

جامعة بن يوسف بن خدة. الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير

- فرع النقود والمالية -

تحت عنوان:

وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة

- مع الإشارة إلى بورصة الجزائر -

تحت إشراف الأستاذ:

د. مجيطة مسعود

من إعداد الطالبة:

العربي نعيمة

أعضاء لجنة المناقشة

أ.د/ الطيب ياسين رئيساً
د/ مجيطة مسعود مقررًا
د/ دبوب يوسف عضواً
د/ حمدي باشا رابح عضواً
د/ صديقي مليكة عضواً
أ/ بن يوسف فريد عضواً

السنة الدراسية: 2008-2009

كلمة شكر

كلمة شكر

بكلّ امتنان و عرفان أتقدم بجزيل الشكر والحمد إلى المولى عزّ وجلّ صاحب الفضل العظيم في كل نجاح وفقت فيه.

بفائق التقدير والاحترام، أتقدم بالشكر الجزيل والخالص لأستاذي الفاضل: الدكتور **مجبّنة مسعود** الذي كان لي نعم المشرف ونعم الموجه والذي لم يبخل عليّ بوقت من أوقاته ولا بجهد من جهوده.

كما يطيب لي أن أتقدم بالشكر إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في مساعدتي على انجاز هذا العمل وأخص بالذكر: الدكتور **الطيب ياسين**، الدكتور **دبّوب يوسف**، السيد **فرفارة مصطفى** من شركة إدارة بورصة القيم.

كما لا يفوتني أن أشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة وتقييم هذا البحث.

أسأل الله تعالى مزيداً من التفوّق والنجاحات وأن يجعل علمنا كله خالصاً لوجهه الكريم.

إهداء

إهداء

إلى من أعطاني الأمان والشجاعة،

إلى من علماني الصبر والقناعة،

إلى من كانا منبع أدبي و علمي،

إليكما يا من قلتما ابنتي وقلت أمي وأبي،

إليكما يا أعز ما أملك في حياتي: والداي،

إلى كل عائلتي وأصدقائي.

الفهرس العام

الفهرس العام

الإهداء.

كلمة شكر.

الفهرس العام.

قائمة الأشكال.

قائمة الجداول.

أ-هـ مقدمة

الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول السوق المالية وبورصة القيم المنقولة.

02 تمهيد الفصل الأول:

03 المبحث الأول: تقديم السوق المالية.

03 المطلب الأول: تعريف السوق المالية وخصائصها.

03 - تعريف السوق المالية.

04 - خصائص السوق المالية.

04 المطلب الثاني: أهمية السوق المالية.

06 المطلب الثالث: تقسيمات السوق المالية.

07 - الأسواق النقدية.

10 - أسواق رأس الأموال.

13 المبحث الثاني: بورصة القيم المنقولة.

13 المطلب الأول: ماهية البورصة.

13 - نشأة البورصة.

14 - مفهوم البورصة.

15 المطلب الثاني: وظائف البورصة وكفاءتها.

15 - وظائف البورصة.

18 - كفاءة البورصة.

20 المطلب الثالث: شروط التسجيل في البورصة.

22 المبحث الثالث: الأصول المالية المتداولة في البورصة والمتعاملون فيها.

22 المطلب الأول: الأصول المالية المتداولة في البورصة.

- 23.....- الأسهم.
- 26.....- السندات.
- 28.....- المشتقات المالية.
- 29.....المطلب الثاني: المتعاملون في البورصة.
- 32.....خلاصة الفصل الأول.

الفصل الثاني: الوساطة المالية.

- 34.....تمهيد الفصل الثاني:
- 35.....المبحث الأول: تقديم الوساطة المالية.
- 36.....المطلب الأول: النظام المالي والوساطة المالية.
- 38.....المطلب الثاني: تعريف الوساطة المالية، أهميتها وخصائصها.
- 38.....- تعريف الوساطة المالية.
- 39.....- أهمية الوساطة المالية.
- 39.....- خصائص الوساطة المالية.
- 40.....المطلب الثالث: وظائف الوساطة المالية.
- 40.....- تجميع المدخرات وتوفير السيولة.
- 40.....- توفير المعلومات المالية وتخفيض تكلفة الحصول عليها.
- 41.....- تخفيض المخاطر من خلال التنويع.
- 41.....- توفير آلية لسداد المدفوعات.
- 42.....المبحث الثاني: مؤسسات الوساطة المالية.
- 43.....المطلب الأول: المؤسسات (الوسيط) الإيداعية.
- 43.....- البنوك التجارية.
- 44.....- مؤسسات الادخار والإقراض.
- 44.....- بنوك الادخار المشتركة.
- 44.....- اتحادات الائتمان.
- 45.....المطلب الثاني: المؤسسات (الوسيط) غير الإيداعية.
- 45.....- شركات التأمين.
- 46.....- شركات الاستثمار.

50	- شركات التمويل
50	المطلب الثالث: مؤسسات سوق الأوراق المالية
50	- بنوك الاستثمار والأعمال
51	- البنوك المتخصصة
51	- تجار وسماسرة الأوراق المالية
52	- البورصات المنظمة
52	المبحث الثالث: الوسطاء في عمليات البورصة
52	المطلب الأول: تعريف وسيط عمليات البورصة، أهميته ووظائفه
53	- تعريف وسيط عمليات البورصة
54	- أهمية وسيط عمليات البورصة
55	- وظائف وسيط عمليات البورصة
56	المطلب الثاني: الشروط الواجب توافرها في وسيط عمليات البورصة
58	المطلب الثالث: قواعد وأخلاقيات وسيط عمليات البورصة
59	- الإخلاص الصارم
60	- الطابع السري للمعلومات
61	- جلب ثقة الجمهور
64	خلاصة الفصل الثاني

الفصل الثالث: دور الوساطة المالية في تفعيل المعاملات المالية في البورصة مع الإشارة إلى بورصة الجزائر-

66	تمهيد الفصل الثالث:
67	المبحث الأول: حاجة الوسيط المالي إلى المعلومات ودوره في البورصة
67	المطلب الأول: حاجة الوسيط إلى المعلومات
67	- تعريف المعلومة ومصادر الحصول عليها
69	- متطلبات المعلومة المالية وتأثيرها على السوق
72	المطلب الثاني: دور وسيط عمليات البورصة في السوق الأولية
74	المطلب الثالث: تنفيذ الأوامر والتسعير في البورصة
74	- الأوامر البورصية

79	- التسعير في البورصة.....
84	المبحث الثاني: عموميات حول بورصة الجزائر.....
84	المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر.....
84	- نشأة بورصة الجزائر.....
86	- تنظيم بورصة الجزائر.....
91	المطلب الثاني: القيم المنقولة وأهم المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر.....
92	- القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر.....
94	- المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر.....
99	المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر وآفاق تطورها.....
100	- معوقات بورصة الجزائر.....
102	- آفاق تطور بورصة الجزائر.....
104	المبحث الثالث: الوساطة المالية في بورصة الجزائر.....
104	المطلب الأول: شروط وكيفية اعتماد وسطاء بورصة الجزائر.....
105	- شروط اعتماد الوسطاء.....
106	- كيفية اعتماد الوسطاء.....
110	المطلب الثاني: أهم العمليات التي يقوم بها الوسطاء في بورصة الجزائر.....
110	- المفاوضة على القيم المنقولة لحسابهم الخاص.....
110	- المفاوضة على القيم المنقولة لحساب زبائنهم.....
111	- تسيير حافظة القيم المنقولة لحساب زبائنهم.....
112	- توظيف الأموال.....
113	المطلب الثالث: دور الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر.....
113	- تنفيذ الأوامر في بورصة الجزائر.....
115	- التفاوض في عمليات البورصة.....
123	خلاصة الفصل الثالث
125	الخاتمة العامة
	قائمة المراجع.
	الملاحق.

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
06	أقسام الأسواق المالية	(1.1)
12	مكونات السوق الثانوية والعلاقة بينها	(2.1)
23	أنواع الأصول المالية	(3.1)
88	الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها	(1.3)
89	الهيكل العام لشركة تنظيم بورصة القيم	(2.3)
91	المؤتمر المركزي لسندات الجزائر كليرنغ	(3.3)
119	تسوية المعاملات على مستوى بورصة الجزائر	(4.3)
121	كيفية تنفيذ الأوامر في بورصة الجزائر	(5.3)

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
95	طبيعة وحوافز العمليات التي تقوم بها المؤسسة في البورصة والمزايا المالية التي يمكن أن تتحصل عليها.	(1.3)
109	البنوك المعتمدة لمزاولة نشاط الوساطة في الأوراق المالية بالجزائر	(2.3)
116	مقابلة الطلب والعرض خلال حصة بورصية	(3.3)
117	كيفية تحديد سعر التوازن في البورصة	(4.3)

مقدمة عامة

مقدمة عامة:

تعد المعاملات المالية في الوقت المعاصر من أعقد العمليات على الإطلاق، ويزداد هذا الأمر تعقيداً في دنيا الأعمال نتيجة للتطور المستمر الذي تعرفه مختلف مجالات الحياة، ويعتبر عالم المال والاقتصاد من أكثر المجالات تطوراً ويظهر ذلك من خلال انفتاح الأسواق العالمية عن طريق إزالة القيود والاندماج فيما بين مختلف أنواع الأسواق.

ويعرف النظام المالي بأنه مجموعة من المؤسسات المالية التي تسمح للمتعاملين بإيجاد الموارد المالية الخارجية اللازمة لاقتناء الأصول المالية أو المادية، وتختلف آليات سيره باختلاف النظام الاقتصادي الذي تعتمده الدولة على أساس سياستها الاقتصادية.

يتشكل النظام المالي من آليتين للتمويل هما: آلية التمويل غير المباشر وآلية التمويل المباشر. تتم آلية التمويل غير المباشر عن طريق الجهاز البنكي الذي يتلقى الودائع من مختلف الأعوان الاقتصاديين ليحولها فيما بعد إلى سيولة تحت طلب المستثمرين، بحيث تلعب البنوك دور الوساطة البنكية بين العارضين والطالبين للأموال محققة بذلك التمويل الاقتصادي، ويطلق على الاقتصاديات المستعملة لهذه الآلية باقتصاديات المديونية. بينما آلية التمويل المباشر فهي تتمثل في الآلية التي يتم من خلالها الالتقاء المباشر بين مختلف الأعوان الاقتصاديين الذين لهم فائض في الأموال ويريدون توظيفه مع الأعوان الاقتصاديين الذين لهم عجز في الأموال ويبحثون عن رؤوس الأموال لإتمام أو توسيع مشاريعهم، ويتم ذلك عن طريق السوق المالية، لذلك تسمى الاقتصاديات المستعملة لهذه الآلية باقتصاديات الأسواق المالية. ورغم تباين هذه الآليات التمويلية إلا أنها متكاملة الأدوار، لأن الأموال التي لم تدرج عبر القنوات البنكية يتم تعبئتها من خلال السوق المالية كما أن هذه الأخيرة وعن طريق بورصة الأوراق المالية تسمح بتحقيق السيولة، أما البنوك فهي تعمل على خلق علاقات متواصلة مع المؤسسات من خلال جمع مختلف المعلومات حول مشاريعها الاستثمارية.

لكن، ونظراً لضغط التكاليف المرتفعة للتمويل غير المباشر والسعي وراء الحصول على توظيف أكثر مردودية بالنسبة للمدخرين، اتجه تمويل الاقتصاد نحو الأسواق المالية وذلك عن طريق إصدار مختلف الأصول المالية مما أدى إلى تقليص دور البنوك في حجم التمويل، بل أصبح التمويل مباشرةً من خلال تعبئة الادخار المتوفر في السوق دون اللجوء إلى الاقتراض وهذا ما يسمح للأعوان الاقتصاديين من التقليل من تكلفة رؤوس الأموال.

وتماشياً مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، وسعيًا لمواكبة هذه التطورات، تعمل معظم الدول على تكييف أسواقها مع مستجدات الساحة المالية الدولية بفضل الدور الذي تقوم به هذه الأسواق لتمويل الاقتصاد بتجنيد المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المتعددة لضمان الموارد المالية للمتعاملين ومن أجل تسهيل عملية النمو.

لقد حظيت الأسواق المالية بمكانة كبيرة وأصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي، وقد برزت في العصر الحديث أهمية بورصة القيم المنقولة كواحدة من أهم الأدوات المالية، فهي تعتبر مقياساً لدرجة حرارة الاقتصاد إضافة إلى أنها تعتبر مرآة حقيقية تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة كما تعكس أيضا الشركات المقيدة بها.

ونظراً إلى أن البورصة تتميز بحساسية مفرطة فهي عادةً ما تتعرض إلى تقلبات شديدة، ومن أجل تدنية حجم الخسائر المحتمل حدوثها كنتيجة لذلك، تطلب الأمر وجود فئة متخصصة هي فئة الوساطة المالية والتي من شأنها أن توفق بين طلبات عارضي وطالبي رؤوس الأموال وتسهل المعاملات المالية في البورصة.

تحتل مؤسسات الوساطة المالية مركزاً حيويًا في السوق المالية فهي تشكل همزة وصل بين الأعوان التي تقوم بالادخار ولها طاقة تمويلية فائضة وبين القطاعات التي هي بحاجة إلى السيولة لتمويل الاستثمار، إضافة إلى ما تقوم به من وظائف هامة في المجال المالي، كما تؤدي مؤسسات الوساطة المالية دوراً كبيراً في البورصة بحيث تقوم بدعم المؤسسات المتعاملة عند الإدراج وعند إصدارها للأوراق المالية، بالإضافة إلى الدور البالغ الأهمية الذي تقوم به في خلق السوق الثانوية عن طريق توفيرها لمختلف المعلومات الضرورية وتنفيذها لمختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون بشأن شراء وبيع القيم المنقولة. وكلما كانت تلك المؤسسات الوسيطة متطورة أدى ذلك إلى تنشيط السوق المالية وتطورها وتفعيل المعاملات المالية في البورصة وبالتالي يتطور النشاط الاقتصادي والتنمية الاقتصادية. وفي هذا السياق، تكتسي السوق المالية أهمية كبيرة في الدول النامية لما لها من دور في تمويل العملية التنموية، والجزائر باعتبارها من البلدان التي تسعى إلى تعبئة المدخرات عن طريق السوق المالية (كألية إضافية وجديدة في نظامها المالي)، فإنها قامت بإنشاء بورصة للقيم المنقولة كأداة لجمع المدخرات وذلك من خلال وضع هيئات تعمل على تأطير العمليات.

إشكالية البحث:

لقد أصبحت وظيفة الوساطة المالية على جانب كبير من الأهمية في الحياة المالية والاقتصادية، وذلك بفضل الدور البارز الذي تقوم به والموقع المتميز الذي تشغله في بؤرة النشاط المالي.

بناءً على ما سبق ذكره، يمكن صياغة إشكالية موضوعنا كما يلي:

ما هي وظيفة الوساطة المالية في السوق المالية، وما دورها في تفعيل المعاملات

المالية في البورصة؟

لدراسة وتحليل هذه الإشكالية، يمكن طرح جملة الأسئلة الفرعية التالية:

- 1- ماذا يقصد بالسوق المالية؟
- 2- ماذا نعني ببورصة القيم المنقولة؟
- 3- ما هي الوساطة المالية؟ وما علاقتها بعمليات البورصة؟
- 4- كيف يمكن تحديد دور الوساطة المالية ضمن المعاملات المالية في البورصة؟
- 5- ما هو واقع الوساطة المالية في بورصة الجزائر؟

فرضيات الدراسة:

بناءً على الإشكالية العامة والأسئلة الفرعية المترتبة عنها، وكنظرة أولية للموضوع تم رصد جملة الفرضيات التالية:

- 1- تعتبر السوق المالية الآلية التي تسمح بتجميع المدخرات التي بحوزة المجتمع وتوجيهها لمن هم بحاجة إلى التمويل.
- 2- تحتل بورصة القيم المنقولة مكانة متقدمة وهامة داخل السوق المالية بوصفها من أنجع طرق التمويل في القطاع المالي.
- 3- تمارس الوساطة المالية دوراً مهماً في تحريك عمليات البورصة من خلال إضفاء المزيد من المرونة والفعالية في تنفيذ هذه العمليات.
- 4- يعتبر الوسطاء في عمليات البورصة من أهم الركائز التي يعتمد عليها في تنشيط البورصة، فهم يشكلون حلقة الوصل والمقر الأساسي والضروري لالتقاء العرض والطلب على مختلف الأصول المالية.
- 5- تتميز بورصة الجزائر بصفة عامة بعدم التوسع في مختلف أنشطتها وهذا راجع لمجموعة من العوامل والأسباب من بينها: محدودية وانحصار دور الوساطة المالية في البورصة

أهمية وأهداف البحث:

تكمن أهمية هذه الدراسة في معالجتها لأحد الجوانب الهامة للاقتصاد وذلك فيما يعرف باقتصاديات الأسواق المالية، وذلك من خلال تركيزها على تحديد وتحليل دور الوساطة المالية في توسيع وتحسين أداء نشاطات البورصة لاسيما مع التقدم الواضح لدور البورصة في ساحة الأسواق المالية العالمية.

وفي هذا السياق، تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها ما يلي:

- توفير مادة علمية واضحة حول مختلف المفاهيم المتعلقة بكل من: السوق المالية، بورصة القيم المنقولة والوساطة المالية.
- إبراز وتوضيح الدور الهام لوظيفة الوساطة المالية في البورصة.
- الوقوف على واقع بورصة الجزائر وحالة الوساطة المالية فيها.

الدراسات السابقة:

فيما يخص الدراسات السابقة، فقد تم الاعتماد على مجموعة من الأطروحات والمذكرات التي تمت في مجال السوق المالية من بينها:

- وليد أحمد الصافي: الأسواق المالية العربية-الواقع والآفاق-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002-2003.

تتمثل إشكالية هذه الدراسة في السؤال التالي: "هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية، ومن تم إقامة سوق مالية عربية موحدة تستطيع الدول العربية والمستثمرين العرب من توظيف مدخراتها المالية الموظفة في الخارج والتي مُنبت بخسائر وهزات كلما تعرضت الأسواق المستقطبة لهزات عنيفة أو شديدة الوقع؟"

قسّم الباحث دراسته إلى خمس فصول، فالفصل الأول تناول فيه مفاهيم ومبادئ سوق الأوراق المالية، أما الفصل الثاني تطرق فيه إلى مختلف المراكز المالية الدولية (أساليب الربط بين البورصات، ومستحدثات الأسواق من الأدوات المالية)، كما تطرق في الفصل الثالث إلى مختلف الأزمات المالية الدولية، أما الفصل الرابع فقد تعرض إلى واقع أسواق المال العربية، بينما الفصل الخامس والأخير فقد تعرض الباحث لبعض الإسهامات لتنشيط البورصات العربية.

- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.

تدور إشكالية هذه الدراسة حول: معوقات أسواق المال العربية وسبل تفعيلها، وقد تم صياغتها على النحو التالي "ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطه؟"

قسم الباحث دراسته إلى بابين، حيث جاء الباب الأول بعنوان: الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، وقد تناول فيه: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدماً، بالإضافة إلى تطرقه إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة.

أما الباب الثاني فعنوانه: واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، وقد تطرق الباحث من خلال هذا الباب إلى واقع أسواق الأوراق المالية العربية ومعوقاتهما، بالإضافة إلى تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الربط بينها.

أما بالنسبة للدراسات التي تناولت موضوع الوساطة المالية بصفة محدّدة، فقد كانت جدّ محدودة إذ تم الاعتماد على مذكرتين فقط وهي:

- زرفة زهيه، بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في العمليات البورصية(حالة الجزائر)، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000-2001.

قسمت الباحثة دراستها إلى ثلاثة أبواب، حيث جاء الباب الأول بعنوان: آلية ونشاط الأسواق المالية وقد تطرقت فيه إلى ماهية الأسواق المالية وآلية تسييرها، مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة، بالإضافة إلى أهمية البورصة وعلاقتها بالمؤسسة. كما تعرضت في الباب الثاني إلى أهمية ودور الوساطة في العمليات البورصية وذلك من خلال دراسة دور وماهية الوسيط في العمليات البورصية، تنظيم وإدارة مؤسسات الوساطة، بالإضافة إلى تقديم حافظات الأوراق المالية وكيفية تسييرها. أما الباب الثالث فقد تم تخصيصه إلى دراسة تطبيقية لحالة الجزائر وذلك من خلال التعرض إلى واقع بورصة الجزائر وأنواع الوسطاء المتدخلون في العمليات البورصية.

- خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2007.

تتمثل إشكالية هذه الدراسة كما يلي: "ما هي مكانة الوساطة المالية في البورصة وما دورها في تنمية التعاملات بها وما هو واقعها وآفاقها في المغرب العربي"

تناول الباحث من خلال دراسته مختلف المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية والبورصات بالإضافة إلى تبيان دور الوساطة المالية في عمليات البورصة، وكان ذلك من خلال ثلاث فصول نظرية وفصل تطبيقي الذي تم تخصيصه لدراسة مقارنة لواقع الوساطة المالية في بورصات المغرب العربي (المغرب، تونس والجزائر).

دوافع اختيار الموضوع:

يعود اختيار موضوع دراستنا إلى مجموعة من الإعتبارات الموضوعية والذاتية.

1- الإعتبارات الموضوعية:

- تسليط الضوء على أهمية السوق المالية كآلية ناجعة للتمويل وذلك عن طريق بورصة القيم المنقولة، وأهمية الدور الذي تقوم به مؤسسات الوساطة المالية.

- قلة الدراسات التي تناولت موضوع الوساطة المالية.

2- الإعتبارات الذاتية:

- يعتبر هذا الموضوع ذو صلة بالتخصص الذي اتبعناه في دراستنا وهو تخصص النقود والمالية، بالإضافة إلى الرغبة والميول الشخصي في تناول وبحث هذا النوع من المواضيع المتعلقة بالأسواق المالية.

- إمكانية مواصلة البحث وتوسيعه.

أدوات البحث:

لقد تم الاعتماد على جمع مجموعة من المراجع المتنوعة والتي تتمثل في:

- الكتب، الرسائل والأطروحات، المجلات.

- التقارير السنوية الخاصة ببورصة الجزائر.

- الاتصال الشخصي بالهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وهي: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

(COSOB)، شركة تسيير بورصة القيم (SGBV).

- الاستعانة ببعض مواقع الانترنت.

المنهج المتبع:

بغية بحث ودراسة الموضوع من مختلف جوانبه، ونظرًا لطبيعة المعلومات التي من الواجب تناولها فقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي الذي يسمح بسررد المفاهيم الأساسية المتعلقة بالسوق المالية وبورصة القيم المنقولة والوساطة المالية ومن تم القيام بتحليلها.

تقسيم البحث:

على ضوء ما تم تقديمه سابقًا، وبغية تحقيق الأهداف التي يسعى إليها هذا البحث واختبار الفرضيات، وحتى تستوفي الدراسة تطلعاتها، قمنا بتقسيم بحثنا إلى ثلاثة فصول كما يلي:

تناول الفصل الأول: المفاهيم الأساسية حول السوق المالية وبورصة القيم المنقولة وذلك من خلال التطرق إلى مفهوم السوق المالية، أهميتها وأقسامها، بالإضافة إلى تقديم بورصة القيم المنقولة، أهم وظائفها ومختلف الأصول المالية المتداولة فيها.

بينما تم تخصيص الفصل الثاني لدراسة الوساطة المالية وذلك من خلال: تقديمها، التعرف على مختلف المؤسسات المالية التي يمكنها أن تقوم بوظيفة الوساطة المالية، كما سيتم التطرق إلى مجال معين من مجالات الوساطة المالية والمتمثل في: الوساطة المالية في البورصة.

أما الفصل الثالث والأخير فيهتم بدراسة دور الوساطة المالية في تفعيل المعاملات المالية في البورصة، مع تسليط الضوء على واقع بورصة الجزائر ودور الوساطة المالية فيها.

الفصل الأول:

مفاهيم أساسية حول السوق المالية

وبورصة القيم المنقولة

تمهيد الفصل الأول:

يهدف هذا الفصل إلى عرض العديد من المفاهيم النظرية الأساسية ذات الصلة بموضوع السوق المالية، حيث تعتبر هذه المفاهيم كنقطة انطلاق مهمة من أجل فهم وتحليل مختلف الأفكار والمواضيع على مستوى الواقع التطبيقي.

لقد أدى الدور المتزايد الأهمية للأسواق المالية على ساحة الاقتصاد العالمي وعلى مستوى الاقتصاديات المحلية إلى تزايد الاهتمام به والتوجه نحو التأسيس الفكري والنظري لآليات عمل هذه الأسواق، وبالرغم من كون السوق المالية مصدرًا للتمويل طويل الأجل (وذلك بتعبئة مدخرات الأعوان الاقتصادية الفائضة وتوجيهها نحو المشاريع الاقتصادية التي هي بحاجة إلى تمويل)، وبالرغم من كونها كذلك بديلاً عن التمويل البنكي الذي عانى من نقائص عديدة - أهم ما يعاب عليه أنه مكلف- غير أنها لطالما تعرضت لتأثيرات سياسية، مالية واقتصادية، نظراً لارتباطها الوثيق بالمناخ الإقتصادي، وهذا هو السبب الذي جعل تلك الأسواق تتميز بالتعقيد أحياناً، وبالتقلبات الشديدة أحياناً أخرى.

من هذا المنطلق، يستوجب علينا تحديد إطار عام لفهم وتحليل الأسواق المالية، وفي هذا السياق يمكن طرح جملة من التساؤلات حول: مفهوم السوق المالية، أهميتها وخصائصها والدور الذي تلعبه البورصة باعتبارها أحد مكوناتها الرئيسية في هذا المجال، وذلك من خلال التعرف على مختلف الأصول المالية المتداولة داخلها والأطراف المتعاملة فيها.

المبحث الأول: تقديم السوق المالية

تظهر السوق المالية كنتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية فائض مالي ترغب في استثماره بدلاً من تركه رأسمال عاطل، ومن جهة أخرى تكون وحدات اقتصادية أخرى تعاني من عجز في الموارد المالية وتكون بحاجة إلى تمويل لمواصلة نشاطها، فتلتقي هاتان الوحدتان عن طريق السوق المالية التي تساهم بدورها في جمع المدخرات وتحويلها. سوف يتم في هذا المبحث تقديم السوق المالية وذلك من خلال عرض: تعريفها وخصائصها، أهميتها، وكيف يتم تقسيمها (تصنيفها).

المطلب الأول: تعريف السوق المالية وخصائصها

سننتظر في هذا المطلب إلى جملة من التعاريف الخاصة بالسوق المالية، وأهم الخصائص التي تتميز بها.

تعريف السوق المالية:

هناك عدة تعريفات للسوق المالية، نذكر منها:

- 1- "المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة (المدخرين) ترغب في إقراضها والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقرضون)".¹
- 2- "المكان الذي يتم فيه شراء وبيع الأوراق المالية بمختلف أشكالها، والتعامل في هذه السوق يكون بالمضاربة، بمعنى شراء الأوراق المالية وإعادة بيعها بغية تحقيق الربح".²
- 3- "مجموعة من القنوات التي ينساب فيها المال من أفراد ومؤسسات وقطاعات في المجتمع إلى أفراد ومؤسسات وقطاعات أخرى، وذلك من خلال السياسات المرسومة لهذه المؤسسات في خدمة أهداف المجتمع التنموية والاقتصاد القومي".³
- 4- "عبارة عن المكان والميكانيكية التي يتم عن طريقها ومن خلالها خلق وتداول الأصول المالية، ويأتي عرض هذه الأموال من جانب أولئك الذين يريدون عرض أموالهم، أما الطلب على هذه الأموال يكون من طرف أولئك الذين يرغبون في استخدامها".⁴

¹ محمد يونس، عبد النعيم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص:127.

² رسمية قرياقص، "أسواق رأس المال والمؤسسات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص:09.

³ عبد الوهاب علي حسن الغشم، "سوق الأوراق المالية مع إمكانية إنشائها في اليمن"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر 2002 – 2003، ص:02.

⁴ إبراهيمي أحمد، "السوق المالية، ماهيتها والأدوات المستخدمة فيها"، عن الموقع الإلكتروني:

رغم تعدد التعاريف المتعلقة بالسوق المالية، إلا أننا نلاحظ بأنها غير مختلفة فيما بينها، بل تحمل نفس المعنى، والمتمثل في أن السوق المالية هي عبارة عن مكان إلتقاء عارضي الأموال (طالبي الأصول المالية) مع طالبيها (عارضي الأصول المالية)، يدعى هذا المكان بالسوق، ويكون الهدف من وراء ذلك القيام بعملية التمويل .

خصائص السوق المالية:

تتميز هذه السوق بعدة خصائص، نذكر من بينها:

- تتميز السوق المالية بطبيعة خاصة تتمثل في أن التداول يتم بين النقود والأدوات المالية الأخرى، فالمشتري يدفع الأموال مقابل الأصول التي تتمثل في الأسهم والأوراق المالية الأخرى، إلا أنه لا يستلم أصول حقيقية، ويقوم الأعوان بشراء الأدوات المالية من أجل العائد المنتظر حصوله أثناء الاحتفاظ بها وكذلك من أجل الإرتفاع المنتظر في قيمتها.
- تعتبر السوق المالية بمثابة آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي تتوفر على فوائض مالية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية.
- تتميز الأسواق المالية بأنها أسواق منظمة، ففي معظم البلدان هناك شروط وقواعد قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، بالإضافة إلى وجود هيئات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في الأسواق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية التي يحتاجونها.¹

المطلب الثاني: أهمية السوق المالية

تستمد السوق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد الوطني، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي ذات الوقت تتأثر به مما قد يحدث آثاراً جيّدة.

تكمن أهمية الأسواق المالية فيما يلي:²

- 1- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين عن طريق رفع عوائد المدخرات من خلال الإكتتاب في الأسهم والسندات، وكلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة بهذه الأسواق ملائمة، فإن الدور التحفيزي لهذه الأسواق بالنسبة للمدخرات يكون أكبر، خاصة عندما يكتشف المدخرون بأن العوائد المتحققة من مدخراتهم أكبر من تلك الممكن تحقيقها من خلال التوظيف في الأجهزة المصرفية.

¹ - عيسى نجا، "تقييم أداء الأسواق المالية العربية، دراسة تجريبية الأردن"، ملخص رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002-2003، ص:24.

² - هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر، عمان، 2003، ص:85، ص:84.

- 2- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية، حيث تعرض أسهم وأدوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون (أو وسطائهم) بغرض تمويل مشروعات معينة، كما أنه وبمجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في السوق المالية يؤدي مباشرةً إلى تحويل المدخرين إلى مستثمرين، وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي على السيولة المدخرة مقابلها.
- 3- ترتبط أهمية الأسواق المالية بتعاظم دور الشركات المساهمة الكبيرة والتي تتمتع بمرونة عالية اتجاه حركة الأسعار والتغيرات التي تحدث في الاقتصاد المحلي والدولي.
- 4- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، وما يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية والتي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل، إلى جانب الأسهم والسندات المصدرة لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن أسواق رأس المال، بالإضافة إلى وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانبًا هامًا من الأسواق المالية.
- 5- تحتل الأسواق المالية مركزًا حيويًا في النظم الاقتصادية الحديثة، وهي تعتبر انعكاسًا للنظم المالية والاقتصادية للدولة، ويمكن أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيرًا إيجابيًا من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفء لها، هذا ما يدفع إلى وجود سياسة قومية هدفها تشجيع الإدخار والاستثمار ومحاولة تجنيد رأس المال للمشاركة في عملية التنمية.¹
- 6- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.²
- 7- تعد الأسواق المالية مرجعًا هامًا لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد، بالإضافة إلى أنها الوسيلة التي بفضلها يتم تجنب الآثار التضخمية لحد كبير.
- 8- يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكانتها المتخصصة وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، وذلك من خلال تحليل عوامل العرض والطلب لهذه الأدوات وبيان احتياجات الشركات وتحديد أفضل الأدوات وأحسن الظروف لتمويل هذه الاحتياجات.
- 9- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية لمشاريعهم.

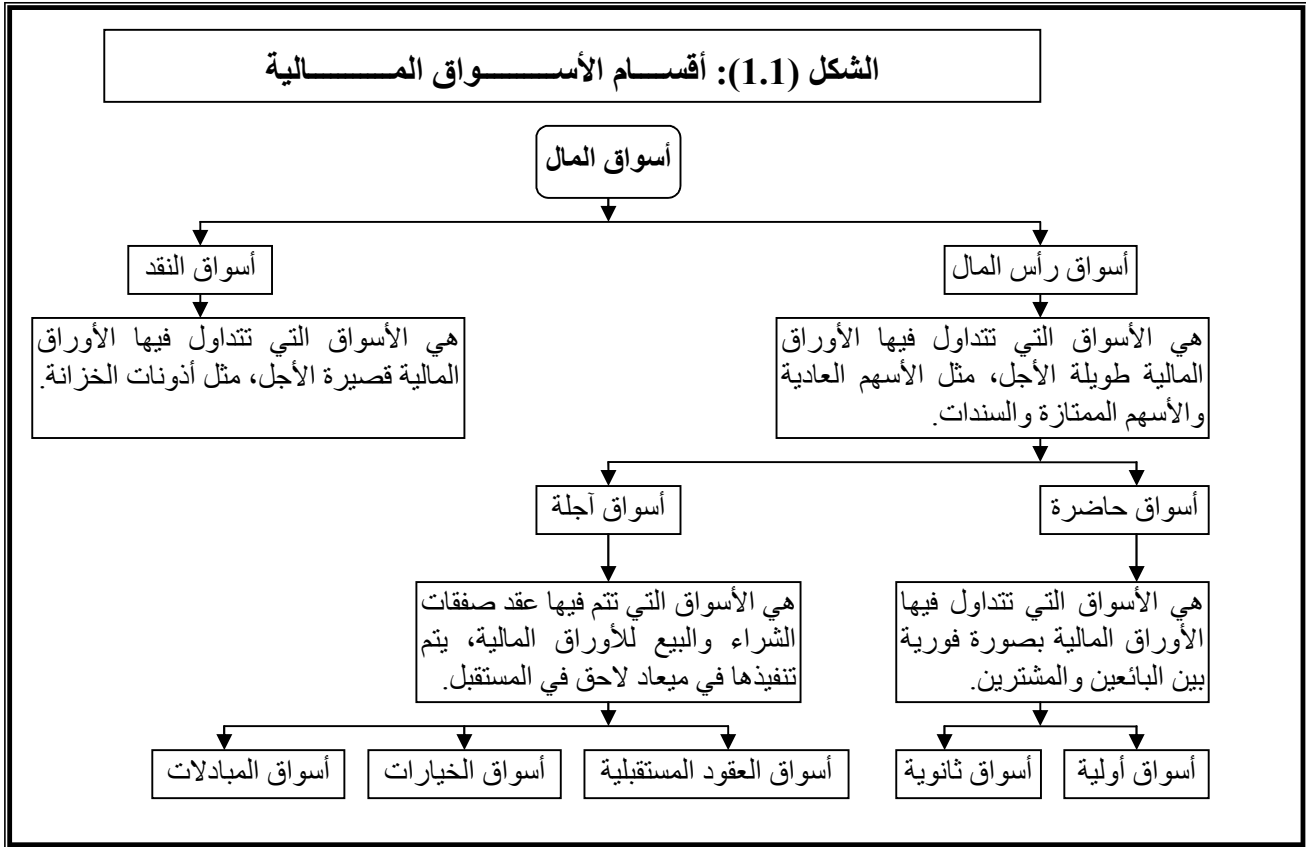
¹ - صلاح الدين حسن السيسى، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب للنشر، الطبعة الأولى، القاهرة، ص: 10.

² - ضياء مجيد، "البورصات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص: 207.

المطلب الثالث: تقسيمات السوق المالية

السوق المالية هي مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع، وفقاً لسياسة معينة إلى من هم بحاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت (عادة ما يكون إنتقال تلك الأموال بمساعدة فئة متخصصة تدعى الوساطة المالية) تنقسم السوق المالية إلى نوعين من الأسواق، حسب وظيفة كل نوع، فهناك: الأسواق النقدية: التي تهتم بالاستثمارات والإئتمان قصير الأجل. أسواق رأس المال: وتهتم بالمعاملات ذات الأجل المتوسط والطويل.

- ويمكن توضيح أقسام السوق المالية من خلال الشكل الموالي:



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 25.

الأسواق النقدية:

■ تُعرف الأسواق النقدية بأنها:

- "سوق القروض قصيرة الأجل، تضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذه السوق كما تحصل على القروض اللازمة استناداً إلى وضعية احتياطياتها لدى البنك المركزي."¹

- "هي تلك الأسواق التي تُداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية، وكذلك بعض الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها الحكومة."²

إذًا، الأسواق النقدية هي سوق المعاملات المالية القصيرة الأجل (سنة فأقل)، حيث تقوم الجهات المقترضة المختلفة كالحكومات والشركات المعروفة والهيئات العامة وغيرها بإصدار القيم المالية. ويتركز نشاط الأسواق النقدية في عمليات الخصم أو عمليات الإقراض.

■ أهمية الأسواق النقدية:

ترجع أهمية الأسواق النقدية إلى كونها تعتبر مصدرًا للتمويل قصير الأجل، فهو يوفر للمقترضين فرصة الحصول على قروض قصيرة الأجل وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة عالية.

كما تعتبر هذه الأسواق جدّ مهمة في الاقتصاد الوطني لما توفره من أدوات يمكن من خلالها تعديل مراكز سيولة الأفراد والمؤسسات، فالأفراد الذين لديهم مدفوعات في المستقبل القريب يمكنهم من خلال هذه السوق استثمار أموالهم في أدوات قصيرة الأجل مقابل عائد، شرط بيع تلك الأدوات عندما يحين أجل مدفوعاتهم المستقبلية. كما تلجأ البنوك والمؤسسات المالية إلى شراء أدوات سوق النقد مقابل عائد قبل إعادة بيعها لمواجهة سحب الودائع أو عقد قروض جديدة.³

إضافة إلى ذلك، تمكّن الأسواق النقدية السلطات النقدية المركزية (والتي تتمثل في البنوك المركزية أو أي مؤسسة مالية لها نفس اختصاصات البنوك المركزية) من ممارسة الرقابة على عرض النقود في الاقتصاد الوطني.

¹ مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية (أدوات وآليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005، ص:16.

² رسمية قريبا قص، مرجع سبق ذكره، ص:18.

³ عاطف وليم أندرواس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007، ص:17.

■ مميزات الأسواق النقدية:

تتميز الأسواق النقدية بما يلي:

- أدوات الاستثمار في هذه السوق تعتبر عالية السيولة (لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود) فالاستثمار في هذه السوق يكون عادة قصير الأجل، يمتد من يوم واحد إلى سنة.
- يعتبر مجال الاستثمار في هذه السوق قليل المخاطر، فدرجة المخاطرة النقدية (التي قد تنشأ عندما يرغب المستثمرون تحويل الاستثمار إلى نقود) منخفضة جداً، لأن أدوات الاستثمار في هذه السوق مرتفعة التداول وشبه مؤكدة العائد.¹
- تعتبر المؤسسات المالية والنقدية أهم المتعاملين في السوق النقدية باعتبارهم وسطاء بين الطالبين والعارضين لرؤوس الأموال.
- تعتبر الأسواق النقدية مصدر لتجميع الإذخارات قصيرة الأجل لتحقيق تمويل استثماري طويل الأجل كما أن الأدوات النقدية الموجودة في هذه السوق قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة باستثناء الودائع المصرفية.

■ مكونات الأسواق النقدية:

تتكون الأسواق النقدية من:

- 1- **السوق ما بين البنوك:** يتم التعامل في هذه السوق ما بين البنوك والمؤسسات المالية، غير البنك المركزي والذي يشكل الوسيط الرئيسي في هذه العملية. تتميز هذه السوق بعدم وجود مكان مادي لها، حيث تتم العمليات عبر الهاتف أو الفاكس، ويتم تأكيدها بعد ذلك من طرف البنك المركزي بالإشعارات الدائنة أو المدينة (حسب الحالة) التي ترسل بعد ذلك إلى المؤسسات.² كما أن العمليات التي تتم في هذه السوق تكون بمبالغ ضخمة.
- 2- **سوق القروض قصيرة الأجل:** تشمل هذه السوق على جميع أنواع القروض قصيرة الأجل التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة.³
- 3- **سوق الخصم:** فيها يتم خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، وتتمثل هذه الأدوات في:⁴

الأوراق التجارية: هي أدوات دين قصيرة الأجل يتم إصدارها عن طريق البنوك العملاقة والشركات المساهمة المعروفة. وفي حالة تعرض الشركة إلى نقص الأموال فإنها تقوم ببيع الأوراق التجارية لبعض

¹ - عيسى نجا، مرجع سبق ذكره، ص:10.

² - زرفة زهيه، "بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في العمليات البورصية: دراسة حالة الجزائر"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000-2001، ص:20.

³ - محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص:136.

⁴ - غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، "اقتصاديات النقود والبنوك"، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002، ص:43، 44.

الوسطاء الماليين أو للمؤسسات بدلاً من الإقراض من البنوك. ويعتبر بيع الأوراق التجارية من قبل هذه الشركات المساهمة نوعاً من التمويل المباشر.

القبولات المصرفية: هي سندات مسحوبة على مصرف من قبل عميل يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص آخر مبلغاً محدداً من المال في المستقبل في موعد يحدد سلفاً، وتستخدم هذه القبولات عادةً من أجل تشجيع التجارة الخارجية.

أذون الخزنة: هي سندات دين تصدرها الحكومة لأجل تتراوح بين ثلاثة أشهر وسنة، وتقوم بطرحها في السوق عن طريق البنك المركزي ويتقدم لخصم هذه الأذون جميع المتعاملين في سوق النقد.

■ المتدخلون في الأسواق النقدية:

1- البنك المركزي: يقع البنك المركزي على رأس سوق النقد، فهو المهيمن والمسؤول على استقرارها بما يؤديه من وظائف هامة في هذه السوق.

يتولى البنك المركزي مهمة إصدار النقد وعملية إصدار السندات نيابة عن الحكومة ومتابعة سداد قيمة الفوائد في مواعيدها وسداد قيمة السندات عند الاستحقاق.

