

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed KHIDHER -Biskra
Faculté des Sciences Economiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département des Sciences Commerciales



جامعة محمد خيضر - بسكرة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية

الموضوع

دور مؤسسات الوساطة المالية في تنشيط
سوق الأوراق المالية
- دراسة حالة بورصة نيويورك خلال الفترة (2008-2019) -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية

شعبة العلوم التجارية

تخصص: مالية وتجارة دولية

الأستاذ المشرف:

د/ الغالي بن إبراهيم

إعداد الطالب(ة):

هريات بثينة

لجنة المناقشة

| الرقم | أعضاء اللجنة | الرتبة | الصّفة | مؤسسة الانتماء |
|-------|-------------------|-----------------|--------|----------------|
| 1 | الربيع مسعود | أستاذ محاضر -أ- | رئيسا | جامعة بسكرة |
| 2 | بن إبراهيم الغالي | أستاذ محاضر -أ- | مشرفا | جامعة بسكرة |
| 3 | بن عبيد فريد | أستاذ محاضر -أ- | ممتحنا | جامعة بسكرة |

السنة الجامعية: 2020/ 2019

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed KHIDHER -Biskra
Faculté des Sciences Economiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département des Sciences Commerciales



جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية

الموضوع

دور مؤسسات الوساطة المالية في تنشيط
سوق الأوراق المالية
- دراسة حالة بورصة نيويورك خلال الفترة (2008-2019) -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية

شعبة العلوم التجارية

تخصص: مالية وتجارة دولية

الأستاذ المشرف:

د/ الغالي بن إبراهيم

إعداد الطالب(ة):

هريات بثينة

لجنة المناقشة

| الرقم | أعضاء اللجنة | الرتبة | الصّفة | مؤسسة الانتماء |
|-------|-------------------|-----------------|--------|----------------|
| 1 | الربيع مسعود | أستاذ محاضر -أ- | رئيسا | جامعة بسكرة |
| 2 | بن إبراهيم الغالي | أستاذ محاضر -أ- | مشرفا | جامعة بسكرة |
| 3 | بن عبيد فريد | أستاذ محاضر -أ- | ممتحنا | جامعة بسكرة |

السنة الجامعية: 2020/ 2019



شكر وتقدير

الحمد لله الذي لا يبلغ مدحه القائلون، ولا يحصي نعماءه العادون، ولا يؤد حقه المجتهدون، أحمد عز وجله على عونه أنه أكرمني لإتمام هذه الدراسة، فليس عندي شيء، ولا مني شيء، فالفضل والحمد والمنة لله وعده، والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء المرسلين، سيدنا محمد النبي الأمين، وعلى آله وصحبه أجمعين، ومنه اهتدي بهديه إلى يوم الدين، وبعد:

ففي البداية يطيبه لي أنه أقدم بجزيل الشكر والعرفان للأستاذ الفاضل الدكتور "بنو إبراهيم الفالحي" على التوجيهات التي أمدني بها طيلة بحثي فكان نعم المشرف، عيتم وعهني عيتم الخطأ، وشجعني عند الصواب.

وأوجه مسبقاً بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذا العمل وتقديم التوصيات اللازمة.

كما لا يفوتني شكر كل من ساعدني وأخصر بالذكر الأستاذ "جميل صالح" فله مني كل فائق الاحترام والتقدير.

إهداء

أهديه ثمرة مجهودي، إله أعظم وأرقه وأصدق روح جدي
العزيزة... (أطال الله في عمرها)

إله القلب المحنون، إله من عانقته روحى بحبها وعطفها،
ورضاها عنى قوة زادتنى عزيمته وإرادته... أمي الغالية (حفظها
الله)

إله الذي كلما ذكرته اسمه رفعت رأسى تباها بنسبي
إليه... والدي الغالي (أطال الله في عمره)

إله النجوم الساطعة في حياتي قبلت سعادتى... إخوتي
الغاليين أسماء، محمد أمين، رامي (وفقههم الله ورعاهم) وأمامة
(رحمه الله)

إله كل الأهل والأحباب وأخص بالذكر عماتي وأعمامي
وبناتي أعمامي وخالتي وابنت خالتي...

دون أن أنسى رفيقاتي دري وصديقاتي، وإله كل من
سعتهم ذاكرتي ولم تسعهم منذ كرتي، وأرجوا من الله تعالى أن
يجعل عملي هذا نفعاً يستفيد منه جميع الطلبة.

ملخص الدراسة:

يقوم موضوع هذه الدراسة بإلقاء الضوء على سوق الأوراق المالية وهو عبارة عامة تشير إلى شراء وبيع الأوراق المالية الاستثمارية، حيث يمكن أن تشمل هذه الاستثمارات الأسهم والسندات والخيارات والعقود الآجلة والصناديق المشتركة والصناديق المتداولة في البورصة، حيث يتم تداول العديد من هذه الأوراق المالية في بورصات الأوراق المالية، ولكن يتم تداول البعض الآخر من خلال مؤسسات الوساطة المالية، وتأتي معظم الأعمال التي يتم إجراؤها في سوق الأوراق المالية من مستثمرين مؤسسيين، لكن التقنيات الجديدة مثل التداول عبر الإنترنت جعلت سوق الأوراق المالية أكثر سهولة بالنسبة للمستثمرين الأفراد.

تسمح بورصة نيويورك (NYSE) أكبر بورصة قائمة على الأسهم في العالم بالسماح للمستثمرين والمتداولين بجني الأموال من خلال توفير سوق لهم لتداول الأوراق المالية، كما أنها تسمح للشركات بجمع الأموال من خلال إدراج أنواع مختلفة من الأوراق المالية فيها، ولتوفير مثل هذه الخدمات والسوق تقوم بورصة نيويورك بالعمل قدما لقدم مع مؤسسات الوساطة المالية وذلك من أجل تنشيط أسواق الأوراق المالية عامة، وبورصة نيويورك خاصة، لتنويع المحافظ الاستثمارية وتقليل المخاطر.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، مؤسسات الوساطة المالية، الأزمة المالية العالمية، بورصة

نيويورك.

Summary:

The subject of This study sheds light on the stock Market, which Is a général terme That refers to buying and selling investment securities, as these investments can include stocks, bonds, options, futures, mutual funds, exchange-traded funds, commodities and limited partnerships, as many of these securities are traded. On stock exchanges, but some are traded over the counter through investment brokerage firms. Most of the business that is conducted in the stock market comes from institutional investors, but new technologies such as online trading have made the stock market more accessible to individual investors.

The New York Stock Exchange (NYSE), the largest stock exchange in the world, allows investors and traders to make money by providing a market for them to trade in securities, and it also allows companies to collect funds by listing different types of securities in it, and to provide such services and the market the exchange New York is to work forward with financial intermediation institutions in order to revitalize the stock market in general, and the New York Stock Exchange in particular, to diversify investment portfolios and reduce

Key words, stock market, financial intermediaries, The global financial crisis, New York Stock Exchange.

فهرس المحتويات

| الصفحة | العنوان |
|-------------|---|
| | شكر وتقدير |
| | إهداء |
| I | ملخص الدراسة |
| II-V | فهرس المحتويات |
| VI | فهرس الجداول |
| VII | فهرس الأشكال |
| VIII | فهرس الملاحق |
| أ-هـ | مقدمة |
| 35-6 | الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية |
| 7 | المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية |
| 7 | المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية وأهميتها |
| 7 | أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية |
| 8 | ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالية |
| 9 | المطلب الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية وأسباب إدراج أسهم الشركات فيها |
| 9 | أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية |
| 10 | ثانياً: أسباب إدراج الشركات لأهميتها في سوق الأوراق المالية |
| 11 | المطلب الثالث: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية |
| 11 | أولاً: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية |
| 12 | ثانياً: مؤشرات سوق الأوراق المالية |
| 15 | المبحث الثاني: الإطار التنظيمي والوظيفي لسوق الأوراق المالية |
| 15 | المطلب الأول: بنية سوق الأوراق المالية |
| 16 | أولاً: السوق الأولية Primary Market |
| 17 | ثانياً: السوق الثانوية Secondary Market |
| 19 | المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية |
| 22 | المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية |
| 22 | أولاً: تنظيم عمليات الإفصاح عن المعلومات |
| 22 | ثانياً: تنظيم عمليات التعامل |
| 23 | ثالثاً: تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية |
| 25 | المبحث الثالث: الإطار العملي لأسواق الأوراق المالية |
| 25 | المطلب الأول: شروط قيام سوق الأوراق المالية ومزايا الاستثمار فيها |
| 25 | أولاً: شروط قيام سوق الأوراق المالية |
| 27 | ثانياً: مزايا الاستثمار في سوق الأوراق المالية |

| | |
|-------|--|
| 28 | المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية |
| 28 | أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية |
| 29 | ثانياً: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية |
| 30 | ثالثاً: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية |
| 32 | المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية |
| 32 | أولاً: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية |
| 33 | ثانياً: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية |
| 62-37 | الفصل الثاني: الإطار النظري للوساطة المالية |
| 38 | المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للوساطة المالية |
| 38 | المطلب الأول: تعريف وأسباب ظهور الوساطة المالية |
| 38 | أولاً: تعريف الوساطة المالية |
| 39 | ثانياً: أسباب ظهور الوساطة المالية |
| 40 | المطلب الثاني: أهمية الوساطة المالية |
| 40 | أولاً: بالنسبة لأصحاب الفائض المالي |
| 40 | ثانياً: بالنسبة لأصحاب العجز المالي |
| 41 | ثالثاً: بالنسبة للوساطة المالية بذاتها |
| 41 | رابعاً: بالنسبة للاقتصاد ككل |
| 42 | المطلب الثالث: وظائف الوساطة المالية |
| 45 | المبحث الثاني: مؤسسات الوساطة المالية |
| 45 | المطلب الأول: تصنيف مؤسسات الوساطة المالية |
| 45 | أولاً: المؤسسات الوداعية |
| 46 | ثانياً: المؤسسات غير الوداعية |
| 48 | المطلب الثاني: الاتجاهات الحديثة لمؤسسات الوساطة المالية |
| 48 | أولاً: نزعة متنامية باتجاه الاندماج |
| 49 | ثانياً: الشركات القابضة للمصارف |
| 49 | ثالثاً: تعدد أنشطة الوساطة المالية للمصارف |
| 51 | المطلب الثالث: ممارسة نشاط الوساطة المالية |
| 51 | أولاً: مفهوم الوسيط المالي |
| 51 | ثانياً: فئات الوسطاء الماليين |
| 52 | ثالثاً: الالتزامات التي تقع على مؤسسات الوساطة المالية |
| 54 | المبحث الثالث: دور الوساطة المالية في تنشيط المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية |
| 54 | المطلب الأول: عضويات مؤسسات الوساطة المالية |
| 54 | أولاً: بالنسبة للأشخاص المعنويين |
| 55 | ثانياً: بالنسبة للأشخاص الطبيعيين |
| 56 | المطلب الثاني: التداول عبر مؤسسات الوساطة المالية |

| | |
|--------|---|
| 56 | أولاً: الأوامر في سوق الأوراق المالية |
| 58 | ثانياً: التسعير في سوق الأوراق المالية |
| 60 | المطلب الثالث: أنشطة مؤسسات الوساطة المالية لتفعيل سوق الأوراق المالية |
| 101-64 | الفصل التطبيقي: دراسة حالة بورصة نيويورك |
| 65 | المبحث الأول: تقديم بورصة نيويورك |
| 65 | المطلب الأول: تعريف وخصائص بورصة نيويورك |
| 65 | أولاً: تعريف بورصة نيويورك |
| 66 | ثانياً: خصائص بورصة نيويورك |
| 67 | المطلب الثاني: نشأة وتطور بورصة نيويورك |
| 67 | أولاً: الفترة ما بين (1817-1775) |
| 68 | ثانياً: الفترة ما بين (1988-1844) |
| 69 | ثالثاً: الفترة ما بين (2008-2005) |
| 70 | رابعاً: الفترة ما بين (2019-2009) |
| 70 | المطلب الثالث: تنظيم بورصة نيويورك |
| 70 | أولاً: الرقابة في بورصة نيويورك |
| 72 | ثانياً: الإدارة في بورصة نيويورك |
| 74 | المبحث الثاني: عرض التطورات المالية في بورصة نيويورك |
| 74 | المطلب الأول: تأثير الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) |
| 74 | أولاً: الأزمة المالية العالمية وأسبابها (أزمة الرهن العقاري) |
| 76 | ثانياً: نتائج الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) |
| 77 | المطلب الثاني: انتقال الأزمة المالية العالمية |
| 77 | أولاً: الدول الأوروبية |
| 78 | ثانياً: الدول الآسيوية |
| 78 | ثالثاً: الدول العربية |
| 79 | المطلب الثالث: واقع بورصة نيويورك ومؤسسات الوساطة المالية بعد الأزمة المالية العالمية |
| 79 | أولاً: واقع بورصة نيويورك |
| 82 | ثانياً: واقع مؤسسات الوساطة المالية |
| 83 | المبحث الثالث: العمليات في بورصة نيويورك |
| 83 | المطلب الأول: الأوامر في بورصة نيويورك |
| 83 | أولاً: أنواع الأوامر في بورصة نيويورك |
| 84 | ثانياً: تنفيذ الأوامر في بورصة نيويورك |
| 85 | المطلب الثاني: تحديد الأسعار الأوراق المالية في بورصة نيويورك |
| 85 | أولاً: التداول في بورصة نيويورك |
| 86 | ثانياً: المزاد في بورصة نيويورك |
| 88 | ثالثاً: أهم مؤشرات الأوراق المالية في بورصة نيويورك |

| | |
|---------|--|
| 91 | المطلب الثالث: الوسطاء في بورصة نيويورك |
| 91 | أولاً: الإدراج في بورصة نيويورك |
| 93 | ثانياً: أهم مؤسسات الوساطة المالية في بورصة نيويورك |
| 97 | المطلب الرابع: دور مؤسسات الوساطة في بورصة نيويورك |
| 97 | أولاً: دور أنتركتيف بروكورز (Interactive Brokers) |
| 98 | ثانياً: دور تي دي أميرتريد (TD Ameritrade) |
| 99 | ثالثاً: دور إي ترید فايننشال كورپ (E Trade Financial Corp) |
| 103 | خاتمة |
| 118-109 | قائمة المراجع |

فهرس الجدول

| الصفحة | عنوان الجدول | رقم الجدول |
|--------|---|---------------|
| 75 | حجم المديونات في أمريكا وباقي العالم | جدول رقم (1) |
| 76 | تطور مؤشر داو جونز خلال سنوات الأزمة المالية العالمية | جدول رقم (2) |
| 79 | التدابير المعتمدة وخطط الإنقاذ لاحتواء الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول الأوربية | جدول رقم (3) |
| 85 | أوقات إدخال الأوامر في بورصة نيويورك | جدول رقم (4) |
| 93 | بطاقة تعريف لشركة انتركتيف بروكورز (Interactive Brokers) | جدول رقم (5) |
| 94 | بطاقة تعريف لشركة تي دي أميرتريد (TD Ameritrade) | جدول رقم (6) |
| 96 | بطاقة تعريف لشركة إيتريد فايننشال كورب. (E*Trade Financial Corp.) | جدول رقم (7) |
| 98 | إيجابيات وسلبيات شركة انتركتيف بروكورز (Interactive Brokers) | جدول رقم (8) |
| 99 | إيجابيات وسلبيات شركة أميرتريد (TD Ameritrade) | جدول رقم (9) |
| 100 | إيجابيات وسلبيات شركة إيتريد فايننشال كورب. (E* Trade Financial Corp.) | جدول رقم (10) |

فهرس الأشكال

| الصفحة | عنوان الشكل | رقم الشكل |
|--------|--|----------------|
| 15 | بنية سوق الأوراق المالية | الشكل رقم (1) |
| 16 | آلية عمل السوق الأولية | الشكل رقم (2) |
| 18 | هيكل السوق غير المنظمة | الشكل رقم (3) |
| 21 | دور سوق الأوراق المالية في الجمع بين القطاعات المقرضة والمقترضة | الشكل رقم (4) |
| 27 | شروط قيام سوق أوراق مالية فعالة | الشكل رقم (5) |
| 31 | التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية | الشكل رقم (6) |
| 42 | آلية عمل الوساطة المالية | الشكل رقم (7) |
| 47 | مؤسسات الوساطة المالية | الشكل رقم (8) |
| 73 | الهيكل التنظيمي لمجلس إدارة بورصة نيويورك | الشكل رقم (9) |
| 81 | منحنى بياني للتغيرات في مؤشر داو جونز من 2007 إلى 2018 | الشكل رقم (10) |
| 89 | منحنى بياني لرسملة السوق لمؤشر داو جونز من 2008 إلى 2019 | الشكل رقم (11) |
| 90 | منحنى بياني للتطور السنوي لمؤشر (S&P 500) من 1986 إلى 2018 | الشكل رقم (12) |
| 94 | إجمالي الإيرادات وصافي الدخل لشركة انتركتيف بروكوز (Interactive Brokers) | الشكل رقم (13) |
| 95 | إجمالي الإيرادات وصافي الدخل لشركة تي دي أميرتريد (TD Ameritrade) | الشكل رقم (14) |
| 96 | إجمالي الإيرادات وصافي الدخل لشركة إيتريد فايننشال كورب. (E*Trade Financial Corp.) | الشكل رقم (15) |

فهرس الملاحق

| الصفحة | عنوان الملحق | رقم الملحق |
|--------|--|----------------|
| 120 | التقرير السنوي للسنة المالية المنتهية في 30 سبتمبر 2019 لشركة انتركتيف بروكورز (Interactive Brokers) | الملحق رقم (1) |
| 121 | التقرير السنوي للسنة المالية المنتهية في 30 سبتمبر 2019 لشركة شركة أميرتريد (TD Ameritrade) | الملحق رقم (2) |
| 122 | التقرير السنوي للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر 2019 لشركة إي تريد فايننشال كورب E* Trade (Financial Corp.) | الملحق رقم (3) |

مقدمة

تمهيد:

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا إنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية.

وكما هو معلوم فإن أسواق الأوراق المالية تتكون من ثلاث فئات: المدخرين، المستثمرين، والوسطاء وهذه الفئة الأخيرة بدأت تشهد تطورات كبيرة في مجال عملها، حيث أصبح لخدماتها في السوق المالية بعدا عالميا، نظرا لأنها تعتبر آلية حيوية من خلال دورها في توعية المستثمرين ومسؤولياتها في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وفي تنشيط هذه السوق.

وقد شهدت الوساطة المالية تطورات كبيرة على المستوى العالمي، حيث ساهمت بقدر كبير في ربط أسواق الأوراق المالية العالمية، مما جعلها تشغل حيز لا يستهان به لدى منظري الفكر المالي، ليس هذا فقط بل أصبحت تتبوأ مكانة مرموقة في الأسواق المالية عامة والبورصات خاصة، وفي خضم هذا الواقع لم يتوقف السعي الحثيث للدول على إجراء تعديلات فيما يخص عدة جوانب تتعلق بسوق الأوراق المالية، بهدف الرفع من حجم التداول وضمان استقرار أسعار الأوراق المالية، وإعطاء دفعة قوية لتنشيط العوائد بما يساعد على تشجيع وانسياب المدخرات والاستثمارات في هذه السوق.

أوجدت هذه التطورات التي مرت بها الوساطة المالية لتصبح على ما هي عليه الآن ظاهرة عدم استقرار في الأسواق المالية، وأصبحت موضوع قلق على المستوى العالمي، حيث تحنل صدارة اهتمام وسائل الإعلام والتظاهرات الاقتصادية العالمية خاصة بعد ارتفاع وتيرة وحدة الأزمات المالية الاقتصادية خلال العقود الثلاث الماضية، وهذه الأزمات التي ترتب عليها في كل مرة خسائر كبيرة تحملتها المؤسسات المالية العالمية، ومثال ذلك ما خلفته الأزمة المالية العالمية أو أزمة الرهن العقاري من آثار وخسائر كبيرة على هاته المؤسسات والتي وصلت تداعياتها اقتصاديات العالم ككل.

إشكالية الدراسة:

إدراكا بأهمية الدور الذي تؤديه سوق الأوراق المالية في تجميع المدخرات وإحالتها لتمويل الاقتصادات الوطنية والعالمية، والقنوات التي تتم عبرها هاته الآلية خاصة مؤسسات الوساطة المالية، أصبح موضوع سوق الأوراق المالية من المواضيع التي طرحت الكثير من الدراسات وخاصة دور مؤسسات الوساطة المالية في تنشيطها وتسهيل معاملاتها عالميا، بأقل الجهود والتكاليف مقابل درجة عالية من الكفاءة في توزيع المدخرات واستثمارها في مناخ اقتصادي مرن.

ومن خلال ما سبق نطرح الإشكالية التالية:

كيف تساهم مؤسسات الوساطة المالية في تنشيط المعاملات المالية بسوق الأوراق المالية؟

إن معالجة موضوع دور مؤسسات الوساطة المالية في تنشيط أسواق الأوراق المالية يفتح المجال ل طرح

التساؤلات التالية:

1. ماهي أهم وظائف أسواق الأوراق المالية؟؛
2. ماهي شروط قيام سوق الأوراق المالية وعوامل نجاحها لتصبح سوقا فعالا؟؛
3. ماهية مؤسسات الوساطة المالية وما مدى مساهمتها في تنشيط المعاملات في سوق الأوراق المالية؟؛
4. ما هو واقع بورصة نيويورك ومؤسسات الوساطة المالية بعد الأزمة المالية العالمية؟؛

فرضيات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة تمت صياغة الفرضية الرئيسة كالتالي:

تساهم مؤسسات الوساطة المالية في تنشيط المعاملات المالية بسوق الأوراق المالية من خلال تطوير

وتحسين سير السوق بالاعتماد على أدوارها ووظائفها المتعددة.

وتندرج تحت الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية:

1. تتمثل أهم وظيفة في سوق الأوراق المالية في توجيه التمويل من أصحاب الفوائض (المستثمرون) إلى أصحاب العجز (المؤسسات الاقتصادية) التي تريد سد عجزها أو توسيع نشاطها؛
2. لا يقف دور مؤسسات الوساطة في سوق الأوراق المالية على التوسط بين البائعين والمشتريين، وإنما يتعدى ذلك لتطوير وتحسين خدمات سوق الأوراق المالية؛
3. تأثر كل من بورصة نيويورك والمؤسسات المالية الوسيطة بالأزمة المالية العالمية من خلال تدهور المؤشرات في البورصة وحدث عجز مالي حاد وإفلاس لدى مؤسسات الوساطة المالية.

أهداف الدراسة:

يسعى هذا البحث للتوصل إلى الأهداف التالية:

1. تسليط الضوء على الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية والوساطة المالية؛
2. محاولة دراسة كيفية التداول في سوق الأوراق المالية؛
3. إبراز الدور الذي يقوم به الوسطاء الماليون في تنشيط أسواق الأوراق المالية؛
4. تسليط الضوء على بورصة نيويورك للأوراق المالية وعلاقتها مع مؤسسات الوساطة المالية.

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من أهمية الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في تنمية القطاع الحقيقي، وذلك بتوفير بيئة مناسبة لجذب وتشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي، كما تكمن أهميتها في الدور الذي تؤديه الوساطة المالية على المستوى العالمي، حيث ساهمت بقدر كبير في ربط أسواق الأوراق المالية، فهي تمثل لغة ترابط متين بين المستثمرين والمدخرين، مما جعلها تشغل حيزا لا يستهان به لدى منظري الفكري المالي، ليس هذا فقط بل أصبحت تتبوأ مكانة مرموقة في الأسواق المالية عامة والبورصات خاصة وفي خضم هذا الواقع، لم يتوقف السعي الحثيث للدول على إجراء الرفع من حجم التداول وضمان تعديلات فيما يخص عدة جوانب تتعلق بسوق الأوراق المالية، واستقرار أسعار الأوراق المالية، وإعطاء دفعة قوية لتنشيط العوائد بما يساعد على تشجيع وانسياب المدخرات في هذا السوق.

دوافع اختيار الموضوع:

تكمن دوافع اختيار الموضوع محل الدراسة إلى جملة من الأسباب:

1. الشعور بقيمة وأهمية الموضوع في ظل التحولات المالية العالمية المتسارعة؛
2. تعاضد دور مؤسسات الوساطة المالية في الأسواق المالية عامة وأسواق الأوراق المالية خاصة؛
3. كون بورصة نيويورك من أقدم وأول البورصات العالمية، ومن أحسنها من حيث تحقيقها لأفضل الأداءات خلال العقود الأخيرة طبقا للتقارير الدولية المختصة في هذا المجال، بالإضافة لكونها أكبر سوق لتداول الأوراق المالية.

4. تسليط الضوء على أهم مؤسسات الوساطة المالية العالمية الناشطة في بورصة نيويورك.

حدود الدراسة:

الحدود المكانية: ستكون الدراسة على مستوى بورصة نيويورك والتي تمثل أكبر سوق مالية أمريكية.

الحدود الزمانية: تتمثل الحدود الزمانية في عرض واقع بورصة نيويورك في الفترة من سنة 2008 إلى 2019.

الدراسات السابقة:

من بين الدراسات السابقة التي تعرضت لهذا الموضوع فإنه تم الحصول على البعض منها والتمثلة فيما

يلي:

1. بن عزوز عبدالرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة قسنطينة(2011-2012)، تناول الباحث في هذه الدراسة ثلاثة فصول:

تضمن الفصل الأول الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية حيث تطرق من خلاله إلى ماهية سوق الأوراق المالية، الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، تنظيم سوق الأوراق المالية، كفاءتها، ومقومات نجاحها، أما الفصل الثاني فكان حول الإطار النظري للوساطة المالية من خلال ماهية الوساطة المالية، مؤسسات الوساطة المالية والوسطاء الماليين في عمليات البورصة، وفي الفصل الأخير تطرق الباحث للوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى البورصة التونسية فتناول من خلاله دور الوساطة المالية في تنشيط المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية، الملامح الأساسية لبورصة الأوراق المالية في تونس وأخيرا على واقع الوسطاء الماليين في بورصة نيويورك.

2. كمال كامل عبد الواد الشافعي، الاطار التنظيمي لشركات الوساطة في فلسطين (دراسة مقارنة)، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في القانون من كلية الحقوق والإدارة العامة، جامعة بيزيت، فلسطين، 2008، حيث تناول الباحث فصلين:

الفصل الأول تطرق للإطار الهيكلي لشركات الوساطة المالية من خلال تناول مفهوم شركات الوساطة المالية وخصائصها، بالإضافة إلى مراحل بناء شركات الوساطة المالية، أما الفصل الثاني كان حول الإطار الوظيفي لشركات الوساطة المالية، تطرق فيه لآليات عمل شركات الوساطة المالية وضوابط العمل فيها.

3. عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، جامعة دالي براهيم، 2009-2010، تطرق الباحث فيه إلى ثلاثة فصول:

الفصل الأول تطرق فيه لتكنولوجيا أهم الأزمات المالية من خلال الإطار النظري للأزمات المالية و الأزمات المالية في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، أما في الفصل الثاني فتطرق لطبيعة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة وفيها توسع في السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة وجذور أزمة الرهن العقاري ، أما الفصل الأخير فتناول فيه لأثر أزمة الرهن العقاري على الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها

وسبل العلاج، من خلال معرفة قنوات انتقال أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية، قنوات انتقال أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية و أساليب مواجهة الأزمة المالية العالمية.

منهج الدراسة:

لتحقيق أهداف البحث وتماشيا مع مقتضيات الدراسة، ضم البحث ثلاثة أقسام رئيسية، قسم نظري يهتم بالجانب الأكاديمي والفكري للدراسة، وقسم آخر شبه نظري يعمل على محاولة اسقاط المتغير المستقل على المتغير التابع، والقسم الثالث ضم دراسة الحالة، ووفقا لطبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة فقد تطلب ذلك استخدام المنهج التاريخي وذلك بالتركيز على كرنولوجيا الأزمة المالية العالمية وسرد الأحداث والحقائق التاريخية المتعلقة بنشأة وتطور بورصة نيويورك، وكذا مؤسسات الوساطة المالية الناشطة فيها، والمنهج الوصفي التحليلي وهذا في سبيل التشخيص السليم والوصف الدقيق لموضوع الدراسة من مختلف جوانبه، ويقوم المنهج الوصفي التحليلي على جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بموضوع الدراسة من خلال التطرق لمختلف المفاهيم المتعلقة بالبحث وتبويب البيانات عن طريق أشكال وجداول، بالإضافة إلى تحليل البيانات والمعلومات المجمعمة وتلخيص الحقائق المتعلقة بالموضوع، وربط الأسباب بالنتائج وهذا تحقيقا للهدف الرئيسي للبحث.

