المالية آنذاك بالمفهوم الموجودة عليه في عصرنا الحالي فلقد توسعت و أخذت مجراها الممتد و المنتشر و المهم في النظام المالي العالمي، و في القرون الوسطى عرفت الوساطة المالية بداية تقدمها ، و ذلك على النحو التالي بحيث كان التجار غالبا و غيرهم من أصحاب الأموال الزائدة عن حاجاتهم و باعتبارهم المتعامل الأول في حلقة الوساطة المالية أي و باعتبارهم أصحاب الفائض المالي يقومون بإيداع هذا الفائض من النقود المعدنية ( سواء كانت ذهبية أو كانت فضية ) لدى الصيارفة و ذلك مقابل إيصال أو تعهد، و بذلك يعتبرون الطرف المقرض .

و من جهة ثانية استخدم الصيارفة النقود المعدنية المودعة لديهم في إعطاء قروض بعدما تأكدوا بأن أصحابها لن يقوموا بطلبها في نفس الوقت حيث يعود هذا من خبرة الصيارفة في هذا الميدان و بالتالي يمكن اعتبار هؤلاء الصيارفة بمثابة الوسيط المالي، و كل هذا العمل كان مقابل حصولهم على فوائد من الطرف الثالث في الحلقة المتمثل في المقترضين ، و بالتالي بدأت تتطور و تزيد و تتوسع نطاق وظيفة الوساطة المالية.

و مع الضرورة الملحة للوساطة المالية، و التي تستدعيها السوق المالية و النظام المالي في الاقتصاد الراهن أصبحت الوساطة المالية مهنة قائمة بذاتها تعمل وفقا لقواعد و قوانين عالمية تنظمها، و تعتمد الوساطة على أفضل و أحدث تقنيات التكنولوجيا و الاتصال، و قد زادت أهميتها نظرا للخدمات المفيدة التي توفرها من خلال عملها على تسهيل تواصل وحدات الفائض و وحدات العجز المالي ، و كذا الحد من الصعوبات الموجودة في عالم الاقتصاد ، و ذلك راجع للخبرة و العلم الذي يحوز عليه الوسطاء المليون في المجال المالي.

### المطلب الثالث: طبيعة و خصائص الوساطة المالية

تؤدي مؤسسات الوساطة المالية عدة وظائف أبرزها أنها تمثل حلقة الوصل ما بين الطرف المدخر الذي يبحث عن استثمار أمواله و بين الطرف الذي يعاني من العجز المالي و يبحث عن مصادر متاحة لرأس المال التي يحتاجها ، و بالتالي فلا بد من فهم طبيعة الوساطة المالية و معرفة أهم خصائصها ، و ذلك ما سيتم التطرق إليه في هذا المطلب .

#### أولاً: طبيعة الوساطة المالية.

من أجل فهم العلاقة التمويلية في وظيفة الوساطة المالية، لا بد أن نوضح طبيعتها استناداً لأطرافها الذين يسعون إلى تحقيق أهدافهم، و هؤلاء الأطراف أو بالأحرى الطرفين التي تعمل الوساطة المالية على الجمع هما:<sup>1</sup>

- أصحاب الفائض المالي : وهم الذين لديهم مدخرات المترتبة عن أن مداخلهم تفوق إجمالي نفقاتهم، ويمثلون الطرف الذي له القدرة على التمويل (فائض التمويل).
- أصحاب العجز المالي : يمثلون الطرف المحتاج للأموال لتغطية عجزهم المالي وبالتالي هم الطرف الذي يمثل عجز التمويل.

<sup>1</sup> خليل عبد القادر ، بوفاسة سليمان، مداخلة حول دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، الملتقى الدولي لمتطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 18 أبريل 2006، المركز الجامعي بالمدينة، ص 404.

## ثانيا: خصائص الوساطة المالية

تتسم الوساطة المالية بعدة خصائص تجعلها محطة مميزة في عالم الأسواق المالية، و ذلك كونها تؤدي عدة وظائف على رأسها أن مؤسسات الوساطة المالية هي حلقة الوصل ما بين الطرف المدخر الذي يبحث عن استثمار أمواله و بين الطرف الذي يعاني من العجز المالي و يبحث عن مصادر متاحة لرأس المال التي يحتاجها ، و بالتالي وجود الوساطة المالية يساهم كثيرا في فعالية و نجاعة عمل الأسواق المالية و يمكنها من القيام بأعمالها و مهامها بطريقة أسهل .

و مما لا شك فيه أن هذه الوساطة المالية لها خصائص عديدة منها:

- الوساطة المالية ممكن أن تكون شخص طبيعي أو معنوي ، تعمل كحلقة وصل بين أصحاب العجز المالي و أصحاب الفوائض المالية.
- تتسم مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك بضمانات قانونية، تساعد على حماية أموال المدخرين من مخاطر عدم الدفع التي قد يتعرضون لها بتعاملهم المباشر مع المقترضين.
- تساهم الوساطة المالية في تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي ذو الطبيعة التضخمية، بتعبئة السيولة الموجودة، و التي ترتبط إلى حد كبير بمدى فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها في جمع الأموال .
- تعمل الوساطة المالية على القضاء على الصعوبات الناجمة عن العلاقة المالية المباشرة، و من تم تعمل على التوفيق ما بين الأهداف المتعارضة و ذلك من حيث السيولة و الربحية و المخاطرة.

- إن الوساطة المالية تقوم بدور أساسي يسمح لها بتحقيق عدة مزايا أهمها تحقيق مستوى كبير من المرودية عند توظيف الأموال المجتمعة بدلا من استثمارها بشكل فردي.
- تتمتع الأدوات المالية التي تطرح من قبل مؤسسات الوساطة المالية بسيولة أكبر أي يمكن تحويلها إلى نقود بسرعة و بأقل خسارة محتملة للمدخرين.
- تغطي مؤسسات الوساطة المالية احتياجات المقترضين بمبالغ كبيرة، و من خلال تكلفة أقل وذلك مقارنة بتجميع هذه المبالغ من المدخرين مباشرة ، و التي قد يتطلب تجميعها التعامل مع عدد كبير من المدخرين، و كذا إقناعهم بشراء الأوراق المالية المطروحة من قبل المستثمرين أو المقترضين.
- تعمل جميع هذه الخصائص التي تمتلكها الوساطة المالية على مساعدتها في الوظائف و المهام التي تقوم بها هذه الأخيرة ، كونها تعمل على تعبئة الموارد من خلال الأدوات التي يتعامل عن طريقها الوسيط المالي للحصول على الفوائض المالية ، و من ثم و بعد تجميع و تعبئة مختلف الموارد المالية ، تعمل الوساطة المالية على توظيف هذه الموارد المالية من خلال توظيفها في أشكال متعددة .

## المبحث الثاني: وظائف الوساطة المالية، أسبابها و أهميتها.

إن المكانة الهامة التي تتمتع بها الوساطة المالية ضمن مكونات النظام المالي يعود بالدرجة الأولى إلى ما تمنحه من خدمات تعمل على تفعيل هذا النظام المالي و إعطائه الحيوية و القوة اللازمة ، فالوساطة المالية صارت من الأمور الحتمية والملحة خصوصا مع كبر حجم المبادلات و نقص المعرفة و المعلوماتية حيث تقوم هذه الفئة أي الوساطة بالتوفيق بين رغبات الفئتين المتبقيتين في التعامل بمعنى طالبي و عارضي رؤوس الأموال، فمن الواضح أن الوساطة المالية تمثل الرابط الأساسي بين أصحاب الفائض المالي لتوظيف فوائضهم، و أمام أصحاب العجز المالي لتلبية حاجتهم إلى التمويل، و من تم تقوم هذه الأخيرة بالدور الفعال في الدفع بعجلة التنمية الاقتصادية من خلال التمكين من الوصل بين الطرفين ، و من تم التمكين من تجسيد مختلف المشاريع الاستثمارية التي يسعى إليها أصحاب العجز المالي من خلال توفير لهم منبع لتمويل استثماراتهم ، كما تساعد أصحاب الفائض المالي من توظيف أموالهم، ومن هنا و من خلال هذا المبحث سنحاول تسليط الضوء على مختلف الوظائف التي تعمل عليها الوساطة المالية ، و كذا توضيح أسباب الوساطة المالية ، و أهميتها.

## المطلب الأول: وظائف الوساطة المالية

تعتبر الوساطة المالية مهمة للغاية في النظم الاقتصادية المعاصرة ، و هذا يرجع لما تقوم به من وظائف يصعب على الأفراد القيام بها لوحدهم ، فالوساطة المالية تعمل على تسهيل العمل بالنسبة لجميع المتعاملين ، فإلى جانب الوظيفة الأساسية للوساطة المالية ألا و هي وظيفة تحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي.

فالوساطة المالية تتكفل القيام بعدة وظائف أخرى لا تقل أهمية عن الوظيفة الأساسية ، و كل وظائف الوساطة المالية تصب في النهاية على العمل أساسا بشكل أو بآخر في تحقيق وفورات اقتصادية، كما تعمل على تقليل حجم المخاطر أمام راغبي الاستثمار و غيرها من الأمور .

كما يقوم الوسطاء الماليون بتطوير المبادلات بكميات كبيرة وباحترافية و يلعبون دورا أساسيا في تحصيل البيانات، وبالتالي تحسين وتوفير المعلومات، بالإضافة إلى تخفيض التكاليف<sup>1</sup>، و من هنا سنتناول في هذا المطلب مختلف الوظائف التي تقوم بها الوساطة المالية، و من أهم وظائف الوساطة المالية فيما يلي:<sup>2</sup>

### 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 بهؤلاء الخبراء يمكنهم من اتخاذ قرارات أفضل كثيرا من تلك القرارات التي كان أصحاب المدخرات سوف يتخذونها بأنفسهم، وغابا ما تصادف صحة هذه الادعاء ولو جزئيا، وحتى إذا لم 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.

<sup>1</sup> Herré Juvin, Les marché financier, Voyage au cœur de la finance mondial, édition d'organisation, Paris, 2004, P422,423.

<sup>2</sup> محمود يونس ، عبد النعيم مبارك ،مرجع سابق، ص 120 - 125.

حيث أن توفير المعلومات المالية يعتبر أمر في غاية الأهمية في أي استثمار مالي، و لكن قد يصعب هذا الشيء على العديد من الفئات باعتبار أنه لا تتوفر لديها المعرفة الكاملة بشؤون الاستثمار المالي أن تقوم بتجميع و تحليل المعلومات اللازمة ، مما يستدعي الاستعانة بخبراء في مجال التحليل المالي بسبب إمكانيات المستثمرين المحدودة جدا عادة، و المتعلقة بعدم معرفتهم الكافية بالمجال المالي، و عدم توفر الوقت اللازم لذلك.<sup>1</sup>

## 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 .

فبالنسبة 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 المبيعة و المشتراة ) من 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.

<sup>1</sup> اسماعيل أحمد الشناوي و آخرون، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص 111.

و أن السبب 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 اضطرته حاجته إلى السيولة إلى تحرير جزء من أرصده المحبوسة في تلك الأصول، وطبعا 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 عن 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 يكررها المدخرون النهائيون.

كما أن توفير المعلومات اللازمة في التعامل من خلال الوساطة المالية تلعب دور في تخفيض التكاليف فتكلفة جمع البيانات و استخدام الخبراء تكون منخفضة ، إذا ما قامت بها إحدى قنوات الوساطة المالية و تم توزيع هذه التكاليف على عدد كبير من المدخرين، و كذا على الحجم الكبير من الأصول المالية.

### 3 - توفير الائتمان وتقديمه إلى رغبته:

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، 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:

يستطيع الوسطاء الماليون أن يحققوا السيولة لأنفسهم ، و لحائزي أصولهم المالية غير المباشرة و ذلك بتكلفة أقل بكثير .

حيث مما يستطع تحقيقه المدخرون النهائيون لو قام كل واحد فيهم بمقابلة حاجته إلى السيولة عن طريق احتفاظه بنقود أو أصول مالية مباشرة، حيث أن تكلفة الاحتفاظ بالنقود أو بالأصول المباشرة مرتفعة جدا لأن حيازة النقود لا تدر عائدا على الإطلاق، كما أن الأصول قصيرة الأجل تتطوي على بعض التكاليف من حيث شرائها و حيازتها فضلا عن أن عائدها عادة ما يكون منخفضا كما أن تكلفة الأصول المباشرة طويلة الأجل قد تكون غير محتملة خصوصا لو كان حجمها قليل و فترة حيازتها قصيرة .

و يعمل الوسطاء على تخفيض هذه التكاليف بمعدلات كبيرة كآتي:

- يستطيع المدخرون النهائيون مقابلة حاجتهم إلى السيولة- و لو جزئيا على الأقل - بتخليهم عن النقود و بعض الأصول الأخرى في مقابل حصولهم على ديون مرتفعة السيولة على الوسطاء الماليين تكون حالة السداد عند أو بعد فترة قصيرة، و تتميز تكلفة الحصول على الديون على الوسطاء الماليين ثم تحويلها إلى

نقود بأنها تكون منخفضة في معظم الحالات ، حيث لا تتطلب أكثر من زيارة إلى الوسيط المالي أو إرسال أمر أو طلب كتابي إليه بالبريد ، و يكون مقدار النقود و الأصول السائلة الأخرى التي يتعين أن يحتفظ بها الوسيط لمقابلة احتياجاته الذاتية من السيولة ، أقل بكثير من تلك التي يحتفظ بها المدخرون النهائيون إذا حاول كل منهم مقابلة حاجاته الخاصة من السيولة بهذه الطريقة ، فالوسيط يحتاج إلى الاحتفاظ بالنقود أو بالأصول السائلة فقط لمواجهة احتمال أن تزيد مدفوعاته على متحصلاته.

و هناك نقطة مهمة تتعلق بوظيفة الوساطة المالية في هذا الصدد، و هي أن غالبيتهم يخلقون و يصدرون مديونيات مالية على أنفسهم ( و هي الأصول المالية غير المباشرة ) و التي تتمتع بخصائص مختلفة عن الأصول المباشرة التي يحتفظون بها ، فمثلا حسابات الودائع و ما شابهها من الأصول التي يصدرها الوسطاء الماليون تتميز بأنها أكثر سيولة و أقصر أجلا ( من ناحية الاستحقاق) عن معظم الأصول المباشرة التي يحتفظ بها .

بل إن بعض الوسطاء الماليين يصدرون أصولا مالية ضد أنفسهم تكون ثابتة القيمة و قابلة للسداد عند الطلب أو في أجل قصير جدا بينما معظم الأصول المباشرة التي يحتفظون بها تكون طويلة الأجل ، و من ثم يقال عادة أن الوسطاء الماليين هم صناع السيولة.

## 5- تدنية المخاطر:

إن المدخر 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 نظرا لما يستطيع أن يجمعه من فوائض يصبح حجمها في النهاية كبيرا جدا، فإنه يستطيع شراء أحجام كبيرة ومتنوعة من

الأصول، وهو بهذا يحقق قدرا من الأمان ضد مخاطر انخفاض قيمة بعضها نظرا لاحتمال أن ترتفع قيمة البعض الآخر في نفس الوقت مما يلغي الأثر الأول.

فضلا 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 أصولا مالية لوسيط مالي، يعرف أنه يحوز دينا في مواجهة وسيط تتميز محفظة أوراقه بالتنوع الذي يدني حجم المخاطرة المحتملة، وهو أمر غالبا ما لا يستطيع المدخر نفسه تحقيقه بمعرفته.

## المطلب الثاني: أسباب الوساطة المالية

نرى من خلال كل ما سبق أن الوساطة المالية مهمة في الاقتصاد المعاصر ، حيث و كما سبق و ذكرنا فيعتبر المبرر الأساسي لقيام الوساطة هي التفاوت الطبيعي ما بين الأفراد، إن في الأموال أو في المعلومات أو في الكفاءات والمهارات، فأهمية الوساطة المالية لا تنحصر في مجرد إحداث التوازن ما بين الفوائض والعجز المالية، وإن كان ذلك هو البارز والشائع لدى الناس.

ولذلك فإن مهمة الوسيط المالي تتمثل في البحث عن الفجوات الموجودة على تلك المستويات الثلاثة واستغلالها بأفضل صورة بما يحقق له أقصى ربح ممكن، فمن الأفراد من لديهم أموال فائضة ولا يرون أين وكيف يستثمرونها، ومنهم، بالمقابل من لديهم أفكار ومهارات ومعلومات هامة، غير أنهم لا يمتلكون الأموال اللازمة لتنفيذها وتجسيدها على أرض الواقع، وما بين هؤلاء وأولئك نجد جهات تعمل على التقريب فيما بينها بما يحقق المنفعة لكليهما، وهم الوسطاء الماليين، ويتمثل هؤلاء الوسطاء في مجموعة من المؤسسات المصرفية والمالية، تتوسط ما بين المدخرين والمستثمرين مقابل عائد متفق عليه، وتشرف على هذه المؤسسات سلطة مركزية هي السلطة النقدية.

حيث تكمن الأهمية التي تكتسبها الوساطة المالية من مختلف الوظائف المهمة التي تقوم بها هذه الأخيرة و التي ارتأيناها سابقا منبع أهمية الوساطة المالية و أنه باتت من حتميات أي اقتصاد ، و قد أثبتت هذه الأخيرة وجودها بفعل أنه لا يمكن الاستغناء عنها ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة بحيث تمكنت من حل الكثير من المشاكل المرتبطة أساسا بالتمويل ، 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، والكثير من المشروعات تجد نفسها عاجزة على الحصول مباشرة على المبالغ الكبيرة التي تحتاجها.

وللتمكن من مواجهة تلك الصعوبة تستطيع اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية، التي تتوسط لها 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.<sup>1</sup>

و بالتالي يتضح لنا أن وجود الوساطة المالية نابع أساسا من الصعوبات التي تتجم عن التمويل المباشر أي ما نجم من صعوبات من العلاقة المالية المباشرة بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي و التي قد سبق و تطرقنا إليها آنفا مثل صعوبة تعارف طرفي العلاقة، و عدم التوافق بين الرغبات من حيث الزمان و المكان أو كذلك صعوبة التوافق بين الرغبات من حيث المبلغ و غير ذلك .

كذلك يعتبر جمع وتوظيف الأموال من قبل الوسطاء موضوع اقتصاديات الحجم ، مثل عدد كبير من النشاطات الاقتصادية، يعني هذا أن التكلفة الوحديّة لإنتاج سلعة أو حزمة ما تنخفض كلما ارتفعت الكمية المنتجة، وتنشأ اقتصاديات السلم في الوساطة من مبلغ الأموال المسيرة وذلك يعود للأسباب الآتية:<sup>2</sup>

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

- الوساطة المالية يمكن أن تقضي على عدم قابلية بعض الأوراق الأولية للتجزئة حيث تشتري مؤسسات الوساطة هذه الأوراق مثل سندات الخزينة التي غالبا ما تكون قيمتها الاسمية مرتفعة، وذات مزايا كبيرة، ثم تصدر أوراقا مالية غير مباشرة ذات قيمة اسمية صغيرة.

<sup>1</sup> حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي، عمان، الأردن، ص323.

<sup>2</sup> Robert Ferrandier, Op.Cit, P29.

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 أيضا بالفائدة على المؤسسات والمشاريع المصدرة لأوراق الأولية، وذلك بتصريف أوراقها.

- يمكن للوسيط تنويع حافظته باكتسابه لأوراق مصدرة من مختلف المقترضين ومنه تخفيض الخطر والمثال التقليدي في هذا الصدد هو نوعين من الأهم، الأولى مصدرة من قبل منتج المظلات والثانية من قبل منتج ثياب السباحة، فإن لم تسمح الأموال المدخرة إلى شراء أسهم أحد المنتجين فإن المردودية هنا مرتبطة بعامل الطقس، إلا إذا كانت الحافطة مكونة من النوعين فعامل الطقس يزول.

من خلال ما تقدم نستطيع 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 وتهيئ لهم أفضل الظروف التي يمكن في ظلها أن يوائموا 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 لو احتفظ بثروته كلها أو جزء منها على شكل أصول مالية غير مباشرة، هذه التضحية أو كما يطلق عليها البعض تكلفة الفرصة البديلة تتشكل 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.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> حسين بن هاني. اقتصاديات النقود والبنوك، مرجع سابق، ص324.

### المطلب الثالث: أهمية الوساطة المالية

نالَت الوساطة المالية أهمية بالغة في الاقتصاديات المعاصرة ، و هذا عائد للأدوار المختلفة التي تقوم بها هذه الأخيرة في الأسواق المالية، التي من دون هذه الوساطة يصعب عليها العمل بفعالية و نجاعة ، فمن خلال الوساطة المالية تتمكن من مواصلة نشاطها بكل أريحية و حيوية ، فناهيك عن دور التوسط بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي كوظيفة أساسية ، و إنما أيضا تقوم بعدة وظائف لا تقل أهمية عنها ، على غرار قيامها بتوفير الائتمان و توفير السيولة ، كذلك تقديم المعلومات المالية و كذا تحليلها، كما تعمل الوساطة المالية على تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة ، و تدنية حجم المخاطرة المحتملة.

و بما أن الوساطة المالية التي يمكن أن تكون عبارة عن شخص طبيعي أو اعتباري و تعمل كحلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار و بين الاستثمار الباحث عن الأموال<sup>1</sup>، و ذلك كإحدى أهم مهمة تسند للوساطة المالية ، و أهم أسباب وجودها هو إلغاء أو التقليل من الصعوبات التي تتبع عن العلاقة المالية المباشرة، و الجمع بين الأهداف المتعارضة من حيث السيولة و الربحية و المخاطرة، فهي تعمل بشكل أساسي على تحقيق وفرة اقتصادية من خلال تحقيقها لمستوى كبير من المردودية عند توظيف الأموال المجتمعة بدلا من استثمارها بشكل فردي.

<sup>1</sup> حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، مرجع سابق، ص 326.

و بالتالي فأهمية الوساطة المالية في الاقتصاد المعاصر و بروزها كضرورة حتمية مكنت من حل بعض المشاكل المرتبطة أساسا بالتمويل يمكن توضيحه من خلال إبراز هذه الأهمية بالنسبة لعدة أطراف و هي:

- أصحاب الفائض المالي

- الوساطة المالية ذاتها

- أصحاب العجز المالي

- الاقتصاد الوطني

و سنتناول أهمية قيام الوساطة المالية بالنسبة لكل طرف هذه الأطراف الخاصة بالتمويل ، و أيضا الأهمية الكبيرة بالنسبة للاقتصاد الوطني ، و ذلك كالآتي:

### 1- بالنسبة لأصحاب الفائض المالي:

تحقق لهم الوساطة المالية عدة مزايا من بينها التالي:<sup>1</sup>

- مصداقية الوسيط مضمونة، الشيء الذي يوفر الأمان والحفظ للمودعين.

- تسمح بتوفير السيولة في أي وقت للمودع عند الحاجة.

- تجنب خطر عدم التسديد الذي يرفع عند التمويل المباشر.

- تجنب الجهد والوقت الضائعين في البحث عند المقترضين المحتملين في غياب أو ضعف البورصة.

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة ، الجزائر، 2003 ، ص05 .

كما و أن الوساطة المالية بإمكانها أن تتيح لأصحاب الفائض المالي التالي:<sup>1</sup>

-يعني وجود الوساطة المالية أصحاب الفائض المالي من إنفاق الوقت و الجهد في البحث عن المقترضين المحتملين، فهم يعرفون مسبقا الجهات التي يودعون فيها أموالهم، فالوساطة المالية بحكم طبيعتها نشاطها تتيح إمكانية مستمرة لقبول الأموال في أي وقت.

-يتجنب صاحب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر فالمؤسسة المالية الوسيطة لما تتوفر عليه من أموال ضخمة، و لما تتمتع به من مركز مالي قوي، تكون اتجاه المودعين الذين تعتبر ودائعهم مبالغ صغيرة غالبا في وضعية مالية تسمح لها بتنفيذ كل التزاما مقارنة بما يحتفظ به لدى هذه المؤسسة الوسيطة.

## 2- بالنسبة لأصحاب العجز المالي:

تحقق الوساطة المالية لأصحاب العجز المالي جملة من الخدمات أهمها:<sup>2</sup>

- توفير الأموال اللازمة بشكل كافي و في الوقت المناسب، و هذا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة.
  - تقريب أصحاب الفوائض المالية، و بالتالي تجنبهم مشقة البحث عنهم.
  - توفير قروض بنكاليف أقل نسبيا عكس التمويل المباشر.
- حيث أن طريقة التمويل المباشرة تجعل المقرضين تطبيق فوائد مرتفعة، و ذلك يعود سببه إلى حجم المخاطر الكبيرة و كذا مدة تجميد الأموال.

<sup>1</sup> نادية أبو فخرة و محمود صبح و شامل الحموي، الأسواق و المؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، 2005 ، ص80.

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص 07.

و على عكس ذلك فإن التمويل غير المباشر أي من خلال الوساطة المالية تكون هناك تقنيات عالية مستخدمة و يعول عليه الوسيط المالي، و من أهمها استفادته من طفرة الحجم من جهة أخرى، و رمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة أخرى، كل هذا يؤدي إلى انخفاض فوائد القروض المفروضة مقارنة بها في تقنية التمويل المباشرة.

و بالتالي و من خلال النقاط السابقة الذكر للخدمات التي توفرها الوساطة المالية لأصحاب العجز المالي تتوضح لنا الأهمية الكبيرة للوساطة المالية على هذه الفئة و ذلك بتوفير الأموال في الوقت اللازم من دون الجهد العسير في البحث عن أصحاب الفوائض المالية، فالوساطة المالية تمثل هيئة قرض و هي دوما مؤهلة و مستعدة لتقديم مثل هذا العمل.

### 3- بالنسبة للوساطة المالية ذاتها

تخدم الوساطة المالية أصحاب الفائض المالي و في نفس الوقت تخدم بالضرورة أصحاب العجز المالي و في المقابل تستفيد من الكثير من المكاسب، نوجزها في الآتي<sup>1</sup>:

- تستفيد الوساطة المالية من الفائدة على القروض، و تعتبر هذه الفائدة من المداخل التي تعظم عائداتها بل لعلها الدخل الوحيد الذي تحققه أو الذي تقوم عليه نشاطاتها .

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

<sup>1</sup> نادية أبو فخرة و محمود صبح و شامل الحموي، مرجع سابق ، ص83.

- حصول الوساطة المالية على ودائع يسمح بتوسيع قدرتها على منح القروض ، و ذلك بإنشاء نقود الودائع، و يعني هذا أن البنوك تستطيع أن تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه حقيقة من ودائع، و هذاما يزيد في إمكانياتها في زيادة الأرباح.

#### 4- بالنسبة للاقتصاد ككل:

يستفيد الاقتصاد ككل من وجود الوساطة المالية ، و ذلك من خلال الجوانب التالية:<sup>1</sup>

- يسمح وجود الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة الادخارات الصغيرة و تحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.

- تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد الذي يعتبر ذو الطبيعة التضخمية بتعبئة السيولة الموجودة.

و تعود هذه القدرة على التعبئة إلى مستوى فعالية دور الوساطة المالية بتجميع الأموال.

-تفادي احتمال عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي، فوجود مثل هذا التعارض في الرغبات سواء من حيث الوقت أو المبلغ سوف يؤدي إلى خلق الكثير من الاختلالات في الأداء الاقتصادي، و الوساطة المالية وحدها بإمكانها أن تسمح بتفادي كل هذه المشكلات.

و بالتالي نرى أن المبرر الأساسي لقيام الوساطة هي التفاوت الطبيعي ما بين الأفراد، إن كان في الأموال أو في المعلومات أو حتى في الكفاءات والمهارات، و منه فإن أهمية الوساطة المالية لا تنحصر في مجرد إحداث التوازن ما بين الفوائض والعجز المالية، وإن كان ذلك هو البارز والشائع.

<sup>1</sup> سامي خليل، النقود و البنوك، بدون دار نشر، كلية الاقتصاد، القاهرة، مصر، 2008 ، ص 64.

ولذلك فإن مهمة الوسيط المالي تتمثل في البحث عن الفجوات الموجودة ، واستغلالها بأفضل صورة بما يحقق له أقصى ربح ممكن، و من تم فإن الوساطة المالية تؤدي عدة أدوار بالنسبة لعدة أطراف المتمثلة في أصحاب العجز المالي و أصحاب الفائض المالي ، و كذا تحقق فوائد لذاتها، و إلا ما كانت اشتغلت إن لم تحقق مكاسب لنفسها ، و كما أنها تحقق أهمية لا نستطيع غض النظر عنها لما لها من أهمية على الاقتصاد ككل، و من خلال كل هذا فإن الوساطة المالية تظهر أهمية كبرى لا يستهان بها على كافة الأصعدة و من تم فقد باتت ضرورة حتمية على المستوى الاقتصادي عامة.

### المبحث الثالث: أنواع الوساطة المالية

تختلف أنواع الوساطة المالية التي تحتوي أساسا على مختلف المؤسسات المالية التي بدورها تختلف من حيث الوظائف الأساسية للوساطة ، بحيث تركز السمات المميزة لهذه المؤسسات في طبيعة الحقوق والخدمات التي توفرها للدائنين، و كذا التي تحصل عليها والخدمات التي تقدمها للمقترضين ، كما أن هذه الاختلافات بين أنواع مؤسسات الوساطة المالية في تطور مستمر، حيث كانت مؤسسات الوساطة المالية توزع على مجموعتين الأولى مجموعة الوسطاء النقديون و الثانية مجموعة الوسطاء غير النقديون، و بعد التطور الحاصل مؤخرا في اختصاصات الوسطاء الماليين صار تصنيف مؤسسات الوساطة المالية ينقسم إلى مؤسسات ودائعية و أخرى غير ودائعية و هذه التصنيفات جاءت تقوي طبيعة المهمة الرئيسية للتمييز بينهما و المتمثلة في قبول الودائع من عدمه، إلا أن من بين تصنيفات مؤسسات الوساطة المالية جاءت اتجاهات معاصرة تظهر مدى التداخل الشائك بين النوعين السابقين من مؤسسات الوساطة المالية ونشوء مؤسسات مالية شاملة للنشاط، و من خلال هذا المبحث سنسلط الضوء على أهم تصنيفات مؤسسات الوساطة المالية.

#### المطلب الأول: المؤسسات الودائعية

تعتبر المؤسسات الودائعية نوع من أنواع مؤسسات الوساطة المالية ، بحيث لهذه المؤسسات خصائصها المميزة لها ، و فيما يلي سنتطرق إلى مفهومها ، و أهم تقسيمات هذه الأخيرة.

**مفهوم المؤسسات الودائعية:** هي مؤسسات مالية تصدر مطالبات أو حقوق ذات قيمة ثابتة على نفسها،

و هي تشمل الودائع تحت الطلب ( الشيكية) و الودائع لأجل<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> توماس ماير ، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002 ،ص 61 .

حيث أن المؤسسات الوداعية يسند لها دور مهم في عملية خلق الودائع، و تقسم هذه المؤسسات بدورها إلى: البنوك التجارية؛ بنوك الادخار؛ مؤسسات الادخار و الإقراض؛ و اتحاد الائتمان، و هذا ما سيتبين لنا من خلال هذا المطلب بالتطرق إلى كافة أنواع المؤسسات الوداعية بشكل مدقق أكثر كالتالي:

### - البنوك التجارية:

تعرف البنوك التجارية (بنوك الودائع) ، بأنها عبارة عن مؤسسات ائتمانية ملكيتها عامة أو خاصة ، هدفها الأساسي هو تحقيق أقصى ربح ممكن من خلال المتاجرة بالأموال التي تحصل عليها من عملائها أي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل قصير<sup>1</sup>.

أي أنها تقوم بجمع هذه الأموال في شكل ودائع و غالبا ما تتلقى ودائع جارية ،كما يقوم البنك التجاري لكي يجلب أكبر قدر ممكن من المتعاملين الاقتصاديين (أفراد - مؤسسات) بتوفير الكثير من الخدمات المصرفية بما يتجاوز واحتياجاتهم فهؤلاء المتعاملين يبحثون عن جهة آمنة وموثوق بها لإيداع أموالهم والحفاظ عليها واستغلالها عند الحاجة وكذلك يبحثون عن مصدر يمكنهم من الوفاء بالتزاماتهم ويوفر لهم ما أمكن من موارد مالية لتأمين احتياجاتهم ، و يمكن تلخيص دور البنوك التجارية فيما يلي:

- قبول الودائع .
- منح القروض و الاعتمادات .
- خصم الأوراق التجارية و إصدارها .
- وظيفة الاستثمار .
- الائتمان المقدم للتجارة الخارجية .

<sup>1</sup> أحمد يوسف عبد الوهاب، التمويل و إدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان ، الأردن،2008، ص152.

كما تطور دور البنوك التجارية بشكل ملحوظ ، خصوصا بظهور عمليات البورصة و تطورها فانتسح نشاط هذه البنوك ليشمل دور الوساطة في عمليات البورصة، فبالإضافة إلى تدخلها بعملها لحسابها الخاص من خلال شراء أوراق مالية و بيعها، يمكنها تسيير المحافظ المالية للغير مقابل عمولات عن طريق قيامها بفتح فروع مختصة بالوساطة في عمليات البورصة .

حيث من بين الخدمات الحديثة المتعلقة بأعمال البنوك التجارية التي تخص مجال السوق المالي والبورصة ما يلي:<sup>1</sup>

- 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 نيابة عن العملاء بعمليات استثمار 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، لكن هذه المهمة صعبة نوعا في ظل المنافسة الشرسة أو أحيانا بالنظر إلى القيود المفروضة من بعض القوانين و التشريعات في هذا المجال .

حيث تختلف من بلد لآخر، لكن جميعها تتطلب ضرورة حصول البنوك على ترخيص من الجهات المختصة، كما تتطلب منها ضمانات و ذلك لحماية أموال المودعين .

<sup>1</sup> مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، 2000، ص196-197.

## - بنوك الادخار :

هي مؤسسات مالية تتشابه إلى حد كبير مع مصارف الادخار و الإقراض، حيث هي مؤسسات مالية تعتمد على الودائع الادخارية للحصول على الموارد المالية بهدف استخدام هذه الموارد في تقديم قروض عقارية غير أن هيكل هذه المؤسسات يختلف عن هيكل مصارف الادخار ، كما و تأخذ شكل تعاونيات يمتلكها المودعون، و لقد تعرضت هذه المؤسسات إلى مشاكل الإقراض مثل مصارف الادخار و الإقراض نتيجة لاقتصار نشاطها على تقديم القروض العقارية فقط، و لذا سمح لها القانون بإصدار ودائع شيكية و تقديم قروض إلى المستهلكين بجانب قروض الرهونات العقارية.<sup>1</sup>

## - مؤسسات الادخار و الإقراض:

تمثل هذه المؤسسات ثاني أكبر مؤسسة تعاقدية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أنها تعتبر هي تلك المؤسسات التي تعمل على تعبئة الموارد المالية من خلال قبولها لمختلف أنواع الودائع ( كالودائع الادخارية، الودائع لأجل و الودائع الجارية)، و تستخدم هذه المؤسسات الموارد التي لديها في تقديم القروض العقارية بضمان عقارات، و نظرا إلى كون القروض العقارية التي تمنحها طويلة الأجل ذات أجل استحقاق يصل إلى 20 سنة، فإن أغلبية هذه المؤسسات قد نمت بشكل كبير عندما كان سعر الفائدة منخفضا منذ عقد الخمسينات و بداية الستينات، و لكن بمجرد ارتفاع معدل الفائدة فقد أدى ذلك إلى ارتفاع تكلفة تعبئة الموارد المالية لديها بالمقارنة بالعائد المحقق من وراء القروض التي تقدمها، و عليه فقد تعرض عدد كبير من المؤسسات إلى الإفلاس مما سمح لهذه المؤسسات بإصدار ودائع جارية ( وداائع شيكية ) و تقديم القروض للمستهلكين، كما سمح لها أيضا بالدخول في أنشطة كانت مقصورة على البنوك التجارية.