يعتبر بنك البنوك كونه يتعامل مع البنوك التجارية كما تتعامل هذه الأخيرة مع عملائها، بحيث تقوم بإيداع الفوائض النقدية لديه وتتجه إليه للإقراض أو لكي تعيد خصم أوراقها التجارية.

بالإضافة إلى ذلك، يقوم البنك المركزي بوظائف أخرى - غير تلك التقليدية- تستهدف تحقيق التوازن والاستقرار النقدي وذلك بالعمل على تحسين وضع ميزان المدفوعات والسيطرة على معدلات التضخم عن طريق التحكم في كمية النقود.

2- البنوك التجارية: تقوم هذه البنوك باستقبال الودائع القابلة للسحب عند الطلب أو بعد أجل محدد وتوظيف هذه الودائع بصفة أساسية في منح القروض (بضمانات عينية أو شخصية)، كما تقوم هذه البنوك بعمليات الخصم.

3- الخزينة العامة: تهتم بإصدار أذونات الخزنة العامة عندما تفترض من البنك المركزي.

أسواق رأس المال:

أسواق رأس المال هي جزء من السوق المالية، تهتم بالعمليات ذات الأجل المتوسط والطويل تعرف بأنها:

1- "المكان والميكانيكية التي يتم عن طريقها ومن خلالها تداول الأصول المالية طويلة الأجل".¹
2- كما تعرف أيضا بأنها: "أسواق يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على سنة مثل السندات أو التي لا استحقاق لها مثل الأسهم".²

تتمثل أهمية سوق رأس المال في كونها منبع رئيسي لتمويل النشاط الاقتصادي بحيث تضمن نموه وتطوره³، فهي تقدم التسيير اللازم لالتقاء أصحاب المدخرات الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم في أصول مالية كالأسهم والسندات، وأصحاب الأفكار الاستثمارية المنتجة الذين هم بحاجة إلى هذه المدخرات لاستثمارها في أصول عينية. كما أن التعامل في هذه السوق وبالتحديد في السوق الثانوية يكون عن طريق فئة متخصصة تدعى: الوساطة المالية، تكون على دراية بأحوال السوق وتقدم النصح والمعلومات وتتفاوض على الأدوات المالية.

■ تنقسم سوق رؤوس الأموال بدورها إلى أكثر من سوق نوعية، فهناك السوق الأولية، السوق الثانوية، بالإضافة إلى وجود سوق ثالثة وسوق رابعة.

1- **السوق الأولية:** يقصد بالسوق الأولية السوق التي تخلقها مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراق مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية.⁴ وفي الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر قد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار. تتمثل وظائف السوق الأولية في:⁵

- توجيه النصح والإرشاد للمؤسسة المصدرة للأوراق المالية من حيث حجم الإصدار وتوقيته واقتراح وسائل تمويل جديدة.

- القيام بجميع الإجراءات اللازمة للإصدار من خلال الاتصال بإدارة السوق ولجنة الأوراق المالية.
- الالتزام بتصريف حد أدنى من الأوراق المصدرة أو كلها عن طريق بيعها للجمهور أو لعملاء البنك بصفته وسيط مالي أو عن طريق سماسرة ووسطاء آخرين.

¹ - محمد يونس، عيد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص:134.

² - جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والتقديرية"، دار الصفاء للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002، ص:254.

³ - ouvrage collectif sous la direction de M. Moutoussés, "100fiche pour comprendre la bourse et les marchés financiers", édition IFC, saint germain, France, 2001, p30.

⁴ - منير ابراهيم هنيدي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص:83.

⁵ - عبد الوهاب علي حسن الغشم، مرجع سبق ذكره، ص:07.

2- **السوق الثانوية:** يقصد بها سوق التداول، وهي تختص بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، أي بعد توزيعها سواءً مباشرةً أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة.¹ من أهم خصائص هذه السوق: توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أسهم وسندات عند الحاجة إلى قيمتها نقدًا.

ويمكن أن نميز ضمن السوق الثانوية نوعين من الأسواق:
السوق المنظمة: هي بورصة الأوراق المالية، تعتبر من أهم الأسواق الثانوية، تتميز بأن لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع والشراء، ويدار هذا المكان بواسطة لجنة منتخبة من أعضاء السوق.² يتم التعامل في هذه السوق من طرف سماسرة ووسطاء متخصصين وفق نظم ولوائح تحددها البورصة، كما أن التعامل في الأوراق المالية يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق.
السوق غير المنظمة: (غير الرسمية) هي كذلك سوق للتداول، إلا أن المعاملات التي تجرى تكون خارج السوق المنظمة (البورصة)، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل. تختص بيوت السمسرة بالتعامل في هذه السوق من خلال شبكة كبيرة من الإتصالات (الهاتف، الأنترنت)، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار، كما أن تحديد الورقة المالية يتم بالتفاوض.

3- **السوق الثالثة:**³ هي قطاع من السوق غير المنظمة، تتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ولكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق (تمثل هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد لشراء أو بيع تلك الأوراق في أي وقت وبأي كمية).

4- **السوق الرابعة:** هي سوق مباشرة تتعامل فيها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة من أجل شراء وبيع الأوراق المالية بطلبات كبيرة وذلك كاستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها إلى السماسرة واستعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبيرة، ويتم الإلتقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسطاء يعملون على إتمام الصفقات بالإضافة إلى شبكة اتصالات قوية (الهاتف، الفاكس، الأنترنت)، لذلك ففي ظل السوق الرابعة يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل.⁴

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 261.

² - عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا، "الأسواق والمؤسسات المالية"، نفس المرجع السابق، ص: 295.

³ - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 78.

⁴ - عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص: 21.

- مما سبق يتضح لنا بأن هناك علاقة قوية بين الأسواق السابقة، والتي يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:



نستنتج من هذا الشكل العلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة وبين كل من السوق الثالثة والرابعة، والتي تمثل في مجموعها السوق الثانوية، إذ أن السوق الثالثة والرابعة هما جزء من السوق الثانوية وهما أسواق غير منظمة في نفس الوقت.

وأخيراً، يمكن القول أن هناك ارتباط وثيق بين السوق الأولية التي يتم فيها إصدار قيم مالية جديدة وبين السوق الثانوية التي يتم فيها إعادة بيع تلك القيم المالية. فبدون السوق الثانوية قد لا تنشئ أصلاً سوق أولية، إذ في هذه السوق الثانوية يتم تسهيل الأوراق المالية وبالتالي تصبح أكثر قبولاً وجاذبية. إن عدم وجود سوق ثانوية للأوراق المالية يعني صعوبة تصريف الإصدارات الجديدة من تلك الأوراق.

المبحث الثاني: بورصة القيم المنقولة

تعتبر البورصة من أهم المؤشرات للحالة الاقتصادية، فهي تلعب دوراً كبيراً في تمويل الاقتصاد بالإضافة إلى ما تمثله كجزء مهم من السوق المالية في عملية التمويل. سوف نتطرق في هذا المبحث إلى دراسة بورصة القيم المنقولة وذلك من خلال: ماهيتها الاقتصادية، مختلف الوظائف التي تقوم بها وكفاءتها، وتحديد الشروط الواجب أن توفرها المؤسسة للانضمام إلى البورصة.

المطلب الأول: ماهية البورصة

يطلق عادة على المكان المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية اسم **البورصة**.

نشأة البورصة:

تعتبر البورصة من أقدم المنشآت التي ظهرت بظهور أدنى المعاملات بين الأفراد لتبادل السلع والخدمات عن طريق المقايضة والنقود المعدنية.

يعود تاريخ إنشاء البورصة إلى الإمبراطورية الرومانية التي قامت بتجميع الأموال من المدخرين لبناء روما، فالمشاريع الضخمة للإمبراطورية ولدت الحاجة لأموال ضخمة، فكانت فكرة اللجوء لأفراد المجتمع وتوزيع عبء الاستثمار عليهم، هذا ما دفع إلى تكوين شركات للقيام بهذه المهمة، لكن سرعان ما تحولت هذه الشركات إلى أسواق: حيث أصبحت مكان يتردد عليه التجار لتسوية صفقاتهم الخاصة بتبادل المعادن النفيسة مقابل النقود، أي مكان تعرض وتطلب فيه الأموال.

إلا أن مصطلح البورصة لم يظهر في هذا العهد، بل ظهر لأول مرة في القرن 15م، وترجع كلمة البورصة إلى مصدرين:¹

المصدر الأول: إسم أحد كبار التجار الأغنياء، إسمه "فاندين بورص" "Van Den Bourse"، كان يقيم في مدينة بروج في بلجيكا، وكان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات الشراء والبيع.

المصدر الثاني: فندق في مدينة بروج Bruges البلجيكية كانت تزين واجهاته شعار عملة على ثلاثة أكياس trois bourses، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف الأعمال، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالبيع والشراء.

¹ - صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

وقد شهدت البورصة منذ نشأتها أنواعًا عديدة ابتداءً من بورصة الذهب والمعادن النفيسة، ثم بورصة البضائع في القرن 17م.

أما بورصة القيم المنقولة، فقد ظهرت في القرن 18م مع بروز الثورة الصناعية، وكانت نشأتها مرتبطة بتزايد أهمية القروض الحكومية والتي تعتبر من أهم العوامل المساعدة على تراكم رأس المال.¹

مفهوم البورصة:

تعددت التعاريف المتعلقة بمفهوم البورصة، ولعلّ أهمها:

1- "البورصة هي سوق تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية تتم بين المتعاملين بالبيع والشراء لمختلف الأوراق المالية، وتوجد بها لوائح وقوانين تنظم هذا العمل"².

2- "البورصة سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مراكز محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسامسة للتعامل في الأوراق المالية وفقًا لنظم ثابتة ولوائح محددة."³

3- كما تُعرف أيضًا بأنها "المكان الذي تتداول فيه الأوراق المالية بعد إصدارها في السوق الأولية، حيث يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء لورقة مالية مسجلة من قبل، وتدار البورصة من طرف مجلس منتخب من أعضائها."⁴

من خلال التعاريف السابقة، يتضح لنا بأن البورصة هي سوق كغيرها من الأسواق يتم فيها تداول قيم مالية أصدرت من قبل، يجتمع فيها المتعاملون بالأوراق المالية في أوقات محددة، وتسمى كذلك البورصة ببورصة القيم المتداولة (السوق الثانوية أو المنظمة أو الرسمية).

كما تجدر الإشارة إلى أن هناك ثلاثة أنواع من البورصات هي:

بورصة القيم المنقولة التي تم تعريفها، بورصة البضائع (البورصة التجارية)، بورصة الذهب والعملات، فهذه الأخيرة يتم فيها بيع وشراء الوسائل التي يتم بموجبها تسوية المدفوعات في بلد آخر، حيث أن الذهب والعملات يمثلان أحد الإحتياطات التي يحتفظ بها البلد على مستوى البنك المركزي.

أما بورصة البضائع فهي سوق تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بالسلع، وقد تكون بورصة شيكاغو أشهرها في الوقت الحالي.

¹ مروان عطوان، "الأسواق المالية والنقدية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى، الجزائر، 1993، ص:216.

² شمعون شمعون، "البورصة: بورصة الجزائر"، أطلس للنشر، بدون سنة نشر، ص:07.

³ صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سبق ذكره، ص:15.

⁴ منير إبراهيم هنيدي، "إدارة الأسواق والمنشأة المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص:493.

إن الاختلاف الوحيد الموجود بين السوق والبورصة يتمثل أساسًا في الطريقة التي تجرى بها المعاملات:¹ ففي السوق وحدهم البائعون والمشترون يتفاوضون على السلعة (فيما يتعلق بالكمية والسعر)، بينما في البورصة فبالإضافة إلى الباعين والمشتريين نجد كذلك المتفاوضين على القيم المالية (الوسطاء الماليين). ولكن رغم هذا الاختلاف نجد أن السوق والبورصة من طبيعة واحدة تتمثل في مكان التقاء بائع بمشتري لسلعة مماثلة والتي تتمثل في القيم المالية.

أهمية البورصة:

لقد أصبحت البورصة مركز اهتمام الكثير من الأعوان سواء كانوا أفرادًا أو مؤسسات، فهي جدّ مهمة في الاقتصاد الوطني، وهذا نظرًا لما تحققه من فوائد تعود بالنفع على المجتمع بصفة عامة، وعلى المتعاملين فيها أو المتدخلين في البورصة بصفة خاصة. فالبورصة أداة لتجميع مدخرات الأفراد ولتنشيط مجالات الاستثمار المختلفة للاقتصاد الوطني، وبفضلها تتحقق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات بكل سهولة ويسر. وتظهر أهمية البورصة أكثر من خلال تجنبها للآثار التضخمية إلى حد بعيد، والتي تلحق بالبنوك عند قيامها بعملية التمويل أي أنها تمنح القروض بدرجة مفرطة، ولعل هذا هو أحد الأسباب الذي أدى إلى ضرورة ظهور البورصة في القرون السابقة.²

المطلب الثاني: وظائف البورصة وكفاءتها

بالإضافة إلى الوظيفة الأساسية للبورصة والمتمثلة في تحويل الأموال الفائضة من القطاعات التي لديها فائض في الأموال إلى تلك التي تعاني عجزًا، فهي تؤدي عدّة وظائف هامة في الحياة الاقتصادية والتي من شأنها تحقيق كفاءة عالية للبورصة، وهذا ما يصاحبه عادة نمو وازدهار اقتصادي.

وظائف البورصة:

يمكن حصر الوظائف التي تقوم بها البورصة فيما يلي:

1- ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية حتى يتسنى للمستثمر استرداد مدخراته:³

فالمستثمر يُقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واسترداد قيمتها عند الحاجة إليها، إذ أن التعامل على مستوى البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد طبيعيين أو اعتباريين كانوا

¹ -Max Weber, " la bourse", édition transition, Paris, 1999, p:32.

² -صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص:21.

³ - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص:275.

المستثمرة في شكل أسهم وسندات، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وما يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقاً لظروفه الطارئة والتي لا تكون محددة بزمان معين، كما يرغب أيضاً في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة، فصاحب السهم لا يستطيع استرداد مدخراته في أي وقت، حيث أنها تتحول إلى موجودات في الشركة وتبقى طالما أن الشركة باقية، ومن هنا يتمتع حملة الأسهم بحق التنازل عنها لشخص آخر بالبيع أو بأي وسيلة أخرى، وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات وتلبية شرط المدخر في سرعة حصوله على استثماراته لتلبية حاجاته، ومن ناحية الطلب والتي تتطلب لقاء الأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة وإلا تعرض اقتصاد الدولة كله إلى هزات عنيفة: فالبورصة هي الجهاز الذي يمكن أن يحقق له سهولة تسويق الاستثمارات ومساعدة الأفراد على التخلص منها في أي وقت.

2- مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:¹

ترتبط هذه الوظيفة ارتباطاً وثيقاً بالوظيفة الأولى، فلا يجب أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار، وهذا ما يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن تكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك، فإنه يحرص أيضاً على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته، أي كأنه يحقق عائداً عند بيعها.

فالبورصة لها دور كبير في تحقيق عدالة الأسعار، وذلك من خلال الإلتقاء الواسع للطلب والعرض معاً، فهي بما لديها من أجهزة وإمكانات واتصالات بين السماسرة وعملائهم بوسائل الإتصال المختلفة على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد، مما يترتب عليه سعر عادل للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و يبيع بخسارة.

تساهم كذلك البورصة في تحقيق السعر المناسب، وذلك عن طريق إلزام الشركات المقيدة بها بضرورة مدها بالمعلومات الكافية عن أعمالها، والتي قد تؤثر مباشرةً على قيمة الأسهم، وبذلك يتمكن المتعاملون من تقييم القيم المتداولة على أسس معلومة والتصرف على أساس مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه القيم، هذا ما يساعد على خفض أعمال المضاربة التي لا علاقة لها بأي أساس اقتصادي سليم.

3- البورصة أداة توجيه الاستثمار:²

وتظهر هذه الوظيفة من خلال سعر الفائدة، فعند انخفاض هذه الأخيرة في البنوك عن سعر فائدة الأوراق المالية، يقوم المستثمرون بسحب ودائعهم من البنوك ويستثمرونها في البورصة، ويحدث عكس ذلك عندما تقل إيرادات الأوراق المالية، حيث يتجه المستثمرون إلى البنوك بحثاً عن معدلات فائدة أعلى.

¹ - رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص:43.

² - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص:52.

4- وظيفة تحويل الخطر:

تساهم هذه الوظيفة في تنمية الاستثمارات التي تقوم بها الشركات المساهمة، وذلك بعدم التأكد المرتبط بحجم الطلب على السلع والخدمات التي يقدمها الاستثمار.

وتتمثل هذه الوظيفة من خلال محدودية المخاطر المرتبطة بمساهمة الشركات، بحيث لا تمتد تلك المخاطر إلى باقي ممتلكات المستثمر في تلك الشركة من خلال قيمة الأوراق المالية التي بحوزته.¹

5- وظيفة تحويل الانتظار:

حيث تضمن البورصة حرية تداول الأوراق المالية، فتزيد رغبة المستثمرين بالاحتفاظ بتلك الأوراق لمدة طويلة طالما أنه يستطيع التخلص منها في الوقت الذي يراه مناسباً، أو عند احتياجه للسيولة دون الانتظار إلى حين موعد الاستحقاق.²

فلمستثمر الحق في بيع الأوراق المالية أو الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق وفقاً لظروف السوق السائدة ولكل مستثمر تفضيلاته حسب العرض والطلب على الورقة المالية.

6- البورصة مؤشر للحالة الاقتصادية:

تساعد البورصة على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها، كما أن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة.

فهناك علاقة تأثير وتأثر بين البورصة والمحيط الذي تنشط فيه، فإذا كانت البورصة في حالة غير جيدة تؤثر على كل ما حولها والعكس، وهي تعكس كل ما يحدث على مستوى النشاط الاقتصادي، وذلك بمنحها صورة آنية حقيقية لأداء الاقتصاد، بالإضافة إلى أنها رابط متصل بالمستثمرين.³

7- البورصة أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات:⁴

حيث تساعد في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، وبالتالي يتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار أسهم الشركات مثلاً هو دليل على عدم نجاحها أو ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في سياستها أملاً في تحسينها.

¹ - أحمد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، مركز جامعة القاهرة، مصر، 1998، ص:25.

² - أحمد عبد اللطيف، نفس المرجع، ص:26.

³ - Didier Vitrac, " Marchés financiers: investir en bourse avec succès", gualino éditeur, 3eme édition 2004 p:42.

⁴ - أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص:33.

- وعليه، من خلال هذه الوظائف يمكن أن نستنتج النقاط التالية:
- تساعد البورصة على تحويل الفئات التي لديها عجز وهي فئة المقترضين إلى الفئات التي لديها فائض والتمثلة في المقرضين.
 - تعتبر البورصة مركزاً لتجميع وتركيز رأس المال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل.
 - يمكن للبورصة أن تكون بديلاً للبنوك، وذلك عند ارتفاع سعر فائدة السندات والذي عادة ما يؤدي إلى جذب الأعوان للاستثمار فيها.
 - وجود البورصة يمنع وجوب انتظار المستثمرين حتى تاريخ استحقاق الأوراق المالية التي يملكونها من أجل استرجاع أموالهم.

كفاءة البورصة:

يقصد بالبورصة الكفاءة تلك السوق التي تحقق تخصيصاً كفئاً للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً، حيث على مستوى هذه البورصة -الكفاءة- يعكس سعر السهم (أو الورقة المالية) الذي تصدره الشركات كافة المعلومات والبيانات المتاحة والمتوفرة عنها سواءً الماضية أو المتوقعة من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة.

وفي ظل البورصة (السوق) الكفاءة يصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين، نظراً لتوفر المعلومات وانتشارها بسرعة بينهم، وهذا ما يعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين التوصل إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم (حيث يحدث تغير فوري في السعر).¹

تؤدي السوق الكفاءة دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشرهما:²

الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما، فهم في الحقيقة يشتررون عوائد مستقبلية هذا يعني أن المؤسسات التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الإصدار.

الدور غير المباشر: بعد إقبال المستثمرون على التعامل في الأسهم التي تصدرها المؤسسة يعد هذا بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

¹ - عبد الغفار حنفي، "بورصات الأوراق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص: 09.

² - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

وفي مجال كفاءة البورصة يتم التمييز بين: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

■ الكفاءة الكاملة للبورصة:

يطلق مفهوم الكفاءة الكاملة عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية، نظراً لعدم وجود فاصل زمني بين ورود معلومات جديدة حول حالة السوق وانعكاسها على أسعار الورقة المالية. وتتحقق الكفاءة الكاملة عندما تتحقق مجموعة من الشروط أهمها:¹

- توفر المعلومات الكاملة حول حالة السوق: المعلومات الخاصة بالأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.
- تمتع المستثمرون بحرية تامة داخل السوق نظراً لانعدام وجود أي قيود على التعامل داخل السوق، فلا تكاليف ولا ضرائب على المعاملات، ويستطيع المستثمرون التعامل بأي كمية شاءوا بيعاً وشراءً، كما لا توجد قيود تشريعية على حرية دخول وخروج المتعاملين من وإلى السوق.
- توفر الرشد عند المستثمرين، أي أنهم يسعون إلى تحقيق أكبر ربح ممكن من صفقات البيع والشراء داخل السوق.

■ الكفاءة الاقتصادية للبورصة:

تستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على البيانات والمعلومات التي تساعده على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ (فاصل زمني) بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على أسعار الورقة المالية، مما يجعل القيمة السوقية للورقة المالية أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.²

وبصفة عامة، فإن الكفاءة في البورصة تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد، ومن أهم أسباب عدم كفاءة هذا النظام ما يلي:³

- التأخير في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فوائدها للمتعاملين واعتمادهم على مصادر أخرى وأسرع.
- عدم كفاية المعلومات والبيانات للقيام بتحليلات وتقديرات علمية سليمة لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

¹ - ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

² - ضياء مجيد، نفس المرجع السابق، ص: 10.

³ - صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سبق ذكره، ص: 27.

المطلب الثالث: شروط التسجيل في البورصة

تخضع عملية التسجيل في البورصة إلى شروط وإجراءات قانونية ومالية قد تختلف من بلد إلى بلد آخر، فدخل المؤسسة إلى البورصة يعتبر من الأحداث الهامة في حياتها وهي بذلك تكون قد انتقلت من فضاء اقتصادي إلى فضاء اقتصادي آخر مختلف*، وبالتالي يجب أن تستوفي مجموعة من الشروط حتى يسمح لها بالتداول في البورصة.

يتم وضع مختلف الشروط الخاصة بإدراج المؤسسة في البورصة من طرف: لجنة تنظيم البورصة وهي: "هيئة تقوم بمراقبة البورصة وتسهر على حماية فعالية عملها وعلى حماية مدخرات المستثمرين، كما تقوم بمراقبة المعلومات المقدمة من أجل ضمان الشفافية والنزاهة والتأكد من عدم وجود معاملات غير قانونية، وهي التي تقرر قبول أو عدم قبول أسهم جديدة للتسعيرة الرسمية. تتمتع هذه الهيئة بسلطة المراقبة، سلطة الإتصال وسلطة تقديم الاعتماد".¹

فبورصة نيويورك مثلاً تضع خمسة شروط أساسية لقبول المؤسسة هي:²

- 1- أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المؤسسة في العام الماضي عن 2.5 مليون دولار، وأن لا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين عن ذلك العام.
- 2- أن لا تقل قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار.
- 3- أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 مليون دولار.
- 4- أن يملك الجمهور حصة في رأس المال لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار.
- 5- أن يوجد 2000 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100 سهم أو أكثر.

كما تشترط بورصة نيويورك كذلك أن تكون للمؤسسة مكانتها على المستوى القومي، وأن تكون لها مكانتها الجيدة والمستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها، وأن تنتمي المؤسسة لصناعة لها فرصة التوسع والنمو أو لها فرصة المحافظة على مركزها في السوق.

بالإضافة إلى تلك الشروط، هناك بعض الشروط الأخرى، والمتمثلة فيما يلي:³

- ينبغي أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة شركة بالأسهم أو شركة التوصية بالأسهم.
- فتح رأس المال الاجتماعي للمساهمين المحتملين بنسبة تتراوح بين 20% و 25%، حيث يتم طرح هذه النسبة من الرأس المال في السوق المالية، وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.

* الفضاء الاقتصادي هو ذلك المجال الذي تنشط فيه الشركة في ظروف معينة وبمعية أطراف مختلفة، وقد تكون هذه الشركة في وضع احتكاري أو تنافسي.

¹ -Josette Peyard, "la bourse", édition: Vuibert entreprise, 5eme édition, paris, 1997, p: 46.

² - منير إبراهيم هنيدي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

³ - نقيية إلياس، "عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003-2004، ص: 20.

- أن تكون مدة إنشاء المؤسسة أكثر من ثلاثة سنوات.
 - تحقيق ربح خلال السنتين الأخيرتين مع توزيع الأرباح خلالها.
 - تقديم حسابات النتيجة والميزانية مؤشر عليها من طرف محافظ الحسابات.
- وعلى المؤسسة الراغبة في الدخول (التسجيل) إلى البورصة، أن تقدم رسالة للتعريف بنفسها بالإضافة إلى تكوين ملف الدخول والواجب إيداعه لدى الهيئات المختصة، ويتضمن هذا الملف ما يلي:¹
- 1- المعلومات العامة عن المؤسسة: والتي تتمثل فيما يلي:
 - رقم السجل التجاري (قيد السجل التجاري).
 - عنوان الشركة.
 - التسمية الاجتماعية.
 - الرقم الجبائي، الرقم الاجتماعي ورقم الحساب البنكي.
 - مجال نشاط الشركة.
 - 2- المعلومات القانونية: وهي الوثائق القانونية للشركة:
 - القانون الأساسي للمؤسسة.
 - عقد تأسيس المؤسسة.
 - قائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة من الرئيس إلى آخر عضو.
 - تدرج كل العقود المبرمة سابقًا والتي هي في طور الإبرام، وكذلك كل النزاعات القضائية المفصول فيها وغير المفصول فيها، كما تدرج كل شهادات براءات الاختراع.
 - المبالغ المدفوعة كحصة مشاركة.
 - ذكر اسم كل من يملك 5% على الأقل من رأس مال الشركة.
 - 3 - المعلومات الاقتصادية:
 - ميزانيات 3 أو 5 سنوات سابقة وجدول حسابات النتائج لنفس السنوات.
 - ميزانيات تقديرية للسنوات الثلاثة اللاحقة.
 - تركيبة الأسعار بالنسبة لمنتجات الشركة.
 - تمنح الشركة معلومات خاصة عن منتجها انطلاقًا من أول مرحلة إنتاجه إلى غاية خروجه إلى السوق.

¹-Kamel chehrit," Guide techniques et pratiques bancaires financières et boursières", édition G.A.L(ex:M.L.P) , 2eme édition, Alger, Algérie, 2003, p:65.

المبحث الثالث: الأصول المالية المتداولة في البورصة والمتعاملون فيها

تعتبر الأصول المالية أدوات تمويل متوسطة وطويلة الأجل يتم التعامل بها على مستوى البورصة من طرف فئتين اقتصاديتين لكل منها هدفها الخاص، فالفئة الأولى تقوم بطلب تلك الأصول المالية سواء كانت أسهمًا أو سندات مقابل عرضها للأموال التي طالما ادّخرتها، بينما الفئة الثانية فتكون بحاجة إلى الأموال ومن أجل الحصول عليها تطرح أصولاً مالية من أجل الإكتتاب فيها. وعادة ما تتوسط تلك الفئتين جهة متخصصة تسهل عملية تداول تلك الأصول المالية.

سوف نتعرف من خلال هذا المبحث على الأنواع المختلفة للأصول المالية المتعامل بها في البورصة، وأيضا على الفئات التي تتعامل بها.

المطلب الأول: الأصول المالية المتداولة في البورصة

تعتبر الأصول (الأوراق) المالية عصب الحياة للأسواق المالية وذلك باعتبارها السلعة الرئيسية المتداولة في الأسواق المالية بصفة عامة، وفي البورصة بصفة خاصة. ويمكن تعريفها كما يلي:

" هي عبارة عن صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول مؤسسة ما أو الحقين معا." ¹

أوهي: " أوراق مالية، تعبر عن التمثيل القانوني لحاملها اتجاه المنشأة المصدرة لهذه الورقة والتي تخول له الحق في الحصول على جزء من العائد أو جزء من أصول المنشأة أوهما معا." ²

تصنف الأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع وفق أسس مختلفة هي: ³

ماهية الورقة المالية: يتم التمييز هنا بين أوراق مالية تمثل صك ملكية مثل الأسهم العادية، أوراق مالية تمثل صك مديونية مثل السندات، وأوراق مالية مختلطة مثل الأسهم الممتازة.

عمر الورقة: هنا يمكن التمييز بين أوراق مالية طويلة الأجل، وأخرى قصيرة الأجل.

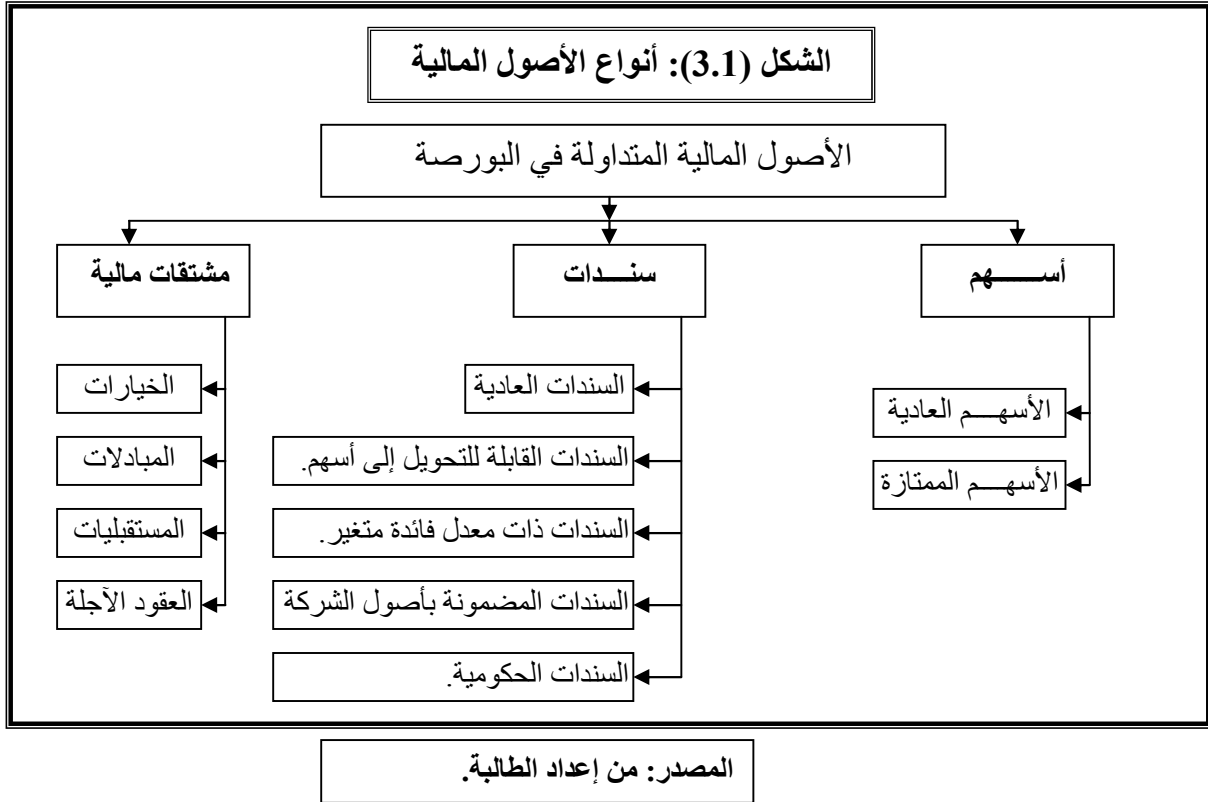
ولابد أن نشير أيضا، إلى أنه هناك أوراق مالية حديثة تدعى بالمشتقات المالية، والتي لها قدر كبير من الأهمية خاصة في الدول التي تكون أسواق مالهها متطورة.

ومن خلال الشكل الموالي، نتعرف على مختلف الأصول المالية المتداولة في بورصة القيم المنقولة:

¹ - شاكر القرويني، "محاضرات في اقتصاد البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص: 122.

² - محمد صالح الحناوي، جلال العبد إبراهيم، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 31.

³ - محمد صالح الحناوي، جلال العبد إبراهيم، نفس المرجع السابق، ص: 31.



الأسهم: Stocks

السهم هو حق المساهم في شركة أموال، وهو الصك الذي يثبت الحق القابل للتداول، تتصف هذه الأسهم بالدوام، أي ليس لها تاريخ محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة، من حق حملة الأسهم الحصول على صافي الدخل وكذلك المتبقي من أصول الشركة بعد سداد كافة الإلتزامات الأخرى ذات الأولوية في السداد.¹

وفيما يخص الأسهم نميز بين نوعين هما: الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وذلك حسب الحقوق التي يتمتع بها أصحابها:

■ الأسهم العادية:

الأسهم العادية هي صكوك ملكية أبدية لا تحمل أجل استحقاق ولا معدل فائدة، يحق لصاحبها الحصول على الربح إن تحقق ووزع في نهاية السنة. ويتمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العامة وحق التصويت فيها وحق الانتخاب والأولوية في الإكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أن من حقه الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها.

¹ - عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصات الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص: 41.

ويعرف السهم العادي على أنه:

"شهادة ملكية تخول لصاحبها الحق في الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية الحقيقية وهو لا يحمل -السهم- أجل استحقاق وإنما يبقى متداولاً في الأسواق، إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائه أو في حالة حل الشركة أو تصفيتها."¹

تعتبر الأسهم وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل، حيث تعتمد عليها الشركات بشكل كبير وخاصة في بداية نشاطها، حيث تكون قدرتها على تحمل الأعباء ضعيفة، كما يعتبر الاستثمار في الأسهم من أكثر الاستثمارات شيوعاً نظراً لما توفره من حق في ملكية الشركة بالإضافة إلى العوائد الاستثمارية. تنقسم الأسهم العادية إلى عدة أنواع، وذلك من حيث الشكل ومن حيث الحصة المدفوعة، فنجد:

1- من حيث الشكل: تنقسم الأسهم إلى أسهم اسمية، أسهم لحاملها وأسهم لأمر:

- **الأسهم الاسمية:** هي تلك الأسهم التي تحمل إسم صاحبها (يكون مسجل على صك السهم) تدون فيها البيانات المقيدة في السجل، وتشمل على بيانات مفصلة لصاحب السهم وبيانات الشركة المصدرة وعمليات التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها. وعندما تنتقل ملكية هذه الأسهم إلى شخص آخر يسجل إسم المالك الجديد في جدول خاص موجود على ظهر السهم ويسمى جدول التنازلات، حيث يصادق اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على ذلك، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة.²

- **الأسهم لحاملها:** هي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم المساهم ويعتبر مالكا لها بالحيازة المادية، ويحصل التنازل عن هذه الأسهم (انتقال ملكيتها) بتسليمها من يد إلى أخرى، ولو كان ذلك بالسرقة.

- **الأسهم لأمر:** تشترط فيها الشركة أن تكون كاملة الوفاء، أي دفع كل قيمتها الإسمية.

2- من حيث الحصة المدفوعة:

- **الأسهم النقدية:** هي تلك الأسهم التي يكتب فيها المشارك بشرط أن يدفع قيمتها نقداً، ولا يصبح السهم قابلاً للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية.

- **الأسهم العينية:** هي الأسهم التي تمثل صفة عينية كعقار أو مصنع.

وللسهم مجموعة من القيم هي:

1- **القيمة الإسمية:** وهي القيمة المسجلة على السهم والمدفوعة باقتنائه في السوق الأولية، بمعنى أنها القيمة التي يتم بها الإصدار والتي تكون مدونة في عقد التأسيس، وتساوي هذه القيمة: مجموع رأس مال المؤسسة/عدد الأسهم الإجمالية.

¹ - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، "النقد والمصارف وأسواق المال"، دار الحامد، الطبعة الأولى، 2004، ص:113.

² - سعيد توفيق عبيد، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1998، ص:52.

2- القيمة الدفترية: (المحاسبية) سميت دفترية نسبة إلى دفاتر المؤسسة، وهي القيمة التي يكتسبها السهم خلال السنة وتستمد من دفاتر المؤسسة، وتشمل هذه القيمة:

رأس المال + الإحتياطات والأرباح المحتجزة.

3- القيمة السوقية: هي القيمة التي يتحصل عليها السهم عند بيعه في السوق (قيمة السعر المتداول)، فهي خاضعة لقوى العرض والطلب، وتعتبر هذه القيمة أكثر أهمية من القيمتين السابقتين لأنها تعبر عن قيمة ثروة المساهم.

خصائص الأسهم العادية :

تتمثل خصائص الأسهم العادية فيما يلي:¹

- حامل السهم العادي يعتبر مالكا وله حقوق الملاك.
- نصيب السهم من الربح أو الخسارة يتوقف على ما تحققه الشركة من أرباح أو خسائر.
- المساهم مسؤول مسؤولية محدودة بقدر حصته في رأس المال.
- المساهم يعتبر عضواً في الجمعية العمومية للشركة وله حق التصويت ورقابة أعمال الشركة.
- السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق مثل السندات، ولكن المساهم يمكنه بيع السهم في السوق وليس من حقه الرجوع على الشركة المصدرة.

■ الأسهم الممتازة: preferred stocks

السهم الممتاز هو ذلك السهم الذي يختص دون غيره من الأسهم ببعض المزايا فهو يمثل استثمار أقل مخاطرة من الأسهم العادية، يطلق عليه اسم "سهم الأفضلية" أو "سهم الأولوية". تتميز هذه الأسهم بأنها خليط من أنواع الأوراق المالية المختلفة (فهي ورقة مالية هجينة)، لها صفة الأسهم وكذلك صفة السندات، فهي تعطي حاملها حقوقاً مشابهة فيما يتعلق بشؤون الشركة مثل الأسهم العادية ولكن حاملها هذه الأسهم ليس لهم حق التصويت في اجتماعات مجلس الإدارة وهي تشبه السندات بحصولها على مبالغ محددة في تواريخ محددة مقدماً.

فبالأسهم الممتازة يحق لحاملها الحصول على حصة من الأرباح سواءً كسبت الشركة أم لا، كما أنهم يأتون في الترتيب بعد أصحاب السندات فيما يتعلق بالمستحقات سواءً عند تصفية الشركة أو دفع حصص الأرباح.²

¹ - سعيد توفيق عبيد، نفس المرجع السابق، ص: 54.

² - مايكل بيكت، قسم الترجمة دار الفاروق، "كيف تعمل البورصة (دليل المستثمر الصغير)"، دار الفاروق للنشر، الطبعة الأولى، القاهرة، 2006، ص: 16.

- يتميز السهم الممتاز بعدة خصائص هي:
- * **خاصية الإطفاء:** فالشركة لها الحق في إطفاء السهم الممتاز وذلك بإنشاء صندوق الإطفاء: بمعنى رد الأموال لحاملي الأسهم الممتازة ويكون الإطفاء بعلاوة، إذا فهذا السهم يشكل تكلفة.
- * **خاصية الاستدعاء:** يستدعى صاحب السهم الممتاز في أي وقت، لكونه قد استفاد من امتياز من قبل، لكن من حق الشركة استدعائه لشراء السهم في حالة ارتفاع قيمته في السوق.
- * **خاصية التحويل:** يمكن تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي.

السندات: Bonds

- السند هو شهادة تثبت دينًا على الشركة (خاصة أو عمومية) لها ترخيص للإدخار العام، أو الحكومة أو الجماعات المحلية مقابل أن يحصل صاحب السند على معدل فائدة ثابت (سنوي أو نصف سنوي).¹
 - تتميز السندات بعدة خصائص هي:
 - السندات في غالب الأحيان ذات عائد ثابت وحاملها يتحصل على نسبة مئوية من القيمة الإسمية وهي سنوية أو نصف سنوية.
 - لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
 - السندات لها تاريخ استحقاق.
 - فيما يخص عقد الإصدار يجب أن يظهر عقد الإصدار وكذا شهادات السندات كل من إسم المصدر، عنوانه، عدد السندات، فنتها، ضماناتها، سعر الإصدار،... الخ
 - قد تباع السندات بأقل أو بأعلى من قيمتها الإسمية، وعندئذ يسمى الفرق بعلاوة التسديد.
- قيم السندات : للسندات القيم التالية:**
- 1- **القيمة الإسمية:** هي القيمة التي يصدر بها السند (تكون مدونة على السند عند إصداره)، وهي تبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الإستحقاق أو السداد.
 - 2- **القيمة السوقية:** بما أن السند يباع ويشترى في السوق كغيره من الأصول المالية فهو ذو قيمة تتحدد وفق ظروف السوق كمعدل الفائدة، الطلب والعرض.
 - 3- **القيمة التصفوية للسند** لا تعنيه لأنه عند تصفية الشركة يعتبر من بين الأوائل لأخذ أموالهم والفوائد المترتبة عليها.
 - 4- **القيمة الدفترية** لا توجد لأن عائد السند ثابت ومحدد مسبقًا.

¹ -Paul Jaque, "bourse et marché financier", édition dunod, , 2eme édition, paris, 2003, p:23.

أنواع السندات: هناك عدة أنواع من السندات، نذكر من بينها:¹

1- السندات العادية:

هي أبسط أنواع السندات، وهي أدوات تمويل طويلة الأجل تسمى صك المديونية، يُعتبر حاملها دائنًا للشركة والشركة مدينة له، تتصف بأنها غير أبدية (لديها أجل استحقاق) ولها معدل فائدة محدد مسبقًا، لا يحق لحامل هذه السندات التدخل في تسيير المؤسسة ولا ينتخب، فهو أجنبي عن المؤسسة يتحصل على عائد في نهاية المدة. من بين خصائص هذه السندات: أنه يمكن بيعها قبل تاريخ الاستحقاق، كما يمكن لحملة هذه السندات المشاركة في الجمعيات الخاصة ذات الرأي الاستشاري.

2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

هي سندات عادية قابلة للتحويل إلى أسهم، يحق لحاملي هذه السندات تحويلها إلى أسهم في فترة لاحقة وهم غير ملزمون بذلك. تتميز هذه السندات بأن أسعارها أعلى من أسعار السندات العادية.