هيكل الدراسة:

وللإجابة على الإشكالية المطروحة والأسئلة الواردة أعلاه واختبار صحة الفرضيات، اقتضت هذه الدراسة تناول الموضوع في مقدمة عامة وثلاث فصول بعدها، ليطوى مجال البحث بخاتمة عامة، وقد تم تقسيم الدراسة كالتالي:

الفصل الأول: تم تخصيص الفصل الأول للإطار النظري للأسواق الأوراق المالية، والذي جرى تقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تطرق إلى ماهية سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فعالج الإطار التنظيمي والوظيفي لسوق الأوراق المالية، وفي المبحث الثالث تم التطرق للإطار العملي لأسواق الأوراق المالية.

الفصل الثاني: تحدث الفصل الثاني عن الإطار النظري للوساطة المالية، وقد تم تجزئته إلى ثلاث مباحث المبحث الأول حول مفهوم الوساطة المالية والمبحث الثاني مؤسسات الوساطة المالية، أما المبحث الثالث سيختص بدور الوساطة المالية في تنشيط المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية.

الفصل التطبيقي: وفي الأخير اختص الفصل التطبيقي في دراسة حالة بورصة نيويورك وقد قسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث في المبحث الأول كان من الأجدر إعطاء فكرة عن نشأة بورصة نيويورك من خلال تقديم بورصة نيويورك، المبحث الثاني خصص لعرض التطورات المالية في بورصة نيويورك وفي المبحث الثالث تم عرض العمليات في بورصة نيويورك، بالإضافة إلى دور المؤسسات المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية.

الفصل الأول

الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

تمهيد:

إن لأسواق الأوراق المالية دورا مؤثرا وإيجابيا في زيادة معدلات النمو الاقتصادي إذا توافرت البيئة المناسبة لانطلاقها، وذلك من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو أفضل الاستثمارات الداعمة لعملية التنمية، وتعتبر الأوراق المالية المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق أوراق مالية مزدهرة ومنتطورة، وأن ازدياد هذه الأوراق و تنوعها وإقبال الجمهور عليها يؤدي إلى زيادة التعامل مع سوق هذه الأوراق إصدارا و تداولاً، ساندها في ذلك التشجيع و الدعم من الجهات المعنية من حيث توفير القوانين المسيرة و ممارسة الرقابة بقصد تأمين حقوق المتعاملين و إلزامهم بواجباتهم، وتختص هذه المعاملات بالمتوسطة وطويلة الأجل و يأتي العرض فيها من فئات عديدة من أصحاب الفائض المالي من المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم لأمد طويل أما الطلب فيأتي من جانب أصحاب العجز المالي الراغبين في استثمار هذه الأموال في مشروعات طويلة الأجل.

إن الأوراق المالية تتداول في هذه السوق بشكل قروض عن طريق السندات أو بشكل حقوق ملكية عن طريق أسهم أو بشكل أوراق مالية منقولة أخرى وقد شهدت هذه الأسواق في الدول المتقدمة تطورا هاما على صعيد تقنياتها وتنظيماتها

ويتأثر سوق الأوراق المالية بجملة من المتغيرات الاقتصادية ومن بينها السياستين النقدية والمالية حيث تمثل الأولى مجموعة من القواعد والإجراءات والتدابير المتخذة من طرف السلطة النقدية للتأثير في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي، أما الثانية فهي مجموعة الإجراءات والنشاطات والسياسات المتعلقة بالإيرادات العامة والنفقات العامة والتي تقوم بها السلطة المالية لتحقيق أهداف معينة في طليعتها النهوض بالاقتصاد الوطني وتحقيق العدالة الاجتماعية.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات العالمية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، والتي أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد، وتعتبر أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستغلة، بالإضافة إلى الدور الحيوي والمهم التي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزاً في السيولة النقدية.

المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية وأهميتها

سوق الأوراق المالية هي سوق مستمرة ثابتة في مكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة في الغالب أن تكون يومية، يجتمع فيها عارضون رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقاً لنظم ثابتة وقواعد محددة، وتعتبر الأوراق المالية عصب الحياة لسوق المال وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة في تلك الأسواق، فهي قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين، سواء عموميين (الدولة، السلطات الولائية، المحلية) أو شركات خاصة، وينتج عنه دين أو حق على عاتق المنشأة المصدرة أو المشاركة في الملكية.

وفيما يلي سوف نتناول أهم تعاريف سوق الأوراق المالية:

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

تعددت تعاريف الأسواق المالية حسب:

1-التعريف الأول:

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها: "ذلك المكان الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها من الأوراق وفقاً لقواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد على الرغم من أن المبادئ العامة متشابهة". (جبار، 2002، صفحة 89)

2-التعريف الثاني:

ومنهم من يعرفها بأنها: "الإطار النظري الذي يجمع بين الوحدات المدخرة وحدات العجز التي بحاجة إلى أموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق شرط توافر قنوات اتصال فعالة". (سالم و علاء، 2017، صفحة 180)

3-التعريف الثالث:

وفي تعريف آخر لسوق الأوراق المالية يرى صاحبه بأنها: "تنظيم يتم من خلال التقاء العرض بالطلب بوسيلة من وسائل الاتصال المألوفة وإجراء التعامل بأوراق مالية معينة تتوافر فيها شروط محددة وفقاً لقواعد ونظم معينة". (سمور ، 2007)

4-التعريف الرابع:

وعرفت كذلك بأنها: "سوق منظمة لتداول الأوراق المالية ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات". (بومدين، 2013، صفحة 28)

ومما سبق يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها: "ذلك النظام الذي يجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية بمختلف أنواعها، ويتم ذلك عن طريق وسطاء ماليين مصرح لهم، وذلك في مكان منظم وتحت قوانين وأنظمة السوق".

ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالية

وجدت سوق الأوراق المالية لنقل رؤوس الأموال من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز في الاقتصاد، لذلك تعتبر سوق الأوراق المالية مهمة، وتتبع أهميتها من كونها:

1. أداة فعالة في توجيه الاقتصاد وتحريكه وتنشيطه على أساس أنها تؤثر بمختلف جوانب الاقتصاد الوطني إذ أنها تتأثر أيضاً بهذا الاقتصاد؛

2. مكان التقاء الفاعلين المستثمرين وإطار تنظيم آمن لإتمام المعاملات بالشراء والبيع؛ (بوضياف، 2007، صفحة 44)

3. المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حد سواء؛

4. تسريع وتسهيل عملية التخصيص وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد؛ (سمير والمصري، 2011، صفحة 20)

5. إن القيد في سوق الأوراق المالية يعتبر نوعاً من الاعتراف بقدرة الشركة وكفاءتها و ضمان لربحيته، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات والبيانات المرتبطة بنشاطها ووضعيتها، وهو ما يخلق درجة من الاطمئنان والثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها؛ (سعود، 2018، صفحة 149)

6. تظهر أهمية وجود سوق للأوراق المالية أن وجودها يمكن المستثمرين من الاستعانة بخدمات الوسطاء في الحصول على قيمة الأوراق المالية التي يملكها دون حاجة لتكبد مشقة البحث على مشتري فيما لو اعتمد على جهوده الذاتية من خلال التعاملات المباشرة؛ (قط، 2016 / 2015، صفحة 26)

7. تساهم في الدفع من مستوى الشركات العمومية والخاصة ذات الأسهم، بتمكينها بإنجاز مختلف نشاطاتها الاستثمارية، ومن جهة أخرى تجعل هذه الشركات تعمل على التحسين والرفع من فعاليتها خوفاً منها أن

تندهور أسعار أسهمها أو سنداتها وتحفيزها إلى المنافسة المشروعة للجميع؛ (بوترية، 2015-2016، صفحة 41)

8. يتعاضد دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات النامية، خاصة تلك التي تتبنى برامج للإصلاح الاقتصادي، حيث تسهم في إتمام عمليات الخصخصة من خلال مساهمة أكبر عدد من الأفراد في حيازة أسهم الوحدات الاقتصادية المطروحة للخصخصة، (الأسرج، 2002، صفحة 34) ويتم ذلك عن طريق قيام المستثمرين أو المدخرين بدور المشتري لتلك الأوراق المالية التي تصدرها المشروعات العامة المطروحة للخصخصة سواء عن طريق الشراء بالطريقة المباشرة أي بالالتقاء، أو بطريقة غير مباشرة عن طريق الوسطاء الماليين.

مما سبق يمكن القول أن سوق الأوراق المالية تستمد أهميتها من الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم بها، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وتتأثر به مما يحدث بالتالي آثارا جديدة. (سمور ، 2007، صفحة 31)

المطلب الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية وأسباب إدراج أسهم الشركات فيها

إن توافر خصائص ومميزات معينة في سوق ما تجعل منه سوقا منفردا عن باقي الأسواق الأخرى من حيث الدور والوظيفة التي يؤديها بالإضافة إلى الأدوات التي يتعامل بها، فسوق الأوراق المالية يتميز بجملة من الخصائص جعلت منه سوقا نشطا من خلال الدور الذي يلعبه في الاقتصاديات المحلية والعالمية.

أولا: خصائص سوق الأوراق المالية

1. يتم التعامل داخل سوق الأوراق المالية على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة على عكس ما هو موجود في الأسواق الأخرى والتي تعتمد على وجود السلع المنظورة مثل سوق سلع والخدمات؛

2. تتسم التعاملات والصفقات المبرمة داخل سوق الأوراق المالية بأحجامها الكبيرة مقارنة مع غيرها من الأسواق؛ (بن دحان، 2012-2013، صفحة 06)

3. تتصف سوق الأوراق المالية بالمرونة في الإجراءات التي تتعلق بإنجاز وتنفيذ الصفقات وبتسارع أسواقها، نتيجة استعانتها أثناء عمليات الإصدار والتداول بتكنولوجيا الاتصالات، ولاحتمائها على صفقات كبيرة ومتعددة بما يتيح مجالات واسعة لمختلف فئات المستثمرين، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار التعامل؛ (جهرة، 2017-2018، صفحة 05)

4. يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما

يكفل توفير السيولة؛

5. التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية؛ (بوكساني، 2005-2006، صفحة 46)
6. من أهم الخصائص الأساسية لأسواق الأوراق المالية التنظيم، إذ تعتمد على وجود قوانين تعمل على تنظيمها، وتضمن حصول كافة المستثمرين على المعلومات الخاصة في عمليات الاستثمار في الأوقات المناسبة لهم؛ (فيضي، 2017)
7. ترتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشاريع الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل؛
8. يعتبر الاستثمار في سوق الأوراق المالية ذو عائد مرتفع نسبياً وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة؛ (الجوزي، 2011-2012، صفحة 26)
9. البيع والشراء في سوق الأوراق المالية لا حاجة فيه للوجود المادي للسلوك والأوراق المالية وغيرها، إذ يتم عبر شبكات الحاسب الآلي، علاوة على أن الأوراق المالية كالأسهم والسندات لا تستهلك في حد ذاتها بل تستخدم للحصول على العوائد والأرباح المتحققة من الاستثمار؛ (الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، صفحة 07)
10. التكامل مع الأسواق الأخرى واستخدام تقنيات متطورة للتواصل معها، وفسح المجال لقوى العرض والطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية. (عزاز و عيواج ، 2019، صفحة 561)
- ثانياً: أسباب إدراج أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية**
- وكل تلك الخصائص المميزة لسوق الأوراق المالية جعلت الكثير من الشركات تسعى لإدراج أسهمها فيه لأن ذلك يحقق لها الكثير من المنافع منها:
- 1- **الترويج والدعاية:** إدراج الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية يتيح لها الفرصة للترويج والدعاية عن نفسها ونشاطها مما يجعلها على اتصال مباشر بجمهور المستثمرين والمتعاملين في البورصة. (سمور ، 2007، صفحة 34)
- 2- **التقييم العادل:** توفر السوق آلية للعرض والطلب على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق بما يعكس القيمة الحقيقية للأسهم، كما أن الضوابط القانونية والفنية التي تحكم عمليات التداول بما تتضمنه من حدود دنيا وعليا للأسعار اليومية التي تحد من المضاربات الضارة بالشركات. (صالحه، 2007، صفحة

3- كفاءة نظام التداول والمقاصة والتسوية الالكترونية: حيث توفر سوق الأوراق المالية من نظاما للتداول والمقاصة يقدم أفضل الخدمات في هذا المجال بالاعتماد على الأنظمة الالكترونية الحديثة لإتمام البيع والشراء ونقل الملكية.

4- فرص الحصول على التمويل الإضافي للشركات المدرجة: يقدم السوق أحدث التقنيات والأساليب لإيصال المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم للشركات المدرجة وإفصاحاتها ومؤشرات التداول للمهتمين للاستثمار، وبالتالي جذب الاستثمار لتلك الشركات. (الصرارعي، 2016-2017، صفحة 63)

5- نشر معلومات فورية ودقيقة للشركات والمستثمرين: تقدم إدارة السوق معلومات فورية عن الشركات المدرجة، من حيث أسعار التداو ول أحجامها والمؤشرات المالية والاختبار العام عنها. (سمير و المصري، 2011، صفحة 22)

6- فرص التملك والاندماج: وذلك من خلال إجراءات منظمة ومنضبطة تحقق العدالة المطلوبة لكافة الأطراف، حيث تستطيع الشركات الاستفادة من مزايا السوق في تسهيل وتنظيم عمليات الاندماج والتملك من خلال إجراءاته التنظيمية والفنية والتشريعية التي تحكم التداول والمقاصة.

المطلب الثالث: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

إن تحديد مدى أداء سوق الأوراق المالية لا تعتمد على دراسة مؤشر واحد وإنما على تشكيلة متكاملة من المؤشرات بحيث تؤثر على درجة تطور الأسواق المالية وكفاءتها، وقبل التطرق للمؤشرات المستخدمة في تحليل أداء سوق الأوراق المالية يجب معرفة أولاً مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية.

أولاً: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية

تعددت تعاريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية سنعرض البعض منها، حيث عرف مؤشر سوق الأوراق المالية على أنه:

1- التعريف الأول:

مؤشر السوق هو: "قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها". (شاهين، 2019، صفحة 183)

2- التعريف الثاني:

هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى. (زيد، 2014-2015، صفحة 24)

3- التعريف الثالث:

أما هندي فعرفها على أنها "عبارة عن تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت يعتقد في أنها عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق الحاضر، ومن ثم تؤخذ حركة أسعارها على أنها انعكاس للاتجاهات المستقبلية للأسعار في تلك السوق". (الشكرجي و تاج الدين، 2007، صفحة 30)

إذن مؤشر سوق الأسهم يعكس حالة الاقتصاد الوطني بوجه عام، والأداء الاقتصادي للشركات المسجلة بالسوق بوجه خاص. فإذا زاد الطلب على إنتاج الشركات بسبب الرواج الاقتصادي، فمن المتوقع زيادة مبيعات وأرباح هذه الشركات، وزيادة توزيعات هذه الشركات من الأرباح على حملة الأسهم. (الاستثمارات المالية وسوق الأسهم، صفحة 09)

ثانياً: مؤشرات سوق الأوراق المالية

تعتبر الأدبيات الاقتصادية والمالية مؤشرات سوق الأوراق المالية ترمومترًا لعافية الاقتصاد فهو بذلك يعكس حالات الرواج والكساد فيه، كما يعكس درجة النمو الاقتصادي ويظهر أثر السياسات المالية والاقتصادية المتبعة ومدى نجاحها في تحقيق أهدافها التي انشأت من أجلها، لذا تعد مؤشرات السوق المالية مقياساً حقيقياً لأداء سوق الأوراق المالية سواء في البلدان المتقدمة أو النامية، فهي تلخص الأداء الإجمالي للسوق. (جماع، 2018، صفحة 54).

وتنقسم مؤشرات سوق الأوراق المالية إلى:

1- مؤشر حجم سوق الأوراق المالية:

إن اتساع حجم السوق المالي يعد مؤشراً على نمو الاستثمارات في الأسواق المالية، ويتم دراسة حجم السوق باتباع معدل رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام، وعدد الشركات المدرجة في البورصة. ويتحدد حجم السوق عن طريق:

1-1- الرسملة السوقية: يطلق على القيمة السوقية برسملة السوق أو الرسملة البورصية، وتعد مقياساً جيداً لقياس حجم السوق، وتعتبر الرسملة مؤشراً جيداً لقياس سيولة سوق الأوراق المالية عند أخذها كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، أي أن هذه النسبة تمثل حجم السوق إلى الاقتصاد. وتقاس بقيمة الأسهم

المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة. (شنافة، 2017-2018، صفحة 53)

وتحسب الرسملة السوقية حسب العلاقة التالية:

$$\text{الرسملة السوقية} = \text{قيمة الأسهم المدرجة في السوق} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

1-2- عدد الشركات المدرجة في السوق: وتعني عدد الشركات المسجلة محليا والمدرجة في قائمة الأوراق المالية للدولة في نهاية العام، وتقاس تطور حجم السوق وتنوعها بنمو عدد الشركات المسجلة بالسوق في فترة ما بنسبة إلى الفترات السابقة. (الغزالي، 2004، صفحة 06)

يؤدي زيادة عدد الشركات المدرجة إلى اتساع حجم السوق وتوسع القاعدة الاستثمارية، وزيادة تنشيط التعامل بالأوراق المالية، وبالتالي ارتفاع حجم الاستثمارات بالتبعية، بمعنى زيادة نسبة النمو في رأس المال السوقي، والذي بدوره ينعكس على النمو الاقتصادي، كما يسمح بتنويع الفرص الاستثمارية. (شنافة، 2017-2018، صفحة 55)

2- السيولة:

تمثل السيولة في سوق الأوراق المالية سهولة بيع أو شراء الأوراق المالية، ويتم حساب هذا المؤشر عن طريق قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام، وقيمة التداول إلى رأس المال السوقي أو ما يعرف بمعدل الدوران. (مباركي، 2003-2004، صفحة 136)

وتحدد عن طريق:

1-2- نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي: وتمثل قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، فهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني، (بصيري، 2016، صفحة 89) ويستعين المحلل المالي بمؤشر حجم التداول وذلك لقياس مدى قوة ضغط حركة الشراء والبيع خلف حركة الأسعار فزيادة حجم التعاملات علي سهم معين مع زيادة السعر تعني توقع استمرار ارتفاع سعر السهم، في حين إن انخفاض حجم التداول للسهم مع ارتفاع السعر يمثل مؤشر أن ارتفاع السعر مؤقت وسوف يتراجع.

ويحسب حجم التداول كالتالي:

$$\text{السيولة} = \text{حجم التداول} / \text{إجمالي الناتج المحلي}$$

2-2- الدوران: ويشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد بغية التعرف على نشاط هذه السهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة. (سالم و علاء، 2017، صفحة 181)

وهو نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق، وهو قيمة الأوراق المالية المتداولة مقسومة على قيمة رأس المال السوقي، فهو يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة حجم التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران، فهو يعكس ويعبر عن سيولة الاقتصاد بصفة عامة، وهذا المؤشر يكمل مؤشر رسملة السوق، إذ بالرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا. (الشريف و حمداوي، 2013، صفحة 52)

ويتم حسابه كما يلي:

الدوران: إجمالي الأسهم المتداولة / رسملة السوق

3- تقلبات العوائد:

يعتبر التقلب أو التذبذب Volatility في عوائد الأوراق المالية أحد أهم المؤشرات التي لقيت اهتماما كبيرا في الدراسات النظرية لكفاءة السوق المالية، ويعرف التذبذب على أنه التغير في عائد الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة. (مزاھدية، 2014-2015، صفحة 25)

ويمكن قياسها بمعامل الاختلاف، الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة زمنية معينة عادة سنة أو يقاس باستخدام الانحراف المعياري، (الغزالي، 2004، صفحة 06) كما يمكن أن تقاس تقلبات العوائد بمقياس آخر يدعى "شوارت" ويمثل مقياسا للانحراف المعياري المشروط للعوائد الأسبوعية.

4- درجة تركيز السوق

يقصد به عدد الشركات التي يتم التداول في أسهمها في معظم الأحيان مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق، إذا كان حجم التداول للسوق مركزا في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها.

وتحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية، ويشير إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة كلما أثرت بشكل سلبي على السوق، وتقاس درجة تركيز السوق بمدى مساهمة أكبر 10 شركات في رأس المال السوقي. (بصيري، 2016، صفحة 89)

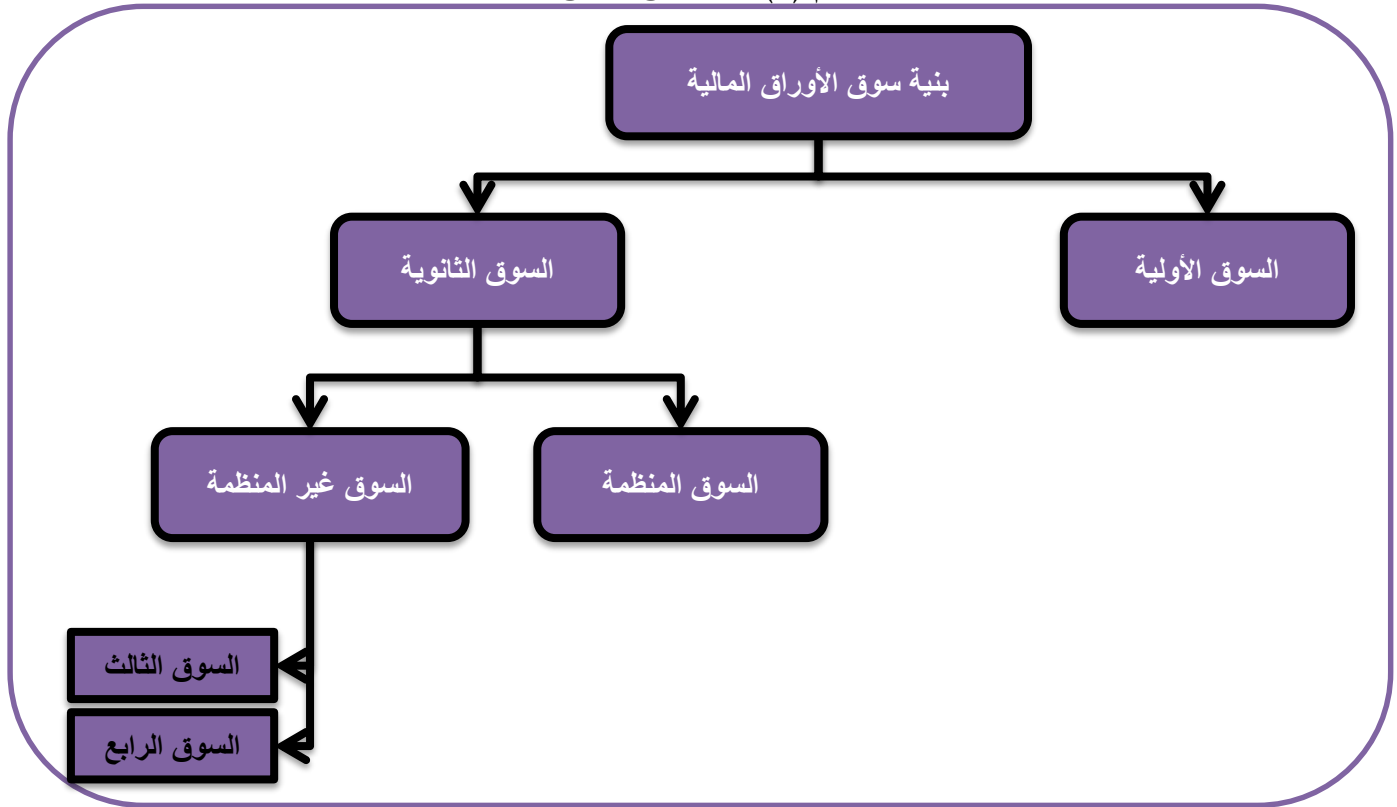
المبحث الثاني: الإطار التنظيمي والوظيفي لسوق الأوراق المالية

ينقسم سوق الأوراق المالية بعدة تقسيمات، فمن حيث العلاقة بين المصدرين والمستثمرين تنقسم إلى سوق الإصدار وسوق التداول، ومن حيث التنظيم تنقسم للسوق المنظمة وغير المنظمة، وككل الأسواق، يقوم سوق الأوراق المالية بوظائف بأداء عدة وظائف تجعل منه سوقا نشطا ومساهما في الاقتصاد سواء المحلي والعالمي، وتتحدر وظائفها من وظيفة السوق المالية والمتمثلة في نقل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي.

المطلب الأول: بنية سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى سوق أولي ويسمى سوق الإصدار وسوق ثانوي ويسمى سوق التداول، وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ويتوقف كل منهما على الآخر، (بن عزوز، 2011-2012، صفحة 19) والشكل التالي يوضح بنية سوق الأوراق المالية:

الشكل رقم (1): بنية سوق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، السنة 2011-2012، ص19.

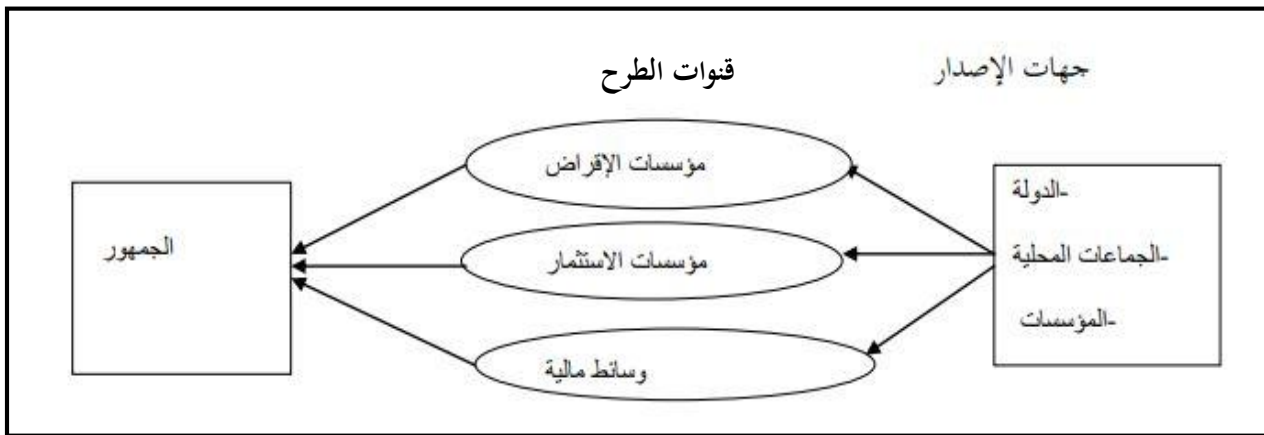
أولاً: السوق الأولية: Primary Market

يتم في سوق الأوراق المالية الأولية بيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية لأول مرة للمستثمرين، وهذه هي الوظيفة الرئيسية لهذه السوق، إن وجود السوق الأولي يرتبط بالمصارف الاستثمارية والمؤسسات التي تعنى بالاستثمار والمتخصصة فيه وقد تقوم المصارف التجارية بهذه المهمة، (سرمد، 2011، صفحة 121) فهي السوق التي تدخل فيها منشأة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بائعة لها وبمعنى آخر أن بائع الورقة المالية هو المنشأة المصدرة. (سمور، 2007، صفحة 21)

تتبع أهمية السوق الأولية من كونها تعمل على جذب المدخرات سواء بطريقة مباشرة (من خلال شراء الأوراق المالية أي الاكتتاب في أسهم الشركات) أو بطريقة غير مباشرة (من خلال البنوك وشركات التأمين التي تستثمر جزءاً من أموالها في شراء الأوراق المالية)، (إسماعيل، 2016، صفحة 14) فإذا أدرجت هذه الأسهم بالسوق استطاع المشتري الأولي للسهم أن يبيعه في سوق التداول التي تعرف بالسوق الثانوية، أي أن الأسهم تصدر وتباع بالسوق الأولية، ثم يتم تداولها بيعاً وشراءً بعد ذلك بالسوق الثانوية. (الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، صفحة 05)

والشكل التالي يبين كيفية عمل السوق الأولية:

الشكل رقم (2): آلية عمل السوق الأولية



المصدر:

- عبد الغفور دادن، تحليل تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية ودورها في دعم النمو الاقتصادي دراسة حالة السوق المالي (للإمارات العربية المتحدة دبي أبو ظبي) والجزائر باستخدام نموذج متعدد العوامل 2001-2003، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، السنة 2015-2016، ص 45.

يتضح جلياً من الشكل رقم (2) آلية عمل السوق الأولية، حيث تقوم جهات إصدار الأوراق المالية (الدولة، الجماعات المحلية، المؤسسات الأخرى...) بالإصدار الأولي وطرحها للجمهور للاكتتاب عن طريق قنوات مختلفة (مؤسسات الإقراض، مؤسسات الاستثمار، وسائط مالية أخرى...).