<sup>1</sup> محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سابق، ص 149-150.

و لهذا أصبحت هذه المؤسسات تخضع حالياً إلى متطلبات الاحتياطي القانوني مقابل الودائع لديها مثلها في ذلك مثل البنوك التجارية، الأمر الذي ترتب عليه تقارب نشاط مؤسسات الادخار و الإقراض من نشاط البنوك التجارية حالياً و أصبح هناك تنافس كبير بينهما <sup>1</sup>.

و بالرغم من هذا التشابه في النشاط ما بين البنوك التجارية و مؤسسات الادخار و الإقراض ، إلا أنهما مختلفتان من ناحية التراخيص القانونية وكذا طبيعة الودائع و القروض الممنوحة، حيث أن مؤسسات الادخار و الإقراض تكون قروضها و ودائعها مؤقتة <sup>2</sup>.

#### - اتحاد الائتمان :

و هي مؤسسات مالية عبارة عن مؤسسات تعاونية صغيرة للإقراض، تم تنظيمها لتشمل مجموعات اجتماعية معينة، فمثلاً يوجد منها اتحاد الائتمان لاتحاد العمال، و اتحاد الائتمان للعمال في مؤسسات معينة، و تقوم هذه المؤسسات بتعبئة الموارد المالية من الودائع التي يقدمها الأعضاء في الاتحاد في شكل مساهمات، ثم تقوم باستخدام هذه الموارد المالية في تقديم قروض استهلاكية، و لقد سمح القانون في الولايات المتحدة الأمريكية لهذه المؤسسات المالية بفتح حسابات إيداع جارية تتداول باستخدام الشيكات كما يمكنها تقديم قروض عقارية بجانب القروض الاستهلاكية <sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سابق، ص 149.

<sup>2</sup> توماس ماير ، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، مرجع سابق ، ص152 .

<sup>3</sup> محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سابق، ص 150.

## المطلب الثاني: المؤسسات غير الوداعية

- مفهوم المؤسسات غير الوداعية: تؤدي هذه المؤسسات مختلف الخدمات المالية، لكن خارج مجال تلقي الودائع و هذا ما يميز بينها وبين المؤسسات، حيث تقتصر وظيفتها على نقل الأموال بين المقرضين و المقرضين و بالتالي لا تملك القدرة على خلق النقود<sup>1</sup>، أهم هذه المؤسسات التي سنتطرق لها:

-شركات الحماية ضد المخاطر ؛

-شركات التمويل ؛

- شركات الاستثمار .

### 1- شركات الحماية ضد المخاطر (شركات التأمين):

إن شركات الحماية ضد المخاطر و بالتحديد شركات التأمين هي مؤسسات مالية تتلقى الأموال من المؤمنین لهم و هي مهمة في مكونات النظام المالي و هذا راجع لأهمية الخدمات التي تقدمها، حيث هي تعمل كوسيط يقبل الأموال التي تتمثل في الأقساط التي يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين.<sup>2</sup>

حيث أن عملية التأمين في حد ذاتها هي اتفاق بين طرفين يتعهد بمقتضاه الطرف الأول المدعو المؤمن بأن يدفع إلى الطرف الثاني و الذي يدعى المؤمن له مبلغا من المال وهو مبلغ التأمين في حالة وقوع خطر معين خلال مدة معينة، وبالمقابل يكون المؤمن له قد دفع للمؤمن مبلغا من المال أو عدة مبالغ تكون قيمتها نسبيا من المبلغ الذي يتعهد المؤمن بدفعه.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Jean- Louis Besson, Monnaie Et Finance en Europe , horizon groupe, France,2000, p 92 .

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي ، رسمية قريا قص، البورصات و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002، ص355.

<sup>3</sup> راشد راشد، التأمينات البرية الخاصة في ضوء قانون التأمينات الجزائري ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 1980 ، ص3 .

كما و أن لشركات التأمين دورا أكيدا في الحياة الاجتماعية و الاقتصادية لأي بلد فقد نشأ التأمين أساسا تلبية لحاجة الأفراد، وكوسيلة لتخفيف عبء الخسارة المالية التي تلحق بهم سواء في شخصهم أو ممتلكاتهم نتيجة لتحقق المخاطر و التي لا يملكون مواجهتها ولا يستطيعون التخلص منها أو منعها، حيث أنه يمكن اعتبار فكرة التأمين مبنية أساسا على توزيع الخسائر العرضية بنقل الأخطار و تمويلها من المؤمن لهم إلى شركات التأمين التي تعمل أساسا على فبول تعويض الخسائر لما تتحقق الأخطار فعليا، وتتعكس أهمية التأمين في عدة اتجاهات أهمها أنه من أهم وسائل الادخار والاستثمار فهو وسيلة لتكوين رؤوس الأموال من خلال الاحتياطات المتجمعة لدى شركات التأمين و التي يمكن توجيهها لتمويل خطوط التنمية الاقتصادية وتوظيف هذه الأموال في أوجه الاستثمارات المختلفة وهذا يؤدي إلى توسيع الأنشطة الاقتصادية، كما و يعمل على زيادة الإنتاج، فنظرا لما يتميز به التأمين من توفير التغطيات التأمينية من أخطار كثيرة ، مما شجع الأفراد و المنشآت بالدخول في مجالات إنتاجية جديدة أو بالتوسع في مجالات إنتاجهم الحالية دون تردد، و بالتالي يساعد في الوصول إلى مزايا الإنتاج الكبير، كما يعمل على زيادة القدرة الإنتاجية، كذلك يعمل على تكوين رؤوس الأموال وذلك عن طريق الأقسام التي يدفعها حملة الوثائق ،حيث يتم تجميع رؤوس الأموال الضخمة، لتستخدم كعامل من عوامل الإنتاج ،الأمر الذي يجعل شركات التأمين تؤدي دورا هاما وحيويا في مجال الإنتاج القومي، و غيرها من الأمور التي تجعل من التأمين و شركات التأمين في غاية الأهمية.<sup>1</sup>

و بالتالي يمكن اعتبار شركات التأمين من أهم مؤسسات الوساطة المالية، و هذا نظرا لعملها على تجميع فوائض الوحدات ذات الفائض في صورة أسهم و أقساط تأمين و تقوم بنقلها إلى الوحدات ذات العجز من المشروعات تحت التأسيس أو مشروعات قائمة بالفعل.

<sup>1</sup> إبراهيم على إبراهيم عبد ربه، التأمين و الرياضيات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص74.

و تتخذ شركات التأمين اختصاصات مختلفة في مجال التأمين كالتأمين على الحياة، التأمين ضد الحرائق و الحوادث المختلفة، التأمين الخاص بالعلاج، التأمين البحري .

و بإمكاننا التمييز بين نوعين أساسيين من شركات التأمين و هما شركات التأمين على الحياة و شركات التأمين العام، و يمكن ابداء شيئا من التفصيل كالآتي:

أ- **شركات التأمين على الحياة**: و يشمل جميع التأمينات المتعلقة بحياة الإنسان مثل دفع مبلغ عند وفاته أو دفع مبلغ معين عند بلوغه سن معين أو ضمان معاش يدفع له خلال فترة معينة من حياته.

ب- **شركات التأمين العام**: و تشمل التأمين على جميع التأمينات ماعدا الحياة ويدرج فيه التأمين البحري والتأمين ضد السرقة، والتأمين ضد الاختلاس والتبديد، وتأمين الطيران والتأمين على الماشية والممتلكات.

و بالتالي فإن شركات التأمين تعد من المؤسسات غير الوداعية، و من تم يمكن التفرقة بينها و بين البنوك التي تعتبر من مكونات السوق المالية، حيث أن شركات التأمين تحصل على مواردها عامة في شكل أقساط دورية و يكون الدفع عادة للمؤمن له أو لغيره من المستفيدين دفعة واحدة، و بذلك فإنه على شركات التأمين استعمال ما يتراكم لديها من أقساط مع تقديم التعويضات أي عليها تحقيق عائدا مناسباً من خلال استعمالها المناسب للمتراكم لديها من أموال .

كما و لابد أن يكون هذا الاستخدام آمناً و قابل لأن يصبح سيولة عند الحاجة إلى ذلك، أي أن شركات التأمين لا تكون بحاجة إلى الاقتراض بالإضافة إلى مواردها الذاتية لمواجهة استخداماتها كما تفعل البنوك المتخصصة ، بل تتحرى الاستخدامات المناسبة لما يتراكم لديها من موارد في صورة أقساط لحين سداد التزاماتها المحتملة.

## 2- شركات التمويل:

يمكن أن تعرف شركات التمويل على أنها مؤسسات مالية تقوم بتعبئة الموارد المالية من خلال بيع الأوراق التجارية وتعتبر شركات ترويج مالي، و تتكون موارد هذه الشركات من حصيلة ما تصدره من أسهم و سندات، إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض من البنوك التجارية، أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم القروض القصيرة و متوسطة الأجل للأفراد و منشآت الأعمال ، كما بإمكانها أن تؤجر بعض الأجهزة للمشروعات وتوفر لهم النقود التي تكلفها ويسمى بعض هذه الشركات بشركات التمويل المحدودة والمملوكة بواسطة صانعي السلع المعمرة مثل الجنرال موتورز، ولقد نمت هذه الشركات على نحو سريع و حاليا فإن الحجم الكلي لقروض أعمالها القائمة يساوي ثلثي قروض الأعمال التي تقدمها المصارف.<sup>1</sup>

## 3- شركات الاستثمار:

تعد شركات الاستثمار الشركات التي تقوم بتجميع الأموال من الأفراد بما في ذلك صغار المستثمرين و التي يتم استثمارها بعدها من قبل إدارة واعية في المجال المالي، حيث في أغلب الأحيان يستعين بهذا النوع من الصناديق المستثمرين الأقل خبرة أو أولئك الذين ليس لديهم الوقت اللازم للتمكن من تسيير هذه المحافظ بالشكل المطلوب.

و بمعنى آخر أن شركات الاستثمار هي شركات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تتناسب كل فئة.

<sup>1</sup> توماس ماير ، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، مرجع سابق، ص 64 .

كما يمكن تصنيف شركات الاستثمار أساسا إلى نوعين من الشركات كالتالي:

#### - شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

تقوم هذه الشركات بإدارة عدد كبير من الصناديق، و تسمى بالصناديق المشتركة، حيث يتم من خلال هذه الصناديق إعادة شراء الأسهم من ملاكها في أي وقت يريده حامل السهم، و قد جاءت هذه العبارة " النهاية المفتوحة " على أساس أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدد، حيث يتغير باستمرار هيكل رأسمال هذه الصناديق، وكذا يتغير عدد الأسهم المتداولة للصندوق بالزيادة والنقص كرد فعل لعمليات البيع والشراء لحاملي أسهم الصندوق، فهي وثائق استثمار يتم بيعها للمستثمر بطريقة مباشرة وغير قابلة للتداول في البورصة ويمكن للمستثمر التنازل عنها عن طريق ردها مباشرة إلى مصدر الصندوق.<sup>1</sup>

#### - شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة أو المقفولة:

تشمل شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة على صناديق استثمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة أو المقفولة التي بإمكانها إصدار أسهم أو حصص تطرح للبيع للجمهور بموجب الحق الذي يمنحها المشرع إياه.

يكتسب هذا النوع تسميته من خاصية ثبات رأسماله، و ذلك بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب فيه بمعنى أنه بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب الأولى في الصندوق لا يجوز للإدارة فيه أن تطرح حصصا أو أسهما إضافية بمقصد زيادة رأس المال كما لا يجوز لها بالمقابل تخفيض رأس المال عن طريق استهلاك بعض الأسهم أو الحصص ، و ذلك بعدم السماح للمساهمين بالانسحاب منه إلا في حالة تصفية الصندوق، لكن خاصية ثبات رأس مال الصندوق لا تمنع تداول أسهم أو حصص الصندوق في السوق المالي.

<sup>1</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية - البورصات-، مرجع سابق، ص216.

وتشكل صناديق الاستثمار الأدوات الأساسية المكونة لشركات الاستثمار، فتعد هذه الصناديق من أهم صيغ تعبئة المدخرات على الساحة الاقتصادية المعاصرة، حيث تتخذ شركات الاستثمار زيادة القيمة الرأسمالية لحصص الصندوق كغاية تريد الوصول إليها، و هذا بحسب نوعية كل صندوق، حيث هناك الكثير من صناديق الاستثمار و نلخص أهمها في التالي:

و يجدر بنا قبل التطرق إلى أنواع صناديق الاستثمار، يمكن تعريف صندوق الاستثمار على أنه: " وسيلة لتجميع الاستثمارات الصغيرة بغرض توظيفها في أدوات استثمارية مختلفة لتعظيم العائد وتوزيع المخاطر مع تحقيق السيولة لحاملي الوثائق لوقت الطلب".<sup>1</sup>

كما يمكن اعتبار صناديق الاستثمار هي مؤسسات مالية تسعى إلى تجميع مدخرات الأفراد من خلال بيع حصص ملكية ، على أن تقوم بتوظيف هذه المدخرات في تكوين محافظ الأوراق المالية المتنوعة لتقليل المخاطر بما يخدم الأهداف المعلنة للصندوق.

أما عن أنواع الصناديق الاستثمارية فيمكن إيجازها كالآتي:

#### أ- صناديق الأسهم العادية:

تشتمل على الأسهم العادية فقط ، لكن تختلف هذه الصناديق فيما بينها بسبب اختلاف الخصائص فنجد منها:

- الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات الرائدة في مجال معين.

- الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات التي تتمتع بدرجة عالية من النمو.

<sup>1</sup> محمد ماهر محمد علي، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر، من أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، المنعقدة بمركز صالح عبد الله صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، 22 مارس 1997 ، الجزء الأول، 163 -164.

- الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات في منطقة جغرافية معينة.

- الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات ذات النسبة المنخفضة من التوزيعات و التي تعيد استثمار الجزء الأكبر من دخلها.

#### -الصناديق المتوازنة:

تشتمل هذه الصناديق على أسهم عادية و أدوات مالية أخرى ذات دخل ثابت مثل السندات ، حيث هدف هذه الصناديق الزيادة الرأسمالية في قيمة الصندوق، و ضمان تحقيق دخل محدد و تختلف نسبة الأسهم العادية في الصندوق باختلاف أهدافه، فإذا كان الهدف هو تحقيق نسبة مرتفعة من الدخل مع تحمل مخاطر مقبولة، فمتوقع ارتفاع نسبة الأسهم العادية إزاء النسب الخاصة بالأوراق المالية الأخرى بينما إذا كان الهدف الأساسي تدنية المخاطر، فستزيد نسبة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات.

#### -الصناديق المتخصصة:

تتعدد و تتنوع الصناديق المتخصصة، و من أهم هذه الصناديق المتخصصة هو صندوق السندات و الذي تطور في السنوات الأخيرة، حيث يتركز اهتمامه الأكبر على توليد دخل من خلال الاستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، زيادة إلى ذلك محاولة رفع القيمة الرأسمالية للصندوق من خلال إدارة محترفة لمحفظه الصندوق.

#### -صناديق الاستثمار ذات الأغراض المزدوجة (ثنائية الهدف):

و تتميز هذه الصناديق بأن استثماراتها موزعة بين نوعين من الأسهم هما أسهم الدخل و أسهم النمو، يضاف إلى ذلك أن الصناديق المزدوجة ( و هي عادة تنتمي إلى الصناديق ذات النهاية المغلقة ) لها تاريخ انقضاء يتم بعد تصفية استثمارات الصندوق و توزيع حصيلته على المساهمين.

## المطلب الثالث: مؤسسات سوق الأوراق المالية

يهدف الحفاظ و القدرة لسوق الأوراق المالية على تنقل الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي، كان لابد من مؤسسات مالية وسيطة تعمل على السير الحسن لهذه العملية و تعتبر مؤسسات سوق الأوراق المالية هي مؤسسات مالية تعمل على تسجيل و تداول الأوراق المالية و هذا بموجب ترخيص لالبد من الحصول عليه لمزاولة هذا النشاط مع حوزتها على ضمانات كافية ، و من أهم هذه المؤسسات ما يلي:

### 1- بنوك الاستثمار و الأعمال:

إن بنوك الاستثمار تأخذ أهمية باعتبار وجودها ضروريا لكونها تتولى ممارسة العديد من الأنشطة التي لا تندرج ضمن مهام البنوك التجارية، فتعتبر بنوك الاستثمار بنوك تهتم بعملية تغطية الإصدارات الجديدة للأسهم والسندات التي تصدرها الشركة، فهي تشتري هذه الأوراق ثم تقوم بعد ذلك بتحفيز المستثمرين في إدخال هذه الأوراق في محفظة الاستثمار.

و كما هو واضح من خلال اسم هذه البنوك أنها بنوك تنشط أساسا في تمويل الاستثمار، فنقوم بتمويل المشروعات إما عن طريق الإسهام في رؤوس أموالها وإدارتها، أو في منحها القروض متوسطة وطويلة الأجل إضافة إلى أنها تقدم تسهيلات ائتمانية قصيرة الأجل لتمويل مصروفات التشغيل وعقود التصدير وغيرها، و مصادر الأموال تتمثل في حقوق الملكية و كذلك قروض من البنوك سواء كانت محلية أو أجنبية و ودائع المواطنين والأجانب<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمد حافظ عبد الزهوان، النقود والبنوك والأسواق المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2000 ، ص 241 .

أما إذا أردنا تلخيص المهام الأساسية لبنك الاستثمار فهي متمثلة فيما يلي:<sup>1</sup>

- **تقديم النصيحة:** بخصوص حجم الإصدار وتوقيته وكذا سبل تمويل بديله، في حالة ما إذا كانت هناك وسائل تمويل أخرى أكثر ملائمة.

- **القيام بكافة الإجراءات التنفيذية:** و هذا إلى غاية انتهاء فترة الإصدار.

- **التعهد:** وذلك حسب ما يورد في العقد المبرم بين بنك الاستثمار و المؤسسة المصدرة ، بتصريف كل الكمية أو حد أدنى منها أو يتعهد ببذل أقصى جهد لتصريف أكبر كمية ممكن دون الالتزام بحد أدنى.

و أحيانا يمكن أن ينص العقد ، بأن يدفع البنك للمؤسسة قيمة الكمية التي تعهد بتصريفها، و عادة ما ينص الاتفاق على أن يتعهد البنك بشراء ما يتبقى من الأوراق المالية بعد انتهاء عملية التوزيع.

- **القيام بعملية التوزيع الفعلي للإصدار:** ببيع الأوراق المالية للجمهور عامة، ولعملاء البنك على وجه الخصوص وتعتبر هذه العملية خطوة أخيرة ، بدءا بالتفكير في إصدار الورقة حيث يتم التفاوض بين المؤسسة المصدرة و بنك الاستثمار حول طبيعة الورقة المالية، السعر الذي ستباع به، إلى غاية انطلاق عملية البيع الفعلي و انتهائها.

## 2- البنوك المتخصصة:

تعهد هذه البنوك التخصص في تمويل أنشطة اقتصادية معينة فضلا على أنها تتعامل في الائتمان متوسط وطويل الأجل، وتعتمد هذه البنوك أساسا على مواردها الذاتية وعلى ما تحصله من القروض طويلة الأجل من البنك المركزي أو البنوك الأخرى أو المنح و المساعدات الأجنبية، و الاكتتاب في السوق المالي.

<sup>1</sup> Denis Maurisette : Valeurs mobilières et gestion de portefeuille, collection Finance, les Editions SMG, 1993, p.39.

و بما أن البنوك المتخصصة هي عبارة عن مؤسسات مالية و مصرفية تقوم بالعمليات المصرفية التي تخدم نوعا معينا من النشاط الاقتصادي، و ذلك حسب القرارات الصادرة بتأسيسها، و كذلك بما أنها تساهم بشكل مهم و مباشر في التنمية فتعرف بمصارف التنمية و كذلك مؤسسات إقراض متخصصة.<sup>1</sup>

### 3- تجار و سمسرة الأوراق المالية:

إن تجار الأوراق المالية يدفعون رسم العضوية من أموالهم الخاصة ويعملون لحسابهم الخاص فقط حيث لا يقومون بتنفيذ عمليات لحساب الجمهور أو سمسرة آخرون فهم ينتهزون فرص البيع والشراء داخل قاعة السوق بهدف تحقيق أرباح، أما السمسار يجري المعاملات نيابة عن عملائه مقابل حصول السمسار على عمولة، كما يمكن أن يقدم النصيحة و المشورة لعملائه ، ومقابل ذلك يدفع سمسار الصالة رسم العضوية من أمواله الخاصة.

### 4- البورصات المنظمة:

تنقسم بورصات الأوراق المالية بدورها إلى قسمين، و هما البورصات المنظمة و البورصات غير المنظمة و تمثل البورصات المنظمة تلك المؤسسات المركزية تتجمع فيها قوى العرض والطلب على الأوراق المالية القائمة، في مكان واحد في البورصة، وتتم عملية التداول في البورصات المنظمة من خلال نظام المزايمة المزداد العلني، فيقوم تجار الأوراق المالية بصناعة السوق من خلال العمل على شراء و بيع الأوراق المالية وفق بأسعار محددة ، و بذلك فهو يعمل على تنشيط السوق من خلال الدور الذي يقوم به كمتخصص.

<sup>1</sup> أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود و المصارف (مدخل تحليلي و نظري)، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005، ص 171.

## خلاصة الفصل الثاني:

تحتل الوساطة المالية على مكانة معتبرة ضمن مكونات النظام المالي، حيث أن الصعوبات التي يواجهها المدخر والمقترض على حد سواء في التمويل المباشر مما جاء بظهور قناة التمويل غير المباشر المتمثلة في المؤسسات الوسيطة المالية، حيث جاءت وظيفة الوساطة المالية لتسمح بتحويل الأموال بين وحدات الفائض المالي و وحدات العجز المالي .

و مما يظهر جليا أنه للوساطة المالية خدمات مفيدة و ملحة تخدم بها الوحدات الاقتصادية المختلفة ، فمن خلال الدور الناجع الذي لها في الدفع بعجلة التنمية الاقتصادية بتمكين الوصل بين أصحاب الفائض المالي لتوظيف فوائضهم ، و كذا لأصحاب العجز المالي لسد حاجاتهم إلى التمويل فهي تمكنهم بتجسيد استثماراتهم من خلال توفير لهم منبع لتمويلها، و هذا ما يخدم الاقتصاد ككل ، كما و أن الوساطة المالية تخدم ذاتها في أن واحد، و تستمد الوساطة المالية أهميتها من مختلف الوظائف التي تقدمها كذلك منها: تقوم بتقديم المعلومات المالية و تحليلها، تعمل على تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة ، كما توفر الائتمان و تقدمه لطالبيه، كما توفر السيولة و تعمل على تدنئة المخاطر.

كما و قد تطلعتنا على أنواع مؤسسات الوساطة المالية، حيث تم تصنيفها إلى مؤسسات ودائعية و مؤسسات غير ودائعية بالإضافة إلى مؤسسات سوق الأوراق المالية ، و أبرز سمات مؤسسات الوساطة المالية هو أنها تستند على ضمانات قانونية تعمل على حماية المدخرين من مخاطر عدم الدفع التي قد تواجههم في حالة تعاملهم مع المقترضين بصفة مباشرة، على غرار ما يتصدر أسلوب التمويل المباشر .

## الفصل الثالث

دور و أهمية الوساطة المالية في تفعيل  
التعاملات المالية في البورصة

## تمهيد :

بعدما تعرفنا على أهمية الوساطة بشكل عام ، جاء الدور من خلال هذا الفصل أن نتعرف على أهمية هذه الأخيرة في عالم البورصة، و هذا بالتطرق إلى مدى مساهمة الوساطة المالية في خدمة مختلف التعاملات المالية التي تتم على مستوى البورصة ، و هذا سيوضح على الأرجح بالتعرف على مفهوم الوسيط المالي في البورصة و مدى أهميته بفهم أنواعه و وظائفه حيث يتمتع هؤلاء الوسطاء بخبرة كبيرة في المجال المالي ، كما و سنخص بالذكر شروط ممارسته لمهنته على الوجه اللائق في البورصة و الأخلاقيات التي من الضروري أن يتحلى بها.

كما سنتناول تنظيم و إدارة البورصة من خلال التمعن في ميكانيزمات التسعير بها ، و أنواع الأوامر الموجودة في البورصة و أنواع السوق حسب تنظيم الوساطة ، كما سنبين كيفية تعامل الوسطاء الماليين في تنفيذ و اتمام الصفقات بالبورصة وتكاليفها .

و كل ما أشرنا إلى التطرق إليه بكل ما يخص الوسيط المالي في البورصة، و تنظيم هذه الأخيرة و الدور الحاسم الذي يؤديه الوسطاء الماليين في البورصة سيأتي مفصلا من خلال هذا الفصل مجملا ، و بالأخص من خلال المباحث التالية:

❖ المبحث الأول : الوسطاء الماليون في البورصة.

❖ المبحث الثاني : تنظيم و إدارة البورصة.

❖ المبحث الثالث : دور الوسطاء الماليين في عمليات البورصة.

## المبحث الأول: الوسطاء الماليون في البورصة

إن الخوض في الدور الكبير الذي تقوم به الوساطة المالية في تنشيط المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية ، لا يكون إلا من خلال معرفة و دراسة مختلف الجوانب المتعلقة بالوسطاء الماليين في حذ ذاتها ، حيث لابد للمستثمر في البورصة أن يحسن اختيار الوسيط المالي الملائم و المخول قانونا من الاستثمار في الأوراق المالية المختلفة ، و الذي يعمل أساسا على ابرام و تنفيذ الأوامر من بيع و شراء في سوق الأوراق المالية.

و بالتالي و نظرا للمهمة الحاسمة التي تسند للوسيط المالي داخل البورصة كان لابد و من خلال هذا المبحث تقديم وسيط عمليات البورصة، و هذا بالتطرق إلى: مفهوم وسيط البورصة و أهميته، أنواع وسيط البورصة و مختلف الوظائف المسند له، و كذا الشروط اللازمة للممارسة هذه الوظيفة و أخلاقياتها .

## المطلب الأول: مفهوم الوسيط المالي في البورصة و أهميته

عند التمعن في مختلف العمليات التي تتم في البورصة ، يمكن ملاحظة مدى تشابك و تباين تلك التعاملات المالية ، و من هنا كان لزاما و ضرورة ملحة وجود و تشكيل فئة متخصصة و هي فئة الوساطة المالية في عمليات البورصة و التي بإمكانها جعل التعامل في البورصة أقل تعقيدا بل على الأرجح جعلها يسيرة و اتمام هذه العمليات باستيفائها لجميع الشروط، و هذا المطلب جاء لنتناول فيه مفهوم الوسيط المالي في البورصة و مدى أهميته.

## أولاً: مفهوم الوسيط المالي في البورصة.

يمكن إعطاء مفهوم لوسيط عمليات البورصة على أنه:

" و سيط عمليات البورصة هو كل شخص طبيعي أو معنوي له دراية و خبرة في شؤون البورصة، و عليه أن يباشر نشاطه من بيع و شراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة".<sup>1</sup>

كما يعرف الوسطاء بأنهم : " وكلاء بالعمولة يقومون بالتوسط لبيع و شراء الأسهم و السندات و الأوراق المالية الأخرى في سوق الأوراق المالية ".<sup>2</sup>

كما يعرف كذلك على أنه " ذلك الشخص الطبيعي أو المعنوي المتخصص في بيع و شراء الأوراق المالية و يجب أن يكون حاصلًا على ترخيص من لجنة عمليات البورصة تؤهله للقيام بهذه المهمة ، حيث تشترط لتسجيل الوسيط توفر المعايير التأهيلية المتعلقة بكفاءته و نزاهته و صحته المالية و ذلك حماية للمتعاملين في البورصة".<sup>3</sup>

كما و يعرف وسيط عمليات البورصة من الناحية القانونية بأنه: " أي شخص طبيعي أو معنوي يتوسط بين بائع و مشتري للأوراق المالية لإتمام صفقة بينهما، وحده له الحق في القيام بعملية الوساطة في تداول القيم المنقولة شرط الحصول على ترخيص لذلك ".<sup>4</sup>

<sup>1</sup> مصطفى رشدي شحبة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد و البنوك و بورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 1993 ، ص46.

<sup>2</sup> عبد القادر السيد متولي ، مرجع سابق ، ص90.

<sup>3</sup> Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, Traduit par Amel Leila Serbis, 2010, p 257.

<sup>4</sup> منير بوريشة، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2002، ص 11.

وقد جاء كذلك بتعريف الوسيط المالي أنه هو " كل شخص معنوي مجاز يتخذ شكل شركة أو مصرف ويقوم بعقد عمليات بيع و شراء الأوراق المالية وتنفيذها لحساب الغير ( العميل ) مقابل عمولة في بورصة الأوراق المالية".<sup>1</sup>

على ضوء ما سلف من المفاهيم الخاصة بالوسيط في عمليات البورصة يمكن لنا التتويه أن كلمة وسيط عمليات البورصة تطلق على من يقوم ببيع أو شراء الأوراق المالية في البورصة نيابة عن العملاء بغض النظر إن كان شخصا طبيعيا ( فرد ) أو شخصا معنويا (مؤسسة) فالمهم هو النشاط الذي يقوم به و هو التوسط بين البائعين و المشترين للأوراق المالية في البورصة، و لابد لهذا الوسيط لمزاولة هذه المهنة الحساسة أن يكون ملما بالدراية و الخبرة اللازمة في هذا الميدان المالي و أن يحوز على ترخيص للقيام بأعمال الوساطة .

كما أنه لا يجوز طبقا للنظم المعمول بها دوليا أن يقوم العميل بإجراء التداول بصفته الشخصية سواء كان مؤسسة أم فردا إلا من خلال وسيط مالي مسموح له بالتعامل في البورصة ، و لذلك فعليه الرجوع إلى السمسار الذي يؤدي ذلك العمل داخل البورصة.<sup>2</sup>

و بالتالي فوسيط عمليات البورصة هو من يقوم بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ، و يتقاضى هذا الوسيط عمولة مقابل قيامهم بتنفيذ أوامر عملائهم من البائعين أو المشترين بالإضافة إلى الأعمال الأخرى التي يقومون بها .

<sup>1</sup> مولود ، عبد الباسط كريم، تداول الأوراق المالية( دراسات قانونية مقارنة ) ، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009 ، ص 163.

<sup>2</sup> عنايات النجار، وفاء شريف، مرجع سابق ، ص75.

## ثانياً: أهمية وسيط عمليات البورصة

تعمل الوساطة المالية إجمالاً على التقريب بين طرفين بهدف تحقيق المنفعة لكل منهما مع حصول الوسيط على مقابل مادي عند انتهاء الصفقة ، و من تم فإن الوسيط في عمليات البورصة يعمل على التوسط في شراء أو بيع الأوراق المالية تبعاً للقوانين التي تحكم رأس المال في البورصة، كما أن الوسيط و بحكم الخبرة و التعامل المستمر في ميدان السوق المالية يمتلك المعلومات المتعلقة بفرص الاستثمار في الأسهم و السندات و أداء الأسواق المالية، و معدلات الربح و درجات السيولة.

كما أنه بحكم الخبرة و المهارة يمكنه استغلال و اقتناص الفرص، و استثمارها من مصادر متعددة فبوسعه تقديم الخدمة القائمة على الخبرة و المعلومات للمستثمرين من خلال توجيه أموالهم للأوراق المالية الأحسن بالسوق.

و من تم فترتكز أهمية الوسطاء الماليين في عمليات البورصة فيما يقدمونه لعملائهم و التي تبدأ باستلام الأوامر من بيع أو شراء الأوراق المالية إلى غاية التنفيذ ، كما و يقدم عدة خدمات أخرى كتوفير خزائن لحفظ الأوراق المالية ، و مساعدة العملاء في تجزئة أوراقهم المالية أو القيام بالاكنتاب نيابة عنهم أو حتى إدارة محفظتهم المالية ، و إعداد التقارير الدورية و البحوث و الدراسات عن السوق التي تمد بها العميل.

و يمكن تلخيص ما يوفره وسيط عمليات البورصة الذي يوضح أهمية هذا الأخير في التالي:

- تنفيذ أوامر البيع و الشراء المتلقاة من المستثمر، و سرعة انجاز المعاملات.
- توعية العملاء عن كيفية الاستثمار في السوق المالي بصفة عامة و البورصة بصفة خاصة و تقديم الخدمات الاستشارية للعملاء مما يعمل على تقليل المخاطر التي يمكن أن تواجه المستثمرين.

- نشر الوعي التنقيفي و المعرفي بسوق الأسهم و السندات لصغار المستثمرين.
- تحليل الوضع المالي للشركات المدرجة في السوق المالي.
- توجيه المستثمر إلى الاستثمارات الأكثر ملائمة لأهدافه و تطلعاته مع اسداء النصح المبني على أسس و منهج علمي.

### المطلب الثاني: أنواع وسيط البورصة و وظائفه

بما أن التعامل في البورصة يكون من خلال وسطاء ماليين يقومون بعملية تسهيل العمليات البورصية، و كما سبق و أن قمنا بتعريف وسيط عمليات البورصة، جاء هذا المطلب لإبراز تقسيمات وسطاء البورصة، حيث هناك فئات مختلفة من وسطاء عمليات البورصة، كما و سنقوم و من خلال هذا المطلب إظهار وظائف وسيط عمليات البورصة .

#### أولاً: تصنيفات وسيط عمليات البورصة.

ينشط وسيط عمليات البورصة و نقسم إلى الفئات الآتية:

- أ- **السماسرة:** يعتبر السماسر هو ذلك الشخص المفوض من شركة سمسرة يقوم ببيع و شراء الأوراق المالية في البورصة بالوكالة نيابة عن عملائه مقابل عمولة، و له دراية كافية بالشؤون المالية، كما يجب أن يكون مؤهلاً قانونياً.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد القادر السيد متولي ، مرجع سابق ، ص90.

ب-صناع السوق ( الوسيط التاجر) : يحصل الوسيط التاجر على الفرق بين سعر شراء الورقة

وسعر البيع لطالبا فهو يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه انتظاراً لقابلية أوامر العملاء

لذلك يطلق عليهم صانعو السوق، مما يعني أن معظم شركاتهم تقوم بعمليات السمسرة وتجارة

الأوراق المالية، وهي تتحمل المخاطر الناتجة عن ذلك بينما يعمل السمسار لحساب الغير فقط

مقابل عمولة ولا يتحمل أية مخاطر.<sup>1</sup>

و في هذه الحالة يتطلب من الوسيط المحافظة على:<sup>2</sup>

- توفير السيولة اللازمة للسوق، و ذلك عن طريق تفعيل إليه السوق بالتحكم في حركة العرض و الطلب.