3- السندات بمعدل فائدة متغير:

تقوم الشركة في بعض الأحيان بإصدار سندات بمعدل فائدة متغير سائد في السوق، من أجل التقليل من الخسائر التي قد تلحق بها.

4- السندات المضمونة بأصول الشركة:

هي سندات تصدر مرتبطة ببعض أصول الشركة، بحيث تصبح تلك الأصول مرهونة بشكل قانوني لدى حملة السندات، خاصة في حالة عجز الشركة عن الدفع ولحامليها الحق في البيع. والشركة المصدرة لهذا النوع من السندات عادةً ما تكون في حالة مالية حرجة وسيئة. هذه السندات المضمونة ذائعة في بريطانيا وتسمى السندات العادية، ويقتصر الضمان في أغلب الأحيان على حق امتياز حملة السندات على أموال الشركة.²

5- سندات الحكومة:

تقوم بإصدار هذا النوع من السندات الحكومة وبعض الجهات المحلية لتمويل المشاريع ذات الطابع العام مثل بناء المدارس والمستشفيات، وعادةً ما تكون هذه السندات طويلة الأجل قد تصل إلى 50 سنة، وقد تكون أبدية.

¹ - إبراهيمي أحمد، "السوق المالية، ماهيتها والأدوات المستخدمة فيها"، مرجع سبق ذكره.

² - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

المشتقات المالية:

تعتبر المشتقات المالية أدوات ترتب لحاملها إلتزاماً أو إختياراً لشراء أو بيع أصل مالي، وتشتق تلك الأدوات قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات).

وتعد المشتقات أحد أهم ملامح التطور في أسواق المال، وقد بدأ التعامل فيها مع أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها العديد من الأسواق المالية في كل من أسعار الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأصول المالية، حيث تستخدم هذه الأدوات في التحكم في الخطر المصاحب للإستثمار في محافظ الأوراق المالية وكذلك الخطر المصاحب لإصدار الأوراق المالية. وهناك عدة أنواع من المشتقات المالية، أهمها:¹

■ الخيارات: Option

هي عبارة عن عقود يمنح بموجبها مصدرُ الخيار حاملَ الخيار (حامل العقد) الحق دون الإلتزام لشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد في خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد، ويمنح المشتري هذا الحق مقابل مبلغ من المال يمثل علاوة الخيار تدفع لمصدر الخيار. ويطلق على السعر الذي يتم به تنفيذ بيع أو شراء الأصل محل الخيار بسعر التنفيذ أو الممارسة Exercise or strike price.

ويسمى الخيار الذي يمنح لمالكه الحق في الشراء ب: خيار الشراء Call option أما الخيار الذي يمنح لمالكه الحق في بيع الأصل محل الخيار: خيار البيع Put option. وبصفة عامة الخيارات هي أدوات للتأمين ضد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، خصوصاً مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو يعتزم شراءها أو بيعها في المستقبل.

■ المستقبليات: Futures

هي عقود أجنبية لكنها قابلة للتداول في البورصة تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد سلفاً على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق. وتهدف العقود المستقبلية إلى الاحتياط ضد التغير في معدلات العائد ومن ثم أسعار الأصول المالية. تختلف عقود المستقبليات عن الخيارات في أنه يكون لمشتري الخيارات الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، بينما تكون العقود المستقبلية واجبة التنفيذ كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة الخيارات، بينما يتعين على طرفي عقود المستقبليات إيداع هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة يمكن استرداده في حالة تنفيذ العقد.

¹ - عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص ص: 83، 79.

▪ العقود الآجلة: Forward contracts

تعطي العقود الآجلة لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً، بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق. وهي بذلك التعريف لا تختلف عن المستقبلات باستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبلات في الأسواق المالية، بينما لا يتم تداول العقود الآجلة ولا يوجد بها سوقاً ثانوية، وتبعاً لذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعاً في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبلات.

▪ المبادلات: Swaps

هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد آنياً وفقاً لقيمة الصفقة، على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق. وعقود المبادلات باعتبارها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسويتها على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية)، تكون ملزمة لطرفي العقد عكس عقود الخيار. وتتمثل عمليات المبادلات فيما يلي:

عمليات مقايضة العملات، عمليات مقايضة عقود حق الخيار، عمليات مقايضة الأسهم، عمليات مقايضة معدلات العائد.

المطلب الثاني: المتعاملون في البورصة

يتم التعامل في البورصة في إطار تنظيمي وفق قوانين تحدد المعاملات بين الأطراف المشاركة فيه، ومن شأن هذه الأخيرة تنشيط وتحريك المعاملات وتفعيلها.

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في البورصة إلى صنفين:

! حسب الهدف من التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً والذي يعتبر الموجه الرئيسي للمتعاملين

في التخطيط لعمليات البيع والشراء، وفي هذا الإطار نجد أربع أطراف هي:¹

1- المضاربون المحترفون: Speculators

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته. ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

¹ - أحمد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 22، 23.

2- المضاربون الهواة: Outsiders

يهدف هؤلاء كذلك إلى الاستفادة من فروق الأسعار، إلا أنهم لا يهتمون بدراسة العوامل المؤثرة على السوق ولا يقومون بدراسة اتجاهات السوق، والتي تتطلب إتباع سياسات مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

3- المتآمرون: Manipulators

يهدف المتآمرون إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودًا أو هبوطًا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العادية، ويتميز هؤلاء المتآمرون بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم.

4- المستثمرون: Investors

هناك نوعان من المستثمرين: المستثمر الداخلي الذي يهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم ويكون هدف الربح في المرتبة الثانية، والمستثمر العادي الذي يهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

! ومن جهة أخرى يصنف المتعاملين في البورصة إلى:¹

1- طالبو رأس المال: (عارضو الأوراق المالية)

يُعرف طالبو رأس المال على أنهم أولئك الأعوان الاقتصاديين الذين لهم عجز في تمويل عملياتهم الاستثمارية، وبالتالي فهم يقومون بإصدار أوراق مالية للحصول على الأموال المطلوبة، وهذا بمساعدة إحدى المؤسسات المختصة في الإصدار مثل: المؤسسات الاستثمارية أو المؤسسات المالية. وتشمل هذه الفئة خاصة الأعوان التالية:

- **الدولة:** تأتي الدولة في المرتبة الأولى في سوق البورصة من حيث الطلب على الأموال، حيث تلجأ إلى الاقتراض لتمويل العجز في الميزانية عن طريق إصدار الالتزامات (السندات الحكومية). وفي حالة ما إذا كان هناك فائض في الميزانية، يمكن للدولة استغلال جزء منه في البورصة عن طريق الاكتتاب في أسهم المؤسسات.

- **الشركات:** وتتمثل عادة في الشركات الصناعية والشركات التجارية والشركات القابضة التي تقوم بإصدار أسهم وسندات لتمويل احتياجاتها.

¹ - تقنية إلياس، مرجع سبق ذكره، ص: 19. !!

- **المؤسسات:** هي جميع المؤسسات العمومية والخاصة ذات الطابع الاقتصادي تلجأ إلى البورصة لرفع وزيادة رأسمالها من خلال إصدار الأسهم، وهي تساهم في تنشيط البورصة.

2- عارضو رأس المال: (طالبو الأوراق المالية)

يعرف عارضو رأس المال على أنهم أولئك الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون فائضاً مالياً ويرغبون في توظيفه في السوق المالية عن طريق استثماره من خلال شراء أوراق مالية. وتتضمن هذه الفئة ما يلي:

- **المؤسسات:** تتدخل هذه المؤسسات في البورصة بغرض استثمار أموالها والتوسع في نشاطها، وذلك بعرض أموالها الفائضة مقابل الإكتتاب في الأسهم والسندات.

- **العائلات:** تكون توظيفات العائلات مسيرة أساساً من قبل البنوك التجارية، فصغار المدخرين الذين لم يستوفوا شروط الدخول إلى البورصة، فعوض إيداع أموالهم في البنوك، تتولى هذه الأخيرة مهمة استثمار أموالهم عن طريق أجهزة مختصة مثل: أجهزة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة **OPCVM**.

- **البنوك:** تتدخل البنوك في البورصة بصفقتها عارضةً للأموال من أجل الاستثمار لصالحها أو لصالح الأفراد.

3- الوسطاء الماليون:

إن نقص المعرفة وقلة المعلومات شكّل عائقاً أمام تبادل الأوراق المالية ويعود ذلك إلى نقص الخبرة عند المتعاملين برأس المال أو بالتوظيف الأمثل من حيث العوائد والمخاطر المالية، لذا من الضروري تواجدهم طائفة من الوسطاء الماليين التي تتمتع بخبرة كبيرة، وتحاول أن توفق بين رغبات العارضين والطلبين وتنفيذ الأوامر.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل من مفاهيم حول السوق المالية، يمكن القول أن السوق المالية تعني الآلية التي تهتم بجمع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة عن طريق مؤسسات مالية متخصصة.

ولاسيما أن أهم ما تتميز به هذه السوق أنها تختص بطبيعة خاصة تتمثل في أن التداول فيها يتم بين النقود والأدوات المالية الأخرى مثل الأسهم والسندات، بمعنى أنها لا تقتصر على نوع محدد في تعاملاتها وبالتالي فهي ذات أهمية معتبرة، ويتمثل أهمها في:

- تعدد الأسواق المالية مرجع هام لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

- تعمل هذه الأسواق على تعبئة الموارد من الفئات ذات الفائض المالي وتوجيهها نحو الاستثمارات المرعبة.

- تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً فهي تسمح بالتحويل المباشر لادخار العائلات إلى موارد طويلة الأجل.

تتضمن السوق المالية سوقين أساسيين هما: سوق النقد التي تهتم بالمعاملات قصيرة الأجل، وسوق رأس المال التي تهتم بالتعامل في الأجل الطويل والتي تتضمن بدورها سوقين هامين مرتبطين ببعضهما:

السوق الأولية: يتم فيها إصدار أوراق مالية جديدة لم تكن موجودة من قبل، فهذه السوق توفر فرص استثمارية للمشروعات المختلفة.

السوق الثانوية: يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة سابقاً في السوق الأولية- وتظهر أهمية هذه السوق من خلال توفيرها للسيولة للمستثمرين.

وتحتل البورصة مكانة هامة ضمن السوق المالية، حيث تلعب دوراً اقتصادياً تمويلياً لا يستهان به، إذ تعد المركز الأول لخلق السيولة عن طريق تداول القيم المنقولة المقيدة فيها، فالبورصة هي وسيلة لقياس المنتجات المالية والمؤسسات وكذا الاقتصاد ككل، حيث أن القيمة المحصل عليها في النهاية تعكس قيمة الأوراق المالية، والتي بدورها تعكس وضعية المؤسسة مما يدل على ازدهار أو ركود الاقتصاد.

يتم التعامل داخل البورصة بأدوات مالية مختلفة مثل: الأسهم، السندات، بالإضافة إلى نوع جديد يتمثل في المشتقات المالية وعادة ما تتميز السوق التي تحويها وتتعامل بها بأنها متطورة، كما أن التعامل يتم عن طريق فئتين رئيسيتين (العارضين والطالبين) تتوسطهما فئة متخصصة من شأنها تسهيل المعاملات المالية هي فئة الوسطاء الماليين.

الفصل الثاني:

الوساطة المالية

تمهيد الفصل الثاني:

يتناول هذا الفصل أهم النقاط الأساسية المتعلقة بالوساطة المالية، فكبر حجم المبادلات ونقص المعرفة والمعلوماتية، كلها شكلت عائقًا أمام عملية التبادل والتوظيف المالي، فكان من الضروري تواجد مجموعة من المتعاملين ذات الخبرة والكفاءة العالية والتي من شأنها أن توفّق بين رغبات أطراف التعامل من بائعين ومشتريين أي بين عارضي وطالبي رؤوس الأموال، وهي بذلك تمثل حلقة وصل بينهم.

فمن الأهمية بمكان، إبراز المكانة الكبيرة التي تحتلها الوساطة المالية ضمن النظام المالي بفضل ما تقدمه من خدمات وما تقوم به من أدوار تساعد على تنشيطه، كما سنقوم بتقديم الوساطة المالية من خلال: تعريفها، الأهمية التي تحظى بها وأهم الخصائص التي تميزها، وخاصة عرض الوظائف الهامة التي تقوم بها، بالإضافة إلى هذا يمكن التساؤل عن مختلف الأنواع التي تنقسم إليها الوساطة المالية.

ويعتبر جانب الوساطة في عمليات البورصة من أهم جوانب الوساطة المالية وذلك بفضل دوره الفعّال الذي يظهر من خلال تنشيط وتنمية المعاملات المالية البورصية، وعليه سوف يتم تقديم الوساطة المالية في البورصة من خلال: تعريف وأهمية وسيط عمليات البورصة، أهم الوظائف التي يقوم بها ومختلف الشروط التي ينبغي أن تتوفر فيه، كما سيتم التطرق إلى بعض المواصفات التي يجب أن يتحلّى بها والتي تساعد حتمًا على أداء دوره بكل كفاءة وفعالية.

المبحث الأول: تقديم الوساطة المالية

قبل التطرق إلى موضوع الوساطة المالية لابدّ من الإشارة إلى أنه كثيرًا ما يثار نقاش حول نوع العلاقة التي تربط الوساطة المصرفية بالوساطة المالية وما إذا كان هناك اختلاف بينهما أم لا. إن السبب الرئيسي لوجود المصارف هو القيام بوظيفة الوساطة بين المودع والمقترض (المدخر والمستثمر)، فقدرة هذه المصارف على جذب الودائع وما تبتكره من أدوات حديثة لزيادة مواردها (كشهادات الإيداع) دعم دورها للقيام بنشاطاتها الاقتصادية المختلفة. إن كلاً من الوساطة المصرفية (التي تنفرد البنوك بالقيام بها) والوساطة المالية (التي تقوم بها مختلف المؤسسات المالية) تتشابه في الكثير من أوجه أنشطتها والخاصة بالائتمان وتوفير مصادر التمويل للمشروعات والأفراد. وبصفة عامة لا خلاف يذكر في الوقت المعاصر فيما يتعلق بالإستخدام والتوظيف، أما الخلاف الحقيقي فهو يتعلق في الحقيقة بعاملين هما:¹

أولاً: مصادر الإستخدام والتوظيف أو العمليات: ففيما يتعلق بمصادر الاستخدام فإننا نجد أن مؤسسات الوساطة المصرفية (البنوك) تعتمد أساساً على الأموال التي حصلت عليها من الغير في شكل ودائع، أما مؤسسات الوساطة المالية فهي تعتمد أساساً على رأسمالها، فرأسمال البنوك لا يمثل في الإستخدام أهمية تذكر ويعتبر مجرد ضمانة لمواجهة حقوق المودعين، فهي بنوك تستخدم أموال الغير لحسابها الخاص وليس لحساب أصحاب الودائع، أما مؤسسات الوساطة المالية فهي تعمل لحسابها الخاص وتستخدم أموالها المملوكة لها وإذا اضطرت لاستخدام أموال الغير فيكون ذلك في ظروف استثنائية لمواجهة تزايد احتياجات الإستثمار وإشباع رغبة الأفراد في تحقيق هدفين متناقضين هما: الادخار والعائد من جانب والتمكن من السيولة من جانب آخر.

ثانياً: طبيعة العمليات: فالعمليات التي تقوم بها مؤسسات الوساطة المصرفية تتركز في الائتمان قصير الأجل، أما مؤسسات الوساطة المالية فهي تقوم بالاستثمار طويل الأجل. غير أنه ونتيجة لاقتراب وظائف كل من النوعين من الوساطة فقد انحصرت إلى حدها الأدنى تلك التفرقة بينهما خاصة وأنها نجد أغلب المؤسسات التي تؤدي دور الوساطة المالية تتمثل في البنوك. وعليه، سوف نتعرض في هذا المبحث إلى الوساطة المالية فهي جزء من بحثنا وبالتالي سوف يتم توضيح في المطالب الآتية: مكانة الوساطة المالية ضمن النظام المالي، تعريف وأهمية الوساطة المالية بالإضافة إلى مختلف الوظائف التي تؤديها.

¹ - مصطفى رشدي شبيحة، "اقتصاد النقود والمصارف والمال"، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص:162.

المطلب الأول: النظام المالي والوساطة المالية

تتمثل الوظيفة الأساسية للنظام المالي في تحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين أو من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الأخرى ذات العجز المالي، ويتم هذا التحويل من خلال الأسواق المالية التي تجمع بين عارضي وطالبي الأوراق المالية، وأيضاً من خلال المؤسسات التي تتوسط هذه المعاملات والتي تعرف بالوساطة المالية: وهي عبارة عن مشروعات تعمل كوسيط في النظام المالي (الذي يخدم المجتمع) وتعتبر جزء هام منه، تقوم بإصدار حقوق على أنفسها مثل الودائع وتستخدم الأموال التي تحصل عليها لتقديم قروض للآخرين.

يقوم النظام المالي بالعديد من الخدمات والتي لا يستطيع الاقتصاد المعاصر العمل بدونها، يمكن ذكر أهم هذه الخدمات:¹

الائتمان:

يمكن التمييز بين نوعين من الائتمان: الائتمان التجاري وهو نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتجز فيها أو تستخدمها في عملها، ويسمى كذلك بالائتمان التلقائي نظراً لأنه عادةً ما يزيد أو ينقص مع التقلبات في حجم النشاط. أما النوع الثاني فهو الائتمان المصرفي والذي يقصد به القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسات من البنوك وهو يعتبر أقل تكلفة من الائتمان التجاري وأكثر مرونة منه لأنه يتأتى في صورة نقدية وليس على شكل بضاعة.

حيث يقدم النظام المالي الائتمان بنوعيه -المصرفي والتجاري- لمشتري السلع والخدمات، كما يمول الاستثمارات الرأسمالية، فالاستثمارات تزيد من إنتاجية المجتمع وأيضاً تمكن من ارتفاع مستوى معيشة الأفراد.

الدفع:

يقدم النظام المالي أنظمة للدفع مختلفة مثل النقدية والحسابات الجارية، كما يوفر الآلية في عمليات الإيداع والسحب حيث أصبح الاتجاه الآن: التحول إلى الوسائل الإلكترونية في الدفع.

توفير النقود:

يقوم النظام المالي من خلال وظيفة الائتمان والدفع بتوفير النقود، حيث تعتبر الأموال وسيلة للتبادل، فالنقود مصدر للتعبير عن القيمة من خلال وحدة محاسبية واحدة، كما أنها مخزن للقيمة، حيث يمكن ادخارها لحين استخدامها.

¹ - محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، "المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص:200.

الادخار:

يشجع النظام المالي على الادخار وتدفق الأموال إلى استثمارات مختلفة، فمن خلال النظام المالي والأسواق المالية التي تعتبر جزء هام من هذا النظام يمكن للمدخرين أن يقرضوا أموالهم إلى المقترضين ويحصلوا على دخل على شكل فائدة أو توزيعات أو مكاسب رأسمالية. فإذا احتاج المقترض أموال إضافية فالنظام المالي يرسل إشارات إلى المدخرين بذلك من خلال ارتفاع معدلات الفائدة والتي تشجع المدخرين على زيادة مدخراتهم وتقليل استهلاكهم، ومن ناحية أخرى إذا انخفضت حاجة المقترضين إلى الأموال فإن معدلات الفائدة تنخفض وبالتالي تنخفض المدخرات.

من خلال ما سبق يتبين لنا بأن الخدمات التي يقوم بها النظام المالي تساعد على تحريك الأموال من المدخرين إلى المقترضين أو من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، وهذا التدفق في الأموال يمكن أن يتم من خلال:¹

الاتصال المباشر:

يتم هذا الاتصال بين المقرضين والمقترضين وذلك بدون أي مساعدة من الوسطاء الماليين أو أي مؤسسة مالية، حيث يتعهد المقرض للمقترض بأن يسدد له أموالاً في المستقبل، بالإضافة إلى عائد مقابل تعرضه لمخاطر الإقراض.

الاتصال من خلال سمسرة الأوراق المالية:

ويعتبر هذا الاتصال إتصال نصف مباشر، حيث يتم الإعتماد على وساطة طرف ثالث مثل السمسار وذلك لتقليل تكاليف المعاملات والمعلومة بالإضافة إلى تحسين السيولة.

الاتصال غير المباشر:

يكون هذا الاتصال عن طريق الوساطة المالية، والتي يتم من خلالها إشباع متطلبات كل من الوحدات الاقتصادية سواءً ذات الفائض المالي أو العجز المالي. فالوساطة المالية تقوم بدور هام في الاقتصاد، حيث تشجع على الادخار خاصة لأصحاب المدخرات المحدودة، كما تساهم في تخصيص الموارد المالية وتقوم بعملية تحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين وحل المتطلبات المتعارضة بينهم.

يتكون النظام المالي من عدد كبير من المؤسسات المالية، وهو يعمل وفق قوانين جد صارمة، وتحتل الوساطة المالية مكانة كبيرة ضمنه، إذ أن الاقتصاد الذي لا يعرف الوساطة المالية والذي يقوم نظامه المالي أساساً على النقود والأصول المالية المباشرة فقط لا بد أن يترتب على تشغيله ضياع اقتصادي

¹ - محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، نفس المرجع السابق، ص: 201.

كبيرEconomie of waste¹، فهو سوف يعاني من ارتفاع تكاليف الحصول على المعلومات المالية المتعلقة بشؤون الأوراق المالية وتحليلها وارتفاع تكاليف شرائها، وذلك إذا ما قام بكل هذه المهام - الضرورية- المدخرون الذين يبحثون عن توظيف فوائدهم واستثمارها بمعرفتهم شخصياً، ويزيد ارتفاع هذه التكاليف بالنسبة لصغار المدخرين بغض النظر عن انخفاض مستوى أدائهم لهذه المهام. إذاً، فوجود الوساطة المالية في النظم المالية يترتب عليه تحقيق وفورات اقتصادية تعمل على تدنية حجم الضياع الاقتصادي الذي قد يحدث في حالة عدم وجودها، كما أنها تقلل حجم المخاطر أمام راغبي الاستثمار وتهيئ لهم الظروف الملائمة لتحقيق السيولة والربحية، بالإضافة إلى ما تقوم به من توفير وخلق الأموال القابلة للإقراض.

المطلب الثاني: تعريف الوساطة المالية، أهميتها وخصائصها

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى جملة من التعاريف المتعلقة بالوساطة المالية، أهميتها، ومجموعة من الخصائص التي تتميز بها.

تعريف الوساطة المالية:

هناك العديد من التعاريف الواردة بشأن الوساطة المالية، وسعيًا للوصول إلى أحد فكرة عن الوساطة المالية، ارتأينا أخذ عينة نراها أكثر تعبيراً عنها، ويتعلق الأمر بجملة التعاريف التالية:

- 1- يقصد بالوساطة المالية: "النشاط الذي يسمح بعملية الإقراض والإقتراض، حيث عادة ما تقوم مؤسسات وجهات مختصة بعملية الوساطة بين المقرضين النهائيين والمقترضين النهائيين، فهي بذلك تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما البعض، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين ومن ثم في عملية منفصلة- يقوم بالإقراض إلى المدينين النهائيين."²
- 2- الوساطة المالية تعني: "عملية جلب موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى، فالمؤسسة المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة."³
- 3- الوساطة المالية هي "وحدة قرض أو مؤسسة استثمارية تصل وتقرب بائع (مقرض) بمشتري (مقترض) في إطار عملية مالية، فهي تضيف قيمة مضافة متغيرة بحسب قدراتها وإمكاناتها، وذلك من

¹ محمد يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص:66.

² عبد المنعم السيد علي، سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص:67.

³ محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، مرجع سبق ذكره، ص:203.

خلال: فهم وتحليل العملية المستهدفة، تنفيذها، وفهم المحيط واستعبابه. وتحصل الوساطة المالية عمومًا على عمولة كمكافئة نظير خدماتها.¹

من خلال هذه التعاريف، يمكن القول أن الوساطة المالية هي عملية تتضمن مبادلة نهائية ثنائية من الحقوق المالية، حيث يعرض الوسيط حقًا على نفسه اتجاه دائنيه بمقابل مبلغ نقدي، مستعملًا النقود التي حصل عليها من ذلك.

أهمية الوساطة المالية:

تلعب الوساطة المالية دورًا هامًا في الإقتصاد، إذ تنعكس الأهمية الاقتصادية لها في الوظائف التي تؤديها بشكل خاص بالإضافة إلى الوظائف التي تقوم بها في الأسواق المالية بشكل عام، فوجودها يساعد هذه الأسواق على القيام بعملها خير قيام وبدونها يصعب على تلك الأسواق تحويل الأموال من قبل الأفراد الذين لديهم فائض إلى الأفراد الذين لديهم فرص استثمارية منتجة وعندهم نقص في الأموال.

كما تكمن أهمية الوساطة المالية في الدور الذي تقوم به في إدارة وتنظيم عملية التبادل وتوفير المعلومات اللازمة، إذ تشكل حلقة وصل في توفير المعلومات عن مصادر الإقتراض والكفاءة المالية والائتمانية للمقترضين، حيث تستطيع المؤسسة الوسيطة القيام بوظيفتها من خلال حصولها على المعلومات الدقيقة عن فرص الاستثمار وتوجيه الأموال إلى أفضل مجالات استخدامها أي تلك التي تعود عليها بأفضل عوائد وتتمتع بأعلى إنتاجية.

خصائص الوساطة المالية:

تتمثل الخصائص العامة للوساطة المالية فيما يلي:²

- تتمتع مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك بضمانات قانونية تساعد على حماية أموال المدخرين من مخاطر عدم الدفع التي قد يتعرضون لها بتعاملهم المباشر مع المقترضين.
- توفر مؤسسات الوساطة فرص ادخار لصغار المدخرين بأية مبالغ يشاءون ادخارها بدون التقيد بحد أدنى للإستثمار في الأوراق المالية المطروحة من قبل المقترضين.
- إن الأدوات المالية التي تطرح من قبل مؤسسات الوساطة المالية تتمتع بسيولة أكبر أي يمكن تحويلها إلى نقود بسرعة وبأقل خسارة محتملة للمدخرين.
- تقدم مؤسسات الوساطة خدمات أفضل للمقترضين، حيث تغطي احتياجاتهم بمبالغ كبيرة وبتكلفة أقل مقارنة بتجميع هذه المبالغ من المدخرين مباشرة والتي قد يتطلب تجميعها التعامل مع آلاف المدخرين وإقناعهم بشراء الأوراق المالية المطروحة من قبل المستثمرين أو المقترضين.

¹ -Olivier toispeau; "dictionnaire de la bourse et des termes financiers", édition SEFI, 3^{eme} édition, Québec, canada, 1999, p:242.

² - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص:75.

إضافة إلى الخصائص السابقة، يمكن للوساطة المالية أن تكون شخصاً طبيعياً أو معنوياً، وظيفتها الأساسية هي التوسط بين أصحاب العجز المالي والفائض المالي، وبإمكانها القيام بوظائفها بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

المطلب الثالث: وظائف الوساطة المالية

تحتل الوساطة المالية مكانة جدّ معتبرة في النظم الاقتصادية المعاصرة بفضل ما تقوم به من وظائف هامة، والتي لولاها لكان من الصعب إن لم نقل من المستحيل أن يقوم الأفراد والمنشآت بها بمفردهم. فإلى جانب الوظيفة الأساسية التي تقوم بها والمتمثلة في عملية تحويل الأموال بين وحدات المجتمع ذات الفائض المالي ووحدات المجتمع ذات العجز المالي، تتضمن عادة عملية الوساطة لتحويل هذه الأصول واحدة من الوظائف التالية:

1- تجميع المدخرات وتوفير السيولة:¹

يقوم الوسطاء الماليون بتجميع المدخرات من أفراد المجتمع ويعملون على إتمام عملية تدفق تلك المدخرات وتوصيلها للمستخدم النهائي، فمن خلال ذلك يمكنهم تحقيق قدر من السيولة لأنفسهم ولحائزي أصولهم المالية غير المباشرة وذلك بتكلفة أقل بكثير مما يستطيع تحقيقه المدخرون النهائيون لو قام كل واحد منهم بمقابلة حاجته إلى السيولة عن طريق احتفاظه بالنقود أو بالأصول المالية المباشرة، والتي تعتبر في الأساس عملية غير فعالة ومرتفعة التكاليف في حالة عدم وجود وسطاء ماليين.

وفي هذا الإطار، يقوم الوسطاء الماليون بإصدار أوراق مالية ثانوية للمدخر تمثل مديونات مالية على أنفسهم (الوسطاء) وهي عبارة عن أصول مالية غير مباشرة والتي تتمتع بخصائص مختلفة تماماً عن خصائص الأصول المباشرة التي يحتفظون بها. إذ تكون الأصول التي يحتفظ بها الوسطاء الماليون عادةً طويلة الأجل بينما الأصول المالية غير المباشرة التي يصدرونها ثابتة القيمة وقابلة للسداد عند الطلب أو في أجل قصير جداً، و من ثم يقال أن الوسطاء الماليين هم صناع السيولة.

2- توفير المعلومات المالية وتخفيض تكلفة الحصول عليها:²

في الواقع يجد العديد من الأفراد الذين لا تتوفر لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الاستثمار المالي أنه من الصعب -سواء في صورة ضياع للمال أو الوقت- أن يقوموا بتجميع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الاستثمارات المالية غير المباشرة، خاصة إذا كان ما لديهم مجرد أصول مالية صغيرة يرغبون في استثمارها.

¹ - محمد يونس، عبد النعيم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص:124.

² - عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص:133.

ومن هنا يأتي دور الوسطاء الماليين، فهم يستطيعون الإستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي وهو ما لا يستطيع المدخر العادي القيام به بإمكانياته الخاصة، وستكون تكلفة هؤلاء الخبراء بالطبع منخفضة جداً إذا ما تم توزيعها على الحجم الكبير والمتنوع من الأصول التي يجمعون ويحللون المعلومات الخاصة بها، بذلك يمكن لهؤلاء المدخرين اتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية.

فلكي يصل المدخر (أو المستثمر) إلى قرار بشأن شراء أو بيع أصل مالي معين، فهو يحتاج إلى معلومات تساعد في صياغة قرار الشراء أو البيع ويحتاج الحصول على المعلومات تكلفة تتمثل في نفقة الحصول على المعلومات من مصادرها فضلاً عن تكلفة الفرصة البديلة للوقت المضى به في سبيل الحصول على المعلومات وتجهيزها.

3- تخفيض المخاطر من خلال التنوع:

تهدف هذه الوظيفة إلى تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر الفرد، وذلك من خلال تحويل الأصول المالية الخطرة إلى أصول مالية أقل خطورة، ووسيلة الوساطة المالية في ذلك هي تنوع أصوله، الأمر الذي لا يكون متاحاً للأفراد بسبب انخفاض الموارد المالية المتاحة لهم، ولا شك أن انخفاض الخطر الناجم عن التنوع، ومن تم خفض التكلفة يعد أهم المزايا الاقتصادية لسوق المال.

4- توفير آلية لسداد المدفوعات:

تتوفر لدى الوسطاء الماليين القدرة على أداء المدفوعات بدون استخدام النقود العينية، وتظهر هذه الوظيفة بشكل واضح في مؤسسات الإيداع التي يمكنها تحويل الأصول التي لا يمكن استخدامها في تسوية المدفوعات إلى أصول يمكن استخدامها في أداء المدفوعات.

بالإضافة إلى الوظائف السابقة الذكر، تقوم مؤسسات الوساطة المالية ببعض الخدمات المتمثلة في:¹

الوساطة الزمنية:

حيث يمكن للمؤسسات المالية المقابلة أو التوفيق بين الأصول والخصوم رغم اختلاف أجلها، فيمكن للمؤسسات المالية أن تقدم قروضاً طويلة الأجل وفي نفس الوقت يكون عليها التزامات قصيرة الأجل للمدخرين، وذلك من خلال قدرتها في التعامل مع التغير في أسعار الفائدة أو مخاطر سعر الفائدة.

التأثير في السياسة النقدية:

تعتبر ودائع البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وسائل مقبولة للتعامل بين أفراد المجتمع، مما جعل لها تأثير على السياسة النقدية، فودائع هذه المؤسسات مكوّن هام للمعروض من النقود والتي تؤثر على معدلات التضخم، وبالتالي تعتبر البنوك هي الطريق الذي تؤثر من خلاله السياسة النقدية على بقية القطاع المالي وعلى الإقتصاد ككل.

¹ - محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، مرجع سبق ذكره، ص:207.

تخصيص الائتمان:

تعتبر المؤسسات المالية المصدر الوحيد الذي يختص بتمويل قطاعات مختلفة في الاقتصاد. فمثلا البنوك العقارية تهتم بتمويل المباني والمنشآت، وتقوم البنوك الزراعية بتمويل المشروعات الزراعية.

تحويل الثروة من فترة لأخرى:

وهي تعني قدرة هذه المؤسسات على تحويل الأموال وادخارها من فترة إلى أخرى.

خدمات الدفع:

تقدم بعض مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك مثلا أنظمة للدفع مثل الشيكات وخدمات السحب أو الدفع الإلكترونية وغيرها.

الوساطة للاستثمارات الصغيرة:

يمكن للمدخر الفرد ذو الموارد المحدودة شراء أوراق مالية بأسعار مرتفعة، ولكنه من خلال مؤسسات الوساطة المالية يمكنه الاستثمار في هذه الأوراق وتحقيق نفس العائد الذي يحققه المستثمر ذو الموارد الكبيرة. حيث تقوم المؤسسة الوسيطة بتجميع هذه الأموال المحدودة واستثمارها، وبذلك يحقق صغار المدخرين عائداً أعلى مما لو استثمر كل واحد منهم على حده.

المبحث الثاني: مؤسسات الوساطة المالية

تلعب الوساطة المالية دوراً بارزاً في الاقتصاديات المعاصرة، ومن أجل معرفة وفهم وظيفتهم بعمق لابد من دراسة أنواع الوسطاء الماليين.

فبالرغم من أن معظم الوسطاء الماليون يقومون بنفس الوظيفة الأساسية ألا وهي قبول الأوراق المالية الأولية من المقترضين وإصدار أوراق مالية ثانوية إلى المقرضين أو المدخرين، إلا أنهم ليسوا متشابهين، إذ يمكن تمييز الأنواع التالية من مؤسسات الوساطة المالية:

المؤسسات الإيداعية التي تتلقى الودائع، المؤسسات غير الإيداعية التي لا تتلقى الودائع، ومؤسسات سوق الأوراق المالية.

لقد تم وضع هذا التصنيف باعتبار أن: المؤسسات الإيداعية فريدة من حيث الإلتزامات المالية غير المباشرة التي تصدرها على شكل ودائع هي وسيلة دفع، وبالتالي فهي تعتبر نقود، في حين أن الإلتزامات غير المباشرة لجميع الوسطاء الآخرين لا تقبل عموماً كوسائل دفع وبالتالي فإنها ليست نقود.¹

¹ - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص:74.

المطلب الأول: المؤسسات (الوسيط) الإيداعية

المؤسسة الإيداعية هي مؤسسة مالية تصدر مطالبات أو حقوق ذات قيمة ثابتة على نفسها، وهي تشمل الودائع تحت الطلب (الشيكية) والودائع لأجل. تتمثل هذه المؤسسات في: البنوك التجارية (عادةً يطلق عليها البنوك)، مؤسسات الادخار والإقراض، بنوك الادخار المتبادل (المشترك)، وإتحادات الائتمان¹. وتقوم هذه المؤسسات بدور هام في عملية خلق الودائع.

البنوك التجارية: Commercial Banks

هي مؤسسات مالية تعبئ الموارد المالية من خلال إصدار التزامات على نفسها، تتخذ شكل الودائع البنكية، الودائع الآجلة، ودائع الادخار، وتقدم قروض للمستهلكين وقروض عقارية، وتشتري أوراق مالية حكومية². وبقيام البنوك بهذه الوظائف يمكنها أن تتوجه إلى السوق المالية لطلب المال اللازم لها ولسواها من المؤسسات وذلك عن طريق طرح أسهم وسندات جديدة، وهي بذلك تلعب دوراً كبيراً في الاستثمار في الأوراق المالية مثل شهادات الإيداع، سندات الخزينة، فهي تعتبر أحد مكونات سوق المال، وتعتبر من أهم الوسطاء الماليين، بحيث تعمل على جذب وتعبئة الجزء الأكبر من المدخرات وتستحوذ على أكبر نسبة من حجم ما تقدمه من تسهيلات إئتمانية.

ومع ظهور وتطور عمليات البورصة، إتسع نشاط البنوك ليشمل دور الوساطة في عمليات البورصة، فبالإضافة إلى تدخلها للعمل لحسابها الخاص بشراء أوراق مالية وبيعها، يمكنها تسيير المحافظ المالية للغير مقابل عمولات عن طريق قيامها بفتح فروع مختصة بالوساطة في عمليات البورصة والتي تتمثل في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: حيث تقوم هذه الهيئات بتجميع المدخرات من الأفراد والهيئات المالية عن طريق إصدار أسهم عادية ثم تقوم باستخدام الأموال في شراء أوراق مالية متداولة في البورصة. وتتمثل الميزة الأساسية لهذه الهيئات في قدراتها وخبراتها في تجميع المعلومات وتكوين المحافظ وتنويعها، الأمر الذي يؤدي إلى تقليل المخاطر.

وتجدر الإشارة إلى أنه قبل أن تؤدي البنوك دورها كوسيط في البورصة، عليها أن تتحصل على ترخيص من الجهات المختصة، بالإضافة إلى أنها تقدم ضمانات متعددة يكون الهدف من وراء ذلك حماية وضمن أموال المودعين³.

¹ - توماس ماير، جيمس اسدوستيري، روبرت زدالير، "النقود والبنوك والاقتصاد"، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر، 2002، ص: 61.

² - نوزاد الهيتي، "مقدمة في الأسواق المالية"، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، 1998، ص: 37.

³ - سعيد سيف النصر، "دور البنوك في استثمار أموال العملاء"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004، ص: 17.

مؤسسات الادخار والإقراض: Saving and loan institutions

تتمثل مؤسسات الادخار والإقراض في تلك المؤسسات التي تعمل أساساً على تعبئة الموارد المالية عن طريق قبولها لمختلف أنواع الودائع كالودائع الادخارية، الودائع لأجل والودائع الجارية. وتستخدم هذه المؤسسات الموارد التي لديها في تقديم القروض العقارية بضمن عقارات، وتمثل هذه المؤسسات ثاني أكبر مؤسسة تعاقدية في الولايات المتحدة الأمريكية، ونظراً إلى كون القروض العقارية التي تمنحها طويلة الأجل: ذات أجل استحقاق يصل إلى 20 عاماً، فإن معظم هذه المؤسسات قد نمت بشكل كبير عندما كان سعر الفائدة منخفضاً منذ عقد الخمسينات حتى نهاية الستينات، ولكن بمجرد ارتفاع معدل الفائدة بعد ذلك فقد أدى ذلك إلى ارتفاع تكلفة تعبئة الموارد المالية لديها بالمقارنة بالعائد المحقق من وراء القروض التي تقدمها، وعليه فقد تعرّض عدد كبير من المؤسسات إلى الإفلاس مما سمح لهذه المؤسسات بإصدار ودائع جارية (ودائع شيكية) وتقديم القروض للمستهلكين. كما سمح لها بالدخول في أنشطة كانت مقصورة على المصارف التجارية، ولهذا أصبحت هذه المؤسسات تخضع حالياً إلى متطلبات الإحتياطي القانوني مقابل الودائع لديها مثلها في ذلك مثل المصارف التجارية، الأمر الذي ترتب عليه تقارب نشاط مؤسسات الادخار والإقراض من نشاط المصارف التجارية حالياً وأصبح هناك تنافس كبير بينهما.¹

غير أنه ورغم هذا التقارب في النشاط، إلا أنهما (البنوك التجارية ومؤسسات الادخار والإقراض) مختلفتان من ناحية التراخيص القانونية وطبيعة الودائع والقروض الممنوحة، حيث أن مؤسسات الادخار والإقراض تكون قروضها وودائعها مؤقتة.²

بنوك الادخار المشتركة: Natural saving banks³

هي مؤسسات مالية -بنوك- تعتمد على الودائع الادخارية للحصول على الموارد المالية من أجل استخدام هذه الموارد في تقديم قروض عقارية. يقترّب نشاط هذه البنوك من التعاونيات Cooperatives من حيث أن المودعين يمتلكون البنك، لكن نظراً للخسائر التي حلت بها من وراء تقديم القروض العقارية فقط، فلقد سمح لها القانون بإصدار ودائع شيكية وتقديم قروض أخرى غير القروض العقارية.

إتحادات الائتمان: Cr dit unions⁴

هي مؤسسات مالية في شكل مؤسسات تعاونية صغيرة للإقراض، تم تنظيمها لتشمل مجموعات اجتماعية معينة، فمثلاً يوجد منها إتحاد الائتمان لإتحاد العمال، وإتحاد الائتمان للعمال في مؤسسات معينة. وتقوم هذه المؤسسات بتعبئة الموارد المالية من الودائع التي يقدمها الأعضاء في الإتحاد في شكل مساهمات، ثم تقوم باستخدام هذه الموارد المالية في تقديم قروض استهلاكية، ولقد سمح القانون في

¹ - محمد يونس، عبد النعيم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 149.

² - توماس ماير وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 152.

³ - نوزاد الهييتي، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

⁴ - محمد يونس، عبد النعيم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 150.

الولايات المتحدة الأمريكية لهذه المؤسسات بفتح حسابات إيداع جارية تتداول باستخدام الشيكات، كما يمكنها تقديم قروض عقارية إلى جانب القروض الإستهلاكية.

المطلب الثاني: المؤسسات غير الإيداعية

المؤسسات غير الإيداعية هي مؤسسات متعددة يجمع بينها خيط مشترك يتمثل في تقديم الخدمات المالية فيما عدا تلقي الودائع، وهي تتمثل في: شركات التأمين، شركات الاستثمار وشركات التمويل.

شركات التأمين:

شركة التأمين هي مؤسسة مالية تتلقى الأموال من المؤمن لهم، تعمل كوسيط يقبل الأموال التي تتمثل في الأقساط التي يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين.¹ تنحصر فكرة التأمين في الإحتياط للمستقبل والتسلح ضد خطر الخسائر المادية المحتمل حدوثه، إلا أن الغرض من التأمين لا يقتصر فقط على تخفيض وتدنيه تلك الخسائر المحتمل حدوثها للمؤمن لهم وتوفير الأمان والإستقرار لأفراد المجتمع، وإنما من شأن التأمين المساهمة في التنمية الاقتصادية من خلال توفير الموارد المالية وتنمية وتشجيع الوعي الادخاري.