ثانياً: السوق الثانوية: Secondary Market

تدعى ببورصة الأوراق المالية وتتميز بكونها موقعا جغرافيا محددا لتداول الأوراق المالية المختلفة بيعا وشراء بموجب إجراءات وقواعد وسطاء وتكاليف وتوقيعات محددة بالقانون، محاطة بشفافية الإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر (قط، 2016 / 2015، صفحة 11)

تعرف أيضا بسوق التداول وهي تعبر عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري، طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية. (عمارنة، 2014، صفحة 27)

وللسوق الثانوية أهمية بالغة للاقتصاد القومي، فعملية شراء وبيع الأوراق المالية ليست استثمارات مالية فقط- كما يتراءى البعض- ولكنها استثمارات اقتصادية أيضا فالمدخر عندما يشتري الأوراق المالية، فهو يعمل على تحرير سيولة تصبح متاحة للاستثمار في فرص أخرى داخل الاقتصاد القومي. (الأسرج، 2002، صفحة 22) كما تأتي أهميتها من كونها سوق مستمرة يستطيع فيها حاملو الأوراق المالية بيعها في أي وقت شاءوا، إما لأسباب ترجع للحاجة إلى السيولة وإما لأسباب ترجع إلى الرغبة في تحويل الوجهة لشركة أخرى يعتقد المستثمر أنها أكثر ربحية، وإما لأسباب أخرى. (أل سليمان، 2005، صفحة 77)

وتنقسم سوق الثانوية إلى قسمين:

1- السوق المنظمة:

ويطلق عليها أيضا بورصة الأوراق المالية، وهي تمثل: الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل بالأوراق المالية، ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق، ومن أمثلة هذه الأسواق: بورصة لندن، بورصة طوكيو، وبورصة نيويورك للأسهم، وتعد هذه الأخيرة أكبر بورصة لأوراق المالية في العالم. (بوضياف، 2007، الصفحات 13-14)

2- السوق غير المنظمة:

ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال البنوك الاستثمارية والمصارف التجارية، وبيوت السمسرة، وعادة ما يطلق عليها الأسواق الأولية باعتبارها هي الجهة المختصة بإصدار الأوراق المالية وطرحها للبيع لأول مرة. (بوترية، 2015-2016، صفحة 51)

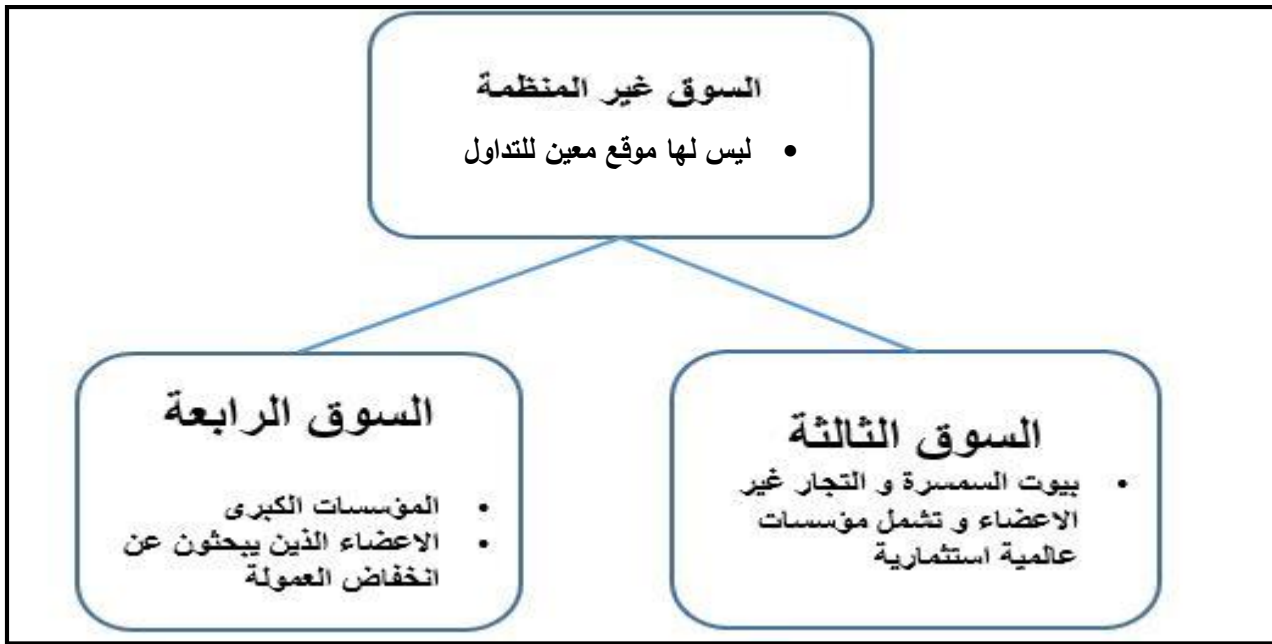
وتندرج تحت السوق غير المنظمة سوقين هما:

2-1- السوق الثالث: تمثل السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ولكن لا يهم حق التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق. (بن صوشة ، 2017-2018، صفحة 15)

2-2- السوق الرابع: ما يميز هذه السوق هو تجاوز الوساطة شركات السمسرة باتجاه التعامل المباشر ما بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأثرياء والتعاملات الضخمة، وبذلك فهي استراتيجية لتخفيض إضافي في تكاليف وعمولات التعامل بالأوراق المالية، (بلجبلية، 2009-2010، صفحة 31) تتم العمليات فيه عن طريق الاتصالات المباشرة ليتم بعدها البيع والشراء بأسعار مرضية لطرفي المعاملة وبتكلفة أقل.

والشكل الموالي يوضح أهم الفاعلين في السوقين:

الشكل رقم(3) هيكل السوق غير المنظمة



المصدر:

- محمد مدلول علي، أسواق المال العربية الواقع وتحديات المستقبل، مجلة جامعة بابل، العلوم السياسية، المجلد 10، العدد 04، 2008، ص1242.

من خلال الشكل رقم (3) يتضح بأن السوق الغير منظمة لا يوجد لها مكان فعلي للتداول، وإنما تقتصر أماكن التداول فيها في بيوت السمسرة، والمؤسسات المالية العالمية، والمؤسسات الكبرى....

المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

تتنوع وظائف قطاع الأوراق المالية بتنوع الجهات المشاركة فيه، حيث تصب جميع هذه الوظائف -فيما لو نظمت - في صالح قطاع الأعمال الوطني والعالمي، ورفع معدلات دخل الأفراد، والمساعدة على توزيع الثروة، وزيادة الوعي العام لأهمية الاستثمار، وتحقيق المرونة في تمويل المشاريع. (القصار، 2014، صفحة 32) ومن أهم وظائف سوق الأوراق المالية:

أولاً: يمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم من خلالها تحويل الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز، أي أنها تقوم بالتوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد. (آل طعمة، 2014، صفحة 06)

ثانياً: أداة لتقييم الأداء الاقتصادي للشركات إذ أن الشركات والمؤسسات المسجلة في هذه السوق، هي تلك التي قد استوفت عددا من الشروط المحددة في التنظيمات والقوانين الساري العمل بها، ومن بينها مطالبة هذه المؤسسات بالإفصاح عن نشاطها وقوائمها المالية ورقم أعمالها بصفة دورية إلى غير ذلك من المعلومات التي تساعد على تقييم أداء هذه الشركات.

ثالثاً: مؤشر الأحوال الاقتصادية حيث تعبر سوق الأوراق المالية عما يحدث في الاقتصاد الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلاد الفرصة لاتخاذ أي إجراءات تصحيحية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي، فعند انخفاض الأسعار يعتبر مؤشرا لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد. (بن ابراهيم و بن ضيف، 2019، الصفحات 99-100)،

رابعاً: سوق الأوراق المالية تساعد الحكومة ومؤسساتها على توفير جزء من احتياجاتها التمويلية من خلال طرح أذونات الخزينة والسندات الحكومية للاكتتاب العام. (آل طعمة، 2014، صفحة 07)

خامساً: تقديم الفرصة للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم وإتاحة مصادر تمويل متعددة للمنتجين للتمويل وإقامة مشروعاتهم أو توسيعها، إذ تقدم السوق الأولية الفرصة الاستثمارية لصغار المستثمرين، وذلك لأن الاستثمار بالأسهم مفتوح لكل من كبار وصغار المستثمرين على حد سواء المهم. (بن بعبيش، 2017، صفحة 224)

سادساً: تحويل الخطر حيث أن الاستثمارات في شكلها المادي تخضع للعديد من المخاطر منها ما هو متعلق بعدم التأكد من حجم الطلب على السلع والخدمات المنتجة... ونتيجة لهذا فقد برزت وظيفة بورصة الأوراق المالية في تحويل الخطر من خلال اقتسامه بين عدة شركاء. (بن دحمان، 2012-2013، صفحة 26)

سابعاً: إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايمة، حيث تحدد فيها الائتمان من خلال قوى العرض والطلب، ويتم نشرها من قبل إدارة السوق، ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. (البرواري، 2002، صفحة 45)

ثامناً: المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبولها كغطاء لعقد القروض المالية. (صالحه، 2007، صفحة 16)

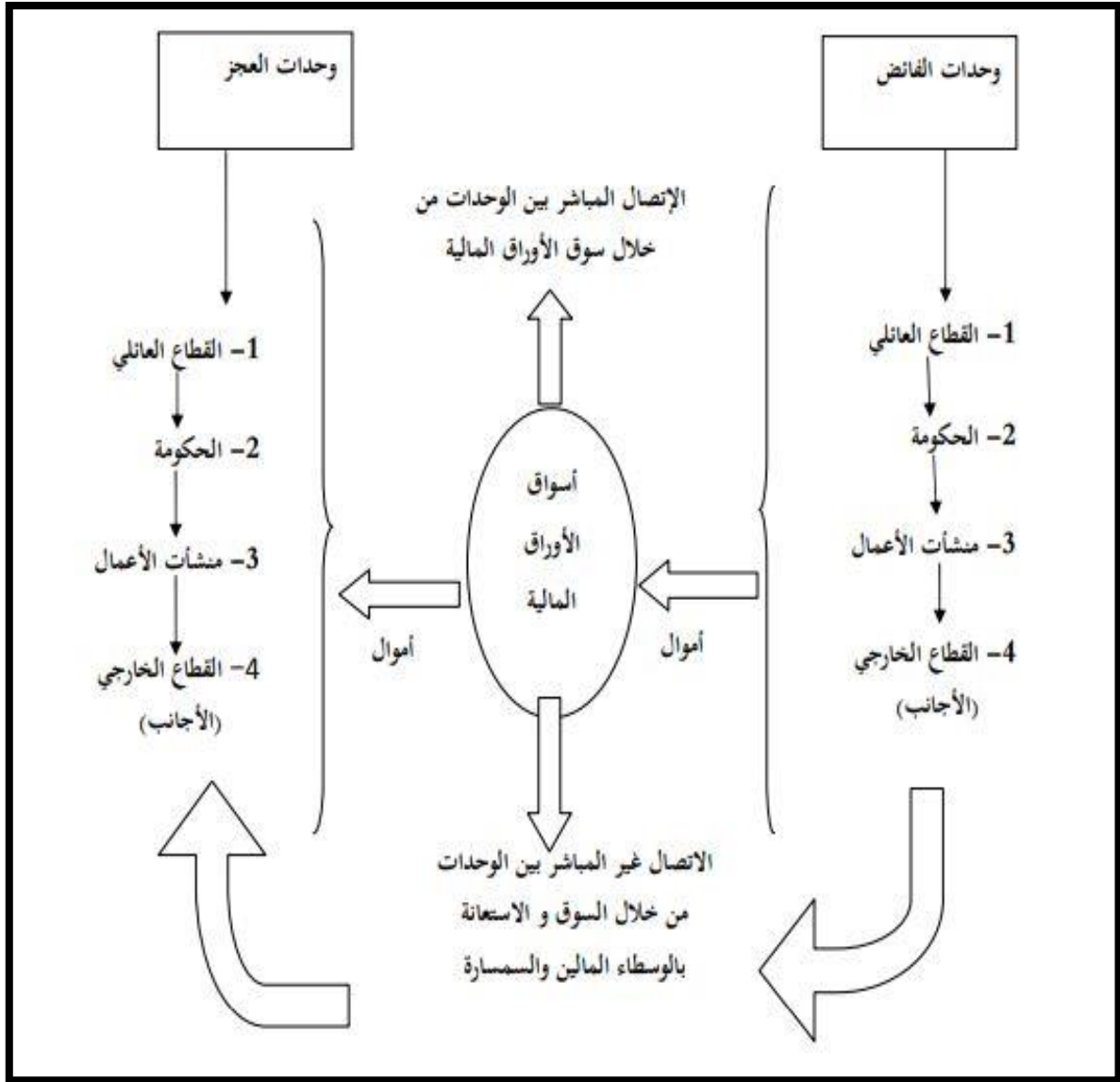
تاسعاً: التعرف على المراكز المالية للشركات من خلال إدراج الأوراق المالية في سوق الأوراق المالي، كما تساعد على سرعة تداول الأوراق المالية ومعرفة أسعارها وتحويلها إلى نقد سائل. (حطاب، صفحة 04)

عاشراً: من بين وظائف سوق الأوراق المالية نشر معلومات منتظمة صادرة عن مصدري الأسهم، بحيث يطلع المستثمر بصورة وافية على وضع المؤسسات التي يستثمر في أسهمها، وعلى العملية التي يتم من خلالها تحديد أسعار تلك الأسهم.

إحدى عشر: توفير بدائل للنقود وتفوقها في وظيفة الاحتفاظ بالثروة كالأسهم والسندات التي تدر على أصحابها عائداً يساوي قيمة الثروة مضروبة في نسبة العائد، لما يمكن من استخدام الدخل المتولد من الثروة المالية في أغراض الاستهلاك أو الادخار الذي يشكل مصدراً للثروة. (صباغ، 2018، صفحة 93)

وفيما يلي مخطط يوضح آلية عمل سوق الأوراق المالية، ووظيفتها في الجمع بين المدخرين والمستثمرين:

الشكل رقم (4): دور سوق الأوراق المالية في الجمع بين القطاعات المقرضة والمقترضة.



المصدر:

- قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة مقارنة- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016، ص29

يوضح الشكل رقم (4) الدور الذي تؤديه سوق الأوراق المالية في الجمع بين أصحاب الفواض والعجز من مختلف الفئات عن طريق الإتصال المباشر أو غير المباشر.

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

إن الأطراف الأساسية في سوق الأوراق المالية هي تلك العناصر، أو الوحدات التي تصدر أوراقا مالية (الوحدات المقترضة)، وذلك في مواجهة الوحدات المقرضة (المستثمرون)، والتي تقوم باستثمار أموالها في إقامة مشاريع، أو مؤسسات، تعود عليها بالنفع الوفير. (مناصرية، 2015-2016، صفحة 140)

أولاً: تنظيم عمليات الإفصاح عن المعلومات

من المشاكل التي تواجه المستثمرين في أسواق الأوراق المالية هي تقرير مدى أمان الاستثمار ودرجة المخاطرة المصاحبة لها، ولكي يتحقق ذلك يجب أن تقدم الشركات معلومات عن نوعية الأوراق محل الاستثمار، الأمر الذي يخفض من عمليات التدليس على المستثمرين. (أندراوس، 2005) وتعكس الشفافية بتحديد مجموعة من القواعد المؤسسية أما الإفصاح فيقوم على نشر المعلومات الدورية. فيجب أن تفصح الشركة عن قوائمها المالية حتى لا تكون مضللة عند اتخاذ القرار الاستثماري، وتقرير مراقب الحسابات عليها والمعلومات المالية التي تهم المساهمين وأصحاب المصالح، (أحمد، 2014، صفحة 58) تبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، (مفتاح و معارفي، 2009 - 2010، صفحة 184) والتزام الشركات بقواعد الإفصاح والشفافية يمكن المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري السليم، ببيع أو شراء أو الاحتفاظ بورقة ما، وينبغي أن تتوفر لديه المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لهذه الورقة. (عمارنة، 2014، صفحة 47)

ويعتبر الإفصاح روح سوق الأوراق المالية المنظمة وركن أساسي من أركان نجاحها وتطويرها، ويساهم في تدعيم الثقة بين فئات المستثمرين، وبموجبه تلتزم الشركات المسجلة بتقديم قوائمها المالية للجهات الرقابية بالبورصة. (الجزاوي، 2019، صفحة 67)

ثانياً: تنظيم عمليات التعامل

يقتضي تنظيم التعامل وجود إطار تشريعي لتنظيم ذلك التعامل، وهيئة يناط بها تطبيق قوانين ولوائح السوق وتنظم السوق وتشرف عليه من خلال أداء الوظائف التالية:

1- الرقابة على السوق الأولية:

تقوم الهيئة المشرفة على السوق بإلزام الشركات الجديدة التي تطرح أسهما للاكتتاب العام بإصدار نشرة الاكتتاب توضح فيها أغراضها وبرامجها حتى يتعرف الجمهور على أغراضها، ومن شأن ذلك تضيق

الخدق على الشركات الوهمية التي قد تظهر وتخفي بسرعة بعد تجميع أموال الجمهور. (كافي، 2009، صفحة 95) كما تقوم هذه الهيئة بمراقبة الأسهم التي تطرحها الشركات للتداول وذلك عن طريق الجدول المؤقت للأسعار وهذه الخطوة تتم من أجل حماية المستثمرين، وهذه الأسهم يتم بعد ذلك بتقييدها بالجدول الرسمي للأسعار بعد استيفائها للشروط التي تمكنها من الإدراج والقبول في هذا الجدول الرسمي.

2- وضع متطلبات الإفصاح:

تقوم الهيئة بوضع متطلبات للإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة ولحين إعلان نتائج مرضية عن أعمال الشركة لفترة معينة.

3- الرقابة على السوق الثانوية:

وتتم تلك الرقابة من خلال نشر المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالجدول الرسمي، حيث تلتزم الشركات بإعداد ونشر المعلومات المالية عن نتائج أعمالها ومركزها المالي باستمرار بحيث تعكس هذه المعلومات أوضاع الشركة بشكل سليم وتمكن من اتخاذ القرار الاستثماري السليم. (أندراوس، 2005)

4- تطبيق قوانين ولوائح السوق:

تقوم الهيئة المشرفة على السوق بتطبيق قوانين ولوائح التعامل في السوق، والهدف هو تحقيق السوق المنتظمة المستقرة التي تضمن تدنية التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في أسعار الأوراق المالية، وكذلك تجنب التحركات الكبيرة في المستوى العام لأسعار الأوراق المالية التي لا يفسرها حجم مناسب، وللهيئة عدة وسائل لتجنب التقلبات السعرية أهمها إيقاف التعامل لفترة معينة في الأسهم التي تتقلب أسعارها أو تحديد مدى معين للتغير في الأسعار لا يمكن تجاوزه.

ثالثاً: تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية

تتصل تلك الجوانب بالإجراءات التي تتخذها الحكومة لحماية أموال المستثمرين لدى مؤسسات الوساطة المالية، وأهم تلك الإجراءات ما يلي:

1. ضرورة الحصول على ترخيص مسبق من الجهات المختصة عند إنشاء أي مؤسسة للوساطة المالية وذلك بعد فحص موقف الفرد أو المؤسسة الراغبة في القيام بأعمال الوساطة التحقق من قدرتها على أداء تلك الوظيفة. (أندراوس، 2005)

2. ضرورة إمسك سجلات منتظمة معدة وفقاً للمعايير المحاسبية المتعارف عليها، على أن تخضع تلك السجلات للمراجعة الدورية من أجهزة يناد بها ذلك التحقق من صحة البيانات الواردة بها.

3. ترخيص صناع السوق وتحديد أسلوب عملهم وتحديد الحد الأدنى من الشركات التي يتعاملون معها والمزايا التشجيعية التي تمنح لهم. (يوسف، 2017، صفحة 171)
4. إنشاء صناديق للتأمين على حقوق المستثمرين لدى وسطائهم الماليين كما هو متبع في التأمين على الودائع في البنوك التجارية، وتهدف تلك الصناديق إلى تعويض المستثمرين عن الخسائر المالية إذا واجه الوسيط المالي فشلا ماليا تعذر منه سداد التزاماته المالية، ويسدد المودعين والمستثمرين اشتراكات دورية لتلك الصناديق لاستخدامها في دفع التعويضات عند سقوط المؤسسة أو الوسيط المالي.
5. الرقابة على مزاولي الخدمات المالية والتي تشمل الرقابة على أعمال جميع الشركات المرخص لها لمزاولة الخدمات المالية في الأسواق للتأكد من مدى التزامها بأحكام القوانين والأنظمة واللوائح الداخلية للأسواق. (مداني، 2017، صفحة 225)

المبحث الثالث: الإطار العملي لأسواق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية في ميدان الحياة الاقتصادية دورا خطيرا وحيويا، في الصفقات التجارية وفي خدمة التمويل والاستثمار، ومن أجل إقامة سوق أوراق مالية تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي لابد من توفر مجموعة من الشروط. (البرواري، 2002، صفحة 41)

المطلب الأول: شروط قيام سوق الأوراق المالية ومزايا الاستثمار فيها

يتطلب قيام سوق الأوراق المالية توافر عدد من الشروط تمكنها من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها والتي لا يمكن لأي اقتصاد مهما كان الاستغناء عنها وذلك لدورها الفعال في نجاحه وزيادة كفاءته.

أولا: شروط قيام سوق الأوراق المالية

يشترط في قيام سوق الأوراق المالية عدة شروط أهمها:

1. وجود أدوات تقليدية ومستحدثة (أسهم، سندات، صناديق استثمارية)؛
2. نشر الوعي الاقتصادي والمالي والادخاري لتعبئة الموارد المالية في المجتمع للمساهمة في إنشاء المشروعات الاقتصادية ودفع عجلة النمو الاقتصادي وذلك من خلال وسائل الاتصال المرئية والمسموعة؛ (فرح، 2013، صفحة 164)
3. توفر مناخ جيد للاستثمار يتميز بالمرونة وبساطة الإجراءات، يشجع الأفراد والمؤسسات على إنشاء شركات مساهمة على المستوى المحلي أو الدولي في إطار الشراكة؛
4. وجود مؤسسات مالية تؤدي خدمات مصرفية تشمل على كافة الاختصاصات، لتؤدي دورها في عدة اتجاهات لتعبئة المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية؛ (رشام، 2015-2016، صفحة 18)
5. توافر الإفصاح والعلانية، وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعاتها حتى يكون المساهم المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات، وبما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم، ويبعث الثقة في الأوراق المالية والوصول إلى السعر الحقيقي لها بخضوعها لقوانين العرض والطلب في السوق؛ (السيسي، 2003، صفحة 21)
6. أوراق مالية سليمة قابلة للتداول، بحيث يتم التأكد من إتمام التعامل على أوراق مالية سليمة قابلة للتداول، وأن عقد العمليات بالسوق لا يشوبه غش أو نصب أو احتيال أو مضاربات وهمية، ويتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين (السماسرة) الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري؛

7. المنافسة الحرة، حيث يجب أن يتحقق في هذا السوق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب ليكون سوق متوازن؛

8. السرعة والدقة، حيث يجب سرعة اتمام الصفقات، وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة وبالشروط المحددة بأوامرهم؛

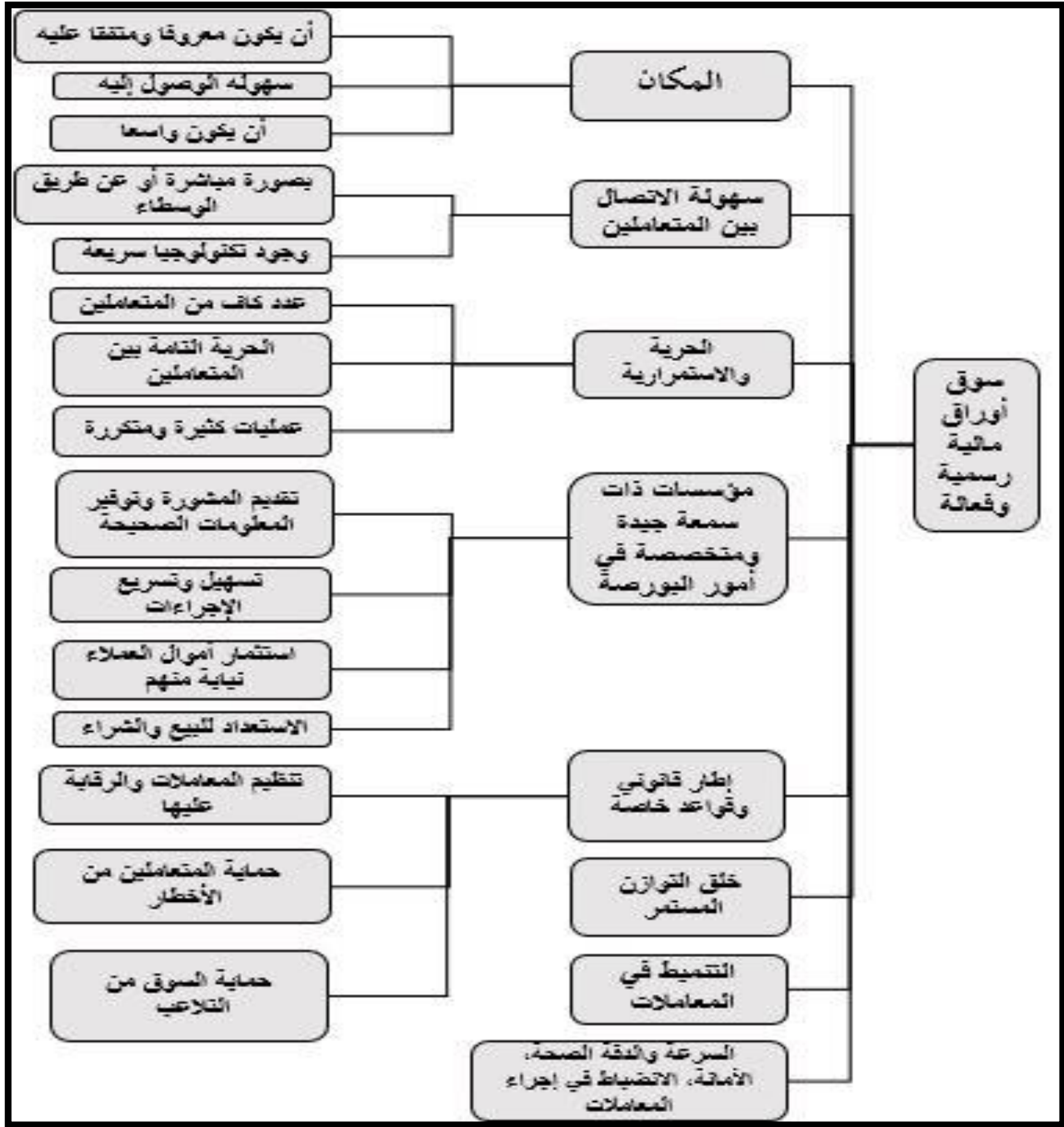
9. المرونة، لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر، وإنشاء قسم للاستعلامات يزود بالأخصائيين للرد على استفسارات جمهور المستثمرين، كذلك تدعيم السوق بالوسائل الآلية للإحصاء، لتسهيل إصدار بيانات يومية عن كميات التداول لكل نوع من الأوراق المالية ليكون تقرير المتعامل سليماً؛ (السيسي، 2003، الصفحات 22-23)

10. وضع روابط قانونية وتنظيمية وإدارية تحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك حتى لا تكون سوق الأوراق المالية عامل من عوامل عدم الاستقرار الاقتصادي في الدولة؛ (رشام، 2015-2016، صفحة 18)

11. المنافسة الحرة، حيث يجب أن يتحقق في هذا السوق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب ليكون سوق متوازن.

وفيما يلي مخطط يوضح هاته الشروط بالتوضيح:

الشكل رقم (5): شروط قيام سوق أوراق مالية فعالة



المصدر:

- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD ، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، السنة 2014-2015، ص74.
- من خلال الشكل رقم (5) يمكن القول أن سوق الأوراق المالية لا يمكن لها أن تقوم وتستمر إلا إذا توفرت فيها مجموعة من شروط تضمن نجاحها واستمراريتها، (المكان، سهولة الاتصال بين المتعاملين،...).

ثانياً: مزايا الاستثمار في سوق الأوراق المالية:

يتم من خلال سوق الأوراق المالية مجموعة من المزايا أهمها: (فلاق و باصور ، 2015، الصفحات 67-68)

1. الانتقال اللحظي لملكية الأوراق المالية المتداولة بما يضمن سلامة المعاملات وزيادة كفاءتها؛
2. حماية حقوق المستثمرين من خلال ما أدخلته قوانين الاستثمار من وسائل لحماية المستثمر وتحقيق الأمان في السوق، ومن بين هذه الوسائل إنشاء صندوق ضمان للتسويات والتأمين ضد المخاطر؛
3. تنظيم تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية، مع تطوير البنية الأساسية للبورصة بتأسيس نظام فعال للتداول الآلي للأوراق المالية؛
4. إتاحة تنويع المحافظ الكبرى للدول والمؤسسات المالية الضخمة وكبار المتعاملين؛
5. التخصيص الكفء لرأس المال وتحسين كفاءة الموارد المستثمرة على أفضل المشروعات أداء، لكون سوق الأوراق المالية محفلاً اقتصادياً انتخابياً تتم من خلاله معرفة القوة الاقتصادية بالنسبة إلى الأطراف المتعاملة في السوق.

المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

يتصف السوق الكفاء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة وهي المعلومات. (رحم، 2018، صفحة 15) وتنص نظرية كفاءة السوق المالي على أن أسعار الأوراق المالية في السوق مقيمة بسعرها العادل، وأن عائدها المتوقع يساوي عائدها المطلوب. وكذلك وعند أي لحظة زمنية، فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المنشورة المتوفرة عن الشركات وأوراقها المالية. (صلعة، 2017-2018، صفحة 28)

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

تعددت تعاريف سوق الأوراق المالية الكفوة نذكر منها:

1- التعريف الأول:

تعرف السوق الكفوة بأنها: "سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية"، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:

- التخصيص الأمثل للموارد؛

- التقييم الدقيق للمبادلات؛

- تقديم خدمات بأقل تكلفة. (شاهين، 2019، الصفحات 174-175)

2- التعريف الثاني:

ويعرف السوق الكفاء بأنه "يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب". (مفتاح و معارفي، 2009 - 2010، صفحة 182)

3- التعريف الثالث:

عرف ديلكوي السوق ذات الكفاءة بأنها: "السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها". (سمور ، 2007، صفحة 36)

إنطلاقاً مما سبق يمكن القول أنه في ظل السوق الكفوء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية (العادلة أو الذاتية)، التي ينتج عنه عائد يعوض المستثمر عما ينتج عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، (سلطان، 2014-2015، الصفحات 68-69) ووفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في البورصة، وعلى وجه السرعة لكل المعلومات الجديدة التي ترد إلى المتعاملين فيه، التي تكون من شأنها تغيير نظرتهم في منشأة المصدرة للسهم، وفي سوق الكفاء: يعكس سعر السهم المنشأة المعلومات المتاحة. (حملة، 2008، صفحة 100)

ثانياً: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

تعمل السوق الكفاء على تحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ولكي يحقق السوق هدف التخصيص الكفوء للموارد المالية المتاحة يتطلب أن تتوفر فيها سمتان أساسيتان هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):

ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة-دون فاصل زمني كبير بما يجعل أسعار الأسهم المرآة التي تعكس كافة المعلومات المتاحة، مع وصول هذه المعلومات على المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، (براق و بن صوشة، صفحة 94) كما تسعى أن يمتلك كافة المشاركين نفس الفرص في تحقيق الأرباح، ويصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين. (مسعداوي ، 2014، صفحة 126)

2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):

ويطلق عليها بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه خسائر عالية للسمة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش للربح مغال فيه. (شاهين، 2019، صفحة 177)

وكما يبدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية والمعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمر لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجع المستثمرين على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة. (الفالوجي، 2007، صفحة 31)

ثالثاً: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

ترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية بكفاءة تدفق المعلومات بشكل يضمن الشفافية والدقة والسرعة لتقليل حالات عدم التأكد بمستقبل الاستثمارات، وفي مجال كفاءة سوق الأوراق المالية نميز بين نوعين من الكفاءة، كفاءة كاملة وكفاءة اقتصادية.

1- الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية:

تعرف الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية بأنها "السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة ودقة". (مداني و الهادي، صفحة 3)

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

أ. شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛

ب. حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشراؤه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها؛

ت. تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛

ث. رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة. (مفتاح و معارفي، 2009

– 2010، صفحة 183)

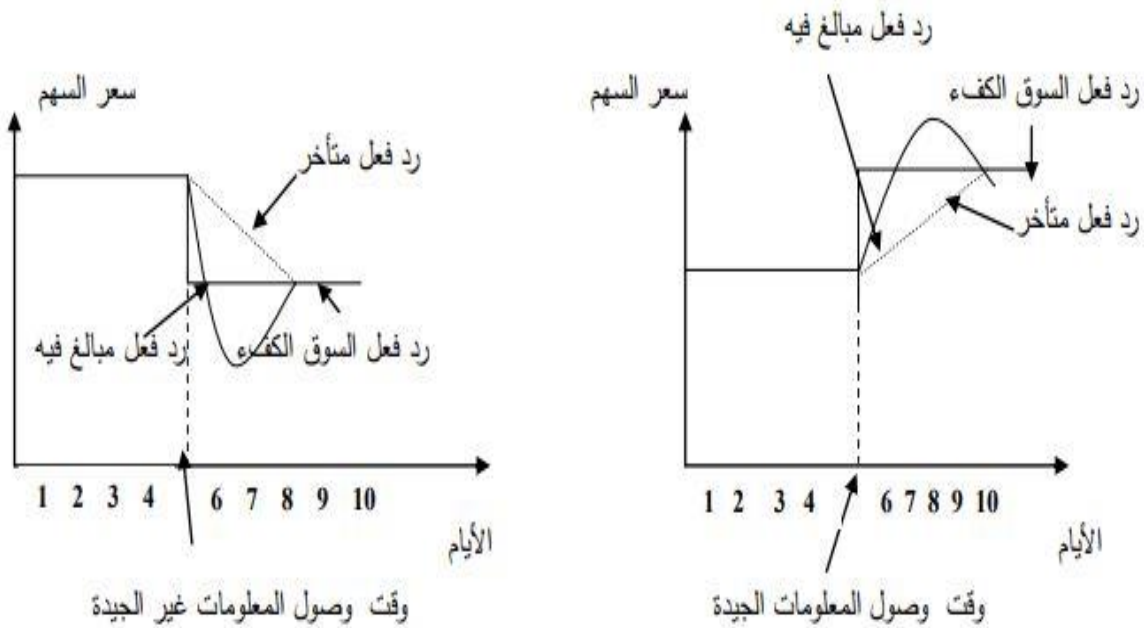
2- الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

ويقصد بها هي مدى تأثر السوق باختلاف رغبات وكفاءة وأهداف المستثمرين، ويستند مفهومها على فرضية أساسية هي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة وهذا يحفزهُ نحو الدخول في تنافس للحصول على البيانات والمعلومات واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل والاستنباط. (سلطان، 2014-2015، صفحة 76)

في ظل هذا المفهوم يفترض وجود فاصل زمني بين ورود المعلومات الجديدة إلى السوق وانعكاس تلك المعلومات في الأسعار مما يجعل قيمة الورقة المالية أكبر أو أقل من قيمتها الحقيقية، الأمر الذي يسمح بأن يحقق المستثمر أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل. (مداني و الهادي، صفحة 4)

فيما يلي رسم بياني يوضح التغير في سعر السهم في ظل الكفاءتين الكاملة والاقتصادية:

الشكل رقم(6): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر:

- مداني، أحمد مداح، عبد الهادي، دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، ص4.

من خلال الشكل رقم (6) يتضح الاختلاف في تغيرات أسعار الأسهم في ظل كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، ويصور حركة الأسعار في إطار استجابتها للمعلومات حسب اختلاف نوع المعلومة إذا كانت المعلومة جيدة يرتفع سعر السهم وإذا كانت غير جيدة ينخفض سعر السهم.

المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية

نقصد بالنجاح في انشاء سوق الأوراق المالية، أن توفر متطلبات ما قبل نشأتها، وأن تتجسد لدينا متطلبات التسيير اللازمة لتنظيم السوق المالية بفاعلية.

أولاً: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية

تتلخص الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية في:

1- وجود شركات مساهمة:

إذ أنه يسبق إنشاء سوق أوراق مالية دائماً صدور قانون شركات المساهمة، فلكي تدرج الشركة أسهمها يجب أن تكون شركة مساهمة، فلا يمكن تنشيط السوق المالية بدون شركات مساهمة، ولا أن تنشط هاته الأخيرة بدون وجود للسوق المالية، وتستمد تلك الشركات أهميتها من الخصائص التي توفرها الأسهم من سيولة، وتوسيع لفائدة الملكية، والفاعلية في جذب المدخرات، والمساهمة في التمويل المؤسسي.

2- وجود القطاع الخاص:

حيث يستمد هذا القطاع أهميته من كونه يعكس الوظيفة الحقيقية لسوق الاوراق المالية، والمتمثلة في توفير السيولة والسعي إلى تحقيق الربح، بالإضافة إلى تلبية حاجة التمويل، ويعتبر القطاع الخاص أكبر المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وذلك لاعتبارات لعل أهمها يتمثل في كونه دافع الربحية في القطاع الخاص أكبر منه في القطاع العام، كما أن انتقال الملكية في القطاع الخاص أيسر منه في القطاع العام. (قدوري و القرى، 2019، الصفحات 04-05)

3- الاستقرار السياسي والاقتصادي:

وذلك من خلال توافر فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تتبناها الدولة التي تسعى لتنظيم سوقها، تقوم على الإيمان بالحرية الاقتصادية كمنهج عمل، وبالدور الريادي الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص، ومدى الرغبة لدى راسمي السياسات الاقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره، باعتبار أن المهمة الأساسية لهذه الأسواق تقوم على تجميع المدخرات والفوائد الخاصة ونقلها إلى أوجه الاستخدام لعملية الانتاج. (بن عزوز، 2011-2012، صفحة 59)

4- الأطر التشريعية والتنظيمية للسوق المالي:

ويأتي في مقدمة هذه الأطر قانون إنشاء السوق المالي الذي على أساسه يقام السوق كمؤسسة مالية لها صفة اعتبارية تضطلع بعمليات التداول والقوانين الأخرى ذات الصلة والتأثير المباشر بالسوق كقانون مدقي الحسابات وقوانين المصارف والمؤسسات المالية والشركات المساهمة، فضلاً عن التعليمات

والقرارات التي تصدرها الجهات المخولة بالإشراف والرقابة والإدارة على أنشطة السوق المالي، وتجدر الإشارة إلى أن اللائحة الداخلية للسوق المالي تتضمن الأهداف الرئيسية للسوق، وهيكل إدارته وكيفية تشكيل مجلس الإدارة، وكذلك اختصاصات أعضاء مجلس الإدارة، وصلاحيات رئيس مجلس الإدارة والأجهزة الفنية والإدارية التابعة له ونوع العضوية. (عودة و عباس، 2008، صفحة 167)

5- نظام سليم للمحاسبة:

يوفر القدر الكافي من المعلومات الملائمة التي تمكن المستثمرين من استخدامها للاختيار بين البدائل بشكل يتفق مع أهدافهم وتفضيلاتهم وسلوكهم تجاه المخاطرة. (رشام، 2015-2016، صفحة 18)

6- حرية التعامل:

وتتمثل في الحرية الكاملة للمتعاملين في السوق فالمدخر يتعامل باختياريته حيث السوق تمثل وعاء لاستقطاب المدخرات. (صباغ، 2018، صفحة 118)

7- وجود نظام ضريبي مرن:

وجود نظام ضريبي مقبول وقوانين لتشجيع الاستثمار، تمكن من حصول المستثمرين على عائد معقول من استثماراتهم وذلك من خلال أسعار الفائدة أو الإعفاء الضريبي. (عابد، 2009، صفحة 819)

ثانياً: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية

ويمكن إيجازها في ثلاثة شروط أساسية:

1- شرط الذرية:

ويقوم هذا الشرط على ثلاثة مبادئ أساسية تجعل من سوق الأوراق المالية أكثر تنافسية وبالتالي تقون قادرة على جذب الادخار وهي:

1-1- مبدأ تعايش قسيمي السوق: فكلاهما مهم ولازم للآخر ومكمل له، فالسوق الأولية هي المرحلة

الأولى في نشاط سوق الأوراق المالية حيث تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب في البورصة، وبالتالي تحصل على الأموال اللازمة لتمويل المشروعات أو التوسع في المشاريع القائمة، أما المرحلة التالية فتتم في السوق الثانوية.

1-2- مبدأ تعدد المتدخلين: وجود عدد كبير من المتدخلين سواء كانوا بائعين أو مشتريين، عارضين

أو طالبين، يوفر لبورصة الأوراق المالية حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السري الفعال لها.

1-3- مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة: وهذا من أجل التخلص من المخاطر.

2- شرط السيولة:

يقصد بها مجموعة الخصائص التي إذا توفرت في سوق ما جعلت من الممكن سهولة تسويق الأوراق المالية فيه وهو شرط يهدف إلى ضمان فعالية سير سوق الأوراق المالية عن طريق مجموعة من المبادئ:

2-1- مبدأ حرية الدخول والخروج: أي سهولة الدخول والخروج من وإلى السوق دون مضايقات أو حواجز؛

2-2- مبدأ حرية الاستثمار: عدم التمييز بين المستثمرين، أي أن قوانين التنظيم الداخلي للسوق تسري على الجميع دون تمييز؛

2-3- مبدأ عدم استقرار رأس المال: لضمان سيولة الادخار للمستثمرين لأجل طويل، وكذا حرية تنقل رؤوس الأموال؛

2-4- مبدأ الاستقرار: فتتأثر أسعار الأوراق المالية بنوعين من المخاطر، مخاطر خاصة بالمؤسسة يمكن تقليصها أو الحد منها عن طريق تحسين أداء المؤسسة المعنية، ومخاطر منظوميه ناجمة عن عدم استقرارية محيط سوق الأوراق المالية من جميع النواحي السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية والثقافية. (بن عزوز، 2011-2012، صفحة 61)

3- شرط الشفافية

بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات. (شاهين، 2019، صفحة 116) وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات

وبالتالي إذا توفرت هذه العوامل فإنه يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية قد توفرت لها المقومات اللازمة لنجاحها، ولا يقصد بالنجاح هنا الصعود المستمر في أسعار الأوراق المالية أو كثافة تداولها، ولكن يقصد به أن يكون التعامل عادلاً لجميع المتعاملين من حيث توافر كافة المعلومات التي تؤثر على القرارات المتعلقة بالاستثمار وأن تحدد الأسعار في السوق بحرية ووفقاً لعوامل العرض والطلب وعلى ضوء الحقائق المالية و... الاقتصادية السليمة، وفي هذه الظروف تستطيع سوق الأوراق المالية أن تؤدي وظيفتها الرئيسية وهي توفير السيولة وتمكين المستثمر من التخلص مما في حوزته من أسهم وسندات وبالسعر الذي يراه ملائماً لظروفه.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل اتضح أن الاهتمام بسوق الأوراق المالية أمر مهم للغاية بالنظر للدور الذي يلعبه في الاقتصاد الوطني للدولة كونه وسيط مهم بين أصحاب الفائض المالي والعجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار، وبالتالي سوق الأوراق المالية أصبحت حتمية اقتصادية ووسيط فعال في النشاط الاقتصادي حيث أنه مما لا شك سوق الأوراق المالية تؤدي دور هام في التأثير على الأزمات المالية وتحقيق عملية التنمية الاقتصادية، فهي تعمل على توفير الموارد اللازمة لتمويل الاستثمار التي تسعى إليه غالبية الدول خاصة المتأخرة عن مسايرة الدول المتقدمة.

وسوق الأوراق المالية تقوم على تحقيق النفع الفوري والجماعي ففشلها يؤدي إلى خسارة جل المتعاملين مما يؤثر سلباً على الاقتصاد لهذا فتوفر الشفافية في المعاملات شرط أساسي وضرورة حتمية لتحفيز المستثمر على الدخول للبورصة، حيث أن جل المعاملات التي تقام في سوق الأوراق المالية بين أصحاب العجز والفائض تقام بواسطة وسطاء ماليين أكفاء وهذه الآلية تعرف بالوساطة المالية هي ما سنتطرق إليها بالتفصيل في الفصل الثاني.

الفصل الثاني

مؤسسات الوساطة المالية

تمهيد:

يعد الوسطاء الماليون من أهم الفاعلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية لما لهم من دور شديد الأهمية في تقديم مجموعة الخدمات المتكاملة التي يحتاج إليها المتعاملون في السوق، فهم من أهم صناعات السوق وموجهيه ومحفزي التعامل على الأوراق المتداولة في البورصة، بل إن كثيرا ما يكون الوسيط هو المحرك الرئيسي للنشاط لأوراق مالية بذاتها، وبالتالي فهو أحد العناصر التي بدونها التي لا يتم التعامل في البورصة، ليس فقط لكونه الوسيط الذي تتم به المعاملات، ولكن أيضا لما يقوم به من خدمات أخرى ذات طابع خاص.

يقدم الوسيط النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل، والتعامل على أوراق معينة بذاتها، وموقف أي منها في الحاضر، واتجاهها في المستقبل، ثم يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية نيابة وباسم العملاء، وإبلاغهم بتطور الأسعار وتقلباتها أولا بأول تلفونيا أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال المتفق عليها.

كما أن تحسين وتطوير أداء شركات الوساطة يؤدي إلى نتائج عديدة منها منح المستثمر الاستشارة العميقة المبنية على النهج العلمي البعيد عن الارتجال، وتوفير معلومات دقيقة عن الوضع المالي والإداري للشركات المدرجة في السوق، وعن الوضع الاقتصادي العام، وهذا يؤدي إلى تحقيق نوع من الطمأنينة والاستقرار في السوق، والحد من التقلبات الكبيرة في الأسعار وبالتالي تقليل المخاطر وحماية المستثمرين وتعزيز الثقة بالسوق المالي.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للوساطة المالية

إن الحاجة للوساطة تنبع من واقع تفاوت الأفراد في المعرفة والمهارة والثروة، فهناك الثري الذي لا يعرف كيف ينمي ثروته، وهناك رجل الأعمال الذي يملك المهارة والخبرة التجارية لكنه لا يملك رأس المال، حيث أن اتساع النشاط الاقتصادي وتحديد اطرافه بشكل استحال مع آليات العمل القديم أصبحت الحاجة إلى ظهور أطراف جديدة مهمتها جمع الأموال وإعادة توزيعها ضرورة حيوية بالنسبة للتطور الاقتصادي واستمراره وتوسعه، من هنا جاء دور الوساطة المالية كحلقة ربط بين اصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي.

المطلب الأول: تعريف وأسباب ظهور الوساطة المالية

تحتل الوساطة المالية مكانة هامة ضمن مكونات النظام المالي، وذلك بفضل ما تقدمه من خدمات تساعد على تنشيطه، وما تقوم به أيضا من أدوار في تفعيل هذا النظام، فوجود فئة تمثل الوساطة المالية كان من الأمور الضرورية وخاصة مع كبر حجم المبادلات ونقص المعرفة والمعلوماتية، حيث تقوم بالتوفيق بين رغبات أطراف التعامل أي بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، وبالتالي فهي تمثل فضاء أمام أصحاب الفائض المالي لتوظيف فوائضهم، وأمام أصحاب العجز المالي لتلبية حاجتهم للتمويل. (عون، 2018، صفحة 831)

أولاً: تعريف الوساطة المالية

جاءت الوساطة المالية كحلقة ربط بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، وسط هذا المحيط المتغير والمتنوع، في ذات الوقت يصبح التحكم في القواعد المالية وأدوات العمل المصرفية وأدوات التدخل في الأسواق النقدية والمالية والدولية ضرورة حيوية، ومن هذا المنطلق عرفت الوساطة المالية على أنها:

1- التعريف الأول:

تتبع الوساطة المالية في الأساس من الوساطة الاقتصادية والتي تستهدف تخفيض تكلفة التبادل أو التعامل بين الوحدات الاقتصادية ويمكن ان نلخص طبيعة الوساطة في مجال الاقتصاد بأنها: "عمل يتضمن التقريب بين طرفين بقصد الربح". (حمدي، 2016، صفحة 16)

2- التعريف الثاني:

كما يعرفها البعض على أنها: "المؤسسات التي تحاول استغلال حاجة بعض المنظمات والأفراد للتمويل فتقترضهم بأسعار مرتفعة أعلى من أسعار الفائدة المقدمة لجمهور المدخرين، وهذا تغطية لمصاريف التسيير ومنه تحقيق الأرباح". (بلعيد و مزوار، صفحة 3)

3- التعريف الثالث:

تعرف الوساطة المالية أيضا بأنها: "العملية التي تقوم بها هيئات مالية متخصصة تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي وبهذه الطريقة تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما وأهدافهما المستقبلية". (أحمد، 2012، صفحة 836)

من خلال التعريف السابقة يمكن القول بأن الوساطة المالية هي: "عملية يتم من خلالها تدارك العجز الذي يقع فيه أصحاب العجز المالي من طرف أصحاب الفائض المالي عن طريق مؤسسات مالية مختصة في هذا المجال تعمل كقناة وحلقة وصل بين الطرفين".

ثانياً: أسباب ظهور الوساطة المالية

الوساطة المالية حاجة ضرورية لأي مجتمع في القديم والحديث، وهناك دلائل على أن المجتمعات قد تبنت في كل دورات التاريخ الإنساني ترتيبات متنوعة الهدف منها النهوض بهذه الحاجة، ذلك أن المجتمعات قسمت إلى نوعين فئة الفائض وفئة العجز المالي. (القرى، 1998، صفحة 73)

إن الوظيفة الأساسية التي يقوم بها الوسطاء الماليون هي الوساطة بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز والوحدات الاقتصادية ذات الفائض، أي بين مجموعتين من المتعاملين المقترضين والمقرضين وهنا قد يتساءل البعض هل تستطيع كل مجموعة من المجموعتين القيام بالخدمات التي يقدمها الوسيط بنفسها دون الحاجة إلى تدخله؟

يكون الوسيط مفيداً في المواقف التي يرغب فيها المستثمرون في الحصول على معلومات حول المشاريع الاستثمارية المحتملة، أو يفتقرون إلى الخبرة اللازمة لجمع تلك المعلومات بأنفسهم، قد يكون الوسيط قادراً على تقديم تلك المعلومات بتكلفة أقل من تلك التي يمكن للمستثمرين توفيرها لأنفسهم. (Dowd, 1996, p. 114)

فإذا كان الأول بعيداً عن الثاني أو لا يستطيع أن يتعرف عليه، تنشأ فرصة لطرف ثالث للتوسط ويحظى بثقتهم، يتولى التقريب بينهما ويحقق هدف كل الطرفين في مقابل ربح متفق عليه فجدوى الوساطة تنشأ من حقيقة النقص البشري (الموشي، 2017-2018، صفحة 77) فعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي والعجز المالي خلق فجوة في سيرورة النشاط الاقتصادي، فوجود مثل هذا التعارض في الرغبات سواء من حيث الوقت أو المبلغ سوف يؤدي إلى خلق الكثير من الاختلالات في الأداء الاقتصادي، والوساطة المالية وحدها بإمكانها تفادي كل هذه المشكلات. (قويدري و بريش، 2016، صفحة 179)

إن كان لابد للمدخرين من البحث عن المستثمرين، ولا بد لهؤلاء من البحث عن ممولين، فإن عائد المدخرين سيكون حتما أقل من إجمالي تكلفة البحث إضافة إلى أي مخاطر إضافية ناتجة عن عدم التأكد من جدارة وأمانة المستثمر (صديقي، 1998، صفحة 46) ومنه سيثبط الادخار من قلة الناتج عن الموارد، ويثبط الاستثمار من تزايد تكلفة الموارد، وبالتالي سينخفض حجم كل من الإنتاج والوظائف والدخول أيضا، ومن هنا تظهر الأهمية والسبب الرئيسي من ضرورة وجود الوساطة المالية.

وتقديم الموارد من المدخرين إلى المستثمرين من خلال المشاركة في الأرباح يحتاج لمراقبة الاستخدام الحقيقي لتلك الموارد ولمراقبة حفظ الحسابات... الخ وبينما يستحيل قيام الأفراد بذلك خاصة الصغار منهم، فإن مؤسسات الوساطة المالية يمكنها القيام بذلك بحيث توزع التكلفة على قاعدة عريضة. (شاهين، 2017، صفحة 107)

المطلب الثاني: أهمية الوساطة المالية

الوساطة المالية مهمة في الاقتصاد المعاصر، وضرورة حيوية سمحت بحل بعض المشاكل المرتبطة بالتمويل، حيث يقوم هؤلاء الوسطاء بشراء أوراق مالية كذلك جلب وجمع المدخرات من أصحاب رؤوس الأموال وإعادة توزيعها إلى من هم بحاجة إليها، كذلك تمويل الاستثمارات وتشجيعها إحدى أهم الأهداف التي تسعى الوساطة المالية لتحقيقها وذلك من خلال إعادة توزيع عوائد الاستثمار.

أولا: بالنسبة لأصحاب الفائض المالي

بالنسبة لأصحاب الفائض المالي فالوساطة المالية مهمة حيث أن:

1. مصداقية الوسيط المالي مضمونة ويظهر هذا في حجم السيولة التي يسيرها، نظرا للقوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين، هي إذا مأمونة الحفظ، وهو ما لا يتوفر دائما في حالة علاقة التمويل المباشرة؛ (لطرش، 2003، صفحة 8)

2. إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فمؤسسات الوساطة المالية مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال بشكل سائل لمواجهة الطلب؛

3. إمكانية قبول الأموال في أي وقت وبدون جهد للبحث عن المقترضين المحتملين. (أبو هديوس، 2015، صفحة 23)

ثانيا: بالنسبة لأصحاب العجز المالي

بالنسبة لأصحاب العجز المالي فإن الوساطة المالية:

1. توفر الوساطة المالية الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي؛

2. يجنب وجود الوساطة المالية المقترض مشقة البحث عن أصحاب الفوائض المالية على افتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة، فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم؛ (معتوق، 2015-2016، صفحة 31)

3. وجود الوساطة المالية يسمح بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا، عكس ما هو عليه في التمويل المباشر. (الأميري، 2019، صفحة 128)

ثالثا: بالنسبة للوساطة المالية بذاتها

وبالنسبة للوساطة المالية في حد ذاتها فإنها:

1. تستفيد أولا من الفائدة على القروض، وتعتبر هذه الفائدة من المداخل التي تعظم عائداتها، بل لعلها الدخل الوحيد الذي تحققه أو الذي تقوم عليه نشاطاتها؛

2. استعمال موارد غير مكلفة في الغالب، فالودائع الجارية هي الجزء الغالب في موارد الوساطة المالية؛ (لطرش، 2003، صفحة 10)

3. يسمح الحصول على ودائع الوساطة المالية بتوسيع قدرتها على منح القروض، وذلك بإنشاء نقود الودائع، ويعني هذا أن البنوك تستطيع أن تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه حقيقة من الودائع، وهو بطبيعة الحال أمر يزيد من امكانياتها في زيادة الأرباح. (معتوق، 2015-2016، صفحة 31)

رابعا: بالنسبة للاقتصاد ككل

يستفيد الاقتصاد أيضا بدرجة كبيرة من الوساطة المالية حيث أنه:

1. يسمح وجود الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة الادخارات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة؛

2. تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد (ذو الطبيعة التضخمية) بتعبئة السيولة الموجودة، ولكن القدرة على هذه التعبئة ترتبط إلى حد كبير بمدى فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها كجامعة للأموال؛ (عون، 2018، صفحة 833)

3. تقادي احتمالات عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي حيث هذا التعارض بينهما يؤدي إلى وجود اختلالات في الاقتصاد. (الأميري، 2019، صفحة 129)

تحتل مؤسسات الوساطة المالية مركزا حيويا في السوق المالية وتستمد أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به، فهي تشكل همزة وصل بين الأعوان الذين يقومون بالادخار باعتبارهم

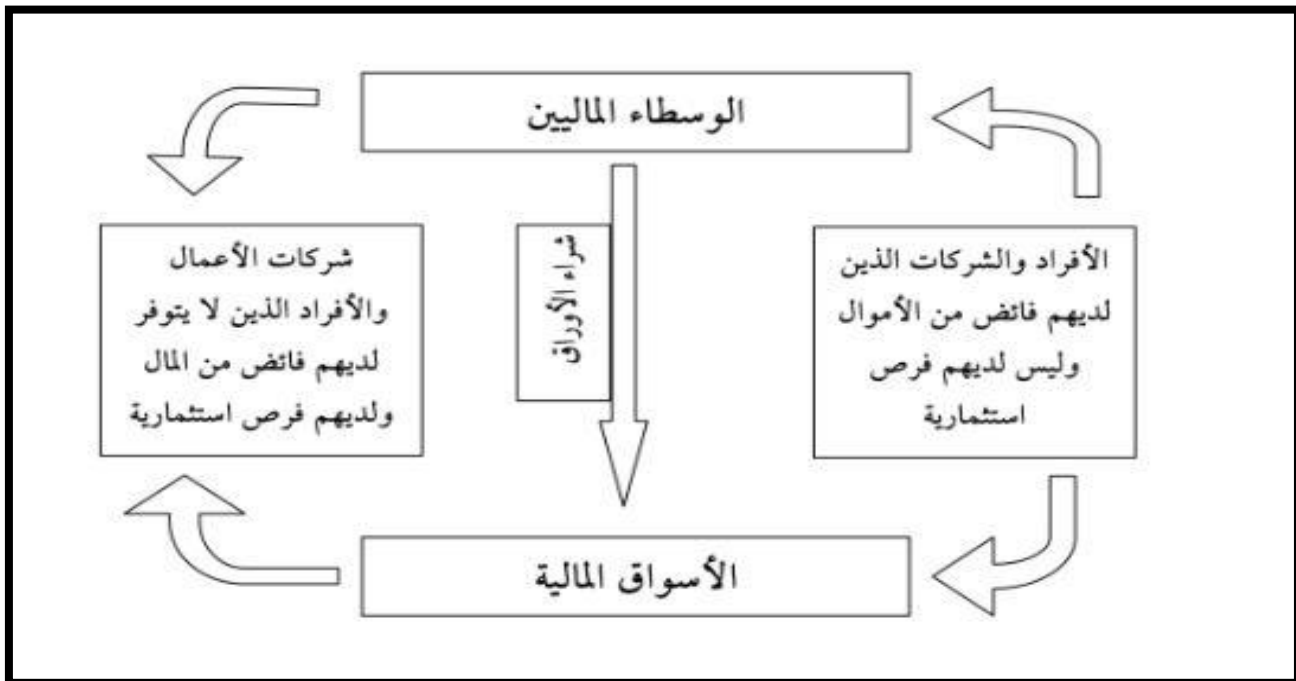
يتوفرون على طاقة تمويلية فائضة وبين القطاعات التي هي بحاجة إلى السيولة لتمويل الاستثمار، إضافة إلى ما تقوم به من وظائف هامة في المجال المالي، وهو ما يعكس دورها في الاقتصاد الوطني وذلك عن طريق قيامها بتجميع الموارد وتوزيعها للاستغلال الأمثل (العربي، 2008-2009، صفحة 51) ومن هنا يتم بعد ذلك استثمارها حيث أنها تقوم بجلب الفائض المالي من المؤسسات المدخرة مقابل سعر فائدة معين، كما تؤدي مؤسسات الوساطة المالية دورا فعالا في البورصة خاصة على مستوى السوق الثانوي وذلك عن طريق توفيرها للمعلومات المختلفة الضرورية وتنفيذها لمختلف الأوامر الممنوحة من طرف المتعاملين معها شأن شراء وبيع الأوراق المالية.