- المحافظة على حركة استقرار الأسعار و حجم التعامل و ذلك بممارسة حقه في البيع و الشراء حسب ما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالي، و بما يتحقق نوعاً من استقرار الأسعار و حجم التعامل بالأوراق المالية.

ت-المتخصصون: هو ذلك الوسيط العضو في السوق المالي الذي يتخصص في التعامل في ورقة

مالية أو مجموعة من الأوراق المالية، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة مالية أكثر من

متخصص واحد.

<sup>1</sup> عبد الغفار الحنفي، بورصة الأوراق المالية ( أسهم- سندات- وثائق استثمار- الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 2003، ص39.

<sup>2</sup> حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد، الأسواق المالية ( بورصة الأسهم و السندات المالية )، دار زهران للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 31.

و الوسيط المتخصص ما هو إلا سمسار اختار وقف نشاطه على مجموعة محدودة من الأسهم يتم تداولها في مركز واحد ، و هو بهذا لا يفارق ذلك المركز، يقوم بتلقي طلبات السماسرة الآخرين لينفذها نيابة عنهم و لا يحق لأي وسيط أن يمارس أعمال المتخصص إلا بموافقة لجنة السوق المالي، كما يشبه التجار كونه يستطيع أن يتاجر لحسابه الخاص، بيعا و شراء و يكون بهدف تحقيق الربح، و يعمل المتخصصون بطريقة تحقيق الأداء المنتظم و المستمر للبورصة، ففي حالة زيادة المعروض عن المطلوب من ورقة مالية معينة يعمد المتخصص إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لجذب مشتريين جدد، كما يبدي في ذات الوقت استعدادا لشراء ما يرفض منها ليضيفه إلى المخزون، و ذلك في محاولة أخرى لتحقيق التوازن، و من ناحية أخرى عندما يزيد المطلوب عن المعروض يلجأ المتخصص إلى استخدام ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد، أو يرفع من الأسعار ( زيادة الهامش ).

و هو في ذلك ملزم بأن تكون التغيرات السعرية طفيفة مما يحقق هدف ضبط إيقاع حركة السوق و ليس بهدف تحقيق أرباح طائلة، و هكذا يمكن القول بأن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين، و نظرا لخطورة الدور الذي يلعبونه في هذا الشأن فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002، ص33-34.

## ثانياً: وظائف وسيط عمليات البورصة

يتعامل وسطاء عمليات البورصة مع عدد من المتعاملين المختلفين الذين يلجؤون إلى هؤلاء الوسطاء من أجل تسهيل إجراءات التعاملات المالية في البورصة، وبالتالي للوسيط عدد من الوظائف مختلفة و تتجلى أهمها في التالي:

### - التفاوض على الأوراق المالية:

و تتعلق وظيفة التفاوض بتنفيذ أوامر الشراء أو البيع بحيث يحقق أحسن سعر ممكن في الإطار الممكن للتفاوض ( حيث أن الأوامر مرتبطة بمدة معينة ) وتتطلب المفاوضة في الأوراق المالية معرفة دقيقة لأحوال السوق المالية ومعلومات وافية عن الورقة المالية محل التفاوض وخبرة كبيرة عن تحركات الأسعار في السوق بحيث يمكن مثلا أن يجرى الأمر، أو أن ينتظر حتى اللحظة المناسبة التي يتحقق فيها أحسن سعر بيع أو شراء للعميل.<sup>1</sup>

### - تقديم المشورة :

للوسطاء الماليين مقدرة على توفير معلومات عن أداء الشركات فتظهر في نتائجها مدى إيجابية و سلبية الاستثمار فيها، و مدى صحة و حقيقة السعر الذي يتم التداول عليه، و بالتالي بإمكان الوسيط توجيه النصح للعملاء.

### - تسيير الحافظة لصالح العميل و إدارتها :

قد يلمس العميل في نفسه العجز عن تشكيل محفظة أوراق مالية و تسييرها، و بالتالي يلجأ إلى الوسيط المالي لينوب عنه في هذه المهمة و يمضي له توكيلا بذلك، و يضع بمساعدته إستراتيجية استثمارية.

<sup>1</sup> Daniel Szpiro. Introduction a la finance de marché, Economica ,Paris, France,1998, p38.

هذه الاستراتيجية تلبى أهدافه الاستثمارية مع الأخذ بعين الاعتبار حالته المادية، كما و يمكن أن تنص الاتفاقية بين العميل و الوسيط بأن يقوم هذا الأخير بإدارة محفظة العميل، فيقوم بتوفير المعلومات عن القيم المنقولة و الشركات المصدرة لها و تحليلها، و كذلك معلومات حول طريقة تسيير المحفظة و الأرباح المحققة و غيرها من المعلومات المفيدة في تسيير المحافظ على أحسن وجه .و قد يصل الأمر إلى قيام الوسيط بإدارة محفظة العميل باتخاذ قرارات استثمارية نيابة عنه و يحدث هذا بالنسبة للمستثمرين من ذوي الخبرة في الشؤون المالية، و تخضع الوكالة الممنوحة للوسيط لتسيير الحافظة لعقد ممضى من قبل صاحب الحساب، يشمل هذا العقد على شروطها معرفة بتعليمات من اللجنة و تتمثل في :طبيعة العمليات التي يمكن للوسيط القيام بها، الأخطار التي يمكن أن يتحملها، شروط عمل الحساب و مكافأة المسيرين، و يمكن إلغاء هذه الوكالة في أي وقت من كلا الطرفين باستعمال كل الوسائل الممكنة .إذا كان الإلغاء من الوسيط فهو مجبر على إخبار زبونه بكل المعلومات و التوضيحات بإشعار مسبق على الأقل خمسة أيام قبل تاريخ الإلغاء، بمجرد معرفة الموكل للإلغاء أو انقضاء أجل الإشعار، يوقف الوسيط عمليات الحساب و يتوقف عن القيام بصفقات جديدة و تعلم اللجنة فورا إذا كان الإلغاء من الزبون برسالة مسجلة مع إشعار بالاستلام.<sup>1</sup>

#### - حفظ الأوراق المالية:

إذا لا يريد العميل أخذ الأوراق المالية عند إجراء معاملة ما في البورصة في كل مرة ، و بالأخص لما تكون ذات قيمة كبيرة، و هذا تحسبا من العميل لخطر السرقة، أو الضياع ، هنا يمكن الاحتفاظ بالأوراق المالية بتدخل وسيط البورصة وذلك من خلال أماكن مخصصة لذلك، كما يمكن وضع تأمينها لها ضد حوادث السرقة أو الضياع أو الحوادث .

<sup>1</sup> فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان، 2006 ، ص100.

### المطلب الثالث: شروط ممارسة وسيط البورصة و أخلاقياته

نظرا للدور الهام الذي تؤديه البورصة في الحياة الاقتصادية وضعت قواعد و قوانين تسيير وفقها هذه الأخيرة من شأنها أن تتكفل بتنظيم التعاملات داخل البورصة.

و من أبرز هذه القواعد التي تسيير عليها البورصة هو اقتصار البيع و الشراء للأوراق المالية داخل البورصات للأشخاص المرخص لهم بذلك و هم فئة الوسطاء الماليين، و لا يجوز لغيرهم ممارسة هذه المهنة، و الوسطاء الماليين لابد من أن توفر لديهم شروط معينة لمزاولة هذه المهنة بالبورصة و كذا لابد من أن يحوز وسيط عمليات البورصة على مجموعة من الأخلاقيات ، و هذا ما سيتبين لنا في هذا المطلب.

#### أولاً: شروط ممارسة مهنة وسيط عمليات البورصة

##### أ- شروط تتعلق بالشخص الطبيعي:

للتمكن من ممارسة و مزاولة مهنة وسيط عمليات البورصة من قبل الشخص الطبيعي، كان لابد من توفر في هذا الأخير جملة من الشروط لتمكنه من الالمام بكل جوانب هذه المهنة و ضمان السير الأمثل للقيام بالمعاملات المالية بكل فعالية و نجاعة ، و كذا من أجل مصلحة الأطراف المتعاملة في البورصة، و يمكن ذكر هذه الشروط على النحو التالي:

- بلوغ سن معين و توفر الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلا على مؤهل جامعي أو ما شابه ذلك؛
- أغلب التشريعات تشترط الجنسية والأهلية القانونية؛
- إثبات حسن السيرة والنزاهة التجارية وأن لا يكون قد حكم عليه في قضايا تمس الشرف؛
- التحلي بالأمانة، الصدق و المهارة في التعامل و تنفيذ أوامر العملاء؛

- أن لا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة، فلا يكون عضوا في مجلس إدارة إحدى الشركات و لا مستشارا أو خبيرا بها أو بأحد المصارف؛

- اجتياز دورة متخصصة معدة للتأهيل للوظيفة.

وفي الاختبارات التي تخص الوظيفة يراعى أن يكون الوسيط ملما و متمكنا من المحاور الأساسية والتي تتلخص في المحاور التالية:

التحليل الاقتصادي الكلي والجزئي، المحاسبة المالية واعداد القوائم المالية، التحليل المالي والأساسي والفني والكمي للأوراق المالية، قوانين سوق المال، قواعد السلوك المهني، لوائح العمل الداخلية بالبورصة،...إلخ.

#### ب-شروط تتعلق بالشخص المعنوي:

لابد على المؤسسات المالية - الشخص المعنوي- مثل البنوك و شركات التأمين و شركات الاستثمار و غيرها من المؤسسات المالية للقيام بهذا دور الوسيط المالي في البورصة من التحلي بمجموعة من الشروط الأساسية و المتمثلة جها في التالي:

- أن يكون لديها القدرة المالية أي وجود الحد الأدنى من رأس المال ( حسب قانون البلد)؛

-الحصول على الاعتماد من اللجنة المخولة للعمل داخل البورصة باستيفائها جميع المتطلبات اللازمة ؛

- توفر محل خاص لمزاولة المهنة؛

-توفر الموارد البشرية ذات الخبرة و الكفاءة اللازمة؛

-القدرة على توفير المعلومات و البيانات اللازمة للعملاء و المحافظة على مصالحهم؛

- توفر الوسائل المادية اللازمة لضمان الاتصال الحسن.

## ثانيا: أخلاقيات و قواعد وسيط عمليات البورصة

يستلزم على الوسيط التمسك بجميع قواعد و أخلاقيات التي تنظم عمليات تداول الأوراق المالية و التي تنظم عامة عمله، منها ما يتعلق بعلاقته مع السوق المالي ، ومنها ما يتعلق بعلاقته بعملائه بموجب العقد المبرم بينهم ، حيث يتوجب على الوسيط المالي الالتزام و كذا مراعاة قواعد السلوك المهني و أدبياته.

ويمكن تعريف قواعد و أخلاقيات المهنة بالسوق المالي على أنها: مجموعة المبادئ والضوابط للقيم الأخلاقية والصفات الشخصية و كذا الإجراءات السلوكية التي لا بد من الالتزام بها عند أداء العمل والتعاملات داخل السوق المالي ، والتي تتمحور أغلب هذه الأخلاقيات في بالأمانة والتحلي بالخلق الحسن بكل ما يتعلق بأداء المهنة بكل تجرد وحياد ومسؤولية و موضوعية ، والتقيد بالقوانين والتشريعات والمعايير المهنية ، بالإضافة الى السرية بعدم إفشاء أسرار العملاء ومعلوماتهم والبيانات المتعلقة بهم <sup>1</sup>.

و سنحاول التفصيل أكثر في عرض أهم القواعد و الأخلاقيات التي لا بد من توفرها و الالتزام بها من قبل وسيط عمليات البورصة و التي عند التقيد و احترام كافة قواعد المهنة من شأنه خدمة كل من العميل و كذا على الوسيط و على مؤسسة الوساطة التي يشتغل بها و كذا على البورصة عامة، و نحاول من خلال ما يلي عرض أهم هذه القواعد و الأخلاقيات التي لا بد على الوسيط مراعاتها و السير عليها كالآتي:

### - القواعد و الأخلاقيات التي تنظم علاقة الوسيط المالي بالعميل:

يتعين على الوسيط المالي الالتزام ببعض الأخلاقيات و القواعد اتجاه العملاء، حيث تربطهما علاقة واضحة متمثلة أساسا في قيام الوسيط المالي بأداء الاعمال الخاصة بعميله بالسوق المالي بكامل الأمانة والاخلاص.

<sup>1</sup> قواعد السلوك الوظيفي لديوان المحاسبة القطري ، الموقع الرسمي للديوان <http://www.abq.gov.qa> تاريخ الدخول للموقع 2017-06-27

كما و يتوجب على الوسيط الحرص على مصلحة العميل، وتعزيز الثقة المتبادلة من أجل تمكن العميل من تحقيق أهدافه الاستثمارية المرجوة من العقد، و تتضح أهم الالتزامات المترتبة على الوسيط المالي تجاه عملائه والمرتبطة بقواعد و أخلاقيات المهنة بالصورة التالية:

### 1- دقة المعلومات المقدمة للعميل و تحليلها و تجنب إصدار معلومات خاطئة أو مضللة:

من أخلاقيات الوسيط المالي تقديم المعلومات الموثوقة المتوفرة داخل السوق بكل دقة، و أن يبين للعميل المعلومات المعلنة للجمهور بشأن ورقة معينة ، والمعلومات المتوقعة للأوراق المالية، كما و لابد من الحرص على تقديم معلومات دقيقة و حقيقية، و مع مراعاة الدراسة و التحليل لجميع المعلومات المجمعة لغرض منح التوجيهات و الارشادات للعميل حتى تقوم على أساس علمي و مدروس ، و ذات الشيء بالنسبة لأي عملية ينوي القيام بها لصالح العميل، كما و يتوجب عدم إخفاء المعلومات عن العميل قصد إخفاء الحقائق عنه فيما يخص الأوراق المالية لإظهار مثلا للعميل ان حافظته المالية على ما يرام و الحقيقة عكس ذلك كما و لابد من امتناع الوسيط المالي عن القيام بكل تصرف أو عمل يقصد منه إعطاء بيانات أو تصريحات أو معلومات مضللة وغير صحيحة أو بث الشائعات حول ارتفاع أسعار الأوراق المالية أو انخفاضها.

### 2- التعامل مع العميل بإخلاص و موضوعية وعدم استغلال ثقته:

يجب على الوسيط المالي من خلال ممارسته لصلاحياته الممنوحة له بموجب العقد المبرم مع العميل ، أن يتوخى أعلى درجات الاحترافية، و ذلك من خلال تقديم مصلحة العميل، و ذلك من خلال عدة أمور تظهر إخلاص الوسيط المالي و أهمها:

أ- الإلمام بمعرفة العميل بصفة معمقة : و يكون على الوسيط المالي عند قبول التعامل مع العملاء من خلال تنفيذ الاوامر في البورصة أو حتى من خلال دوره في تقديم النصح و الارشادات و التوجيهات لهذا الاخير لابد للوسيط الإلمام و الإطلاع على عدة جوانب تخص العميل من معرفة الحالة المالية له

و الهدف من التعامل المالي في البورصة و التعامل مع العميل على حسب غايته من التوظيف و في حال تغير هدف العميل أو أوضاعه فيتوجب على الوسيط متابعة التغيرات و إتمام أو تعديل الملف مراعيًا للتغيرات الحاصلة، و لضمان العمليات المنجزة لصالح العميل لابد على الوسيط المالي إرفاق جميع الوثائق المتضمنة للمعلومات الجديدة.

ب- الأوامر غير الملتزمة:<sup>1</sup> إن الأوامر غير الملتزمة التي يقدمها العميل قد تخرج عن نطاق المعلومات و الأهداف المدونة على وثيقة فتح الحساب، فيلتزم الوسيط في هذه الحالة بتنبيه الزبون و تحذيره بتعارض بيانات الأمر مع البيانات أو المعلومات المقدمة سابقًا، و مدى خطورة هذه العملية على ممتلكاته، و قد يصمم العميل رغم كل ذلك على تنفيذ الأمر، و في هذه الحالة و لحماية الوسيط و مؤسساته من العواقب الوخيمة التي قد تتجم من هذه العملية، على هذا الأخير أن يلجأ إلى تغيير أهداف التوظيف المسجلة على وثيقة فتح الحساب، و استبدالها بالأهداف الجديدة المعبر عنها من طرف العميل، إضافة إلى تسجيل علامة " غير ملتزم " على وثيقة الأمر.

ج- عدم التصرف في أصول العميل إلا بإرادته: تبقى أصول العميل ملكًا خاصًا به، و رغم وضع الأصول المالية للعميل لدى مؤسسة الوساطة، إلا أنه لا يمكن التصرف فيها إلا وفقًا لإرادة العميل و بتقويض منه للوسيط، و تنطبق هذه القاعدة أيضًا على كل عمليات القرض أو الاقتراض التي يمكن إتمامها بين الوسيط المالي و عميله، فمع أن القوانين لا تمنع عقد مثل هذه العمليات، إلا أنه يجب على الوسيط أن يتفادى استغلال معرفته لوضعية العميل و استخدامها لأغراض شخصية .

<sup>1</sup> محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، القاهرة، 1992 ، ص64.

كما و لابد للوسيط المالي العمل بشكل يضمن من خلال تعامله مع عملائه الموضوعية، ومثال ذلك قيام العميل بإعطاء الوسيط أمراً معيناً ولم يتم تنفيذ هذا الأمر، حيث يجب على الوسيط إعلام العميل بسبب عدم تنفيذه على الرغم من قيامه بإدخاله حال وروده اليه مع تقديم الإثباتات المتوفرة.

وعلى الوسيط المالي تقديم مصلحة العميل على أي مصلحة أخرى ، وعدم استغلال ثقته فيتوجب عليه إبلاغ العميل بأحدث أسعار تداول الأوراق المالية التي يبدي اهتماماً بها ، و تقديم مصلحة العميل على مصلحته الشخصية والتصرف بأولوية تجاه عملائه وتحقيق مصلحتهم في المقام الأول.

### 3- المحافظة على سرية معلومات العميل:

يندرج تحت غطاء القواعد المهنية المهمة التي لابد للالتزام بها من طرف الوسيط المالي التقيد بالمحافظة على سرية معلومات العملاء المتعلقة بجميع بياناتهم المسجلة على نظام التداول ، ومعاملاتهم داخل السوق بصورة تامة سواء كانت الأوامر التي تم إصدارها من بيع و شراء ، وعدم البوح بأي تفاصيل تتعلق بوضع عملائه المالي، نظراً للثقة اللازم توفرها بين الوسيط المالي و العميل فلا بد أن يضع الوسيط المالي صوب عينيه خدمة العميل و بالتالي الحفاظ على سرية الأوامر و الاستراتيجيات المنتهجة في التوظيف، و استعمال الوسيط للمعلومات التي يتمكن من الحصول عليها لصالح العميل دون سواه.

### - القواعد التي تنظم علاقة الوسيط بالمهنة و تعمل على كسب ثقة الجمهور:

تترتب على الوسيط مجموعة من القواعد و الالتزامات لابد له المشي عليها و التقيد بها تربطه بمهنته و تتوجب عليه بموجبها، بوصفه شخصاً مهنيّاً متخصصاً وحريصاً ، مما يستدعي منه القيام بجميع المهام الموكلة إليه بكل الوسائل التي تمنح للمهنة مكانتها و السمعة الجيدة ، و كذا لابد على الوسيط أن يتبع مجموع من الأخلاقيات و الأساليب التي تعمل على كسب ثقة الجمهور و بالتالي كسب عدد أكبر من العملاء و من تم إتمام أكبر عدد من التعاملات المالية في البورصة.

و من تم لابد على الوسيط المالي بذل مجهودات لتحقيق الهدف المرجو من دون تجاوز الإطار المسموح به له من حقوق التي تمنح له سواء من خلال التقيد بقوانين بورصة القيم المنقولة التي تنظم العمل في البورصة، و كذا الحقوق التي يخولها له العميل مثل طبيعة الحساب المفتوح، و طبيعة النشاط، و يمكن التوضيح أكثر هذه الأمور، و كل القواعد التي تنظم علاقة الوسيط بالمهنة من خلال الآتي:

### 1- التحلي بالنزاهة و الاستقامة و درجة المعرفة اللازمة:

يتعين على الوسيط المالي احترام أخلاقيات المهنة القائمة على النزاهة و الاستقامة في السلوك المهني المعتمد، و من تم عدم الإقدام على ارتكاب أي عمل مهين يكون نتاجه الإخلال بالأمانة أو قيامه بالتدليس أو الكذب ، وما يؤثر على نزاهته واستقامته في أداء العمل الموكل إليه.

كما و في شأن ذو صلة لابد على الوسيط المالي التحلي بقدر كبير من المعرفة اللازمة لمزاولة مهنته على الوجه اللائق، حيث يجب ان يكون الوسيط ملما بالميادين الاقتصادية و السياسية و خصوصا كل ما يتعلق بالكفاءة و المعرفة بما يخص السوق المالي لحسن إرشاد العملاء، و كذا مزاولة كل وظائفه كما ينبغي، و من تم فلا بد على هذا الوسيط تطوير مهاراته و مكتسباته بما يواكب التطورات الاقتصادية الحاصلة في مجال السوق المالي و مواكبة جميع المستجدات الحاصلة لتفادي الإدلاء بأي معلومة قديمة أو خاطئة، فينبغي معرفة استراتيجيات و وسائل التوظيف الجديدة، و كذا أسعار الفائدة المعمول بها سواء على المستوى الوطني و العالمي ، و كذا معرفة مميزات و مزايا أدوات التوظيف المتاحة في السوق المالي.

### 2- توفير الموارد البشرية والتقنية اللازمة للعمل:

يتوجب على الوسيط المالي لقيامه بأعماله بكفاية عالية القيام بتوفير الموارد البشرية والفنية والمالية اللازمة لتنفيذ أعماله ، وأن يقوم بتنظيم أعماله بشكل مسؤول ، بما يتفق مع القوانين والأنظمة والتعليمات السارية.

### 3- الالتزام بالمسؤولية اتجاه المؤسسة

يعمل عادة الوسيط لحساب المؤسسة التي توظفه، و تمنحه كل شروط العمل ، لذا يراعي ذلك بالالتزام بالاحترام كونه عضوا من المؤسسة و أنه مسؤول اتجاهها، حيث لا تسمح له القوانين بإجراء أية عملية في إطار نشاط المؤسسة من دون إعلام الإدارة بذلك، مما يضمن مصلحة العملاء و المؤسسة على حد سواء مع الحفاظ على سمعة هذه المؤسسة و زيادة ثقة الجمهور بها، و في ذات السياق و للتوغل أكثر في كيفية عمل الوسطاء يمكن توضيح أن مؤسسة الوساطة لا يمكن لها المبادرة بتسجيل أو تنفيذ عملية ما لحساب أي عميل إلا إذا منحه العميل أمرا بذلك أو قام بتحويل أو فتح حساب على أساس ما يسمى "حساب بطاقة بيضاء" و ذلك وفقا لقرارات هيئة التشريع المؤهلة، و لا يمكن للوسيط قبول فتح مثل هذا الحساب إلا إذا تمتعت المؤسسة بهذا الحق و مثلها شريكا أو مديرا، و يسمح هذا الحساب بمنح الحق الكامل للوسيط بتقرير تنفيذ أي عملية بيع أو شراء لصالح العميل لو رأى أن العملية فيها ربح ، و من تم فيمكنه تحديد السعر، الكمية و الزمان و المكان.

### 4- عمل الوسيط وفقا لقوانين البورصة:

لغاية الحفاظ على مصلحة الجمهور المتعاملين و مؤسسات الوساطة و البورصة عامة قد سنت مجموعة من القوانين تحكم هذا المجال، و لابد على الوسيط العمل بها و احترامها بحكم مهنته و ذلك من خلال الحرص على تطبيق الآتي:

- أن يحرص على تطبيق القوانين و اللوائح المتعلقة بمزاولة مهنة الوساطة، و الابتعاد عن ارتكاب أية مخالفة عمدا، و إلا تعرض إلى بعض العقوبات التي قد تصل إلى منعه من ممارسة هذه المهنة منعا باتا.

- لا يمكن للوسيط أن يقبل أي أمر شراء أو بيع، إذا ما علم بأن هذا الأمر قائم على أساس معلومات مسبقة، ليست في متناول الجميع حاليا.

- يشترط في الوسيط أن يتمتع بالأمانة و السرية المطلقة، لهذا فلا يحق له أن يشرع بتبليغ أية معلومة سرية يتلقاها من المؤسسة المصدرة لأي شخص كان، و لا أن يتخذ أي قرار توظيف طبقا لهذه المعلومة ما لم تصبح هذه الأخيرة علنية و في متناول الجميع.

## المبحث الثاني: تنظيم و إدارة البورصة

إن عملية تنظيم و إدارة البورصة تعد محل أنظار السلطات في معظم البورصات حيث ضرورة الاهتمام بها و محاولة تحسينها وتنظيمها، يعد أمراً حتمياً في البورصة، كما و أن تنظيم وظيفة الوساطة المالية بالبورصة قد يزيد من تنظيم وسيولة البورصات، فبالإضافة إلى أعمال الوساطة التقليدية، أصبح الوسطاء يقومون بنشاطات أخرى لا تقل أهمية عن سابقتها، إذ توسع نشاطهم ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم الإرشادات للمتعاملين وتسيير الحوافظ المالية وغيرها من النشاطات، كما و أنه لا يخفى أن دور الوساطة المالية و مدى مساهمتها في تنشيط التعاملات المالية في البورصة من خلال التحكم في مختلف ميكانيزمات التسعير التي يتم التعامل بها و كذا تنفيذ الأوامر الصادرة من المتعاملين .

### المطلب الأول: ميكانيزمات التسعير في البورصة

تستند أسعار الأوراق المالية في تحديدها على مجموعة من التقنيات، الهدف منها هو تعظيم الكمية المتداولة من مختلف الأوراق المالية وكذا تنشيط البورصة، و لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عنها في الأسواق العادية، و عند تلاقي قوى العرض و الطلب تتحدد أسعار مختلف القيم المالية .

تعمل سلطات البورصة على الإشراف على إتمام هذه العملية و ذلك من خلال مساعدة الوسطاء الماليين بعدة تقنيات و على عدة مراحل، و تلك التقنيات في معظمها تسعى إلى تسهيل و تعظيم و تنشيط المبادلات المالية كما و نوعاً . و من أجل توضيح ميكانيزمات التسعير في البورصة لابد من التطرق إلى مفهوم سعر البورصة و كذا تقنيات التسعير في البورصة، و بعدها نتطرق إلى ميكانيزمات التسعير في البورصة.

## - سعر البورصة:

يعتبر سعر البورصة هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية خلال إحدى جلسات البورصة، و ترتبط العمليات التي تجري في البورصة على إحدى الأوراق ببعضها أشد ارتباطاً، فيقوم مجموعها بتحديد السعر و يكون وفقاً لقانون العرض و الطلب، فيتحدد سعر البورصة بتلاقي أوامر البيع و الشراء في وقت معين حسب طرق و تقنيات محددة، و يعبر هذا السعر عن مختلف القيم التي تلاقت عندها طلبيات الشراء و البيع لورقة مالية محددة وفقاً لقانون العرض و الطلب ، كما و يتأثر سعر البورصة بعدة عوامل خاصة و عامة ، أما العوامل الخاصة فهي عادة ما تكون متعلقة بكل ورقة على حدى مثل الربح الذي تمنحه الورقة، ملائمة الورقة التي صدر عنها، نوع العملية التي تدفع بها قيمته، زيادة رأس مال المؤسسة و غير ذلك ، أما عن العوامل العامة التي يتأثر سعر البورصة بها فمنها ما له علاقة بالأمور السياسية مثل تولي حزب من الأحزاب الحكم ، الخوف من التأميم و السياسة المالية للدولة، خطر عدم الاستقرار الأمني أو الحروب و غيره ، و منها ما يتعلق بالميدان الاقتصادي مثل أسعار المواد الأولية و خطر هبوط سعر العملة و التضخم النقدي و ارتفاع أو انخفاض معدلات الفائدة، و عامة تتعلق هذه العوامل بمجموع الأوراق المالية ، فهناك امكانية أن يكون اتجاه عام نحو الصعود أو نحو الهبوط، و بالتالي يكون سعر البورصة على إحدى الحالات إما التوازن عند تساوي أوامر البيع و الشراء، أم يتجه نحو الارتفاع لما تمون أوامر البيع أقل من أوامر الشراء، أم حالة الاتجاه نحو الانخفاض عندما تصبح أوامر البيع أكبر من أوامر الشراء.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد يوسف ياسين، البورصة ( عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004 ، ص99، بتصرف.

## - تقنيات التسعير في البورصة:

تتفاعل قوى العرض والطلب و تتلاقى من أجل تحديد الأسعار لمختلف الأدوات المالية في البورصة، تتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل، تهدف تلك التقنيات إلى تسهيل وتعظيم المبادلات و يمكن ذكر تلك التقنيات على النحو التالي:

أ- **التسعيرة الدورية:** في ظل هذه التسعيرة لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المسلمة إلى الوسطاء مباشرة بل تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف، و هناك عدة طرق للتسعير الدوري و هي:<sup>1</sup>

### . التسعير بالمناداة :

تتم هذه العملية بتلقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، للتعبير عن استعدادهم لبيع نوع معين من الأوراق، وذلك بصوت عال بنفس الطريقة ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به، نظرا لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة، فإن المقابلات الشفوية أصبحت تتم بين الوكلاء أو ممثلي الوسطاء الماليين (ممثلي شركات البورصة). للتوضيح أكثر يستعمل هؤلاء الوكلاء إشارات باليد والذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة أي هل هي عملية شراء أو بيع وعن عدد الأوراق محل الصفقة وغيرها من المعلومات. وبالوصول إلى سعر معين للورقة، يقوم المسعر (موظف لدى سلطات البورصة)، بتسجيل ذلك السعر على سبورة معدة خصيصا لهذا الغرض في انتظار تغير هذا السعر لتغير العرض والطلب، ثم يمر للورقة الموالية في القائمة وهكذا.

<sup>1</sup> جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر، الجزائر، 2002، ص 114-117.

عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشيطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة من أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

#### . التسعير بالدرج :

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية. إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي - شركة بورصة مثلاً- يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة. بذلك يصبح كل وسيط (أو شركة بورصة) متخصصاً 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 ما زالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقاً لذلك.

#### . التسعير بالصندوق :

هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة، غير أنه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء، البيع أو التبادل التي سبق التعرض لها، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي. كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الانحراف العادي مثلاً. مثل هذه القرارات لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة كشركة البورصات الفرنسية (SBF) في حالة الصفقات التي تعقد هناك.

يكن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة (SBF)، وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص - كما هو الحال في التقنية السابقة- بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

#### . التسعير بالمقابلة :

يضيف البعض هذا النوع من الطرق، التي تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية التين سبق شرحهما، فأخذت إيجابياتهما، حيث تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات مراجعة أو الموازنة.

وتجدر الإشارة أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، إذ جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله . كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة.

بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم أن يكونوا طرفا في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قل عرضها أو شرائهم للأوراق التي قل الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السبيلة لكافة الأدوات المالية المتداولة وتنشيط البورصة.

#### ب- التسعيرة المستمرة:

تتم عمليات التبادل في ظل التسعيرة المستمرة في أي وقت خلال الجلسات عندما يتم التقاء أوامر المتفاوضين للشراء أو البيع عند سعر معين، أين تتم معالجة مختلف الأوامر و العمليات باستعمال الإعلام

الآلي (جهاز الحاسوب) الذي يمكن من تنفيذ أكبر عدد من الأوامر و في أي وقت، الأمر الذي يسمح من تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، كما يمكن من المتابعة السعرية لتطورات السوق.

تحقق هذه الطريقة شفافية كلية إذ تسمح بإجراء مختلف العمليات، غير أن تغيرات الأسعار و توجهاتها في الجلسة الواحدة عادة ما يؤدي إلى عدم التأقلم بالنسبة لحاملي الأوراق الصغيرة، و لتفادي هذا الإشكال فإن تسعيرة الافتتاح يمكن أن يحتفظ بها بالنسبة للعمليات الصغيرة التي ليس لها تأثير كبير على السوق.<sup>1</sup>

و تمر هذه التقنية على مرحلتين، الأولى مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة حيث فيها يقوم المتفاوضون بإدخال كل الأوامر المتحصل عليها منذ آخر جلسة في البورصة في نظام الإعلام الآلي و إلى هنا لا يتم أي تبادل أما المرحلة الثانية فهي ما بعد افتتاح الجلسة حيث أن عملية التبادل تبدأ بسعر الافتتاح الذي حقق التوازن بين العرض و الطلب و الذي يصبح سعرا للتبادل، و عند هذا السعر يتم تنفيذ أوامر الشراء المحدد بسعر أعلى من سعر الافتتاح أو مساوي له، أما أوامر البيع المحددة المنفذة فإن سعرها أدنى من سعر الافتتاح أو مساوي له، و تتم العملية بعد توجيه الأوامر إلى الحاسوب الخاص بالتسعيرة و التي تنفذ وفق قاعدة " أول أمر داخل أول أمر منفذ" ، فإذا أدخل أمر محدد لسعر معين و كانت هناك أوامر أدخلت من قبله و بنفس السعر فإنه يتم تنفيذ هذه الأوامر المحددة أولاً، و بالتالي فإن عملية تنفيذ الأوامر المحددة يتم بالأولوية أما الأوامر بسعر السوق فليست لها الأولوية في التنفيذ عند افتتاح الجلسة، إذ يتم تنفيذها بعد الافتتاح فهي خاضعة لسعر أفضل عرض إذا تعلق الأمر بالشراء و سعر أحسن طلب فيما يتعلق بالبيع.

<sup>1</sup> محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، مرجع سبق ذكره، ص 109 .

### ج- التسعيرة الرسمية :

هي الوثيقة التي تنشرها لجنة التسعيرة في البورصة في كل جلسة من جلسات التداول بغرض الإعلان عن السعر الذي يتم على أساسه التداول الفعلي للقيم المنقولة المقيدة بالتسعيرة، و تتعلق التسعيرة عامة بالبيانات التالية:<sup>1</sup>

- عدد السندات و قيمة القرض المقيدة في التسعيرة.

- اسم القيمة المتداولة و موعد السحب في حالة وجوده.

- أسعار القيم المتداولة في جلسة اليوم و السعر السابق لها.

- القيم المتداولة ذات العائد الثابت مع ذكر معدل الفائدة و مقدار الضريبة و موعد استحقاق

الفوائد.

### - ميكانيزمات التسعير في البورصة:

يتعبر قانون العرض والطلب عن السلوكيات المتضادة للبائعين والمشتريين وإزاء تغيرات الأسعار في السوق.