تحتل شركات التأمين بفضل مختلف الخدمات التي تقدمها مكانة هامة في النظام المالي، وغالبًا ما تقوم هذه الشركات بتوظيف أموالها وإن كانت بعضها تميل إلى اختصاص جزء من أموالها في موجودات مالية²، ومن بين الخدمات التي تقدمها شركات التأمين هي: التأمين على الحياة، التأمين ضد الحرائق والحوادث المختلفة، التأمين الخاص بالعلاج، التأمين البحري... الخ وعموماً يمكن تمييز نوعين رئيسيين هما:³

1- شركات التأمين على الحياة: Life insurance companies

تقدم هذه الشركات خدمات مالية متعددة، فهي تباع تأمين محدد المدة أي تأمينًا خالصًا وسياسات تأمين أخرى ذات الملامح الادخارية تمامًا مثل المعاشات التي يتم دفعها بشكل مضمون عند بلوغ سن معين، وهي تدير أيضًا صناديق المعاشات وتقدم هذه الشركات مدفوعات طارئة بحكم كونها تقدم تأمين ومعاشات، ونظرًا إلى أن التزاماتها طويلة الأجل فإنها تستثمر في أصول ليست سائلة مثل السندات الطويلة الأجل.

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "اليورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص:355.

² - جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص:40.

³ - توماس ماير وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:63.

2- شركات التأمين ضد الكوارث: Casualty companies

تقدم هذه الشركات التأمين ضد الحوادث، الحرائق، السرقة وغيرها من الخسائر وبعض الحوادث التي يؤمن ضدها مثل: حوادث السيارات التي تولد مسؤوليات معروفة ومتوقعة، بينما البعض الآخر مثل: التأمين ضد العواصف، الأعاصير تسفر عن خسائر غير متوقعة، ولكي تستطيع هذه الشركات تغطية مثل هذه الخسائر فإنها تحوز كميات كبيرة من الأصول المالية والأصول ذات السيولة الكبيرة من أصول شركات التأمين، يتسم بعضها بأنه يكون مشتركا أي كانت مملوكة من قبل أفراد، وبعضها تكون شركات مساهمة التي تعين مثل معظم الشركات أنها مملوكة من قبل مساهمين.

هناك اختلاف أساسي بين شركات التأمين والبنوك التي تتكون منها السوق المالية، ذلك لأن: ¹ شركات التأمين تحصل على مواردها بصفة عامة في شكل أقساط دورية ويكون الدفع عادة للمؤمن له أو لغيره من المستفيدين دفعة واحدة، وبذلك فإنه على شركات التأمين استخدام ما يتراكم لديها من أقساط مع تقديم التعويضات أي عليها تحقيق أمرين معاً: أن يغل هذا الاستخدام عائداً مناسباً لشركات التأمين وأن يكون هذا الاستخدام آمناً ويمكن تسييله عندما تدعو الحاجة إلى ذلك، أي أن شركات التأمين لا تكون بحاجة إلى الإقتراض بالإضافة إلى مواردها الذاتية لمواجهة استخداماتها كما تفعل البنوك المتخصصة وإنما تبحث عن استخدامات لما يتجمع لديها من موارد في صورة أقساط لحين سداد ما يترتب عليها من التزامات في صورة تعويضات.

شركات الاستثمار: Companies investment

شركات الاستثمار هي مؤسسات مالية تحصل على الأموال من عدد كبير من المستثمرين عن طريق بيع حصص من الأسهم لهم، حيث يتم تجميع هذه الأموال واستثمارها من قبل إدارة محترفة، وحيث يمكن لكبار المستثمرين وصغارهم المشاركة في صناديق شركات الاستثمار، فهذه الشركات وجدت أساساً لمساعدة صغار المستثمرين الذين ليست لهم المعرفة اللازمة لإدارة محافظهم الاستثمارية، وأيضاً من أجل مساعدة كبار المستثمرين الذين لا يتوفر لهم الوقت الكافي لإدارة محافظهم.²

¹ - محمد سويلم، " إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية"، الشركة العربية للنشر والتوزيع، 1992، ص:28.

² - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، 2002، مرجع سبق ذكره، ص:355.

تصنف شركات الاستثمار إلى نوعين من الشركات هي:¹

1- شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة: Closed-end investment companies

تشكل هذه الشركات صناديق استثمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يخول لها المشرّع الحق في إصدار أسهم تباع للجمهور. ولقد سميت بهذا الإسم (النهاية المغلقة) لأن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير باستثناء حالتين نادرتي الحدوث هما:

- حالة قيام الشركة بإعادة شراء لسهمها من السوق غير أنه لا تبدي هذه الشركات ذات النهاية المغلقة استعدادها لإعادة شراء أسهمها إذا ما رغب حاملها في التخلص منها.

- حالة إصدار الشركة لأسهم جديدة.

2- شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: Open-end investment companies

هي عبارة عن صناديق مشتركة يتم من خلالها إعادة شراء الأسهم من ملاكها في أي وقت يريده حامل الأسهم. تدير هذه الشركات عددًا كبيرًا من الصناديق يطلق عليها اسم: الصناديق المشتركة، وقد جاءت هذه العبارة (النهاية المفتوحة) من أجل حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدّد، لأنه يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم العادية وبيعها، وإن كان لا يجوز لها إصدار سندات. وعلى عكس الشركات ذات النهاية المغلقة لا تتداول أسهم هذه الشركات ذات النهاية المفتوحة بين الأفراد، بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته من أسهم أو لإصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين.

وحتى تقوم شركات الاستثمار بوظيفة الوساطة المالية، تستعمل أداة هامة تعرف بصناديق الاستثمار والتي من شأنها زيادة القيمة الرأسمالية لحصص الصندوق من خلال استخدام طرق مختلفة تختلف باختلاف طبيعة الصندوق، ومن ثم يمكن التمييز بين صناديق الاستثمار التالية:²

صناديق الأسهم: Common stock funds

تشمل هذه الصناديق أسهمًا عادية فقط، غير أن هذه الصناديق قد تكون مختلفة فيما بينها باختلاف الخصائص المرتبطة بالأسهم، إذ نجد:

- صناديق تركز على الأسهم العادية للشركات الرائدة في مجال معين.

- صناديق الاستثمار التي تركز على أسهم الشركات التي تتمتع بدرجة عالية من النمو.

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

¹ - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية وصناديق الاستثمار)"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص: 102، 113.

² - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، 2002، مرجع سبق ذكره، ص: 418، 420.

- صناديق الاستثمار التي تركز على أسهم الشركات التي تعطي نسبة منخفضة من التوزيعات وتعيد استثمار الجزء الأكبر من دخلها.

الصناديق المتوازنة: **Balanced funds**

تضم هذه الصناديق أسهم عادية وأدوات مالية أخرى ذات دخل ثابت مثل السندات، حيث تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق الزيادة الرأسمالية في قيمة الصندوق، بالإضافة إلى ضمان تحقيق دخل ثابت.

الصناديق المتخصصة: **Specialty funds**

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي مرتفع في الأجل القصير، وهناك عدة أنواع من هذه الصناديق من بينها: صندوق السندات **Bond funds** والذي يعمل على توليد دخل من خلال الاستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، يضاف إلى ذلك محاولة زيادة القيمة الرأسمالية للصندوق من خلال إدارة محترفة لإدارة الصندوق.

الصناديق ذات الأغراض المزدوجة: **Dual purpose funds**

تسمى كذلك بالصناديق المزدوجة، وهي تتميز بأن استثماراتها موزعة بين نوعين من الأسهم هما: أسهم الدخل وأسهم النمو، بالإضافة إلى أن لهذه الصناديق تاريخ انقضاء يتم بعد تصفية استثمارات الصندوق وتوزيع حصيلته على المساهمين.

*مزايا صناديق الاستثمار:

إن أهم ما تتميز به صناديق الاستثمار هو أنها تلبي احتياجات فئتين من المستثمرين هما:¹
الفئة الأولى: تتمثل في المستثمرين الذين يصعب عليهم بمفردهم إدارة أموالهم والقيام باستثمار متنوع مبني على تحليل اتجاهات السوق والتنبؤ بالأسعار المستقبلية لتحقيق أقصى ربح. ولذلك تتجه هذه الفئة من المستثمرين إلى شراء وحدات في صناديق الاستثمار.

الفئة الثانية: تتمثل في أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من الأموال لتكوين محافظ استثمارية متنوعة، لذلك يتم تجميع مدخراتهم في صناديق الاستثمار وتوجيهها نحو استثمارات مناسبة تسير إلى حد كبير حركة السوق صعودًا وهبوطًا لتحقيق أهداف المستثمرين في الحصول على الربح.

¹ - زينب حسن عوض الله، "اقتصاديات النقود والمال"، الدار الجامعية، 1994، ص:20.

إضافة إلى ذلك، هناك جملة من المزايا التي تتمتع بها هذه الصناديق والتي تتمثل فيما يلي:¹

1- الإستفادة بخبرات الإدارة المحترفة:

في حالة الاستثمار المباشر أي في حالة قيام المستثمر بشراء أسهم الشركات من السوق، يكون ملزماً بالاضطلاع بنفسه على كل متطلبات العملية، فهو يتخذ القرار الاستثماري بنفسه بما يتضمنه من بناء التشكيلة الملائمة ويحتفظ بسجلات كافة المعاملات للأغراض الضريبية، كذلك يجب عليه مراقبة حركة الأسعار في السوق لعله يكتشف أسهمًا تباع بأقل من قيمتها الحقيقية فيضيفها إلى محفظته الاستثمارية، أو يكتشف أسهمًا ضمن محفظته تباع بأقل من قيمتها الحقيقية فيتخلص منها، بل وعليه أن يختار الوقت المناسب لمثل هذه القرارات. إضافة إلى ضرورة متابعته المستمرة لمستوى مخاطر المحفظة للتأكد من أنها مازالت في حدود المستوى المقبول في نظره.

كل هذه المهام يلقي المستثمر بمسئوليتها على الإدارة المحترفة التي تتولى إدارة صندوق الاستثمار، وذلك إذا ما فضل المستثمر توجيه موارده المتاحة إلى شراء أسهم إحدى شركات الاستثمار. وعليه، فإن المستثمر يحقق عائدًا مرتفعًا عمّا لو استثمر أمواله بنفسه لأن الإدارة المحترفة تستعمل مستشارين استثماريين محترفين وباحثين متميزين لإدارة الاستثمار بكفاءة.

2- التنوع الكفاء:

من خلال قدرة شركات الاستثمار على تنوع تشكيلة صناديقها بطريقة تعمل وتسهم في تدنيه المخاطر التي قد يتعرض لها حملة أسهمها.

3- المرونة والملائمة:

في شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يحق للمستثمر أن يحوّل استثماراته من صندوق لآخر وذلك في مقابل رسوم ضئيلة. هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة لأولئك المستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن.

كما يمكن كذلك أن تكون تلك الشركات على استعداد دائم لاسترداد أسهمها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كليًا أو جزئيًا، ويتم ذلك بسعر عادل يتمثل في القيمة الصافية للسهم. بل ويمكن للمستثمر أن يتفق على تصفية استثماراته دفعة واحدة أو على عدة دفعات كما يمكنه أن يبقي رأس ماله ويسحب الدخل المتولد عنه، أو إعادة استثمار دخله إذا أراد.

4- تنشيط حركات أسواق رأس المال:

تبرز أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه شركات الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين، فخاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار التي تديرها تلك الشركات، وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها تشجيع المستثمرين ذوي الخبرة والمعرفة القليلة

¹ - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 131، 137. (بالتصرف).

بأسواق رأس المال، وكذا المستثمرين محدودي الموارد لاستثمار مدخراتهم في شراء أسهم شركات الاستثمار التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال.

شركات التمويل: Finance companies

تعتبر شركات التمويل شركات ترويج مالي، تحصل على الأموال من السوق عن طريق بيع أوراق مالية طويلة وقصيرة الأجل، كما أنها تقوم بإصدار أسهم وتفترض من البنوك وبعد ذلك تقرض هذه الأموال إلى القطاع العائلي الذي يشتري سلع معمرة معينة أو تحصل على قروض نقدية. تؤجر هذه الشركات بعض الأجهزة للمشروعات وتوفر النقود التي تكلفها وتسمى بعض هذه الشركات بشركات التمويل المحددة المملوكة بواسطة صانعي السلع المعمرة،¹ إذا فشركات التمويل تعمل كوسيط مالي بهدف تجميع كميات كبيرة من المدخرات لتقوم بإقراضها نظير الحصول على فوائد تستخدم في خدمة الأوراق المالية التي تصدرها.

المطلب الثالث: مؤسسات سوق الأوراق المالية Investment bank

حتى تعمل سوق الأوراق المالية بصورة جيدة، استدعى الأمر إلى ضرورة توفر مؤسسات مالية بسيطة من شأنها أن تؤدي دوراً مهماً في تدفق الموارد من المدخرين إلى المستثمرين. وتتمثل مؤسسات سوق الأوراق المالية في تلك المؤسسات المكلفة دون سواها من المؤسسات المالية الأخرى بتداول وتسجيل الأوراق المالية والحقوق المرتبطة بها، ولا يمكن لهذه المؤسسات القيام بعملها ما لم تحصل على ترخيص بذلك بالإضافة إلى توفير الضمانات الكافية. ونجد من بين هذه المؤسسات:

بنوك الاستثمار والأعمال:

هي بنوك تقوم بعمليات تتصل بتجميع المدخرات لخدمة الاستثمار وفقاً لخطط التنمية الاقتصادية وسياسات دعم الإقتصاد القومي، تدعى كذلك ببنوك الأعمال، وهي ليست بنوك بالمعنى العادي فهي لا تقوم بتلقي وإصدار الودائع (لا تقوم بالإقراض)، وإنما تكفي بالقيام بعمليات الشراء والبيع لصالح الشركات التي تلجأ إليها راغبة في الإقراض والحصول على موارد مالية وقد تقوم بهذا عن طريق وساطة شركات البورصة، كما يمكن لهذه البنوك (بنوك الاستثمار) أن تستثمر أصولها مباشرة في البورصة.²

¹ - توماس ماير وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:64.

² - Olivier Chazoul, "comment investir", édition du seuil, paris, 2000, p:145.

وتظهر وساطة بنوك الاستثمار في بيع الأوراق المالية من خلال تقديم النصيحة للشركة بشأن إصدار أسهم أو سندات، فإذا اقترحت على الشركة إصدار سندات فإنها تعطي لها نصيحة تتعلق بأجل استحقاق السندات وسعر الفائدة عليها، وبعد أن تقرر الشركة نوع الورقة المالية التي ستصدرها تتقدم إلى بنك الاستثمار الذي يعمل كمتعهد يضمن للشركة سعر معين لأوراقها ثم يقوم ببيعها للجمهور، فإذا كان حجم الإصدار صغيراً يمكن لبنك استثمار واحد أن يتولى الإصدار، وإذا كان حجم الإصدار كبيراً فإن مجموعة بنوك استثمار تعرف بإتحاد رأس المال هي التي تتولى الاستثمار ويكون الهدف من وراء ذلك تسويق الإصدار، بمعنى القيام بإعلانات في وسائل الإعلام والاتصال للمشتريين المحتملين مثل البنوك وشركات التأمين أو قد يتم البيع المباشر للجمهور.¹

البنوك المتخصصة:

تعرف البنوك المتخصصة بأنها مؤسسات مالية ومصرفية تقوم بالعمليات المصرفية التي تخدم نوعاً محدداً من النشاط الاقتصادي وفقاً للقرارات الصادرة بتأسيسها والتي لا يكون قبول الودائع تحت الطلب من أنشطتها الأساسية، ولمساهمتها المباشرة في التنمية يطلق عليها أحياناً: مصارف التنمية وأحياناً أخرى مؤسسات إقراض متخصصة.²

تتعامل البنوك المتخصصة بأدوات الائتمان المختلفة في السوق المالية ومن شأنها أن تمارس مهمة الوساطة المالية بين أنواع محددة من المقرضين والمقترضين، وتمتاز هذه البنوك بكونها تخدم رأسمالها الذي يزيد بشكل كبير عن مجموع أموال الغير لديها، كما أن معظم القروض التي تمنحها تكون طويلة الأجل، إضافة إلى ذلك لا تبتعد هذه البنوك عن تمويل القطاعات ذات المخاطر العالية فهي تجاوزت هذه المحاذير بهدف تحقيق التنمية الشاملة وذلك عن طريق قيامها بالاستثمار المباشر أو بإنشاء مشروعات جديدة أو المساهمة في رأسمال المشروعات وتقديم الخبرات الفنية والمشورة في مجال تخصص البنك.

تجار وسماسة الأوراق المالية:³ Brokers and dealers

يضطلع السماسرة بشراء وبيع الأوراق المالية لعملائهم مقابل عمولة، بالإضافة إلى أن معظم السماسرة يقدمون المشورة لعملائهم عن الاستثمار. فالمستثمر الفرد لا يستطيع بيع وشراء الأوراق المالية مباشرة في سوق الأوراق المالية ولكن يجب أن يقوم بذلك بالمرور عبر سمسار يكون عضواً في البورصة. أما تجار الأوراق المالية فهم يشبهون إلى حد ما السماسرة ولكنهم ليسوا مجرد وكلاء للمشتريين

¹ - نوزاد الهييتي، مرجع سبق ذكره، ص:40.

² - أكرم حداد، مشهور هذلول، "النقود والمصارف(مدخل تحليلي ونظري)"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان ، 2005، ص:171.

³ - توماس ماير وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:62.

والبائعين، إذ تكون لهم قائمة بالأوراق المالية حتى ولو كانت صغيرة جدًا مقارنة بحجم تعاملاتهم. وحينما يطلب منهم مشتري يستطيعون بيع الأوراق المالية المطلوبة من الموجودات لديهم، ويختلف تجار الأوراق المالية عن بنوك الاستثمار في أنهم يقومون بالإتجار أساسًا في السوق الثانوية أي في البورصة، بينما تعمل بنوك الاستثمار في السوق الأولية.

البورصات المنظمة:¹ Organized exchanges

تنقسم الأسواق الثانوية للأوراق المالية إلى بورصات منظمة وبورصات غير منظمة، وتتميز البورصة المنظمة بأنها مكان مركزي وتعمل كهجين من سوق المزاد حيث يقوم تجار الأوراق المالية بصناعة السوق عن طريق قيامهم بشراء وبيع الأوراق المالية طبقًا لأسعار معينة، وهناك أيضًا ما يسمى المتخصص الذي يساعد على إتمام التعامل في أوراق مالية معينة، فإذا قام بالتوفيق بين رغبات المشترين ورغبات البائعين فهو يعمل كسمسار وإذا لم يتم التوفيق يستخدم المتخصص ما لديه من مخزون الأوراق المالية، وغالبًا ما ينصب على أنواع معينة من الأوراق.

المبحث الثالث: الوسطاء في عمليات البورصة

تتطلب عملية الدخول إلى البورصة الإعتماد على وسيط متمكن لتسهيل القيام بوظيفته على أكمل وجه وتقديم النصائح والإرشادات اللازمة للمؤسسات من أجل تحقيق عملية الدخول ثم مساندة تلك المؤسسات وتوجيهها للبروز في سوق البورصة.

لهذا كان لابد من تقديم وسيط عمليات البورصة وذلك من خلال: تعريفه، أهميته ووظائفه، الشروط التي يجب أن تتوفر فيه، بالإضافة إلى التطرق إلى بعض الأدبيات والقواعد التي يجب أن يتحلى بها.

المطلب الأول: تعريف وسيط عمليات البورصة، أهميته ووظائفه

نظرًا لتعدد وتعقد العمليات المبرمة في البورصة، كان من الضروري تعيين فئة متخصصة من شأنها تسهيل وإتمام العمليات وضمان استيفائها لكل الشروط، تعرف هذه الفئة بـ: الوساطة في عمليات البورصة ومن أجل التعرف عليها لابد من تعريفها والتحدث عن أهميتها ومختلف وظائفها.

¹ - نوزاد الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

تعريف وسيط عمليات البورصة:

يعرف وسيط عمليات البورصة بأنه:

"كل شخص طبيعي أو معنوي له دراية وخبرة في شؤون البورصة، وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة."¹
ومن الناحية القانونية يعرف هذا الوسيط بأنه:
"أي شخص طبيعي أو معنوي يتوسط بين بائع ومشتري الأوراق المالية لإتمام صفقة بينهما، وحده له الحق في القيام بعملية الوساطة في تداول القيم المنقولة شرط الحصول على ترخيص لذلك."²

من خلال هذه التعاريف، يتضح لنا بأنه لا تهم طبيعة الوسيط فردًا كان أو مؤسسة بقدر ما يهم النشاط الذي يمارسه، حيث أنه يقوم بالتوسط بين البائعين (العارضين) والمشتريين (الطالبين) في البورصة شرط أن يكون له ترخيص بذلك وأن يكون خبيرًا فيما يتعلق بالقيم المنقولة.
يندرج تحت مفهوم وسيط عمليات البورصة الفئات التالية:

السامسة: brokers

هي طائفة من الأخصائيين في الشؤون المالية، ذوي خبرة وكفاءة في التعامل في الأوراق المالية وطرق تداولها، تباشر نشاطها من بيع وشراء -الأوراق المالية- لحساب العملاء في المواعيد الرسمية مقابل عمولة يحددها كل من البائع والمشتري، وتعتبر السامسة مسؤولة لحصة كل عملية ولا يجوز لها بأن تكون محايدة تمامًا في عقد الصفقات.³

صناع السوق: Markers market

هي فئة مختصة تعمل داخل الأسواق المنظمة، يقع على عاتقها تلبية طلبات العملاء الراغبين في شراء أو بيع الورقة المالية التي سيتعاملون بها.⁴ ولقد سميت هذه الفئة بصناع السوق لأنها تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابها انتظارًا لقبولية أوامر العملاء، مما يعني أن معظم شركاتها تقوم بعمليات السمسرة وتجارة الأوراق المالية وهي تتحمل المخاطر الناتجة عن ذلك، بينما يعمل السمسار لحساب الغير فقط مقابل عمولة ولا يتحمل أية مخاطر.⁵

¹ - مصطفى رشدي شبيحة، زينب حسن عوض الله، "الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية"، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، القاهرة، 1993، ص:46.

² - منير بوريشة، "المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة"، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2002، ص:11.

³ - عبد الغفار حنفي، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، 1997، ص:457.

⁴ - نوزاد الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص:76.

⁵ - عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص:39.

المتخصصون: Specialist

هم أعضاء في السوق المالية يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية، حيث لا يمكن أن يتعامل في ورقة مالية أكثر من متخصص واحد. يقوم المتخصصون بالحفاظ على شكل السوق في صورة عادلة ومنظمة وذلك فيما يتعلق بالأسهم التي يتعاملون بها بصورة خاصة، وبذلك فهم يقومون بمهنتين أساسيتين هما:

- الإحفاظ بكتيب الأوامر المحددة الخاص بالأسهم التي لا يتم التعامل فيها.
- التعامل في أسهمهم لحسابهم الخاص.

يعتبر المتخصص مسؤولاً عن توفير السوق العادلة والمنظمة، فهو يقوم أحياناً بالبيع في نفس الوقت الذي يشتري فيه الآخرون كما أنه يشتري عندما يبيع الآخرون، وكون المتخصص هو الشخص الوحيد من بين المتعاملين في السوق الذي له حرية الإطلاع على دفتر الأوامر المحدودة فهو يحصل على معلومات قيمة للغاية حول نقاط المساندة والمقاومة لأسعار الأسهم، ومعرفة هذه المعلومات يمكن المتخصص من تعديل المخزون الذي لديه من الأسهم وبالتالي تحقيق أرباح من التحركات السعرية حول هذه النقاط الحساسة. وبناءً على ذلك فإن هذه الأرباح والعوائد الخاصة تعوّض المتخصص عما يتحمله نتيجة القيام بعمليات عكسية.¹

أهمية وسيط عمليات البورصة:

تظهر أهمية وسيط عمليات البورصة من خلال الدور الجوهرى الذي يؤديه في السوق المالية بصفة عامة والبورصة بصفة خاصة، فهو يتكفل بمساعدة وتوجيه المؤسسات سواءً بمجرد دخولها وبالتالي يقدم لها المساعدة فيما يخص عملية التسجيل أو عند بداية ومزاولة نشاطها فيقوم بتنفيذ مختلف الأوامر من البيع والشراء والتفاوض حول أسعار القيم المنقولة، ولهذا نجد مختلف المتعاملين في البورصة يلجؤون إلى الوسطاء ويصعب عليهم العمل من دونهم.

وتظهر هذه الأهمية بشكل واضح من خلال:²

الخبرة والتخصص:

حيث لا يمكن ممارسة مهنة الوساطة في عمليات البورصة إلا من طرف أشخاص مختصين في هذا الميدان، يمتازون بالخبرة والكفاءة اللازمة لتنفيذ العمليات وإبرام العقود التي تحتاج إلى مهارات وتقنيات خاصة لا يمكن أن تتوفر إلا في المختصين في هذا الميدان.

¹ - محمد صالح الحناوي، "دليل المستثمر (أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص: 47.

² - زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص: 89.

التقليل من تكاليف المعلومات المفيدة لاتخاذ القرار الاستثماري:

عادة ما يحتاج المتعاملون بالأوراق المالية بيعاً وشراءً إلى معلومات كثيرة متعلقة مثلاً بالشركات المقيدة في البورصة، حالتها المالية، سمعتها، تقلبات الأسعار وغيرهما من المعلومات الأخرى التي تفيد في اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد. والوسيط يتميز بالدراية الكاملة لمختلف هذه المعلومات والقدرة على اتخاذ القرار المناسب والذي من شأنه أن يقلل من حدة تكلفة هذه العملية.

اقتصاد الوقت:

يسمح اللجوء إلى وسيط عمليات البورصة باقتصاد الوقت: سواءً الوقت اللازم لتنفيذ الأوامر أو الوقت الخاص بالمستثمرين الذين لا يضيعون وقتاً في البحث عن مشتريين أو بائعين للقيم المنقولة أو في البحث عن الأوراق المناسبة لاحتياجاتهم، بل يكتفي هؤلاء بإعطاء أمر للوسيط الذي يتكفل بالقيام بهذه المهام ثم إعلام العميل بنتائج العملية في الوقت المحدد.

وظائف الوسطاء في عمليات البورصة:

يمكن حصر أهم الوظائف التي يقوم بها الوسطاء في البورصة فيما يلي:

تنفيذ أوامر العملاء:

يلتزم الوسطاء بتنفيذ أوامر عملائهم سواءً في حالة البيع أو الشراء مقابل عمولة يحصلون عليها،* إذ أن هذا هو الغرض الأساسي من عملية الوساطة، ويجب أنه يقوم الوسيط بتنفيذ الأوامر طبقاً للتعليمات الصادرة من العملاء وإذا لم تكن هناك تعليمات فإنه يلتزم بالتنفيذ طبقاً لما تقتضيه قواعد التعامل.¹

تقديم النصح والمشورة:

يقدم الوسطاء النصح للعملاء بشأن قرارات الاستثمار وما قد ينطوي عليه من عمليات البيع والشراء للقيم المالية، وتسمى هذه الوظيفة بالوساطة الاستشارية.

تسيير وإدارة المحافظ المالية:

يمكن أن تنص الإتفاقية بين العميل والوسيط بأن يقوم هذا الأخير بإدارة محفظة العميل فيقوم بتوفير المعلومات عن القيم المنقولة والشركات المصدرة لها وتحليلها، وكذلك معلومات حول طريقة تسيير المحفظة والأرباح المحققة وغيرها من المعلومات المفيدة في تسيير المحافظ على أحسن وجه. وقد يصل الأمر إلى قيام الوسيط بإدارة محفظة العميل باتخاذ قرارات استثمارية نيابة عنه ويحدث هذا بالنسبة للمستثمرين من ذوي الخبرة في الشؤون المالية.

* تكون العمولة محددة من طرف لجنة تنظيم البورصة ويصادق عليها وزير المالية.

¹ - أحمد محمد لظفي، مرجع سبق ذكره، ص: 189.

توظيف الأموال:

يقوم الوسيط بهذه الوظيفة عن طريق البحث عن مقتنين أو مكتتبين جدد للأوراق المالية المصدرة لصالح مصدرها الذي يقوم باللجوء العلني للإدخار وذلك مقابل عمولة يتلقاها الوسيط بموجب عقد يحرر لهذا الغرض من قبل الطرفين.

خفض التكاليف:

يعمل وسيط عمليات البورصة على تقليل تكاليف التعامل في البورصة استنادًا إلى المعلومات والخبرة والكفاءة والقدرات المتخصصة التي تتاح لديه وبما تحقق استفادة المتعاملين منها¹.

المطلب الثاني: الشروط الواجب توافرها في وسيط عمليات البورصة

من أجل ممارسة مهنة وسيط عمليات البورصة، تم وضع شروط صارمة وهذا من أجل حماية حقوق وأصول الأطراف المتعاملة في البورصة وأيضًا من أجل ضمان القيام بالمعاملات المالية بكل كفاءة وفعالية، وقد تختلف تلك الشروط من بلد إلى آخر بالإضافة إلى وجود شروط تتعلق بالشخص الطبيعي وأخرى تتعلق بالشخص المعنوي، ويمكن تلخيص أهم الشروط الواجب توافرها فيما يلي:

الشروط المتعلقة بالشخص المعنوي:

قبل التطرق إلى أهم الشروط التي يجب أن تتوفر في الوسيط في حالة ما إذا كان يتمثل في مؤسسة مالية -شخص معنوي- نذكر طبيعة تلك المؤسسات المرخص لها بممارسة الوساطة في البورصة والتمثلة فيما يلي:²

البنوك:

تعتبر البنوك أحد أهم المؤسسات المالية المؤهلة للقيام بدور الوساطة في العمليات البورصية، إذ قامت معظم البنوك بفتح فروع مختصة بالوساطة البورصية فاحتلت بيوت السمسة المنتمية إليها مكانة هامة في هذا الميدان، وبهذا أصبحت البنوك تقدم خدمات أخرى عن خدماتها التقليدية كالاحتفاظ بالأوراق المالية، وتقديم النصائح والإرشادات المتعلقة بالتوظيف بالأوراق المالية وغيرها.

شركات التأمين:

تحتل شركات التأمين بفضل الخدمات التي تقدمها مكانة هامة في الوسط المالي، ولقد امتد نشاطها إلى القيام بدور الوساطة في العمليات البورصية حيث فتحت هذه الأخيرة فرعًا في المجال تقوم شركات

¹ - فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، عالم الكتب الحديث للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص: 101.

² - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار)"، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 1997، ص: 310.

التأمين في إطار هذا النشاط بشراء وبيع القيم المنقولة لصالح زبائنها واستثمار أموالها عن طريق شراء مختلف الأوراق المالية.

صناديق التقاعد:

تقوم هذه الصناديق بتوفير حدّ معين من الدخل للموظفين وذلك بعد بلوغ سن المعاش، حيث يتم دفع الاشتراكات الشهرية من طرف الموظفين والمستخدمين طبقاً لمستوى الأجر المحصل. إن تراكم الاشتراكات المدفوعة يشكل سيولة كافية لدى هذه الصناديق مما جعلها تبحث عن توظيفها في مصادر أكثر مردودية ألا وهي البورصة، ونظراً لكثرة توجه صناديق التقاعد إلى توظيف سيولتها في الأوراق المالية حازت هذه الأخيرة على مكانة معتبرة على مستوى السوق المالي، وبذلك أصبحت تقوم بدور الوسيط المالي في البورصة سواءً لحسابها أو لحساب زبائنها عن طريق فتح فروع لها خاصة بالوساطة في العمليات البورصية.

شركات الاستثمار:

عن طريق قيام هذه الشركات بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين واستخدامها في شراء الأوراق المالية، تمكنت هذه الشركات ورغم حداثتها من توفير خدمات متعددة للمستثمر في مجال الوساطة في العمليات البورصية.

بيوت السمسرة:

هي بيوت تتمتع باستقلالية تامة، أنشئت خصيصاً لممارسة دور الوساطة في العمليات البورصية، تتكون هذه البيوت من مجموعة من السماسرة الذين يقومون بخدمات السمسرة مثل: متابعة المؤسسات للدخول إلى البورصة والدراسات والفحوصات المالية مع تقديم النصائح والإرشادات اللازمة في مجالات متعددة.

وحتى تقوم هذه المؤسسات المالية بممارسة دور وسيط عمليات البورصة، لا بد وأن تتوفر فيها مجموعة من الشروط، نذكر من بينها:

- توفر حد معين من رأس المال والذي يكون مختلف من بلد إلى آخر.
- اكتساب محل خاص لمزاولة المهنة.
- توفر الوسائل المادية اللازمة مثل الكمبيوتر، الفاكس، الهاتف لضمان الاتصال الحسن.
- توفر الموارد البشرية ذات الخبرة والكفاءة اللازمة.
- القدرة على توفير المعلومات والبيانات اللازمة للعملاء والمحافظة على مصالحهم.
- الحصول على الإعتماد من طرف لجنة البورصة بعد توفير كل الشروط اللازمة.

بالإضافة إلى الشروط السابقة، يجب أن يتوفر لدى مؤسسات الوساطة البورصية عنصران أساسيان هما:¹ الحفاظ على الخصوصية التامة للعميل وأداء دورها بقدر عالي من الكفاءة. لذلك يجب التدقيق عند اختيار المؤسسة الوسيطة التي ستوفر القدر الكافي من التفهم لطلبات العميل وتبنى إستراتيجية استثماراته.

الشروط المتعلقة بالشخص الطبيعي:²

- تتمثل أهم الشروط الواجب توفرها في الشخص الطبيعي فيما يلي:
- الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلاً 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.
- أن لا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة، فلا يكون عضواً في مجلس إدارة إحدى الشركات ولا مستشاراً أو خبيراً بها أو بأحد المصارف.
- اجتياز دورة متخصصة مُعدة للتأهيل للوظيفة.
- وفي الإختبارات الخاصة بالوظيفة يراعى أن يكون الوسيط ملماً بالمحاور الأساسية التالية: التحليل الإقتصادي الكلي والجزئي، المحاسبة المالية وإعداد القوائم المالية، التحليل المالي والأساسي والفني والكمي للأوراق المالية، القوانين المتعلقة بسوق المال، قواعد السلوك المهني، لوائح العمل الداخلية بالبورصة،... الخ.

المطلب الثالث: قواعد وأخلاقيات وسيط عمليات البورصة

يتوجب على وسيط عمليات البورصة الإلتزام ببعض القواعد والأدبيات من أجل ممارسة عمله على أحسن وجه ومن أجل جلب المتعاملين لتوظيف أموالهم في المجال المالي بكل ثقة وأمان. تعرف القواعد والأدبيات: "بأنها مختلف القيم والمبادئ التي يمكن أن يركز عليها أي شخص في تربيته لسلوكيات أو تصرفات مسؤولة تعد قيّمة من وجهة نظر الآخرين"

¹ - " سؤال وجواب عن البورصة المصرية، قاعة البورصة وسوق المال"، منتدى المشرق العربي، مصر، عن الموقع الإلكتروني:

www.egypte.com/index_a.asp?cure. Page=glossary-a.ntne. page web consultée le 07/07/2008 à 13h29.

² - خالد عيجولي، "وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية(دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي)"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007، ص:69.

وعليه، على وسيط البورصة أن يحترم بعض القواعد التي سوف تساعد حتماً في سلك الطريق السليم في علاقاته مع العملاء واتخاذ القرارات الملائمة خاصة إذا ما تعارضت مصالحه الشخصية مع مصالح أحد العملاء، بالإضافة إلى أن احترام تلك القواعد من شأنه أن يعود بالنفع على الوسيط ذاته وعلى مؤسسة الوساطة التي يعمل بها وعلى البورصة بصفة عامة.

تتمثل القواعد المنصوص عليها في مجال التعامل بالقيم المنقولة فيما يلي:¹

الإخلاص الصارم:

على الوسيط في العمليات البورصية أن يظهر إخلاصاً كاملاً في كل تعاملاته، خاصة مع العملاء الذين وضعوا ثقتهم فيه، وقدموا له ما لديهم، وساروا وفق توجيهاته الخاصة بالتوظيف في مختلف القيم، ويتضح إخلاصه هذا في تقديم مصالح العملاء وجعلها في قمة انشغالاته وعلى وجه الخصوص عند إنجازه للعمليات لصالح هؤلاء. ويظهر إخلاص الوسيط في:

1- المعرفة الجيدة للعميل:

وهي قاعدة أساسية يتم الإرتكاز عليها عند قبول تنفيذ الأوامر أو تقديم النصائح والإرشادات لأي عميل، فمن أجل القيام بهاتين الوظيفتين على أكمل وجه، على الوسيط أن يبذل كل مجهوداته وبطريقة عملية للإطلاع على الحالة المالية والشخصية وكذا الغاية من التوظيف بالنسبة لكل عميل من عملائه. إن الإطلاع فقط على العوامل السالفة الذكر لا يكفي، بل لابد من دراستها وفهمها ومحاولة توجيه أو تنبيه هذا الأخير إذا ما اختلف محتوى الأمر عن المعلومات المقدمة عند فتح الحساب.

وبالطبع من المحتمل أن تتغير أوضاع العميل أو أهدافه الخاصة بالتوظيف، فمن مهمة الوسيط هنا أن يتابع كل هذه التغيرات وأن يتم أو يعدل الملف وفقاً لأي تغيير، مرفقاً بذلك كل الوثائق اللازمة والمتضمنة للمعلومات الجديدة، الشيء الذي يضمن كفاءة العمليات المنجزة لصالح الزبون.

2- التحليل المعمق:

لا بد أن تقوم كل التوجيهات والتوصيات المقدمة للعميل على أساس دراسة وتحليل معمق لكل المعلومات المتحصل عليها من العميل من جهة ، ولكل المعلومات المتعلقة بأي عملية ينوي إنجازها لصالحه من جهة أخرى .

3- الأوامر غير الملتزمة:

إن الأوامر غير الملتزمة التي يقدمها العميل قد تخرج عن نطاق المعلومات والأهداف المدونة على وثيقة فتح الحساب، فيلتزم الوسيط في هذه الحالة بتنبيه الزبون وتحذيره بتعارض بيانات الأمر مع البيانات أو المعلومات المقدمة سابقاً ومدى خطورة هذه العملية على ممتلكاته .

¹ - زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص ص:90، 94 (بالتصرف).

فقد يصرّ العميل رغم كل ذلك على تنفيذ الأمر، وفي هذه الحالة ولحماية الوسيط ومؤسساته من العواقب الوخيمة التي قد تنجم من هذه العملية، على هذا الأخير أن يلجأ إلى تغيير أهداف التوظيف المسجلة على وثيقة فتح الحساب، واستبدالها بالأهداف الجديدة المعبر عنها من طرف العميل، إضافة إلى تسجيل علامة " غير ملتزم " على وثيقة الأمر.

4- أصول العميل ملك له:

رغم وضع الأصول المالية للعميل لدى مؤسسة الوساطة، إلا أنها تبقى دائماً ملكاً خاصاً به، ولا يمكن التصرف فيها إلا وفقاً لإرادة أو تعليمات هذا الأخير.

وتنطبق هذه القاعدة أيضاً على كل عمليات القرض أو الإقراض التي يمكن إتمامها بين الوسيط وعميله. فمع أن القوانين لا تمنع عقد مثل هذه العمليات، إلا أنه يجب على الوسيط أن يتفادى استغلال معرفته لوضعية العميل واستعمالها لأغراض شخصية.

5- دقة وكمالية المعلومات المقدمة للعميل:

يعدّ الإعلام المستمرّ للعميل بكل ما يتعلق بأصوله من بين أهم واجبات الوسيط اتجاه زبائنه، فعلى الوسيط إذاً أن يتخذ الإجراءات اللازمة التي تضمن استلام العميل لكل المعلومات في الأوقات المناسبة وكذا صحة ودقة وكمالية هذه المعلومات والتي تخصّ عادة كل ما يمسّ حافظة الأوراق المالية. فبالإضافة إلى مختلف الوثائق التي يتمّ إرسالها إلى العميل والتي تؤكد تنفيذ العمليات وتبين ما له وما عليه (إشعار التنفيذ، كشوفات الحساب الشهرية أو الثلاثية)، يعتني الوسيط بإحاطة العميل بكل المعلومات والمميزات الخاصة بكل قيمة من القيم المشكّلة لمحفزته أو التي تكون جزءاً منها في المستقبل القريب. وما تجدر الإشارة إليه هنا، هو حرص الوسيط على تقديم معلومات دقيقة وصحيحة متفادياً بذلك إخفاء أو تغيير وجهة أي معلومة بهدف إعطاء صورة أحسن لمردودية الحافظة تختلف عما هي عليه في الحقيقة.

الطابع السري للمعلومات المتعلقة بالعميل:

يضع العميل ثقته بالوسيط عند تصريحه بكل المعلومات الشخصية بما فيها المدخول السنوي، الشهري،... الخ، فمن الواجب أن يلتزم هذا الأخير (الوسيط) باحترام السرية التامة لهذه المعلومات وكل المعلومات الأخرى الخاصة بالعمليات المنجزة أو الأوامر المصدرة ويتعلق الأمر بما يلي:

1- المعلومات الخاصة بحساب العميل والعمليات المنجزة باسمه:

لابدّ أن يكتسي هذا النوع من المعلومات الطابع السري، إذ لا يجب أن يتمّ التصريح بها لأي شخص كان إلا إذا سمح العميل بذلك.

يتم الطابع السري أيضاً في هذه الحالة عدم الإفشاء عن شخصية العميل أو القرارات التي يتخذها في مجال التوظيف.

2- المعلومات المرتبطة بنوعية وإصدار الأوامر:

يقوم العميل من خلال تعامله مع مؤسسة الوساطة، بإصدار عدة أوامر شراء أو بيع لقيم مختلفة، ونظراً لعلاقة الثقة التي يجب أن تزرع بين العميل والوسيط فعلى هذا الأخير أن يخدم العميل إلى أقصى درجة محافظاً بذلك على سرية النقاشات والأوامر أو إستراتيجيات التوظيف التي يتم إتباعها، إضافة إلى ضرورة استخدام المعلومات المتحصل عليها لصالح العميل فقط دون أي شخص آخر حتى ولو كان هذا الشخص الوسيط ذاته.