المطلب الثالث: وظائف الوساطة المالية

تعد عملية تحويل الأموال من الوحدات التي لديها فوائض مالية إلى الوحدات التي تعاني من العجز الوظيفة الرئيسة والأهم للمؤسسات المالية الوسيطة، فهي عبارة عن مشروعات تعمل كوسيط في النظام المالي (الذي يخدم المجتمع) وتعتبر جزءا هاما منه.

الشكل التالي يبين موقع الوسيط الماليين من وحدات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي:

الشكل رقم (7): آلية عمل الوساطة المالية



المصدر:

- شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي، 2007، ص 17.

يوضح الشكل رقم (7) آلية الربط بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز وذلك عن طريق الأسواق المالية أي التعامل المباشر أو عن طريق مؤسسات الوساطة المالية أي التعامل غير المباشر.

فالوسطاء الماليون يقومون بجملة من الوظائف الأساسية نذكر منها:

أولاً: تجميع المدخرات وتوفير السيولة

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. (العربي، 2008-2009، صفحة 40)

ثانياً: تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة

ويقصد بها التكاليف التي تنطوي عليها عمليات شراء الأصول المالية المباشرة والاحتفاظ بها وبيعها، وهنا يستطيع الوسطاء الماليون تحقيق وفورات اقتصادية من ناحيتين، ناحية حجم العمليات المالية التي يقومون بها، ومن ناحية عدد مرات قيامهم بهذه العمليات. (عون، 2018، صفحة 834)

ثالثاً: توفير الائتمان وتقديمه لراغبه

تطورت وظيفة الوسطاء الماليين فلم تعد تنصب فقط على تسهيل عمليات الائتمان المباشر بل أصبحت تحاول توفير مقادير إضافية جديدة عن طريق خلق (إصدار) الأصول المالية المباشرة، والوسطاء الماليين يعملون بهذا على سد الفجوة بين الإنتاج والاستهلاك. (بن عزوز، 2011-2012، صفحة 82)

رابعاً: تخفيض المخاطر من خلال التنوع

من خلال تحويل الأصول المالية الخطرة إلى أصول مالية أقل خطورة، وذلك من خلال تنويع أصوله، الأمر الذي لا يكون متاحاً للأفراد بسبب انخفاض الموارد المالية المتاحة لهم، ولا شك أن انخفاض الخطر الناجم عن التنوع، ومن ثم خفض التكلفة يعد من أهم المزايا الاقتصادية لسوق المال. (العربي، 2008-2009، صفحة 41)

خامساً: تنويع المحفظة المالية عن طريق الاستثمار

وظيفة رئيسية أخرى لهؤلاء الوسطاء هي مساعدة العملاء على تنمية أمواله مع طريق الاستثمار، حيث يستخدم الوسطاء مثل صناديق الاستثمار والبنوك الاستثمارية خبرتهم في تقديم منتجات استثمارية لمساعدة عملائهم على زيادة العوائد وتقليل المخاطر.

سادسا: توفير آلية لسداد المدفوعات

تتوفر لدى الوسطاء الماليين القدرة على أداء المدفوعات دون استخدام النقود العينية، وتظهر هذه الوظيفة بشكل واضح في مؤسسات الإيداع التي يمكنها تحويل الأصول التي لا يمكن استخدامها في تسوية المدفوعات. (العربي، 2008-2009، صفحة 41)

سابعا: التفاوض على الأوراق المالية

ويتعلق ذلك بتنفيذ أوامر الشراء أو البيع مقابل عمولة يحصل عليها الوسيط، بحيث يحقق أحسن سعر ممكن في الإطار الممكن للتفاوض (حيث أن الأوامر مرتبطة بمدة معينة)، وتتطلب المفاوضة في الأوراق المالية معرفة دقيقة لأحوال السوق المالية محل التفاوض وخبرة كبيرة من تحركات الأسعار في السوق بحيث يمكن أن يجري الأمر، أو أن ينتظر حتى اللحظة المنشأة التي يتحقق فيها أحسن سعر بيع/شراء للعميل.

المبحث الثاني: مؤسسات الوساطة المالية

يبحث عدد من المستثمرين الذين يرغبون في المضاربة في السوق إلى فتح حساب مع أحد شركات الوساطة المالية بهدف الحصول على أرباح في عملية البيع والشراء بأسعار أعلى، حسب رغبة المستثمر نفسه، وتعدد شركات الوساطة المالية في الفترة الأخيرة خلق نوع من المنافسة بينهم الحصول على عملاء جدد، ومستثمرين للمضاربة في الأسواق، وتقدم كل شركة عدد من الخدمات والمميزات التي تعود بالنفع على المستثمر والشركة في زيادة أعداد العملاء والحصول على عائد ونسبة أرباح.

المطلب الأول: تصنيف مؤسسات الوساطة المالية

كانت تصنف مؤسسات الوساطة المالية إلى مجموعتين رئيسيتين هما الوسطاء النقديون والوسطاء غير النقديون ولكن مع التطور الذي حصل خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين بالنسبة لاختصاصات الوسطاء الماليين أصبحت مؤسسات الوساطة المالية تصنف إلى مؤسسات ودائعية ومؤسسات غير ودائعية. يمكن تقسيم مؤسسات الوساطة المالية بصورة رئيسة إلى نوعين:

أولاً: المؤسسات الودائعية

وهي المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوسيط المالي وتتخصص مهمتها في الحصول على الأموال من خلال قبول الإيداعات، ومن ثم منح تلك الأموال على شكل قروض لطالبي التمويل. (العلي، 2019) ومن أهم هذه المؤسسات الودائعية:

1- البنوك التجارية:

يعرف البنك التجاري أيضاً بأنه: "هو مؤسسة مالية تؤدي وظائف قبول الودائع من عامة الجمهور ومنح قروض للاستثمار بهدف تحقيق الربح". (Singh, s.d.)

ويقصد بالبنك أيضاً: "هو مؤسسة مالية نقدية رسمية وظيفتها جمع الودائع ومنح القروض وتسهيل وسائل الدفع، حيث تلعب دوراً هاماً في الوساطة المالية". (واضح، 2016-2017، صفحة 05)

2- بنوك الادخار:

تشبه البنوك التجارية عدا عدم فتح الحسابات الجارية، حيث يقتصر دورها على فتح حسابات الادخار، وحسابات الأسواق النقدية والإقراض من خلال الأسواق المالية والقروض العقارية، (البيدوي، 2011، صفحة 62) بعض هذه المصارف لا يستهدف الربح بصورة خاصة، وإنما يستهدف استقطاب المدخرات، وتشغيلها أي استثمارها في مجالات محدودة، تحددها القوانين والتشريعات النافذة، وتلقى هذه المصارف دعماً من شرائح المجتمع ومن السلطات الحكومية. (المغربي، 2016، صفحة 19)

3- مؤسسات الادخار والائتمان:

هي المؤسسات التي تعمل أساساً على تعبئة الموارد المالية عن طريق قبولها لمختلف أنواع الودائع... وتستخدم هذه المؤسسات الموارد التي لديها في تقديم القروض العقارية بضمان عقارات، وتمثل هذه المؤسسات ثاني أكبر مؤسسة تعاقدية في الولايات المتحدة الأمريكية (بن عزوز، 2011-2012، صفحة 86)، وتحصل على مواردها من الودائع الادخارية في المقابل تقدم شهادات ادخار للمودعين وتركز قروضها في رهونات السكن، كما تستثمر في الأدوات المالية طويلة الأجل. (رصاص وبوحرقات، صفحة 07)

4- اتحاد الائتمان:

هو تعاونية مالية يمتلكها الأعضاء، وتدار من قبلهم على مبدأ مساعدة الناس، ويقدم القروض بأسعار تنافسية لأعضائه بالإضافة للخدمات المالية الأخرى، وتختلف أنظمة الاتحاد الائتماني اختلافاً كبيراً بين دول العالم، من حيث إجمالي الأصول ومتوسط حجم أصول المؤسسة، (اتحاد ائتماني، 2020) وهي مؤسسات تستقدم إيداعات صغيرة من الأفراد والمجموعات وتقدم القروض إلى مجموعات اجتماعية معينة، وأعضاء الاتحاد هم العاملون في مؤسسة معينة مثلاً. (ميدو، 2016، صفحة 60)

ثانياً: المؤسسات غير الودائية

هي مؤسسات الأساس في مواردها هو التعاقد ضمن مدة محدودة، ومثل هذا النوع من الموارد يتيح لمثل هذه المؤسسات فرص الاستثمار طويل الأجل وتضم:

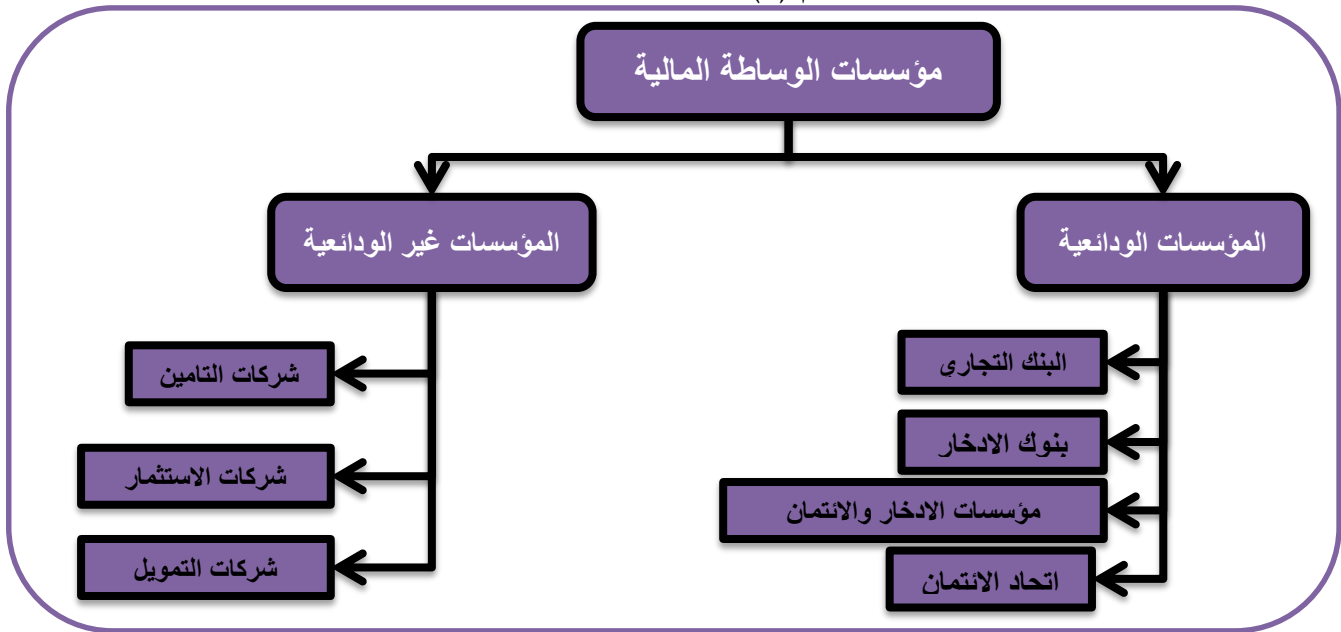
1- شركات التأمين: هي الهيئة التي تتسلم أقساط التأمين وتلتزم في المقابل بدفع مبلغ التأمين عندما يقع الخطر، وإلى جانب تقديمها هذه الخدمات فهي مؤسسة مالية تتلقى الأموال من المؤمن لهم، وتعمل كوسيط يقبل هذه الأموال ثم يعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد. (لفتاحة، 2014-2015، صفحة 03) وتقوم شركات التأمين عادة بالتمييز بين نوعين من الخطر هما الخطر الموضوعي والخطر العشوائي، حيث يعبر الخطر الموضوعي عن التغير النسبي للخسارة الفعلية عن الخسارة المتوقعة. أما الخطر العشوائي فإنه يتمثل بعدم التأكد ويرتبط بالحالة الذهنية للشخص. (كنجو وخلف، الصفحات 190-191) تقوم شركات التأمين عادة بالتمييز بين نوعين من الخطر هما الخطر الموضوعي والخطر العشوائي، حيث يعبر الخطر الموضوعي عن التغير النسبي للخسارة الفعلية عن الخسارة المتوقعة، أما الخطر العشوائي فإنه يتمثل بعدم التأكد ويرتبط بالحالة الذهنية للشخص.

2- شركات الاستثمار: هي مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين وبصفة خاصة من صغار المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم موارد كافية لتكوين تشكيلات مختلفة من محافظ الأوراق المالية، ثم استثمارها حيث يمكن لكبار المستثمرين وصغارهم المشاركة في صناديق شركات الاستثمار (بن عزوز، 2011-2012، الصفحات 89-90) وتقوم هذه الشركات بتجميع الموارد من خلال بيع الأوراق التجارية وإصدار الأسهم والسندات، وتقديم القروض للمستهلكين فضلا عن تقديمها القروض إلى منشآت الأعمال الصغيرة، وتتفصل بالملكية أو تتبع شركة رئيسية للتمويل. (ميدو، 2016، صفحة 61)

3- شركات التمويل: شركات التمويل مؤسسات مالية أنشأت حديثا لتلبية احتياجات الأفراد (المستهلكين) والأعمال، وبذلك فهي تعتبر منافس جديد للمؤسسات المالية...، وقد كانت الضغوط التنافسية دافعا قويا لشركات التمويل إلى تنويع وظائفها وأنشطتها التي امتدت لتغطي حاجات قطاع الأعمال والأفراد معا. (www.islamfin.yoo7, 2009)

الشكل الموالي يبين شركات الوساطة المالية:

الشكل رقم (8): مؤسسات الوساطة المالية



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

- لفتاحة سعاد، إدارة المخاطر الاستثمارية في شركات التأمين وفق نظام الملاءة 1، دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين SAA، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات التأمين، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، السنة 2014-2015، ص2.
- معتز بالله محمد ميدو، أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية، دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، السنة 2014، ص4.

المطلب الثاني: الاتجاهات الحديثة لمؤسسات الوساطة المالية

هناك اتجاهات معاصرة تعكس لنا تداخل كبير بين هذين النوعين من مؤسسات الوساطة المالية السابقة ذكرها، ونشوء مؤسسات مالية شاملة للنشاط، وهذا بالرغم من طبيعة الوظيفة الأساسية التي تفرق بينهما وهي قبول الودائع من عدمه، ومن أهم هذه الاتجاهات:

أولاً: نزعة متنامية باتجاه الاندماج

أصبحت عمليات الدمج المصرفي من المتغيرات العالمية الجديدة التي اكتسبت أهمية كبرى في ظل الاتجاه نحو عولمة البنوك وتزايد حجم وأهمية الكيانات المصرفية الكبرى بحيث تكون قادرة على المنافسة العالمية، وقد شهدت السنوات الأخيرة اتجاهاً كبيراً للاندماجات المصرفية عالمياً. (بن عبيد، 2015-2016، صفحة 63)

ولقد أصبحت المنافسة العالمية بين المؤسسات المالية والمصرفية واقعا لا يمكن تجاهله في ظل ترسيخ العولمة يوما بعد يوم، ورغبة في زيادة قدرتها التنافسية اتجهت المصارف إلى الاندماج مع بعضها البعض لتكوين كيانات مصرفية عملاقة وقوية للتغلب على المصائب التي تواجهها (وصاف ووصاف، صفحة 300) ويلاحظ أن الاندماج المصرفي يتزايد بشكل كبير نتيجة متغيرين أساسيين هما: (عون، 2018، الصفحات 837-838)

1. إتفاقية تحرير الخدمات المصرفية التي تأتي ضمن اتفاقية تحرير تجارة الخدمات؛
 2. معيار كفاية رأس المال بما لا يقل عن 8% من قيمة الالتزامات المصرفية ضمن اتفاقية بازل 1 و2. وعمليات الاندماج المصرفي لم تقتصر على البنوك والمؤسسات المصرفية المحلية على نطاق الدولة الواحدة فقط، بل شملت في أحيانا كثيرة على حالات اندماج مصرفي بين بنك ومؤسسات مصرفية من دول مختلفة، أي تعدت المستوى المحلي إلى المستوى العالمي. (بن عزوز، 2011-2012، صفحة 96)
- يحتاج البنك التنظيمي لعمليات الاندماج بين البنوك إلى دراسة متأنية واستراتيجية محددة الأهداف واجراءات مرحلية نوضحها في مرحلتين أساسيتين كما يلي: (مفتاح، 2019)

- 1- **المرحلة التمهيديّة:** تتضمن وضع تصورات أولية وإعداد خطة الاندماج "بروتوكول الاندماج"، وتحديد دواعي الاندماج وأغراضه ومحدداته، بالإضافة إلى تقدير قيمة أصول وخصوم البنك المندمج والحدود الدنيا والقصوى لسعر شراء البنك المندمج مع تحديد الأسلوب الذي يتم الاندماج به.
- 2- **المرحلة التنفيذية:** ويقصد بها الطريقة النهائية التي سيتم بها مشروع الاندماج المصرفي من حيث كونه دمج أو استحواذ.

ثانياً: الشركات القابضة للمصارف

الشركة القابضة هي شركة مساهمة مالية ينحصر نشاطها في تملك حصص من رأسمال شركات أخرى تعمل في قطاعات الاقتصاد المختلفة، على أن تبلغ هذه الحصص القدر الكافي من أجل السيطرة على الشركات التابعة عبر التحكم في مجالس إدارتها وتحديد توجهاتها الكبرى، كما تحتفظ الشركة القابضة بسلطة رسم معالم السياسة المالية التي يجب اتباعها من طرف الشركات التابعة، والتي تتعلق مثلاً بطرق تمويل استثماراتها (اللجوء إلى القروض المصرفية أم إلى سوق الأوراق المالية) أو كيفية توزيع الأرباح (ما مقدار الاحتياطي الذي تحتفظ به الشركة ولا يتم توزيعه) أو توظيف فوائض الخزينة إذا وجدت (إيداعها في حسابات مصرفية مقابل فوائد أم تشغيلها في البورصة).

وتنشأ الشركة القابضة عن طريق العديد من الوسائل تتمثل في: (الفوزان، 2018، صفحة 444)

1. تأسيس شركات مساهمة بمفردها أو بالاشتراك مع الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة أو الأفراد؛
2. شراء أسهم شركات المساهمة أو بيعها أو المساهمة في رأسمالها؛
3. تأسيس أو شراء أسهم شركات ذات مسؤولية محدودة.

وتمارس هذه المؤسسات دوراً واسعاً في أسواق المال العالمية نتيجة امكانياتها المالية وقدرتها على مواجهة المخاطر المتوقعة وتنوع محفظتها الاستثمارية، وقد ساعد ظهور وتنامي هذه الشركات القابضة للمصارف على الإسراع في الدخول نحو نشاط الوساطة المالية غير المصرفية (عون، 2018، صفحة 838) حيث أن تأسيس الشركة القابضة وإدارتها لا يختلف كثيراً عن إدارة الشركات الأخرى، إلا من خلال مفهوم التبعية للشركة المسيطرة، وهذه السيطرة تكون عن طريق امتلاك الشركة القابضة لما لا يقل عن 51% من أسهم الشركة التابعة، فهي تملك مساهمات المؤسسات من أجل إدارتها والرقابة عليها. (المساعدة، 2014، صفحة 112)

ثالثاً: تعدد أنشطة الوساطة المالية للمصارف

يسعى المصرف جاهداً إلى رفع رقم أعماله وإلى ضغط وترشيد مصروفاته وأعبائه، ومحاولته إلى رفع أعماله أدت به إلى ابتداء خدمات جديدة يؤديها للمتعاملين معه، لذا عمدت المصارف إلى تقديم خدمات مصرفية لم تكن تنسب إليها في الماضي، وذلك من خلال: (عبد الرحيم، 2010-2011، الصفحات 60-61)

1. التنوع في الأنشطة والخدمات المصرفية بشراء أو إنشاء وإدارة شركات صناعية وتجارية وزراعية وخدمية أو المساهمة فيها؛

2. دخولها في صناعة التأمين من خلال تقديم كافة الخدمات الخاصة بالحاسبات الآلية، الاستثمار المشترك، السمسرة وكتابة وإصدار بواليص التأمين بأنواعها المختلفة (تأمين على الحياة، الممتلكات ... الخ)؛

3. الخدمات المرتبطة بالأوراق المالية حيث تشمل هذه الخدمات أنشطة الإشراف على عمليات الإصدارات الجديدة للأوراق المالية وتسويقها، خدمات السمسرة، إدارة محافظ المالية والخدمات المرتبطة بتطوير الأدوات المالية الجديدة...؛

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

ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا وجد أنه حتى عام 1960 كان هناك 47 شركة قابضة للمصرف تدير 8% من إجمالي الأصول المصرفية، ازدادت لتصبح في بداية عقد التسعينات أكثر من 6000 شركة تدير أكثر من 9% من الأصول المالية المصرفية. (بن عزوز، 2011-2012، صفحة 97)

وتتيح خدمة الوساطة الدولية للمستثمر بيع وشراء الأسهم والسندات في كافة أسواق البورصة الموجودة على نطاق العالم، وفي كافة المؤسسات العالمية، إضافة لذلك تقدم إدارة الوساطة الدولية مجموعة من الخدمات نذكر منها:

أ. خدمات حفظ كاملة تشمل الحفظ الأمين للأسهم وتحصيل أرباح الأسهم والسندات وإضافتها مباشرة لحساب المستثمر؛

ب. تقييم المحفظة بشكل منتظم أو عند الطلب مع كافة التفاصيل المتعلقة بالموجودات والأرصدة النقدية، ورغم أن الأسواق الدولية تتيح فرصا لعائدات عالية على الاستثمار إلا أن هناك عنصر مخاطرة مرتبط بهذا السوق يشكل تهديدا للاستثمار، لذلك لتأمين الاستثمار وزيادة العائدات من الضروري اختيار الشركات الناجحة للاستثمار فيها، وهناك العديد من العناصر التي يمكن أن تساعد في اتخاذ القرار لاختيار الشركة الناجحة.

يمكن القول أن من التغيرات المصرفية العالمية التي عكستها العولمة على أداء وأعمال البنوك، هو ظهور ونمو كيانات مصرفية جديدة، والتي تعتبر انقلابا واضحا في عالم البنوك، إذ أن الكيانات المصرفية العملاقة بحكم علاقات القوة الاقتصادية الضخمة والحجم الاقتصادي الكبير، والأداء الاقتصادي الفائق، أصبحت تملك قدرة عالية على التأثير في شكل واتجاهات السوق المصرفي العالمي المتعاطم النمو والمتسارع في الانتشار والاتساع من خلال التواجد في كافة أنحاء العالم. (النيل، صفحة 13)

المطلب الثالث: ممارسة نشاط الوساطة المالية

من البديهي ألا يمارس مهنة الوسيط المالي إلا جهات متخصصة في هذا المجال ومصرح لها لمزاولة هذا النشاط، ولذلك فإن سوق الأوراق المالية تفرض شروطا وتضع قوانين لممارسي هذه المهنة، وهذه الشروط يجب أن تتوفر في الشخص الطبيعي والشخص المعنوي (مؤسسات الوساطة).

أولاً: مفهوم الوسيط المالي

هناك عدة تعاريف للوسيط المالي والتي تصف وظيفته الأساسية في سوق الأوراق المالية، نذكر منها:

1- التعريف الأول:

عرف الوسيط المالي بأنه: "كل شخص مرخص له بموجب قانون السوق وأنظمتها وتعليماته القيام بأعمال محددة من شأنها أن تجعله قادراً على أن يكون حلقة وصل بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية من أسهم وسندات وسواها ويتقاضى عمولة محددة لقاء خدماته عند تنفيذ الأوامر". (القرغولي، عقد الوساطة التجارية، 2016)

2- التعريف الثاني:

يعرفه البعض بأنه: "شخص ذو دراية وكفاية في سوق الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية في المواعيد الرسمية، وذلك لحساب الزبائن ومقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري، ويعتبر مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية تم تنفيذها بياعاً وشراءً". (فهد، 2017، صفحة 05)

ثانياً: فئات الوسطاء الماليين

يتدخل الوسيط في عمليات البورصة بشكلين: بصفة سمسار للأوراق المالية (وهو الوسيط ذو النشاط المحدود) أو تاجراً للأوراق المالية (وهو الوسيط ذو النشاط الدائم).

1- سمسرة الأوراق المالية:

هم المحترفون الذين يقومون بتنفيذ أوامر البيع والشراء للأسهم والأوراق المالية الأخرى نيابة عن العملاء، عادة ما يرتبط وسطاء الأوراق المالية بشركة وساطة ويتعاملون مع المعاملات للعملاء الأفراد والمؤسسات على حد سواء، وغالباً ما يتلقى سمسرة الأسهم عمولات مقابل خدماتهم. (Gordon, 2020) وبصفة عامة فعندما يقوم الوسيط المالي بدور السمسار، فإنه يخدم خدماته في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السمسرة أو الوسطاء تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر. (جبرا، 2015، الصفحات 101-102)

2- تجار الأوراق المالية:

يقومون ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص، ولذا فإن الدخل الذي يحققونه يتمثل في الفارق بين سعر الشراء وسعر البيع (حامد، 2017، صفحة 65)، حيث يقومون ببيع الأوراق المالية بأعلى سعر مقارنة بثمن شرائها، لأمر الذي ينجم عنه هامش ربح يتمثل في الفرق بين سعري الشراء والبيع، والتجار في هذا الصدد يتحملون مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية نظرا لتعاملهم فيها لحسابهم. (جبرا، 2015، صفحة 104)

3- المتخصصون:

يعمل المتخصصون في مجموعات فكل مجموعة تتخصص في عدد معين من الأوراق المالية المسجلة ويقوم المتخصصون بالوظائف التالية:(كافي، 2009، صفحة 77)

أ. تنفيذ الأوامر محددة السعر التي يتركها لديهم باقي الأعضاء عندما يكون سعر السوق بعيدا عن السعر المحدد بالأمر وقت حصول الأعضاء على هذه الأوامر ويعمل المختص في هذه الحالة كوكيل مثل السماسرة بعمولة؛

ب. توفير أسواق عادلة ومتدرجة في اتجاهاتها السعودية والهبوطية في ضوء الأوامر الحاصلة بالتعامل في أوراق مالية معينة، ولتحقيق ذلك يمكن للمتخصص أن يقوم بدور التاجر حيث يمكن البيع والشراء لحسابه الخاص في حالة وجود اختلاف مؤقت بين السعر المطلوب والسعر المعروض للورقة المالية.