فالتنبؤ بهبوط الأسعار سيؤدي بالمشتريين إلى زيادة طلبهم بينما سيقوم البائعون بالتقليل من عرضهم

هذا ما قد يؤدي إلى زيادة الطلب بالنسبة للعرض، ابتداء من هذا الوقت بعض المشتريين سيصبحون قادرين

على الشراء بسعر أعلى، تطور الأسعار نحو الأعلى سيؤدي بالبائعين إلى زيادة العرض، و بالتالي يقوم

السوق و بصفة تلقائية عن البحث في كل مرة عن تحديد سعر التوازن الذي يسمح بتلبية أكبر قدر ممكن من

الطلبات و العروض.

<sup>1</sup> شمعون شمعون البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 46.

وتوجد طريقتان للتسعير في البورصة :

- التسعير بالثبیت.

- التسعير بالتواصل.

### 1- التسعير بالثبیت :

هذه الطريقة تهدف إلى تحديد سعر يسمح بأكبر عدد من الصفقات وهي مستعملة لتحديد سعر يدعى بسعر الثبیت وذلك بمواجهة أوامر الشراء والبيع في مدة قصيرة (مرة أو مرتين في اليوم).

وتعتمد على مجموعة من القواعد :

- الأوامر بالأحسن لا بد وأن تنفذ أولاً؛

- أوامر البيع ذات الحد الأقل من السعر المسعر به لا بد وأن تنفذ؛

- أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به لا بد وأن تنفذ.

وكمثال بسيط لتوضیح هذه الطريقة: لنفرض أنه من أجل سهم معين و ليكن مثلاً السهم A كانت آخر

تسعيرة هي 1600 في البورصة وأن الأوامر التي وصلت اليوم كانت كالتالي :

أوامر الشراء : 400 بسعر 1600

340 بسعر 1610

320 بسعر 1620

400 بسعر 1630

250 بسعر 1640

120 بسعر 1650

100 بسعر 1660

100 بأحسن سعر مطلوب

أوامر البيع : 50 بأحسن سعر معروض

100 بسعر 1600

200 بسعر 1610

280 بسعر 1620

340 بسعر 1630

380 بسعر 1640

400 بسعر 1650

500 بسعر 1660

نقوم الآن بترتيب هذه الأوامر حسب السعر المتزايد نحصل على الجدول التالي :

جدول رقم (03) : الطلب والعرض من أجل سهم A في حصة بورصة

| أوامر البيع (عدد الأسهم) | حدود الأسعار (وحدة نقدية) | أوامر الشراء (عدد الأسهم) |
|--------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 50                       | بأحسن سعر معروض           |                           |
| 100                      | 1600                      | 400                       |
| 200                      | 1610                      | 340                       |
| 280                      | 1620                      | 320                       |
| 340                      | 1630                      | 400                       |
| 380                      | 1640                      | 250                       |
| 400                      | 1650                      | 120                       |
| 500                      | 1660                      | 100                       |
|                          | بأحسن سعر مطلوب           | 100                       |

لتحديد سعر التوازن نقوم بمراكمة العروض والطلبات بالطريقة الموضحة في الجدول التالي :

**جدول رقم (04) : تحديد سعر التوازن**

| أوامر البيع التراكمية (عدد الأسهم) | حدود الأسعار (وحدة نقدية) | أوامر الشراء التراكمية (عدد الأسهم) |
|------------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|
| 50                                 | بأحسن سعر معروض           |                                     |
| (50+100) 150                       | 1600                      | (1530+400) 2030                     |
| (150+200) 350                      | 1610                      | (1290+340) 1630                     |
| (350+280) 630                      | 1620                      | (970+320) 1290                      |
| <b>(630+340) 970</b>               | <b>1630</b>               | <b>(570+400) 970</b>                |
| (970+380) 1350                     | 1640                      | (320+250) 570                       |
| (1350+400) 1750                    | 1650                      | (200+120) 320                       |
| (1750+500) 2250                    | 1660                      | (100+100) 200                       |
|                                    | بأحسن سعر مطلوب           | 100                                 |

من هذا الجدول نلاحظ أن سعر 1630 هو الذي يسمح بالتوازن بين العرض (970) والطلب (970)، هذا

السعر يدعى بسعر التوازن وبالرجوع إلى القواعد السابق ذكرها في التسعير بالثبیت نجد :

- أوامر الشراء والبيع بأحسن سعر تتفد أولاً (بيع 50 سهم بقيمة 1600/شراء 100 سهم بسعر 1660)

- أوامر البيع ذات الحد الأقل من السعر المسعر به وهي ذات السعر المحدد بـ (1630، 1620، 1600، 1610) .

- أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به وهي ذات السعر المحدد بـ (1660، 1650، 1630، 1640).

في هذا المثال هناك مساواة كاملة بين العرض والطلب أما إذا لم يكن الحال كذلك فيحاول دائماً تلبية أكبر

عدد ممكن من الأوامر .

## 2- التسعير بالتواصل<sup>1</sup>:

يستعمل التسعير المتواصل نظام الإعلام الآلي، ويتمثل في المواجهة المستمرة للأوامر التي تم إدخالها مباشرة من طرف شركات البورصة (وسطاء في عمليات البورصة) في التسعيرة الالكترونية التي يديرها الحاسوب المركزي هذا الأخير يحدد سعر التوازن (قبل الافتتاح) ثم تنفذ الأوامر حسب أولوية وصولها إلى النظام، لفهم هذه الطريقة نتطرق إلى التسعيرة في السوق السعودي والذي يعتمد على نظام هورايزن Horizon وهو نظام مستخدم في كثير من الأسواق المالية الأجنبية والعربية حيث محل صالة التداول التقليدية ويعطي القدرة على التداول مباشرة وكما هو واضح من اسم هذه الطريقة من التسعير (التسعير بالتواصل) فإن التسعير هنا يكون بشكل مستمر ويتغير سعر التوازن تلقائياً بمجرد إدخال أوامر جديدة، حيث يحدده الحاسوب المركزي، ويوضع على كل أمر تاريخ وساعة وصوله.

### سعر الافتتاح :

هو أول سعر عند بداية النشاط الحقيقي للبورصة، حيث يقوم محرك التداول بحساب سعر افتتاح لكل قيمة على أساس سعر وكمية الأوامر المدخلة خلال حالة ما قبل الافتتاح في يوم التداول.

**السعر خلال جلسة العمل :** وهو سعر توازن متغير حسب تدفق أوامر البيع والشراء المختلفة.

**سعر الإقفال :** وهو آخر سعر توازن مسجل في نهاية جلسة عمل البورصة.

ويمكن الحصول على المعلومات بصفة سهلة ومتواصلة وسريعة عن طريق شركات البورصة أو الوسطاء الماليين.

<sup>1</sup> [http://www.arabtranslators.net/edu/banking/horizon\\_user\\_dual.pdf](http://www.arabtranslators.net/edu/banking/horizon_user_dual.pdf)

## المطلب الثاني: الأوامر في البورصة

إن أوامر البورصة من بيع و شراء للأوراق المالية تختلف و تتعدد باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما معا ، زيادة إلى ذلك الخصوصيات التي قد يشترطها المستثمر، و قبل التطرق إلى أنواع هذه الأوامر ارتأينا توضيح مفهوم الأمر على انه : " عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر<sup>1</sup> .

وتنقسم أوامر العملاء إلى أربع مجموعات رئيسية التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة و وقت التنفيذ أو الاثنين معا و كل ما يفرضه المستثمر من شروط لتنفيذ الأمر والتي يراها صاحب الأمر تناسب تنفيذ الصفقة و من تم تنقسم الأوامر كالتالي:

### 1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

تمثل هذه الأوامر تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، و هناك نوعان من الأوامر على هذا الصعيد يتمثلان في الآتي:

<sup>1</sup> شمعون شمعون، البورصة : بورصة الجزائر، مرجع سابق، ص 65.

#### أ - أوامر السوق:

وهو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى الطلب وقوى العرض، وهو الأكثر دقة وشيوعا، وبموجب هذا النوع من الأوامر فإن المستثمر يعطي تعليمات للوسيط كي يبيع ويشترى عددا من الأوراق بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في الأسواق، أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع، وبأسرع وقت ممكن.

ويتميز هذا النوع بالسرعة وضمان التنفيذ، أما من أهم عيوبه فهو أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند إخطاره به، كما عليه قبول السعر السائد في السوق، غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية، قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر، وذلك على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.<sup>1</sup>

#### ب - الأوامر المحددة:<sup>2</sup>

في هذا النوع من الأوامر يضع العميل سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة، و بعد ذلك لا يملك الوسيط سوى الانتظار و ذلك من أجل اغتنام الفرصة و ذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء أو أعلى منه في حالة أمر البيع .و عادة ما يضع المستثمر حد أقصى للفترة الزمنية التي يجب أن ينفذ خلالها الأمر و ذلك على النحو الذي سيرد عند مناقشة الأوامر التي تجمع بين وقت و سعر التنفيذ.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2002 ، ص 125 .

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، نفس المرجع أعلاه، ص 127 .

و بدلا من أن ينتظر الوسيط حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدد، عادة ما يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في الأسهم محل الصفقة و الذي يعمل بدوره كما لو كان ممثلا للوسيط، إذ يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد.

تعتبر أهم ميزة لهذا النوع من الأوامر أنه - على عكس أمر السوق - يعرف المستثمر على وجه اليقين الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان أمر شراء أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها إذا كان أمر بيع . أما عن أهم عيوبه فسعر السوق قد لا يصل للسعر المحدد و من ثم لا تنفذ الصفقة حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلا، و حتى لو كان سعر السوق مساويا للسعر المحدد فإن قاعدة الأمر الوارد أولا قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن و ذلك إذا كان ترتيبه متأخرا، هذا بالإضافة إلى أنه إذا كان السعر الذي يرغبه المستثمر قريبا من سعر السوق فقد يكون من الأفضل له إصدار أمر السوق ذلك لأن عيوب الأمر المحدد قد تفوق المزايا التي يجنيها من ورائه في مثل هذه الحالات.

## 2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

هذا النوع من الأوامر هو الذي يكون فيه الزمن هو الفاصل في التنفيذ من عدمه ، و بإمكانها أن تكون هذه الأوامر محددة أو مفتوحة، و تتمثل هذه الأوامر في الآتي:<sup>1</sup>

### أ - أوامر محددة بيوم، أسبوع أو شهر:

يقصد بالأمر الذي مدته يوم هو : ذلك الأمر الذي يظل ساريا لما تبقى من ساعات اليوم - و هو يعتبر أمر السوق لأنه لا يحدد سعر معين للتنفيذ - و غالبا ما يكون هذا النوع من الأوامر مبني على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في ورقة مالية معينة.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 129-130 .

أهم ما يميز الأمر بيوم هو أن ظروف السوق و الظروف الاقتصادية إضافة إلى ظروف الشركة، كلها عرضة للتغير بين لحظة و أخرى، و من ثم فإن ما قد يكون ملائماً للمستثمر في يوم ما قد لا يكون ملائماً له في يوم آخر .

أما الأمر الذي مدته أسبوع فهو ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، بينما الأمر الذي مدته شهر فإنه ينتهي بنهاية الشهر الذي أصدر فيه الأمر .

و تجدر الإشارة إلى أن الأمر قد يتحدد بفترة أكبر من ذلك ( شهرين أو أكثر ) و قد تمتد مدته لتتحول إلى أمر مفتوح .

#### ب - الأوامر المفتوحة:

يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه، و يرتبط بالأوامر المفتوحة نوعان من المخاطر هما مخاطر النسيان و مخاطر تغير المعلومات، فقد ينسى المستثمر أنه أصدر أمراً مفتوحاً نظراً لطول الفترة التي انقضت منذ إصداره، و حتى إذا ما نبهه الوسيط بوجود الأمر فقد لا يكون الأمر ملائماً لتنفيذه . كذلك قد تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشأن الشركة التي أصدرت الورقة، في هذه الحالة تعطى الأولوية لأوامر البيع المحددة التي سبقت الإشارة إليها بينما قد لا تتاح فرصة لأوامر البيع المفتوحة .

و إذا ما وصل السوق معلومات كان من شأنها انخفاض القيمة السوقية للورقة، حينئذ ستنفذ منها أوامر الشراء المحددة بينما قد لا تتاح الفرصة لأوامر الشراء المفتوحة .

### 3- الأوامر التي تجمع بين سعر و وقت التنفيذ:

هذه الأوامر التي يظهر من تسميتها أنها يمكنها الجمع بين السعر و الوقت معا لإمكانية التنفيذ ، و من

بين هذا النوع من الأوامر نجد ما يلي:

#### أ- الأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية معينة:

هي تلك الأوامر التي تتطلب سعرا محددًا من أجل التنفيذ، كما تشترط إتمام الصفقة خلال فترة

زمنية معينة قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر.

#### ب - الأمر المفتوح في حدود سعر معين:

يقصد بهذا النوع من الأوامر هو ذلك الأمر اذي لا يحدد له فترة معينة من أجل التنفيذ ، إلا أنه

يشترط تنفيذ الصفقة عندما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

### 4- الأوامر الخاصة:

نجد من بين هذه الأوامر أوامر الإيقاف، أوامر الإيقاف المحددة، و أمر التنفيذ حسب مقتضى

الأحوال، و سنوضح هذه الأصناف كالتالي:

#### أ - أوامر الإيقاف :

يحدد المصدر لهذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها، إذ

يمكن لهذا الأخير تنفيذ عمليات الشراء بذلك السعر أو بسعر أعلى منه وتنفيذ عمليات البيع بذلك

السعر أو بسعر أقل منه. وبالتالي فأمر الإيقاف الخاص بالشراء يتحول إلى أمر قابل للتنفيذ بالسعر

الأفضل بمجرد أن يصل سعر الورقة في البورصة لسعر يساوي أو أعلى من السعر الذي حدده

المستثمر، كما يصبح أمر الإيقاف الخاص بالبيع أمراً قابلاً للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد تداول الورقة بسعر يساوي أو أقل من السعر الذي حدده المصدر للأمر.

#### ب - أوامر الإيقاف المحددة:<sup>1</sup>

تعالج هذه الأوامر عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف ففي هذا النوع من الأوامر يضع المستثمر حد أدنى لسعر البيع و حد أقصى لسعر الشراء، و لا يتم التعامل بذلك السعر أو بسعر أفضل منه.

من أسوء المخاطر التي تواجه هذا النوع من الأوامر أن أسعار السوق قد تتغير بسرعة انخفاضاً في حالة البيع و ارتفاعاً في حالة الشراء، بحيث لا يتمكن الوسيط من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد في الوقت الذي تستمر فيه الأسعار في الانخفاض ما يعني تضائل القيمة السوقية لما يملكه المستثمر من أوراق.

#### ج- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:<sup>2</sup>

يقصد بهذا الأمر أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، و قد تكون حرية الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة فهو الذي يختار الورقة محل التعامل و السعر و ما إذا كانت الصفقة بيعاً أو شراء و توقيت تنفيذها، أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت التنفيذ و السعر الذي تبرم على أساسه الصفقة، و يكون التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين لديهم ثقة كاملة في كفاءة و أمانة الوسيط .

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 133.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، نفس المرجع أعلاه، ص 133.

من مزايا هذا النوع من الأوامر إعطاء قدر كبير من المرونة للوسيط بما يمكنه من التصرف بسرعة لاغتنام الفرص الملائمة دون انتظار الأوامر المحددة من الوسيط، كما يمكن للعميل استخدام هذا النوع من الأوامر عندما يكون في إجازة و لا يرغب أن يشغل نفسه بمحفظه أوراقه المالية.\*

### المطلب الثالث: أنواع السوق حسب تنظيم الوساطة

#### 1- أسواق مسيرة بالأوامر:

يستعمل نظام التسيير بالأوامر حاليا العديد من البورصات العالمية كبورصة وول ستريت الأمريكية، بورصة طوكيو في اليابان، وبورصة تورنتو الكندية. هذه الأخيرة كانت السبابة عالميا في إدخال الإعلام للحصول على سعر التوازن وتضمن السيولة في هذا النوع من الأسواق الأوامر ذات السعر المحدد، لذلك تصل أوامر البيع والشراء إلى مكان مركزي وحيد، ويتحدد بذلك سعر لتسديد الصفقات عن طريق مجموعة من القواعد والتي من بين ما تحدده أفضلية التنفيذ بين أوامر البيع وأوامر الشراء المختلفة، هذه القواعد هي الآلي على نظام تسعيرها والذي اقتبست منه معظم الأنظمة الحالية في باقي البورصات.

إن مبدأ نظام التسيير بالأوامر يعتمد على مواجهة أوامر البيع (العرض) بأوامر الشراء (الطلب) مباشرة أكثر تعقيدا من تلك التي نجدها في باقي الأسواق لأنه لا يمكن للمشتريين المحتملين معرفة العرض حينما يصدر أوامرهم وتتم في مثل هذه الأسواق مراكمة أوامر الشراء وأوامر البيع ومواجهتها في زمن معطى لتحديد سعر وحيد وهو سعر التوازن الذي يسمح بتعظيم الكميات المتبادلة.

\* هذا النوع من الأوامر يكون في الكثير من الأحيان من الأوامر المتعبة بالنسبة للوسيط حيث يزيد من عبء العمل الواقع عليهم زيادة إلى أنه بإمكان تنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء.

إضافة إلى الأسواق الكبرى هناك بعض الأسواق الأصغر حجما (وخاصة الأسواق الناشئة) التي تعمل حسب مبدأ هذه الأسواق مرة أو عدة مرات في الأسبوع.

وهناك تقنيتان لتنظيم الصفقات في هذا النوع من الأسواق وهما : السوق العلني والسوق الآلي.

**السوق العلني:** وهو السوق الأكثر شهرة، توجه الأوامر فيه إلى مقر وكلاء البورصة قبل أن يتم عرضها من قبل وسطاء البورصة.

**السوق الآلي :** أكثر المتعاملين في هذا السوق هم من المهتمين بالإعلام الآلي يحدد نظام الإعلام الآلي في هذا السوق التسعيرة ويقوم بتقريب أوامر الشراء والبيع باعتبار خصائصهما من الناحية الكمية والسعرية ومنه تحديد أسعار التوازن بطريقة آلية، فبورصة باريس مثلا تنتمي إلى هذا النوع من الأسواق فلم يعد تسعير الأسهم والسندات يتم عن طريق المناذاة، والتي حفظت منها الذاكرة الشعبية صراخ وإشارات العاملين في البورصة بل عن طريق نظام آلي متواصل مما أدى إلى القضاء على البعد الفيزيائي للبورصة.

من مساوئ نظام السوق بالأوامر هو أن أوامر بعض الزبائن التي أدخلت في هذا النظام قد لا تجد حالا ما يقابلها من أوامر الزبائن الآخرين لتتم الصفقة بنفس السعر (سعر السوق) وبالتالي قلة السيولة.

## 2- أسواق مسيرة بالأسعار:

تمنح الأسواق المسيرة بالأسعار أو أسواق المقابل دورا رئيسيا للوسطاء إذ أنهم الركيزة التي تقوم عليها هذه الأسواق فهم الضامنون لسيولتها.

يوجد في هذه الأسواق نوع خاص من الوسطاء هم ماسكي السوق يقترحون سعرا مزدوجا بالنسبة لكل قيمة يفاوضونها، السعر الأول هو السعر الذي يشترون به، أما السعر الثاني فهو السعر الذي يبيعون عنده والذي

هو دوما أكبر من السعر الأول، عند هذه الأسعار المعلنة يكون كل وسيط مجبرا على شراء أو بيع كمية دنيا من القيم والتي تبقى محددة من طرف سلطات البورصة.

إن مهمة هؤلاء الوسطاء في ظل هذا التنظيم هي إيجاد في أحسن الظروف وفي أسرع الأوقات مقابلا للأمر الذي يقومون بتلبيته أما الفارق الموجود بين أسعار البيع والشراء فيدعى بالهامش وهو أجرة ماسك السوق ويتعلق حجم الهامش أساسا بحدة المنافسة الموجودة في السوق إذ كلما كانت هذه الأخيرة شديدة كلما كان الهامش أقل وحجم الصفقات المبرمة كبيرا.

وكنتيجة لهذا المنطق نجد في بعض البورصات كبورصة لندن مثلا هوامش متغيرة حسب الكميات المعروضة أو المطلوبة وذلك بالأخذ بعين الاعتبار أنه كلما كان الأمر يتعلق بكمية كبيرة كلما كان تنفيذه أصعب لأنه سيكون من الصعب على الوسيط أن يجد مقابلا له، و تعتبر أغلبية أسواق السندات تنتمي إلى هذا النوع من الأسواق.

يشاهد الأمر النهائي الهوامش المعطاة من طرف ماسكي السوق ويختار من يمنحه أحسن الشروط قبل أن يصدر أمره، ولأن ضمان سيولة السوق مناط بماسك السوق فإن هذا الأخير يقوم ببيع أو شراء قيم لصالحه بغية القضاء على الاختلالات الظرفية بين العرض والطلب، وبالتالي فسوق المسير بالأسعار يعمل بالتواصل.

إذا ففي سوق مسير بالأسعار تتمركز السيولة لدى بعض ماسكي السوق بينما نجد أن السيولة هي لامركزية لدى كل المستثمرين، هذا ما يجعل هذا النوع من الوسطاء يتحمل أخطار كبيرة إذ أنهم لمواجهة حاجات السيولة لدى المستثمرين قد يجدون أنفسهم في مواقف لن يكونوا واثقين من قدرتهم على بيعها مباشرة مما سيجعلهم لا محالة عرضة لخطر انخفاض الأسعار، من جهة أخرى فإن ماسك السوق حينما ينشر أسعاره يمنح المستثمرين معلومات مميزة يمكنهم استعمالها على حسابه لذلك فإن الهامش أو العمولة التي يتحصل

عليها الوسيط يأخذان بعين الاعتبار هذه الأخطار، أما عمليا فغالبا ما تعقد الصفقات في مثل هذه الأسواق عن طريق الهاتف.

### 3- أسواق مختلطة التنظيمات:

بعض الأسواق هي أسواق مختلطة أي أسواق مسيرة عن طريق الأسعار والأوامر في نفس الوقت، وأحسن مثال على ذلك نجد بورصة نيويورك أين نجد أنه من أجل كل قيمة يحرك السوق تحريكا مزدوجا، فمن جهة الوسيط هو الذي يتكفل بضمان سيولة السوق كأبي ماسك سوق كلاسيكي ومن جهة أخرى هو الذي يسير دفتر الأوامر سواء وصلت إليه عن طريق نظام Routage الآلي أو عن طريق السماسرة الموجودين في المقصورة بالنسبة للأوامر ذات الحجم الكبير.

في الوقت الحالي، صارت الحدود بين الأسواق المسيرة بالأسعار وتلك المسيرة بالأوامر شبه منعدمة إذ أن كل نوع من الأسواق يتبنى قواعد تتقارب مع التنظيم المختلط كما هو الحال مثلا في بورصة باريس بالنسبة لعمليات المقابل بالكتل.

### المبحث الثالث: دور الوسطاء الماليين في عمليات البورصة

يقوم الوسطاء الماليين بذلك الدور المهم في عمليات البورصة، و التي تتطلب إلى المعلومات الكافية و الضرورية للتمكن من اتخاذ القرار في البورصة، و ذلك على غرار اتخاذ قرارات بيع و شراء الأوراق المالية للمستثمر، كما و أن الوسيط المالي بوسعه الاهتمام بعمليات الاكتتاب للمؤسسات المتدخلة في السوق الأولية، كما يهتم بتنفيذ أوامر العملاء في السوق الثانوية، و من تم و من خلال قيامه بمهامه تكون للوساطة المالية في البورصة تكلفة معينة نظرا للمجهودات التي تقوم بها و التي تدخل أساسا ضمن مهامها الأساسية في هذه المهنة المثقلة بالمصاعب و التي تتطلب غالبا الدقة و السرعة في التنفيذ و كذا التركيز و المعلومات و حسن استخدامها.

### المطلب الأول: أهمية المعلومة بالنسبة لوسيط البورصة

يقوم وسيط عمليات البورصة بعدد من الوظائف المسندة إليه على غرار لعب دور الحلقة التي تعمل على الوصل بين عارضي و طالبي الأوراق المالية، و كذلك العمل على اسداء الإرشادات و الاستشارات للمستثمرين، و من تم لابد أن يكون على دراية كافية بالأدوات المالية و الترقب الدائم لتقلبات الأسعار و اتجاهات بورصة الاوراق المالية، و ليتمكن الوسيط من القيام بدوره تكون المعلومات غاية في الأهمية بالنسبة له، و ذلك حتى يتمكن من حسن اتخاذ القرارات للحصول على أحسن البدائل الاستثمارية لتوظيف الموارد على الوجه الأمثل، فيحاول الوسيط في عمليات البورصة التحلي بمعرفة المعلومات بشكل مستمر للتقييم الجيد لفرص الاستثمار المتوفرة.

## 1- مفهوم المعلومة و مصادرها:

### 1-1 مفهوم المعلومات:

يمكن تعريفها على أنها هي كل المعلومات الكمية وغير الكمية التي تخص الأحداث الاقتصادية التي تتم معالجتها والتقرير عنها بواسطة نظم المعلومات المالية في التقارير المالية المقدمة للجهات المحاسبية في خطط التشغيل والتقارير المستخدمة داخليا<sup>1</sup>، وتعمل المعلومات على ترشيد قرارات الأطراف المستخدمة لها. ويؤدي توافر المعلومات بصفة دورية في الأسواق المالية وعلى درجة معقولة من الثقة إلى تحقيق العدالة بين المستثمرين الأمر الذي يقلل من فرص المتاجرة بناء على المعلومات الداخلية، ويكون تحقيق العدالة من خلال إضاعة الفرصة على المستثمرين ذوي المعلومات الداخلية في تحقيق أرباح على حساب باقي المستثمرين ، ومن ناحية أخرى فإن توفير المعلومات على فترات متقاربة يساعد الوسيط بالبورصة على تخفيض درجة عدم التأكد عند التنبؤ بأسعار الأوراق المالية كالأرباح و عوائد الأسهم.

و يهتم الوسيط في البورصة بالحصول على معلومات تخص مردودية الأوراق المالية المسعرة في البورصة خلال الفترات السابقة و نوعيتها، الاتجاهات العامة للأسواق المالية، و معدلات التضخم ، و كذا أسعار الفائدة في السوق و أسعار الصرف، كما و يهتم بمعلومات الشركات المقيدة بالبورصة النظرة الاقتصادية المستقبلية للمنشأة التي يرغب المستثمر استثمار أمواله فيها، و كذا النظرة الاقتصادية المستقبلية للصناعة التي تعتبر المنشأة جزء منها، و نوعية الإدارة حيث يعتمد نجاح أو فشل أي منشأة على نوعية إدارتها و كذلك يهتم الوسيط في ذات السياق إلى المعلومات المحاسبية للشركات المقيدة بالبورصة مثل ربحية السهم، نسبة نمو الأرباح، كما يهتم بكفاءة الإدارة، سمعة الشركة في السوق.

<sup>1</sup> عباس مهدي الشيرازي، نظرية المحاسبة، مطبعة ذات السلاسل، الكويت، 1991، ص 144.

**1-2 مصادر المعلومات :** يمكن للوسيط المالي أن يحصل على المعلومات من خلال توفير معلومات تاريخية تتلخص في معلومات السنوات الماضية، و تعتبر السوق أحد أهم مصادر المعلومات من خلال الاستثمارات المتداولة فيها من الأسعار و الأحجام و حركة التعامل في الأوراق المالية.

كما أن على الوسيط الإلمام بكل المعلومات الخاصة ببورصة الأوراق المالية حيث عليه متابعة الأسعار بصفة دائمة و الكميات و الرسملة بالبورصة و هذه المعلومات هي التي يتحصل عليها الوسيط من خلال المتابعة المستمرة و البحث الخاص به ، كما و بإمكانه الحصول على المعلومات من مصادر خارجية تتمثل أهمها في التالي:<sup>1</sup>

. **التقارير التي تنشرها الشركات :** وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها... الخ و ذلك بشكل سنوي، أو ربع سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية.

**المعلومات متواجدة بالصحف و المجلات المالية :** وتتواجد هذه المعلومات في مختلف الصحف والمجلات حيث تتخذ شكل أخبار و تقارير منشورة بمجلات و صحف متخصصة في المجال المالي.

. **قواعد البيانات :** تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة، و هذا عن طريق شبكة الكمبيوتر التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.

و بالتالي يحتاج الوسيط في بورصة الأوراق المالية إلى المعلومات التي تمكنه من اتخاذ قرارات الاستثمار

الصحيحة للتوظيف الجيد للموارد.

<sup>1</sup> مفتاح صالح و معارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث العدد 07، جامعة بسكرة، 2010/2009، ص 184 -بتصرف.

لذلك فإنه يلجأ إلى مصادر المعلومات التي توفر له المعلومات المناسبة لاتخاذ قراره، وتتعدد مصادر المعلومات التي يلجأ إليها المستثمر فقد تكون التقارير المالية، أو التقارير الربع سنوية، أو الصحف والمجلات اليومية، أو النشرات الاقتصادية في التلفزيون، أو المواقع الالكترونية الخاصة بالأسهم، أو الإشاعات أو غير ذلك من المصادر، و يحتاج الوسيط في البورصة إلى المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية التي تقوم على أساس توفر عدة مستويات من المعلومات بحيث تمكنه من تقييم الأوراق المالية وتفاوت درجة أهمية المعلومات فحاجته إلى معلومات عن المستقبل أهم من حاجته للمعلومات التاريخية التي تكون متعلقة بالماضي أو الحاضر فالنظرة المستقبلية للمشروع، وكذلك الصناعة التي ينتمي إليها والزيادة المتوقعة في المبيعات مستقبلاً ومعدل الزيادة في ربحية السهم مستقبلاً كلها معلومات لها الأولوية في نظر المستثمر عن غيرها للاعتماد عليها كمعلومات عند اتخاذ قراره بالاستثمار المالي، و تكون حاجة الوسيط للمعلومات الخاصة بالأوراق المالية و البورصة و تحصيلها بحيث يرمي أساساً إلى تحقيق عوائد دائمة، و كذلك تحصيل فوائض مالية عند إعادة بيع الأوراق المالية.

## 2- خصائص المعلومات المالية: هناك عدة خصائص للمعلومة المالية نذكر منها:

2-1- القابلية للفهم: أي أن تكون المعلومات المالية المتوفرة قابلة للفهم المباشر من مستخدميها، لذا يفترض أن يتوفر مستخدمي المعلومات المالية على درجة من المعرفة و الوعي تمكنهم من فهم هذه المعلومات وتقييم مستوى منفعتها كما يجب على معدي هذه المعلومات مراعاة ذلك، ولا بد من عرض المعلومات ذات الأهمية بأسهل طريقة ، و من الضروري أن تكون المعلومات الواردة في التقارير المالية مفهومة لأولئك الذين لهم فهم معقول حول الأعمال والأنشطة الاقتصادية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Financial Accounting Standard Board,"Qualitative characteristics of accounting Information", SFAC No 2 May.1980, p 22

**2-2 الملائمة:** يقصد بالملائمة وجود علاقة وثيقة بين المعلومات المالية و الغرض الذي أعدت من اجله

استفادة متخذ القرار من هذه المعلومات، حيث أن الملائمة هي " قدرة المعلومات على إحداث اختلاف في

القرار سواء بالمساعدة على تكوين التنبؤات أو تأكيد التوقعات السابقة"<sup>1</sup>

كما و أن الملائمة تعني أن ترتبط المعلومة بالعمل أو الاستخدام الذي أعدت من أجله، أو ترتبط بالنتيجة

المرغوب في تحقيقها.

**2-3 التوقيت المناسب:** يعتبر التوقيت المناسب بالنسبة للمعلومات يعني تزامن توفير المعلومات في حينها

قبل أن تفقد منفعتها أو قدرتها على التأثير في عملية اتخاذ القرارات، فمن البديهي انه إذا لم تتوفر المعلومات

عند الحاجة إليها، فلن يكون لها تأثير على القرار، إذ أن عملية اتخاذ القرار محددة دائما بفترة زمنية معينة

ويختلف التوقيت الملائم مع اختلاف طبيعة القرار، فبعض القرارات تستلزم سرعة أكثر من غيرها في توفير

المعلومات الملائمة.<sup>2</sup>

**2-4 الموثوقية:** ويقصد بالموثوقية توفر ثقة المستخدم بالمعلومات المالية ، حيث تسمح بالتأكد من خلو

تلك المعلومات من الأخطاء والتحيز بدرجة معقولة وأنها تمثل بصدق الشيء الذي تعبر عنه.<sup>3</sup>

**2-5 حيادية المعلومات:** تعني عدم التحيز لفئة معينة، و تتداخل هذه الخاصية مع أمانة المعلومة، حيث

المعلومات المتحيزة لا يمكن الوثوق بها.

<sup>1</sup> Kenneth s. Most, Accounting Theory, 2nd Ed, Grid Publishing, Inc, 1982, p 204.

<sup>2</sup> رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر: من المبادئ إلى المعايير - دراسة معمقة في نظرية المحاسبة، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، الأردن، 2006، ص 201.

<sup>3</sup> Financial Accounting Standard Board, Op. Cit, p 13.

### 3- كيفية تأثير المعلومات على السوق:

تتبلور أهمية المعلومة بالنسبة للوسيط في عمليات البورصة في أنها تؤثر على حركة التداول في البورصة، بحيث لما تكون المعلومة موثوقة و صحيحة تعود بالربح حيث ينتج عنها اتخاذ القرار أما إن كان العكس أي معلومة مغلوطة سينتج عنها ضياع رأس المال، فبإمكان الشائعات أو الأخبار التي لا تمد للصحة بصلة أن تلعب ذلك الدور الخطير الذي يقلب مجرى الأحداث حيث بإمكانه رفع أسعار ورقة مالية محددة ارتفاعا ملحوظا يجر المستفيد إلى البيع حالا، كما يمكن حدوث العكس أي انخفاض ورقة مالية ما إلى الحضيض مما يجعل المستفيدين يشترون فورا، و الانقضاض على الفرصة، و كل هذا من جراء الشائعات، و هذا في حال التفت إليها الزبائن الذين يصدقون التسريبات في الأخبار و الصحافة سواء المكتوبة أو المسموعة، كما أنه لا بد من عدم إخفاء المعلومات عن الشركات المتواجدة في البورصة، حيث لا بد من العدالة في تواف المعلومات لكن لا بد من التنويه أنه أحيانا لا يعرف بعض المعلومات مثل الصفقات المربحة التي تبرمها بعض الشركات إلا من قبل نسبة معينة من المستثمرين في البورصة و بالتالي هم الذين يستفيدون من ارتفاع الأوراق المالية لأصحاب تلك الشركات فيحققون أرباح هائلة من وراء ذلك.

كما و تساهم المعلومات في عدة أمور و يظهر دورها في الآتي:<sup>1</sup>

- تلعب المعلومات دورا مهما في حصول الوحدات الاقتصادية في الدولة على مصادر التمويل الخارجي و عمليات الاقتراض، و هذا راجع لأن الكثير من مؤسسات الإقراض تطلب العديد من المعلومات المتعلقة بأداء الوحدات الاقتصادية قبل اتمام عملية التمويل، و توافر هذه المعلومات أو نقصها من شأنه التأثير على انسياب و تدفق حجم الاستثمارات الأجنبية داخل الدولة.