جلب ثقة الجمهور المتعاملين:

يتخذ الوسيط في العمليات البورصية عدة طرق وأساليب لكسب أكبر عدد من العملاء وإنجاز أكبر قدر من العمليات، ولتحقيق هذه الأهداف من الضروري أن يمارس الوسيط كل نشاطاته في إطار يسمح بإعطائه صورة قيمة تجعله محل ثقة واحترام اتجاه كل المتعاملين.

ولا يجوز للوسيط أن يقوم بأية عملية لصالح العميل إلا في إطار الحقوق المخولة له من طرف هذا الأخير مثل طبيعة الحساب المفتوح وطبيعة النشاط الذي يقوم به والقوانين التي تحكمه، وفي هذا الشأن:

1- الحسابات " بطاقة بيضاء " Comptes carte blanche :

لا يمكن لأي مؤسسة وساطة أن تبادر بتسجيل أو تنفيذ عملية ما لحساب أي عميل، إلا إذا أعطى هذا الأخير أمراً بذلك أو قام بتحويل أو فتح حساب على أساس حساب " بطاقة بيضاء " وفقاً لما جاء في قرارات هيئات التشريع المؤهلة .

يسمح الحساب " بطاقة بيضاء " بإعطاء الحق الكامل للوسيط بتقرير تنفيذ أي عملية بيع أو شراء لصالح العميل إذا ما رأى أن هذه العملية مربحة، بما في ذلك تحديد السعر، الكمية، المكان والزمان.

لا يمكن للوسيط أن يقبل فتح مثل هذا الحساب إلا إذا تمتعت المؤسسة بهذا الحق، وكان الممثل شريكاً أو مديراً.

2- لا يمكن إتمام إنجاز العمليات إلا من طرف الأشخاص المعتمدين:

إن قبول الأوامر، تنفيذها أو تقديم النصائح والإرشادات للزبائن، لا يمكن أن يتم إلا من طرف شخص معتمد لممارسة هذه الوظيفة بما فيها الشركاء أو المدراء وذلك لتجنب الأخطاء، وضمان خدمة على أقصى حد من الكفاءة مما يزيد من احترام وثقة العملاء والمتعاملين عامة.

3- انسجام الوسيط ومسؤوليته اتجاه المؤسسة:

يعمل الوسيط لحساب المؤسسة التي توظفه، وتوفّر له كل شروط العمل لهذا فهو يلتزم بالأخذ بعين الاعتبار ذلك أثناء مزاولته لكل مهامه، مع احترام كونه عضوًا من المؤسسة وأنه مسؤول اتجاه هذه الأخيرة مسؤولية تامة، إذ لا تسمح له القوانين بإجراء أية عملية في إطار نشاط المؤسسة دون إعلام الإدارة بذلك، الشيء الذي يضمن مصلحة العملاء أولاً والمؤسسة ثانية مع الحفاظ على سمعة هذه الأخيرة وثقة الجمهور بها.

4- التحلي بدرجة عالية من المعرفة:

يعتبر عمل الوساطة في العمليات البورصية عملاً يتطلب درجة عالية من المعرفة في جل الميادين الاقتصادية والسياسية، وخاصة فيما يتعلق بسوق الأوراق المالية مما يسمح باكتساب كفاءة معتبرة تمكن من توجيه الحسّن للعملاء والقيام بكل الوظائف على أكمل وجه.

إن الإكتساب الأوّلي للكفاءة والمعرفة لا يكفي، بل يجب السعي دائماً وراء تطويرها وتجديدها لتفادي الغلط أو الإدلاء بمعلومات قديمة أو خاطئة، ولا يتم ذلك إلا عن طريق البقاء على علم بكل المستجدات والتغيرات الاقتصادية والسياسية، ميولات السوق وأسعار الفائدة على المستوى الوطني والعالمي، إستراتيجيات ووسائل التوظيف الجديدة، بما فيها المعرفة الجيدة لمميزات أدوات التوظيف المتاحة على مستوى السوق.

5- السير أو العمل وفقاً لقوانين بورصة القيم المنقولة:

يحكم السير العادي لنشاط القيم المنقولة مجموعة قوانين تسنّها الهيآت المؤهلة للقيام بمثل هذا العمل. تعمل هذه القوانين على توجيه النشاط ووضع القواعد الأساسية والحدود التي لا يمكن تجاوزها للحفاظ على مصلحة الجمهور المتعاملين، مؤسسات الوساطة وقطاع القيم المنقولة بشكل عام، فعلى الوسيط:

- أن يحرص على تطبيق القوانين واللوائح المتعلقة بمزاولة مهنة الوساطة، والإبتعاد عن ارتكاب أية مخالفة عمدًا، وإلا تعرض إلى بعض العقوبات التي قد تصل إلى منعه من مزاولة المهنة منعًا باتًا.

- 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 والسرية المطلقة، لهذا فلا يحق لهذا الأخير أن يشرع بتبليغ أية معلومة سرية يتلقاها من المؤسسة المصدرة لأي شخص كان، ولا أن يتخذ أي قرار توظيف طبقاً لهذه المعلومة ما لم تصبح هذه الأخيرة علنية وفي متناول الجميع.

- ومادام الوسيط ملزمًا باحترام القواعد السالفة الذكر، لا بأس أن نذكر صور بعض المخالفات التي قد يرتكبها والتي من شأنها أن تؤثر سلبيًا على عمله وعلى مصالح العملاء:
- القيام بتأكيد تنفيذ أمر لم يتم تنفيذه فعليًا.
 - ممارسة ضغط معين لإنجاز عملية ما.
 - إيهام العميل بأنه سيحقق ربحًا كبيرًا وأنه لن يحقق أية خسارة من جراء فتح حساب أو إصدار أمر معين.
 - القيام بأي تصرف مغري لتغليب جمهور المتعاملين.
 - محاولة إعطاء مظهر خاطئ لمشاركة الجمهور في العمليات المبرمة على قيمة ما.
 - محاولة التأثير على مستوى السعر الجاري لقيمة ما.
 - إجراء عمليات وهمية على قيمة ما.
 - القيام ببعض الممارسات غير الأخلاقية مثل: البيع الصوري، الشراء بغرض الإحتكار واستغلال ثقة العملاء.

وتجدر الإشارة إلى أن مختلف الأسواق المالية تسعى إلى وضع إجراءات ردية لهذه المخالفات قصد ضمان شفافية ونزاهة التعاملات.

ففي سبتمبر 2008 قامت هيئة سوق المال المصرية بفرض عقوبات على شركتين للوساطة المالية هما: شركة "بايونيرز" وشركة "بريزما" لتلاعبهما بالأسهم قصد التأثير على اتجاهات الأسهم في السوق، حيث تم منع "بايونير" للوساطة من التعامل في أسهم المجموعة التابعة لها لمدة ثلاثة أشهر وكذا إلزامها بزيادة التأمين بصندوق ضمان التسويات بمقدار 4.6 مليون دولار، أما شركة "بريزما" للوساطة فقد منعت من التعامل في جميع الأسهم في مصر والتعامل في أسهم المجموعة التابعة لها لمدة ثلاثة أشهر¹.

¹ مصر تفرض عقوبات على شركتين للوساطة المالية لتلاعبهما في الأسهم: العقوبات المطبقة على شركات الوساطة المصرية، القاهرة-روبرتز، عن الموقع الإلكتروني:

www.alaswaq.net/articles/2008/10/01/18687.Htm. page web consultée le 03/10/2008 à 16h41.

خلاصة الفصل الثاني:

تطرقنا في هذا الفصل إلى الوساطة المالية وأهمية المكانة الكبيرة التي تتمتع بها خاصة ضمن النظام المالي الذي يتكون من عدد كبير من مؤسسات الوساطة المالية، ويتميز هذا النظام بتعقده وصرامة قوانينه، إلا أن من شأن تلك المؤسسات المالية الوسيطة تسهيل العمليات التي تتم في هذا النظام وذلك لأنها تعمل على تحقيق وفورات اقتصادية وتقليل حجم المخاطر أمام راغبي الاستثمار.

تعرف الوساطة المالية بأنها: "عملية جذب موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى، فالمؤسسات المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة".

يمكن للوساطة المالية أن تكون شخصاً طبيعياً أو معنوياً، وفيما يخص الوظائف التي تؤديها: تتمثل وظيفتها الأساسية في التوسط بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، بالإضافة إلى الوظائف التالية:

- تجميع المدخرات وتوفير السيولة.

- توفير المعلومات المالية وتخفيض تكلفة الحصول عليها.

- تخفيض المخاطر من خلال التنويع.

- توفير آلية لسداد المدفوعات.

تنقسم مؤسسات الوساطة المالية إلى مؤسسات إيداعية ومؤسسات غير إيداعية وذلك باعتبار أن: المؤسسات الإيداعية فريدة من حيث الالتزامات المالية غير المباشرة التي تصدرها على شكل ودائع هي وسيلة دفع، وبالتالي فهي تعتبر نقود، في حين أن الالتزامات غير المباشرة لجميع الوسطاء الآخرين لا تقبل عموماً كوسائل دفع وبالتالي فإنها ليست نقوداً، بالإضافة إلى أن مؤسسات سوق الأوراق المالية هي مؤسسات مالية وسيطة. وأهم خاصية تجمع بين مختلف تلك المؤسسات هي: تمتعها بضمانات قانونية تساعد على حماية المدخرين من مخاطر عدم الدفع التي قد يتعرضون لها بتعاملهم مباشرة مع المقترضين.

ونظراً لتعدد وكبر حجم المعاملات في البورصة، تطلب الأمر وجود وسيط مالي متخصص من أجل تسهيل تلك المعاملات، وتظهر أهمية هذا الوسيط من خلال: الخبرة التي يتمتع بها في المجال المالي، كما أنه من شأن الاعتماد عليه - الوسيط - أن يقلل من تكاليف الحصول على المعلومات واقتصاد الوقت عند القيام بالمعاملات. ويجب على الوسيط أن يستوفي بعض الشروط حتى يباشر عمله في البورصة وأن يكون مخلصاً في عمله وأن يحترم المحيط المالي الذي ينشط فيه.

الفصل الثالث:

دور الوساطة المالية في تفعيل

المعاملات المالية في البورصة

- مع الإشارة إلى بورصة الجزائر -

تمهيد الفصل الثالث:

تطرقنا في الفصل الأول إلى كل من السوق المالية والبورصة -باعتبارها أحد مكوناتها الرئيسية- وأهميتهما وكذلك الدور الهام الذي تقومان به وذلك عن طريق توفير التمويل اللازم لمختلف الأعوان الاقتصادية.

أما الفصل الثاني، فقد تم تخصيصه لدراسة الوساطة المالية من خلال إبراز المكانة التي تحتلها ضمن النظام المالي، مفهومها ووظائفها، أنواع المؤسسات المالية التي يمكن أن تقوم بدور الوساطة المالية. لذلك، سوف نخصص هذا الفصل لتوضيح دور الوساطة المالية على مستوى البورصة وكيفية مساهمتها في تفعيل المعاملات المالية وذلك من خلال تبيان دور الوساطة البورصية في: الحصول على مختلف المعلومات المتعلقة بالاستثمارات المالية، إذ أن التعامل في السوق المالية بصفة عامة وفي بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة يعتمد بدرجة كبيرة على تلك المعلومات، وأن عدم توفرها أو نقصها يمثل إحدى أهم العقبات التي تواجه ازدهار التعامل في الأوراق المالية، بالإضافة إلى دور الوساطة ومساهمتها في خلق السوق الأولية عن طريق مقابلة البائعين بالمشتريين للقيم المالية، وأيضاً دور الوساطة في السوق الثانوية من خلال استخدام مختلف التقنيات المتعامل بها من أجل تسعير الأوراق المالية وكذلك تنفيذ الأوامر التي يصدرها المتعاملون.

كما سنتطرق في هذا الفصل إلى بورصة الأوراق المالية في الجزائر، وذلك من خلال: تقديمها، أهم القيم المالية والشركات المدرجة فيها، مختلف العوائق التي تعترض نشاطها وأفاق تطورها، كما سيتم إبراز دور الوساطة المالية في بورصة الجزائر.

المبحث الأول: حاجة وسيط عمليات البورصة إلى المعلومات ودوره في البورصة.

سنقوم من خلال هذا المبحث بتوضيح الدور الفعّال الذي يؤديه الوسطاء الماليون في البورصة، وذلك عن طريق توفيرهم لمختلف المعلومات الضرورية والتي عادةً ما يتوقف عليها قرار المستثمر في بيع أو شراء الأوراق المالية، وكذلك عن طريق الدور الهام الذي يقومون به سواءً على مستوى السوق الأولية والمتمثل في مساعدة المؤسسات المتدخلة في الإكتتاب، أو على مستوى السوق الثانوية وذلك عن طريق قيامهم بتنفيذ أوامر العملاء والقيام بمختلف تقنيات التسعير.

المطلب الأول: حاجة الوسيط إلى المعلومات

يعتبر الوسيط في عمليات البورصة أكثر الأطراف ارتباطًا بالسوق المالية وتغيراتها، فهو يعتبر حلقة وصل بين بائعي ومشتري الأوراق المالية، إضافةً إلى صفته كمرشد أساسي لكافة المستثمرين بالأدوات المتداولة بالبورصة والدور الهام الذي يؤديه في تفعيل المعاملات المالية. وحتى يقوم الوسيط بدوره فهو يحتاج إلى معلومات مختلفة وبصفة مستمرة حتى يتمكن من تقييم فرص الإستثمار المتاحة واتخاذ القرارات المتعلقة بتوظيف الموارد بصورة ناجعة، كما يحتاج إلى المتابعة المستمرة لتقلبات الأسعار واتجاهات بورصة الأوراق المالية.

تعريف المعلومة ومصادر الحصول عليها:

سبق وذكرنا بأن الوسيط في عمليات البورصة يحتاج إلى معلومات مختلفة لاتخاذ القرارات الإستثمارية المناسبة وتوجيه عملائه والإجابة على كافة تساؤلاتهم. وبذلك تعتبر المعلومة قاعدة أساسية يتم الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الرشيدة فيما يخص بيع وشراء القيم المنقولة أو توجيه المستثمرين لهذا المجال.

■ تعريف المعلومات:

تعرف المعلومة على أنها: "بيانات تم تجهيزها ولها معنى لمستلمها أو مستخدمها، ولها قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، ويجب أن تضيف إلى ما تعرفه عن حدث أو مكان وتوضح لمستلمها شيئًا لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به."¹
تختلف المعلومات المراد الحصول عليها باختلاف الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه ونوعية التوظيف المختار، إذ نجد:²

¹ - محمد القيومي محمد، "نظم المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1990 ص:120.

² - سعيد عيد توفيق، "الإستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص:117.

معلومات تاريخية: وهي المعلومات التي تخص فترات سابقة، وتكون متاحة للجميع مثل أسعار الأسهم وأرباحها ونشاط الشركات مصدرة هذه الأسهم.

معلومات جديدة حالية: وهي التي يتم الإفصاح عنها في الوقت الحالي وهي تتعلق أيضًا بأسعار الأرباح وما إلى ذلك، وهذه المعلومات تكون متاحة للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير وميزانيات والقوائم المالية.

معلومات خاصة: وهذه المعلومات قد لا تكون متاحة للجميع ولكنها قاصرة على البعض دون الآخر، وهم الذين لهم اتصالات خاصة بصانعي القرار في المنشآت والمؤسسات وعادةً ما يطلق عليهم العالمون بـ **Insiders**.

وبصفة عامة يمكن حصر تلك المعلومات المراد الحصول عليها فيما يلي:¹

- الاتجاهات العامة للأسواق المالية والتي يمكن أن يعبر عنها من خلال المؤسسات البورصية التي تعطي لمستعملها نظرة شاملة على تطور أسعار سوق البورصة في وقت معين.
- نوعية الأوراق المالية المسعرة بالبورصة.
- مردودية مختلف الأوراق المالية المسعرة بالبورصة خلال السنوات الأخيرة.
- أسعار الفائدة السائدة في السوق.
- معدلات التضخم.
- مستويات العرض والطلب بالنسبة لكل قيمة.
- معلومات خاصة عن الشركات المقيدة في البورصة والمتعلقة بـ: الأصول الثابتة، الاستثمارات في الأوراق المالية، المخزون، الديون طويلة الأجل، رأس المال، ربحية السهم الواحد، المسيرين وسياسات التسيير المتبعة، الخطط الإنتاجية والصناعية، العملاء الرئيسيون للشركة، الآفاق المستقبلية للشركة.
- فالوسيط المالي يسعى دائماً إلى توفير المعلومات للمتعاملين حول الأوراق المالية والتي يكون الهدف منها:

- تحقيق فائض قيمة عند إعادة بيعها.

- الحصول على عوائد مستمرة.

- ضمان المحافظة على القدرة الشرائية للأموال المستثمرة.

¹ - زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص: 117.

■ مصادر الحصول على المعلومات:

يمكن وسيط عمليات البورصة من الحصول على مختلف المعلومات استناداً إلى مصادر مختلفة، إذ تعتبر السوق أحد أهم مصادر المعلومات عن الاستثمارات المتداولة فيها خاصة الأسعار والأحجام وحركة التعامل في الأوراق المالية. فالمستثمر يدخل السوق من أجل إتمام هذه الصفقات في أقل وقت، ولا يجب أن تكتفي السوق بتوفير معلومات تاريخية بل يجب أن تستجيب بسرعة لأي تغيرات أو أحداث وهي التي تؤثر في أسعار الأسهم.

وبصفة عامة يمكن تصنيف مصادر المعلومات إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية.

- المصادر الداخلية:

تتمثل في المعلومات المتواجدة لدى الوسيط والخاصة بالسنوات الماضية، إذ يلتزم هذا الأخير بالمتابعة المستمرة للأسعار، الكميات المتبادلة، الرسملة البورصية، ومعظم المعلومات الخاصة ببورصة الأوراق المالية.

- المصادر الخارجية:

يمكن للوسيط أن يستعين بمصادر خارجية من بينها:

1- الصحف والمجلات المالية: تعتبر الصحافة بأنواعها العامة والمتخصصة أهم مرجع للحصول على المعلومات بأقل تكلفة، إذ تأخذ هذه المعلومات شكل أخبار منشورة وتقارير صحف جديدة، وتختلف درجة استعمال الصحف والمجلات المتخصصة من بلد لآخر.

2- تصريحات الشركات المقيدة: تتضمن هذه التصريحات الكثير من المعلومات، فهذه التصريحات تقدّم غالباً من الشركة بمناسبة إصدارها لأوراق مالية جديدة - سواءً كانت حديثة التأسيس أو راغبة في التوسع- في شكل نشرة إصدار أو كتب الإستثمار، فتحتوي هذه النشرة على كافة المعلومات والإيضاحات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية أو الإحجام عنها.

متطلبات المعلومة المالية وتأثيرها على السوق:

حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرارات الاستثمارية، فلا بدّ أن يكون على علم بما يجري من أحداث، سواءً على مستوى الاقتصاد القومي والقطاع الاقتصادي الذي ينتمي إليه أو الوسائل الاستثمارية المختلفة، لذلك فهو بحاجة إلى معلومات قيّمة، وحتى تقبل هذه الأخيرة وتكون دعامة أساسية في عملية التقييم، لا بدّ أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط أهمها:

- **الدقة:** بمعنى أن تكون المعلومات خالية من الأخطاء، إذ يجب أن تكون دقيقة، محدّدة، موضوعية، صادقة، وغير غامضة، تعكس الوضع كما هو الحال بالفعل، أي لا تحمل المعلومات المقدمة تقديرات غير حقيقية أو إشاعات أو حسابات مزورة. وفيما يتعلق بالمعلومات التي تنشرها المؤسسات المسعرة

بالبورصة، تنص المادة "04" من قانون هيئة البورصة الجزائرية على أنه: "يجب أن تكون المعلومة الموجهة للجمهور دقيقة وصادقة."¹

- **الملاءمة:** يقصد الملاءمة عندما تكون المعلومة مفيدة في عملية اتخاذ القرار، أي أن تكون مناسبة إذا ما توافقت مع احتياجات المستثمرين ومساعدتهم على تحسين أدائهم.

- **التوقيت:** بمعنى أن تتوفر المعلومة في الوقت الضروري والملائم لمتخذي القرار، فقد تفقد قيمتها ومنفعتا إذا لم تصل في الوقت المناسب.

- **الشمول:** يفترض في المعلومات المقدمة أن توفر لمستعملها كل شيء يحتاجونه لمعرفة موقف معين، كما يجب أن تكون تلك المعلومات أكثر اختصاراً حتى لا تترك لمتخذي القرار مجالاً مفتوحاً قد يؤدي إلى ضياع الوقت، من أجل ذلك من الأحسن أن تحتوي المعلومات المتوفرة حقائق أساسية وضرورية فقط.

- **العدالة:** يجب أن تتوفر المعلومات والبيانات المالية للجميع قصد ضمان الرشد عند اتخاذ القرارات وزيادة فعالية الأداء في السوق المالية والقضاء على عدم العدالة بين المستثمرين.

- **الوفرة:** أي وفرة المعلومات، لأنه كلما كثرت المعلومات في السوق كلما اقتربت الأوراق المسعرة من قيمتها الحقيقية، لأن وفرة تلك المعلومات أو ندرتها هو الفاصل في اتخاذ القرار الإستثماري غير أنه ومع التطور التكنولوجي للاتصالات أصبحت المعلومات متوفرة بكثرة وشرحها وتفسيرها هو الذي أصبح الفاصل.

■ تأثير المعلومات على السوق:

تعتبر نوعية وكمية المعلومات التي يوفرها وسيط عمليات البورصة أساس حركة التداول، فهي تلعب دوراً كبيراً في زيادة كفاءة ومن ثم فعالية بورصة الأوراق المالية.

فالمعلومة تترجم فوراً إلى قرار يجلب الربح إذا كانت صحيحة، ويضيع معها رأس المال إذا كانت خاطئة، فيكفي فقط نشر خبر خاطئ يتم تسريبه -إلى الصحافة مثلاً- فترتفع أسعار ورقة مالية معينة ارتفاعاً كبيراً يدفع بالمستفيد إلى البيع فوراً، كما قد يحدث تسريب شائعة أخرى تدفع بالورقة المالية إلى أدنى مستوياتها فيشتري المستفيد. وفي الحالتين يحقق مرور الشائعات مكاسب أكيدة من وراء الزبائن الذين يصدقون ما يسمعون أو يقرؤون، كذلك إخفاء المعلومات يعد تلاعباً غير مشروع²، حيث أن أسعار بعض الأوراق المالية ترتفع دون مبرر ثم يكتشف بعد فترة وجود صفقة بيع أو تحقيق أرباح عالية

¹ -Règlement COSOB, N 02,1999.

² - جمال الدين سحنون، "شروط بروز أسواق الأوراق المالية (دراسة مقارنة لدول: مصر، تونس والجزائر)"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص112.

للشركات صاحبة هذه الأوراق دون أن يكون قد تم الإعلان عن هذه المعلومات* حيث يتم الاكتفاء بإبلاغ نسبة معينة من المستثمرين -أي المتعاملين- في البورصة وهؤلاء فقط الذين يتمكنون من تحقيق أرباح سريعة.

بالإضافة إلى ما سبق ذكره، تلعب المعلومة دوراً كبيراً يظهر من خلال ما يلي:¹

- تلعب المعلومات دوراً هاماً في حصول الوحدات الاقتصادية في الدولة على مصادر التمويل الخارجي وعمليات الاقتراض، لأن الكثير من مؤسسات الإقراض تطلب العديد من المعلومات المتعلقة بأداء الوحدات الاقتصادية قبل إتمام عملية التمويل، وتوافر أو نقص هذه المعلومات من شأنه التأثير على انسياب وتدفق حجم الاستثمارات الأجنبية داخل الدولة، وذلك لأن معظم المستثمرين الأجانب يهتمون أن يحصلوا على معلومات كاملة تتعلق بقيمة الأسهم الحقيقية والمراكز المالية السليمة لهذه الشركات وكفاءة الإدارة فيها والتوقعات المستقبلية الخاصة بأرباحها ونموها وما تتعرض إليه من التزامات.

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

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

- إن حصول بعض المستثمرين على بعض المعلومات يحقق مكاسب غير عادية لهؤلاء على حساب الآخرين وتحقيق 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 واتخاذ قرارات غير سليمة لاختيار البدائل الاستثمارية في محافظهم المالية، أما البعض الآخر فسيمتنع عن التعامل داخل السوق مما يؤدي إلى حدوث كساد وهبوط للتعامل.

* تسمى هذه المعلومات بالمعلومات الممتازة، وهي تلك المعلومات المهمة التي يتم توفيرها إلا لمجموعة من المستثمرين ذوي المكانة المرموقة.

¹ - محمد سويلم، مرجع سبق ذكره، ص:320.

المطلب الثاني: دور وسيط عمليات البورصة في السوق الأولية

يتمثل النشاط الرئيسي للوسيط في مقابلة البائعين بالمشتريين، فهو يساهم في خلق السوق الأولية، كذلك يقوم بشراء الإصدارات الجديدة للأوراق المالية من المصدر عند سعر متفق عليه على أمل إعادة بيعها إلى جمهور المستثمرين بسعر أعلى، ويتمثل العائد الذي يحققه الوسيط في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع للورقة المالية، ومقابل ذلك قد يواجه الوسيط مخاطر عدم وجود مشتريين لها، إلا أنه إذا ما قام بالوساطة بين البائع والمشتري مقابل عمولة فلا يتعرض لأيّة مخاطرة.

يعتمد وسيط عمليات البورصة في بيع الأوراق المالية الجديدة على عدة طرق أهمها:¹

طريقة أقصى جهد:

في ظل هذه الطريقة لا يقوم الوسيط بتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة، ولكنه يبذل قصارى جهده في بيع هذه الأوراق، ويتم إرجاع الأوراق المالية غير المباعة إلى المصدر، وتستخدم هذه الطريقة في حالة بيع الأوراق المالية لنوع معين من الشركات وهي: الشركات الجديدة صغيرة الحجم حيث يواجه الوسيط درجة عالية من المخاطر في حالة تغطية عملية الاكتتاب وبالتالي فهو يفضل القيام بترويج هذه الأوراق على أساس أقصى جهد، بمعنى أنه يبذل قصارى جهده في عملية البيع، ومن جهة أخرى قد ترى الشركة المصدرة أن إصداراتها الجديدة من الأوراق المالية سيتم بيعها بسهولة نظراً لشرائها في السوق وللداء الجيد الذي تتمتع به، وعليه قد تقرر الشركة استخدام أقصى جهد لانخفاض تكلفتها عنه في حالة قيام الوسيط بتغطية الاكتتاب.

طريقة الوكالة:

لا يشترط إصدار نشرة اكتتاب في بعض الإصدارات الجديدة، فقد يقوم المصدر بالبيع مباشرة لمجموعة من المستثمرين مع استخدام خدمات الوسيط فمثلاً: قد يتم البيع مباشرة إلى مؤسسات مالية ويقتصر دور الوسيط هنا على البحث عن مشتريين مقابل أتعاب محدّدة، ويقتصر هذا النظام على إصدار السندات والأسهم الممتازة.

أما في حالة إصدار الأسهم العادية: ففي العادة يتم عرضها مباشرة على حملة الأسهم العادية بالشركة (اكتتاب خاص)، ويقتصر دور الوسيط في بيع الأسهم التي لم يتم تغطيتها عن طريق المساهمين الحاليين للشركة.

¹ - وليد أحمد الصافي، "الأسواق المالية العربية (الواقع والأفاق)"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002-2003، ص ص: 67، 70. (بالتصرف).

- وحتى يقوم الوسيط المالي بوظيفته على أكمل وجه، عليه أن يضطلع بأربع مهام رئيسية هي:¹
- 1- توجيه النصح والإرشاد والمشورة بشأن حجم الإصدار ومدى ملاءمة توقيتته وما إذا كان هناك وسائل تمويل بديلة أكثر ملاءمة، وهو ما يعني في الواقع احتمال إعادة النظر في القرارات المبدئية التي سبق أن اتخذتها الشركة في هذا الشأن.
 - 2- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة وما قد يتطلب ذلك من اتصالات بجهات أخرى مثل: لجنة الأوراق المالية.
 - 3- التعهد بتصريف كل الكمية أو حدّ أدنى منها، وقد يدفع الوسيط مقدّمًا للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التي تعهد بتصريفها، وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد الوسيط على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون أن يلتزم بتصريف قدر محدّد منه ويكون ذلك مقابل عمولة، وإذا ما تبقى جزء لم يتم تصريفه يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار، وفي حالات أخرى قد يقتصر دور الوسيط المالي على القيام بمهمة وكيل البيع الذي يعرض الإصدار الجديد على حملة الأسهم الحاليين على أساس أنهم الأولى من غيرهم بشرائه.
 - 4- التوزيع الفعلي للإصدار: وذلك ببيعه للجمهور أو لعملاء البنك. في حالة كون البنك يلعب دور الوسيط المالي- الذين يتعاملون معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه.
- وتعتبر مهمة التوزيع أساس عملية الإصدار، إذ يبدأ التمهيد لها منذ التفكير في إصدار الورقة حيث يتم التفاوض بين الشركة والوسيط على حجم الإصدار ونوعه أي ما إذا كان أسهم أو سندات، ثم يبرم اتفاق يتضمن كافة الشروط ماعدا السعر الذي ستباع به الورقة، وكلها أنشطة تلعب دورًا أساسيًا في التأثير على مهمة التوزيع.

المطلب الثالث: تنفيذ الأوامر والتسعير في البورصة

يتأتى دور الوساطة المالية في البورصة ومدى مساهمتها في تفعيل المعاملات المالية التي تتم على مستواها من خلال تنفيذ مختلف الأوامر الصادرة من المتعاملين وأيضًا من خلال القيام بمختلف التقنيات التي يتم التعامل بها في قاعات التداول.

الأوامر البورصية:

يقصد بأمر البورصة ذلك التوكيل الذي يعطيه المستثمر، أي العميل، لأحد الوسطاء كي يبيع ويشترى له في البورصة أوراقًا مالية معينة، ولا يكون لهذا الأمر مفعوله إلا إذا أعطي للشخص المختص، أي وسيط عمليات البورصة، كما يجوز أن يوجه الأمر إلى أحد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل داخل

¹ - وليد أحمد الصافي، نفس المرجع السابق، ص:72.

البورصة الذي ينقله بدوره إلى الوسيط.¹ وفي جميع الأحوال يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقاً للقواعد المقررة في البورصة.

يعتبر الوسيط المالي مسؤولاً مسؤولية تامة على تنفيذ الأوامر، لذلك ومنعاً لأي التباس قد يقع فيه الوسيط مستقبلاً، يجب تحديد أمر البورصة بكل وضوح حيث يجب تبيان:²

- نوع الورقة المالية موضوع الصفقة (التعامل).

- كمية الأوراق المالية موضوع الصفقة.

- السعر المطلوب موضوع الصفقة الذي تتم على أساسه.

- بيان نوع الورقة المالية فيما إذا كانت أسهم عادية أو أسهم ممتازة.

- في حالة ما إذا تعلق الأمر بالسندات: يجب ذكر الفائدة وسنة الإصدار.

تعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحرير أي أمر وتسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر يجب أن يكون مكتوباً ودقيقاً لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط.

بما أن الوسيط هو المسؤول عن تنفيذ الأوامر، فله أن يطلب من عميله تقديم ضمانات مالية لتغطية الأوامر الصادرة عنه، ففي حالة البيع تكون الضمانات هي عبارة عن الأوراق المالية ذاتها موضوع الصفقة، وفي حالة الشراء فهي عبارة عن مبلغ من المال يقدمه العميل إلى الوسيط.³

■ حجم الأوامر:

لا تخرج أوامر العملاء عن كونها أوامر للبيع أو أوامر للشراء، كما أنها تأخذ إحدى الصورتين التاليتين: أوامر بكميات كسرية وأوامر بكميات غير كسرية. ويقصد بهذه الأوامر:⁴

الأوامر غير الكسرية Round lots: وهي تلك التي يشتمل الأمر فيها على 100 سهم أو مضاعفاتها (200 سهم، 300 سهم...).

أما الأوامر الكسرية odd lots: يقصد بها الأوامر التي تشمل على أقل من 100 سهم. وفي حالة ما إذا احتوى الأمر على 230 سهم مثلاً: حينئذ يعامل كما لو كان أمرين أحدهما كسري 30 سهم والآخر غير كسري 200 سهم.

قبل قيام المستثمر بإصدار الأوامر يجب أن يفتح حساباً لدى أحد السماسرة أو الوسطاء الماليين وبعدها يقوم بتحديد أوامر البورصة بأمر مكتوب، توكس، هاتف أو أي وسيلة اتصال أخرى.⁵

¹ - محمد يوسف ياسين، "البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004، ص: 99.

² - محمد صبري هرون، "أحكام الأسواق المالية"، دار النفاذ للنشر والتوزيع، الأردن، 1992، ص: 67.

³ - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص: 49.

⁴ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2002، ص: 123.

⁵ - منير إبراهيم هندي، "الأسواق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 1997، ص: 124.

■ أنواع الأوامر:

قبل قيام الوسيط بتنفيذ عمليات البيع والشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل وتختلف تلك الأوامر (الخاصة ببيع وشراء الأوراق المالية) باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما معاً، بالإضافة إلى بعض الخصوصيات التي يشترطها المستثمر. وفي هذا الصدد تقسم الأوامر إلى أربعة مجموعات كما يلي:

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: Price of limit of order

يقصد بهذه الأوامر: تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمها، وفي هذا المجال يوجد نوعان من الأوامر هي:

أوامر السوق: Market order

هي تلك الأوامر التي يطلب فيها العميل من الوسيط تنفيذ الصفقة على وجه السرعة وبأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل، بمعنى أن الأوامر التي تعطى للوسيط لا يحدّد فيها السعر وهي تنفذ وفقاً لشروط السوق.¹ ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادةً ما تنفذ في دقائق معدودة.

من أهم مزايا هذا النوع من الأوامر: هي السرعة وضمان تنفيذ العملية، أما من أهم عيوبه: فهي أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذي ينفذ به الأمر كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق كقضية مسلم بها²، وفي الأسواق ذات الكفاءة العالية كبورصة نيويورك مثلاً قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.

الأوامر المحددة: Limit order³

في هذا النوع من الأوامر يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام الوسيط سوى الانتظار لاغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدّد أو أقل منه في حالة أمر الشراء أو أعلى منه في حالة أمر البيع. وعادةً ما يضع المستثمر حدّ أقصى للفترة الزمنية التي يجب أن ينفذ خلالها الأمر وذلك على النحو الذي سيرد عند مناقشة الأوامر التي تجمع بين وقت وسعر التنفيذ. هذا وبدلاً أن ينتظر الوسيط حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدّد، عادةً ما يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في الأسهم محل الصفقة والذي يعمل بدوره كما لو كان ممثلاً للوسيط، إذ يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدّد.

¹ - محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

² - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص: 125.

³ - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع السابق، ص: 127.

أهم ميزة لهذا النوع من الأوامر أنه -على عكس أمر السوق- يعرف المستثمر وعلى وجه اليقين الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان أمر شراء أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها إذا كان أمر بيع. أما أهم عيوبه فسر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد ومن ثم لا تنفذ الصفقة حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً، وحتى لو كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد فإن قاعدة الأمر الوارد أولاً قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن وذلك إذا كان ترتيبه متأخراً. هذا بالإضافة إلى أنه إذا كان السعر الذي يرغبه المستثمر قريباً 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: Time limite of orders

هي تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد تكون هذه الأوامر محددة أو مفتوحة. وتتمثل هذه الأوامر في:¹

أوامر محددة بيوم، أسبوع أو شهر: Day, week or month order

يقصد بالأمر الذي مدته يوم: ذلك الأمر الذي يظل سارياً لما تبقى من ساعات اليوم -وهو يعتبر أمر السوق وذلك لأنه لا يحدد سعراً محدداً للتنفيذ- وغالباً ما يكون هذا النوع من الأوامر مبنياً على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعينة. أهم ما يميز الأمر بيوم: أن ظروف السوق والظروف الاقتصادية إضافة إلى ظروف الشركة عرضة للتغير بين لحظة وأخرى، ومن 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 ينتهي بنهاية الشهر الذي أصدر فيه الأمر.

وتجدر الإشارة إلى أن الأمر قد يتحدد بفترة أكبر من ذلك: شهرين أو أكثر وقد تمتد مدته لتتحول إلى أمر مفتوح.

الأمر المفتوح:² Open order

يقصد به ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه، ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعان من المخاطر هي: مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات فقد ينسى المستثمر أنه أصدر أمراً مفتوحاً نظراً لطول الفترة التي انقضت منذ إصداره، وحتى إذا ما نبهه الوسيط بوجود الأمر

¹ - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع السابق، ص:129.

² - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع السابق، ص:130.

فقد لا يكون الأمر ملائمًا 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.

وإذا ما وصل السعر معلومات كان من شأنها أن انخفضت القيمة السوقية للورقة، حينئذ ستنفذ منها أوامر الشراء المحددة بينما قد لا تتاح الفرصة لأوامر الشراء المفتوحة.

3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: نجد من بين هذه الأوامر:

الأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية:

يقصد بها تلك الأوامر التي تحدد سعرًا معينًا للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يومًا أو شهرًا أو أكثر.

الأمر المفتوح في حدود سعر معين:

يقصد بها تلك الأوامر التي لا تحدد زمنيًا (وقتًا) معينًا للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

4-1 أوامر الخاصة: نجد من بين هذه الأوامر:

أوامر الإيقاف: Stop order

هي عبارة عن الأوامر المحددة المتبوعة بأمر الإيقاف. وتعني إشارة قف: تدنية المخاطر¹ Stop loss بمعنى تدنية الخسائر الناتجة عن التقلبات في الأسعار. ونجد ضمن هذه الأوامر:

- أمر الإيقاف المتعلق بالبيع: حيث يجب على الوسيط تنفيذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.

- أمر الإيقاف المتعلق بالشراء: يقوم الوسيط بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها، إلا أنه إذا كانت توقعات أو معلومة تدل على أن شركة في حالة جيدة يمكنه إصدار أمر الإيقاف.

أوامر الإيقاف المحددة: Stop limit order²

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

¹- Josette Pilverdier Latreyte, "le marché financier français", édition: economica, France, 1991, p:134.

²- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص:133.

من أخطر عيوب هذا النوع من الأوامر: أن أسعار السوق قد تتغير بسرعة انخفاضاً في حالة البيع وارتفاعاً في حالة الشراء، بحيث لا يتمكن الوسيط من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد في الوقت الذي تستمر فيه الأسعار في الانخفاض مما يعني تضائل القيمة السوقية لما يملكه المستثمر من أوراق.

أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:¹ Discretionary order

يقصد بهذا الأمر أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حرية الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر وما إذا كانت الصفقة بيعاً أو شراءً وتوقيت تنفيذها، أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة.*

من مزايا أمر التنفيذ حسب الأحوال: 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 ولا يرغب أن يشغل نفسه بمحفظته وأوراقه المالية. ومن ناحية أخرى لا يرحب الكثير من الوسطاء بهذا النوع من الأوامر لأنه يزيد من عبء العمل الواقع عليهم إضافة إلى خشيتهم من أن تنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء.

■ تكاليف تنفيذ الأوامر:

إن تنفيذ الأوامر في البورصة ينطوي على نوعين من التكاليف هي:²

التكاليف المباشرة: تشمل كافة التكاليف المتعلقة بالمعاملات إلى جانب تكاليف أخرى، وتكمن أهم هذه التكاليف فيما يلي:

- **عمولة السمسرة:** يتقاضى السمسار من المستثمرين (المتعاملين) عمولة مقابل الخدمات التي يقوم بها وتكون هذه العمولة محددة مسبقاً أو يتم تحديدها بالتفاوض بين السمسار والمتعاملين.
- **ربح صناع السوق:** يحصل صناع السوق على ربح يتمثل في الفرق الذي يحصلون عليه بين السعر الذي تشتري به الأوراق المالية وسعر بيعها، ويعرف بالهامش وذلك مقابل الوساطة التي يقومون بها بين البائعين والمشتريين لهذه الأوراق. كما يمكن لصناع السوق الاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية لتلبية معظم الطلبات، لأن توقيت الرغبات يكون متبايناً مما يحملهم تكاليف فرق هذه المدة وهي ما تعرف "بتكلفة الاحتفاظ بالأوراق المالية" أو "ثمن الانتظار".

¹- منير ابراهيم هندي، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

* يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة الوسيط وقدرته على التحكم.

²- منير ابراهيم هندي، "الأسواق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص: 161.

- **الخصم على السعر:** يتوقف الخصم على السعر على ظروف السعر وأحوال المتعاملين، ويمنحه المشتري للبائع وبإمكان المستثمرين الكبار المساومة بدرجة كبيرة على خصم السعر مقارنة بالمستثمرين الصغار.
- **عمولات البنوك:** يلتزم المستثمر الذي يلجأ إلى أحد الفروع البنكية لإيداع أوامره بدفع عمولة إضافية نظير الخدمات التي يقدمها له على تلك التي تعطى للوسيط مثل المشورة وتنفيذ الصفقات.
- التكاليف غير المباشرة:** تتمثل أهم هذه التكاليف في:
 - **تكلفة الفرصة البديلة:** تتمثل في العائد الذي بإمكان المستثمر تحقيقه لو قام بتوظيف واستثمار الأموال المتاحة في استثمارات أخرى غير التي استثمر فيها.
 - **تكلفة الوقت والجهد المبذول:** تتمثل في جهد المستثمر المبذول والوقت اللازم لدراسة وتحليل وتقييم الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها.

التسعير في البورصة:

تتحدد أسعار الأوراق المالية وفق مجموعة من التقنيات، الهدف منها هو تعظيم الكمية المتبادلة من مختلف الأوراق المالية وتنشيط البورصة، ولا تختلف هذه العملية كثيراً في البورصة عنها في الأسواق العادية، حيث يلتقي الباعة والمشترون للأصول ويتنافسون للحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب، وتتحدد بذلك أسعار مختلف القيم المالية.

تتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين الذين يؤدون دوراً كبيراً من أجل تحديد أسعار تلك القيم المالية، وتهدف تلك التقنيات في معظمها إلى تسهيل وتعظيم وتفعيل المبادلات المالية.

قبل أن نتطرق إلى الأنواع المختلفة لتقنيات التسعير في البورصة، لا بد أن نتعرف على سعر البورصة ومختلف العوامل التي قد تؤثر في تحديده.

■ سعر البورصة:

سعر البورصة هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية (سهم،...) أثناء إحدى جلسات البورصة، وترتبط العمليات التي تجرى في البورصة على إحدى الأوراق ببعضها أشد ارتباطاً، بحيث يقوم مجموعها بتحديد السعر وفقاً لقانون العرض والطلب¹.

يتم تسجيل مختلف الأوراق المالية المسعرة في جدول التسعيرة بعد انتهاء كل جلسة، ويتم الإعلان الرسمي عنه لكي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة في التسعيرة.

¹ - محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

يتحدد سعر البورصة عند تلاقي أوامر الشراء والبيع في وقت محدد وفق طرق وتقنيات محددة، ويعكس هذا السعر مختلف القيم التي تلاقت عندها طلبيات الشراء والبيع لورقة مالية معينة وذلك طبقاً لقانون العرض والطلب.

يتأثر سعر البورصة بعدة عوامل، تتمثل أهمها فيما يلي:¹

- **العوامل الخاصة:** والمتعلقة بكل ورقة على حدى كالربح الذي تعطيه الورقة، ملاءمة الورقة التي صدر عنها، نوع العملية التي تدفع بها قيمته وزيادة رأس مال المؤسسة،... إلخ
- **العوامل العامة:** هذه العوامل منها ما هو ذو صفة اقتصادية كأسعار المواد الأولية وخطر هبوط سعر العملة والتضخم النقدي وكذلك ارتفاع معدل الفائدة أو انخفاضه، ومنها ما هو ذو صفة سياسية كتولي الحكم من قبل حزب من الأحزاب والخوف من التأميم والسياسة المالية للدولة وخطر الحرب وغير ذلك. وبصفة عامة تتعلق هذه العوامل بمجموع الأوراق المالية، فقد يكون هناك اتجاه عام نحو الصعود أو اتجاه عام نحو الهبوط.

وعليه يمكن أن نستخلص الحالات التالية لإتجاه سعر البورصة:

- يتجه سعر البورصة نحو التوازن عندما تكون: أوامر البيع تساوي أوامر الشراء.
- يتجه سعر البورصة نحو الانخفاض عندما تكون: أوامر البيع أكبر من أوامر الشراء.
- يتجه سعر البورصة نحو الارتفاع عندما تكون: أوامر البيع أقل من أوامر الشراء.

وفيما يلي أهم تقنيات التسعير التي يقوم بها الوسطاء الماليون في البورصة:

■ التسعيرة الدورية:

في ظل هذه التقنية لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المسلمة إلى الوسطاء مباشرة، بل تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف. هناك عدة طرق للتسعير الدوري وهي:

1- التسعيرة بالمناداة: Cotation a la griée

يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء الماليين أو وكلائهم أو أحد ممثليهم في بورصة الأوراق المالية -وذلك بعد بداية الجلسة التي تتم بقراءة كل القيم محل التسعيرة- ومناداتهم بأعلى أصواتهم على العروض والطلبات (أسماء الأوراق المالية التي يطلبونها للشراء أو يعرضونها للبيع) التي في حوزتهم وذلك باستعمال العبارتين: لدي، عندي كذا: J'ai و آخذ كذا: Je prends وذلك للدلالة على رغبة الوسيط في البيع أو الشراء، ولكن نظراً للضجيج في البورصة، عادةً ما يلجأ الوسطاء الماليون إلى

¹ - محمد يوسف ياسين، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

استعمال الإشارة باليد وذلك بوضع الساعد أفقيًا في اتجاه الجسم في حالة الشراء وعموديًا في حالة البيع حتى يتم التوازن المطلوب¹.

فإذا اتفق وسيطان على السعر همس كل منهما في أذن الوسيط الثالث بإخباره بنية كل منهما بائعًا أو مشتريًا، فإذا كان أحدهما بائعًا والآخر مشتريًا تمت الصفقة بينهما².

وبالوصول إلى سعر معين للورقة، يقوم المسعر (وهو موظف لدى سلطات البورصة) بتسجيل ذلك السعر على سبورة معدة خصيصًا لهذا الغرض في انتظار تغيير هذا السعر لتغيير العرض والطلب، ثم يتم المرور للورقة المالية في القائمة.

أهم ما يميّز التسعيرة بالمناداة أنها تمكن الوسطاء المتفاوضين من مراقبة التسعيرة ومعرفة حالة السوق بأكثر شفافية، بالإضافة إلى أنها تمكن المتعاملين من فهم ميكانزمات البورصة.

2- التسعيرة بالدرج: Cotation par casier

هي طريقة كتابية سهلة وبسيطة، يتم اللجوء إليها في حالة ما إذا كان التبادل بكميات قليلة من الأوراق المالية. في ظل هذه التسعيرة يتم تسجيل كل الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج موجود في البورصة، حيث يخصص درج لكل ورقة مالية ويوضع تحت تصرف وسيط مالي، ويحتوي هذا الدرج على اسم الورقة المالية أين تتركز كل المعاملات من عروض وطلبات.

في بداية كل حصة بورصية، يقوم الموظف التابع للوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعينة الموجودة في الدرج الخاص بها، ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازلت صالحة ويحدّد سعر التعامل من قبل الوسيط المالي.

أهم ما يميز التسعيرة بالأدراج أنها تتم بطريقة كتابية متميزة بالسهولة والسرعة كما يتم التعامل بها خاصة بالنسبة للأوراق المالية التي تتميز بسيولة قليلة في السوق الثانية.

3 - التسعيرة بالصندوق: Cotation par boite

هذه التقنية شبيهة بتسعيرة الدرج لكن يتم اللجوء إليها بصفة خاصة عندما لا يستطيع السوق الوصول إلى التوازن³ وذلك في حالات استثنائية مثل: تعدد وكثرة عروض البيع، طلبيات الشراء أو في حالة تسعير أوراق مالية تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي⁴.

في إطار هذه التسعيرة يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص (كصندوق البريد) وتعتمد إدارة البورصة إلى تحديد الأسعار حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.

¹ - محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص:106.

² - محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص:74.

³ - محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص:107.

⁴ - Josette pilverdier lagreyte, OPcit, p:140.

4- التسعيرة بالمقابلة: Cotation par opposition

هي تقنية تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية، حيث يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وحدود الأسعار المعروضة.

يعتمد نجاح هذه التقنية على فعالية شخصين هما المسعّر (موظف البورصة) والخبير (مندوب أحد الوسطاء)¹، إذ يقوم المسعّر بتعبئة السجل حسب البطاقات التي يتلقاها كل صباح من الوسطاء الذين سجلوا طلبياتهم في حدود معينة.

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 ويغيّره كلما تغيّرت ظروف السوق، مما وقر نوعاً من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة.

بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم أن يكونوا طرفاً في الصفقات كلما قلّ العرض أو الطلب وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قلّ عرضها أو شرائهم للأوراق التي قلّ الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لمعظم القيم المالية المتداولة وتفعيل المعاملات في البورصة.

■ 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 والعمليات باستعمال الإعلام الآلي (الكمبيوتر) الذي يمكن من تنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أي وقت، الأمر الذي يمكن من تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة كما يمكن من متابعة سعرية لتطورات السوق.

تحقق هذه الطريقة شفافية كلية إذ تسمح بإجراء مختلف العمليات، غير أن تغيرات الأسعار وتوجهاتها في الجلسة الواحدة عادةً ما يؤدي إلى عدم التأقلم بالنسبة لحاملي الأوراق الصغيرة، ولتفادي هذا الإشكال فإن تسعيرة الإفتتاح يمكن أن يحتفظ بها بالنسبة للعمليات الصغيرة التي ليس لها تأثير كبير على السوق.

¹ - محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

تمر تقنية التسعيرة المستمرة بمرحلتين أساسيتين هما:¹

- 1- **مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة:** يقوم المتفاوضون بإدخال كل الأوامر المتحصل عليها منذ آخر جلسة في البورصة في نظام الإعلام الآلي وإلى هنا لا يتم أي تبادل.
- 2- **مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة:** إن عملية التبادل تبدأ بسعر الافتتاح الذي حقق التوازن بين العرض والطلب والذي يصبح سعراً للتبادل، وعند هذا السعر يتم تنفيذ أوامر الشراء المحددة بسعر أعلى من سعر الافتتاح أو مساوي له، أما أوامر البيع المحددة المنفذة فإن سعرها أدنى من سعر الافتتاح أو مساوي له. وتتم العملية بعد توجيه الأوامر إلى الحاسوب الخاص بالتسعيرة والتي تنفذ وفق قاعدة "أول أمر داخل أول أمر منفذ"، فإذا أدخل أمر محدد لسعر معين وكانت هناك أوامر أدخلت من قبله وبنفس السعر فإنه يتم تنفيذ هذه الأوامر المحددة أولاً، وبالتالي 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 وسعر أحسن طلب فيما يتعلق بالبيع.

■ 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.²
- وبصفة عامة تتعلق التسعيرة بالبيانات التالية:
- عدد السندات وقيمة القرض المقيد في التسعيرة.
 - اسم القيمة المتداولة وموعد السحب في حالة وجوده.
 - أسعار القيم المتداولة في جلسة اليوم والسعر السابق لها.
 - القيم المتداولة ذات العائد الثابت مع ذكر معدل الفائدة ومقدار الضريبة وموعد استحقاق الفوائد.

¹ - يخلف عبد الرزاق، "الاستثمار في بورصة القيم المنقولة: دراسة لواقع البورصات العربية وآفاقها المستقبلية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص:44.

² - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص:46.

المبحث الثاني: عموميات حول بورصة الجزائر

في ظل التحولات الاقتصادية كانت الجزائر بحاجة إلى سوق مالية حتى تعطي نفساً جديداً للاقتصاد الوطني وحتى تعمل على تحسين فعالية النظام المالي خاصة في توزيع المالية للهيئات والمؤسسات ذات المردودية الكبيرة.

وكنتيجة للإصلاحات التي شهدتها الساحة الاقتصادية والتي تم الإعلان عنها سنة 1987 تم إنشاء بورصة الجزائر، ورغم أن هذه الأخيرة هي حديثة النشأة وذات خبرة قليلة، إلا أن الدولة حاولت منذ انطلاقتها مواكبتها لنظيرتها من البورصات، خاصة في مجال تمويل المؤسسات الاقتصادية وذلك من خلال وضعها في إطار تشريعي محكم يكفل بها عملية التنظيم وفق هيئات وشروط محكمة.

سننترق في هذا المبحث إلى بورصة الجزائر وذلك من خلال النقاط التالية: تقديم بورصة الجزائر، القيم المنقولة وأهم الشركات المسعرة فيها، مختلف المعوقات التي منعت بورصة الجزائر من التقدم وآفاق تطور هذه البورصة.

المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر

تعتبر بورصة القيم المنقولة إطار تنظيم وإجراء العمليات على القيم المنقولة الصادرة من الدولة، من الأشخاص المعنوية ذات القانون العام بالإضافة إلى المؤسسات ذات الأسهم.¹ وتعتبر البورصة:

- مسلك قصير غير مكلف بين الإدخار والاستثمار.
- أداة لسيولة الإدخار على المدى الطويل.
- أداة لقياس أصول الشركات على المدى الطويل.
- أداة لفتح رأس المال، للخصوصية، ولانصهار الشركات.

نشأة بورصة الجزائر:²

كما ذكرنا سابقاً، فإن فكرة إنشاء بورصة الجزائر كانت في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 والتي دخلت حيّز التطبيق سنة 1988، وفي نفس الوقت صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق الادخار المساهمة وقسم رأس المال المؤسسات العمومية الاجتماعي الذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم (SPA) تسيّر حسب أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين سنة 1988، وعليه فلا يمكن تصوّر نظام شركات المساهمة من دون إنشاء سوق مالية لتتبادل فيها هذه الأسهم.

¹ - النص التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993.

² - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 79، 80.

لقد مرت بورصة الجزائر خلال نشأتها بالمراحل التالية:

المرحلة الأولى: 1990-1992

خلال هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدّة إجراءات بعد أن تحصلت أغلب المؤسسات العمومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، ومن جملة هذه الإجراءات: تأسيس بورصة الجزائر تحت إسم "شركة القيم المنقولة SVM" ومهمتها تشبه إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول العظمى، ولقد تأسست هذه الشركة في أكتوبر 1990 بقرار من الحكومة عبر هيئة مؤهلة قانوناً وهي مجلس صناديق المؤسسة بفضل صناديق المساهمة الثمانية* بعقد مؤرخ في 09 ديسمبر 1990، وقد قدر رأس المال بـ 320000 دج يديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

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

المرحلة الثانية:

لقد مرت هذه المرحلة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس المال الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، ففي فيفري 1992 تم رفع رأسمال بورصة الجزائر كما تم تغيير إسمها وأصبحت تسمى ببورصة القيم المنقولة. غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترض انطلاقتها جملة من الصعوبات، وقد تم وضع القانون الأساسي التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى القانون التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 24 أبريل 1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الخاص ببورصة القيم المنقولة والذي نظم الخطوط العريضة لسيرها ولم يذكر كيفيتها بالتفصيل كما قسمها إلى هيئتين رئيسيتين هما: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة** وشركة تسيير بورصة القيم.

* تتمثل هذه الصناديق في: صندوق المواد الغذائية الفلاحية، صندوق التجهيز، صندوق البناء، صندوق المناجم الفحم والري، صندوق الكيمياء البيتروكيمياة والصيدلة، صندوق الاتصال الإلكتروني والإعلام الآلي، صندوق الصناعات المختلفة، صندوق الخدمات.

** مُنحت لهذه الهيئة صلاحيات من شأنها أن تجعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

تنظيم بورصة الجزائر:

تعد بورصة الجزائر إطاراً عمومياً ومنظماً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة، باعتبارهم مهنيين مختصين في بيع وشراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقاً للقوانين والتنظيمات المعمول بها. ولقد عملت شركة إدارة بورصة القيم منذ إنشائها بتاريخ 25 ماي 1997 على وضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على الأوراق المالية.

تسير بورصة الجزائر من خلال الهيئات الثلاثة التالية:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB).

- شركة إدارة بورصة القيم (SGBV).

- وسطاء عمليات البورصة (IOB).

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

أنشئت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، وتعتبر هذه اللجنة سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، كما أنها تعتبر سلطة سوق البورصة، فهي مكلفة بإعداد وتحضير النصوص التنظيمية التي تشكل محيطاً لسوق مالية حقيقية¹. وتتمثل مهمة هذه اللجنة أساساً في تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية وخاصة:²

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة.

- السهر على السير الجيد وعلى شفافية القيم المنقولة.

تتكون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من رئيس معين لمدة أربع سنوات بمرسوم رئاسي وستة أعضاء يجدد نصفهم كل سنتين يتم تعيينهم لمدة أربع سنوات بحسب كفاءتهم في مجال المالية والبورصة. لقد خول القانون للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة صلاحيات ووظائف تتكفل بها وهي تتمثل فيما يلي:

الوظائف القانونية:

لقد حدّدت المادة 31 من المرسوم 10/93 الميادين التي يجوز للجنة إصدار قوانين تهم مما يأتي على الخصوص:³

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.

¹ - التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2006، ص: 09.

² - بورصة الجزائر، مطبوعة مقدمة من طرف شركة إدارة بورصة القيم، بدون سنة نشر، ص: 05.

³ - Boukassani Rachid, "Revue des reformes économiques et intégration en économie", publiée par le laboratoire des reformes économique, développement et stratégies d'intégration en économie mondiale, école supérieure de commerce; Alger; N2/2007, p:53.

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
 - الشروط الخاصة بأهلية الأعوان المرخص لهم بإجراء التفاوض في مجال البورصة.
 - الإصدارات في أوساط الجمهور.
 - قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها.
 - الشروط التي يتفاوض ضمنها حول القيم المنقولة في البورصة ويتم تسليمها.
 - القيام بنشر المعلومات التي تخص الشركات المحددة لأسعار قيمتها.
- وقد قامت اللجنة بهذه المهمة القانونية إلى حدّ اليوم بإصدارها عدة نصوص تنظيمية في هذه المجالات منها ما يصدر في شكل أوامر ومنها ما يكون في شكل تنظيمات.

الوظائف الرقابية:

تتأكد اللجنة من أن الشركات المقبول تداول قيمتها المنقولة في بورصة القيم تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها، ولا سيما في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيلة أجهزة الرقابة وعمليات النشر القانونية.

وبصفة عامة تراقب لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

- الشركات التي تتداول قيمتها في البورصة.
- الوسطاء في عمليات البورصة.
- سير عمليات السوق (تحريرات، التماس المحكمة، تشكل نفسها كطرف مدني في حالة المتابعات الجزائية).

الوظائف التأديبية والتحكيمية:¹

أنشئت داخل اللجنة هيئة تأديبية وتحكيمية تعالج كل نزاع تقني ناتج عن تأويل القوانين واللوائح التي تدير سير البورصة.

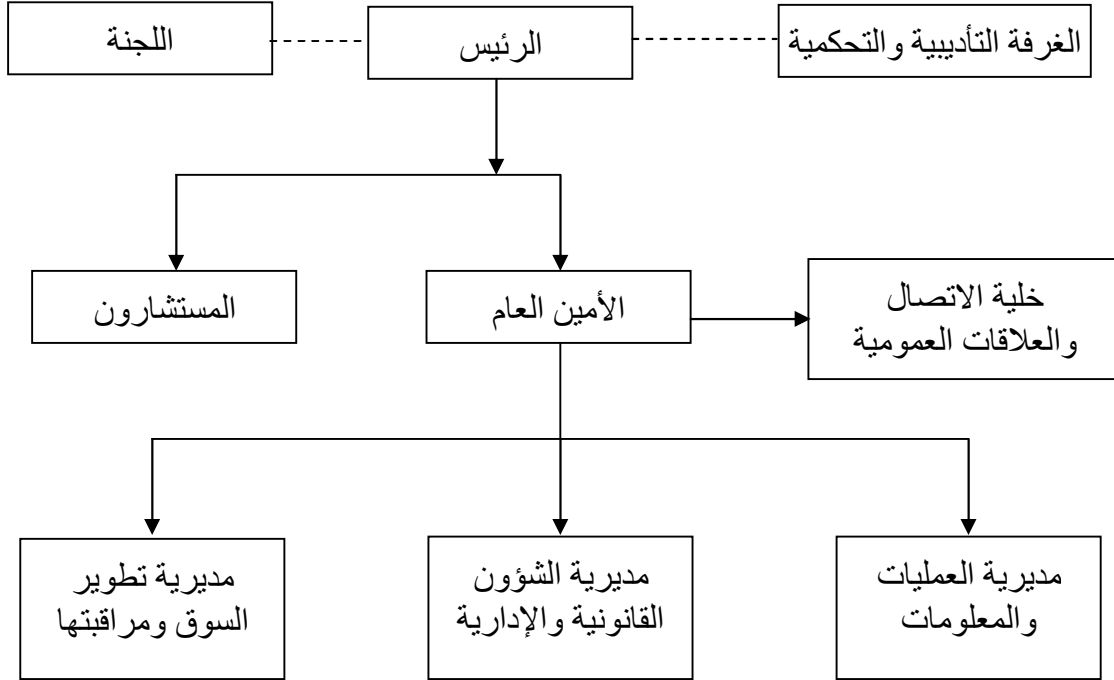
ففي المجال التأديبي: يتم دراسة كل اختلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

أما بالنسبة للمجال التحكيمي: يتم دراسة كل نزاع تقني يترتب عن تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة، والتي يمكن أن تقوم بين:

- الوسطاء في عمليات البورصة.
- الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأسهم.
- الوسطاء في عمليات البورصة والأمريين بالسحب في البورصة.
- وفيما يلي الهيكل العام للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

¹ - التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2004، ص:12.

الشكل (1.3): الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها



المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2006، ص:39.

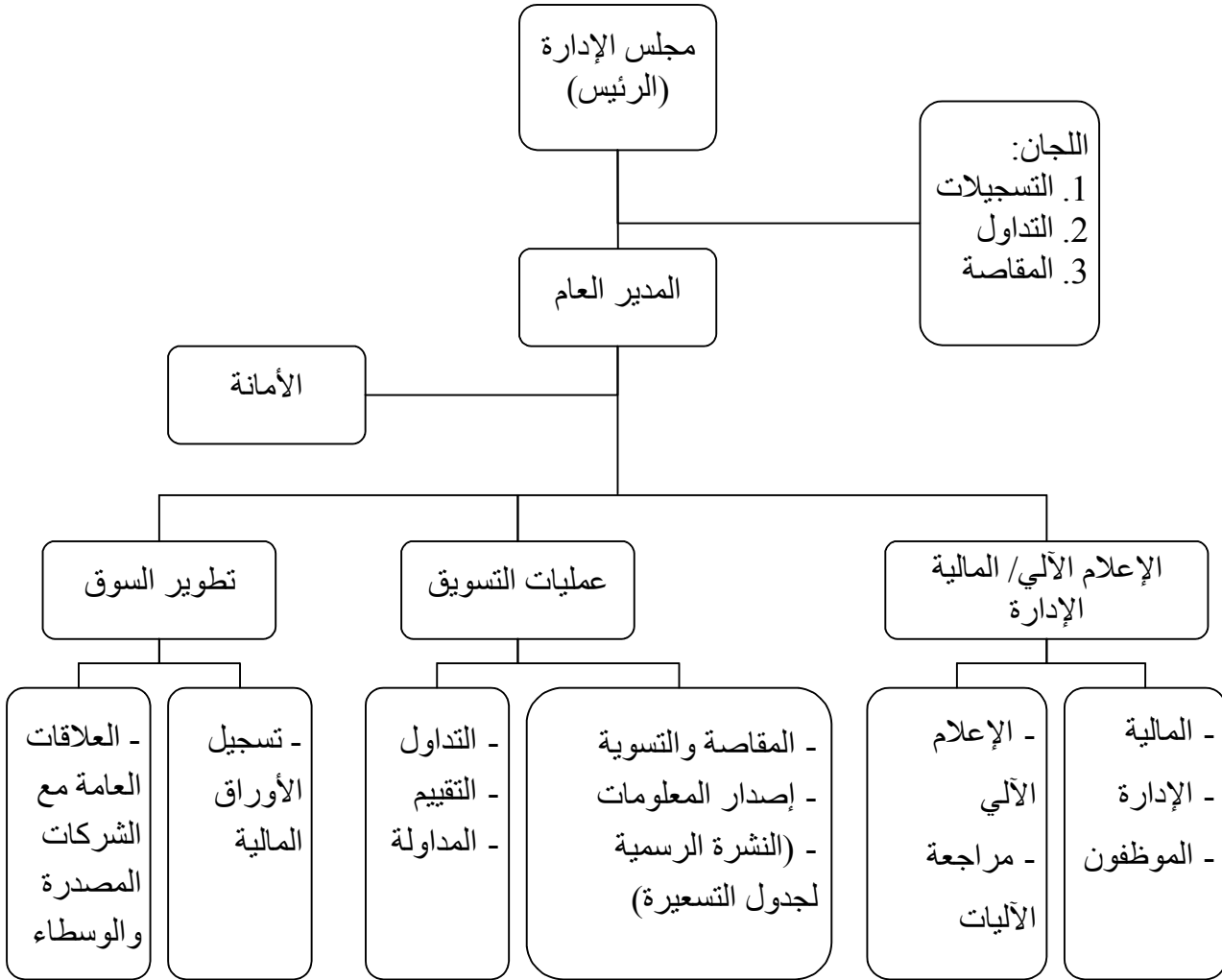
2- شركة إدارة بورصة القيم:

شركة إدارة بورصة القيم هي شركة ذات أسهم، أسهمها مملوكة كلياً من طرف الوسطاء، وعليه لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتماداً فعلياً إلا بعد أن يقتني الوسيط أو يكتتب في قسم من رأس مال شركة تسيير بورصة القيم.

تتمثل المهام الرئيسية لشركة إدارة بورصة القيم في:

- التنظيم العملي لإدراج القيم المنقولة في البورصة.
 - التنظيم المادي لحصص البورصة وتسيير نظام التداول والتسعيرة.
 - التنظيم لعمليات المقاصة للصفقات على القيم المنقولة.
 - نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة وإعداد النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.
 - ضمان سير الصفقات على القيم المالية المقبولة في البورصة.
- وفيما يلي الهيكل العام لشركة تنظيم بورصة الجزائر

الشكل (2.3): الهيكل العام لشركة تنظيم بورصة القيم



المصدر: مطبوعة مقدمة من طرف شركة إدارة بورصة القيم.

3- الوسطاء في عمليات البورصة:

حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، يخصص حق التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين هم الوسطاء في عمليات البورصة، حيث نجد المادة "05" من المرسوم التشريعي تنص على أنه: " لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيماً منقولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة". من خلال هذه المادة، يتضح لنا بأن كافة العمليات -من بيع وشراء- المتعلقة بالقيم المنقولة المسعرة تتم بحضور الوسطاء بصفة إجبارية، لأن مهمة المفاوضة في البورصة تخوّل للوسطاء حسب الشروط التي تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، بالإضافة إلى ذلك يقوم الوسطاء بما يلي:

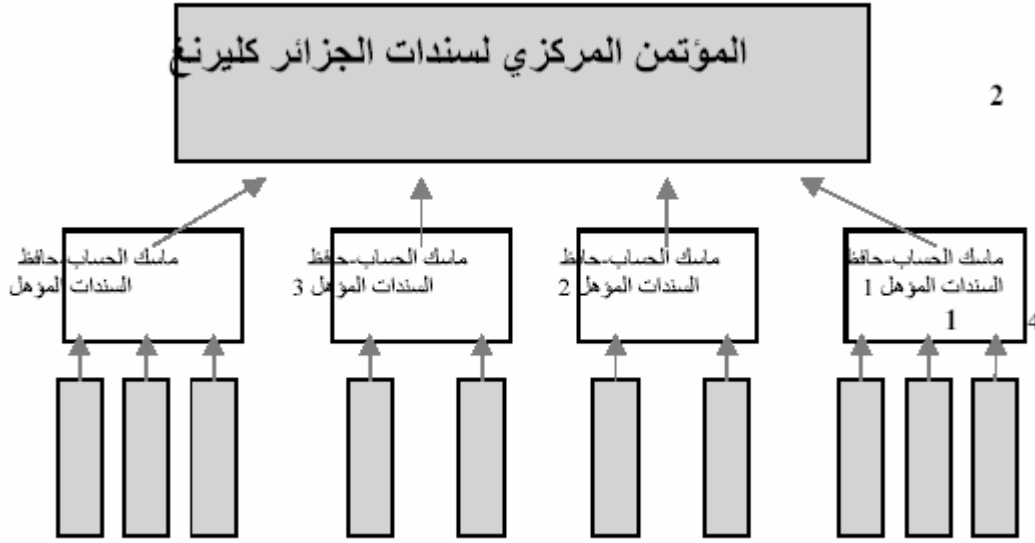
- يديرون لحساب زبائنهم محافظ القيم المنقولة ويتلقون لهذا الغرض أموالاً مدفوعة بتفويض من الإدارة.
- يقفون موقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة ولا يمكن أن يمارسوا الحق لحساب زبائنهم.
- يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتأكدوا فضلاً عن ذلك من أن رؤوس الأموال التي يأتئهم عليها المتعامين لإنجاز عمليات البورصة متأتية من عائدات مصرّح بها قانوناً.
- سوف نتطرق بالتفصيل إلى الوسطاء الماليين ودورهم في بورصة الجزائر في المبحث اللاحق.

المؤتمن المركزي للسندات:¹

- يعتبر المؤتمن المركزي هيئة جديدة جاء بها قانون 04/03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وهو عبارة عن هيئة مالية -تم ترخيصها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة- تمارس مهامها في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 65 مليون دج من مساهمات مجموعة من المؤسسات هي: البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، البنك الجزائري للتنمية الفلاحية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، بالإضافة إلى المؤسسات المسعرة في البورصة.
- تتمثل المهمة الأساسية للمؤتمن المركزي في مسك الحسابات وحفظ السندات المتداولة في البورصة بالإضافة إلى أنه يعمل على:
- الحفاظ على السندات من خلال فتح الحسابات والسهر على استمرار حركتها.
- إدارة تنفيذ العمليات على السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- إصدار المعلومات الخاصة بسوق البورصة والمتعلقة بتنفيذ الأوامر وحركية الحسابات.
- وقد كان الهدف الرئيسي من إنشاء المؤتمن المركزي هو:
- العمل على زيادة سرعة التداول.
- مركزية التعامل انطلاقاً من تسيير الأوراق المالية للشركات المقيدة على مستوى البورصة.
- ضمان سيولة السوق.
- لقد تمت تسمية المؤتمن المركزي رسمياً باسم: الجزائرية للتسوية *Algerie clearing*.
- ومن خلال المخطط الآتي، سوف نتعرف على كيفية انتقال الحسابات إلى المؤتمن المركزي:

¹ - الجريدة الرسمية، قانون رقم 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، المادة 09، العدد 11 المؤرخ في 2003/02/09، ص ص: 23، 24.

الشكل (3.3): كيفية انتقال الحسابات إلى المؤتمن المركزي



المصدر: مطويات مقدمة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- 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 تقيد فيها كل الأرصدة من سندات المستثمرين الذين أسندت إليهم إدارتها.

المطلب الثاني: القيم المنقولة وأهم المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر

تعمل بورصة الجزائر على القيام بكل التدابير العملية والتقنية اللازمة للتبادلات في القيم المنقولة وذلك من أجل:¹

- ترخيص فتح رأس مال المؤسسات العمومية والخاصة المنظمة على شكل شركات ذات أسهم.
 - الحصول على حصة من أصول هذه الشركة.
 - تحقيق تمويل مباشر للاستثمار عن طريق الادخار العمومي الوطني.
 - الحصول على مصدر سيولة من ادخار المستثمر على المدى الطويل.
- سنتطرق في هذا المطلب إلى مختلف القيم المتداولة في بورصة الجزائر وأهم الشركات المقيدة بها.

¹ -Guide de la bourse et des opérations boursières, la bourse d'Alger, collection guide- plus, 1998; p10.

القيم المنقولة:

القيمة المالية هي سند مالي قابل للتداول، يصدره كيان قانوني (شركة جماعية، هيئة عمومية أو خاصة...) يرغب في الحصول على تمويل يوجه لإنجاز مشاريع معينة، وتشهد هذه السندات لأصحابها بحيازتهم جزءاً من الرأس المال (مساهمون) أو بامتلاكهم حقاً للدين على الذمة المالية للكيان المصدر (دائنون).¹

وبصورة عامة يمكن إصدار هذه القيم من طرف الشركات المساهمة التي تستوفي عدداً معيناً من الشروط المحددة في القانون التجاري، بالإضافة إلى الجماعات المحلية أو الهيئات العمومية التي تتمتع بضمان من الدولة.

توفر بورصة الجزائر قيماً متنوعة معروضة للتداول والاستثمار فيها، وتتمثل هذه القيم في الأوراق المالية التالية: الأسهم، السندات، القيم الهجينة، صناديق الاستثمار.

الأسهم:²

لقد حدّد القانون التجاري لسنة 1993 أصنافاً مختلفة من الأسهم يمكن تداولها في الجزائر هي:

- الأسهم العادية: وهي عبارة عن ورقة مالية صادرة من طرف شركة ذات أسهم تمثيلاً لحصة من رأس المال.

- أسهم التمتع: وهو الصك الذي يستلمه المساهم عندما يستولي على كل القيمة الإسمية لسهمه ويشترط لإعطاء هذه الأسهم أن يكون مصرحاً بذلك في القانون النظامي للشركة ويتم ذلك عن طريق القرعة.

- الأسهم ذات الأذن للاكتتاب في الأسهم.

- الأسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح.

إلا أنه لا يتداول في بورصة الجزائر سوى نوع واحد من الأسهم والمتمثل في: الأسهم العادية وقد يرجع السبب في ذلك إلى عدم وجود الطلب على الأنواع الأخرى من الأسهم.

السندات:

السندات هي أوراق مالية اقترضية تمثل قيمة معينة من رأس المال أو المبلغ الأصلي، قابلة للتسديد في

مدة معينة، تدر فائدة معلومة ومرفقة بشروط محددة. وهناك عدة أنواع من السندات من بينها:³

- السندات ذات المعدل الثابت: هي عبارة عن دين متوسط أو طويل المدى، تصدرها شركات أو حكومات

تتعهد بدفع عائد ثابت طوال مدة الاقتراض وبسداد رأس المال المقترض في أجل مسمى حسب الكيفيات

المنصوص عليها في عقد الإصدار.

¹ مطبوعة مقدمة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

² منشورات شركة إدارة بورصة القيم.

³ دليل القيم المنقولة للجنة تنظيم عمليات البورصة، أوت 2004، ص: 07.

- السندات ذات العائد المتغير: هي سندات تتغير نسبة مكافأتها من سنة إلى أخرى بحسب المؤشر المرجعي، ويسمح ذلك بتفادي التقلبات في أسعار البورصة المترتبة على التغيرات في نسبتها، وتكون نسبة دنيا مضمونة عادة.

غير أنه في بورصة الجزائر لا يتم التعامل إلا بالسندات العادية فقط.

القيم الهجينة:

تتمثل هذه القيم في:

- شهادات الاستثمار: وهي تمثل حقوقاً مالية قابلة للتداول، ككون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لأسهم الشركة المصدرة. يتم إصدار هذا النوع من الشهادات عادة عند الزيادة في رأسمال الشركة حيث يمنح مساهمي الشركة حق التفضيل في الاكتتاب بها. أما في حالة إصدار هذه الشهادات بسبب التجزئة فيتم إعطاء الحق لكل حامل أسهم بالاكتتاب بها بنسب مساوية لحصصهم في رأس المال.

وعليه فإن هذا النوع من الشهادات يشبه الأسهم العادية فيما يخص القيمة الاسمية وبعض الحقوق المخولة لحاملها والمتمثلة عموماً في توزيعات الأرباح، الإطلاع على الوثائق واقتسام الممتلكات في حالة التصفية غير أنهم لا يمتلكون الحق في التصويت شأنهم في ذلك شأن حملة السندات. لذلك يمكن القول أن هذا النوع من الشهادات يكتسي شكل الأسهم من جهة بصفقتها تمثل مساهمة في رأس مال الشركة، وشكل سندات من جهة أخرى إذ لا يحول لحاملها الحق في التصويت .

أما عن الهدف الرئيسي لإصدار هذا النوع من الشهادات، فإنه يكمن في الحصول على مصادر تمويل جديدة ودائمة دون التخلي عن السيطرة على الشركة من طرف المساهمين القدامى الذين يحتفظون بنفس نسب التصويت.

- السندات ذات قسيمة اكتتاب في الأسهم: تمنح قسيمات الاكتتاب حق الاكتتاب بأسهم تقوم بإصدارها الشركة بسعر أو بأسعار مختلفة وفقاً للشروط والأجال المحددة في عقد الإصدار، ويمنع القانون أن تتجاوز مدة الاكتتاب مدة استهلاك القرض بأكثر من ثلاثة أشهر. أما فيما يخص سعر ممارسة حق الاكتتاب، فلا يجب أن يقل عن القيمة الاسمية للأسهم.

صناديق الاستثمار:

لا تعرف بورصة الجزائر سوى شركة استثمار ذات رأس مال متغير واحدة وهي شركة "سليم" التي تم اعتمادها سنة 1998، إلا أنها لم تفتتح على الجمهور إلا في سنة 2006.

وعليه، يتبين لنا أنه لا يقبل في بورصة الجزائر حالياً سوى صنفان من الأوراق المالية في جدول التسعيرة وهما: الأسهم العادية المصدرة من طرف الشركات ذات الأسهم والسندات العادية، على الرغم من أن المشرع قد سمح بإصدار عدة أنواع منها وهي:¹ الأسهم العادية، الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة مع الحق في التصويت، الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون الحق في التصويت، شهادات الاستثمار مع الحق في التصويت، شهادات الاستثمار دون الحق في التصويت، سندات المراقبة بقسيمة الاكتتاب في الأسهم، السندات العادية، سندات المساهمة.

المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر:

قبل أن نتطرق إلى أهم المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، لا بدّ أن نتوقف عند عنصرين أساسيين هما: الأهداف التي ترغب الشركات في تحقيقها، وشروط الإدراج في البورصة.

■ الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها:

توفّر بورصة الأوراق المالية للمؤسسات التي تهتم بالدخول إليها عدّة مزايا، فالمؤسسة تسعى من وراء انضمامها إلى البورصة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف من بينها:²

- 1- الرغبة في الشهرة والترقية الاقتصادية: ويتم هذا عن طريق:
 - أهمية الإشهار المقام حول دخول المؤسسة إلى البورصة، وذلك باللجوء إلى مختلف وسائل الإعلام مثل: الجرائد، التلفاز، اللوائح، المطبوعات...
 - رؤية دائمة في البورصة على المستويين الوطني والدولي.
 - أكبر مصداقية بالنسبة للمتعاملين التجاريين للمؤسسة.
 - أكبر سهولة في جلب الشركاء ذوي المستوى العالمي وتنويع علاقات الشراكة وإمكانية تحقيق التوزيع الخارجي.
 - الشهرة التي تصل إليها الشركات تكون لها قيمة كبيرة إذا كانت هذه الأخيرة حديثة النشأة وموجودة في قطاع متقدم.

2- الحصول على مزايا مالية: تتوقف المزايا المالية التي يمكن أن تحصل عليها الشركات عند إدراجها في البورصة بحوافز وطبيعة العملية التي تنوي المؤسسة إنجازها، ويتضح ذلك من خلال الجدول التالي:

¹ - جِبَار محفوظ، "فرص الاستثمار في سوق رأس المال الجزائرية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد 2001، ص:112.

² - بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص:12، 14.

الجدول(1.3): طبيعة وحوافز العمليات التي تقوم بها المؤسسة في البورصة والمزايا المالية التي يمكن أن تتحصل عليها.

المزايا المالية	طبيعة العملية	حوافز العملية
- تحول العلاقة بنك-مؤسسة. - انخفاض كلفة القرض. - تطهير الوضعية المالية. - التحصل على وضعية جديدة	- إصدار أسهم جديدة (زيادة رأس المال). - بيع أسهم قديمة (فتح رأس المال).	- تمويل مشاريع ضخمة تتجاوز القدرة المالية للمؤسسة أو لمموليها (البنوك والمساهمين الحاليين) - تقليص نسبة المديونية.
للتفاوض وخلق التنافس ما بين البنوك. - توسيع دائرة المساهمين، تقاسم المخاطرة وإمكانية الحصول على أموال جديدة من طرف المساهمين.		- التسييل الكلي أو الجزئي لوضعية البعض من المساهمين الأغلبين والسماح لهم بالخروج عندئذ من رأسمال المؤسسة.

المصدر: بورصة الجزائر مطبوعة مقدمة من طرف شركة إدارة بورصة القيم، بدون تاريخ نشر، ص12.

3- ضمان الديمومة: إن الإدراج في البورصة من شأنه أن:

- يجنب المؤسسات والشركات كل تفكك أو انحلال ناتج عن ذهاب أحد مساهميها أو في بعض حالات الوراثة.
- يسهل دخول مساهمين جدد قد تحتاج إليهم المؤسسة خلال تطورها نظراً لقدرتهم المالية أو لكفاءتهم التكنولوجية.

4- وضع نظام متطور لتوزيع الأرباح على الأسهم: وهو نظام STOCK-OPTION القاضي بتوزيع جزء من الأرباح عند نهاية كل سنة على شكل أسهم في ظروف تداول محددة، ومن شأن هذه الأرباح أن تدفع العامل على بذل مجهودات أكبر من أجل الرفع في قيمة تلك الأسهم وبالتالي الحصول على عدد أكبر في السنوات اللاحقة.

5- تحقيق التحولات في نظام التسيير الراشد: Corporate governance

إن الإدراج في البورصة يلزم على المؤسسات تحقيق فعالية وشفافية فيما يخص حساباتها المالية، لذلك عليها أن تضع نظاماً متطوراً للرقابة الداخلية وتحقق احترافية ومهنية عصرية لهياكلها الإدارية والتسييرية. هذه التحولات قد تعتبر تكلفة في المدى القصير، غير أنها تعمل على تقوية وصلابة المؤسسات في المدى الطويل.

■ شروط الإدراج في بورصة الجزائر:

حتى يتسنى للمؤسسات التسجيل في قيد بورصة الجزائر وحتى تقبل أوراقها المالية في التسعيرة البورصية، يجب أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط منها ذات الطابع العام والأخرى ذات الطابع الخاص.

1- الشروط العامة:

حسب نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 و 96-02 المؤرخ في 22 جوان 1996 يجب على المؤسسات المرشحة أن:

- تكون منظمة على شكل شركة ذات أسهم.
- يكون رأسمالها محرر كلياً، وأن لا تقل قيمته عن 100 مليون دج.
- نشر الحالات المالية للسنوات الثلاثة السابقة مصادق عليها من طرف محافظ محاسب.
- تقدم إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طلب قبول مرفقا بملف يحتوي على:

* الأوضاع المرجعية.

* مشروع المذكرة الإعلامية.*

* حواصل وجداول النتيجة للسنوات الثلاثة الأخيرة.

* تقرير تقييم الأصول.

- تتعهد باحترام شروط إفصاح ونشر المعلومات.

- تبرر وجود هيئة للإصغاء الداخلي.

- تضمن عمليات نقل الملكية.

- تثبت 20% على الأقل من رأسمالها على 300 مساهم على الأقل، في أقصى حال يوم الإدراج.

2- الشروط الخاصة: وهي شروط تتعلق بطبيعة الورقة المالية، إذ نجد:¹

*الشروط الخاصة بالأسهم:

- توفر على رأس المال لا يقل عن 100 مليون دج محررة.

- توزيع على الجمهور ما نسبته 20% من رأس المال الكلي للشركة على الأقل.

- توزيع رأس مال الشركة على عدد لا يقل عن 300 مساهم في أجل لا يتعدى يوم الإدراج.