ثالثا: الالتزامات التي تقع على مؤسسات الوساطة المالية

يقع على الوسيط المالي العديد من الالتزامات، حيث ألزم نطاق السوق المالية ولوائحه التنفيذية الوسطاء العاملين في السوق بعدة التزامات الغرض منها حماية المتعاملين ومراعاة مصلحة العملاء المستثمرين، ومن أهم هذه الالتزامات:

1- الالتزام بقواعد السوق:

يقع على الوسيط الالتزام التزم أساسي باحترام جميع القواعد النظامية المنظمة لعملية تداول الأوراق المالية، وكافة القرارات والتعليمات الصادرة من هيئة السوق المالية، ويقصد بالالتزام الوسيط بقواعد السوق أن يخضع الوسيط لجميع التعليمات بما فيهم تقديم البيانات والمعلومات التي تطلب من قبل هيئة سوق المال....(الجريش، 2018، صفحة 315)

2- التحقق من شخص العميل وصفته وأهليته:

يقع واجب التحقق من شخص العميل البائع لأنها تبرم العقد نيابة عنه بصفتها وكيلًا عنه، فيجب عليها أن تعرف لحساب من تتصرف، ويحظر على الوسيط المالي قبول تفاوض لدى عمليات بيع وشراء الأوراق المالية إلا من عملائه الموثقين لديه (بني عطية، 2017، الصفحات 46-47)

3- الالتزام بسرية المعلومات:

يجب أن يكون الوسيط محل ثقة العميل، فمن واجبه أن يلتزم بالسرية التامة سواء للمعلومات أو المعلومات المتعلقة بالأوامر المصدرة من طرفه، لا بد أن يكتسي هذا النوع من المعلومات الطابع السري، لا يجب التصريح لأي شخص كان إلا إذا سمح العميل بذلك. (بن عزوز، 2011-2012، صفحة 112)

4- التحقق من محل التعامل (الأوراق المالية والثمن):

لا يقتصر التزام الوسيط المالي في ضمان سلامة العملية بالتحقق من أهلية العميل بل يمتد التزامه إلى محل التعامل المتمثل في الأوراق المالية والثمن، وقد ألزم المشرع الوسيط بعدم بيع الأوراق المالية إلا بعد التأكد من ملكيتها وبأنها غير مرهونة أو محجوزة ولا يوجد قيد يمنع التصرف بها. (بني عطية، 2017، صفحة 48) كما يجب على شركة الوساطة أن تتحقق من ملكية العميل لتلك الأوراق المالية التي لديه، ويجب التحقق أيضا من كفاية عدد الأوراق المالية المتاحة لدى العميل، بالإضافة لذلك وجب على شركة الوساطة أن تتحقق من المبلغ الذي تم إدراجه في العقد أي الثمن الحقيقي العيني لتلك الأوراق المالية هل هي حقيقية أم مزورة، أما بالنسبة للمدفوعات المقدمة لشركة الوساطة من طرف العميل وجب التأكد من كافة البيانات الموضوعية في الشيك وأنه ليس مرتبط بأي شرط وصالح للتعامل فيه وصرفه في أي وقت وأي مكان.

5- ضمان سلامة العملية:

يجب على الوسيط في عمليات التداول أن يلتزم بضمان سلامة عمليات تداول الأوراق المالية، ويذهب البعض إلى أن الالتزام بضمان سلامة العمليات يقصد به التزام شركة الوساطة بتنفيذ عملية البيع، وتسليم الأوراق المالية حال كونها بائعة ودفع الأموال إذا كانت مشتريّة، بينما يذهب البعض الآخر بأن ضمان شركة الوساطة يقتصر على صحة عملية البيع أو الشراء دون شرط التنفيذ، وضمان سلامة العمليات يقتضي صحة إجراء عملية البيع والشراء كما يقتضي أيضا تنفيذها، بحيث يتعين على الوسيط

أن يقدم كشف حساب عن عمليات التداول التي يتم تنفيذها، باعتبار ذلك عنصرا من عناصر اتمام العملية وسلامتها، ما لم يتم الاتفاق مع العميل على غير ذلك. (الجريش، 2018، صفحة 316)

المبحث الثالث: دور الوساطة المالية في تنشيط المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية

تعتبر مؤسسات الوساطة المالية شريان الاقتصاد حيث تلعب ذلك الدور الجوهرى والمهم في مجال الوساطة، فهي توجه المؤسسات المالية للاستثمار الآمن والمربح تحت سقف تدنية المخاطر حيث أن نجاح أو إفلاس الاستثمارات المالية يتوقف على كفاءة مؤسسات الوساطة المالية.

المطلب الأول: عضويات مؤسسات الوساطة المالية

إن سوق الأوراق المالية باعتباره سوقا منظما تتدخل الدولة في تنظيمه وتحدد إجراءات وقواعد التعامل فيه لذلك فإن تسجيل الأوراق المالية وقواعد تداولها لا يتم اعتبارا بل انه يتم حسب شكلية معينة نصت عليها القوانين المختلفة، (القرغولي، 2018) ويلاحظ أن الاتجاه السائد في سوق الأوراق المالية وطبيعة العمل في هذه الأسواق يميل إلى حصر التعامل بالأوراق المالية المسجلة فيه بالوسطاء الماليين فقط ووكلائهم المسجلين بعد حصولهم على الإجازة بممارسة هذه المهنة وتوافر الشروط القانونية التي يتطلبها السوق فيهم.

أولا: بالنسبة للأشخاص المعنويين

إن ترخيص مؤسسة الوساطة المالية من قبل الهيئة شرط لممارستها ... ويجب على الشركة الراغبة بالحصول على عضوية السوق أن تقدم طلبا خطيا للسوق وفق نموذج محدد معتمد من قبل السوق، على أن يحتوي الطلب على المعلومات التالية: (الشافعي، 2008، الصفحات 95-96)

1. نبذة عامة عن المؤسسة مقدمة الطلب؛
2. تحديد جنسية المؤسسة؛
3. عنوان المقر الرئيسي للمؤسسة وفروعها؛
4. أسماء أعضاء مجلس إدارة المؤسسة وعناوينهم ومؤهلاتهم العلمية، وأسماء الأشخاص المفوضين بالتوقيع عنها؛
5. النشاطات المالية التي تنوي ممارستها والتي حصلت على ترخيص الهيئة بخصوصها؛
6. رأس مال المؤسسة المصرح به والمكتتب به والمدفوع؛
7. البيانات المالية للمؤسسة المتقدمة عن السنين السابقة، أو دراسة جدوى بالنسبة للمؤسسات حديثة التأسيس؛
8. كشف بأسماء المساهمين والشركاء الرئيسيين ونسبة مساهمة كل منهم في رأس مال المؤسسة،
9. القضايا التي تكون المؤسسة أو أحد مساهميها أو مستخدميها طرفا فيها،

10. إقرار بصحة المعلومات الواردة في الطلب.

يجب أن تتضمن اللوائح التنظيمية حد أدنى من الشروط الواجب توافرها للمؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية، ويجب أيضا أن يتوافر لمؤسسات الوساطة المالية العاملة في مجال الأوراق المالية رأس مال ومصدر وقابل للزيادة يفي المتطلبات الرقابية التي تعكس المخاطر التي قد تتعرض لها هذه المؤسسات. على المؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية أن تستجيب للقواعد المطلوبة بالنسبة للتنظيم الداخلي لهذه المؤسسات والخبرة اللازمة للمديرين والتي تهدف لحماية مصالح العملاء وبحيث تقبل الإدارة تحمل المسؤولية تجاه هذه المتطلبات، كما يجب أيضا توافر إجراءات قانونية للتعامل مع عدم توفيق المؤسسات العاملة في هذا المجال. (الفكي، 2017، الصفحات 93-94)

ثانيا: بالنسبة للأشخاص الطبيعيين

ويجدر الإشارة أيضا أن للشخص الطبيعي شروط وجب توفره فيها لمزاولة مهنة الوساطة المالية ألا وهي: (بن عزوز، 2011-2012، صفحة 104)

1. يجب أن يبلغ الوسيط سنا معيناً؛
2. الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلاً على مؤهل جامعي أو ما شابه ذلك؛
3. أغلب التشريعات تشترط الجنسية والأهلية القانونية؛
4. إثبات حسن السيرة والنزاهة التجارية ألا يكون قد حكم عليه في قضايا تمس الشرف؛
5. ألا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة، فلا يكون عضواً في مجلس إدارة إحدى الشركات ولا مستشاراً أو خبيراً بها أو بأحد المصارف؛
6. التحلي بالأمانة، الصدق والمهارة في التعامل وتنفيذ أوامر العملاء؛
7. اجتياز دورة متخصصة معدة للتأهيل للوظيفة .

وفي الاختبارات الخاصة بالوظيفة يراعى أن يكون الوسيط ملماً بالمحاور الأساسية التالية: التحليل الاقتصادي الكلي والتحليل الاقتصادي الجزئي، المحاسبة المالية وإعداد القوائم المالية، التحليل المالي والأساسي والفني والكمي للأوراق المالية، القوانين المتعلقة بسوق المال، قواعد السلوك المهني، لوائح العمل الداخلية بالبورصة.

المطلب الثاني: التداول عبر مؤسسات الوساطة المالية

يبحث عدد من المستثمرين الذين يرغبون في الاستثمار في سوق الأوراق المالية إلى فتح حساب مع أحد شركات الوساطة المالية لهدف الحصول على الأرباح في عملية البيع والشراء بأسعار أعلى، حسب رغبة المستثمر نفسه، وتقوم شركات الوساطة المالية بدورها أيضا بتلقي أوامر العملاء لتنفيذ تلك الاستثمارات.

أولا: الأوامر في سوق الأوراق المالية

إن صدور أمر التداول من العميل إلى الوسيط المرخص له بالعمل في سوق الأوراق المالية يتضمن تعبيراً عن إرادة العميل بإبرام عقد البيع، أو شراء أوراق مالية محددة، ولكي ينتج هذا التعبير عن الإرادة أثره لابد ان تتوفر فيه شروط معينة وقبل التطرق لهاته الشروط وجب أولاً تعريف أوامر التداول.

1- تعريف أوامر التداول:

تعرف أوامر التداول في سوق الأوراق المالية على أنها:

1-1- التعريف الأول: عرفت أوامر التداول على أنها: "عبارة عن تفويض خاص صادر من العميل إلى الوسيط ويلزمه العمل على تنفيذ الأمر وفقاً لما جاء فيه ومكان تنفيذ الأمر يكون ببورصة الأوراق المالية إذا كان الأمر منصبا على أوراق مالية مقيدة بالبورصة، وموضوع الأمر عبارة عن عمليات تتم على الأوراق المالية وليس على شيء آخر". (الجبوري، 2017، صفحة 03)

1-2- التعريف الثاني: يراد بالأمر في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية: "الطلب الصادر من شخص أو جهة ما إلى الوسيط، بيع أو شراء أوراق مالية معينة". (آل سليمان، 2005، صفحة 525)

2- أنواع الأوامر:

هناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية نذكر بعضها:

1-2-1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: يقصد بهذه الأوامر تلك التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمها، وفي هذا المجال يوجد نوعان من الأوامر:

1-1-2- أوامر السوق: والتي تعطى للوسطاء من دون تحديد السعر، وهي تنفذ وفقاً لشروط السوق، والأمر يجب أن ينفذ أياً كان السعر المسعر، وإذا وصل الأمر إلى البورصة قبل افتتاحها، فيجب أن ينفذ عند ذلك بالكامل. (زيد، 2014-2015، صفحة 30)،

1-2-2- الأوامر المحددة: فيها يحدد المستثمر سعر معين وكمية معينة لإجراء التعامل خلال فترة معينة ويتم تنفيذ تلك الأوامر بسرعة حيث يكون على السمسار الانتظار حتى يتم تحقيق شروط

المستثمر خلال المدة المحددة، وإذا انقضت تلك المدة ولم ينفذ الأمر فإن السمسار ينتظر أمر جديد من المستثمر. (الجوزي، 2011-2012، صفحة 31)

2-2- الأوامر المحددة للسعر: يحدد المستثمر حداً معيناً للسعر الذي يجب البيع أو الشراء به، فيحدد السعر الأدنى في حالة أمر البيع ويحدد السعر الأعلى في حالة أمر الشراء، فلا يحق للسمسار تنفيذ الصفقة قبل بلوغ سعر الورقة المالية السعر المحدد من طرف العميل. (شرياق، 2017-2018، صفحة 58)

2-3- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: هي الأوامر التي يصدرها العميل إلى السمسار ويطلب منه تنفيذها في وقت محدد، أو خلال مدة زمنية معينة قد تكون يوم أو أسبوع أو شهر أو ليس له مدة معينة للتنفيذ.

3-2-1- أوامر محددة بيوم: هو الأكثر شيوعاً في تعاملات المستثمرين والعملاء داخل البورصات، وغالباً ما يكون مبنياً على توقعات مسبقة بأفضلية بعض الأيام للتعامل فيها، فإذا لم ينص في الأمر على مدة محددة يعتبر الأمر محددًا باليوم. (لطي، 2013، صفحة 142)

3-2-2- الأوامر محددة بأسبوع أو بشهر: فهي الأوامر التي تحدد وقت تنفيذها بأسبوع، فإذا أصدر العميل الأمر بالتنفيذ خلال أسبوع فإنه ينهي جلسة آخر يوم في أسبوع العمل أياً كان وقت صدور الأمر.

2-4- أوامر مفتوحة أو الأمر للتنفيذ: هذا الأمر يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاءه وتحدد مدة تقديمه إلى السوق بثلاثة أسابيع. (بن بعيش، 2017، صفحة 256) منها:

2-4-1- الأوامر الخاصة: ويقصد بها تلك الأوامر التي يكون السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه.

2-4-2- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: يقصد أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وتكون حرية الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر ما وإذا كانت الصفقة بيعاً أو شراءً وتوقيت تنفيذها. (زيد، 2014-2015، صفحة 32)

2-5- أنواع الأوامر من حيث كمية الأوراق المالية: ونجد فيها:

2-5-1- الأمر بشرط الكل أو لا شيء: وبموجبه يشترط العميل على الوسيط تنفيذ الأمر كله وإذا تعذر ذلك فهو يفضل عدم الدخول في الصفقة، فهذا الأمر لا يمكن تنفيذه إلا إذا توفرت في البورصة كمية الأوراق المطلوبة أو المعروضة. (شرياق، 2017-2018، صفحة 60).

2-5-2- الأمر بشرط عدد من الأوراق في كل حصة: ويحدد بموجب الأمر الزيون للسماز كمية معينة (البيع او الشراء)، فإذا توفرت يقوم السماز بتنفيذ هذا الأمر أما إذا لم تتوفر هذه الكمية فإن السماز يلغي هذه الصفقة مباشرة وهو ما يميزه عن (أمر الكل أو العدم). (بن دحان، 2012-2013، صفحة 12)

2-5-3- الأمر بشرط عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص: هذا الأمر لا يحدد العدد الواجب تبادلته في كل حصة، بل يحدد عدد الأوراق المالية التي يجب على الوسيط تداوله خلال عدد من معين من الحصص، حيث يحدد المستثمر التاريخ الذي يجب على الوسيط إتمام الصفقة كلية قبله. (شريك، 2017-2018، صفحة 61)

ثانيا: التسعير في بورصة الأوراق المالية

تتحدد أسعار الأوراق المالية وفقا لقانون العرض والطلب الذي مصدره أوامر البيع والشراء التي ترد إلى السوق، غير أن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى هذه السوق، ويتم التوصل إلى السعر التوازني لأي ورقة مالية متداولة بعدد من الطرق التي وإن اختلفت في أسلوبها فإنها تتفق في جوهرها، كالتسعير بالمناداة، بالمقارنة وبالصندوق.

1- تعريف التسعير في سوق الأوراق المالية:

المراد بالتسعير في اصطلاح المتعاملين في البورصات: "تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأسهم وذلك عند بدء التعامل على سهم معين، ليتم تدوينه على لوحة الأسعار...، (شريك، 2017-2018، الصفحات 61-62) ويسمى هذا السعر بـ (سعر البورصة) وقد عرف بأنه القيمة التي يبلغها سند ما أثناء إحدى جلسات البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوحة التسعير".

1-1- آليات التسعير في سوق الأوراق المالية:

1-1-1- التسعير المستمر: يتم تطبيق هذه التقنية للأوراق المالية ذات السيولة المرتفعة، حيث يتم تداول الأوراق المالية فيها على مدار اليوم ويتم وفق هذه الآلية تجميع أوامر البيع والشراء قبل افتتاح جلسة التداول في النظام الآلي للبورصة والذي يقوم بحساب سعر افتتاح نظري بحسب العرض والطلب على الأوراق المالية. (مباركي، 2003-2004، صفحة 64)

1-1-2- التسيير الثابت: حسب هذه الطريقة فإنه لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المسلمة إلى الوسطاء

بشكل مباشر إنما تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف، ولا يحدد المشتري أي سعر أقصى، ولا يحدد البائع أي سعر أدنى لمعاملته، ويقع تنفيذ الأمر بالأولوية بأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق. (بن بعيش، 2017، صفحة 260)

1-2- طرق التسيير في سوق الأوراق المالية:**1-2-1- التسيير بالمناداة:** فيها يجتمع الوسطاء من السماسرة والمندوبين وغيرهم في صالة

البورصة، وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء ورأسياً في حالة البيع. (غازي، 2017)

1-2-2- التسيير بالاعتراض أو بالمقارنة: فيها يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف

عروض البيع أو طلبات الشراء عليها، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شرائه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة وذلك عن طريق وسيط متخصص. (الهيبي، 2006، صفحة 242)

1-2-3- التسيير بالأدراج: 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. (بن عزوز، 2011-2012، صفحة 119) فاتباع هذا الأسلوب يتم جمع كافة أوامر البيع والشراء التي تخص ورقة مالية، وتسد من قبل الجهة المكلفة بالعملية في البورصة إلى أحد المتخصصين فيها لمتابعة تلك الأوامر والخروج بسعر تعامل للورقة محل التفاوض. (قرواش، 2016، صفحة 90)

1-2-4- التسيير بالصندوق: هي صورة من صور التسيير بالمقارنة، ويلجأ إليها عندما تكون

عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة، حيث يقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، تقوم بعده لجنة السوق بفرز العروض والطلبات، وتحديد السعر بالأسلوب المتبع في طريقة المقارنة.

1-2-5- التسيير بالمطابقة: ويتم ذلك عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين أحدهما بالبيع

والآخر بالشراء على ورقة مالية معينة وتقابل الأمران في نوع الورقة والكمية والثن، فيقوم الوسيط بالشراء من العميل الذي أمره بالبيع لحساب من أمره بالشراء. (غازي، 2017)

المطلب الثالث: أنشطة مؤسسات الوساطة المالية لتفعيل سوق الأوراق المالية

من أهم الأهداف الرئيسية لمؤسسات الوساطة المالية هي تنشيط السوق المالي وتحسين أداء الاقتصاد ويتم ذلك عن طريق الوظيفة الأساسية لهم ألا وهي تحويل الأصول وذلك من خلال إصدارهم لأوراق مالية أكثر جاذبية للأفراد المدخرين مقارنة بالأوراق الصادرة مباشرة عن الشركات، وسبب جاذبية هذه الأوراق هو قدرتها على تخفيض عدة أنواع من التكاليف لا يمكن للمدخر تجنبها إذا قام بالتعامل المباشر، وتقديم العديد من الخدمات لا يستطيع الفرد المستثمر أن يقوم بها، وتقوم شركات الوساطة المالية بتنشيط سوق الأوراق المالية وذلك عن طريق:

أولاً: تقديم خدمات استشارية

يمتلك الوسطاء الماليون الخبرة المتعلقة بعمل سوق الأسهم، أداء الأسهم، واتجاهات السوق وما إلى ذلك، بالإضافة لذلك لديهم إمكانية الوصول لقاعدة البيانات ونتائج البحوث لشركات الوساطة التي ترتبط بها، وبالتالي يمكنهم تقديم نصيحة استثمارية ممتازة لعملائهم. (2020)

ثانياً: تخفيض تكاليف المعاملات

وتعني تكلفة شراء وبيع الأوراق المالية وقدرتهم على تخفيض تكاليف عقد الصفقات، وتخفيض مخاطر السعر لكبر حجم الصفقات ولضخامة الأموال المتاحة لديهم للاستثمار بما يمكنهم من التنوع وما يترتب على ذلك من تخفيض المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية. (مصطفى وبن بوزيان، 2015، صفحة 90)

ثالثاً: صناعة السوق

حيث يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية بقصد تحقيق التوازن لهذه السوق وحمايتها من الهزات العنيفة، ففي حالة ارتفاع أسعار الأوراق المالية، يدخلون السوق بائعين لكميات كبيرة من الأوراق لزيادة المعروض منها ومن ثم وقف الارتفاع في الأسعار والعمل على عودتها إلى حالتها الطبيعية، (غنيم، صفحة 30) وفي حالة الانخفاض المغالى فيه كمشتريين لكميات كبيرة من الأوراق المالية للحد من التدهور في الأسعار وإرجاع السوق للتوازن.

رابعاً: توفير الائتمان عن طريق القطاع المصرفي

القطاع المصرفي يمكنه توجيه عملائه للاستثمار في الأوراق المالية من خلال الائتمان والتسهيلات الممنوحة لهم بشراء الأوراق المالية، الأمر الذي يساعد على توسيع قاعدة الملكية المجتمعية للشركات

المساهمة والمدرجة بالبورصة وذلك يؤدي بالطبع لتدوير محافظ الأوراق المالية سواء لحساب المستثمرين أو المؤسسة نفسها. (فوزي، 2020)

خامسا: إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات

حيث يمكن للوسيط مساعدة المؤسسات في إعداد العمليات الخاصة بإصدار وتبادل أو إعادة شراء القيم المنقولة والمنتجات المالية المسعرة في البورصة، ويمكن له مساعدة المصدر أثناء تأدية الشكليات القانونية والإدارية المتعلقة بإصدار القيم، تمثيل المصدر لدى اللجنة ومؤسسات السوق....(قرواش، 2016، صفحة 64)

سادسا: تحليل بيانات الأوراق المالية

تمثل دورا حيويا في رفع الكفاءة الاقتصادية داخل المجتمع من خلال مساعدة الأسواق المالية على تعبئة المدخرات ثم بعد ذلك توجيه هذه المدخرات لمنح القروض وشراء الأوراق المالية للمنظمات الذين تتوافر لهم الفرص الاستثمارية الأكثر إنتاجية، حيث توفر شركات الوساطة خدمات مالية تتمثل بنشر البيانات بعد تحليلها حول الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، وتسهم في نشر الوعي الاستثماري، كما أنها تسعى شركات الوساطة المالية إلى تفعيل تداول الأوراق المالية للأسهم، بهدف توفير الأموال اللازمة لأغراض الاستثمار.

سابعا: تخفيض التكاليف الناتجة عن تماثل المعلومات، وتكاليف المعلومات

حيث لا يستطيع المستثمر أن يتابع ويراقب تصرفات الشركات، أما مؤسسات الوساطة المالية فتجمع أموال المدخرين معا وستثمرهم في أوراق مالية أولية (التي تصدرها الشركات) فتستطيع تجميع المعلومات ومراقبة تصرفات الشركات، وتظهر هنا كذلك اقتصاديات الحجم في تجميع المعلومات نظرا لكبير حجم الاستثمار.

ثامنا: توفير المنصات الالكترونية

بسبب الوضاء الالكترونيين، يمكن لأي شخص أن يستثمر في سوق الأسهم حتى الأفراد المقيمين في الخارج، التطور الأحدث في خدمات الوسيط هو إدخال محترفي الروبوت وإدارة الاستثمار الخوارزمية التي تتم عبر الويب أو واجهة تطبيق الهاتف المحمول مقابل رسوم خدمة أقل. (Gordon, 2020)

خلاصة الفصل الثاني:

يعتبر وجود مؤسسات الوساطة المتخصصة في مجال الوساطة والسمرسة في الأوراق المالية أحد المقومات الهامة لنجاح ونمو سوق الأوراق المالية في أي بلد، نظرا للدور الذي تقوم به هذه المؤسسات من حيث توعية المجتمع المحلي بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية، والعمل على بناء الثقة بين المستثمرين والسوق المالي، كما يقع على عاتق شركات الوساطة دور رئيسي في جذب المستثمر المحلي والأجنبي للاستثمار في السوق باعتبارها المدخل الأول للمستثمرين وحلقة الوصل بين المستثمر وسوق رأس المال.

كما تتبع أهمية مؤسسات الوساطة من كونها المدخل الأول للمستثمرين، كما تعتبر دعامة رئيسية يرتكز عليها سوق المال الذي يساهم في تعبئة المدخرات وإعادة توظيفها بما يخدم عمليات التنمية الاقتصادية، بالإضافة لذلك وسطاء سوق الأوراق المالية هم جزء لا يتجزأ من سيناريو الاستثمار في الدولة فهي لا تسهل فقط شراء وبيع الأسهم من سوق الأوراق المالية نيابة عن المستثمرين الأفراد أو المؤسسات، بل تقدم أيضا نصائح استثمارية قيمة لعملائها.

الفصل التطبيقي

دراسة حالة بورصة نيويورك

تمهيد:

تعد بورصة الأوراق المالية في نيويورك أكبر سوق للأوراق المالية في الولايات المتحدة، وثاني أكبر أسواق الأوراق المالية في العالم بعد بورصة طوكيو، وبعد عام 1792م البداية الحقيقية لسوق نيويورك للأسهم، والذي فيه بدأ المستثمرون ببيع الأسهم وشرائها لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، واستمر هذا السوق بالتقدم والتطور ليصبح من بين أكبر ثلاثة بورصات بالعالم، وتحوي هذه السوق على حوالي 600 أخصائي يعملون لصالح العديد من الشركات المتخصصة في هذا المجال ومسجلة رسميا في سوق نيويورك ويتمثل دورهم بتسهيل عملية البيع والشراء وإضفاء الاستقرار والاستمرارية لعملية التداول.

احتلت بورصة نيويورك الصدارة في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 2007-2010 حيث تفوقت على سائر الأسواق الأمريكية وفقد لمؤشرتها، حيث مثل عام 2009 تحديا هاما لها حيث استهلكت الهام بمواجهة تداعيات الأزمة المالية مما أدى إلى ضعف أداء البورصة خلال السنة، إلا أنها استطاعت أن تمتص تلك الصدمات وأن تعوض جزءا من خسائرها حيث حققت غالبيتها ارتفاعا حلال العام مما يدل على مدى قوة أداء البورصة.

المبحث الأول: تقديم بورصة نيويورك

تعد بورصة نيويورك أكبر سوق للأوراق المالية في الولايات المتحدة، وأكبر أسواق الأوراق المالية في العالم أيضاً، ويعد عام 1792 البداية الحقيقية لسوق نيويورك للأسهم، والذي فيه بدأ المستثمرون ببيع الأسهم وشرائها لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، واستمر هذا السوق بالتطور والتقدم ليصبح من بين أكبر ثلاثة بورصات في العالم.

المطلب الأول: تعريف وخصائص بورصة نيويورك

تعتبر نيويورك المركز الرئيسي في السوق المالي العالمي وذلك بسبب الإمكانيات الاقتصادية الهائلة للولايات المتحدة، والأحجام الكبيرة لتراكم رأس المال، والدور الهام في العلاقات الاقتصادية الدولية والوضع المتميز للدولار في النظام النقدي الدولي. (قوسام، 2009-2010، صفحة 28)

أولاً: تعريف بورصة نيويورك

هناك العديد من التعاريف التي تصف بورصة نيويورك، نعرض منها:

1- التعريف الأول:

بورصة نيويورك أو (NYSE) هي: " أكبر بورصة في العالم وسوق سريع، حيث يتوجه إليها المشترون والبائعون من جميع أنحاء العالم لتداول الأسهم الأمريكية وكذا بعض الأسهم الأجنبية، وهي مكان تم فيه إدراج أكثر من 2800 من أكبر الشركات الأمريكية والأجنبية، في المتوسط يتم فيها تداول أكثر من مليار سهم كل يوم". (smith, 2020)

2- التعريف الثاني:

بورصة نيويورك هي: "بورصة للأوراق المالية تقع في مدينة نيويورك، وهي أكبر بورصة قائمة على الأسهم في العالم، بناء على القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المدرجة". (Kenton, 2020)

3- التعريف الثالث:

"تعتبر بورصة نيويورك من أشهر البورصات وأكبر وأعرق البورصات في العالم، تتصدر بورصة نيويورك بانتظام القائمة في التصنيف الذي يعتمد على القيمة السوقية الإجمالية أو قيمة الأسهم المتداولة". (Kandarpa, 2016)

4- التعريف الرابع:

"بورصة نيويورك من أكبر البورصات منذ سنوات وترجع إلى عام 1700، وتقدم البورصة مجموعة متكاملة من الخدمات المالية للمستثمرين والمدخرين، ويتم تسجيل تداول الأسهم الأجنبية فيها عن

طريق شركات الوساطة التي تقوم نيابة عن الشركة المصدرة للقيم بتحصيل الأرباح ودفع العمولات".
(مفتاح ومعارفي، 2007، صفحة 79)

ومن هنا يمكن القول أن بورصة نيويورك عبارة عن اتحاد طوعي مهمته جعل التعامل في داخل البورصة سهلا وبدون صعوبات، حيث تساعد بورصة نيويورك على تعزيز الكفاءة الاقتصادية من خلال تشجيع تحويل الأموال من الاستثمارات منخفضة العائد، وتحقيق العلاقة بين الأعمال وبورصة نيويورك هدفين عامين هما: تعزيز حوكمة الشركات وجمع الأموال، عندما تباع الشركة الأسهم، يقال أنها ستطرح للجمهور (Fuentes, 2017)، مما يعني أن الشركة ستقع تحت ملكية حاملي أسهمها، بالإضافة لذلك تحتاج الوكالات الحكومية المحلية والولائية والفدرالية إلى أموال لتمويل مشاريع الأشغال العامة وتوسيع الخدمات، لجمع الأموال دون رفع الضرائب بالضرورة، قد تقرر الوكالات الحكومية إصدار سندات يتم بيعها للمستثمرين.