<sup>1</sup> محمد سويلم، مرجع سابق ، ص320.

و ذلك لأن معظم المستثمرين الأجانب يهتمهم الحصول على معلومات كاملة تتعلق بقيمة الأسهم الحقيقية و المراكز المالية السليمة لهذه الشركات و كفاءة الإدارة فيها و التوقعات المستقبلية الخاصة بأرباحها و نموها و ما تتعرض إليه من التزامات.

- تعتبر المعلومات غير المعلنة لكافة المتعاملين في السوق المالية من أهم عوائق تطوير و زيادة كفاءة الأداء داخل تلك السوق.

- إن حصول تداول غير عادي لأسهم شركة معينة داخل السوق بناء على معلومات سرية غير معلنة من شأنه التأثير على حركة أسعار أسهم الشركات الأخرى و تسارع المستثمرين لإتمام عمليات شراء غير سليمة و بالتالي التأثير السلبي على أداء الأسعار للشركات المسجلة الأخرى.

- إن حصول بعض المستثمرين على بعض المعلومات يحقق مكاسب غير عادية لهؤلاء على حساب الآخرين و تحقيق فوائد مضاربة غير عادلة داخل السوق.

- تحقق تلك المعلومات غير المعلنة لبعض المستثمرين فوارق على حساب كفاءة أداء السوق، كما أنها تسبب مخاطر للاقتصاد ككل، لأن عدم توفرها لبعض المستثمرين يجعلهم في وضع استثماري خاطئ و اتخاذ قرارات غير سليمة لاختيار البدائل الاستثمارية في محافظهم المالية، أما البعض الآخر فسيمتنع عن التعامل داخل السوق مما يؤدي إلى حصول كساد و هبوط للتعامل.

## المطلب الثاني: مهام الوسطاء الماليين في البورصة

يكون للوسطاء الماليين مهام متعددة و فعالة في تسيير عمليات البورصة، و لكن تختلف هذه المهام باختلاف نوع السوق المتواجد فيه ذلك الوسيط، و سنوضح مهام الوسطاء الماليين حسب نوع السوق المتواجد بها كالآتي:<sup>1</sup>

### 1- مهام الوسطاء الماليين في السوق المسير بالأوامر :

يتمثل دور الوسطاء في هذا السوق في جمع أوامر الشراء والبيع، مقابلتها ثم فرزها، بعبارة أخرى ينحصر دوره في الوساطة فقط، في البورصات الأمريكية، يكلف الوسطاء بتنظيم وتنشيط الصفقات المتعلقة بالقيم التي أوكلت إليهم خصوصا محاربة التحركات أو التغيرات المفاجئة للأسعار في الآجال القصيرة بالقيام بدور المستثمر الآخر مع العلم بأنهم لا يستطيعون الشراء بسعر مرتفع من سعر آخر عملية بيع. وقد أظهر الانهيار المالي في سوق القيم الأمريكية في 19/01/1987 حدود هذا التنظيم لعدم قدرة الوسطاء في توفير السيولة الكافية التي يحتاجها السوق.

### 2- مهام الوسطاء الماليين في السوق المسير بالأسعار :

يقترح الوسطاء المعروفون باسم صناع السوق باستمرار سعر الشراء وسعر البيع للأوراق المالية مخلفين بذلك عمليات التبادل، يمثل الفرق بين سعر الشراء و كذا سعر البيع مكافأة المؤسسات المتحكمة في السوق ومنه كلما كان الفرق ضعيفا كانت المكافأة التي يحصل عليها الوسطاء ضعيفة، لكن حجم الصفقات يكون مرتفعا.

<sup>1</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006 ، ص 65 .

بينما كلما كان حجم الأوراق كبيرا كلما ارتفع الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب نظرا للصعوبة التي يجدها الوسيط في توظيفها في السوق.

وبمجرد إجراء الصفقات والاتفاق عليها، على الوسيط عرضها في السوق باحترام شروط المدة اللازمة.

### المطلب الثالث : اتمام الصفقات وتكلفة الوساطة المالية

#### 1- اتمام الصفقات:<sup>1</sup>

بالنسبة لإتمام و تسوية المعاملة بعد تنفيذ الأمر، فهي محددة قانونا في البورصات المنظمة (خلال خمسة أيام عمل) حيث يجري تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ، والسمسار يقوم بدوره بتسوية المعاملة مع المتخصص أيضا، وبذلك يصبح المستثمر المالك القانوني للأوراق محل الاستثمار.

مع الإشارة إلى أنه يتم خلال يوم التسوية دفع قيمة الصفقة من قبل المستثمر مع العمولة والرسوم.

أما بالنسبة للاحتفاظ بالأوراق المالية أو شهادة ملكيتها فيمكن الاحتفاظ بها لدى المستثمر، أو إبقائها في بيت السمسرة الوكيل، وقد تبقى ملكيتها لصالح بيت السمسرة مسجلة باسم الشارع (مصطلح يجري التعامل به للدلالة على أن السمسار يمتلك أوراقا قابلة للتداول والتسويق من قبله).

وقد تتحقق التعاملات في السوق بين بيوت السمسرة نفسها (سواء في البورصة المنظمة أو غير المنظمة) وعندها تجري التسوية بواسطة الدفع والقبض النقدي، أي تبادل الأوراق المالية والنقود بين منشآت السمسرة أو قد يجري اللجوء إلى خدمات منشآت السمسرة الكبيرة التي تقوم بتصفية حسابات بيوت السمسرة الصغيرة.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005.

وتوجد في الولايات المتحدة مؤسسة فدرالية متخصصة (National Securities Clearing Corporation) NSCC لتسوية المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية مشابهة لبيوت المقاصة، وهي تمارس تسوية مقاصة الحسابات الدائنة والمدينة للأعضاء في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية (NASD)، كما توجد أيضا شركة الائتمان الإيداعي تمارس عملية المقاصة لعمليات بيوت السمسرة من خلال إيداع بيوت السمسرة شهادات ملكية أوراقها في هذه الشركة.

لذلك تجري التسوية بين المستثمرين مباشرة أو من خلال بيوت السمسرة، وبالنسبة لمعاملات بيوت السمسرة وهي تعاملات كبيرة فتنتم بأشكال نقدية أو بأسلوب المقاصة من خلال بيوت المقاصة المتفق عليها قانونا، ومرة أخرى أتاح التقدم في أجهزة الحاسوب إنجاز التسويات بسهولة وبسرعة.

## 2- تكلفة الوساطة المالية :

يتحصل الوسيط المالي مقابل خدماته و اتمامه للعمليات البورصة للعملاء على عمولة محددة، و نجد أن الوساطة في البورصة تنظم حسب مبادئ تتمثل أساسا في الاحتكار المتعلق بنشاط الوساطة على القيم المنقولة، وجود سلم رسمي لعمولة السمسرة، وشروط دخول المهنة، و من هنا يظهر أنه في الكثير من الدول لم يدمج الوسطاء في التنافس الحر في حين أن البورصة تعتبر مثلا عن التوازن الحر بين العرض و الطلب و لم يطرح موضوع المنافسة بين مختلف الأماكن المالية لما كانت هذه الأخيرة تطبق النظام الإداري لسعر الخدمة، وكانت الولايات المتحدة الأمريكية أول من وضع حدا لهذا النظام عام 1975، بوضعه لنظام المفاوضة الحرة لعمولة السمسرة أي تحديد عمولة السمسرة بالاتفاق و التفاوض بين السمسار و المستثمر وقد أدى ذلك لتعرض بورصة لندن لمنافسة حادة من البورصة الأمريكية، حيث في بداية الثمانينيات تم تنفيذ أكثر من ثلث الصفقات المتعلقة بالأسهم البريطانية في الولايات المتحدة.

مع أزمة أكتوبر 1986، حررت بريطانيا بورصتها، كما اتبعت البورصات الأوربية سياسة إدخال حرية المنافسة في ميدان الوساطة على القيم العقارية بصفة تدريجية مقارنة مع بريطانيا، نتيجة لذلك في بداية التسعينات طبق أغلب الوسطاء قاعدة المفاوضة الحرة لعمولة السمسرة.

و في إطار النظام الجديد وظهور السوق المالي لأجل حيث المنافسة بين المتدخلين تؤدي إلى انخفاض تكلفة الخدمة ومنه ارتفاع نسبة العلاقة بين المنافسة و السعر، نتج كل هذا عن ضغوط تنافسية قوية مطبقة من قبل البنوك والمستثمرين، و يستدل على ذلك تطور تكلفة الوساطة في الولايات المتحدة الأمريكية على سبيل المثال، حيث قدر نائب رئيس بورصة نيويورك المبلغ المتوسط لعمولة الوسطاء بـ 40 دولار في سنوات الستينات، وانخفضت في سنة التسعين إلى 4 دولار.

و مما لا شك فيه أن عمل الوسيط المالي يتطلب عمولة تختلف من بورصة إلى أخرى، و من وسيط مالي لآخر، وقد أصبحت هذه العمولة خاضعة للمنافسة القوية في البورصات العالمية، كما قد تدنت العمولة و هذا ما يسري في صالح المستثمرين.

## خلاصة الفصل الثالث:

لقد تم إلقاء الضوء من خلال هذا الفصل على كل ما يتعلق بالوسيط المالي في عمليات البورصة، من خلال التعرف عليه و على الأصناف المختلفة له المتمثلة في السماسرة و صناع السوق و المتخصصون حيث لا بد لهم من الحياة على جانب الخبرة في الميدان المالي ، كما و لا بد من توفر فيهم شروط محددة لإمكانية مزاوله نشاطهم ، و التزامهم بأخلاقية المهنة المتمثلة أساسا في الإخلاص في أعمالهم و السرية كما و ارتأينا توضيح أهم ميكانيزمات التسعير في البورصة مثل التسعير بالمناداة، التسعير بالدرج، التسعير بالصندوق و التسعير بالمقابلة، حيث يتم الوصول إلى سعر التوازن عن طريق التثبيت أو التواصل، و كذا تعرفنا على أنواع الأوامر في البورصة من بيع و شراء للأوراق المالية حيث تختلف باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما معا ، و يعنى الوسيط في البورصة بتلقي هذه الأوامر و السهر على تنفيذها.

و تستند أهمية الوسطاء الماليين في عمليات البورصة على الدور الذي يحرس على القيام به هذا الوسيط من تقديم النصح و المشورة للعميل و تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات، و غيرها من الوظائف التي تصب مجملها في إطار توفير الجو الملائم للمستثمرين مما يساهم في تفعيل التعاملات المالية في البورصة كما أنه من أجل اتمام الوسيط التعاملات في البورصة يتطلب هذا الأخير عمولة تختلف من بورصة لأخرى كما تختلف من وسيط لآخر.



# الفصل الرابع

## دراسة حالة واقع الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر

## تمهيد :

تساهم البورصة بشكل فعال في عملية التنمية الاقتصادية ، باعتبارها توجه الموارد المتاحة للاستخدام الأمثل وتوفير موارد لتمويل الاستثمار ، و من تم فالبورصة هي الحل الأمثل لتطوير اقتصاد أي دولة من خلال تحفيز الاستثمار الذي يعمل على زيادة الانتاج و من تم يعمل على خلق مناصب شغل و بالتالي خفض معدلات البطالة مما يعمل على تحريك عجلة التنمية الاقتصادية.

و تعتبر الجزائر في طريقها إلى تعزيز دور البورصة و ذلك من أجل الحصول على مصادر أخرى للتمويل تضاف إلى البنوك، و هذا ما سيدفع بتقوية الاقتصاد الوطني ، و قبل التعرض من خلال هذا الفصل إلى الوساطة المالية في بورصة الجزائر لابد من التطرق إلى الملامح الأساسية المتعلقة ببورصة الأوراق المالية الجزائرية، حيث سنتعرض لتنظيم بورصة الجزائر و نشأة هذه الأخيرة كما من خلال هذا الفصل و إلى واقع الوساطة المالية في بورصة الجزائر و ذلك بإبراز تنظيم الوساطة داخل هذه البورصة ، و المهام المسندة للوسطاء ببورصة الجزائر و أهم الوسطاء المتدخلون فيها .

و للتعرف أكثر إلى بورصة الجزائر و الولوج إلى عالم الوساطة المالية فيها، سنتطرق من خلال هذا

الفصل إلى المباحث التالية:

❖ المبحث الأول : بورصة الجزائر.

❖ المبحث الثاني : واقع و عراقيل و آفاق بورصة الجزائر.

❖ المبحث الثالث :واقع الوساطة المالية في بورصة الجزائر.

## المبحث الأول: بورصة الجزائر

أدت جهود الإصلاح الاقتصادي في الجزائر إلى الاقتناع بأهمية الدور الذي يمكن للأسواق المالية أن تقوم به في دعم مسيرة التنمية، و ذلك لما لهذه السوق من دور فعال في توفير الاحتياجات التمويلية اللازمة من أجل دعم الاقتصاد الوطني، و في إطار مسار الانتقال نحو اقتصاد السوق ، و بفعل أهمية السوق المالي عامة و بورصة القيم المنقولة خاصة كدعامة للاقتصاد الحر، جاءت فكرة إنشاء بورصة الجزائر على ضوء الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتها الجزائر سابقا، و جاءت مبادرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر في شكل عدة مراحل سنعرفها من خلال هذا المبحث ، و كذا سنسلط الضوء على كيفية تنظيم و سير هذه الأخيرة.

## المطلب الأول: نشأة و تطور بورصة الجزائر

جاءت فكرة إنشاء بورصة بالجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر في سنة 1987 و دخلت حيز التنفيذ من بداية عام 1988 ، حيث تجلّى ذلك من خلال مجموعة القوانين التي صدرت في تلك السنة، و التي تهدف إلى منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية و إنشاء صناديق المساهمة ، و عليه أصبح رأسمال المؤسسات العمومية مقسم إلى عدد من الأسهم موزعة بين صناديق المساهمة، و بذلك تحولت الشركات العمومية إلى شركات مساهمة تسير حسب القانون التجاري المكمل لقوانين عام 1988 ، و بالتالي فلم يكن من المعقول تصور نظام شركات المساهمة من دون إقامة سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم، و من تم برزت البورصة كأداة أساسية للمساهمة في تمويل المؤسسات، باعتبارها وسيلة جديدة من وسائل تمويل الاقتصاد الجزائري وبذلك تدعم نظام التمويل بصفة عامة دون التقليل من أهمية التمويل المصرفي.

و في إطار برنامج الاصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988 دخلت فكرة إنشاء هذه البورصة والذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990 ، ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:<sup>1</sup>

**1-المرحلة التقريرية( 1990 - 1992 ):** نص المرسوم 90-101 المؤرخ بتاريخ 1990/03/27 على امكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها من طرف الشركات العمومية وسمح باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى .وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء " شركة القيم المتداولة"، وفي شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر 320000 دج موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، وفي سنة 1992 ونظرا لبعض الصعوبات تم الرفع من رأسمالها إلى 932000000 دج كما غير اسمها إلى " بورصة الأوراق المالية".

كما صدر سنة 1991 المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة، والرسوم رقم 91-170 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها.

**2-المرحلة الابتدائية( 1993 - 1996 ):** بموجب المرسوم التنفيذي رقم 93-08 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة ، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> زيدان محمد، نور الدين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية ، جامعة بسكرة، 21 / 22 نوفمبر 2006، ص 04.

<sup>2</sup> شمعون شمعون: البورصة-بورصة الجزائر-، دار هومة، الجزائر، 2005 ، ص 78.

**3- المرحلة الانطلاقة الفعلية (1996-1999):** مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم اختيار الوسطاء وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 والمتمثلة في القرض السندي لشركة سوناطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها.

### المطلب الثاني: تنظيم بورصة الجزائر

تعد بورصة الجزائر إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم، و تعمل بورصة الجزائر منذ إنشائها على التكفل بالترتيب والتنظيم العملي والتقني الضروري من أجل عمليات التداول على الأوراق المالية، و يتم تسيير بورصة الجزائر من خلال الهيئات التالية:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- شركة إدارة بورصة القيم المتداولة.
- المؤتمر المركزي على السندات.

### 1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)\*

تم إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل و المتمم ، وتتمتع هذه اللجنة بالاستقلالية الإدارية والمالية.<sup>1</sup>

\* COSOB: La commission d'organisation et surveillance des opérations.

<sup>1</sup> COSOB: guide de la bourse ,édition MTP, Alger, p06.

حيث تهتم بإعداد النصوص التنظيمية للبورصة، و تهتم هذه اللجنة بتنظيم ومراقبة أوراق القيم المتداولة وذلك من أجل العمل أساسا على:<sup>1</sup>

-حماية المستثمرين في القيم المتداولة.

-ضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها.

تتكون لجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها من رئيس يعين الرئيس بمرسوم رئاسي لعهدتها أربع سنوات، ويعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية ، بحسب كفاءاتهم في مجال المالية والبورصة، لمدة أربع سنوات.

و قد خول القانون للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة صلاحيات و مهام تتكفل بها و تتمثل هذه الوظائف أساسا في الآتي:

• الوظائف التنظيمية:

تعتبر من أهم الوظائف التي تتولى اللجنة مهمتها و المتمثلة فيما يلي:<sup>2</sup>

-السهر على حماية المدخرات المستثمرة في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى في إطار اللجوء العلني للادخار.

-ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة و شفافيتها.

-تقديم تقرير سنوي عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة

<sup>1</sup> محمد براق، واقع التنمية وبورصات القيم المتداولة في العالم -مع دراسة حالة الجزائر- أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 1999، ص 377

<sup>2</sup> www.cosob.com.dz, date de consultation : 19/01/2018

- سن القوانين المتعلقة برؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عملية البورصة.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و القواعد المهنية المطبقة عليهم.
- تنظيم الشروط و القواعد التي تحكم العلاقة بين المؤتمن المركزي للسندات و المستفيدين من خدماته.
- تحديد مهام الوسطاء في البورصة و نطاق مسؤولياتهم و الضمانات الواجب الإيفاء بها اتجاه زبائنهم.
- ضبط القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية و تسليم السندات.
- قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها و شطبها و تعليق تحديد أسعارها.
- ضبط شروط التأهيل و ممارسة الاعوان المرخص لهم بإجراء التفاوض في مجال البورصة.
- القيام بنشر المعلومات التي تخص الشركات المحددة لأسعار قيمها.

#### • الوظيفة الرقابية:

تهتم اللجنة بكل ما يخص الرقابة على تطبيق و احترام الإجراءات القانونية بالبورصة حيث تسهر على مراقبة كل من :

- شركات التي تتداول قيمها في البورصة.

- الوسطاء في عمليات البورصة.

حيث تعمل اللجنة في ميدان الرقابة من التأكد من أن الشركات التي تلجأ إلى الادخار العلني بالإعلام الواسع للجمهور حيث يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقا مالية أو أي منتج مالي آخر باللجوء العلني للادخار، إذ تنشر مسبقا مذكرة موجهة إلى إعلام الجمهور تتضمن تنظيم الشركة و وضعيتها المالية و تطور نشاطها وهذه المذكرة تؤشر من قبل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مسبقا، كما و تعمل اللجنة على السير الحسن لعمليات السوق.

• الوظيفة التأديبية و التحكيمية:

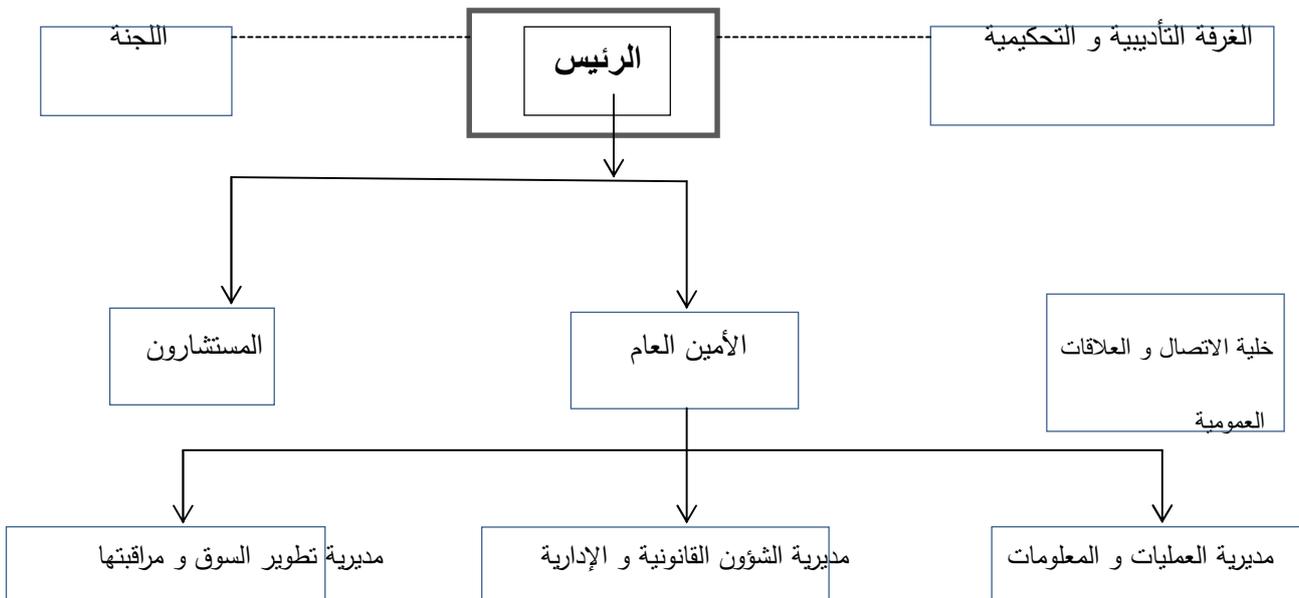
هناك على مستوى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة وظيفة تأديبية و تحكيمية تعمل على معالجة كل نزاع تقني ناتج عن تأويل القوانين و اللوائح التي تدير البورصة .

يتم دراسة كل اختلال بالالتزامات المهنية و الأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، و كل مخالفة للأحكام التشريعية و التنظيمية المطبقة عليهم، و هذا في المجال التأديبي.

أما في المجال التحكيمي فيتم دراسة كل نزاع تقني يترتب عن تفسير القوانين و التنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة والتي بإمكانها أن تنشأ بين عدة أطراف ، فتتولى هذه اللجنة حل الخلاف بين الوسطاء في عمليات البورصة، أو بين الوسطاء في عمليات البورصة و شركات البورصة، فتعمل اللجنة في النظر في أسباب الخلاف و العمل على معاقبة كل من يتسبب في عرقلة سير عمليات البورصة وذلك بإجراءات عقابية تتراوح بين الإنذار و الغرامات المالية و حتى الحبس.

و سيتم توضيح الهيكل التنظيمي العام للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في الشكل التالي:

الشكل رقم(05) : الهيكل التنظيمي العام للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة



المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2006، ص 39.

## 2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV \*

أنشأت بتاريخ 25 ماي 1997 بعد انعقاد جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21 ماي 1997 و كانت تسمى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة قبل أن يصدر القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 10-93 ، و تعتبر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شركة ذات أسهم ، و هي أساسا مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة، والذين يتميزون باحتكار عمليات التفاوض على القيم المتداولة بالبورصة لحسابهم و لحساب زبائنهم أي أن رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة، و هي المسؤولة عن تنفيذ الإجراءات العملية والتقنية الضرورية للمبادلات على القيم .

كما وتمارس شركة إدارة بورصة القيم المتداولة نشاطها تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة

و قد حدد مهام هذه الشركة المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر سنة 1993 و تخص الآتي:<sup>1</sup>

- التنظيم لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة.

-تسهيل المبادلات بين الوسطاء و تسجيل عمليات التفاوض.

-تنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة.

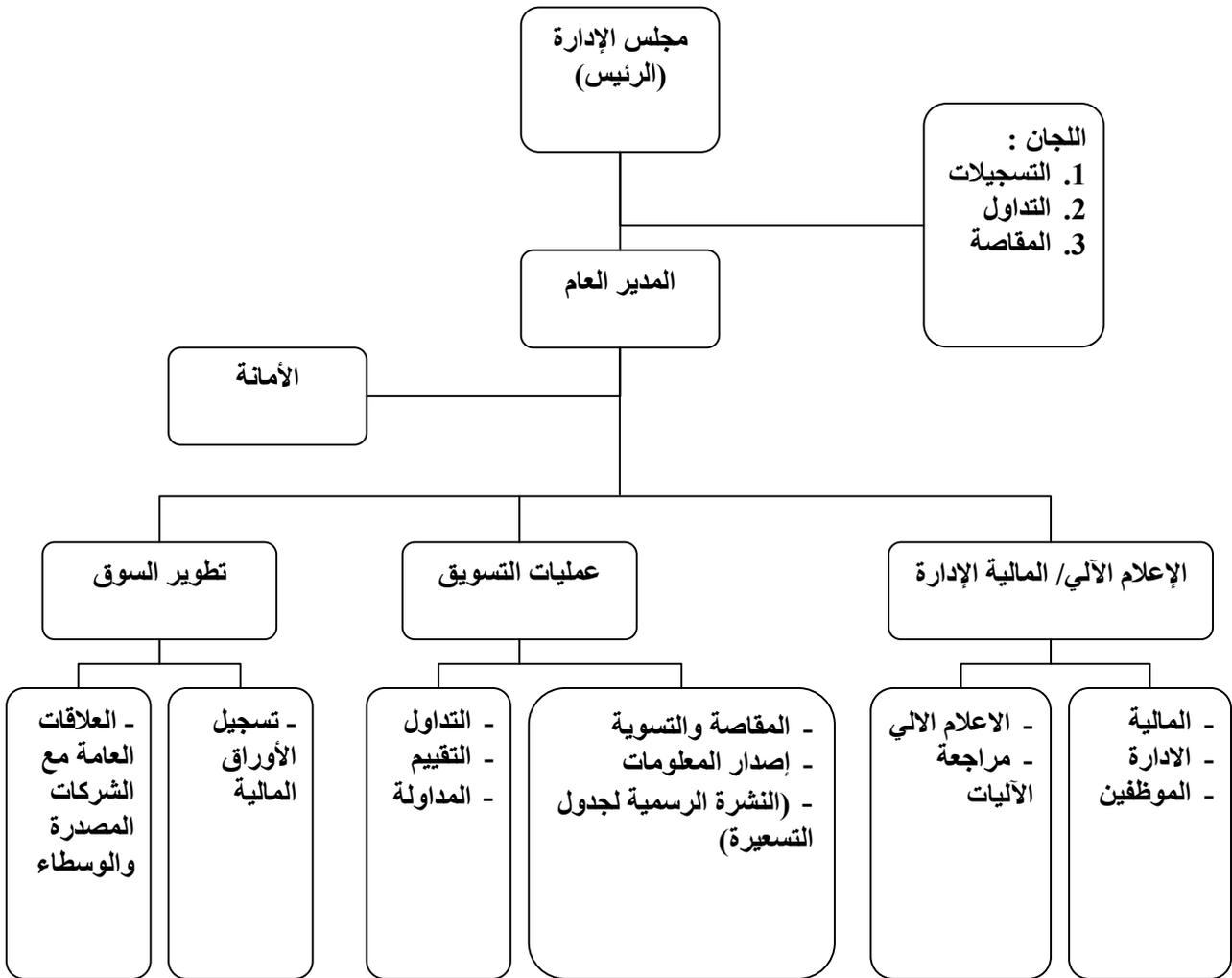
-وضع نشرة رسمية للتسعيرة وتشمل معلومات عن السوق.

\* SGBV: La société de gestion de la bourse des valeurs.

1- Guide de fonctionnement de la bourse , édition MLP, Alger 2004, p04.

و يحكم شركة تسيير بورصة القيم قانون أساسي يسنه الوزير المكلف بالمالية، و يتولى تسييرها مجلس إدارة مكون من مسيرين يرأسهم مدير عام يعينهم الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، و سنحاول توضيح الهيكل العام لشركة تنظيم بورصة القيم المنقولة

الشكل رقم (06): الهيكل العام لشركة تنظيم بورصة القيم المنقولة



المصدر: مطبوعة مقدمة من طرف شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بالجزائر

### 3- المؤتمر المركزي على السندات : (الجزائر للتسوية / Algérie clearing):

تم تأسيس شركة المؤتمر المركزي للسندات بموجب القانون رقم 03-04 الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003 و الذي يعتبر هيئة مالية يمارس مهامه في شكل شركة مساهمة، و يخضع قانونه الأساسي وتعديلاته و كذا تعيين المدير العام و المسيرين الرئيسيين إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة.

فهو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون خمسة بنوك المتمثلة في: البنك الخارجي الجزائري القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط وثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليوني دينار جزائري وتتمثل وظائفه في:

- حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.

- متابعة حركة السندات من خلال عمليات التسوية من حساب لآخر.

- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.

- الترقيم القانوني للسندات.

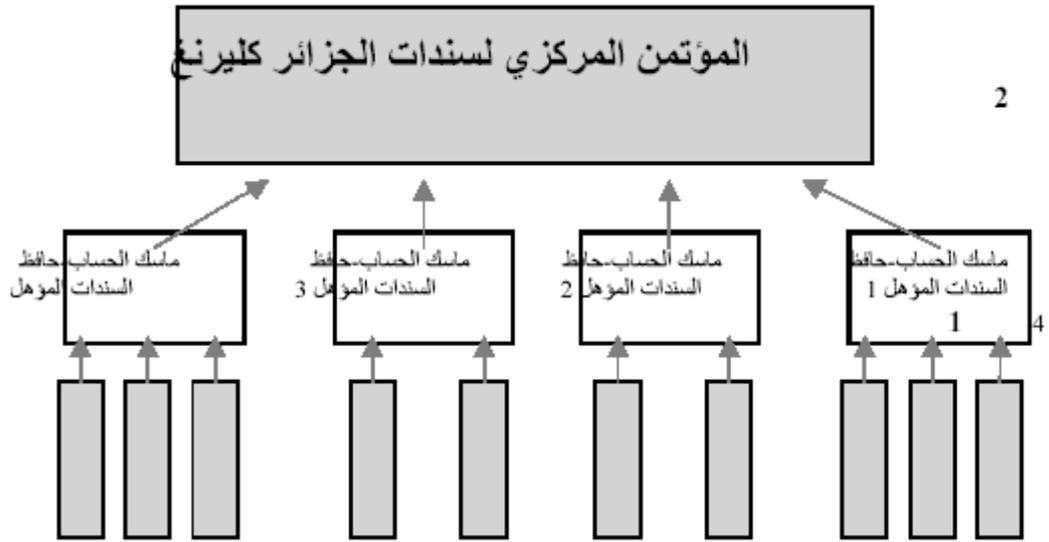
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق و المتمثلة في تنفيذ الأوامر و حركية الأسعار.

أما عن الهدف الأساسي من وراء إنشاء المؤتمر المركزي للسندات هو زيادة سرعة التداول و مركزية التعامل في الأوراق المالية للشركات المقيدة في البورصة، حتى يتم ضمان سيولة السوق واستمراريتها.

و تجدر الإشارة أن أولى المهام التي بادر بها المؤتمن المركزي هو تحويل الشهادات الاسمية إلى حسابات خاصة و جمع الشهادات الاسمية للأسهم.

و في الشكل التالي يمكن التعرف على كيفية انتقال الحسابات إلى المؤتمن المركزي.

شكل رقم (07) : كيفية انتقال الحسابات إلى المؤتمن المركزي



المصدر : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، المؤتمن المركزي

1- يفتح المستثمرون لدى ماسكي الحسابات- حافظي السندات حسابات سندات تأوي أرصدهم في شكل سندات.

2- يفتح المؤتمن المركزي لماسكي الحساب -حافظي السندات حسابات جارية تقيدها فيها كل الأرصدة من سندات المستثمرين الذين أسندت إليهم إدارتها.

## المطلب الثالث: القيم المتداولة في بورصة الجزائر و شروط الإدراج فيها

### أولا : القيم المتداولة في بورصة الجزائر

تحوز البورصة على منتجات متنوعة من أسهم وسندات، وكذا أوراق مهجنة ومشتقات مالية، و هذا ما يجعل المحافظ المالية للمستثمر في البورصة متنوعة ، و من أجل التعرف أكثر على بورصة الجزائر كان من الضروري التعرف أكثر على القيم المنقولة المعروضة للتداول و الاستثمار في بورصة الجزائر.

و القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول أو يمكن أن تسعر في البورصة، تصدرها الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة و تعطي لحاملها حقوقا ماثلة سواء حق المساهمة في شركة الأموال أو حق مديونية.<sup>1</sup>

**1- الأسهم:** تعتبر شهادة تخول لمالكها الحق في ملكية جزء من ممتلكات الشركة التي أصدرت هذا

السهم، والأسهم قابلة للتداول والانتقال من شخص إلى آخر، فهي مستند ملكية، و قد حدد القانون

التجاري لسنة 1993 أصنافا مختلفة من الأسهم كنوع من أنواع القيم المتداولة في بورصة الجزائر،

أبرزها التالية:<sup>2</sup>

- **الأسهم العادية:** هي ورقة مالية مصدرة من قبل شركة ذات أسهم تمثيلا لحصة من رأس المال.
- **أسهم التمتع:** هي ذلك الصك الذي يستلمه المساهم عندما يستولي على كل القيمة الإسمية لسهمه يشترط لإعطاء هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك في القانون النظامي للشركة، وذلك من خلال القرعة.
- **الأسهم ذات الاذن للاكتتاب في الأسهم.**
- **الأسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح.**

و لكن بورصة الجزائر تستند على نوع واحد من الأسهم اساسا و هو الاسهم العادية ، حيث انه اكثر طلبا.

<sup>1</sup> Le Gall Jean Pierre, Droit Commercial ( les groupements commerciaux et GIE ,bourses de valeurs, 13<sup>eme</sup> édition , Dalloz, Paris, 1993, p 218.

<sup>2</sup> منشورات شركة إدارة بورصة القيم.

2- **السندات:** هي عبارة عن جزء من قرض تصدره الشركة أو هيئة مقترضة و يتم طرحه للاكتتاب فيه من جانب المقترض عن المقترضين.<sup>1</sup>

و السند يعتبر ورقة مالية ذات دخل ثابت و هي التي تعد مستثمريها بدخل نقدي محدد مقدما يتم دفعه على فترات دورية، و هذه السندات تعبر على مديونية أو قروض.

### 3- الأوراق المهجنة:

ترخص الجمعية العامة غير العادية للمساهمين إصدار القيم المنقولة بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين ومدوبي الحسابات ، و تتمثل أهم القيم الهجينة في التالي:

- شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت تجزئة للأسهم العادية حيث تصدر هذه الشهادات بمناسبة زيادة رأس المال أو تجزئة الأسهم الموجودة، وهي حقوق مالية قابلة للتداول، و غايتها الأساسية من هذه الشهادات هو أنه يمكن من الحصول على مصادر تمويل جديدة و مستمرة مع البقاء على المساهمين الأولين الذين يحتفظون بذات نسب التصويت.