* المذكرة الإعلامية عبارة عن وثيقة تحتوي على معلومات تقديرية هامة تساعد المستثمر على الحكم على المؤسسة، وهي تحتوي على المعلومات الخاصة بالعملية مثل: سعر وفترة العرض، شروط البيع وخصائص الأوراق المالية المقترحة...بالإضافة إلى المعلومات الخاصة بالمؤسسة مثل: خصائص المؤسسة، نشاطها، حالتها المالية...الخ.

¹ - حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 01، 1998 ص ص: 23-24.

- Mansour Mansouri, "la bourse des valeurs mobiliers d'Alger" édition Houma, 2002, pp: 251, 252.

- ***الشروط الخاصة بالسندات:** حتى تقبل السندات للتداول في البورصة ينبغي أن تتوفر فيها ما يلي: -
 - قيمة القرض يعادل على الأقل 100 مليون دج وذلك يوم الإدراج.
 - توزيع السندات على عدد لا يقل عن 100 شخص يوم الإدراج.
 - قيم القروض المصدرة من قبل الدول غير ملزمة بالحد الأدنى ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد حاملين.

تلتزم بعد كل هذه الشروط إدارة البورصة بالإدلاء بقرار القبول في أجل أقصاه 60 يوماً ابتداءً من تاريخ إيداع ملف طلب القبول، كما يتم تحديد موعد إدراج وضم المؤسسات في التسعيرة. وبمجرد ما تصبح المؤسسة مسعرة بالبورصة، تكون مجبرة على تنفيذ القواعد العديدة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فهي الهيئة الوحيدة التي تعمل بصورة مستقلة وتؤدي دوراً هاماً في تشريع قوانين الإصدار وتداول الأوراق المالية وهي المكلفة بالسهر على حماية الجمهور من صحة المعلومات المقدمة من طرف المصدرين.

وفيما يلي أهم المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر:

أولاً: المؤسسات المصدرة للأسهم

1- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:

هي شركة مساهمة برأس مال يقدر بـ 1.5 مليار دج، قامت المؤسسة بفتح رأسمالها بنسبة 20% أي ما يقدر بـ 1200000 سهم من خلال عرض عمومي للبيع (للإصدار) بسعر 400 دج. وهي أسهم عادية خالية من كل التزام ومحركة بأكملها.

دخلت هذه المؤسسة إلى البورصة بتاريخ 20 جانفي 2000 بينما جرت أول حصة لتداول أسهمها ضمن البورصة بتاريخ: 14 فيفري 2000.

2- مجمع صيدال:

هو عبارة عن مجمع صناعي لإنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الصيدلانية، يقدر رأسماله بـ 2.5 مليار دج، قام باللجوء العلني للإدخار بفتح رأسماله بنسبة 20% أي 02 مليون سهم رسمياً في البورصة سنة 1998، وحددت قيمة السهم الاسمية بقيمة 250 دج وقد تمت العملية وفقاً للعرض العمومي للبيع بسعر ثابت 800 دج، وقد تمت أول تسعيرة لأسهم هذا المجمع يوم: 16 ماي 1999.

وقد كان هدف مجمع صيدال من عملية دخوله إلى عالم البورصة متمثلاً في تعزيز وتقوية مكانته بالإضافة إلى هدف الخصوصية الجزئية وإحداث أنظمة متطورة في التسيير.

إضافة إلى هاتين المؤسستين، نشير إلى أن شركة رياض سطيف كانت أسهمها مسعرة في بورصة الجزائر حيث كانت من بين أول العمليات التي تمت في البورصة. وهي شركة للصناعات الغذائية ومشتقاتها قدر رأسمالها عند البداية بـ05 مليار دج، وقد لجأت هذه الشركة إلى زيادة رأسمالها بنسبة 20%. دخلت هذه الشركة إلى بورصة الجزائر في 17 جويلية 1999، إلا أنه حددت أول تسعيرة لأسهمها يوم 13 سبتمبر 1999.

وقد قررت شركة رياض سطيف الانسحاب من البورصة في ماي 2006، فمنذ 2004 لم تسعر أسهمها لم تجرى أي عملية لتلك الأسهم- لأن هذه الأسهم لم تكن سائلة فقد انخفضت قيمة السهم من 2300 دج إلى أقل من 900 دج بمعنى أن السهم فقد قيمته كليا.

ثانيا: المؤسسات المصدرة للسندات

1- شركة سونلغاز:

هي شركة وطنية للكهرباء والغاز، قامت بإصدار قرض سندي موجه للجمهور في 22 ماي 2005 بمقدار 15.9 مليار دج، وكان هذا القرض لمدة 06 سنوات وبمعدلات فائدة تدرجية هي: 3.5% ، 3.75% ، 4% ، 4.25% ، 5% ، 7% .

تم الإعلان عن انطلاق تسعيرة القرض السندي لسونلغاز على مستوى بورصة الجزائر في 29 ماي 2006 بمعدل 101.10% من القيمة الاسمية².

لقد قامت شركة سونلغاز بإصدار قرض سندي ثاني في 01 جوان 2008 قدره 30 مليار دج لمدة 06 سنوات بمعدلات فائدة تدرجية هي: 3.5% ، 4% ، 4.5% ، 5% ، 5.5% ، 6.5% .

ولقد تمت تسعيرة هذا القرض السندي الثاني لسونلغاز في 28 جويلية 2008 بمقدار 100% من القيمة الاسمية.

2 - شركة اتصالات الجزائر:

تم إدراج شركة اتصالات الجزائر في بورصة الجزائر في 17 أكتوبر 2006، قامت بإصدار سندات بمقدار 20.5 مليار لمدة 05 سنوات بمعدلات فائدة تدرجية هي: 4% للسنة الأولى والثانية، 4.5% للسنة الثالثة والرابعة، 7.5% للسنة الخامسة.

كانت أول تسعيرة لسندات اتصالات الجزائر في 22 نوفمبر 2006 بمعدل 101.7% من القيمة الاسمية.

¹- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2005، مرجع سبق ذكره، ص:23.

²- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2006، مرجع سبق ذكره، ص:20.

3- شركة الخطوط الجوية الجزائرية:

هي شركة وطنية تهدف إلى ضمان النقل والخدمات الجوية، لجأت إلى الإدخار العلني في 01 ديسمبر 2006 عن طريق إصدار سندات تقدر بـ 14.1 مليار دج لمدة 04 سنوات وذلك بمعدلات فائدة تدريجية هي:

3.75% بالنسبة للسنة الأولى والثانية، 4.5% بالنسبة للسنة الثالثة والرابعة، 6.5% بالنسبة للسنة الخامسة والسادسة. وقد تم الإعلان عن أولى عمليات التسعيرة لسندات هذه الشركة في 12 ماي 2007 وذلك بمعدل 100% من القيمة الاسمية.

أما بالنسبة إلى شركة سيفيتال فهي الشركة الأولى من القطاع الخاص التي تلجأ إلى السوق السندية من أجل رفع الأموال لتمويل قسم من مخطط تطويرها على مدى السنوات الثلاثة القادمة. وتمثل سيفيتال مجموعة صناعية مندمجة يقوم نشاطها على تكرير الزيت والسكر.

بلغ القرض المصدر 05 مليار دج -مرفق بضمان يتكون من الرهون العقارية والرهن الحيازية على ممتلكات الشركة العقارية وتجهيزاتها- وهو يتجزأ إلى جزأين، حيث تبلغ مدة الجزء الأول 05 سنوات ونسبة فائدة اسمية قدرها: 3.75% وتبلغ مدة الجزء الثاني 06 سنوات ونسبة فائدة اسمية قدرها 4%¹. وتجدر الإشارة إلى أنه قامت شركة سوناطراك -وهي شركة وطنية للتقيب والإنتاج وتوزيع المحروقات- في جانفي 1998 بإصدار قرض سندي مدة استحقاقه هي 05 سنوات وبعمولة إصدار تقدر بـ 2.5%، وقد تم الإعلان عن انطلاق أولى عمليات التسعيرة في بورصة الجزائر في 14 فيفري 2002 بعد أن كان من المقرر أن تتم عمليات التداول يوم 16 و23 أوت 1999 لكنها لم تتم لأن وسطاء عمليات البورصة قرروا أن التداول في البورصة لن يتم إلا عندما تكون هناك أوامر شراء وأوامر بيع بعدد كافي. وقد انقضت مدة السند في جانفي 2003.

المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر وآفاق تطورها

تواجه بورصة الجزائر مجموعة من المشاكل من شأنها أن تعرقل وتمنع تطورها بشكل جيد، فمنذ إنشائها لم يشهد لها أي تطور كبير فهي لم تتمكن بعد من تحقيق الأهداف المرجوة من تطوير سوقها المالي، ولا زالت تعاني من عدم الاستقرار في نوعية الإستراتيجية التنموية المتبعة والحاجة إلى تطوير هيكلها الاقتصادية والاستثمارية وأطرها القانونية.

¹ - التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2005، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

معوقات بورصة الجزائر:

تعرض تطور بورصة الجزائر عدة معوقات وفي مختلف الميادين منها: الاقتصادية، السياسية، الثقافية...

■ المعوقات الاقتصادية:

لا تزال إلى غاية الآن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تعاني من عدة عوامل اقتصادية تؤثر بشكل كبير على سير البورصة، من أهم هذه العوامل ما يلي:

1- التضخم:

هو ظاهرة دائمة في الجزائر منذ فترة طويلة، إذ تتميز الأوضاع الاقتصادية بارتفاع دوري لأسعار السلع والخدمات، كما أن ظاهرة التضخم تؤدي إلى ضعف المداخيل وعدم قدرة قطاع العائلات على الإكتتاب في الأسهم والسندات، مما يعني أن البورصة تفتقد لقطاع كبير والذي من شأنه أن يؤثر في نشاطها. كذلك من بين أسباب التضخم هو انخفاض قيمة الدينار وتدهور سعر صرفه مما شجّع على هروب رؤوس الأموال نحو الأسواق المالية المتقدمة.

2- السوق الموازية:

تعتبر هذه السوق سوقاً غير رسمية يتم فيها عدد من الصفقات الخاصة بالسلع والخدمات مقابل أموال متداولة غير مصرح بها لدى مصالح الضرائب. فهذه السوق تعتبر قطب يجلب مختلف الأعوان الاقتصاديين، فيمكن للأسر مثلاً أن تحصل على المواد النادرة كما يمكن للمؤسسات تحقيق أرباح معتبرة لأن مداخيلها الناتجة عن المعاملات المنجزة في هذه السوق غير مصرح بها للسلطات الجبائية.

3- ضعف الإفصاح والشفافية:¹

يعاني المستثمرون في العديد من أسواق الأسهم العربية من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق الأمر الذي يمس مصداقية هذه الأسواق، في حين أن المطلعين سواء كانوا أعضاء مجالس، إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين يحققون مكاسب كبيرة أو يتجنبون خسائر كبيرة من خلال اطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات.

أما في الجزائر، فالمستثمر عادةً ما ينتظر التقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة حتى يتحصل على البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار.

¹ - بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نفود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص: 248.

4- سيطرة القطاع العام:

للقطاع العام دور كبير في تحديد مستوى النشاط الاقتصادي، يمكن تصنيف سيطرة هذا القطاع إلى جانبين أحدهما سلبي والآخر إيجابي. فالجانب الإيجابي يتمثل في أن تدخل الحكومة يساعد على تطوير النشاط الاقتصادي وتنمية البنى الإرتكازية، أما الجانب السلبي فيكمن في أن السيطرة الحكومية على الموارد كثيراً ما تؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي وعلى إجمالي الادخار الوطنية.

من جهة أخرى، نلاحظ غياب القطاع الخاص في بورصة الجزائر، والسؤال المطروح هو: هل يفسر هذا الغياب بعدم استجابة المؤسسات الخاصة لشروط وشفافية السوق أم هناك عوامل أخرى؟

مما هو مؤكد أن أغلب المؤسسات الخاصة الجزائرية -أكثر من 80%- هي مؤسسات ذات مسؤولية محدودة (SARL) أو شركة ذات اسم جماعي (SNC) هذا ما يعرقل الانطلاقة الحسنة وتطور السوق المالية التي تتطلب كما نعلم أن تكون المؤسسة الراغبة في الدخول إلى البورصة ذات أسهم (SPA). ضف إلى ذلك، أن أغلب المؤسسات الخاصة هي مؤسسات عائلية - مثل سيفيتال- وهي لا ترغب في اقتسام ثروتها بمعنى أنها ترفض أن تستثمر أموالها مع الأجانب وتوزيع العوائد فيما بينها.

■ المعوقات السياسية والقانونية:¹

أصبح الوضع السياسي والأمني ابتداءً من بداية التسعينيات من القرن 20 غير مستقر وهذا ما قد أثر على نمو وتطور بورصة الجزائر، نظراً لتعاقب الحكومات وتعدد السلطات المتبعة. لكن لا بدّ من توعية المستثمرين بأن القاعدة التشريعية وقوانين السوق المالية وحماية رأس المال بقيت سارية المفعول، بل وقد تم تحديثها لتتماش ومتطلبات مواكبة البورصات العربية والبورصات الناشئة الأخرى.

ومن الناحية القانونية يلاحظ أنه لحد الآن لم تستكمل القاعدة التشريعية الخاصة بالبورصة خاصة فيما يتعلق بالمستثمرين الأجانب وكيفية توزيع الأرباح على المساهمين والفوائد المحصلة من القيم المنقولة.

■ المعوقات الاجتماعية والثقافية:

ينصب غالبية أفراد المجتمع على إشباع الحاجات الأساسية، وما تبقى من دخلهم يفضلون إبقائه على مستواهم بدلاً من توظيفه. وفي حالة تفكيرهم في الإدخار يتوجهون إلى الوسائل التقليدية كالبنوك وصناديق التوفير والإحتياط، أما اللجوء إلى الإكتتاب في الأسهم أو السندات فهو شبه معدوم ويعتبر حكراً على طبقة معينة من المجتمع، وهذا راجع بشكل أساسي إلى نقص الثقافة المالية والرشادة الاقتصادية.

¹ - مروة أحمد جمال الدين، "واقع البورصات العربية وآفاق تطورها في الدول العربية(دراسة مقارنة بين حالة الجزائر ومصر)"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006-2007، ص:189.

■ العامل الديني:

يعتبر العامل الديني ذو أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في الأوراق المالية، فقبل القيام بتأسيس سوق مالية من المهم الأخذ بعين الاعتبار نظام القيم لدى العائلات الجزائرية، إذ نجد أن هذه الأخيرة تمتنع عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبار أن لها عائد يتمثل في الفائدة والتي تعتبر من الربا في الإسلام.

آفاق تطور بورصة الجزائر:

رغم النتائج التي حققتها السوق المالية الجزائرية، إلا أنه ومع ذلك لا تزال هذه السوق في مراحل نموها الأولية بالمقارنة مع الأسواق المالية الأخرى. فبالنسبة إلى الحلول التي تتعش بورصة الجزائر فلا بدّ أولاً من تهيئة وحل جميع مشاكلها. ومن أجل ذلك يجب اتخاذ مجموعة من الإجراءات التي من شأنها أن تنشيط وتطور بورصة الجزائر. تتمثل هذه الإجراءات فيما يلي:¹

■ تعزيز عرض الأوراق المالية:

يتمثل الهدف الرئيسي للسياسات المتعلقة بالتأثير على عرض الأوراق المالية في العمل على تنشيط إصدار حجم واسع ومتنوع من هذه الأوراق والسعي للحفاظ على قدرة السوق على امتصاصها. ويمكن تعزيز عرض الأوراق المالية للمؤسسات بتحقيق ما يلي:

- 1- تهيئة الشركات المالية: يتطلب تطوير البورصة كخطوة أولى توفير شبكة متكاملة من المؤسسات المالية المتطورة والفعّالة سواءً تلك المتواجدة على مستوى السوق الأولية أو الثانوية كما يلي:
 - ففي السوق الأولية: لا بدّ من قيام البنوك بدورها في توزيع الإصدارات الجديدة باعتبارها أداة لضمان الإكتتاب فيها وهي التي يمكن أن تضمن حسن سير العمل في بورصة الأوراق المالية.
 - في السوق الثانوية: هناك حاجة إلى إنشاء مؤسسات مالية إضافية تلعب دوراً في تنشيط السوق وذلك بتوفير السيولة للسوق من خلال تفاوضها على الأوراق المالية لحساب زبائنها، وهي بذلك تساهم في تشجيع تداول الأوراق المالية وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين.
- 2- الأسلوب الإلزامي: أي إصدار تشريعات تلزم بعض المؤسسات بإصدار أو طرح أسهمها للاكتتاب العام أو الإدراج التلقائي لأسهمها في البورصة عندما يصل رأس مال هذه المؤسسات إلى حد معين.
- 3- الأسلوب التشجيعي: ويتمثل في السياسات الضريبية الهادفة إلى تشجيع التوسع في إصدارات المؤسسات الخاصة بهدف مساعدتها على جذب المدخرات والتخفيف من حدة ميل الأفراد إلى الاستهلاك. ويمكن للحوافز الضريبية أن تأخذ أشكالاً عديدة من بينها:

¹ - مروة أحمد جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 193، 192.

- إعفاء الإصدارات الجديدة من الضريبة على توزيعات القيم المتداولة لعدد من السنوات، وهذا ما يؤدي إلى اشتراك مساهمين جدد.

- إعفاء الشركات من الضريبة على الأرباح عن الجزء الموزع على المساهمين، وهذا يشجع الشركة على إعادة استثمار أكبر جزء من أرباحها.

- تجزئة القيمة الإسمية للسهم من شأنه زيادة عرض الأوراق المالية والمساعدة على جذب ذوي المدخرات الصغيرة.

- اتخاذ قرار يمنح المؤسسات العمومية مزايا وإعفاءات ضريبية شرط إدراجها في البورصة وهذا ما يساعد هذه المؤسسات على الحصول على التمويل اللازم لتطويرها ولتنشيط البورصة في آن واحد.

■ تشجيع الطلب على الأوراق المالية:

تتطلب عملية تطوير البورصة تكثيف الجهود من جانب الطلب، وهذا باتخاذ إجراءات لتنشيطه وتوجيه مدخرات الأفراد لحيازة الأوراق المالية من أسهم وسندات، وضمان حماية المدخرين، وهذا عن طريق ما يلي:

- خلق الوعي الإدخاري والاستثماري عند المواطنين.

- تخفيضات ضريبية على حيازة الأوراق المالية.

- خلق الثقة في السوق من خلال حماية المستثمرين وفرض الرقابة على المؤسسات المدرجة خلال الاطلاع على كل المعلومات اللازمة في قواعد الإفصاح.

■ تفعيل الدور الإعلامي والتثقيفي:

وذلك عن طريق الإجراءات التالية:

- تخصيص برامج تثقيفية في وسائل الإعلام المختلفة للتعريف بأهمية الإدخار والاستثمار في البورصة ووسائله.

- تعميم الوعي الاستثماري للمواطنين من خلال إدراج هذه المعلومات في البرامج التعليمية والتربوية، الثانويات والجامعات.

- رفع كفاءة الإطار العاملة في المؤسسات المالية المتدخلة في البورصة، وهذا عن طريق تبادل التجارب والبعثات التدريبية في البورصات الأكثر تقدماً.

المبحث الثالث: الوساطة المالية في بورصة الجزائر

تجرى جميع العمليات في بورصة الأوراق المالية عن طريق وسطاء رسميون، إذ أنه لا يمكن إجراء أي مفاوضة تتناول قيماً منقولة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق هؤلاء الوسطاء الذين يمكن أن يكونوا أشخاصاً طبيعيين أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصاً لهذا الغرض وذلك بعد اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

سنرى في هذا المبحث وسطاء بورصة الجزائر وذلك من خلال: شروط وكيفية اعتمادهم، أهم العمليات التي يقومون بها وكذلك الدور الهام الذي يقومون به من أجل تفعيل المعاملات المالية في البورصة.

المطلب الأول: شروط وكيفية اعتماد وسطاء بورصة الجزائر:

تقوم مختلف العمليات في بورصة الأوراق المالية عن طريق وسطاء في شكل شركات مساهمة أو أشخاص طبيعيين، يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وطبقاً للمرسوم التشريعي رقم: 03-96 المؤرخ في 03 جويلية 1996 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة ومراقبتهم، فقد فرّق بين نوعين من الوسطاء هما:¹

1- الوسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط غير المحدود (التام):

هم الوسطاء الذين يمارسون إضافة إلى مهمّة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة للتداول في البورصة والمنتجات الأخرى واحدة أو العديد من النشاطات التالية:

- عمليات شراء أو بيع قيم منقولة لصالحهم سواء بصفة رئيسية أو ثانوية.
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.
- تسيير محفظة القيم المنقولة لحساب الغير بموجب توكيل.
- كل النشاطات الأخرى التي تعرفها وتحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

2- الوسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط المحدود:

هي تلك الفئة من الوسطاء التي لا يقوم نشاطها -المتمثل في الوساطة- على التفاوض في القيم المنقولة لحسابها الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات أخرى في مجال تسيير محافظ القيم المنقولة ومختلف الأنشطة الأخرى كالتوظيف أو السعي.

¹ - مبروك حسين، "المدونة النقدية والمالية الجزائرية"، دار هومة، الطبعة الأولى، الجزائر، 2004، ص: 204.

شروط اعتماد الوسطاء:

يتم اعتماد وسطاء عمليات بورصة الجزائر بعد أن تتوفر لديهم الشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة* وذلك حسب المرسوم رقم 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996. وتخص هذه الشروط كل من الأشخاص الطبيعيين والأشخاص المعنويين، وتتمثل هذه الشروط فيما يلي:¹

■ بالنسبة للأشخاص الطبيعيين:

وضعت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة شروطاً خاصة بالشخص الطبيعي من بينها:

- ألا يقل عمره عن 25 سنة عند تاريخ تقديم طلب الاعتماد.
- التمتع بكامل القوى العقلية والأهلية القانونية.
- يجب أن يكون مؤهلاً علمياً: أن يكون قد تحصل على شهادة التعليم العالي أو شهادة مكافئة لها.
- يجب أن يكون قد تابع بنجاح تكوين في اختصاص تجارة وتسيير القيم المنقولة وأن تكون له خبرة في المجال.
- التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة لضمان حماية أموال المدخرين.
- أن يكون حائزاً على محل واضح وملائم لمزاولة النشاط.
- تكوين الملف الذي يثبت مساهمته في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم حيث يجب دفع ما يعادل 02 مليون دج.
- تقديم ضمانات كافية لطبيعة النشاط تقدر بـ 500000 دج.**

■ بالنسبة للأشخاص المعنويين:

تتمثل الشروط الواجب توفرها في الأشخاص المعنويين حتى يتمكنوا من ممارسة مهنة الوساطة في البورصة فيما يلي:

- ضرورة امتلاك رأسمال لا يقل حده الأدنى عن 10000000 دج.
- امتلاك محل واضح وملائم -سواء بالملكية أو بالكرأء- لممارسة النشاط ولضمان أمن الزبائن في البورصة. غير أن شرط المحل يكون أقل صرامة بالنسبة للبنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية الأخرى لأنهم عند ممارسة نشاطهم المعتاد يكون لهم مكان، لكن يجب فصل تسيير نشاطهم ومحاسبتهم (أصولهم) الخاصة عن كونهم وسطاء عمليات البورصة.

* يشترط القانون على الوسطاء في عمليات البورصة أن تتوفر فيهم بعض الشروط وذلك من أجل تجنب أي خطأ في العمليات ولتجنب شكوك المتعاملين.

¹ -Mansour Mansouri, OPcit, p:48.

** يمكن للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أن ترفع قيمة المبلغ إذا ما رأت أن نوع نشاط وسيط عمليات البورصة يتطلب مستوى أعلى من الضمانات.

- أن يكون لديهم مسير واحد على الأقل الذي يتكفل بالإدارة العامة للشركة ويتمتع بالأهلية.

بالإضافة إلى تلك الشروط السابقة الذكر، لا بد أن يكون للوسيط تنظيمات ووسائل تتلاءم مع مهامه المتمثلة في تداول الأوراق المالية لصالح الزبائن وذلك طبقاً لما جاء في المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993.

كيفية اعتماد الوسطاء:

إن الإجراءات العملية المرتبطة باللجوء إلى اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، يجب أن تمر عبر مراحل وإجراءات مختلفة والمحددة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. فأول عمل يجب أن يقوم به الوسيط المترشح (الشخص الطبيعي أو الشخص المعنوي) هو التقدم بطلب الإ اعتماد إلى اللجنة مرفقاً بملف يتكون من الوثائق المشار لها في المادة 02 من تعليمة رقم 01-97-93 بالنسبة لشركات الوساطة في عمليات البورصة فهي مطالبة بـ:

- تحرير استمارة طلب الإ اعتماد الخاصة بهذه الفئة. (أنظر الملحق رقم 01 و رقم 02).
- تحرير رسالة الإلتزام وإمضائها من طرف مسؤول الشركة.
- تسليم نسخة من القانون الأساسي للشركة.
- تقديم معلومات متعلقة بمسيري الشركة والمتمثلة في: نسخ من شهادات الميلاد، شهادة السوابق العدلية، نسخ مطابقة للشهادات العلمية المتحصل عليها وشهادة الخبرة المهنية.

أما بالنسبة للشروط المتعلقة بالوسطاء الأفراد (الأشخاص الطبيعيين)، فشروطهم لا تختلف كثيراً عن الشروط المفروضة على شركات الوساطة، فهم مطالبون بـ:

- تحرير استمارة الإلتزامات وإمضائها من طرف الشخص المعني بالإ اعتماد.
- تقديم نسخة من شهادة الميلاد، شهادة السوابق العدلية، شهادة الإقامة ونسخ مطابقة للشهادة العلمية المحصل عليها وشركة الخبرة المهنية.

تقوم اللجنة بتقدير الضمانات المقدمة في هذا الملف خاصة فيما يتعلق بالتنظيم والإمكانات التقنية والمالية للمترشحين. كما يمكن للجنة أن تطلب تقديم معلومات أخرى تراها مهمة في ملف الإ اعتماد، وتبدي اللجنة رأيها حول طلب الإ اعتماد خلال مدة لا تتجاوز شهرين ابتداءً من تاريخ استلام الطلب، وفي حالة رفضها الإ اعتماد للطرف المعني تقوم بإبلاغه بالرفض وسببه، كما يمكن للجنة أن تمنح للوسيط

اعتمادًا محددًا بمعنى أنه لا يمكن ممارسة جميع النشاطات ويمكن اعتبار هذا الاعتماد نوع من الرفض المحدود: *refu limité*¹.

أما في حالة الموافقة تبلغه عن طريق تأشيرة تسلم له من طرف اللجنة، وتمثل هذه الأخيرة بالنسبة للمستفيد منها حق الخوض في نشاطاته في الوساطة في عمليات البورصة ولا يكون ذلك إلا بعد إكمال وإتمام الملف، فبالنسبة للشركات المساهمة فرضت عليها المادة 05 من التعلية 97-01 الوثائق التالية:

- نسخة من القانون التأسيسي للشركة.
- وثيقة تبين دفع الحقوق المستحقة.
- الوثيقة التي تبين امتلاك أو استئجار محل مخصص لنشاط الوساطة في البورصة.
- وفيما يخص الأفراد الطبيعيين، نصت المادة 02 من نفس النظام على ضرورة تقديم ما يلي:
- وثيقة إثبات دفع الضمانات.
- وثيقة تثبت ملكية أو تأجير محل مخصص لاحتراف نشاط الوساطة في البورصة.

وعند استفاء هذه الوثائق والإجراءات، تمنح اللجنة اعتمادًا مؤقتًا للوسيط ولا يصبح الاعتماد نهائيًا وفعليًا إلا بعد إثبات الإكتتاب في الحصص التي ينص عليها القانون في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم، وقد حدّد القانون لذلك قيمة لا تقل عن 02 مليون دج وذلك بمقتضى الشروط المحددة من طرف اللجنة. كما نصت المادة 15 من النظام 96-03 على حالة توقف النشاط، حيث تسمح اللجنة للوسيط المالي الراغب في ذلك أن يقدم لها طلبًا بإجراء عملية الشطب ويتم ذلك طبقًا لما تحدده اللجنة.

حسب النظام رقم 96-03 المؤرخ في جويلية 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة، قامت اللجنة باعتماد مجموعة من الوسيط على شكل شركات مساهمة مؤقتة سنة 1997 لممارسة نشاط الوساطة وهي مكونة أساسًا من البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية والتي تتمثل فيما يلي:

1- الراشد المالي للوساطة المالية:

وهي مكونة من: البنك الخارجي الجزائري، مركز الصكوك البريدية، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي. يقدر رأس مال هذه الشركة بـ 9000000 دج، تعمل كوسيط ذو نشاط غير محدود، تم تأسيسها بعد الحصول على اعتماد من طرف اللجنة تحت رقم: 99-01 بتاريخ جويلية 1999.

¹ -Mansour Mansouri, OPcit, p:50.

2- الشركة المالية للإرشاد والتوظيف: SOFICOP

تتكون هذه الشركة من: بنك التنمية المحلية، البنك الوطني الجزائري، الشركة الجزائرية للتأمين. يبلغ رأسمالها 9000000 دج، وهي تمارس نشاطًا غير محدود تم تأسيسها بعد حصولها على الإعتماد من طرف اللجنة تحت رقم 02-99 بتاريخ جويلية 1999.

3- الشركة المالية العامة: SOGEFI

تتكون هذه الشركة من القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الجزائري للتأمين الشامل، الصندوق الوطني للتأمين والإحتياط. تمارس هذه الشركة نشاطًا غير محدود، يقدر رأسمالها 9000000 دج، تم تأسيسها بعد الحصول على الاعتماد تحت رقم 04-99 بتاريخ جويلية 1999.

4- شركة توظيف القيم المنقولة: SPDM

تتكون هذه الشركة من البنك الجزائري للتنمية الفلاحية، الصندوق الجزائري للتأمين وإعادة التأمين. يقدر رأسمالها بـ: 9000000 دج وهي تمارس نشاطًا غير محدود، تم تأسيس هذه الشركة إثر حصولها على اعتماد اللجنة تحت رقم: 03-99 بتاريخ جويلية 1999.

5- اتحاد بنك بورصة: Union bank-bourse

تتكون هذه الشركة من اليوتين بنك، يقدر رأسمالها بـ 9000000 دج تمارس نشاطًا غير محدود، تم تأسيسها إثر الحصول على اعتماد اللجنة تحت رقم 05-99 في جويلية 1999.

وبمقتضى المرسوم رقم: 04-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم: 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، تمت تصفية شركات الوساطة السابقة الذكر (بعد الإعتماد الذي مُنح لها والذي كان بصفة انتقالية لمدة 05 سنوات) وإنشاء أقسام مختصة بتسيير القيم المنقولة والمتمثلة في البنوك العمومية التي طلبت الإعتماد من اللجنة، وبهذا تم اعتماد 06 بنوك عمومية بصفة وسيط في عمليات البورصة وكان ذلك سنة 2004، وبالتالي أصبحت تركيبة الوسطاء في بورصة الجزائر كما يلي:

الجدول(2.3): البنوك المعتمدة لمزاولة نشاط الوساطة في الأوراق المالية بالجزائر.

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

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2004، ص:31.

ونظراً لضعف نشاط التداول في بورصة الجزائر، لم تسجل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أي طلب اعتماد للوساطة في عمليات البورصة خلال سنتي 2005 و 2006¹، بينما في سنة 2007 تقدم 03 متعاملين أجانب من أجل الحصول على اعتماد اللجنة، حيث أن متعاملين من بين الثلاثة بصدد استكمال ملفاتهم بينما ينتظر الآخر الاعتماد لدى اللجنة².

يتوفر مختلف وسطاء بورصة الجزائر (البنوك) على فائض سيولة لا بأس به، فإذا ما تم توظيفه في البورصة يساعد حتماً على تنشيطها، غير أن ذلك الفائض لم يتم استغلاله على أكمل وجه وذلك بسبب تعلق البنوك برؤوس أموالها التأسيسية التي لا تسمح القوانين بتعدي أسقف محدودة من تلك الأموال. يقوم وسطاء بورصة الجزائر بعدة مهام من بينها: ماسك الحسابات وحفظ السندات الذي يعد من بين الآليات الجديدة التي تم إدخالها على نشاط البورصة، حيث يسجل اعتماد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لـ 07 بنوك تزاوّل هذا النشاط وهي: البنوك العمومية الستة المعتمدة لمزاولة نشاط الوساطة المالية إضافة إلى البنك الوطني لباريس-الجزائر BNP Paribas Eldjazair الذي تم تأهيله من طرف اللجنة بتاريخ 17 نوفمبر 2005.

المطلب الثاني: أهم العمليات التي يقوم بها الوسطاء في بورصة الجزائر

يقوم الوسطاء في البورصة بعدة عمليات من بينها³:

المفاوضة على القيم المنقولة لحسابهم الخاص:

يقوم الوسيط في العمليات البورصية بممارسة هذه المهمة، فقط في حالة حصوله على اعتماد كوسيط ذي نشاط غير محدود، إذ يتمكن في هذا الإطار من التصرف لحسابه الخاص عن طريق شراء أو بيع قيم منقولة.

يتم شراء الأوراق المالية من طرف الوسيط عادةً لإدخالها في محفظته الخاصة سواءً للاحتفاظ بها أو لإعادة بيعها فيما بعد، وذلك قصد تنظيم السوق أو لضمان سيولة قيمة معينة من القيم المنقولة.

المفاوضة على القيم المنقولة لحساب زبائنهم:

يتدخل الوسيط المالي على مستوى البورصة في هذه الحالة، بصفته وكيل لعملائه وذلك بعد تلقي الأوامر من هؤلاء. لا يقبل الوسيط أي أمر شراء أو بيع لأي شخص كان، إلا بعد القيام بفتح حساب باسم

¹ - التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2006، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

² - دخول متعاملين جدد يفتح آفاقاً جديدة لبورصة الجزائر، جريدة الأيام العدد 941، عن الموقع الإلكتروني:

http://www.elayem-dz.com/index.php?option=com_content&task=view&id=20160&Itemid=38. site web consulter le 08/11/2008 à 20h30.

³ - زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 173، 174. (بالتصرف).

هذا الأخير، وملئ ما يسمى بوثيقة فتح الحساب إلى جانب أمر الشراء أو البيع من طرق العميل ثم إمضاء هذه الوثائق من الطرفين، مع إيداع المبلغ الموافق للعملية محل الإجراء.

يتم فتح حساب إما بإسم الشخص الطبيعي أو الشخص المعنوي.

عند فتح الحساب بإسم شخص طبيعي، يستوجب على الوسيط التأكد من عنصرين هامين هما:

- هوية الشخص المعني.

- توفر الشروط المطلوبة بما فيها توفر السيولة اللازمة لدى هذا الشخص لتنفيذ الطلب.

أما في حالة فتح حساب بإسم شخص معنوي، فيجب على الوسيط أن يتحصل على وثيقة تؤهل ممثل الشركة للقيام بفتح الحساب، وإصدار مختلف أوامر الشراء أو البيع لصالح الشركة، إضافة إلى السجل التجاري أو أنظمة الشركة حسب الحالة.

يتم إرسال الأوامر من الزبون إلى الوسيط بثتى الوسائل (إما كتابياً، أو هاتفياً وفي هذه الحالة يجب تأكيد الأمر كتابياً) وفقاً للشروط المحددة بين الطرفين في اتفاقية فتح الحساب الموقعة.

يتقيد الوسيط بتسجيل تاريخ وساعة استلام الأوامر على كل أمر وذلك بمجرد استلامه ثم إرساله ومفاوضته في السوق في أقرب الآجال.

ومن بين أنواع الأوامر التي يمكن أن يتلقاها الوسيط والمحددة في القانون الجزائري ما يلي:

- الأوامر بسعر السوق.

- الأوامر حسب السعر المحدد.

- الأوامر لأفضل سعر.

في حالة تنفيذ الأمر، يقوم الوسيط بتأكيد تنفيذ العملية للزبون في أقرب الآجال وإعلامه بالقيمة الصافية الواجبة الدفع إضافة إلى مختلف العمولات. تُفَيّد كل هذه المعلومات ضمن وثيقة تسمى "إشعار التنفيذ" الذي يرسل إلى العميل مباشرة بعد إتمام العملية.

تسيير حافظة القيم المنقولة لحساب زبائنهم¹

يمكن للوسيط في العمليات البورصية 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 وفقاً لوكالة تسيير تكون موضوع عقد موقّع عليه من طرف صاحب الحساب والوسيط، أو بشكل غير مباشر عن طريق استخدام هيئات التوظيف الجماعي التي تعيّن الوسيط كمؤسسة مؤتمنة لها.

¹ -Mansour Mansouri, OPcit, p95.

يمكن إلغاء وكالة التسيير من أحد الطرفين وذلك لعدة أسباب، فقد تتم هذه العملية من طرف الوسيط الذي يتكفل بتقديم التوضيحات اللازمة لعميله والمتعلقة بأسباب الإلغاء، كما يجب عليه أيضاً أن يرسل إشعاراً مسبقاً للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة معلناً فيه بإلغاء وكالة التسيير وذلك خلال الخمسة أيام المفتوحة لعمل البورصة والمالية لتاريخ إعلام الموكل أو العميل، ثم إقفال قيود الحساب التي كانت تؤهله للقيام بعملية التسيير.

توظيف الأموال:

طبقاً للمادة "07" من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، يمكن للوسيط في العمليات البورصية ذي النشاط الغير محدود من القيام بتوظيف الأموال عن طريق البحث عن مقتنين أو مكتتبين جدد لأوراق المالية المصدرة لصالح مصدرها الذي يستعمل اللجوء العلني للإدخار وذلك مقابل عمولة يتلقاها الوسيط بموجب عقد يحرر لهذا الغرض من قبل الطرفين.

ونشير هنا إلى أنّ الوسيط في العمليات البورصية غير البنوك والمؤسسات المالية، لا يمكنهم ضمان نجاح مسعى الإصدارات فردياً، أو بمساعدة هيئات أخرى غير هذه الأخيرة.

***السعي المصفاقي: Le démarchage**

وفي هذا المجال يقوم الوسيط باستخدام العديد من الوسائل للحصول على أكبر قدر ممكن من الزبائن، سواءً عن طريق التوجه مباشرة إلى مقر عملهم أو في الأماكن العمومية أو عن طريق استخدام بصفة دائمة الإتصالات الهاتفية، الرسائل والمنشورات قصد اقتراح اقتناء قيم منقولة أو بيعها، أو المساهمة في عمليات تتعلق بقيم منقولة سواءً بغية تقديم خدمات أو إرشادات للغاية نفسها.¹

بالإضافة إلى هذه العمليات، تتمثل المهام اليومية التي يتكفل بها الوسيط فيما يلي:

- تقديم التوصيات اللازمة لعملائه، فيما يخص شراء أو بيع القيم المنقولة.
- تنفيذ أوامر الشراء والبيع المعطاة من طرف الزبائن.
- التأكد من تسليم عقود الشراء أو البيع للعملاء في الآجال المحددة.
- التأكد من تسجيل القيم المشتراة باسم العميل، وأن هذا الأخير يتمتع بالحقوق المتوخاة من جراء عملية الشراء.
- التحقق من أن العميل يتمتع دائماً بالحقوق الغير محولة من جراء عملية البيع.
- التأكد من تحصل العميل على الأرباح الموزعة والفوائد المحصلة في المواعيد المناسبة.
- الإحاطة المستمرة للعميل بكل المعلومات والمستجدات المرتبطة بالقيم التي بحوزته.

¹ - مبروك حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 204.

- تتبع كل الأحداث الاقتصادية والتطورات أو التغيرات الطارئة على سوق الأوراق المالية بهدف التوجيه الحسن للمستثمر.
- الاستعداد الكامل لإجابة العميل على كل الأسئلة التي يمكن أن يطرحها، سواء المتعلقة بحافطة أوراقه المالية، أو بقطاع الأوراق المالية بشكل عام.
- مسك، إتمام وضبط ملفات العملاء.
- إجراء السعي المصنفي بغية تطوير قاعدة العملاء أو الزبائن.
- فتح الحسابات للعملاء الجدد.
- القيام بالإجراءات اللازمة لغلق أو تحويل حساب العميل إذا ما أعطى هذا الأخير أمراً بذلك.
- تحضير إشعارات التنفيذ وإرسالها إلى العملاء في الأجل المحددة.
- إعداد الكشوفات الشهرية أو الثلاثية الخاصة بالعمليات المبرمة من طرف كل عميل.
- مسك الدفاتر المحاسبية والسجلات الرسمية المقررة.
- مساعدة المؤسسات في طرح الإصدارات الجديدة، وتقييد القيم بالبورصة.
- تسيير حافظات الأوراق المالية، والقيام بذلك بكل عمليات الترويج واستغلال الفرص المتاحة لتعظيم مردودية المحفظة.
- القيام بعمليات الطرف المقابل عن طريق بيع وشراء القيم المنقولة لحسابه.

المطلب الثالث: دور الوسطاء الماليين في بورصة الجزائر

يتمثل الدور الرئيسي للوسطاء الماليين في بورصة الجزائر في القيام بعملية التفاوض على القيم المالية وتداولها في البورصة، حيث أن التفاوض على كل الأوراق المالية المقبولة يتم داخل السوق الرسمية الوحيدة (البورصة) وتكون العملية محصورة في قاعة التداول على مستوى شركة إدارة بورصة القيم أين يلتقي الوسطاء لتبادل أوامرهم.

الأوامر في بورصة الجزائر:

أوامر البورصة هي تلك التعليمات التي يعطيها أي شخص طبيعي أو معنوي يرغب في بيع أو شراء أوراق مالية مسجلة في نظام تسعيرة البورصة لوسيط عمليات البورصة. وحتى يقبل الأمر يجب أن يحتوي على المعلومات التالية:

* معلومات عامة: اتجاه الأمر (بيع، شراء)، اسم أو رمز الورقة المالية، الكمية وصنف الورقة المالية.

* الإشارة زبون/غير زبون: أمر زبون هو أمر معطى من طرف شخص طبيعي أو معنوي ممثل من طرف وسيط لينجز الأمر في البورصة. يستطيع الوسيط أن ينجز أوامر لحسابه الخاص وعندئذ يأخذ الأمر إشارة "غير زبون".*

* الإشارة حول سعر المعاملة: تقبل شركة إدارة بورصة القيم كقيمتين لتحديد السعر هما:

- سعر السوق: الزبون يقبل أي سعر يحدده السوق.