والمستثمرين الأفراد أيضا قادرون على المشاركة في نشاط التداول في بورصة نيويورك على الرغم من أن التداول الفعلي يتم فقط بواسطة وسطاء متخصصين ومتخصصين، إلا أن المستثمرين من جميع الأنواع يشاركون في نشاط السوق الذي يتم في بورصة نيويورك.

ثانياً: خصائص بورصة نيويورك

تتوفر بورصة نيويورك على عدة خصائص تميزها عن باقي البورصات نذكر منها:

1. هي سوق للمزادات حيث يقوم السماسرة والمتخصصون بشراء وبيع الأوراق المالية للناس من خلال مطابقة أعلى سعر للمزايدة مع أدنى سعر بيع، على عكس البورصات الإلكترونية الأخرى، فإن بورصة نيويورك لديها أرضية تداول فعلية في نيويورك؛ (2019)
2. تحتفظ بأرضية تداول فعلية، على الرغم من أن العديد من المعاملات تتم في مركز البيانات الخاص بها، عكس بعض البورصات التي ليس لها أرضية تداول فعلية وتعمل من خلال التداول المباشر بين المستثمرين وصناع السوق؛ (Lobel, 2017)
3. أنواع الأسهم التي يتم تداولها في بورصة نيويورك مستقرة وراسخة؛
4. تفرض بورصة نيويورك رسوماً أعلى للاكتتاب العام الجديد ورسوم سنوية أعلى نسبة إلى البورصات الأخرى؛ (Jackson, 2019) رغم ذلك تسعى الكثير من الشركات الناشئة لطرح اكتتاباتها العامة الأولية في بورصة نيويورك من أجل الحصول على هيئة تداول أسهمها جنباً لجنب مع الشركات العالمية الكبرى؛
5. تختلف بورصة نيويورك من حيث أنها، عند افتتاح السوق وإغلاقه، تعمل كسوق للمزادات، حيث

يقوم الأفراد عادة بالشراء والبيع بين بعضهم البعض، وهناك مزاد يحدث حيث سيتم مطابقة أعلى سعر مزايذة مع أقل سعر طلب، عكس بعض البورصات كبورصة ناسداك الذي يعتبر هو سوق تاجر، حيث لا يشتري المشاركون في السوق من بعضهم البعض ويبيعون إلى بعضهم البعض مباشرة ولكن من خلال تاجر؛

6. بورصة نيويورك فريدة من نوعها حيث أنها بورصة الأسهم الوحيدة في العالم مع أرضية تداول نشطة تدمج التكنولوجيا الحديثة مع الحكم البشري وهذا المزيج هو الذي يميزها من حيث الأداء والنتائج للمستثمرين؛ (NYSE, s.d.)

7. معظم المستثمرين ليسوا أعضاء في بورصة نيويورك، ولكن العديد من شركات الوساطة تسمح لهم بالاستثمار في الأسهم. عندما يقوم عميل سمسة بإجراء عملية تداول لسهم مدرج في بورصة نيويورك، تقوم شركة السمسة بترحيل الأمر إلى عمليات تداولها في بورصة نيويورك (Caplinger, The Motley Fool) وبعد ذلك تقوم شركة الوساطة بتنفيذ الصفقة واتباع تعليمات العميل في ذلك.

المطلب الثاني: نشأة وتطور بورصة نيويورك

بينما بدأت وول ستريت كشارع في مانهاتن السفلى في القرن السابع عشر، أصبح المصطلح اليوم يعني أكثر الآن يشير إلى الشركات المرتبطة مباشرة ببورصات الأوراق المالية والأسواق المالية، وحتى على نطاق أوسع، والأعمال التجارية الكبيرة والاستثمار في الولايات المتحدة. (CROOS, 2019)

أولاً: الفترة ما بين (1775-1817)

بعد الحرب الثورية (1775-1783)، كانت حكومة الولايات المتحدة مدينة لأولئك الأشخاص الذين مولوا الحرب كانت بحاجة إلى جمع الأموال لتسديد هؤلاء الدائنين، بدأت حكومة الولايات المتحدة في بيع أسهم ديونها من أجل جمع الأموال، وهذا يعني أنه يمكن لأي شخص أن يقرض أموال الحكومة لتغطية جزء من ديون الدولة، ومقابل ذلك تدفع الحكومة له أو لها رسوما تسمى الفائدة بشكل دوري طوال مدة القرض.

بدلاً من أن يكون هذا قرضاً بسيطاً (حيث سيتعين على المقترض الأصلي سداده)، كان مشتري الدين يشتري ما يسمى الأوراق المالية، وهو عقد يعلن أنه له قيمة ويمكن تداوله، لأن هذه الأوراق المالية جمعت الفوائد، يمكن للشخص كسب المال ببساطة عن طريق الاحتفاظ بها بدأ الناس في شراء وبيع الأوراق المالية الحكومية من بعضهم البعض، مما أدى إلى تطوير سوق الأوراق المالية، كما هو الحال في أي سوق، كانت قوى العرض والطلب تعمل (في هذه الحالة كمية الأسهم المعروضة للبيع مقابل عدد

الأشخاص الذين أرادوا شرائها)، مما تسبب في تقلبات أسعار الأوراق المالية سمح هذا الترتيب للحكومة بجمع الأموال التي تحتاجها مع خلق فرص بناء الثروة التي لم تكن موجودة من قبل.

بدأت بورصة نيويورك وهي أقدم بورصة منظمة في العالم وأكبرها حاليا حين تجمع 24 تاجرا أمريكيا في العام 1792، وأبرموا اتفاقية بيتون وود (Buttonwood) لتنظيم أول سوق لتداول أسهم وسندات خاصة بعد إصدار الحكومة لسندات خزينة بقيمة 80 مليون دولار لتسديد نفقات الحرب. (قوسام، 2009-2010، صفحة 28) وكان الغرض من هذه الاتفاقية هو ابعاد النظام إلى سوق التداول الفوضوي غير المنظم المعروف، يعود الفضل لهؤلاء الأفراد الـ 24 في إنشاء ما سيصبح معروفا رسميا باسم بورصة نيويورك، وبداية تداول الأسهم على أساس العمولة. (McMurchie, 2017)

كان الاتفاق محاولة لوضع بعض القواعد بعد الذعر المالي عام 1792، عندها لم تكن هناك قواعد أو ضمانات وتم التراجع عن الكثير من الصفقات، وقد كان مضمون تلك الاتفاقية التي بينهم كالتالي: "نحن المشترين، وسطاء شراء وبيع الأسهم العام، نتعهد رسميا ونتعهد بأنفسنا لبعضنا البعض، بأننا لن نشترى أو نبيع من هذا اليوم لأي شخص مهما كان، أي نوع من الأسهم العامة، بسعر أقل من عمولة ربع في المائة على قيمة النوع وأنا سنعطي الأفضلية لبعضنا البعض في مفاوضاتنا، في شهادة حيث وضعنا أيدينا في اليوم السابع عشر من شهر مايو في نيويورك 1792." (Waxman, 2017)

بدأ التعامل في الأوراق المالية في نيويورك عام 1725 في وول ستريت، وكان حجم التعامل ضعيفا ويتم موازاة مع التعامل بالبضائع، وبدأ التعامل في الأوراق المالية يزداد أهمية عام 1781 بعد طرح أسهم بنك إنجلترا للاكتتاب، وطرح أسهم بنك نيويورك عام 1784. (مداحي، 2007، صفحة 96)، وقام هؤلاء التجار بتجميع مواردهم في عام 1817 لاستئجار مبنى في وول ستريت حتى يتمكنوا من الاستمرار في الاجتماع والخروج من البرد والمطر، أصبح هذا المبنى أول بورصة نيويورك (NYSE).

ثانيا: الفترة ما بين (1844-1988)

جلب النصف الأخير من القرن التاسع عشر العديد من التطورات التكنولوجية. الاتصالات بين السماسرة والمستثمرين والتبادلات المختلفة انتهت بتطوير التلغراف في عام 1844، وقام مجلس نيويورك للأوراق المالية والبورصات بتغيير اسمه إلى بورصة نيويورك للأوراق المالية في عام 1863 (RANDALL, 2011). واستكمال كابل عبر المحيط الأطلسي في عام 1866، وفي نهاية المطاف تطور الهاتف، مما قلل وقت التداول من حوالي 15 دقيقة إلى أقل من ستون ثانية، استفادت بورصة نيويورك أيضا من إدخال عام 1867 لأول مؤشر للأسهم من أجل التحكم في الدقة والتوزيع العادل للمعلومات التجارية، أنشأت

بورصة نيويورك شركة نيويورك الخاصة بها لتقديم عروض الأسعار لجمع بيانات المعاملات وتوزيعها بشكل منهجي على الشركات المدرجة.

اجتازت بورصة نيويورك علامة فارقة بلغت مليون سهم تم تداولها في يوم واحد عام 1886، وتم اختراع "مؤشر" الأسهم مما أحدث ثورة في السوق من خلال السماح للمستثمرين بالحصول على أسعار الأسهم الحالية في أي مكان سنة 1867 (RANDALL, 2011). وفي عام 1987 تم تداول 500 مليون سهم في بورصة نيويورك خلال يوم عمل عادي. (Kenton, 2020)

وفي عام 1903 انتقلت بورصة نيويورك إلى شوارع Broad و Wall، حيث لا تزال موجودة حتى اليوم، وفي 1917مع تصاعد الحرب العالمية الأولى، أغلقت بورصة نيويورك لأكثر من أربعة أشهر لوقف انخفاض أسعار الأسهم. كانت أطول فترة تم فيها إغلاق بورصة نيويورك. وبحلول عام 1984 قامت بورصة نيويورك بإحصاء ثلاث سيدات واحدة من أصل إسباني واثنين من أصل أفريقي بين أعضاءها، في عام 1988 رحبت البورصة بأصغر عضو على الإطلاق 23 سنة، وهي واحدة من 18 امرأة انضمت في ذلك العام. (2019 FONES,)

ثالثا: الفترة ما بين (2005-2008)

وفي عام 2005 انضمت بورصتا الباسيفيك وارشيلاجو الأمريكيتين واللتين تأسستا بالغرب الأمريكي بلوس أنجلوس إلى بورصة نيويورك وتكونت ما يسمى بمجموعة بورصة نيويورك (NYSE GROUP). (قوسام، 2009-2010، صفحة 29)

في عام 2007، اندمجت بورصة نيويورك مع البورصة الأوروبية يورونكست لتشكيل NYSE Euronext Incl. لديها الآن القدرة على تداول ما يصل إلى 10 مليار سهم في اليوم. جمعت هذه الخطوة بورصة نيويورك مع خمس بورصات أوروبية رئيسية، بما في ذلك بورصة باريس، أمستردام، بورصة لندن للعقود المالية الدولية، بروكسل، ولشبونة. (AMADEO, New York Stock Exchange and How It Works, 2020)

تقدم بورصة نيويورك يورونكست للعملاء سوقا أوروبا واحدا لمنتجات سوق الأسهم، بما في ذلك الأسهم والصناديق المغلقة والسندات وصناديق الاستثمار المتداولة والمذكرات والشهادات، يتم تداول جميع الأوراق المالية المدرجة في بورصة نيويورك يورونكست في الأسواق الأوروبية المنظمة في دفتر أوامر مركزي واحد (دفتر الطلبات المركزي)، منصة التداول العالمية (UTP)، المدعومة من أنظمة وتقنيات التداول NYSE Euronext، تسهل التداول عبر أسواقها ومنتجاتها.

استمرت البورصة في النمو مع شرائها عام 2008 لثالث أكبر بورصة في الولايات المتحدة، وهي البورصة الأمريكية المعروفة باسم AMEX بورصة نيويورك هي منظمة ذاتية التنظيم تخضع لرقابة الحكومة من قبل لجنة الأوراق المالية والبورصات. (Carty, 2017)

رابعاً: الفترة ما بين (2009-2019)

في 15 فيفري 2011، تم الإعلان عن اتحاد بورصة الألمانية وبورصة نيويورك يورونكست لإنشاء مجموعة التبادل العالمية الأولية في العالم، وفقاً للرئيس التنفيذي لشركة Deutsche Boerse ريتو فرانشيوني. (www.newworldencyclopedia.org, 2020)

في عام 2017 استحوذت بورصة نيويورك على البورصة الوطنية الأمريكية التي مقرها نيوجرسي. (Encyclopaedia Britannica, 2020)

المطلب الثالث: تنظيم بورصة نيويورك

يتم تنظيم سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والرقابة عليها من خلال تشريعات فيدرالية وتشريعات تصدرها الولايات المختلفة، ويعتبر قانون الأوراق المالية الصادر العام 1993 هو أول تشريع رئيسي على المستوى الفيدرالي ويتطلب هذا القانون ضرورة تسجيل الإصدارات الجديدة. (إسماعيل، 2016، الصفحات 214-215)

أولاً: الرقابة في بورصة نيويورك

تدار بورصة نيويورك بواسطة مجلس محافظين (Bord of Governors) منتخب من بين الشركات المسجلة بها، وبيوت السمسرة، حيث يترك للأفراد الحرية في تأليف جمعية تحدد شروط عقد الاجتماعات وتقوم بعمليات البيع والشراء، وبناء البورصة مملوك لشركة يمتلك أسهمها أعضاء البورصة، (عمارنة، 2014، الصفحات 74-75) وهذا النظام لم يبق ساري المفعول ففي عهد الرئيس الأمريكي روزفلت عام 1934 صدرت قوانين تحكم الأوراق المالية ومنذ ذلك الحين أصبحت البورصة اخضع لرقابة لجنة تسمى بلجنة عمليات البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية.

قد يؤدي انتهاك القواعد التنظيمية إلى فرض غرامات مالية أو تعليق عمل شركة عضو أو شريط عمل كامل لشركة عضو، لا تشمل هذه القضايا فقط تحقيقات ممارسة المبيعات، ولكن أيضاً تحقيقات السماسرة الذين يرغبون في دخول صناعة الأوراق المالية وقد يُحظر عليهم القيام بذلك بسبب جريمة سابقة أو تحقيق آخر.

ولغرض حماية المستثمرين من الاحتمالات والتلاعبات التي تحصل في البورصات، ظهرت العديد من المنظمات غير الحكومية التي تعمل خصيصاً في الحد من هذه التلاعبات منها ما يعرف بـ:

1- فيرما (FIRMA)

"هي هيئة تنظيم الصناعة المالية وهي منظمة غير حكومية مستقلة تكتب وتطبق القواعد التي تحكم الوسطاء المسجلين وشركات السمسرة في الولايات المتحدة، مهمتها المعلنة هي "حماية الجمهور المستثمر من الاحتيال والممارسات السيئة" تعتبر منظمة ذاتية التنظيم".

تشكلت فيرما (FINRA) في عام 2007 كاندماج بين اللجنة التنظيمية لبورصة نيويورك والرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية وهي خطوة لتبسيط التعقيد التشريعي وإزالة كمية كبيرة من التكرار التنظيمي بين هيئات التنفيذ. (2020) كما تحدد القواعد التي يجب على الوسطاء اتباعها توضح هذه القواعد بالتفصيل الممارسات الأخلاقية والمهنية لمنع الاحتيال والممارسات السيئة. كما يراجع فاحصو الوكالة حتى الإعلانات والكتيبات للتأكد من امتثالها، علاوة على ذلك، يجب على الوسطاء وممثلي الشركات الإبلاغ عن أنشطتهم بانتظام. (Smith L. , 2019)

من خلال ما تصفه فيرما (FINRA) بـ "يقظتها العدوانية" أو "Agressive vigilance"، فإنها تجلب إجراءات رقابية وتأديبية ضد الشركات والأفراد. ففي عام 2014 فرضت فيرما (FINRA) 139 إجراء تأديبيا، وجمعت 134 مليون دولار كغرامات، وأمرت بدفع تعويض بقيمة 32.3 مليون دولار. (Cabinet, 2015)

في 2018، أصبحت فيرما (FINRA) مسؤولة عن إدارة أكثر من 4500 شركة وساطة، وأكثر من 162000 مكتب فرعي، وأكثر من 600000 ممثل للأوراق المالية، تعمل المنظمة من واشنطن العاصمة ونيويورك، ولكنها تحتفظ بمكاتب في جميع الولايات الخمسين، ومكاتب خارجية في لندن وبورتوريكو. (2020)

2- تنظيم بورصة نيويورك (NYSE Régulation, Inc)

تنظيم بورصة نيويورك (NYSE Régulation, Inc) هي: "شركة منظمة وموجودة بموجب قوانين قانون الشركات غير الربحية لولاية نيويورك، وهي شركة مستقلة غير هادفة للربح ومكرسة لتعزيز نزاهة السوق وحماية المستثمرين".

إن لائحة بورصة نيويورك (NYSE) مسؤولة أيضا عن مراقبة سوق بورصة نيويورك (NYSE) للتحقق من أي سلوك غير قانوني لتجار وسطاء بورصة نيويورك (NYSE) والشركات المدرجة في بورصة نيويورك، يشرف قسم مراقبة السوق في بورصة نيويورك على الانتهاكات التجارية المرتكبة في قاعة تداول بورصة نيويورك، وكذلك تلك التي ترتكبها التجارة الإلكترونية. عندما يجد قسم مراقبة السوق

أي نوع من الانتهاكات التجارية، فإنه يبلغ بها إلى قسم إنفاذ اللوائح التنظيمية في بورصة نيويورك، والذي يحقق أكثر في ادعاءات إساءة الاستخدام. (2013, p. 37)

يتحمل الرئيس التنفيذي لشركة تنظيم بورصة نيويورك (NYSE Régulation) المسؤولية الأساسية عن الإشراف التنظيمي لمجموعة NYSE Group والشركات الفرعية التابعة لها، ويقدم تقارير إلى مجلس إدارة تنظيم بورصة نيويورك (NYSE Régulation) تتضمن لائحة بورصة نيويورك (NYSE) أقسام مثل مراقبة السوق، وتنظيم الشركات الأعضاء، والتنفيذ، وامتثال الشركة المدرجة ضمن أمور أخرى. (2006, p. 17)

ثانياً: الإدارة في بورصة نيويورك

يبلغ عدد أعضاء بورصة نيويورك 1366 عضواً ويحكم أنشطة أعضائها مجموعة من القواعد والاجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم انتخاب 26 عضواً لمجلس المديرين للإشراف على البورصة ويقوم بالإدارة الفعلية 12 عضواً فقط بالإضافة إلى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة وهما الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس، أما بقية الأعضاء وعددهم 12 فيطلق عليهم مديري عموم (Public Directors).

ولكي ينظم أي فرد لعضوية بورصة نيويورك، فإنه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حال، وهذا المقعد يسمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانيات البورصة، ويلاحظ معظم بيوت السمسرة لها عضوية في البورصة عن طريق أحد كبار العاملين بها أو أحد الشركاء. (الحناوي والعبد، 2002، الصفحات 54-55) وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، وفي جميع الأحوال يطلق على عضوية بيت السمسرة عضوية مؤسسة (Membre Firm). ويطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك السهم المسجل ويتم التسجيل بناء على طلب تتقدم به الشركة. (الغانم، 2008، صفحة 89)

يمكن للأعضاء التدخل في المعاملات بطريقتين:

- إما عن طريق تنفيذ أوامر عملائها: حيث يقومون بدور السماسرة؛
- إما عن طريق التدخل في السوق لحسابهم الخاص، من خلال ضمان نظيرهم بأنفسهم: ثم يتصرفون مثل "المتعاملين" الذين تنتج أرباحهم أو خسائرهم عن الفرق بين سعر شراء وسعر بيع الأوراق المالية، والشكل التالي يبين أعضاء مجلس الإدارة في بورصة نيويورك:

الشكل رقم (9): الهيكل التنظيمي لمجلس إدارة بورصة نيويورك



Source : the official board, org-chart, NYSE News, June 24, 2020.

- <https://www.theofficialboard.com/org-chart/nyse>

المبحث الثاني: عرض التطورات المالية في بورصة نيويورك

حدث الركود في بورصة نيويورك (NYSE) في 29 سبتمبر 2008، عندما انخفض مؤشر داو جونز الصناعي بمقدار 777.68 خلال التداول اليومي، وتحطمت بورصة نيويورك منذ فشل الكونجرس في إنقاذ مشروع قانون إنقاذ البنوك الذي كان من المفترض أن ينفذ أزمة الرهن العقاري، ومع ذلك كان الركود في 2008 يتراكم لسنوات.

المطلب الأول: تأثير الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري)

على مدار الثلاثين عاما الماضية شهدت نظم التمويل العقاري تغيرات كبيرة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة، وحتى ثمانينات القرن الماضي، خضع السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة لدرجة عالية من التنظيم، وقد ساهمت السياسة النقدية في الزيادة الأخيرة في أسعار المساكن والاستثمارات السكنية في الولايات المتحدة، ورغم تضخم أثرها على الأرجح كان نتيجة إرخاء معايير الإقراض ومبالغة المقرضين في المخاطرة، وعلى الرغم من دعم البنوك المركزية للسيولة، وتخفيض أسعار الفائدة، فقد تعمقت الأزمة واتسع نطاقها.

أولاً: الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) وأسبابها

كان السبب الرئيسي للركود في بورصة نيويورك في 2008 هو تراجع سوق الرهن العقاري، والذي كان له أساس عميق في الاقتصاد الأمريكي (Farmer, 2012, pp. 693–707)، حيث جعلت الجمعية الوطنية الاتحادية للرهن العقاري (المعروفة باسم Fannie Mae) من السهل على أصحاب الرهن العقاري امتلاك منازل. وخلال هذه الفترة من عام 2007 زادت مبيعات الرهن العقاري، لم يكلف الكثير من مندوبي المبيعات عناية طلب الضمانات للحصول على قروض مثل الوظائف أو الأصول ولم يكن معظم المدينين قادرين على الاكتفاء بالقروض أو المنازل، لأن الصفقة كانت جيدة للغاية (Verick & Islam, p. 2010) كان هذا مشروعاً أكثر خطورة للمقرضين حيث لم يتم التحقيق مع المقرضين إذا كانوا قادرين على تسوية الديون، ومن هؤلاء المقرضين البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية الأخرى.

أزمة الرهن العقاري أو الأزمة المالية العالمية، كانت أبرز تجلياتها نقص سيولة السوق و سيولة التمويل في النظام البنكي الأمريكي، و التي بدأت خلال 2006 بعد انفجار فقاعة سوق الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، لتتطور و تصبح أزمة مالية عالمية ابتداء من 2007 (يوسفات ، 2009 ، صفحة 95)، وبدأت الأزمة بعد انخفاض أسعار المنازل في الولايات المتحدة وارتفاع معدلات التخلف

عن القروض الثانوية وغيرها من القروض العقارية، بسبب ضعف الجدارة الائتمانية للملاك المنازل، خصوصا بعد أن رفع الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة من 1% عام 2004 إلى 5.25% عام 2007، مما انعكس على أقساط مدفوعات ملاك المنازل بالارتفاع، و مع انحدار معايير الاقتراض زادت القروض العقارية الثانوية المتعثرة، مما تسبب في إفلاس العديد من شركات الرهن العقارية و المؤسسات العاملة في سوق الرهن العقاري.

والجدول التالي يوضح حجم المديونات حسب القطاعات في العالم وفي الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك:

جدول رقم (1): حجم المديونات في أمريكا وباقي العالم

| المديونات في بقية العالم | المديونات في أمريكا | |
|--------------------------|---------------------|------------------|
| 18079 | 12057 | ديون إسكان عائلي |
| 3374 | 2553 | ديون إسكان إداري |
| 8538 | 2591 | ديون مستهلكين |
| 23463 | 6585 | ديون تجارية |
| 2669 | 2669 | ديون بلدية |
| 56123 | 26455 | الإجمالي |

الوحدة: مليار دولار أمريكي

المصدر:

- سليمان عبد العزيز سليمان، العرب وتحديات ما بعد الأزمة المالية العالمية، المكتبة الاكاديمية، الاسكندرية، 2010، ص44.

تبين أرقام الجدول أعلاه أن حجم ديون الإسكان العائلي في الفترة الممتدة بين 2004 إلى 2007 كانت الأكبر مقارنة بالديون الأخرى، وهذا ما يبين السبب الحقيقي وراء تفاقم الأزمة المالية العالمية.

وفي محاولة منها للحد من مخاطر هذه الائتمانات الجديدة، استخدمت المصارف نظام التوريق (titrisation) أي التعامل بالأوراق المالية، حيث قامت بتحويل هذه القروض إلى أوراق مالية وطرحها في الأسواق المالية وبيعها لمصارف استثمارية ومؤسسات مالية أخرى محلية وأجنبية وتشير الإحصائيات إلى أن حجم تلك القروض المورقة والمغطاة بقروض الرهن العقاري قد بلغت نهاية عام 2007 إلى حدود 10 آلاف مليار دولار أمريكي، متضاعفة بما يقارب الثلاث مرات عما كانت عليه عام 1997، ومستحوذا سوقها على أكثر من 40% من سوق السندات الأمريكي، باعتبار عملية التوريق توفر السيولة المالية للبنك لكي يقوم بمواصلة عملياته البنكية، قامت البنوك الأمريكية بتسنيدها ما يزيد عن 23 بالمائة من

قروضها، وقامت بإغراق السوق بسندات مجهولة القيمة والقوة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بـ "المنتجات المالية المسمومة".

وبالتالي تعتبر الأزمة المالية العالمية التي شهدها الاقتصاد العالمي منذ شهر أوت 2008 من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينات، بل وتعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، خاصة بعدما ثبت عجز النظام المالي الدولي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال. (دبار، 2012-2013، الصفحات 17-21)

أما بالنسبة للبورصات فإن حالة الخوف والفرع هي التي أصابت المستثمرين في العالم كله ابتداء من أمريكا، حيث انهارت بورصة "وول ستريت" وبورصة إندونيسيا التي أغلقت أبوابها مرورا بالبورصات في معظم دول العالم ومنها إلى البورصات العربية وخصوصا الخليجية والمصرية (يوسفات، 2009، صفحة 104)

ثانيا: نتائج الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري)

بدأت سلسلة الانهيارات بالبورصات العالمية، وأولها بورصة نيويورك ففي شهر أوت عام 2007 انخفض مؤشر داوجونز 222 نقطة، ووصلت خسائره في يوم واحد نحو 29 ترليون دولار، وفي أول تداعيات للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على البورصة الأمريكية هبط مؤشر الداو جونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى في اليوم التالي للأزمة بمقدار 679 نقطة، أي ما يعادل 3.7% ليصل عند الإغلاق إلى 8579 نقطة بدلا من 9258.

خلال الفترة ما بين 3 سبتمبر 2008 و 22 أكتوبر 2008، تراجع مؤشر داو جونز للأسهم الـ 30 الممتازة بـ 1.26% من قيمته، مؤشر P&S الأمريكي بـ 7.29% ومؤشر ناسداك لشركات التكنولوجيا بـ 8.30% ومؤشر نيكاي الياباني بـ 6.31% ومؤشر الفاييننشال تايمز المجمع للبورصات الأوروبية (يوسفات، 2009، صفحة 104)، وعلى امتداد الفترة من فيفري 2008 إلى فيفري 2009 انخفض مؤشر "داوجونز" من النقطة 12100 إلى النقطة 7950، أما مؤشر ستاندراند اند بورز، فقد هوى من نقطة 1300 في فيفري 2008 إلى نقطة 834 في فبراير 2009.

والجدول التالي يبين تطور مؤشر داو جونز خلال الأزمة المالية:

جدول رقم (2): تطور مؤشر داو جونز خلال سنوات الأزمة المالية العالمية

| الأعوام | 2007 | 2008 | 2009 |
|--------------|----------|----------|---------|
| مؤشر داوجونز | 13169.98 | 11252.62 | 8876.15 |

المصدر: - بوترية وهيبية، علاقة البنوك بالبورصة والأزمات المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة وهران 02، السنة 2015-2016، ص 258.

توضح أرقام الجدول أعلاه تناقص قيمة مؤشر داوجونز خلال الفترة من 2007 إلى 2009 وهذا بسبب تأثره بأزمة الرهن العقاري.

المطلب الثاني: انتقال الأزمة المالية العالمية من بورصة نيويورك إلى العالم

على الرغم من بداية الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية إلا أن تداعياتها مست جوانب العالم ككل، فالدول الأوروبية والآسيوية وحتى العربية منها لم تسلم من هذه الأزمة، فقد تركت آثارا سلبية على اقتصاديات هاته الدول وجعلتها تأخذ خططا متنوعة للنجاة من شبح هذه الأزمة. ولمعرفة تداعيات الازمة المالية العالمية على العالم، سوف نتطرق إلى كل دول على حدى:

أولا: الدول الأوروبية

أكدت العديد من المؤسسات المالية والدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي أن أزمة الاقتصاد الأمريكي بسبب الرهن العقاري لن تتجو منها أي دولة من دول العالم، وأنها ستطول اقتصاد جميع الدول ولكن بنسب متفاوتة، وقد ظهرت تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي (الأسرج، 2009، صفحة 9) وقد تمثلت تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي كالاتي:

شعرت البلدان المجاورة للولايات المتحدة مثل المكسيك وكندا أيضا بركود ركود بورصة نيويورك، البلدان التي تصدر إلى الولايات المتحدة، تدهورت العلاقة التجارية مما أثر على الناتج المحلي الإجمالي للدول، ويرجع ذلك إلى التباطؤ المفاجئ للصادرات التي تؤثر على القطاعات الرشيقة كالتصنيع والزراعة (Yüksel, 2017, pp. 57-75). ونتيجة لذلك قامت تلك الشركات التي تربطها روابط تجارية قوية مع الولايات المتحدة بتسريح العديد من العمال.