- **سندات الاستحقاق ذات قسيمات الاكتتاب بالأسهم:** تمنح قسيمات الاكتتاب حق اكتتاب أسهم تقوم بإصدارها الشركة بسعر أو أسعار مختلفة تبعا للشروط والآجال المدونة في عقد الإصدار، على أن لا تتجاوز مدة ممارسة حق الاكتتاب مدة الاستهلاك النهائي للقرض أكثر من ثلاثة أشهر، و يجب أن يكون سعر ممارسة الحق في الاكتتاب مساويا على الأقل للقيمة الإسمية للأسهم المكتتبه بناء على تقديم القسيمات، وتحدد المبلغ الأقصى للأسهم التي يمكن أن يكتتبها أصحاب القسيمات، في كفيات حساب هذا السعر تبت الجمعية العامة.

<sup>1</sup> محسن أحمد الخيضي ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، اشترك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1996، ص60.

## ثانيا: شروط الإدراج في بورصة الجزائر.

إن شروط الالتحاق ببورصة الجزائر بالنسبة للمؤسسات العمومية هي نفسها بالنسبة للمؤسسات الخاصة فعليها أن تتوفر على الشروط التالية:<sup>1</sup>

1- شروط خاصة بالقيم محل الطلب: وهي:

- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة 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 يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل و آخر 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:

وتشمل الشروط الخاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج في البورصة النقاط التالية:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.
- إصدار 20 % من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.
- نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.

<sup>1</sup> Guide de COSOB , guide de l'introduction 1997, p69.

- تقديم جملة من المعلومات تحدد لها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.
- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

### 3- إجراءات الدخول إلى بورصة الجزائر:<sup>1</sup>

تلتزم شركة تسيير بورصة القيم بتنظيم إجراءات الدخول والمتمثلة في:

- أ- **الإجراء العادي:** يستعمل هذا الإجراء عندما يتعلق الأمر بقيمة مماثلة لقيم تم تسعيرها في البورصة سابقا، حيث يُمكن هذا وعندما يكون رأس مال المؤسسة موزعا بين الجمهور بمقدار كاف من تسجيل القيمة في جدول الأسعار مباشرة للتداول عليها، وذلك ابتداء من سعر إدخال تصادق عليه شركة تسيير بورصة القيم.
- ب- **العرض العمومي للبيع:** هو عبارة عن إجراء يسمح لأصحاب القيم المنقولة سواء كانوا ماديين أو معنويين من عرض كامل قيمهم المنقولة أو جزء منها للجمهور، وفي فترة محددة ويسعر محدد مسبقا في إطار نزيه و شفاف، وفي هذه الحالة فإنّ هذا العرض يمكن من وضع عدد معلوم من الأوراق تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال، وذلك عن طريق عرض سعر أدنى أو عن طريق سعر ثابت.

<sup>1</sup> Fonctionnement de la bourse, site consulté le 23/11/ 2018

[http://www.cosob.org/publications/guides/publications-guide\\_fonct\\_bourse.pdf](http://www.cosob.org/publications/guides/publications-guide_fonct_bourse.pdf)

## المبحث الثاني: واقع و عراقيل و آفاق بورصة الجزائر.

باشرت بورصة الجزائر ممارسة نشاطها بعد جهود معتبرة، في إطار تنفيذ برنامج التصحيح الهيكلي، وقد تمت الانطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر بتجربتها الأولى المتمثلة في طرح القرض السندي لسوناطراك، وتلاها فيما بعد إدخال شركات أخرى، فأصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية، وهذا مؤشر مهم في المساهمة بتمويل المشاريع الاستثمارية، لكن توجد معوقات حالت دون السير الحسن لهذه المؤسسة ودون تحقيق الفعالية المرجوة منها، و هذه العوائق تعمل على عدم وصول لبورصة الجزائرية إلى هدفها المنشود وعليه فكان من المهم أن يكون لها آفاق و العمل على اتخاذ الإجراءات الضرورية التي تعمل على تحقيق الأهداف المرجوة.

### المطلب الأول: المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر

لا بد من معرفة أهداف المؤسسات من الدخول إلى البورصة، و هذا قبل التعرض إلى أهم المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر من خلال هذا المطلب.

#### • الأهداف التي تريد المؤسسة تحقيقها من ولوجها إلى البورصة:

البورصة هي سوق مهم للمؤسسات التي تسعى إلى كسب مزايا أساسية من خلال الدخول إلى البورصة حيث يمثل الدخول للبورصة أمر حاسم، و فرصة مهمة في حياة المؤسسة ويمكن أن تحقق من خلالها العديد من الأهداف أهمها\*:

- الحصول على الشهرة للمؤسسة: يمثل دخول المؤسسة للبورصة بمثابة رفع صيت المؤسسة خاصة بزيادة مصداقيتها والثقة فيها، وتحسين صورتها على المستوى المحلي والدولي.

\* المزايا التي يتم ذكرها هي على سبيل الذكر لا الحصر، فهي توضح عامة ما تقدمه البورصة من مزايا للمؤسسة المدرجة بها.

- فحينما تكون المؤسسة مدرجة بالبورصة فهذا يوفر لها حضورا إعلاميا مستمرا، ومن شأن تنامي الشهرة و المصداقية تيسير علاقات المؤسسة مع المؤسسات التي تتعامل معها يوميا من بنوك و إدارة، كما أنّ مواردها البشرية ستصبح تنظر إليها على أنّها أكثر صلابة و جاذبية مما يغذي حماسهم وولاءهم لها.
- **رفع رأس المال:** ويعد هذا العامل أهم دافع لعملية الدخول للبورصة مما يجعل من البورصة مصدرا بديلا للتمويل، أي أنه بإمكان المؤسسة بفضل البورصة ان تحصل على موارد مالية إضافية لتحقيق تمويل مشاريعها، خصوصا تلك التي تفوق قيمتها الطاقة التمويلية للمؤسسة.
- **الرغبة في توسيع قاعدة المساهمين:** حيث أن قرار الدخول للبورصة يسمح للمساهمين القدامى بالتنازل عن أسهمهم في السوق، وأيضا تدعيم مركزهم إذا أرادوا، كما يسمح ذلك بدخول مساهمين جدد من مختلف المستثمرين في القطاع الاقتصادي و المالي.
- **الاستفادة من امتيازات جبائية:** إنّ الدخول للبورصة يسمح للمؤسسة في الكثير من الأحيان من الاستفادة من وضعية جبائية خاصة وجيدة.
- التقييم الدائم للمؤسسة:** تخضع أصول المؤسسة المسعرة في البورصة إلى عملية تقييم مستمرة مما يسهل عمل دائنيها بمعرفة الوضعية الحقيقية للمؤسسة.
- و مما لا شك فيه هو أن قرار دخول المؤسسة إلى البورصة من القرارات الهامة بالنسبة لها، حيث تمثل هذه المرحلة بمثابة انتقال المؤسسة من مؤسسة مغلقة على المحيط الخارجي إلى مؤسسة منفتحة، كما أن دخول البورصة يسمح لها بالاستمرار و الديمومة من خلال الإدراج فذلك يجنب المؤسسات التفكك و الانحلال يمكن ان ينتج عن خروج احد مساهميها أو في بعض حالات الوراثة، كما يساعد على سد احتياجات المؤسسة المالية، و بالتالي تطوير المؤسسة .

• أهم المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر:

1- المؤسسات المصدرة للأسهم:

**مجمع صيدال:** يتمثل في مجمع لإنتاج وتسويق المواد الصيدلانية، و قام مجمع صيدال بإجراء عملية العرض العمومي للبيع OPV بسعر ثابت، من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم يوم الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف الجمهور، وبسعر معلوم يتم تحديده مسبقاً، حيث حددت قيمة العرض العمومي للبيع بـ 20 % من رأس المال الاجتماعي للمجمع، أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2.000.000 سهم، بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم الواحد، أما رأس المال المتبقي 80 % فيبقى ملكاً للمجمع و تم تحديد سعر إصدار السهم بـ 800 دج خلال فترة إكتتاب إبتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999، و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:

الجدول رقم (05) : نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال

| النسبة % | عدد الأسهم | الفئات                    |
|----------|------------|---------------------------|
| 5.13     | 102 658    | المؤسسات المالية          |
| 4.48     | 89 615     | الأشخاص المعنويين الآخرين |
| 0.83     | 16 514     | عمال مجمع صيدال           |
| 89.56    | 1 791 213  | الأشخاص الطبيعيين الآخرين |
| 100      | 2 000 000  | المجموع                   |

Source : La notice d'information, Groupe SAIDAL,1998, P08

- **فندق الأوراسي:** و بمقتضى المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة ، تم تحويل ملكية الفندق إلى الشركة القابضة للخدمات ، و تنفيذاً لبرنامج الخصصة و بهدف تنشيط بورصة الجزائر ، تم اتخاذ قرار إدخال جزء من رأسمال الفندق إلى البورصة بنسبة 20% ، من رأسماله

الاجتماعي أي ما يقدر بحوالي 1200000 سهم وذلك انطلاقا من 15 جوان 99 إلى غاية 18 جويلية 1999 ، و قدر السعر الوحدوي للسهم بقيمة 400 دج، و قد أسفرت عملية الإصدار عن النتائج التالية:

**الجدول رقم ( 06 ) : نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي**

| النسبة % | عدد الأسهم | الفئات                         |
|----------|------------|--------------------------------|
| 15       | 180000     | بنوك , شركات التأمين , الوسطاء |
| 20       | 240000     | شركات معنوية و تجار            |
| 05       | 60000      | أجراء فندق الأوراسي            |
| 60       | 720000     | أشخاص طبيعيين                  |
| 100      | 1200000    | المجموع                        |

Source : Marché premaine , Analyse de l'OPV EGH .EL AURASSI , SGBV , 1997 , P 05

**- مجمع رياض سطيف Eriad-Setif :** قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة

بتاريخ 25 أبريل 1998 إدخال الشركة العمومية الإقتصادية Eriad-Setif بسوق الأوراق المالية بالجزائر

لوضعيتها المالية الإيجابية ، و في 29 أبريل 1998 حددت الجمعية العامة غير العادية للمؤسسة الإطار

العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار برفع رأس مالها من 4 000 000 000 دج إلى

5 000 000 000 ، أي بنسبة 25 %، و ذلك بإصدار 1 000 000 سهم بقيمة إسمية 1000 دج.

و قد تم تحديد سعر إصدار 2300 دج، خلال فترة الإكتتاب التي إمتدت من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998، و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:

**الجدول رقم ( 07 ) : نتائج اللجوء العلني للإدخار لأسهم مجمع Eriad-Setif**

| عدد الأسهم | عدد المكتتبين | الفئات                   |
|------------|---------------|--------------------------|
| 63 082     | 68            | الأشخاص المعنويين الخواص |
| 395 844    | 5106          | الأشخاص الطبيعيين        |
| 541 074    | 06            | المؤسسات المالية         |
| 1 000 000  | 5180          | المجموع                  |

Source : Synthèse de l'opération appel public à l'épargne, Eriad-Setif, 1999

كما و أن شركة رويبة للعصائر والمشروبات تعتبر أول شركة صناعية تدخل البورصة في فيفري 2013، وبدأت نشاطها بطرح % 25 من أسهمها، كما و قد أعطت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في ديسمبر 2015 موافقتها بشأن دخول المجمع الصيدلاني "بيوفارم" إلى بورصة الجزائر، ويمثل هذا الدخول عرضا عموميا لبيع أسهم تمثل نسبة % 20 من رأس مال المؤسسة.<sup>1</sup>

**2- المؤسسات المصدرة للسندات:**

- شركة سوناپراك: و هي شركة وطنية للتقيب و الانتاج و توزيع المحروقات، حيث منحت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 001 بتاريخ 11-18-1997 بموجب المذكرة الإعلامية المسلمة

<sup>1</sup> www. Elkhabar.com/press/articale.pdf ,date de consultation 15/09/2018.

من طرف شركة سوناطراك، والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ خمسة ملايين دينار بسعر فائدة مقداره 13% مدته خمس سنوات<sup>1</sup>، و كانت أهم خصائص هذا القرض أنه تميز بالأمان و المردودية مما أكسبه سيولة عالية ترجمت بطلب يفوق بكثير مبلغ القرض .

مما تطلب تعديل المذكرة الإعلامية أعلاه لتشتمل بذلك على الخصائص التالية :

- مبلغ القرض النهائي قدر بحوالي 12,126 مليار دينار .
- علاوة الإصدار تقدر بنسبة 2,5% من القيمة الاسمية .
- مدة القرض 5 سنوات انطلاقا من 4 جانفي 1998 .

و تم طرح ثلاث فئات من السندات بقيم اسمية مختلفة تمثلت في: 10000، 50000، 100000 دج و ذلك بغية استقطاب أكبر قدر ممكن من المستثمرين، و توفير أكبر قدر من السيولة للسندات محل الإصدار ، و تمت بذلك أول تسعيرة بتاريخ 18 أكتوبر 1999 ، أما تاريخ الاستحقاق فقد كان حدد بيوم 03 جانفي 2003.

- شركة سونلغاز: هي شركة وطنية للكهرباء و الغاز ، و من خصائص هذا القرض ما يلي:

مبلغ القرض: 15.000.000 دج، عدد السندات : 1500 سند ، و كان سعر الفائدة : 5.3% في السنة الأولى وتصل إلى 7% أما تاريخ الاصدار فكان في ماي 2005، وفي 29/05/2006 تم التسعير الرسمي لسندات سونلغاز في بورصة الجزائر، وذلك بعد حصول الشركة على موافقة الهيئة الخاصة بتنظيم ومراقبة عمليات البورصة. وستطبق التسعيرة على السندات التي صدرت في ماي 2005، وحددت لجنة التفاوض لشركة تسيير بورصة القيم، السعر المرجعي لسندات سونلغاز خلال حصة التفاوض الأولى بـ 10,101 بالمائة من قيمة تسعيرها في البورصة.

<sup>1</sup> محمد براق ، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر، 1999-2000، ص 399

- شركة اتصالات الجزائر : حيث أن تاريخ القيام بالعملية : من 2006/09/17 إلى 2006/10/17،

مبلغ القرض يقدر بـ 20 مليار دينار، أما عدد السندات : 2 مليون أي بسعر 10 آلاف دينار للسهم

الواحد مع اكتتاب أدنى من سنتين، و عن سعر الفائدة : فترة استحقاق اجبارية من خمس سنوات

وسعر فائدة متزايد مقسم كالآتي: 4% في السنتين الأولى والثانية

4.5% في السنتين الثالثة والرابعة

7.9% في السنة الخامسة

تشارك في إنجاز هذه العملية 08 بنوك، ستة منها عمومية وبنكان خاصان هما : البنك الوطني

الفرنسي وسوسيتي جينرال، وقد تم اعتماد البنك الوطني الجزائري كمقدم صف. كما يقوم مكتب الاستشارة

التقنية والمالية "ستراتيجيكا" بالإشراف المباشر على هذه العملية.

- شركة الخطوط الجوية الجزائرية: هي شركة تهدف لضمان النقل و الخدمات الجوية، لجأت إلى الادخار

العلنى في 01 ديسمبر 2006 عن طريق إصدار سندات تقدر بـ: 14.1 مليار دج لمدة 4 سنوات

بمعدلات فائدة تدرجية متمثلة في: 3.75% بالنسبة للسنة الأولى و الثانية، و 4.5% بالنسبة للسنة

الثالثة و الرابعة ، و نسبة 6.5% في السنة الخامسة و السادسة، و قد تم الإعلان عن أولى عمليات

التسعيرة لسندات الشركة في 12 ماي 2007 بمعدل 100% من القيمة الاسمية.

## المطلب الثاني: العراقيل التي تتعرض لها بورصة الجزائر

من أجل تفعيل و تحسين أداء بورصة الجزائر كان من الضروري تفحص نقاط الضعف بها، و بالتالي لابد من الوقوف على العراقيل التي تعاني منه هذه الأخيرة و التي تخص عدة مجالات ، و هذا من أجل الوصول إلى الدور الحقيقي الذي يمكن أن تلعبه هذه السوق في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في الجزائر خاصة إذا ما اكتملت البنى التشريعية والمؤسسية والبشرية لهذا السوق اليافع، ولهذا سيخصص هذا المطلب للوقوف أمام أهم العراقيل التي تحول دون تحقيق فعالية لهذه السوق في الاقتصاد الوطني ، و الواقع أن مشكلات البورصة الجزائرية هي عديدة ومعقدة، فهي لا تتعلق بجانب واحد فقط و إنما بعدة ميادين، والتي نوجزها في الآتي:

### 1- المعوقات الاقتصادية:

هناك عدة عوائق و صعوبات تواجهها بورصة الجزائر في الجانب الاقتصادي تحول دون تطور هذه الأخيرة ، و سنذكر أهم هذه العوائق من خلال التالي:

#### - التضخم:<sup>1</sup>

وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها.

<sup>1</sup> زيدان محمد، نور الدين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، مرجع سابق، ص14.

وإذا استمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الادخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها، و قد شوهد في بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر ترجمت بارتفاع مستوى أسعار السلع و زيادة تداول الكتلة النقدية ، كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لابد أن تكون حسابات التكلفة و العائد على أساس الأرقام الحقيقية و ليست الاسمية ، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة .

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية ، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم ، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة ، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة .

#### - السوق الموازية:

تعتبر السوق الموازية سوق غير رسمي يكون فيها ابرام بعض الصفقات التي تخص السلع و الخدمات مقابل أموال متداولة غير مصرح بها لدى مصالح الضرائب، كما أن هذا السوق يذر بأرباح معتبرة للمؤسسات حيث المداخل الناتجة عن هذه المعاملات التي تتم بهذا النوع من الأسواق غير مصرح بها لدى السلطات الجبائية و منه فوجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه إدخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

## - ضعف الحوافز الجبائية:

هناك ضغط جبائي على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، خصوصا إذا كانت خزينة الدولة في حالة عجز نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق الدولية، فتكون الضرائب تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية، و ما يتسم به النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، حيث نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح، مما يجعل نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين تنخفض، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، و يمثل الضغط الجبائي عامل مؤثر يؤدي إلى تغيير سلوكهم الادخاري و الاستثماري.

## 2- المعوقات السياسية و القانونية:

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة، فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي، وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدما مثل أمريكا، اليابان وألمانيا، وبريطانيا يظهر في تطور بورصاتها، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر، فإنه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ إلى يومنا، ونحن نعلم أن معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن، وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي، وعليه فإن السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في بورصة عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة الجزائر، غير منشورة، 2006، ص 279 .

أما من الناحية القانونية فإن التشريع الجزائري يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من طرف الشركات ذات الأسهم<sup>1</sup> ، والاقتصاد الوطني يغلب عليه شركات التضامن، وشركات ذات المسؤولية المحدودة فكون شروط قبول المؤسسات قاسية وخاصة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية.

### 3- المعوقات الاجتماعية و الثقافية و العامل الديني:

إن العائلات الجزائرية منشغلة بحاجياتها الأساسية من غذاء ولباس و غيره من الضروريات في الحياة و إن تبقى من دخلهم فيفضلون توجيه ادخارهم نحو الوسائل التقليدية كالبنوك و صناديق التوفير و الاحتياط باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان ،وهذا ما يعمل على إعاقة عمل البورصة في الجزائر، كما نجد غياب ثقافة الاستثمار في البورصة لدى جل أفراد المجتمع الجزائري وذلك لجهلهم بماهية البورصة وأهميتها، و بالتالي هناك نقص فادح في الثقافة المالية و خصوصا في مجال استثمار أموالهم في القيم المتداولة في البورصة.

أما عن العامل الديني فمن المهم الأخذ بعين الاعتبار نظام القيم في المجتمع الجزائري حيث أن اللجوء إلى عملية التمويل من خلال البورصة بإصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

<sup>1</sup>المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 79-03، المؤرخ في 18/11/1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 1997.

#### 4- المعوقات التنظيمية:

##### - عدم تنوع الأوراق المالية :

يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأوراق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية ، تفسح لهم المجال واسعا في اختيار منها ما يتناسب مع إمكانياتهم و أهدافهم، و التنويه من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر.

##### - قلة المؤسسات المدرجة :

باعتبار وجود عدد محدود من الشركات المسعرة في البورصة الجزائرية يؤدي إلى انخفاض فعالية البورصة، حيث أن المؤسسات المدرجة هي المحرك الأساسي للبورصة، فهي عامل فعال لنموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح، وما يظهر الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة بها و هذا راجع لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا مما يؤدي إلى عدم تطور و نجاعة البورصة في الجزائر .

##### - ضعف الإفصاح والشفافية:<sup>1</sup>

يعاني المستثمرون، في العديد من أسواق الأسهم العربية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، مما يمس في الصميم مصداقية الأسواق في حين أن المطلعين، سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين أو المقربين منهم، يحققون مكاسب كبيرة، أو يتجنبون خسائر جسيمة بإطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، مرجع سابق، ص287.

أما في بورصة الجزائر فان المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار.

### المطلب الثالث: آفاق تطوير بورصة الجزائر

انطلاقا مما سبق فإن بورصة الجزائر لا تزال في مراحل نموها الأولى، حيث يغلب عليها في الوقت الحالي سمات الهشاشة و البعد عن تأدية دورها اللازم في تمويل الاقتصاد الوطني، فلا بد من الحلول التي تعمل على الحد من كل الصعوبات و المعوقات التي تقف في وجه تقوية هذه السوق المهمة للاقتصاد الوطني و حتى يتم تحسين أدائها وفعاليتها بما يمكنها من تحقيق أهدافها المراد الوصول لها ، كان لابد من أجل ذلك اتخاذ مجموعة من التدابير و الإجراءات التي تعمل على تطويرها في المجال المالي، و من جملة هذه التدابير التي تعمل على تنشيط أدائها ما يلي:

#### - توفير بيئة اقتصادية ملائمة<sup>1</sup>:

يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي ، من أجل تواجد بورصة قيم متداولة فعالة و لا بد من توفير قطاع خاص نشط تتسم بالحرية والمنافسة، و كذلك يجب توفير المناخ الاستثماري المناسب من منح الحوافز الضريبية للشركات ووضوح الأطر القانونية والتنظيمية لها، وتحديد وتطوير الهياكل المالية وتحفيز الاستثمار الأجنبي وحماية حقوق المستثمرين، ويجب أن يكون اقتصاد السوق شرطا رئيسي لقيام بورصة أوراق مالية فعالة في الجزائر.

<sup>1</sup> شمام عبد الوهاب، زودة عمار ، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية و مقومات تفعيل بورصة الجزائر، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات العدد الرابع ، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف ، ميله ، الجزائر، ديسمبر 2016، ص24.

بالإضافة إلى تسريع عملية الخوصصة وذلك من خلال فتح رأسمال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة، وتتوع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين وبالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق وهو عمق السوق.

#### - تعزيز مبدأ الشفافية والإفصاح:<sup>1</sup>

إن المعلومة تأتي قبل القرار ، وتكون عنصرا من القرار و يكون القرار حدثا يغلق معلومة جديدة ، و قرار الإستثمار في الاوراق المالية يتطلب معلومات محاسبية ومالية ، بغية معرفة الوضعية المالية للمؤسسة ، وقد تتجاوزها لنوعية المؤسسة بغية معرفة سياسيتها في توزيع الأرباح ، و نلمس في هذا المقام دور البورصة في ترويج هذه المعلومات لدى كافة المستثمرين بالبورصة دون إستثناء ، و إننا بهذا المفهوم نطمح لتحقيق الكفاءة الإقتصادية هدف وصول البورصة الجزائرية إليه ضمانة قيام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بإجبار المؤسسات على نشر البيانات اللازمة ، وتقديم الشروح الوافية الدقيقة ، والواضحة الخاصة بمشاريع الشركة التي تطلب التقييد في التسعيرة الرسمية للسوق المالي ، ونشرها في مجالات متخصصة بالإضافة لتنظيم حصص تلفزيونية ، و إذاعية .

#### - نشر الثقافة البورصية:<sup>2</sup>

إنه من الضروري للسعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض منه تعريف مختلف الأعوان

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، توزيع منشآت المعارف، الإسكندرية ، 1999 ، ص 536 .

<sup>2</sup> محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية، مرجع سابق، ص421.

الاقتصادية سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة السوق البورصية ويمكن القيام بهذه المهمة باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور من ذلك إيجاد صحافة متخصصة في الشؤون المالية وكذا تحسيس الجمهور وينبغي أن تتعود العائلات على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية كما أنه يحسن تقديم النصائح للمدخرين بخصوص الاستثمار المالي للقيم المتداولة بتوضيح أحسن الفرص للاستثمار ونحوه، وكذا إعطاء النصائح بشأن تقنيات البورصة خاصة منها ما يتعلق بتقنيات التسيير للمحافظ المالية الخاصة منها والجماعية من شركات استثمار ذات رأس مال متغير أو ثابت، صناديق جماعية للتوظيف، نوادي للاستثمار و غيرها.

#### - التنوع في الأدوات المالية و تطوير أنظمة التداول<sup>1</sup>:

تتميز البورصات الفعالة بالعدد المرتفع للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية تتميز بتنوع الأدوات المالية التي تعد عامل جذب للمدخرين، والتفتح الكبير على الجمهور وتتميز بورصات البلدان النامية والدول العربية والجزائر خاصة لضعف الصفقات الناجمة عن العدد المحدود للمتدخلين، غياب الإرادة في الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة، الطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي لتوسيع أنشطتها، عدم تنوع الأدوات المالية في هذه البورصات وعدم توظيف الادخار في شكل سندات إما لانخفاض العائد أو لأسباب دينية مثل تحريم الفائدة، أما فيما يخص تطوير أنظمة التداول فلا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت.

<sup>1</sup> شمام عبد الوهاب، زودة عمار ، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية و مقومات تفعيل بورصة الجزائر، مرجع سابق، ص 25-26.

وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية، وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

#### - العمل على ضمان الاستقرار السياسي:

إنه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقية لتجديد الادخار بغية ضمان انطلاقة تحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد وفي هذا الصدد فإن المستثمرين يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار، لذا يجب أن تكون هناك استراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لا تزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في البورصة وخاصة المتعلقة بضمان الأموال مضمونة، إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية.

#### - مراجعة الإطار التشريعي:

إن القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي يعتبر عاملا محددًا في نجاح أي مؤسسة، وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي. ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين ضف إلى ذلك يجب أن تكون هذه التشريعات واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر على أن تتماشى هذه التشريعات مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.

- وجود جهاز مصرفي متكامل:

يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة لتقوية مقدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع والتوسط بين عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة ذلك لما تختص به بصفته وسيط مال يعمل على تعبئة الادخار وترقية وحسن توجيهه.<sup>1</sup>

- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد :

لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن مع العلم يوجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، لا بد من رفع المستوى المعيشي للمجتمع وخاصة كون معدلات التضخم مرتفعة حاليا في الجزائر، الأمر الذي لا يساهم في تشجيع الادخار والاستثمار في الأوراق المالية نتيجة ضعف القدرة الشرائية للفرد.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> شمام عبد الوهاب، زودة عمار ، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية و مقومات تفعيل بورصة الجزائر، مرجع سابق، ص25.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص26.

### المبحث الثالث: واقع الوساطة المالية في بورصة الجزائر

تبرز خصوصية بورصة الأوراق المالية من خلال تخصصها بالتعامل من قبل أطراف محددين ، بحيث تكون منظمة من خلال مجموعة من القواعد القانونية المعتمدة في تلك السوق، ومن تم تفرض أن يتم التعامل في الاوراق المالية من قبل المحترفين في مزاوله هذا النشاط ، و هذه الفئة المتمثلة في الوسطاء المجازون و يكون ذلك من أجل حماية المصلحة العامة، حيث لا يمكن التفاوض على القيم المنقولة إلا من خلال هؤلاء الوسطاء الماليين ، و الذين لابد من أن تتوفر فيهم شروط محددة ، و من تم فالدور الذي يقوم به هذا الأخير مهم جدا في البورصة، حيث لا يمكن الاستغناء عنه ، كما و لا يمكن انكار الدور المهم الذي يقوم به من أجل تفعيل التعاملات المالية في البورصة، و سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى هذه النقاط.

#### المطلب الأول: شروط و إجراءات اعتماد الوسيط في بورصة الجزائر

##### أولاً: شروط اعتماد الوسيط المالي في بورصة الجزائر:

لابد لوسطاء عمليات البورصة قبل ممارسة نشاطهم في البورصة من توفرهم على شروط حددتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات، و هي شروط منصوص عليها ، و ذلك حسب المرسوم رقم 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996، و يمكن توضيح هذه الشروط من خلال التطرق إليها بالنسبة لمحورين أساسيين و اللذان يخصان الأشخاص الطبيعيين و الأشخاص المعنويين، و تتبين هذه الشروط كالآتي:<sup>1</sup>

##### • بالنسبة للأشخاص الطبيعيين:

الشروط التي يجب توفرها لدى الأشخاص الطبيعيين من أجل ممارسة الوساطة في البورصة تتمثل في النقاط التالية:

<sup>1</sup> Mansour Mansouri, la bourse des valeurs mobiliers d'Alger, édition Houma, 2002, p48.

- أن لا يقل عمرهم عن 25 سنة.
- أن يكون لديهم محل واضح وملائم لممارسة نشاطهم.
- التمتع بكامل القوى العقلية و بالأهلية القانونية.
- التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة لضمان حماية المدخرين.
- التمتع بتكوين عالي في هذا المجال، حيث لابد من حيازته على مؤهل علمي يسمح له بممارسة نشاطه أي ضرورة تحمله على شهادة التعليم العالي أو شهادة مكافئة لها.
- تقديم ضمانات كافية لطبيعة النشاط، تقدر بـ 500000 دج.

• بالنسبة للأشخاص المعنويين:

أما عن الشروط التي يجب توفرها لدى الأشخاص المعنويين من أجل ممارسة الوساطة في البورصة تتمثل في النقاط التالية:

- امتلاك على الأقل 1000000 دج من رأس المال .
- امتلاك محل ملائم لممارسة النشاط ولضمان أمن الزبائن.\*
- وجود مسير على الأقل للتكفل بالإدارة العامة للشركة مع توفر كل الشروط اللازمة في المكلف بإدارة شؤون الشركة (شروط اعتماد الوسيط الطبيعي).

\* بالنسبة لشروط امتلاك محل فيما يخص الأشخاص المعنويين يكون أسهل بالنسبة للمؤسسات المالية و البنوك و شركات التأمين حيث هم بالضرورة لديهم مكان عند ممارسة نشاطهم المعتاد إلا انه لابد من الفصل بين نشاطهم و محاسبتهم الخاصة و بين كونهم وسطاء عمليات البورصة.

## ثانياً: إجراءات اعتماد الوسيط المالي في بورصة الجزائر

يتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة عبر مراحل و إجراءات معينة، تحدد من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، حيث في البداية على الوسيط المترشح أن يقوم بطلب الاعتماد إلى اللجنة و من تم إرفاقه بملف يتكون من الوثائق التالية:

- تحرير استمارة طلب الإعتماد الخاصة ( الملحق رقم 1، و رقم 2).
- تحرير رسالة الالتزام و إمضاءها من طرف مسؤول الشركة بالنسبة لشركات الوساطة، و ممضاه من طرف الشخص المعني بالاعتماد في حال كان المترشح شخص طبيعي.
- تقديم معلومات متعلقة بمسيرى الشركة و التي تتركز أساساً على نسخة من شهادة الميلاد، شهادة السوابق العدلية، نسخ مطابقة للشهادات العلمية المتحصل عليها و كذا شهادات الخبرة المهنية، كما يتم تقديم نسخة من القانون الأساسي للشركة المترشحة لطلب الاعتماد.
- و بعد تسليم الملف كاملاً من قبل الوسيط المترشح، تقوم اللجنة بدورها بتقييم الضمانات المقدمة و مدى إمكانيات الوسطاء التنظيمية و المالية، و تقوم اللجنة بالرد على الطلبات خلال مدة لا تتجاوز الشهرين من ميعاد استلام الطلبات، سواء كان الرد القبول أو الرفض، و في حال الموافقة من طرف اللجنة فسيبلغ بذلك من خلال تأشيرة تسلم له من طرف اللجنة و التي تعتبر أي تلك التأشيرة حق المستفيد منها في الخوض كوسيط عمليات البورصة و هذا شرط استكمال الملف حيث تنص المادة 05 من التعليمات 97-01 أنه على شركات المساهمة اتمام الملف من خلال الوثائق التالية:

- نسخة من القانون التأسيسي للشركة.

• وثيقة تبين دفع الحقوق المستحقة.

• الوثيقة التي تبين امتلاك أو استئجار محل مخصص لنشاط الوساطة في البورصة.

أما فيما يتعلق بالأفراد الطبيعيين فقد نصت المادة 02 من نفس التعليمات ذاتها على اتمام الملف بتقديم وثيقة إثبات دفع الضمانات و وثيقة تثبت ملكية أو تأجير محل مخصص لاحتراق نشاط الوساطة المالية في البورصة.

و بعد استكمال الملفات من طرف المترشحين المقبولين من طرف اللجنة، تمنح لهم اعتمادا مؤقتا و الذي يصبح نهائيا في حال إثبات الاكتتاب في الحصص التي ينص عليها القانون في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم حيث حدد القانون قيمة لا تقل عن 02 مليون دج لذلك ، و ذلك بمقتضى الشروط المحددة من طرف اللجنة، و في حال توقف النشاط تسمح اللجنة للوسيط الراغب في ذلك حسب ما نصت المادة 15 من النظام 96-03 أن يقدم طلبا للجنة بإجراء عملية الشطب و يتم ذلك حسب ما تحدده اللجنة.

### المطلب الثاني: مهام الوسيط في بورصة الجزائر

للسيط المالي في بورصة الجزائر مهام متعددة يمكن تلخيصها في الآتي:<sup>1</sup>

- تجميع أوامر العملاء من أجل تنفيذها وبالتالي ضمان نشاط البورصة ( الملحق رقم 3).

- مرافقة الشركات الراغبة في الدخول إلى البورصة في عمليات الإصدار وإدخال قيمهم المالية.

<sup>1</sup>M. Rahni, La bourse d'Alger , forum international de la finance , Alger 2006,p76.

- تسيير محافظ الأوراق المالية في حالة تفويضهم.
- تقديم التوصيات اللازمة لعملائه فيما يخص شراء أو بيع القيم المنقولة.
- تنفيذ أوامر الشراء أو البيع المعطاة من طرف الزبائن.
- التأكد من تسليم عقود الشراء أو البيع للعملاء في الآجال المحددة.
- التأكد من تسجيل القيم التي تم شرائها باسم العملاء، و كذا ضمان الحقوق الناتجة عن عملية الشراء.
- التأكد من أن العميل قد حصل على الأرباح الموزعة والفوائد المحصلة في الأوقات المناسبة.
- الإحاطة المستمرة للعميل بكل المعلومات والمستجدات المرتبطة بالقيم التي بحوزته.
- تتبع كل الأحداث الاقتصادية و التطورات على مستوى سوق الأوراق المالية من أجل تقديم التوجيه الأمثل للاستثمارات.
- مسك إتمام وضبط ملفات العملاء.