- سعر محدد: وهو السعر الذي لا يمكن تجاوزه في حالة الشراء ولا يمكن التذني عنه في حالة البيع.

* إشارة حول مدة وصلاحيّة الأمر: تقبل شركة إدارة بورصة القيم 04 أنواع من مدة صلاحيّة الأمر هي:

- أمر اليوم: هذا الأمر صالح لحصة تداول واحدة، إما أن ينجز الأمر أو يخرج.

- أمر حتى الإلغاء: هذا الأمر يبقى صالحاً حتى حدوث الأوامر التالية: ينجز الأمر، يخرج الأمر من البورصة، نهاية الشهر الذي أدرج فيه الأمر في البورصة.

- أمر حتى الإنجاز: هذا الأمر يبقى صالحاً حتى انجازه مع مدة 03 أسابيع حضور في البورصة على الأكثر.

- أمر بمدة محدودة: في هذه الحالة يحدّد للوسيط التاريخ الذي لا يمكن تجاوزه وإلا أخرج الأمر من السوق.

قبل إصدار أوامر البيع والشراء يجب على المستثمر فتح حساب سندات لدى أحد ماسكي الحسابات حافظي السندات المؤهل من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ويتعلق الأمر إما ببنك أو بمؤسسة مالية أو بوسيط في عمليات البورصة.¹

يستلم الوسطاء أوامر المستثمرين ويعرضونها في حصص التداول والتي تتعقد دورياً بقاعة التداول الكائنة بشركة إدارة بورصة القيم (SGBV)، كما يمكن لوكالة بنكية أن تقوم باستلام أوامر الزبائن وتحويلها إلى الوسيط عندما يكون بحوزة الوسيط أمر الزبون، وقبل إدراجه في دفتر الأوامر عليه أن يتأكد من أن الزبون يمتلك:

- في حالة الشراء المبلغ الكافي.

- في حالة البيع: الأوراق التي يريد بيعها ويقوم الوسيط بمراجعة حالة الأوراق المالية وصحتها.

وبعد ذلك يدرج الوسيط كميتي السعر المتعلقين بالأمر في دفتر الأوامر الذي يقدم للإنجاز في حصة التداول الموالية.

* لأوامر زبون الأسبقية.

¹ - دليل القيم المنقولة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، أوت 2004، ص: 04.

يتم إرسال أمر من الأوامر إلى الوسيط في عمليات البورصة بأيّة وسيلة وفق الشروط المحددة بين الزبون ووسيطه في عمليات البورصة في اتفاقية الحساب الموقعة من الطرفين عند فتح حساب السندات. في حالة إرسال أمر من أوامر البورصة كتابيًا، يجب أن يُكتب هذا الأمر المحرر طبقًا لنموذج الأمر المستعمل من طرف الوسيط في عمليات البورصة ويجب أن يوقع من طرف الأمر وأن يكون النموذج معتمدًا من قبل اللجنة. (أنظر الملحق رقم 04).

أما في حالة الأمر بواسطة الهاتف، يجب على الأمر تأكيد إرسال الأمر كتابيًا. على الوسيط في عمليات البورصة أن يسجل كل أمر مرسل من الأمر (تاريخ وساعة الاستلام) وذلك بمجرد استلامه.

يمكن لمصدري الأوامر تعديل أو إلغاء الأمر في كل وقت إلى غاية عشية التسعيرة، وفيما يخص التعديلات التي تتم يوم التسعيرة، فلا يمكن أن يتحمل الوسيط مسؤولية عدم إدخالها. أما بالنسبة للوسيط، فيمكنه تعديل أو إلغاء الأوامر المدرجة لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص طالما أن مسار العرض على جدول الأسعار لم ينطلق بعد. وبمجرد تثبيت الأوامر المدرجة من قبل وسيط عمليات البورصة أو التكفل بها من طرف شركة إدارة بورصة القيم تعتبر هذه الأوامر نهائية ولا يمكن أن تكون مستقبلاً محل تعديل وإلغاء.

التفاوض في بورصة الجزائر:

يتم التفاوض في البورصة بمقابلة كل من أوامر الشراء والبيع وذلك بطريقتين هما: التسعيرة المستمرة cotation en continu والتسعيرة الثابتة (بالتثبيت): cotation au fixing وهذا بالنسبة للأسهم أو السندات حسب متطلبات الشركة.

والنمط المعمول به في بورصة الجزائر هو التسعيرة بالتثبيت: وتعتمد هذه التسعيرة في تطبيق سعر واحد على جميع الصفقات المبرمة والخاصة بكل ورقة مالية خلال حصة التداول، هذا السعر ينتج عن ملاقات جميع أوامر البيع والشراء المعروضة من طرف الوسطاء، وهو ذلك السعر الذي ينتج عنه أعظم حجم متداول ممكن.¹

وكمثال بسيط لفهم هذه الطريقة:

لنفرض أنه من أجل سهم معين كانت آخر تسعيرة في بورصة الجزائر هي 1700دج وأن الأوامر التي وصلت اليوم إلى الوسطاء كانت كالتالي:

¹ - بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

أوامر البيع:	أوامر الشراء:
100 سهم بأحسن سعر معروض*	
200 سهم بسعر 1700 دج	600 سهم بسعر 1700 دج
300 سهم بسعر 1710 دج	500 سهم بسعر 1710 دج
380 سهم بسعر 1720 دج	480 سهم بسعر 1720 دج
440 سهم بسعر 1730 دج	450 سهم بسعر 1730 دج
480 سهم بسعر 1740 دج	350 سهم بسعر 1740 دج
500 سهم بسعر 1750 دج	220 سهم بسعر 1750 دج
600 سهم بسعر 1760 دج	200 سهم بسعر 1760 دج
	200 سهم بأحسن سعر مطلوب**

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

الجدول(3.3): مقابلة الطلب والعرض خلال حصة بورصية

أوامر البيع(عدد السهم)	حدود الأسعار (الوحدة النقدية:دج)	أوامر الشراء(عدد الأسهم)
100	بأحسن سعر معروض	
200	1700	600
300	1710	500
380	1720	480
440	1730	450
480	1740	350
500	1750	220
600	1760	200
	بأحسن سعر مطلوب	200

* أحسن سعر معروض في حالة البيع يقابل أدنى سعر: بمعنى بيع أقل عدد من الأسهم إذا كان السعر منخفضاً، في هذا المثال أدنى سعر هو: 1700 دج.

** أحسن سعر مطلوب في حالة الشراء يقابل أعلى سعر: بمعنى شراء أقل عدد من الأسهم إذا كان السعر مرتفعاً، في هذا المثال أعلى سعر هو: 1760 دج.

المصدر: من إعداد الطالبة، عن عيجولي خالد، وظيفة الوساطة المالي في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية (دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007، ص:81.

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

الجدول(4.3): كيفية تحديد سعر التوازن في البورصة

أوامر البيع التراكمية (عدد الأسهم)	حدود الأسعار (الوحدة النقدية:دج)	أوامر الشراء التراكمية (عدد الأسهم)
100	بأحسن سعر معروض	
300 (100+200)	1700	3000 (2400+600)
600 (300+300)	1710	2400 (1900+500)
980 (600+380)	1720	1900 (1420+480)
1420 (980+440)	1730	1420 (970+450)
1900 (1420+480)	1740	970 (620+350)
2400 (1900+500)	1750	620 (400+220)
3000 (2400+600)	1760	400 (200+200)
	بأحسن سعر مطلوب	200

المصدر: من إعداد الطالبة عن عيجولي خالد، مرجع سبق ذكره، ص:82.

من هذا الجدول نلاحظ أن سعر 1730دج هو الذي يسمح بالتوازن بين العرض (1420) والطلب (1420)، هذا السعر يدعى بسعر التوازن ، وحسب التسعيرة بالتثبيت نجد:

- أوامر الشراء والبيع بأحسن سعر تنفذ أولاً (بيع 100 سهم بقيمة 1700دج/شراء 200 سهم بسعر 1760دج).

- أوامر البيع ذات الحد الأقل من السعر المسعر به وهي ذات السعر المحدد بـ (1700، 1710، 1720، 1730)دج.

- أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به وهي ذات السعر المحدد بـ (1730، 1740، 1750، 1760)دج.

في هذا المثال هناك مساواة كاملة بين العرض والطلب، أما إذا لم تكن هناك مساواة بينهما: أي أنه لم يتم الوصول إلى سعر التوازن، فدائمًا تكون هناك محاولة لتلبية أكبر عدد ممكن من الأوامر. تتم عملية التفاوض وفق مرحلتين أساسيتين هما: حصة التداول، وحصة المقاصة والتسوية.

■ حصة التداول:¹

التداول في البورصة يعني مواجهة أوامر البيع والشراء، هذه المواجهة تمر أولاً عبر تنفيذ تلك الأوامر ومن تم تؤدي إلى تسعيرة الأوراق المالية.

إن تداول الأوراق المالية محتكر من طرف المهنيين المختصين أي الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وكل عملية حول ورقة مالية مسجلة في جدول التسعيرة يجب أن تنجز إلزامًا تحت إشراف شركة إدارة بورصة القيم ومن طرف وسيط معتمد وإلا اعتبرت العملية ملغية.

تجري حصة التداول في بورصة الجزائر التي تعد بمثابة سوق مركزية مسيرة بالأوامر ثلاثة مرات في الأسبوع على الساعة 09:30 سا - فتح الحصة- في المقصورة أين يلتقي الوسطاء لعرض أوامرهم، حيث يتم التداول على القيم المنقولة يومي: الاثنين والثلاثاء بينما يتم تداول قيم الخزينة أيام: الاثنين، الثلاثاء والأربعاء، وتمر حصة التداول عبر المراحل التالية:

- لكل وسيط في نظام المفاوضة مفتاح سري خاص به.

- قيام الوسطاء بتقديم دفاتر الشراء والبيع لإدراجها في حصة التداول.

- مقابلة جميع أوامر البيع والشراء لتشكيل كتاب الأوامر ويتم ذلك بطريقة الكترونية.

- يتابع الوسيط تطورات السوق وذلك عن طريق ورقة السوق التي تظهر على شاشة حاسوبه.

وفي كل ورقة مالية يمكنه إيضاح ما يلي: أحسن سعر بالنسبة للشراء والبيع، الكمية الإجمالية للزبائن ولغير الزبائن، سعر التثبيت النظري.

بين الحين والآخر يقوم شخص رسمي (l'officiel) بمراقبة السوق منذ تدوين الأوامر حتى وقت إقفال الحصة، وهذا بمساعدة ورقة السوق التي تحتوي على كل المعلومات الإجمالية والمؤهلة المتعلقة بالأوراق المالية والوسطاء.

يقوم الشخص الرسمي الذي خوّل له القانون لأداء هذه المهمة بطبع كتاب الأوامر (سجلات الأوامر) لتمكين الوسطاء من تدقيق الأوامر المدونة (في حالة وجود خطأ يقوم الوسيط بتصحيحه).

بعد ذلك يقوم الشخص الرسمي بتشغيل نظام حساب التثبيت وتوزيع الأوامر بالنسبة لكل ورقة مالية. ويتشكل سعر التثبيت إما عن طريق أوامر الزبائن إذا كانت مقابلة هذه الأخيرة تسمح بذلك وإلا عن طريق التركيب بين أوامر الزبائن وغير الزبائن.

¹ - Société de gestion de la bourse des valeurs "la négociation en bourse", pp :1,09.

وعند نهاية حصة التداول يتم: نشر الصفقات، معالجة الكشوفات، وطبع مختلف حالات التداول، بالإضافة إلى ضرورة تقديم للوسطاء الماليين الكشوفات التالية:

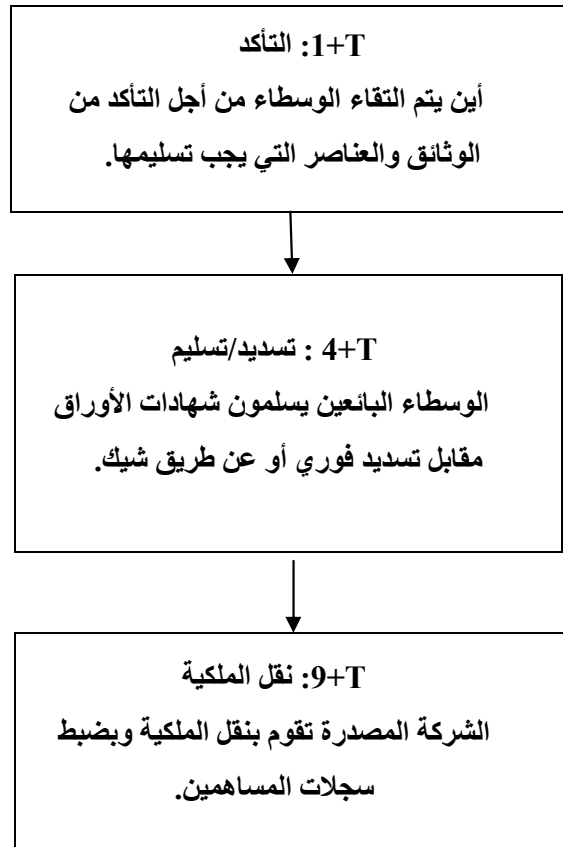
- فهرس الصفقات لكل وسيط.
- تقرير مراجعة الصفقات.
- طبع مستندات المقاصة والمتمثلة في: كشف الصفقات، ملخص كشوف صفقات الأوراق المالية، ملخص كشوف صفقات رؤوس الأموال، تقرير الفحص. وبعد كل هذا يتم إقفال حصة التداول.

■ حصة المقاصة:¹

تهدف المقاصة إلى تسوية المعاملات التي ينجزها الوسطاء في عمليات البورصة أثناء حصص التداول في البورصة، وتستند إلى المبدأين الآتيين:

- نفاذ الالتزامات المتعهد بها في حصة التداول واستحالة العدول عنها.
 - تزامن تسليم الأوراق المالية وتسديد الأموال.
- من خلال الشكل التالي سنقوم بتوضيح كيف يتم تسوية المعاملات في البورصة:

الشكل(4.3): تسوية المعاملات على مستوى بورصة الجزائر



المصدر: بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص08.

¹ - Société de gestion de la bourse des valeurs "la compensation", pp:1,04.

T: حصة (جلسة) التداول.

خلال الحصة T+1 يوم: التأكيد

عند الحصة، يتم التقاء الوسطاء في عمليات البورصة، حيث يقوم كل وسيط بتقديم للوسيط المعني كشف الصفقات الناتجة عن آخر عملية تداول والذي يجب أن يكون مصادق عليه، وبعد مراجعة الصفقات والمبالغ يقوم كل وسيط بإمضاء كشوف الصفقات.

بعد الحصة T+1 يوم وقبل الحصة T+4 يوم:

يقدم الوسيط البائع شهادات الأوراق إلى شركة إدارة بورصة القيم مرفقة بالقائمة الإسمية للمساهمين القداماء، أما الوسيط المشتري فيقدم لتلك الشركة القائمة الاسمية للمساهمين الجدد. تسلم شركة إدارة بورصة القيم للوسيط البائع وصل إيداع للتسليم، كما أنها تقوم بإعداد جدول المطابقة (المشترون والبائعون) ثم تسلمه للشركات المصدرة.

خلال الحصة T+4 يوم:

يسلم الوسيط البائع وصل الإيداع للتسليم لشركة إدارة بورصة القيم مرفقًا بإشعارات التسليم للأوراق المالية، أما الوسيط المشتري فيقدم لتلك الشركة شيكًا وتقوم بدورها بتحويله إلى بنك الجزائر كما أنها تسلم للوسيط وصل إيداع للتجزئة وتحويل الملكية.

بين الحصة: T+4 يوم و T+9 يوم: المراجعة وإعداد الشهادات الجديدة

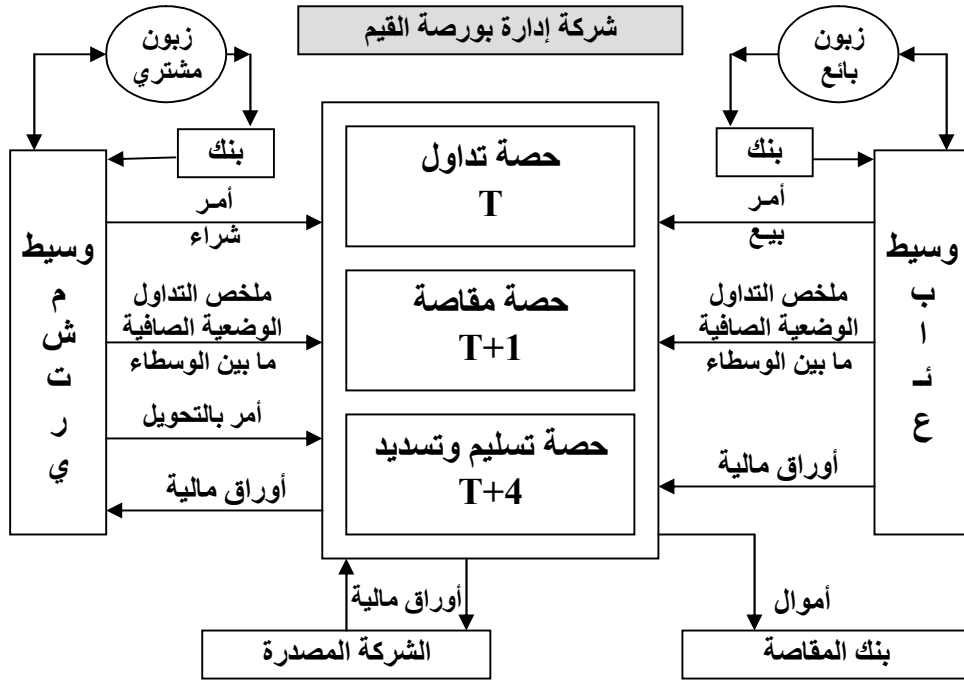
ترسل شركة إدارة بورصة القيم للشركة المصدرة طلب تجزئة وتحويل الملكية مرفقًا بالشهادات وجدول المطابقة. أما الشركة المصدرة تقوم بمراجعة إثباتات البيع والتحقق من صحة الشهادات وتقوم بإبطالها، كما أنها تعد شهادات بأسماء المساهمين الجدد وتسلمها لشركة إدارة بورصة القيم.

خلال الحصة T+9 يوم: تسليم الشهادات

تسلم شركة إدارة بورصة القيم الشهادات الجديدة للوسطاء المشتريين وما تبقى من الشهادات الأصلية تسلمها للوسطاء البائعين.

ومن خلال الشكل الموالي، نلخص كيفية تنفيذ أوامر الشراء والبيع على مستوى البورصة:

الشكل (5.3): كيفية تنفيذ الأوامر في بورصة الجزائر.



المصدر: بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص:08.

من خلال هذا الشكل يمكن أن نميز موقع الوساطة المالية ضمن أهم العمليات المالية من بيع وشراء في البورصة، فالوساطة تمثل دور المحرك الحيوي عن طريق جملة العمليات التالية:

بعد إعطاء أمر الشراء أو البيع إلى البنك (مع تقديم شهادة الأسهم أو مبلغ الشراء حسب الحالة)، يتم إرسال الأمر إلى الوسيط في العمليات البورصية من أجل مفاوضته-الأمر- على مستوى المقصورة، بعدها يتم تأكيد تنفيذ الأمر من طرف الوسيط إلى البنك الذي يقوم بدوره بالتأكيد إلى العميل، وفي الأخير يتم تسديد المبلغ أو تسليم الأوراق حسب الحالة (التسوية والسليم) وتسليم شهادة الأسهم إلى العميل.

من خلال ما سبق من معطيات نظرية، يمكن أن نتساءل الآن عن واقع الوساطة المالية في بورصة الجزائر.

واقع الوساطة المالية في بورصة الجزائر:

يمكن لمؤسسات الوساطة المالية أن تؤدي دوراً هاماً في مجال البورصة وذلك عن طريق تنشيط البورصة الذي يتم بصفة أساسية بتفعيل المعاملات المالية بها بمعنى توسيع وتحسين أدائها، ولا يمكن أن يتم ذلك إلا عن طريق القيام ببعض الأدوار منها:

- إقناع المؤسسات بمزايا الإدراج في البورصة ومساعدتها على الدخول في أحسن الظروف وبالقيم المالية المناسبة.
- إدخال قيم المؤسسات للبورصة والمساهمة في ترويجها.
- طرح أسهمها في البورصة للاستفادة من مداخيلها في تطوير وزيادة رأسمالها من جهة، ومن أجل زيادة عمق السوق من جهة أخرى.
- المساهمة في نشر ثقافة البورصة لدى عامة الجمهور عبر جميع القنوات المتاحة (إعلانات، مزايا وحوافز، فضاءات مفتوحة لتعريف الجمهور...)
- المساهمة في تسيير وإدارة شركة بورصة القيم وكذا هيئة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

إن وجود وساطة مالية كفئة في عمليات البورصة تقوم بعملية التغطية والترويج وتسهيل المعاملات، وتتوّج هذه المؤسسات وزيادة التنافس بينها يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوساطة والتي تؤدي إلى جلب المزيد من المستثمرين، لكن ما يمكن ملاحظته في بورصة الجزائر هو غياب دور الوساطة المالية في إقناع عدد كافي من المؤسسات للدخول إلى البورصة، إذ أن هذه الأخيرة بحاجة ماسة إلى زيادة عدد المؤسسات بها، وبالرغم من أننا نجد بعض المؤسسات بصدد الإنضمام إليها مثل شركة المساهمة: DAHLI (بحيث يتعلق الأمر بطرح سندات آجلة على سبع سنوات بقسيمات ربح متزايدة والشركة هي بصدد إتمام ملف القبول)، إلا أن هذا غير كافي من أجل تنشيط البورصة.

وقد اعتبر مسؤولو بورصة الجزائر أن قلة المؤسسات المدرجة فيها يرجع إلى كون بورصة الجزائر ما زالت حديثة النشأة ولا يرجع إلى فشل تجربة سوق الأسهم -كما اعتبره البعض- خاصة بعد انسحاب شركة رياض سطيف من البورصة سنة 2006¹.

بالإضافة إلى ذلك يلاحظ عدم توفر المعلومات الكافية في البورصة، ومن شأن غياب البيانات عن أداء الشركات سواء تلك المنضوية في البورصة أو غيرها أن يلقي بظلاله على مستقبل البورصة إذ لا يمكن لهذه الأخيرة أن تنمو إلا في ظل مناخ تسوده الشفافية.

فعلى بورصة الجزائر تطوير عدد ونوعية نشاط الوسطاء الماليين، ووضع لوائح محكمة ومحفزة لوظائف الوسطاء، وكذا دعم روح الابتكار في نشاطهم.

¹ - حنان حيمر، بورصة الجزائر تبحث عن إعادة الثقة في السوق المالية، عن الموقع الإلكتروني:

<http://www.elitforex.com/farumus/lofiversion/index.php? F70.html>. page web consultée le:06/11/2008 à21h00.

خلاصة الفصل الثالث:

- تؤدي الوساطة المالية دوراً مهماً في تنشيط وتفعيل المعاملات المالية في البورصة، فبدون وساطة مالية كفئة وقادرة على الابتكار يظل مستوى نشاط السوق المالية ضعيفاً.
- يظهر الدور الفعال الذي تقوم به الوساطة المالية على مستوى البورصة من خلال:
- الحصول على جملة من المعلومات القيمة التي قد تتوقف عليها مختلف القرارات المتعلقة بتوظيف الموارد.
 - الوساطة بين البائعين والمشتريين: وبالتالي المساهمة في خلق السوق الأولية.
 - تسعير الأوراق المالية وذلك باستخدام مختلف التقنيات، وكذلك تنفيذ أوامر العملاء.
- يعتبر إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر حتمية أفرزتها مختلف التحولات الاقتصادية والسياسية التي تهدف إلى إرساء قواعد اقتصاد السوق.
- تختص هذه السوق في تداول الأوراق المالية وهذا ما يسمح للمؤسسات العامة والخاصة بالإستفادة من مدخرات الأفراد والاستثمار في المشاريع المربحة.
- تُسَيَّر بورصة الجزائر من خلال ثلاثة هيئات هي: شركة إدارة بورصة القيم، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والوسطاء الماليين في البورصة.
- يقوم وسطاء بورصة الجزائر بعدة عمليات من بينها: المفاوضة على القيم المنقولة سواءً لحسابهم الخاص أو لحساب زبائنهم، تسيير محفظة القيم المنقولة، تقديم النصائح والإرشادات في مجال التوظيف. ويتمثل دور الوسطاء بصفة أساسية في تنفيذ الأوامر الصادرة من طرف المتعاملين وكذلك بالقيام بعملية التفاوض في القيم المنقولة وذلك عن طريق حصتي: التداول، والمقاصة والتسوية.

خاتمة عامة

خاتمة عامة:

لقد أصبح موضوع الأسواق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في تعبئة المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزويد من معدلات الرفاهية للأفراد.

تؤدي الأسواق المالية دورًا حيويًا في تمويل التنمية الاقتصادية عبر عدّة آليات وقنوات، والبورصة كآلية من آليات الأسواق المالية تلعب دورًا مهمًا في عملية التمويل حيث تعمل على تجميع المدخرات من الأعران الذين لديهم فائض وتقديمها للأعران الذين هم بحاجة إلى تلك الأموال لتمويل الأنشطة الاقتصادية الخاصة بهم على المدى الطويل، فالبورصة إذن عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، ومن أجل التقريب بين البائعين والمشتريين وكذلك من أجل التفاوض على القيم المنقولة في البورصة تطلب الأمر وجوب تدخل فئة متخصصة في المعاملات المالية هي فئة الوساطة المالية، تتمثل مهامها أساسًا في تقديم المساعدة والنصائح للمتعاملين في البورصة، تنفيذ أوامرهم من بيع وشراء الأوراق المالية وكذلك تسيير المحافظ المالية.

لقد أصبحت مؤسسات الوساطة المالية تحتل مكانة هامة ضمن السوق المالية وخاصة على مستوى البورصة، حيث شهدت تلك المؤسسات الوسيطة تطورًا ملحوظًا من خلال نوعية وحجم الخدمات التي تقدمها لمختلف الأعران الاقتصاديين وكذلك من خلال توفرها على إمكانيات معتبرة في المجال المالي، كما أصبحت تلك المؤسسات تساهم في تطوير البورصة وتلعب دورًا في زيادة كفاءتها وفعاليتها.

وحتى تقوم الوساطة المالية بدورها في البورصة على أكمل وجه، تقوم الهيئات المنظمة للبورصة على تحسين ظروف الوساطة المالية من خلال وضع شروط خاصة بالوسطاء كأشخاص طبيعيين ومعنويين لمزاولة مهنتهم داخل البورصة، وعادةً ما يعمل الوسطاء لحساب الغير بتنفيذ أوامرهم وتسيير محافظهم المالية وتقديم النصائح للإستثمار في الأصول المالية، ويمتاز الوسطاء بخبراتهم الكبيرة وتخصصهم في التعامل في البورصة، كما لا يمكن تنفيذ أوامر البورصة إلا عن طريقهم.

النتائج العامة للبحث:

لقد قادتنا هذه الدراسة إلى استخلاص النتائج التالية:

- تساهم بورصة القيم المنقولة في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار الاقتصاد، كما أنها تحد من معدلات التضخم في الاقتصاد من خلال جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات.

- من أجل إدراج المؤسسات في البورصة ومن أجل تداول أوراقها المالية، يجب الإلتزام ببعض الشروط التي تضعها لجنة تنظيم البورصة مثل: ضرورة الإكتتاب العام للأوراق المالية، نشر البيانات والمعلومات المتعلقة بالوضع المالية للمؤسسات المدرجة.

- تمثل البورصة الكفاء تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق والوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر القيم المنقولة، فهي سوق تُستوعب فيها جميع المعلومات الجديدة بسرعة من قبل المشاركين، وتُدمج على الفور في أسعار السوق.

- لا يمكن إتمام أية عملية بيع أو شراء للقيم المنقولة دون اللجوء إلى الوساطة في عمليات البورصة، ولا يتوقف دورها على مستوى السوق الثانوية فقط بل يتعداه إلى تقديم النصح وتسيير المحافظ المالية.

- تتطلب مهنة الوساطة المالية شروطاً معينة سواءً بالنسبة للشخص الوسيط أو بالنسبة لمؤسسات الوساطة وذلك من أجل حماية أموال المتعاملين.

- يسعى الوسطاء الماليون في البورصة من أجل القيام بدورهم بكل فعالية إلى توفير مجموعة من المعلومات الدقيقة والمستمرة عن القيم المنقولة والمؤسسات المصدرة لها وقطاع نشاطها، حيث تقف جودة الإستثمار على مقدار توفر المعلومات كمياً ونوعياً وفي الوقت المناسب.

- يتمثل الدور الرئيسي للوسطاء الماليين في البورصة في تنفيذ الأوامر الصادرة عن المتعاملين، وكذلك بقيامهم لمختلف تقنيات التسعير والتمثلة خاصة في التسعيرة المستمرة والتسعيرة الدورية، بحيث توجد جداول خاصة داخل البورصة يتم فيها تسجيل أسعار الأوراق المالية وقيمتها أولاً بأول.

- أمام تزايد إلهام المتعاملين في البورصة بأن تصبح المعاملات المالية أكثر فعالية وملاءمة، ومن أجل ضمان استمرارية البورصة وتطورها، تقوم مؤسسات الوساطة المالية بعدة عمليات من شأنها تسهيل المعاملات والسرعة في تنفيذها بالإضافة إلى أنها تستخدم تقنيات حديثة وذلك بجعل خدماتها المالية أكثر سهولة وملاءمة ومرونة بالنسبة للمتعاملين، من جملة هذه الخدمات ما يلي:

* حماية المتعاملين من اتخاذ قرارات غير صائبة بشأن الإستثمار المالي.

* تسهيل تبادل المعلومات فيما بين المتعاملين عن طريق توفيرها لتلك المعلومات وكذلك عن طريق التحقق من المعلومات التي توفرها الجهات الأخرى مثل: المؤسسات المدرجة أو الصحف.

وفيما يخص بورصة الجزائر، فقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

- لا تزال بورصة الجزائر في تمويل الإقتصاد الجزائري ضئيلة، ولا يعود ذلك إلى حداثة نشأتها فحسب وإنما راجع كذلك إلى جملة من العراقيل التي كانت السبب في جمودها والتي حالت دون تطورها من بينها: عدم توافر المعلومات اللازمة لشفافية السوق وكذلك غياب ثقافة بورصية لدى الأفراد- والتي لا يمكن أن تتوفر لديهم إذا لم يكن باستطاعتهم توفير البعض من دخلهم- مما أدى إلى عدم اتخاذ قرارات مالية عقلانية.

- تعاني بورصة الجزائر من قلة المؤسسات المتدخلة فيها بالإضافة إلى محدودية الأصول المالية المتداولة فيها والتي تتركز معظمها على الأسهم العادية والسندات العادية فقط، وهذا ما يدل على عدم تطور البورصة وانخفاض الوعي الاستثماري فيها.
- لا تزال تحتاج الوساطة المالية في بورصة الجزائر إلى تفعيل دورها في تنشيط البورصة، حيث يلاحظ توفر عدد قليل من المؤسسات الوسيطة التي تعمل على مستوى البورصة والتي تتمثل أساساً في البنوك العمومية، وعدم التنوع في تلك المؤسسات الوسيطة من شأنه أن ينعكس سلباً على حجم ونوعية المعاملات المالية وبالتالي على تطور البورصة.

التوصيات:

- من خلال النتائج التي تم التوصل إليها، يمكن تقديم جملة التوصيات التالية:
- نشر الوعي حول آلية عمل البورصة، وتوفير عنصر الثقة في عملية الاستثمار والادخار عن طريق سد العجز في المجال الإعلامي.
- ضمان تدفق المعلومات الاقتصادية والمالية إلى كافة المستثمرين في الوقت المناسب، مع ضمان سرية المعلومات غير القابلة للنشر في الوقت ذاته.
- تشجيع شركات القطاع العام على طرح أسهمها للاكتتاب العام عن طريق البورصة.
- حتى تكون المعاملات المالية فعّالة في البورصة، ومن أجل تطوير هذه الأخيرة، يجب توفر عدد كبير من مؤسسات الوساطة المالية المتطورة التي تعمل على تنشيط سوق الاكتتاب والتداول بالإضافة إلى توفير المعلومات وفتح الحساب للمتعاملين بحيث يكون الوسطاء الماليين مسؤولين عن إتمام الصفقات وترويجها وفقاً لأوامر المتعاملين.
- أما بالنسبة إلى بورصة الجزائر، فيمكن تقديم جملة من التوصيات من أجل تجاوز مختلف العقبات التي تقف كحاجز أمام تطورها:
- ضرورة إدراج عدد كبير من المؤسسات في البورصة بحيث تساهم على تنشيطها وبالتالي جلب عدد أكبر من المستثمرين من أجل توظيف أموالهم فيها.
- العمل على خصصة المؤسسات عن طريق البورصة والذي من شأنه زيادة عدد المتعاملين وبالتالي تنشيط البورصة، فبدون خصصة لا تنشأ البورصة كما لا يمكن تطبيق برامج الخصصة كلياً إلا عن طريق البورصة.
- تعميق الوعي البورصي لدى الأفراد عن طريق تعريف المهتمين بالشركات والعمليات التي تتم في البورصة، وكذلك من خلال إبراز أهمية البورصة ودورها الفعال في تنشيط الاقتصاد.
- العمل على بعث سوق الأسهم تدريجياً والذي يمكن أن يتم عن طريق إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.

- ضرورة إنشاء مؤسسات الوساطة المالية بعدد أكبر، والعمل على تكوينها وتأهيلها لاكتساب خبرات التعامل مع البورصة نظراً للدور الهام الذي تقوم به في تنشيط البورصة من خلال توفيرها للسيولة.

آفاق البحث:

لقد ركزت هذه الدراسة على موضوع الوساطة المالية ودورها في البورصة، وبيّنت مدى أهمية الوساطة المالية في السوق المالية بصفة عامة وفي البورصة بصفة خاصة. ومن شأن هذه الدراسة أن تفتح المجال أمام الباحثين المهتمين بالسوق المالية لدراسة مجموعة من المجالات المتعلقة بها والتي يمكن حصرها في:

- بورصة القيم المنقولة بين النظرية والتطبيق، مع الإشارة إلى بورصة الجزائر.
- الوساطة المالية ودورها في تفعيل بورصة الجزائر.
- المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

1- الكتب:

- أحمد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، مركز جامعة القاهرة، مصر، 1998.
- أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- أكرم حداد، مشهور هذلول، "النقود والمصارف (مدخل تحليلي ونظري)"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمّان، 2005.
- توماس ماير، جمس اسدوستيري، روبرت زدالير، "النقود والبنوك والاقتصاد"، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر، 2002.
- جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفاء للنشر، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2002.
- رسمية قريا قص، "أسواق رأس المال والمؤسسات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- زينب حسن عوض الله، "اقتصاديات النقود والمال"، الدار الجامعية، 1994.
- سعيد توفيق عبيد، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1998.
- سعيد سيف النصر، "دور البنوك في استثمار أموال العملاء"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004.
- شاكر القزويني، "محاضرات في اقتصاد البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
- شمعون شمعون، "البورصة: بورصة الجزائر"، أطلس للنشر، بدون سنة نشر.
- صلاح الدين حسن السيبي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب للنشر، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003.
- ضياء مجيد، "البورصات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- عاطف وليم أندرواس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007.
- عبد الغفار حنفي، "الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية"، الإسكندرية، 1997.
- عبد الغفار حنفي، "بورصات الأوراق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصات الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار)"، مركز الإسكندرية للكتب، مصر، 1997.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، "النقود والمصارف و أسواق المال"، دار الحامد، الطبعة الأولى، 2004.
- عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.
- غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، "اقتصاديات النقود والبنوك"، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002.
- فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، عالم الكتب الحديث للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.
- محمد القيومي محمد، "نظم المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1990.
- مايكل بيكت، ترجمة دار الفاروق للنشر، "كيف تعمل البورصة (دليل المستثمر الصغير)"، دار الفاروق للنشر، 2006.
- محمد صالح الحناوي، "دليل المستثمر (أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر.
- محمد صالح الحناوي، جلال العبد إبراهيم، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، "المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- محمد سويلم، "إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية"، الشركة العربية للنشر والتوزيع، 1992.
- صبري هرون، "أحكام الأسواق المالية"، دار النقاس للنشر والتوزيع، الأردن، 1992.
- مبروك حسين، "المدونة النقدية والمالية الجزائرية"، دار هومة، الطبعة الأولى، الجزائر، 2004.
- محمد يوسف ياسين، "البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004.

- محمد يونس، عبد النعيم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- محمد يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- مروان عطوان، "الأسواق المالية والنقدية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى، الجزائر، 1993.
- مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية (أدوات وآليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)"، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005.
- مصطفى رشدي شيحة، "اقتصاد النقود والمصارف والمال"، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، "الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية"، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، القاهرة، 1993.
- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
- منير إبراهيم هندي، "الأسواق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 1997.
- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشأة المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2002.
- منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية وصناديق الاستثمار)"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
- منير بوريشة، "المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة"، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2002.
- نوزاد الهيتي، "مقدمة في الأسواق المالية"، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، 1998.
- هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر، عمان، 2003.

2- الرسائل والمذكرات:

- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.

- سحنون جمال الدين، "شروط بروز أسواق الأوراق المالية-دراسة مقارنة لدول:مصر تونس والجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- وليد أحمد الصافي، "الأسواق المالية العربية-الواقع والآفاق-" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002-2003.
- تقيّة إلياس، "عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003-2004.
- زرفة زهيه، "بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في العمليات البورصية(حالة الجزائر)"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000-2001.
- عبد الوهاب علي حسن الغشم، "سوق الأوراق المالية مع إمكانية إنشائها في اليمن"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر 2002 – 2003.
- عيجولي خالد، "وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية(دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي)"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007.
- عيسى نجاة، "تقييم أداء الأسواق المالية العربية، دراسة تجربة الأردن"، ملخص رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002-2003.
- مروة أحمد جمال الدين، "واقع البورصات العربية وآفاق تطورها في الدول العربية(دراسة مقارنة بين حالة الجزائر ومصر)"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006-2007.
- يخلف عبد الرزاق، "الاستثمار في بورصة القيم المنقولة(دراسة لواقع البورصات العربية وآفاقها المستقبلية)"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.

3- المجالات والحواليات والمنشورات:

- جبّار محفوظ، "فرص الإستثمار في سوق رأس المال الجزائرية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عبّاس، سطيف، العدد 2001.
- حواليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 01، 1998.
- منشورات شركة إدارة بورصة القيم.
- دليل القيم المنقولة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، أوت 2004.
- "بورصة الجزائر"، مطبوعة شركة إدارة بورصة القيم، بدون سنة نشر.

4- الجرائد والمراسيم والتقارير:

- الجريدة الرسمية، قانون رقم 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، المادة 09، العدد 11 المؤرخ في 2003/02/09.
- النص التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993.
- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2004.
- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2005.
- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2006.

5- المواقع الإلكترونية:

- ابراهيمي أحمد، "السوق المالية، ماهيتها والأدوات المستخدمة فيها"، عن الموقع الإلكتروني: www.annabaa.org/nbanews/58/377.htm top. page web consultée le 19/01/2008 à 12h22.
- "سؤال وجواب عن البورصة المصرية"، قاعة البورصة وسوق المال، منتدى المشرق العربي، مصر، عن الموقع الإلكتروني: www.egypte.com/index_a.asp?cure. Page=glossary-a.ntne. page web consultée le 07/07/2008 à 13h29.
- مصر تفرض عقوبات على شركتين للوساطة المالية لتلاعبهما في الأسهم: "العقوبات المطبقة على شركات الوساطة المصرية"، القاهرة- روبرتز، عن الموقع الإلكتروني: www.alaswaq.net/articles/2008/10/01/18687.Htm. page web consultée le 03/10/2008 à 16h41.
- "دخول متعاملين جدد يفتحا أفقا جديدة لبورصة الجزائر"، جريدة الأيام العدد 941، عن الموقع الإلكتروني: http://www.elayemd.com/index.php?option=com_content&task=view&id=20160&Itemid=38. page web consultée le 08/11/2008 à 20h30.
- حنان حيمر، "بورصة الجزائر تبحث عن إعادة الثقة في السوق المالية"، عن الموقع الإلكتروني: <http://www.elitforex.com/farumus/lofiversion/index.php?F70.html>. page web consultée le:06/11/2008 à 21h00.

المراجع باللغة الأجنبية:

1- Les ouvrages:

- Didier Vitrac, "Marchés financier: investir en bourse avec succès", gualino éditeur, 3eme édition, France, 2004.
- Josette Peyard, "la bourse", édition: Vuibert entreprise, 5eme édition, paris, 1997.
- Josette Pilverdier Latreyte, "le marché financier français", édition: economica, France, 1991.
- Kamel chehrit. "Guide techniques et pratiques bancaires financières et boursières", , édition G.A.L(ex:M.L.P) , 2eme édition, Alger, Algérie, 2003.
- Mansour Mansouri, "la bourse des valeurs mobiliers d'Alger", édition Houma, 2002.
- Max Weber, "la bourse", édition transition, Paris, 1999.
- ouvrage collectif sous la direction de M.Moutoussés, 100fiche pour comprendre la bourse et les marchés financiers, édition IFC, saint germain, France, 2001.
- Olivier Chazoul, "comment investir", édition du seuil, paris, 2000.
- Olivier toispeau, "dictionnaire de la bourse et des termes financiers", édition, SEFI, 3eme édition, Québec, canada, 1999.
- Paul Jaque, "bourse et marché financier", , édition dunod, 2eme édition, paris, 2003.

2- Revue, guides et règlements:

- Boukassani Rachid, "Revue des reformes économiques et intégration en économie", publiée par le laboratoire des reformes économique, développement et stratégies d'intégration en économie mondiale, école supérieure de commerce; Alger; N2/2007.
- Guide de la bourse et des opérations boursières, "la bourse d'Alger", collection guide- plus, 1998.
- Société de gestion de la bourse des valeurs "la négociation en bourse."
- Société de gestion de la bourse des valeurs "la compensation".
- "Règlement cosob", N 02,1999.

الملاحق

بورصة القيم المنقولة بالجزائر

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

1-1 Dénomination ou raison sociale	
1-2 Siège social	
Tél. :	Fax :
1-3 Objet social	
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