كما و تتغير مهام الوسيط المالي حسب تطور رغبة العملاء.\*

و سنحاول التفصيل أكثر في أهم العمليات التي يقوم بها الوسطاء في بورصة الجزائر كالتالي:

#### - المفاوضة على القيم المنقولة لحساب العملاء:

بإمكان الوسيط المالي بصفته وكيل لعملائه التدخل على مستوى البورصة بعد تلاقحه الأوامر منهم

\* زيادة عن المهام المذكورة للوسيط المالي هناك العديد من المهام الأخرى والتي تنتوع بتطور رغبات واحتياجات العملاء وتغيرات السوق المالية خاصة من حيث تنوع الشركات المدرجة وأوراقها المالية.

و هذا بعد القيام بفتح حساب باسم هذا العميل، و ملئ وثيقة فتح الحساب إضافة إلى أمر البيع أو الشراء ممضى من قبل العميل و إيداع مبلغ العملية .

ولابد عند فتح حساب باسم شخص طبيعي على الوسيط التأكد من هوية الشخص المعني و توفر الشروط المطلوبة لتنفيذ الطلب أبرزها التأكد من توفر السيولة اللازمة لدى الزبون.

و عند فتح حساب باسم شخص معنوي، فلا بد على الوسيط الحصول على وثيقة تؤهل ممثل الشركة للقيام بفتح الحساب و إصدار أوامر الشراء و البيع لصالح الشركة، زيادة على السجل التجاري أو أنظمة الشركة.

يتقيد الوسيط بتسجيل تاريخ و ساعة استلام الأوامر بمجرد استلامه ثم إرساله و مفاوضته في السوق و التعجيل بذلك ، و في حالة تنفيذ الأمر يقوم الوسيط بتأكيد التنفيذ للعميل و إعلامه بالقيمة الصافية التي يجب دفعها و مخنل العمولات الأخرى ومن تم تقيد كل المعلومات ضمن وثيقة ترسل مباشرة إلى العميل بعد إتمام العملية، و تسمى هذه الوثيقة ب: إشعار التنفيذ.

أما عن الأوامر التي يمكن للوسيط ان يتلقاها في و المحددة في القانون الجزائري هي:

• الأوامر بسعر السوق.

• الأوامر حسب السعر المحدد.

• الأوامر لأفضل سعر.

- المفاوضة على القيم المنقولة لحسابهم الخاص:

بإمكانية الوسيط في العمليات البورصة ذي النشاط غير محدود من القيام بهذه المهمة حيث يتمكن

من التصرف لحسابه الخاص عن طريق شراء أو بيع القيم المنقولة.

#### - تسيير حافظة القيم المنقولة لحساب الزبائن:

يمكن للوسيط في عمليات البورصة أن يقوم بتسيير لحساب زبائنه حافظة الأوراق المالية وذلك بمقتضى المادة 07 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 .

يتم تسيير الحافظة من طرف الوسيط إما بشكل مباشر عن طريق القيام بالتوظيفات اللازمة وفقا لوكالة تسيير تكون موضوع عقد موقع عليه من طرف صاحب الحساب و الوسيط، أو بشكل غير مباشر عن طريق استخدام هيئات التوظيف الجماعي التي تعين الوسيط كمؤسسة مؤتمنة لها.<sup>1</sup>

يمكن إلغاء وكالة التسيير من احد الطرفين وذلك لعدة أسباب، فقد تتم هذه العملية من طرف الوسيط الذي يتكفل بتقديم التوضيحات اللازمة لعملية والمتعلقة بأسباب الإلغاء، كما يجب عليه أيضا أن يرسل اشعارا مسبقا للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة معلنا فيها بإلغاء وكالة التسيير وذلك من خلال أيام عمل البورصة، والمالية لتاريخ إعلام الموكل أو العميل، قم إقفال قيود الحساب التي كانت تؤهله للقيام بعملية التسيير.

#### - توظيف الأموال:

تصرح المادة 07 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 يمكن للوسيط في العمليات البورصية ذي النشاط غير محدود من القيام بتوظيف الأموال عن طريق البحث عن مكتتبين جدد للأوراق المالية المصدرة لصالح مصدرها الذي يستعمل اللجوء العلني للادخار، وذلك مقابل عمولة يتلقاها الوسيط بموجب عقد يحرر لهذا الغرض من قبل الطرفين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> المادة 07 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 .

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه.

### المطلب الثالث: دور الوسطاء الماليين المعتمدين في بورصة الجزائر

من غير الممكن تصور القيام بمهمة تداول القيم المنقولة في البورصة دون وجود وسطاء، حيث يتجسد الدور الأساسي للوسطاء الماليين في بورصة الجزائر في القيام بعملية التفاوض على القيم المالية و كذا تداولها في البورصة، و تتم عملية التفاوض داخل البورصة، و يتم ذلك في قاعة التداول على مستوى شركة إدارة بورصة القيم بحيث يلتقي الوسطاء و يتم تبادل أوامرهم، و لأجل التعمق أكثر في هذا المجال لابد من التعرف على مختلف الأوامر في بورصة الجزائر كالتالي:

#### ▪ الأوامر في بورصة الجزائر:

أوامر البورصة هي التعليمات التي يعطيها شخص طبيعي أو معنوي، يرغب في شراء أو بيع أوراق مالية مدرجة في البورصة لوسيط في عمليات البورصة، أو تكون هذه المعلومات مقدمة من طرف هذا الأخير في إطار التسيير بوكالة أو في حالة الطرف المقابل، ولكي يقبل الأمر يجب أن يستوفي الشروط التالية:

#### -الإشارة زبون /غير زبون:

الأمر الذي يحمل إشارة " زبون " هو أمر معطى من طرف شخص طبيعي أو معنوي ممثل من طرف وسيط في عمليات البورصة لينفذ هذا الأمر في البورصة، أما الأمر الذي يحمل إشارة " غير زبون " فهو الأمر الذي ينجزه الوسيط لحسابه الخاص، ويبقى الأمر بإشارة " زبون " الأسبقية في التنفيذ على الأمر بإشارة " غير زبون".

#### -إتجاه العملية بيع / شراء:

أي أمر في البورصة إما أن يكون أمر بيع أو أمر شراء، وبالتالي فلا بد عند إعطاء الأمر للوسيط أن يتم توضيح ذلك.

### -تعيين نوع وكمية الورقة المالية:

يتضمن أمر البورصة نوع الورقة المالية والكمية المراد بيعها أو شراؤها.

### -سعر العملية :

وتقبل شركة تسيير بورصة القيم نموذجان لتحديد السعر :

سعر أفضل :فالزبون يقبل التنفيذ بسعر السوق.

\*بسعر محدد :في حالة أمر الشراء؛ لا ينفذ الأمر إلا إذا كان سعر التفاوض في السوق أقل من أو يساوي السعر المحدد في الأمر، أما في حالة أمر البيع فلا ينفذ إلا إذا كان سعر التفاوض أكبر من أو يساوي السعر المحدد.

### -مدة صلاحية الأمر:

تقبل شركة تسيير بورصة القيم أربعة ( 4 ) نماذج لمدة الصلاحية هي:

- أمر اليوم :هو أمر صالح لمدة حصة واحدة (يوم واحد)
- أمر بالإلغاء : يبقى هذا الأمر مقبولا إلى غاية تنفيذه أو حتى آخر حصة تداول من الشهر الجاري الذي أعطي فيه الأمر.
- أمر التنفيذ :لا يحمل أي مدة صلاحية، غير أنه يبقى صالحا في السوق لمدة ثلاثة ( 03 ) أسابيع.
- أمر بمدة محددة: تحدد مدة الصلاحية ويبقى الأمر خلالها قابلا للتنفيذ، وإذا انتهت هذه المدة ولم ينفذ الأمر وجب سحبه.

### -تاريخ إعطاء الأمر:

يمكن كذلك للأمر أن يحمل إشارة خاصة هي الكل / لاشيء لا يمكن تنفيذ هذا الأمر بصورة جزئية، بل يجب أن ينفذ كلياً أو لا ينفذ نهائياً.

وتتص القاعدة العامة على أن أوامر بورصة الجزائر تكون على غرار البورصات الكلاسيكية، وذلك من أجل تقادي أي غموض أو التباس بين أصحاب الأوامر، ولهذا فهناك ثلاثة أشكال للأوامر وهي:

### -الأمر بالسعر الأحسن:

وفيه لا يعين صاحب الأمر السعر الذي تتم بموجبه الصفقة بل يترك ذلك للوسيط الذي ينتهز الفرصة لاختيار أحسن سعر.

### - الأمر بالسعر المحدد:

وفيه يحدد العميل للوسيط السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به وهو يضمن الحد الأقصى فيما إذا كان سعر الشراء أو الحد الأدنى إذا كان سعر البيع.

### -الأمر بسعر السوق:

وهنا يخضع صاحب الأمر إلى التسعيرة المحددة في السوق وتنقل أوامر البورصة إلى الوسيط إما كتابياً وعادة ما يكون ذلك عن طريق استمارة يضعها الوسيط تحت تصرف زبونه، أو بواسطة الهاتف وفي هذه الحالة فإن نقل الأمر يجب أن يكون محددًا بالتاريخ وساعة الاستقبال من طرف الوسيط فمنفذو العمليات يستقبلون الأوامر وينقلونها إلى السوق لتنفيذها فيجب تسجيل - يومياً - كل العمليات المنفذة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2002، ص 147.

يجب على المستثمر قبل إصدار أوامر البيع أو الشراء فتح حساب سندات لدى ماسكي الحسابات حافظي السندات المؤهل من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و يتعلق الأمر إما ببنك أو بمؤسسة مالية أو بوسيط عمليات البورصة.<sup>1</sup>

بعد استلام الوسيط أمر المستثمر يعرضها في حصص التداول التي تتعقد دوريا بقاعة التداول الكائنة بشركة إدارة بورصة القيم SGBV، و يمكن لوكالة بنكية استلام اوامر الزبائن و تحويلها إلى الوسيط لما يكون بحوزة الوسيط أمر الزبون، و لابد من التأكد من أن الزبون يمتلك المبلغ الكافي في حالة الشراء، و في حال البيع لابد من التأكد من حالة الاوراق المالية المراد بيعها و كذا صحتها ، و هذا قبل إدراج الامر في دفتر الأوامر من قبل الوسيط.

يرسل الأمر إلى الوسيط في عمليات البورصة بأية وسيلة و هذا حسب الشروط المحددة في اتفاقية الحساب الموقعة من الطرفين - الزبون و الوسيط- و ذلك عند فتح حساب السندات ، فيمكن أن يرسل الأمر كتابيا و شرط أن يكون محرر طبقا لنموذج الأمر المستعمل من طرف وسيط عمليات البورصة و يكون موقع من طرف الأمر و يكون وفق النموذج المعتمد من قبل اللجنة .

و على الوسيط تسجيل كل أمر مرسل من الأمر بمجرد استلامه، و يمكن لمصدر الأمر تعديل أو حتى إلغاء الأمر و هذا إلى غاية عشية التسعيرة، كما أن الوسيط بإمكانه تعديل أو إلغاء الأوامر المدرجة لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص ما دام مسار العرض على جدول الأسعار لم ينطلق بعد، و هذا قبل تثبيت الأمر أو التكفل به من قبل شركة إدارة بورصة القيم ، حيث تكون تلك الأوامر نهائية لا يمكن التعديل فيها أو الإلغاء.

<sup>1</sup> دليل القيم المنقولة للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، أوت 2006، ص 04.

### ▪ التفاوض في بورصة الجزائر:

يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظام التسعير الثابت (cotation au fixing) ،حيث تنفذ كافة الصفقات بسعر موحد بالنسبة لكل ورقة مالية خلال حصة التداول الواحدة ويحدد هذا السعر "السعر التوازني" لكل ورقة بمقابلة أوامر البيع وأوامر الشراء بواسطة الكمبيوتر بحيث يسمح هذا السعر بتداول أكبر كمية ممكنة من الأوراق المالية.<sup>1</sup>

### ▪ التداول في بورصة الجزائر:

بورصة الجزائر، عبارة عن سوق مركزي مسير عن طريق أوامر، و التداول في بورصة الجزائر يتم بملاقة و تواجه أوامر البيع و الشراء، حيث تمر في البداية من خلال تنفيذ الأوامر، و من تم تؤدي إلى تسعيرة الأوراق المالية.

تتم كل عملية متعلقة بورقة مالية مسجلة في جدول التسعيرة تنجز تحت إشراف شركة إدارة بورصة القيم و من خلال وسيط معتمد، حيث أن تداول الأوراق المالية يتم وجوبا من خلال وسطاء عمليات البورصة المعتمدين من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

تتم حصة التداول في بورصة الجزائر بالتقاء الوسطاء لعرض أوامرهم بحيث لا بد أن يكون لكل وسيط في نظام المفاوضة مفتاح سري خاص به، و يتم تقديم دفاتر الشراء و البيع من طرف الوسطاء لإدراجها في حصة التداول و من تم مقابلة كل الأوامر من شراء و بيع لتشكيل كتاب الأوامر ويتم إلكترونيا.

<sup>1</sup> Bulletin de la COSOB, 2004, p3.

و يقوم الوسيط بمتابعة تطورات السوق من خلال ورقة السوق الموضحة من خلال شاشة حاسوبه.

قبل إقفال حصة التداول يتم عند اتمام حصة التداول نشر الصفقات و معالجة الكشوفات و كذلك طبع مختلف حالات التداول.

يتم تقديم للوسطاء الماليين الكشوفات التي تخص:

- فهرس الصفقات.

- تقرير مراجعة الصفقات.

- طبع مستندات المقاصة\*.

#### ▪ نظام المقاصة والتسوية:

تهدف عملية المقاصة إلى تسوية المعاملات التي ينجزها الوسطاء في عمليات البورصة أثناء حصص التداول وتحت إشراف شركة تسيير بورصة القيم، ويرتكز إتمام هذه المعاملات في بورصة الجزائر على مبدأين و هما :

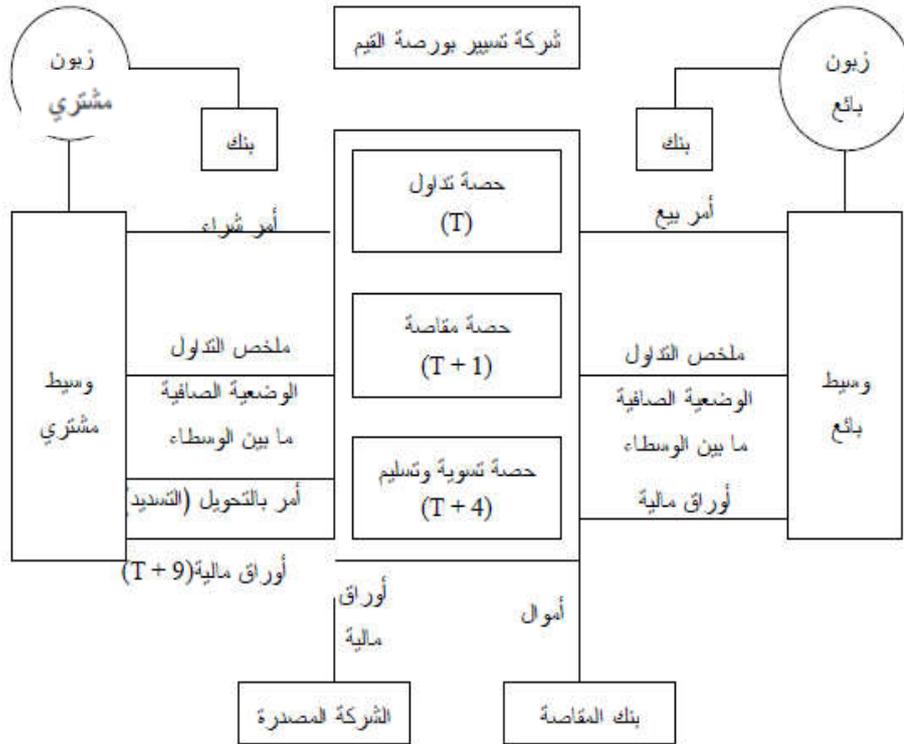
- نفاذ الالتزامات المتعهد بها في حصة التداول و استحالة التراجع عنها.

- تزامن تسليم الأوراق المالية و تسديد الأموال.

ويمكن توضيح إجراءات الإنجاز في الشكل التالي:

\* مستندات المقاصة تتمثل في : كشف الصفقات، ملخص كشوف صفقات الأوراق المالية و رؤوس الأموال، تقرير الفحص.

الشكل رقم (08): سيرورة تنفيذ الأوامر على مستوى بورصة الجزائر



Source : Saidal News, n° 12, Janvier- Février 2004, P 08.

لابد من الإشارة إلى أن T : حصة ( جلسة ) التداول.

حسب الشكل السابق تتلخص إجراءات عملية المقاصة وتسوية المعاملات في الخطوات التالية:

**عند الحصة (1 + T) : التأكيد :**

في اليوم الموالي لعقد الصفقة، في حصة المقاصة (1 + T) تتم المقاصة بين الوسطاء من خلال:

- التقاء الوسطاء في شركة تسيير بورصة القيم.
- خلال حصة المقاصة يقوم كل وسيط للوسيط المعني، كشف الصفقات الناتجة عن آخر عملية تداول والذي يجب أن يكون مصادقا عليه.
- بعد مراجعة الصفقات والمبالغ، يقوم كل وسيط بإمضاء كشوف الصفقات.

### بعد الحصة (1+ T) و قبل الحصة (4+ T):

بعد يوم من عقد الصفقة وقبل اليوم الرابع من عقدها، أي بعد حصة المقاصة وقبل حصة

التسليم والتسديد تتم العمليات التالية:

- يقدم الوسيط البائع شهادات الأوراق إلى شركة تسيير بورصة القيم مرفقة بالقائمة الاسمية

للمساهمين القداماء.

- يقوم الوسيط المشتري لشركة تسيير بورصة القيم القائمة الاسمية للمساهمين الجدد.

- تسلم شركة تسيير بورصة القيم للوسيط البائع وصل إيداع للتسليم.

- تقوم شركة تسيير بورصة القيم بإنجاز جدول المطابقة (المشترين - الباعون) ثم تسلمه للشركة

المصدرة.

### خلال الحصة (4+ T):

في اليوم الرابع بعد عقد الصفقة يسلم الوسطاء الوثائق الخاصة بالأدوات المالية وشيكات التسديد

إلى شركة تسيير بورصة القيم حيث:

- يسلم الوسيط البائع وصل الإيداع للتسليم لشركة تسيير بورصة القيم مرفقا بإشعارات التسليم

للأوراق المالية.

- يسلم الوسيط المشتري شيكا لشركة تسيير بورصة القيم، لتقوم هي بتحويله إلى بنك الجزائر.

- تسلم شركة تسيير بورصة القيم للوسيط البائع وصل إيداع للتجزئة وتحويل الملكية.

### بين الحصة ( 4+ T ) و ( 9+ T ):

ما بين اليوم الرابع واليوم التاسع بعد عقد الصفقة تتم المراجعة وإعداد الشهادات الجديدة حيث:

- ترسل شركة تسيير بورصة القيم للشركة المصدرة طلب تجزئة وتحويل الملكية مرفقا بالشهادات وجدول المطابقة.

- تراجع الشركة المصدرة إثباتات البيع وتحقق من صحة الشهادات وتقوم بإبطالها.

- تعد الشركة المصدرة شهادات جديدة بأسماء المساهمين الجدد وتسلمها لشركة تسيير بورصة القيم.

### عند الحصة ( 9+ T ) : تسليم الشهادات:

بعد اليوم التاسع بعد حصة التداول تقوم شركة تسيير بورصة القيم بما يلي:

- تسليم شهادات الأسهم والسندات الجديدة للوسطاء المشترين.

- تسليم ما تبقى من الشهادات الأصلية للوسطاء البائعين.

و بالتالي نلاحظ من خلال الشكل السابق الذي يوضح سيرورة تنفيذ الأوامر في بورصة الجزائر مدى أهمية

موقع الوساطة المالية ضمن العمليات المالية من بيع و شراء على مستوى البورصة ، فالوساطة تعمل على

تنشيط التنفيذ من خلال الآتي:

بعد بث أمر الشراء أو أمر البيع للبنك يرسل الأمر إلى وسيط عمليات البورصة لغرض مفاوضة الأمر على

مستوى المقصورة، و من تم يتم تأكيد الأمر من طرف الوسيط إلى البنك الذي يقوم هو الآخر بالتأكيد

للمعمل، و في النهاية يتم تسديد المبلغ أو تسليم الأوراق حسب الحالة.

▪ **الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر :**

رغم أن القوانين التشريعية الخاصة بالوسطاء في البورصة كانت جاهزة منذ سنة 1993 غير أن الوجود الفعلي لهؤلاء لم يتجسد إلا في سنة 1997، حيث وكلت هذه المهمة في البداية للبنوك وشركات التأمين و المؤسسات المالية والتي نذكر 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.

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، بالاستعانة بالخبرة الكندية في هذا المجال، حيث كانت هذه الاعتمادات ذات صفة انتقالية فقط (05 سنوات)، شريطة أن تثبت هذه المؤسسات وجود قسم مستقل بها يحقق ويضمن الفصل بين أنشطة الوساطة والأنشطة الأخرى.

بعد انقضاء الخمس سنوات سحبت الاعتمادات وكونت بالمقابل شركات أسهم تعمل خصيصا لهذا الغرض،

رأس مال كل منها 3000.000 دج ، حيث منح الاعتماد لخمس شركات تحصلت على الاعتماد وهي :

1. شركة الراشد المالي : و هي مكونة أساسا من : البنك الخارجي، الصندوق الوطني

للتعاون، شركة التأمين وإعادة التأمين.

2. المؤسسة المالية العامة: و تتكون من القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني

للتوفير والاحتياط، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل.

3. المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف: تتكون هذه المؤسسة من البنك الوطني الجزائري،

بنك التنمية المحلية، الشركة الجزائرية للتأمين.

4. مؤسسة توظيف القيم المنقولة : تتكون من البنك الجزائري للفلاحة والتنمية الريفية،

الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين.

5. يونين بنك بروكرايج : وهو الوسيط الوحيد ذو رأس المال الخاص.

إلا أن بورصة الجزائر تتضمن حاليا تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية:<sup>1</sup>

بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الجزائر الخارجي BEA، والبنك

الوطني الجزائري BNA، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP-Banque، والقرض الشعبي

الجزائري CPA، والبنكين الخاصين بي ان بي باريبا الجزائر BNP Paribas El djazair، وسوسيتي

جنرال Société Générale Algérie، وشركة خاصة Tell Markets.

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لبورصة القيم المنقولة بالجزائر <http://www.sgbv.dz>

حيث أنه تم منح الاعتماد للبنوك العمومية الجزائرية من قبل، و ذلك في سنة 2004 من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، و جاء طلب اعتماد في عام 2011 و ذلك من طرف البنك الخاص BNP Paribas، و الذي يعتبر أول بنك خاص يحصل على الاعتماد كوسيط في عمليات بورصة الجزائر حيث لقد حصل على اعتماد مؤقت بصفته وسيط ذو نشاط غير محدود بتاريخ 29 جوان 2011 ، و في سنة 2013 تحصل بنك BNP Paribas على الاعتماد النهائي، و كذلك تحصلت سوسيتي جنرال Société Générale Algérie ، و بعدها و في عام 2015 تحصلت الشركة الخاصة Tell Markets على اعتماد مؤقت بصفتها وسيط في بورصة الجزائر، و بعدما اكتتبت جزء من رأسمال شركة تسيير القيم المنقولة تحصلت على الاعتماد النهائي.<sup>1</sup>

و فيما يلي سنتناول تطور نشاط هؤلاء الوسطاء في البورصة، حيث أن النشاط الرئيسي للوسطاء في البورصة يتمثل في تجميع أوامر الشراء و البيع لحساب زبائنهم و هذا ما سيظهر من خلال الجدول الموالي الذي يوضح تطور أوامر البيع و الشراء المنجزة من طرف الوسطاء في الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية سنة 2016، و هذا من خلال الجدول التالي.

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لبورصة القيم المنقولة بالجزائر : <http://www.sgbv.dz>

الجدول رقم (08): تطور أوامر الشراء والبيع المنجزة من طرف الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر للفترة (2008-2016) الوحدة: مليون دينار جزائري

| الوسطاء                          | 2008    |         | 2009   |        | 2010   |        | 2011   |        | 2012   |        | 2013   |        | 2014   |        | 2015  |        | 2016      |
|----------------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-----------|
|                                  | البيع   | الشراء  | البيع  | الشراء | البيع  | الشراء | البيع  | الشراء | البيع  | الشراء | البيع  | الشراء | البيع  | الشراء | البيع | الشراء | شراء+ بيع |
| بنك التنمية المحلية              | 41,57   | 27,19   | 4,99   | 130,59 | 04,00  | 63,97  | 60,61  | 35,38  | 528,68 | 512,1  | 8,39   | 23,55  | 0,88   | 1,60   | -     | 7      |           |
| البنك الوطني الجزائري            | 401,59  | 646,52  | 73,99  | 243,6  | 4,31   | 240,94 | 47,03  | 57,35  | 28,04  | 26,94  | 13,64  | 18,50  | 4,87   | 8,78   | 11,50 | 13     |           |
| القرض الشعبي الجزائري            | 123,76  | 125,38  | 365,44 | 247,54 | 154,82 | 158,22 | 98,08  | 166,81 | 28,04  | 22,99  | 7,323  | 17,67  | 13,56  | 19,32  | 1,99  | 30     |           |
| بنك الجزائر الخارجي              | 353,98  | 109,17  | 45,31  | 83,78  | 167,17 | 117,13 | 24,15  | 11,39  | 77,52  | 6,61   | 31,52  | 62,70  | 98,94  | 12,059 | 1,19  | 18     |           |
| بنك الفلاحة والتنمية الريفية     | 250,76  | 200,6   | 219,23 | 40,16  | 318,41 | 18,88  | 56,21  | 31,58  | 5,77   | 12,792 | 1,04   | 2,90   | 13,09  | 3,58   | 5,48  | 12     |           |
| الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط | 46,59   | 109,62  | 187,66 | 150,95 | 21,27  | 70,89  | 35,57  | 18,67  | 4,48   | 37,6   | 7,48   | 2,169  | 13,48  | 8,34   | 3,47  | 27     |           |
| بنك BNP Paribas                  | -       | -       | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | 31,59  | 21,43  | 4,089  | 13,75 | 43,81  | 1488      |
| سوسيتي جنرال                     | -       | -       | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -     | -      | 5         |
| Tell Markets                     | -       | -       | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -     | -      | 51        |
| المجموع                          | 1218,25 | 1218,48 | 896,69 | 896,62 | 670    | 670    | 321,65 | 321,18 | 673,15 | 673,16 | 100,98 | 148,91 | 148,90 | 67,42  | 67,44 | 1651   |           |

المصدر: تقارير لجنة مراقبة عمليات البورصة و تنظيمها على الموقع: [www.cosob.org](http://www.cosob.org)

## تحليل الجدول:

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن الوسطاء المعتمدين في عمليات البورصة في الجزائر في معظمها بنوك عمومية، يتخللها ثلاثة وسطاء جدد المتمثلة في بنك Paribas ، و سوسيتي جنرال Société Générale Algérie ، و مؤخرا تحصلت الشركة الخاصة Tell Markets على الاعتماد كوسيط في بورصة الجزائر كما نلاحظ و من خلال الجدول قلة عدد الوسطاء المعتمدين في عمليات البورصة التي يصل عددها تسعة ووسطاء معظمها بنوك، كما تتميز إجمالي قيم أوامر الشراء والبيع الموجهة للوسطاء بالتذبذب خلال الفترة الموضحة في الجدول، و معظمها تتميز بالانخفاض وذلك ناتج عن الانخفاض المحسوس في حجم أوامر الشراء والبيع، و يرجع ذلك لعدة أسباب و صعوبات تعاني منها بورصة الجزائر و كونها حديثة النشأة و عدد الشركات المدرجة بها قليل، كما أن العامل الآخر هو ضعف الثقافة البورصية، و عدم وجود التحفيزات للاستثمار في البورصة، و انخفاض أو انعدام توزيعات الأرباح على ملاك سندات رأس المال.

و لذلك لابد من تمكين انتعاش و تنشيط البورصة من خلال الوساطة المالية التي بإمكانها و من خلال كل الوظائف و المهام المسندة و المخولة لها القيام بها يمكن لها العمل على دعم و تفعيل البورصة خاصة و السوق المالي عامة من خلال تمكينها من القيام بإقناع المؤسسات بالدخول إلى البورصة و مساعدة هذه الأخيرة للدخول في ظروف ملائمة و بالقيم المالية المناسبة بحكم ما لدى الوسطاء الماليين من خبرات و كفاءات في مجال البورصة و الأسواق المالية ما يعمل على دعم المؤسسات للدخول للبورصة في أحسن الظروف ، كما لابد أن تعمل على طرح أسهمها في البورصة للاستفادة من مداخيلها في لزيادة رأسمالها و من أجل زيادة عمق السوق ،كما و أنه لابد للوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر المساهمة في تسيير وإدارة شركة بورصة القيم وهيئة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، كما و بإمكان هؤلاء الوسطاء العمل على نشر الثقافة البورصية لدى عامة الجمهور من خلال الإعلان، مزايا وحوافز، فضاءات مفتوحة لتعريف الجمهور عن مزايا البورصة، و عن طريقة الاستثمار فيها.

## خلاصة الفصل الرابع:

تعتبر بورصة الجزائر حديثة النشأة، حيث بدأ التحضير لقيام سوق مالية في سنة 1990 ولم تنطلق فعليا إلا في سنة 1993، كما أن إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر جاءت كحتمية فرضتها مختلف التحولات الاقتصادية و السياسية الهادفة لإرساء قواعد اقتصاد السوق، كما تحاول بورصة الجزائر تعزيز دورها و هذا ما يخدم الاقتصاد الوطني حيث تساهم هذه الأخيرة من الحصول على مصادر أخرى للتمويل تضاف إلى البنوك، و هذا ما سيعمل على تقوية الاقتصاد الوطني ، إلا أن هناك بعض الصعوبات تواجه تطور و تفعيل البورصة بالجزائر .

تسير بورصة الجزائر من خلال ثلاثة هيئات المتمثلة في: لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، شركة إدارة بورصة القيم ، و وسطاء عمليات البورصة، حيث تهتم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالقيام بالتشريع وتنظيم سوق القيم ومعاقبة المخالفين لما لها من سلطة تأديبية وتحكيمية ، أما شركة إدارة بورصة القيم المتداولة فتهتم بدور التسيير، كما أن المؤتمر المركزي على السندات يقوم بتنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة، وفيما يتعلق بالوساطة، فإنه لا يمكن التفاوض على الأوراق المالية المقبولة في البورصة إلا عن طريق الوسطاء المعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو شركات ذات أسهم، حيث يقوم الوسطاء الماليون في بورصة الجزائر بمهام مختلفة أهمها المفاوضة على القيم المنقولة سواء لحسابهم الخاص أو لحساب زبائنهم، كذلك تسيير محفظة القيم المنقولة تقديم النصح و الإرشادات في مجال التوظيف، أما عن الدور الأساسي للوسطاء في البورصة فيتمثل في تنفيذ الأوامر الصادرة عن المتعاملين، وكذا التفاوض في القيم المنقولة.

# خاتمة عامة

## خاتمة عامة:

تعد السوق المالية ذات أهمية كبيرة في عملية التنمية الاقتصادية، حيث يرجع ذلك للدور الحيوي الذي تلعبه في مجال التنمية ، حيث تشكل القنوات التي يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات ذات الفوائض المالية نحو الوحدات التي تعاني من عجوزات مالية و تكون بحاجة إلى قنوات مناسبة لتلبية متطلباتها التمويلية سواء تعلق ذلك بالأفراد أو المؤسسات أو القطاع الحكومي .

كما أن السوق المالية تستمد أهميتها من الوظائف المختلفة التي تقوم بها، حيث ومن أبرز ما الأدوار التي تؤديها هي جذب الفائض من رأس المال غير الموظف، و تحوله من مال راكد إلى رأسمال موظف و له نجاعة في الدورة الاقتصادية، و هذا من خلال توفير الاستثمارات التي يقوم بها الأشخاص أو الشركات في مختلف الأدوات المالية المتواجدة في السوق المالي، كما تعمل هذه الأخيرة على توفير الموارد لغرض تمويل المشاريع المختلفة من خلال طرح الأسهم و السندات أو إعادة بيع الأسهم و السندات، كما لا يمكن إنكار دور الأسواق المالية كأداة فعالة للنهوض بالتنمية الاقتصادية في الدول، كما و أنها تعمل على تحفيز الشركات المدرجة بها من أجل دفعها إلى تحسين أدائها و ذلك بمتابعتها للتغيرات الحاصلة في أسعار أوراقها المالية و محاولتها من رفع تلك الأسعار، مما يؤدي إلى زيادة ربحيتها، و تعد البورصة هي سوق منظم يتم من خلاله التقاء البائعين و المشترين لأوراق مالية معينة ، و من أجل تسهيل التفاوض على القيم المنقولة في البورصة كان من الضروري تدخل فئة معينة و هي الوساطة المالية التي تعمل على تنفيذ أوامر المتعاملين في البورصة من بيع و شراء الأوراق المالية، كما و يعمل الوسطاء الماليين لعمليات البورصة على العديد من المهام التي تعمل على تحسين سير معاملات البورصة مثل تقديم النصح و الإرشادات للمتعاملين بالبورصة، كذلك تسيير المحافظ الاستثمارية.

أضحت مؤسسات الوساطة المالية تحوز على مكانة معتبرة في البورصة و هذا يرجع إلى مختلف الوظائف التي تقوم بها، كما و أنها تعرف تطورات من خلال تحسين نوعية الخدمات التي تقدمها، و نظرا للخبرة التي تمتلكها في المجال المالي و كذلك الإمكانيات التي تمتلكها في هذا المجال، و من خلال كل ذلك يساهم الوسطاء الماليين في تحسين و تطوير البورصة.

و من أجل تمكين الوساطة المالية من لعب دورها على أحسن ما يرام، تعمل الهيئات المنظمة للبورصة على الاهتمام بفتة الوسطاء الماليين ،فوضعت شروطا خاصة بالوسطاء سواء كانوا أشخاص طبيعيين أم معنويين لمزاولة مهنة الوساطة بالبورصة.

و بالتالي تبرز خصوصية هذه السوق من خلال تخصيص التعامل بها من قبل أشخاص محددين ذلك أن القواعد القانونية المعتمدة فيها تفرض أن يتم التعامل في الأوراق المالية من قبل المحترفين في مزاوله هذا النشاط.

### النتائج العامة للبحث:

بعد التعرض لمختلف النقاط الواردة في هذا البحث استطعنا الوصول إلى النتائج التالية:

- تعتبر البورصة من الآليات التي تعمل على تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، مما يؤدي إلى نمو و انتعاش الاقتصاد ، كما بإمكانها الحد من معدلات التضخم وذلك من خلال جذب مدخرات الأفراد و المؤسسات .
- يعد وجود مؤسسات الوساطة المالية في البورصة في غاية الأهمية من أجل نجاح و نمو هذه السوق، و هذا راجع للدور الذي تعمل عليه مؤسسات الوساطة المالية من خلال العمل على حماية المصلحة العامة بالبورصة و من خلال العمل إرساء الثقة بين المستثمرين و سوق الأوراق المالية، كما و بإمكان مؤسسات الوساطة القيام بدور هام من خلال إبراز أهمية الاستثمار في الأوراق المالية و توعية المجتمع بذلك، و من تم إدخال ثقافة البورصة بالمجتمع المحلي.
- تكمن أهمية الوسطاء الماليين كذلك بأنها طرف لا يمكن الاستغناء عنه في عمليات البورصة إذ لا يمكن من دون اللجوء إليهم إتمام أي عملية بيع أو شراء للأوراق المالية.
- تلعب مؤسسات الوساطة دور مهم في ضمان استمرارية سوق الأوراق المالية وتطوره و هذا كلما كانت هذه الأخيرة ذات قوة و قدرة على القيام بعمليات التغطية والترويج وتسهيل المعاملات والسرعة في تنفيذها.
- من أجل حماية أموال المتعاملين في البورصة، كان لابد من وجود شروط محددة لمزاولة مهنة الوساطة المالية في البورصة.

- توفير المعلومات المالية بصفة مستمرة و تحليلها بدقة من طرف الوسطاء الماليين يمكنه المساهمة في الرفع من كفاءة البورصة.
- إن وظائف الوسطاء الماليين في البورصة متعددة أهمها التفاوض على الأوراق المالية و ذلك من خلال تنفيذ الأوامر من بيع أو شراء الصادرة عن المتعاملين في البورصة، كما تعمل على حفظ الأوراق المالية للعملاء، و تسيير محافظهم الاستثمارية، و كذا تقديم المشورة للعملاء بشأن قرارات الاستثمار في البورصة، كما و لا ينحصر دور مؤسسات الوساطة المالية في مجرد التوسط، و إنما تعمل على تطوير كفاءة و فاعلية و تنافسية البورصة، فأغلب مؤسسات الوساطة تقوم بطرح أسهمها في السوق.
- إن وجود وساطة كفأة في عمليات البورصة تقوم بعملية التغطية والترويج وتسهيل المعاملات وتنوع هذه المؤسسات وزيادة التنافس بينها يعمل على تخفيض تكاليف الوساطة و بالتالي إلى جلب المزيد من المستثمرين، كما و أن قيام مؤسسات الوساطة في البورصة بتحسين نوعية الخدمات المقدمة للزبائن يساهم في جعلهم أوفياء، كما يؤدي إلى جلب المزيد من المدخرين و المستثمرين.
- بقيت بورصة الجزائر تعاني من قلة عدد المؤسسات المتدخلة بها، مما جعل بورصة الجزائر لا تلعب ذلك الدور الكبير في تمويل الاقتصاد الجزائري، و هذا راجع إلى حداثة نشأتها إلى مجموعة من الصعوبات و العراقيل التي تعاني منها و التي وقفت في وجه تطورها و من أبرز تلك العراقيل عدم توفر المعلومات الضرورية لإضفاء الشفافية في البورصة، و كذلك عدم وجود ثقافة البورصة لدى الأفراد في المجتمع الجزائري وهذا راجع لعدة أسباب.
- بقي عدد مؤسسات الوساطة المالية التي تعمل في بورصة الجزائر قليل و تشكل مجملها في البنوك العمومية، و بالتالي فالوساطة المالية في بورصة الجزائر بحاجة إلى تفعيل دورها في تنشيط البورصة، كما أنها تعاني من عدم تنوع مؤسسات الوساطة و الذي يؤدي إلى الانعكاس سلبا على نوعية و حجم التعاملات المالية في البورصة.

## التوصيات:

استنادا على النتائج المتوصل إليها ، يمكن الوصول إلى مجموعة من التوصيات التالية:

- العمل على تشجيع أصحاب الفائض المالي من أفراد و مؤسسات لتوجيه مدخراتهم نحو بورصة القيم المنقولة وذلك بمختلف الوسائل المتاحة، و كذا من خلال توفير لهم الحماية و الثقة و نشر الثقافة البورصية.
- محاولة إدراج أكبر قدر ممكن من المؤسسات، من خلال إقناعهم بمزايا الإدراج في البورصة و توفير لهم أحسن الظروف للدخول بهذه السوق، و بالقيم المالية التي تتماشى معم المؤسسات الراغبة في الدخول إلى البورصة.
- تعزيز الشفافية و الإفصاح و ذلك بضمان تدفق المعلومات الاقتصادية و المالية في الوقت الملائم و ذلك من خلال قيام البورصة بإصدار نشرات بصفة مستمرة تتضمن تلك المعلومات الاقتصادية و المالية تمكن المستثمرين من التطلع عليها لاتخاذ قراراتهم، مع مراعاة سرية بعض المعلومات التي تكون غير قابلة للنشر.
- العمل على جلب أكبر قدر ممكن من الشرائح الاجتماعية للادخار و البحث عن طرق و وسائل مالية جديدة تستجيب أكثر للجانب الديني الذي يتناقض و استعمال الفائدة أو ما يسمى بالربا.
- من الضروري تعاون مؤسسات الوساطة في البورصة مع المؤسسات الأكاديمية و الاقتصادية و المصرفية و الإعلامية لعقد ندوات دراسية و محاضرات و مؤتمرات لزيادة الوعي الاستثماري لدى الأفراد في المجتمع.
- لتطوير البورصة و من أجل تفعيل المعاملات المالية بها لابد من العمل على الرفع من عدد مؤسسات الوساطة المالية المتطورة التي بإمكانها تفعيل و تنشيط سوق الاكتتاب و التداول، و كذلك تخفيض تكلفة الوساطة و من تم التشجيع أكثر على ولوج المستثمرين للبورصة.
- العمل على خصصة المؤسسات العمومية عن طريق البورصة وفتح رأسمالها بنسب كبيرة عبر عروض عامة للادخار كي يسهل على المدخرين المساهمة فيها و من تم زيادة عدد المتعاملين في البورصة، و بالتالي زيادة التعاملات بالبورصة و من تم العمل على تنشيط البورصة في الجزائر.

- نشر ثقافة البورصة لدى الأفراد في المجتمع وتطويرها باستخدام كافة الوسائل المتاحة و من خلال تعريفهم بالشركات المدرجة في البورصة و بإعلامهم عن العمليات التي تتم داخل البورصة و المزايا التي يمكن الحصول عليها للمدخرين و المستثمرين بالبورصة.
- السهر على تأسيس و تطوير الصحافة المالية التي تنشر بدقة أكثر الأخبار الاقتصادية و المالية و الإدارية عن شركات المساهمة في البورصة مما سيعمل على فك الإبهام و الضبابية التي تخيم على مجال البورصة و بالتالي سيفعل و يبث الثقافة و الوعي الاستثماري إلى كافة المستثمرين المحتملين.
- لابد من دعم مؤسسات الوساطة المالية، و تمكينها من المشاركة في تنظيم و تسيير البورصة عبر ممثلها ، مما سيساهم في زيادة الشفافية و الوضوح للمؤسسات و قيمها المالية.
- تحفيز المؤسسات المالية و البنوك و الوسطاء بالبورصة على تنشيط آلية الوساطة المالية ، إذ تعتبر هذه المؤسسات المالية لها القدرة من أجل تفعيل المدخرات و الإمداد بالسيولة الكافية التي تؤثر على حجم و قيمة المعاملات على مستوى البورصة.
- على مؤسسات الوساطة في البورصة تطوير و تحسين الخدمات المقدمة للعملاء و العمل على تدريب و تأهيل موظفيها و الحصول على كوادر من المتخصصين و الخبراء القادرين على تقديم النصح والاستشارة القائمة على أسس علمية.

## آفاق البحث :

- في الختام و من خلال هذه الدراسة التي اهتمت بموضوع الوساطة المالية وأهم وظائفها ودورها في التعاملات المالية بالبورصة، و بالتحديد في بورصة الجزائر، من شأن هذه الدراسة فتح المجال لإبراز مجموعة أخرى من التساؤلات والتي يمكن أن تكون انطلاقة لدراسات أخرى ومن بينها :
- هل نشاط سوق الأوراق المالية متوقف على تطور مؤسسات الوساطة المالية فقط ؟
- كيف يمكن معالجة مشاكل الأسواق المالية الناشئة، وكيف يمكن الوصول بها إلى مصاف الأسواق العالمية؟
- ما هي سبل تفعيل بورصة الجزائر، و كيف يمكن التصدي للصعوبات التي تواجهها هذه الأخيرة ؟
- هل تطور البورصة يعكس مدى النمو الاقتصادي في البلد؟

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع:

## المراجع باللغة العربية:

## الكتب :

- أحمد يوسف عبد الوهاب، التمويل و إدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان،الأردن،2008.
- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة ،2002.
- أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، دار الثقافة للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.
- أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود و المصارف ( مدخل تحليلي و نظري)، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005.
- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007 .
- أنس البكري ووليد صافي،الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى،دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان،2009 .
- إبراهيم على إبراهيم عبد ربه، التأمين و الرياضيات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003 .
- إبراهيم وهبي فهد، كنجو عبود كنجو، "الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان ، الأردن، 1997.
- اسماعيل أحمد الشناوي و آخرون، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.
- التميمي أرشد فؤاد،الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى،الأردن،2004.
- التميمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية: إطار في التنظيم و تقييم الأدوات،دار اليازوردي، عمان،الأردن، 2010.
- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2003 .
- توماس ماير ، جيمس إدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002 .
- جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر، الجزائر،2002.
- حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد، الأسواق المالية(بورصة الأسهم و السندات المالية )، دار زهران للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي، عمان، الأردن.
- حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، دار الكندي،الطبعة الأولى، عمان، الأردن،2002.
- حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- حنفي عبد الغفار أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم ،سندات ،وثائق استثمار، الخيارات) الدار الجامعية- الإسكندرية ،مصر، 2005 .

- راشد راشد ،التأمينات البرية الخاصة في ضوء قانون التأمينات الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر، 1980.
- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعزز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2005.
- رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر: من المبادئ إلى المعايير- دراسة معمقة في نظرية المحاسبة، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، 2006.
- سامي خليل، النقود و البنوك، بدون دار نشر، كلية الاقتصاد، القاهرة، مصر، 2008.
- شمعون شمعون :البورصة-بورصة الجزائر-، دار هومة، الجزائر، 2005 .
- شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994.
- ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات) ،مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر، 2003.
- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2002 .
- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003.
- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2000 .
- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى ، الاسكندرية، مصر، 2006.
- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005 .
- عباس مهدي الشيرازي، نظرية المحاسبة، مطبعة ذات السلاسل، الكويت، 1991.
- عبد الغفار الحنفي، بورصة الأوراق المالية ( أسهم- سندات- وثائق استثمار- الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 2003.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص،البورصات و المؤسسات المالية،الدار الجامعية، الاسكندرية،مصر، 2002.
- عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010 .
- عبد المنعم السيد علي، سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و أسواق المال، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004 .
- عدنان تايه النعيمي ، الإدارة المالية ، دار المسيرة ، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2008.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية -البورصات، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008 .
- عنايات النجار ، وفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية ، مصر، 2006.
- فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان،الأردن، 2006 .
- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الأسس النظرية و العملية- دار وائل للنشر،الطبعة الأولى،عمان، 2008.
- مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، 2000.
- محسن أحمد الخيضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، اشترك للنشر والتوزيع،القاهرة، 1996.
- محمد احمد عبد النبي،الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر ، الأردن،2009 .

- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006 .
- محمد حافظ عبد الرهوان، النقود والبنوك والأسواق المالية، دار النهضة العربية، بيروت، 2000 .
- محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر، القاهرة، 1992 .
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002 .
- محمد صالح، إدارة الأسواق المالية والبورصات، دار النهضة العربية، مصر ، د.ط، 2001 .
- محمد يوسف ياسين، البورصة ( عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004 .
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية ( مؤسسات - أوراق - بورصات)، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005 .
- محمود يونس ، عبد النعيم مبارك ، مقدمة في النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد و البنوك و بورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 1993 .
- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام تقنية التوريق و المشتقات المالية، ج 2 ، منشأة المعارف، الإسكندرية ، مصر 2003.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، الطبعة الرابعة ، 1999 .
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002 .
- منير بوريشة، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2002.
- مولود عبد الباسط كريم، تداول الأوراق المالية( دراسات قانونية مقارنة ) ، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009 .
- نادية أبو فخر و محمود صبح و شامل الحموي، الأسواق و المؤسسات المالية ،كلية التجارة، جامعة عين شمس مصر، 2005 .
- ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار زهران للطباعة والنشر، عمان، الأردن 2006.
- نوزاد الهيبي ، مقدمة في الأسواق المالية ،دار الشط للأعمال الفنية و الإخراج الصحفي ، طرابلس، 1998 .
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر، عمان، 2009 .
- أطروحات الدكتوراه :**
- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة الجزائر، غير منشورة، 2006.

- مبارك بن آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، أطروحة دكتورة في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة بالرياض جامعة بن سعود الإسلامية، السعودية، 2003 .
- محمد براق ، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر، 2000.

### المجلات والدوريات العلمية :

- مفتاح صالح و معارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث العدد 07، جامعة بسكرة، 2010/2009.
- شمام عبد الوهاب، زودة عمار ، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية و مقومات تفعيل بورصة الجزائر، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات العدد الرابع ، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ، ميله ، الجزائر، ديسمبر 2016.

### الملتقيات و الندوات العلمية:

- خليل عبد القادر ، بوفاسة سليمان، مداخلة حول دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، الملتقى الدولي لمتطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 18 أفريل 2006، المركز الجامعي بالمدينة.
- سمير بوعافية ، مصطفى قريد، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية و الحوكمة العالمية، جامعة سطيف ، أيام 20 - 21 أكتوبر، 2009.
- محمد خميسي بن رجم، المنتجات المالية المشتقة :أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مداخلة من الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية و الحوكمة العالمية، جامعة سطيف ، أيام 20 - 21 أكتوبر، 2009.
- محمد ماهر محمد علي، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر، من أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، المنعقدة بمركز صالح عبد الله صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، 22 مارس 1997 ، الجزء الأول.

- محمد زيدان ، نور الدين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية ، جامعة بسكرة، 21/ 22 نوفمبر 2006.
- مليكة زغيب ، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات - دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ليومي 21 و 22 نوفمبر 2006 ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر .

### القرارات والمراسيم والمنشورات:

- المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 79-03، المؤرخ في 18/11/1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 1997.
- المادة 07 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 ، المؤرخ في 23 ماي 1993 .
- التقرير السنوي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2006.
- مطبوعة مقدمة من طرف شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بالجزائر.
- منشورات شركة إدارة بورصة القيم.
- دليل القيم المنقولة للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، أوت 2006.

### المراجع باللغة الأجنبية:

- Daniel Szpiro, Introduction a la finance de marché, Economica ,Paris, France,1998.
- Denis Maurissette , Valeurs mobilières et gestio de portefeuille, collection Finance, les Editions SMG, 1993.
- D. Martin, Précis d'économie, édition Nathan, Paris, 1997.
- Frank m. WERNER & JAMES A.F. STONER, Modern Financial Managing, 3rd edition, Free-load press, USA, 2007.
- Gilbert Koenig, Analyse monétaire et financière, Economica, Paris,France, 2000.

- Financial Accounting Standard Board, "Qualitative characteristics of accounting Information", SFAC N 2 May,1980.
- Gérard Chareaux, Finance d'entreprise, 2ème édition, édition management et société, France, 2003.
- Herré JUVIN, Les marché financier, Voyage au cœur de la finance mondial, édition d'organisation, Paris, 2004.
- Hervé jarrige- Lemas, la Bourse, édition du Puits Fleuri, France, 2001.
- J.boissonnade, les option, compcept et applications, edition ESKA,Paris,1997.
- Jean- Louis Besson, Monnaie Et Finance en Europe , horizon groupe, France,2000.
- J. Teulite et P. Topasacation , Finance , 2 eme édition , Vbert, 1999.
- J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3ème édition, 1993.
- Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, Traduit par Amel Leila Serbis, 2010.
- Jean Pierre Gaillard, La Bourse Se Constituer Un Portefeuille, Edition Balland Jacob Duvernet, France, 1999.
- Kenneth s. Most, Accounting Theory, 2nd Ed, Grid Publishing, Inc, 1982.
- Le Gall Jean Pierre, Droit Commercial ( les groupements commerciaux et GIE ,bourses de valeurs, 13<sup>eme</sup> édition , Dalloz, Paris, 1993.
- M. Rahni, La bourse d'Alger , forum international de la finance , Alger 2006.
- Mansour Mansouri, La Bourse des valeurs mobiliers d'Alger, édition Houma, 2002.
- Olivier PICON, La bourse (ses mécanismes, gérer son portefeuille, réussir ses placements), 14<sup>eme</sup> édition, Encyclopédie DELMAS 2000.
- Olivier Toispeau , dictionnaire de la bourse et des termes financiers, 3ème édition, édition SEFI, Québec, Canada.
- P. Monnier, Les marchés boursiers, Verreuil, Paris, 3ème édition, 1997.
- Pierre Vernimen, Finance d'entreprise, par Pascal Quiry, Yann Le Fur, 8<sup>eme</sup> édition ,Dalloz, PARIS 2010.
- Robert Ferrandier, Vincent Koen, Marché de capitaux et techniques financières , 4eme édition, Economica, Paris, 1997.

- Roland Portrait & Patrice Pancet, Finance De Marché, Dalloz, Paris, 2008.
- Guide de la bourse, édition MTP, Alger .
- Guide de fonctionnement de la bourse , édition MLP, Alger 2004.
- Guide de COSOB , guide de l'introduction 1997.
- La notice d'information, Groupe SAIDAL,1998.
- Marché primaire, Analyse de l'OPV EGH .EL AURASSI, SGBV , 1997 .
- Synthèse de l'opération appel public à l'épargne, Eriad-Setif, 1999.
- Bulletin de la COSOB, 2004.
- Saidal News, n° 12, Janvier- Février 2004.

**مواقع الانترنت:**

- [www.cosob.org](http://www.cosob.org)
- [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)
- [www.abq.gov.qa](http://www.abq.gov.qa)
- [www.arabtranslators.net/edu/banking/horizon\\_user\\_dual.pdf](http://www.arabtranslators.net/edu/banking/horizon_user_dual.pdf)
- [www. Elkhabar.com/press/articale/pdf](http://www.Elkhabar.com/press/articale/pdf)

# الملاحق

الملحق رقم (01): صيغة الاعتماد للوسطاء الماليين على مستوى بورصة القيم المنقولة بالجزائر للهيئات المالية

**FORMULAIRE D'AGREMENT A TITRE D'INTERMEDIAIRE  
EN OPERATIONS DE BOURSE POUR LES BANQUES ET LES ETABLISSEMENTS  
FINANCIERS**

**1- RENSEIGNEMENTS D'ORDRE GENERAL**

|   |       |
|---|-------|
| <b>1-1 Dénomination ou raison sociale</b> |       |
| <b>1-2 Siège social</b>                   |       |
| Tél. :                                    | Fax : |
| <b>1-3 Objet social</b>                   |       |
| Principal :                               |       |
| Connexe et compatible :                   |       |

**1-4 Dirigeants**

| Nom et prénom | Qualité | Autres fonctions |
|---------------|---------|------------------|
|               |         |                  |

**1-5 Commissaires aux comptes**

| Nom et prénom | Adresse | N° Tel/Fax | Durée |
|---------------|---------|------------|-------|
|               |         |            |       |

**1-6 Montant du capital social**

|  |
|--|
|  |
|--|

**1-7 Participations supérieures à 10%**

| Société | Montant | % du capital de la société |
|---------|---------|----------------------------|
|         |         |                            |

**2- ACTIVITE SOLLICITEE (1)**

|                  |   |
|------------------|---|
| Activité limitée | Négociation pour compte de tiers                          |
| Pleine activité  | Négociation pour compte de tiers                          |
|                  | Négociation pour propre compte                            |
|                  | Gestion individuelle de portefeuille                      |
|                  | Gestion de portefeuille d'OPCVM                           |
|                  | Placement de valeurs mobilières et de produits financiers |
|                  | Garantie de bonne fin et prise ferme                      |
|                  | Conseil en placement de valeurs mobilières                |
|                  | Conseil aux entreprises                                   |
| Démarchage       |   |

Faire une description complète de l'activité projetée : clientèle visée, produits et services offerts (montage d'émissions, introduction en bourse, OPCVM.....)

**3- ORGANISATION DE LA STRUCTURE CHARGÉE D'EXERCER L'ACTIVITÉ D'INTERMÉDIAIRE EN OPÉRATION DE BOURSE****3-1 Responsable de la structure (2)**

|                                    |          |
|------------------------------------|----------|
| - Nom :                            | Prénom : |
| - Date de naissance :              |          |
| - Fonction :                       |          |
| - Diplômes :                       |          |
| - Expérience professionnelle (3) : |          |

**3-2 Personnel envisagé**

| Nombre du personnel | Fonctions |
|---------------------|-----------|
|                     |           |

**3-3 Moyens techniques envisagés :**

|   |
|---|
| - Adresse du département :  |
| - Tél :   |
| - Fax :   |
| - Description des bureaux : (nombre de bureaux, en location ou en propriété...) |
| - Moyens informatiques :  |

(1) Cocher la ou les case(s) appropriée(s)

(2) Joindre copie de la décision de nomination du responsable de département

(3) Joindre un CV détaillé

**3-4 Matériel et dispositif de sécurité envisagés pour la protection :**

\*des locaux;des locaux;

\*des fonds et des valeurs (sécurité matérielle)

**3-5 Structure et organisation envisagées**

\*Organisation et attributions des structures (joindre projet organigramme

ou schéma d'organisation)

\*Description des procédures internes:

-Circuit des ordres,des titres et des fonds;

-Comptabilisation des opérations (titres et espèces);

-Procédures de contrôle interne.

**3-5 Structure et organisation envisagées****3-6 Objectifs et stratégie à moyen et long terme**

الملحق رقم (02): صيغة الاعتماد للوسطاء الماليين على مستوى بورصة القيم المنقولة بالجزائر للمؤسسات التجارية

**FORMULAIRE D'AGREMENT A TITRE D'INTERMEDIAIRE  
EN OPERATIONS DE BOURSE POUR LES SOCIETES COMMERCIALES**

1- RENSEIGNEMENTS D'ORDRE GENERAL

|                                    |       |
|------------------------------------|-------|
| 1-1 Dénomination ou raison sociale |       |
| 1-2 Siège social                   |       |
| Tél. :                             | Fax : |
| 1-3 Objet social                   |       |
| Principal :                        |       |
| Connexe et compatible :            |       |

1-4 Fondateurs

| Nom, prénom ou raison sociale | Activité | Adresse |
|-------------------------------|----------|---------|
|                               |          |         |

1-5 Dirigeants

| Nom et prénom | Qualité | Autres fonctions |
|---------------|---------|------------------|
|               |         |                  |

1-6 Commissaire aux comptes

| Nom et prénom | Adresse | N° Tel/Fax | Durée |
|---------------|---------|------------|-------|
|               |         |            |       |

1-7 Date prévue de constitution et de démarrage.....

1-8 Montant du capital social

Montant à souscrire.....

Montant à libérer.....

## 1-9 Répartition du capital (1)

| Actionnaires | Montant | % du capital de la société |
|--------------|---------|----------------------------|
|              |         |                            |

Apports en nature :

Apports en numéraire :

## 2- ACTIVITE SOLLICITEE (2)

|                  |   |  |
|------------------|---|--|
| Activité limitée | Négociation pour compte de tiers                          |  |
| Pleine activité  | Négociation pour compte de tiers                          |  |
|                  | Négociation pour propre compte                            |  |
|                  | Gestion individuelle de portefeuille                      |  |
|                  | Gestion de portefeuille d'OPCVM                           |  |
|                  | Placement de valeurs mobilières et de produits financiers |  |
|                  | Garantie de bonne fin et prise ferme                      |  |
|                  | Conseil en placement de valeurs mobilières                |  |
|                  | Conseil aux entreprises                                   |  |
|                  | Démarchage  |  |

Faire une description complète de l'activité projetée : clientèle visée, produits et services offerts (montage d'émissions, introduction en bourse, OPCVM.....)

(1) Si la société est une filiale, joindre des renseignements sur la société mère.

(2) Cocher la ou les cases appropriées.

**3- ORGANISATION DE LA SOCIETE****3-1 Responsable assumant la direction de la société**

|                                  |          |
|----------------------------------|----------|
| Nom :                            | Prénom : |
| Date de naissance :              |          |
| Fonction :                       |          |
| Diplômes :                       |          |
| Expérience professionnelle (1) : |          |

**3-2 Personnel envisagé**

|                       | Nombre | Fonction |
|-----------------------|--------|----------|
| Personnel cadre       |        |          |
| Personnel de maîtrise |        |          |
| Personnel d'exécution |        |          |

**3-3 Moyens techniques envisagés**

|  |
|--|
| Description des bureaux (nombre, en location ou en propriété) *    |
| Moyens informatiques et de communication (nombre et description) * |

(1) Joindre un Curriculum vitae détaillé

\* Si nécessaire, communiquer sur un état séparé.

**3-4 Matériel et dispositif de sécurité envisagés pour la protection :**

\*des locaux;

\*des fonds et des valeurs (sécurité matérielle)

**3-5 Structure et organisation envisagées**

\*Organisation et attributions des structures (joindre projet organigramme ou schéma d'organisation)

\*Description des procédures internes:

-Circuit des ordres,des titres et des fonds;

-Procédure d'ouverture de comptes clientèle;

-Procédure d'ouverture de comptes clientèle;

-Procédure d'ouverture de comptes clientèle;

-Comptabilisation des opérations;

-Procédures de contrôle interne.

**3-6 Objectifs et stratégie à moyen et long terme**

الملحق رقم (03): نموذج أوامر بورصة الجزائر ( بيع أو شراء)

Société .....

Intermédiaire en opérations de bourse

Agrément COSOB n° ..... DU .....

siège social

**ORDRE D'ACHAT OU DEVENTE**

N° d'ordre :

N° du compte titre :

Je soussigne(e) Nom et Prénom

CIN/PC N° ..... Délivré le ..... à .....

Adresse .....

Agissant pour le compte de M .....

Donne par le président ordre achat/vente(1)

| VALEUR | QUANTITE | Numéro de certificat | Cours limite |
|--------|----------|----------------------|--------------|
|        |          |                      |              |

Validité de l'ordre :

(1) jour

(1) du ..... au ..... (maximum 30jours)

Mode de livraison des titres :

A conserver auprès de mon IOB

A mettre à notre disposition

Montant du versement .....

Mode de paiement : espèces-virement bancaire (1)

Mode d'encaissement : espèces- virement bancaire (1)

Fait à ..... le .....

(1) barrer la mention inutile.

signature de

l'agence bancaire

signature et cachet

de l'IOB

signature et cachet

du client

# المُلخَص

## المخلص:

يقوم السوق المالي بدور جوهري في مجال إيجاد مصادر التمويل لمختلف القطاعات الاقتصادية، حيث يجسد ذلك الدور الحاسم الذي في مجال التنمية بما يوفره من تمويل لازم للاستثمار للدول أو المؤسسات وهذا في ظل توفير مناخ استثماري ملائم لتنشيط عمل هذه الأسواق، و بالتالي فالسوق المالي يعد ملتقى يجمع بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي و الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل، و هو يعمل على تفعيل تعبئة الإدخار و ترشيده نحو الاستخدامات الأمثل، الأمر الذي يساهم بشكل كبير في زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد، و بالتالي تنشيط و تفعيل التنمية الاقتصادية.

و من أجل السير الحسن للسوق المالي لابد من توفر الحماية للمستثمرين، كما و لابد من تنظيمها من خلال هيئاتها المختلفة، و التي تبرز خصوصية هذه السوق من خلال تخصيص التعامل بها من قبل أشخاص محددين ذلك أن القواعد القانونية المعتمدة فيها تفرض أن يتم التعامل في الأوراق المالية من قبل المحترفين في مزاوله هذا النشاط، و المتمثلون في فئة الوسطاء الماليين العاملون على حماية المصلحة العامة للبورصة و بالتالي يعتبر الوسيط المالي لعمليات البورصة العنصر الفعال في سوق المال نظرا لدوره في إبرام عقود بيع و شراء الأوراق المالية، و كذلك من خلال عدة وظائف يمكنه القيام بها في إطار ما يخوله القانون له و التي تؤدي إلى تفعيل و تسهيل عمل البورصة.

يهدف هذا البحث إلى تسليط الضوء على الدور الفعال الذي يقوم به الوسطاء الماليون في ميدان تنشيط هذه البورصة، و تبين في سياق البحث أن الوسيط المالي يمكن أن يكون في شكل شركة مساهمة أو شكل الوكيل الذي يعمل لدى الشركة، و لابد له من الحصول على رخصة تخول له مزاوله العمل في مجال الوساطة بالبورصة، و من تم يبدأ في الإلمام بوظائفه المتمثلة أساسا في التوسط بين الباعين و المشترين لأوراق المالية، كما يتلقى الأوامر و يفاوض عليها ثم ينتقل إلى عمليتي التسوية و التنفيذ و التي تكتمل بتحويل الملكية للمشتري و تحويل الأموال للبائع .

و تتمحور الدراسة على تبيان دور الوساطة المالية في بورصة الجزائر، حيث أنه مع مرور الاقتصاد الوطني من الاقتصاد الموجه نحو اقتصاد السوق، كان لابد من اهتمامه بالسوق المالي من خلال إنشاء البورصة في السنوات الماضية، حيث تسعى الجزائر إلى تطوير و تنمية بورصتها من خلال تطوير أنظمتها التشريعية و تحديث بنيتها التكنولوجية، و ذلك بغية تحقيق التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي للمشاريع المنتجة، و من خلال البحث ظهر لنا مدى ارتكاز البورصة على دور الوسطاء الماليين من أجل تفعيل و تنمية التعاملات المالية في البورصة، و ذلك نظرا لتعدد و تعقد العمليات المبرمة في البورصة كان لابد من تشكيل هته الفئة المهمة التي تقوم بتسهيل و إتمام العمليات في البورصة و التأكد من استيفائها لكل الشروط.

**الكلمات المفتاحية :** السوق المالي، الوساطة المالية، التعاملات المالية، البورصة.

---

**Résumé :**

Le marché financier joue un rôle essentiel dans la recherche de sources de financement pour divers secteurs économiques, ce qui reflète le rôle crucial du développement dans la fourniture des fonds nécessaires à l'investissement dans les pays ou les institutions, afin de créer un climat propice à l'investissement pour stimuler le travail de ces marchés, Ainsi, le marché financier est un forum qui associe des unités économiques à des unités excédentaires financières et économiques qui souffrent d'un déficit de financement. Il s'efforce d'activer la mobilisation de l'épargne et de la rationaliser pour des utilisations optimales, ce qui contribue grandement à augmenter le volume des investissements dans l'économie, donc permettra à activer le développement économique.

Pour améliorer le marché financier, il est nécessaire de protéger les investisseurs et de le réglementer par le biais de ses divers organes, qui soulignent la spécificité de ce marché par le biais de la façon dont il est traité par des personnes spécifiques. Les règles juridiques en vigueur exigent que les valeurs soient traitées Finance par des professionnels dans la pratique de cette activité, Les intermédiaires financiers étant représentés dans la catégorie des intermédiaires financiers œuvrant à la défense de l'intérêt public de la bourse, l'intermédiaire financier des opérations de bourse est considéré comme l'élément actif du marché monétaire en raison de son rôle dans la conclusion de contrats de vente et d'achat de titres ainsi que de plusieurs fonctions pouvant être remplies dans le cadre de la loi. Qui mènent à l'activation et à la facilitation de la bourse.

Cette recherche a pour but de mettre en lumière le rôle effectif joué par les intermédiaires financiers dans le domaine de l'activation de cette bourse, qui a montré que celui-ci peut prendre la forme d'une société par actions ou la forme de l'agent qui travaille pour la société. L'autorise à effectuer des travaux de courtage en bourse, Et qui a commencé à connaître ses fonctions, principalement dans la médiation entre vendeurs et acheteurs de titres, à recevoir des ordres et à les négocier, puis à passer au processus de règlement et de mise en œuvre, qui se termine par le transfert de la propriété de l'acheteur et le transfert de l'argent au vendeur.

L'étude met l'accent sur le rôle de l'intermédiation financière dans la bourse algérienne alors que l'économie nationale s'éloignait de l'économie de marché, le marché financier s'est intéressé à la création d'une bourse ces dernières années. L'Algérie cherche à développer son marché boursier en développant Ses systèmes législatifs et moderniser sa structure technologique, Afin d'obtenir le financement nécessaire à l'activité économique des projets productifs, et grâce à la recherche, nous avons montré l'ampleur de la place boursière sur le rôle des intermédiaires financiers pour activer et développer des transactions financières en bourse et qu'en raison de la multiplicité et de la complexité des opérations en bourse La catégorie de tâches qui facilite et achève les transactions en bourse et garantit le respect de toutes les conditions.

**Les mots clés :** Marché financier, l'intermédiation financière, transactions financières, la bourse.

**Abstract:**

The financial market plays an essential role in finding sources of financing for various economic sectors, which reflects the crucial role of development in providing the necessary funding for investment to countries or institutions, and this in view of providing an appropriate investment climate to stimulate the work of these markets, Thus, the financial market is a forum that combines economic units with surplus financial and economic units that suffer from a deficit in financing. It works to activate the mobilization of savings and rationalize it for optimal uses, which contributes greatly to increase the volume of investments in the economy and thus Activating economic development.

In order to make the financial market better, investors must be protected. It should also be regulated through its various bodies, which highlight the specificity of this market through the allocation of dealing with it by specific persons. The legal rules adopted therein require that securities be dealt with Finance by professionals in the practice of this activity, The financial intermediaries are represented in the category of financial intermediaries working to protect the public interest of the stock exchange. Therefore, the financial intermediary of the stock exchange operations is considered the active element in the money market due to its role in concluding contracts for the sale and purchase of securities and also through several functions that can be carried out within the framework of the law. Which lead to the activation and facilitation of the stock exchange.

This research aims at shedding light on the effective role played by financial intermediaries in the field of activating this stock exchange. It was found in the research that the financial intermediary may be in the form of a joint stock company or the form of the agent who works for the company. Authorizes him to engage in brokerage work in the stock exchange, And who started to know his functions, mainly in the mediation between sellers and buyers of securities, and receive orders and negotiate them and then moves to the process of settlement and implementation, which is completed by transferring ownership of the buyer and transfer money to the seller.

The study focuses on the role of financial intermediation in the Algerian Stock Exchange. As the national economy moves from the market oriented economy, the financial market has been interested in establishing the stock exchange in the past years. Algeria seeks to develop its stock market by developing Its legislative systems and modernize its technological structure, In order to achieve the necessary funding for the economic activity of the productive projects, and through the research showed us the extent of the stock market on the role of financial intermediaries in order to activate and develop financial transactions in the stock exchange, and that because of the multiplicity and complexity of operations in the stock exchange had to be formed The task category that facilitates and completes transactions on the Stock Exchange and ensures compliance with all conditions.

**Key words:** Financial Market, financial intermediation, Financial Transactions, Stock Exchange.