الاقتصاد الألماني، وهو أكبر اقتصاد أوروبي سقط بدوره في مرحلة من الركود لأول مرة منذ خمس سنوات بسبب الأزمة المالية، وأظهرت الأرقام الصادرة عن مكتب الإحصاء الاتحادي أن الناتج المحلي الإجمالي انكمش بمقدار 0.5% في الربع الثالث من العام الحالي، بعد أن سجل انكماشًا بمقدار 0.4% في الربع الثاني.

وشعرت منطقة بريطانيا العظمى وفرنسا وألمانيا أيضا بتأثير ركود عام 2008 حيث لم يعد بإمكانهم التصدير بانتظام لم تتمكن الشركات الأوروبية أيضا من التصدير حيث لم تستطع أسواق الولايات المتحدة أن تكفي الواردات بسبب الأزمة المالية، (Farmer, 2012, pp. 693-707) تأثرت شركات السيارات الكبرى مثل BMW و Mercedes و Unilever التي اعتمدت بشدة على سوق الولايات المتحدة بشكل كبير، ومع استمرار الركود لم يتمكنوا من التصنيع بسرعة معقولة حيث شعرت السوق العالمية بالضيق، أيضا كان على هذه الشركات تسريح العمال الذين يؤثرون على سوق العمل العالمي.

ثانياً: الدول الآسيوية

وكذلك عانت بشدة الاقتصادات المعتمدة على المنتجات الصناعية في شرق آسيا مثل كوريا وتايوان وهونج كونج، وترجع هذه النتيجة المحيرة على ان الاقتصاد الأمريكي أقل اعتماداً على قطاع التجارة الخارجية من تلك الدول الأخرى. (سليمان، 2010، صفحة 69) وبعبارة أخرى تلك الدول تأثرت بشكل كبير بسبب انخفاض طلب أمريكا على منتجاتها، فقد سجل الاقتصاد الياباني انكماشاً بواقع 14% محسوباً على أساس المعدل السنوي في الربع الرابع من 2008، في ظل قوة الين الياباني وزيادة تقييد الائتمان نسبياً بالإضافة إلى المشاكل التي طرأت في قطاع التصدير غير أن بؤادر الانتعاش بدأت تظهر في بعض أنحاء المنطقة في 2009. (بن علي، 2009-2010، صفحة 133)

ولقد تأثرت البورصة الصينية بالأزمة المالية، فلقد هوى مؤشر البورصة ليسجل 13600 نقطة في شهر فيفري 2009، بعد ما كان 23000 في شهر فيفري 2008، وتأثرت بورصة سنغافورة بالأزمة المالية، فلقد هوى مؤشر البورصة ليسجل 1650 نقطة في شهر فيفري 2009 بعد ما كان 2900 في شهر فيفري 2008. (صباغ، 2013-2014، الصفحات 276-277)

ثالثاً: الدول العربية

امتدت آثار الأزمة المالية العالمية لعام 2008 على معظم دول العالم عن طريق عدة قنوات، وقد نالت الأسواق المالية العربية حصتها... وبيان مدى التأثير في كل سوق مالي يكون ما يطلق عليها درجة الانفتاح المالي على أسواق المال الأمريكية والعالمية. (الموسوي، 2011، صفحة 178)

كما هو الحال في باقي دول العالم تأثرت المؤسسات المالية في الدول العربية (وفي الخصوص دول مجلس التعاون الخليجي) بالأزمة عن طريق عدد من القنوات هي: (ملاذ وطيبة، 2013، صفحة 159)

1. التعرض المباشر لسوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية في الولايات المتحدة؛

2. التعامل مع المؤسسات المالية الأمريكية المتعاملة في سوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة

بالقروض الإسكانية؛

3. تأثير الأزمة على متطلبات السيولة للمؤسسات المالية العربية؛

4. وبما أن الدول العربية جزء من منظومة الاقتصاد العالمي فإنها سوف تتأثر سلباً بهذه الأزمة بل في

واقع الأمر قد تأثرت بالفعل، ومدى تأثر الدول العربية يعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية المالية بين

الدول العربية والعالم الخارجي.

المطلب الثالث: واقع بورصة نيويورك ومؤسسات الوساطة المالية بعد الأزمة المالية العالمية

من بين الآثار الأولية لأزمة الرهن العقاري التي تم ملاحظتها تمثلت في الأرباح المتوقعة المخصومة من الشركات المدرجة في بورصة نيويورك، فكل مؤشرتها شهدت انخفاضا حادا فالانخفاض في أسعار الأسهم لم يقتصر فقط على أسهم الشركات المالية ولكن جميع الأوراق المالية المدرجة فيها، والمؤسسات المالية الوسيطة أيضا لم تسلم من آثارها لأنه كان لها دور كبير في تفاقم الازمة المالية العالمية.

أولا: واقع بورصة نيويورك

لمواجهة الأزمة اعتمدت الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية الصناعية الكبرى خططا لمواجهة الأزمة المالية.

والجدول التالي يوضح أهم المخططات التي قامت بها هاته الدول للحد من تداعيات الأزمة:

الجدول رقم (3): التدابير المعتمدة وخطط الإنقاذ لاحتواء الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول الأوروبية.

| الدولة | مبلغ الخطة | التدابير المعتمدة |
|----------------------------|-----------------|---|
| الولايات المتحدة الأمريكية | 700 مليار دولار | - تقديم مساعدات للعائلات للتقليل من ارتفاع حالات عدم القدرة على التسديد. - اعتماد سياسة نقدية مرنة بضخ السيولة والتأثير على معدل الفائدة. - التدخل من قبل الاحتياطي الفدرالي للقيام بدور مقرض الملاذ الأخير، ومن الخزانة الأمريكية للقيام بدور المشتري الأخير. - تخفيض الضرائب على الشركات والطبقات المتوسطة، وضمان الدولة لودائع الزبائن. |
| بريطانيا | 640 مليار أورو | - صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 47 مليار أورو، ويمكن للدولة أ تملك إلى غاية 60% من رأس مال البنك. - ضمان القروض ما بين البنوك بـ 321 مليار أورو. - سيولة بمبلغ 256 مليار أورو. |
| ألمانيا | 480 مليار أورو | - صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 80 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 400 مليار أورو. |
| فرنسا | 360 مليار أورو | - صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 40 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 320 مليار أورو. |
| هولندا | 200 مليار أورو | - صندوق إعادة رسملة البنوك 20 مليار أورو، ويستخدم المبلغ أيضا لضخ السيولة. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 180 مليار أورو. |
| إسبانيا | 100 مليار أورو | - ضمان القروض ما بين البنوك بـ 100 مليار أورو مع عدم وجود لرسملة بنكية. |
| إيطاليا | 100 مليار أورو | - تلتزم الحكومة بانفاق ما هو ضروري لمساعدة بنوكها وضمان استقرار النظام. |
| البرتغال | 20 مليار أورو | - ضمان القروض ما بين البنوك، ويستخدم المبلغ لضخ السيولة. |

المصدر:

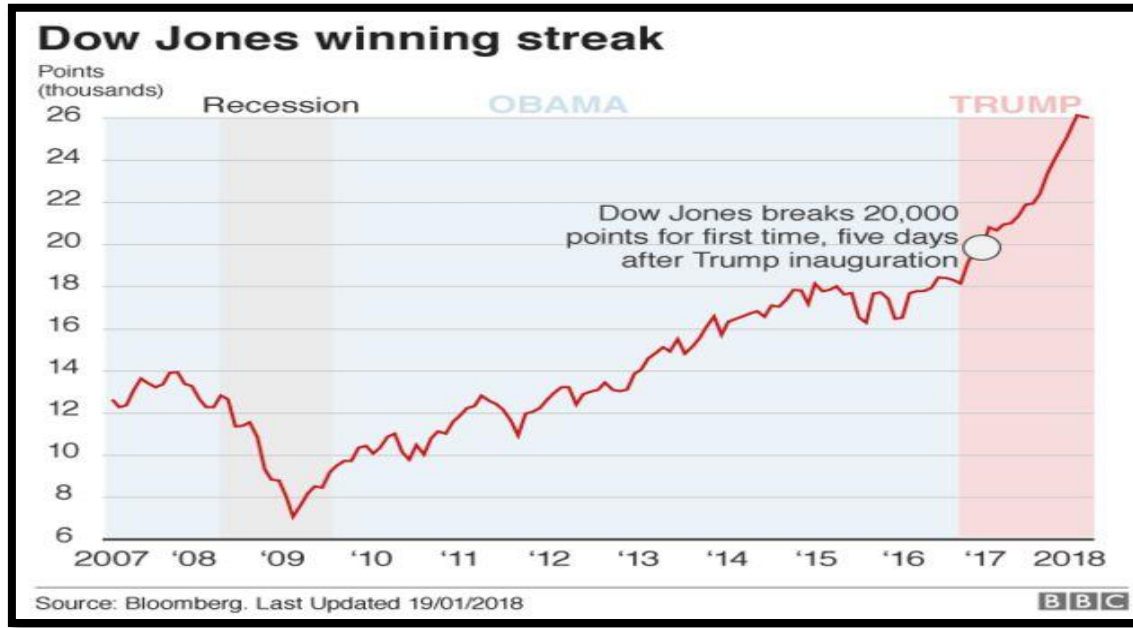
- مراد ناصر، الأزمة المالية العالمية، الأسباب والآثار، 2009.

عند الركود الكبير في سبتمبر 2008، شعر الكثيرون أن إدارة أوباما ستنفذ الوضع ومع ذلك استمر الركود لمدة أربع سنوات حتى الشفاء التام، في يناير 2009، ارتفع مؤشر داو جونز إلى 9,034.69، مما جلب بعض الأمل في أن تنفذ الحكومة الاقتصاد من الأزمة، بعد ذلك جاءت خطة أوباما الاقتصادية للتحفيز الاقتصادي لتقليل الذعر، (Mazurek, 2016, pp. 231-244) وفي 6 ماي 2010 عانى مؤشر داو جونز الصناعي من أسوأ خسائره خلال اليوم، حيث انخفض بما يقرب من 1000 نقطة، قبل أن يستعيد جميع خسائره تقريبا بعد لحظات فقد استمر الانهيار 36 دقيقة فقط.

وفي عام 2011 حاولت الولايات المتحدة بقيادة الرئيس الجديد "باراك أوباما" إعادة إطلاق النمو ووضع خطة لإنعاش الاقتصاد مجددا وخلق فرص عمل إضافية، وهو ما انعكس على معدل النمو الذي بلغ في الربع الثالث من العام نحو 2% وهو نمو أسرع من نموه في الربع السابق. (اسماعيل، 2016، صفحة 213) في عام 2013 تعافت بورصة نيويورك وارتفعت أسعار الأسهم بشكل أسرع من الأرباح مما أدى إلى فقاعات الأصول، وكان أداء بورصة نيويورك جيدا حتى عام 2018، حيث انخفض بشكل طفيف بسبب فترة التصحيح، (Yüksel, 2017) وفي عام 2015 جاء انهيار يوم 24 أوت بعد أن اجتاحت موجة هبوط حادة البورصات العالمية خسرت فيها الأسهم أكثر من ثلاثة تريليونات دولار، وذلك بسبب انهيار سوق الأسهم الصينية، مما أدى إلى التخوف من اندلاع أزمة اقتصادية عالمية. (بورصة وول ستريت، 2015)

ارتفع مؤشر داو جونز الصناعي -الذي يتبع أسهم 30 شركة أمريكية كبرى- إلى مستويات قياسية طوال العام الماضي في سلسلة تمتد إلى أوت 2016 قبل انتخاب ترامب مباشرة، كما وصلت أسواق الأسهم الأمريكية الأخرى بما في ذلك مؤشر ستاندر اند بورز 500 ومؤشر ناسداك إلى قمم تاريخية، ويرى مؤيدو ترامب بأن التخفيضات الضريبية على الشركات التي مرت قبل عيد الميلاد بوقت قصير ساعدت على تعزيز الأسهم الأمريكية، إلى جانب سياساته المتمحورة حول الولايات المتحدة، وحملته على البيروقراطية ووعوده بالاستثمار في البنية التحتية. والرسم البياني التالي يمثل الزيادات التي طرأت على مؤشر داو جونز خلال فترات زمنية متتابعة:

الشكل رقم (10): منحنى بياني للتغيرات في مؤشر داو جونز من 2007 إلى 2018



Source : Danièle Palumbo, Donald Trump and the US economy in six charts, 20 January 2018.

- <https://www.bbc.com/news/business-42748243>

من خلال الشكل رقم (10) يوضح المنحنى البياني أنه من الفترة 2007 إلى 2009 تناقصت قيمة مؤشر داو جونز لتأثره بالأزمة المالية العالمية، ومن 2010 إلى 2018 أصبح في تزايد مستمر جراء تعافيه من الأزمة نتيجة للتدابير المعتمدة من الحكومة الأمريكية.

وفي عام 2018، بدأت وول ستريت بقوة، مدعومة بالاقتصاد المتنامي وأرباح الشركات ارتفعت الأسهم إلى مستويات قياسية جديدة في وقت مبكر، وابتعدت عن الانخفاض المفاجئ الحاد بحلول الربع وركبت موجة من نمو أرباح الشركات التي خفضت الضرائب إلى أعلى مستوى لها على الإطلاق بحلول سبتمبر. وكانت هناك زيادة كبيرة في أرباح مؤشر S&P 500 في عام 2018 من 133.60 دولارا إلى 161.50 دولارا أمريكيا أو 21%. ثم انطلق التوتر وقد بلغت رسملة بورصة نيويورك 23.12 تريليون دولار في مارس 2018، وهو ما يمثل حوالي 40% من إجمالي قيمة السوق العالمية.

وبحلول عام 2019 انخفضت أسهم بورصة نيويورك بشكل طفيف بسبب الحروب التجارية التي بدأها دونالد ترامب حيث أثرت الحروب التجارية على أنشطة المخزون التي تستهدف قطاع التصدير الصيني.

ثانياً: واقع مؤسسات الوساطة المالية

من الجدير بالذكر هو تأثير عدد من الوسطاء الماليين العالميين من ضائقة شديدة، حيث تلعب هذه المؤسسات دوراً حيوياً في تدفقات الائتمان والوساطة المالية التي يقوم عليها الاقتصاد العالمي، إنما تمتد عبر الحدود الوطنية ويفترض أن لديها القدرة على التنويع بشكل أفضل عبر المنتجات والمواقع الجغرافية من المؤسسات الصغيرة أو الوسطاء الذين يقومون بأعمال تجارية في بلد واحد فقط. (Rosengren, 2011)

ولكن نظراً لأن هؤلاء الوسطاء العالميين هم لاعبون أساسيون في العديد من البلدان وفي العديد من الأسواق المالية، ولأنهم مترابطون بشكل كبير مع المؤسسات المالية الأخرى، فإنهم أيضاً يعملون بشكل خاص كموصلات أو ناقلين للصدمات في منطقة واحدة إلى النظام المالي العالمي الأوسع. لسوء الحظ، كان هذا هو الحال مع الصدمة الكبيرة التي سببتها مشاكل العقارات السكنية في الولايات المتحدة. تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من البنوك المركزية، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تتعدى بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية، وحتى على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية وعلى الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية (وكالات التقييم)، وبالتالي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية. (المانسبح، 2010-2011، صفحة 106)

منذ وقوع الأزمة أخذت البنوك المركزية في معظم دول العالم وفي مقدمتها البنك المركزي الأمريكي عملها على توفير السيولة سواء من خلال ضخ أموال في الأسواق، من خلال تخفيض أسعار الفائدة (محمد، 2019، صفحة 160). وقد قام الرئيس بوش بخطة إنعاش حيث عمل على خفض معدلات الفائدة، وضخ حوالي 750 مليار دولار من السيولة، كما عمل أيضاً على تخفيض سعر الفائدة عدة مرات منذ بداية الأزمة حيث وصلت نسبة التخفيض آخر مرة إلى 25% وذلك من أجل دعم اقتصاد الولايات المتحدة.

أكدت الحكومة البريطانية في أواخر شهر أبريل 2009 أنها ستبيع مصرف "تورن روك"، في محاولة لاستعادة أموال دافعي الضرائب، وأكد مصرف "UBS" السويسري العملاق في بداية شهر ماي 2009 أنه تكبد خسائر تتحو إلى ملياري فرنك (ما يعادل 75.1 مليار دولار)، وجاء معظمها نتيجة خسائره بمراكز مالية عالية المخاطر واستمرار انكماش رأسماله. (دوفي، 2019، صفحة 104)

فشركة التأمين الأميركية العملاقة AIG، AMERICAN INTERNATIONAL GROUP، كانت معرضة لانعكاس مخاطر انهيار LEHMAN BROTHERS عليها، وسعت إلى الحصول على قرض

من الفيدرالي الأميركي، لمواجهة إمكان تقليص درجتها في السوق وإمكان انهيار سعر سهمها، بعدما انخفضت قيمته بنسبة 80 في المائة، وبعدها أعلنت الشركة عن نيتها إعادة جدولة ديونها المالية. (البكري، صفحة 11)

المبحث الثالث: العمليات في بورصة نيويورك

يمثل الأمر نية الشراء أو البيع، كطلب تنفيذ أوامر السوق "بأفضل سعر يمكن الحصول عليه بعد أن يتم تمثيل الأمر في حشد التداول" أو طلب تنفيذ أوامر محددة بسعر محدد أو أفضل، سيتم تنفيذها فقط إذا وعندما يتم الوصول إلى هذا السعر.

المطلب الأول: الأوامر في بورصة نيويورك

تتم على مستوى بورصة نيويورك مجموعة من العمليات التي تجعل منها سوقا نشطة توفر مجموعة من الخدمات للمستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم على مستوى سوق مضمونة وذات سمعة جيدة، فيورصة نيويورك توفر هاته الخدمات عن طريق ما يسمى بالأوامر والمزادات، وفيما يلي سوف نعرض أهمها.

أولاً: أنواع الأوامر في بورصة نيويورك

عادة ما يتلقى وسطاء الأرضيات الأوامر على النحو التالي: يتصل مكتب التداول في شركة عضو بأوامر حسابية خاصة ومؤسسية كبيرة إلى كشك أرضية الشركة، يقوم موظفو المقصورة بصفحة وسيط الأرضيات الذين يستجيبون باستخدام واحد من العديد من الهواتف الصفراء ذات الموقع الاستراتيجي على الأرض للاتصال بالكشك ثم يقوم وسيط الطابق بتوجيه الأمر إلى البريد حيث يتم تداول الأسهم.

1- أوامر الافتتاح (MOO) (Maret-On-Open Ordre):

يمكن أن تؤخذ أوامر (MOO) على بورصة نيويورك في أي وقت حتى الساعة 9:28 صباحا بالتوقيت الشرقي حيث تنفيذ أوامر MOO مضمون، بشرط توفر سيولة كافية، ولكن لا يوجد ضمان حول السعر.

2- أوامر الإغلاق (Close Ordres):

تتمثل أوامر الإغلاق في بورصة نيويورك في:

1-2- أمر السوق عند الإغلاق (MOC) (Maret-on-Close): أمر السوق عند الإغلاق هو

أمر غير محدود، والذي يقوم به المتداولون بالقرب من سعر الإغلاق قدر الإمكان إما بالضبط عند إغلاق السوق أو بعده بقليل، الغرض من طلب أمر السوق عند الإغلاق هو الحصول على آخر سعر متاح ليوم التداول (Chien, 2020) ويجدر الإشارة هنا أن أوامر السوق عند الإغلاق غير متاحة في جميع الأسواق ولا بين جميع الوسطاء.

2-2- أمر تحديد الإغلاق (LOC) (Limite-On-Close): هو أمر محدد مخصص للتنفيذ عند إغلاق السوق، تتحكم الأوامر المحدودة في السعر المدفوع مقابل ورقة مالية، أو السعر الذي تباع به الورقة المالية، ونعني بـ "عند الإغلاق" أن الأمر يتم تنفيذه فقط إذا كان سعر الإغلاق ضمن حد السعر للأمر. (Mitchell, 2019)

3- أمر التنظيم (D Ordre):

أمر التنظيم، وهي اختصار لـ (Ordre Orderary Ordre)، تستخدم أوامر D التكنولوجيا لتكرار الدور اليدوي التقليدي لسمسار الوسيط لممارسة السلطة التقديرية بالسعر الذي يرغب في شرائه أو بيعه كرد فعل للطلبات المقابلة، سواء في التداول المستمر أو في المزادات. (2020)

ثانياً: تنفيذ الأوامر في بورصة نيويورك

لتنفيذ أمر السوق عند الفتح، يدخل التاجر بطلب شراء أثناء إغلاق السوق وقبل دقيقتين على الأقل من افتتاح السوق. في هاتين الدقيقتين، سيقوم البائعون في السوق بقياس عدد الطلبات التي تنتظر التنفيذ عند الفتح، وما هي طبيعة تلك الطلبات، (GORDON , 2020) وبناء على هذه المعلومات سيقومون بتعديل تلك العروض وستحدد الجلسة الأولى من الجلسة سعر الافتتاح.

يستخدم التجار والمستثمرون أوامر الافتتاح (MOO) عندما يعتقدون أن ظروف السوق تتطلب شراء أو بيع الأسهم عند الفتح على سبيل المثال، خلال موسم الأرباح -الفترة التي تبلغ فيها الشركات عن نتائجها الفصلية -تبلغ معظم الشركات عن النتائج بعد إغلاق الأسواق. عادة ما تتبع حركة السعر الكبيرة في يوم التداول التالي، لا يحدد أمر الافتتاح سعراً محددًا، على عكس أمر تحديد عند الفتح (LOO) الذي يحدد أحد الطلبات، وهو الأمر الشقيق لأمر السوق عند الإغلاق (MOC).

كما تحتوي البورصات المختلفة على أنواع وعمليات مختلفة لإتمام الطلبات في نهاية اليوم، تملأ بورصة نيويورك الطلبات في نهاية اليوم من خلال عملية المزاد حيث يقدم المتداولون إما أوامر السوق عند الإغلاق (MOC) أو (LOC) "أمر الحد عند الإغلاق". (Mitchell, 2019)

يجب استلام جميع أوامر (MOC) في أسواق نيويورك (NYSE) بحلول 15:45 بالتوقيت الشرقي، ما لم يتم إدخالها لتعويض عدم التوازن المنشور، تحظر قواعد أسواق (NYSE) أيضا إلغاء أو تقليل حجم أي طلب على السوق عند الإغلاق (MOC) بعد الساعة 15:45 بالتوقيت الشرقي.

والجدول التالي يوضح أهم أوقات تنفيذ الأوامر في بورصة نيويورك:

الجدول رقم(4): أوقات إدخال الأوامر في بورصة نيويورك

| الوقت | الأمر الذي يمكن إدخاله |
|------------|--|
| 6:30 AM | يمكن إدخال أوامر MOC / LOC |
| 2:00 PM | يتم نشر معلومات عدم التوازن إلى وسطاء الأرضية |
| 3:50 PM | يتم إدخال الحد الأقصى لأوامر MOC و LOC وتعديلها وإلغائها (باستثناء الخطأ الشرعي)، وهنا يبدأ نشر الخلل. |
| 3:55 PM | يبدأ نشر اختلال التوازن بما في ذلك إغلاق أوامر D عند النطاق السعري التقديري لها. |
| 3:58 PM | وهو آخر موعد لإلغاء أوامر MOC / LOC للخطأ الشرعي. |
| 3:59:50 PM | آخر موعد لإغلاق إدخال الأمر D وتعديله وإلغائه. |
| 4:00 PM | ينتهي التداول بالطريقة العادية ويبدأ المزاد. |

Source : NYSE, Intercontinental Exchange, July 15, 2020.

- <https://www.nyse.com/site-search?q=order%20type>

المطلب الثاني: تحديد أسعار الأوراق المالية في بورصة نيويورك

يتم تحديد أسعار الأوراق المالية مثل أسعار أي سلع أو خدمات يتم شراؤها وبيعها، بشكل أساسي بناء على المعروض منها في السوق وطلب المستثمرين عليها.

أولاً: التداول في بورصة نيويورك

تشير أجراس الافتتاح والختام إلى بداية ونهاية يوم التداول، يقرع جرس الافتتاح في الساعة 9:30 صباحاً بتوقيت شرق الولايات المتحدة، وفي تمام الساعة 4:00 مساءً بالتوقيت الشرقي يقرع جرس الإغلاق ويغلق التداول لهذا اليوم،(Kenton, 2020) ويحتوي كل قسم من الأقسام الأربعة الرئيسية في بورصة نيويورك على أجراس ترن في وقت واحد عند الضغط على الزر، لكن كانت الإشارة الأصلية في الواقع مطرقة، وفي 1903 غيرت بورصة نيويورك المطرقة الجرس أصبح الجرس الإشارة الرسمية للتبادل. (Kenton, 2020)

وتعتبر الاكتتابات العامة الأولية (IPOs) هي الآلية المستخدمة لتقديم أسهم الشركة للبيع العام في البورصة، ويقال أن الاكتتاب العام الأولي يحدث في السوق الأولية، مع استمرار التداول بين المستثمرين في السوق الثانوية.(Waston & Donohoe, 2019)

عرض الأسهم في بورصة نيويورك مكلف، حيث يتم تطبيق رسوم طلب مبدئية تبلغ 25000 دولار أمريكي، وعند إدراج الأسهم فعليا يتم دفع رسوم خاصة لمرة واحدة بقيمة 50000 دولار، كما يجب على المصدر أيضا دفع رسوم لكل سهم بقيمة 0.004 دولارا. (Caplinger, 2017)

تستخدم بورصة نيويورك تجار الأرضية لتسهيل المعاملات، وكان التبادل يعتمد فقط على ما يسمى بنظام "الغضب المفتوح". طريقة الغضب المفتوح هي نظام يقوم فيه التجار والوسطاء بالصراخ على عطاءاتهم وعقودهم بصوت عال من أجل تنفيذ عملية تداول حتى عام 1995. (Kandarpa, 2016) بمرور الوقت، قامت بورصة نيويورك بتحديث عملياتها تدريجيا، واعتمدت تكنولوجيا جديدة لتسهيل نشاط التداول. على الرغم من أن البورصة لا تزال تحتوي على أرضية تداول، إلا أن هناك الآن نشاط تداول إلكتروني واسع النطاق في بورصة نيويورك، يكمل نشاط التداول المباشر الذي لا يزال يحدث، ورغم انتشار التداول الإلكتروني في جميع أنحاء العالم احتفظت بورصة نيويورك بنموذج هجين يجمع بين التداول الإلكتروني والتداول القائم على الأرضية.

غالبا ما يختلف سعر إغلاق السهم يوما ما وسعر الفتح في اليوم التالي، وذلك بسبب الأخبار الشائعة عن الشركة تسمح الأسواق أيضا بالتداول المحدود بعد ساعات العمل وقبل ساعات العمل، مما يعني أن المعاملات تحدث وتغير الأسعار حتى بعد ساعات.

ثانيا: المزاد في بورصة نيويورك

التداول في سوق المزادات، المعروف أحيانا بالصراخ المفتوح، هو الطريقة التي تعاملت بها معظم البورصات الرئيسية، مثل بورصة نيويورك (NYSE) وبورصة شيكاغو التجارية (CME)، بشكل تقليدي في البيع والشراء، حيث يتنافس الوسطاء ضد بعضهم البعض في قاعة التبادل للحصول على أفضل سعر، في حين أن التداول يمكن أن يكون مكتفا إلى حد ما، إلا أنه منظم لأن المشاركين يلتزمون بقواعد التبادل.

إذن فالمزاد هو سوق يدخل فيها المشترون لعروض تنافسية، ويدخل البائعون في عروض تنافسية، ويكون أعلى عرض للمشتري وأقل عرض للبائع مطابقاً ويتم تنفيذ التجارة في تلك الأداة المالية.

1- المزاد الافتتاحي:

يتضمن تدفق البيانات الأول ليوم التداول الجديد سعرا مرجعيا لكل ورقة مالية، يتطابق هذا السعر بشكل عام مع سعر إغلاق الليلة السابقة، يتضمن تدفق البيانات أيضا بيانات تتعلق بالاختلال الحالي بين أوامر البيع والشراء والأسعار (Smith L. , 2018) . ومن خلال هاته البيانات المنشورة تعطى الفرصة للمتداولين لتعديل صفقاتهم للشراء والبيع.

يتم نشر البيانات كل خمس دقائق حتى الساعة 9:00 صباحا من الساعة 9:00 صباحا حتى 9:20 صباحا، ويتم نشرها كل دقيقة، بالنسبة للدقائق العشر الأخيرة قبل فتح السوق، يتم نشر البيانات كل 15 ثانية بدءا من الساعة 9:28، تتم إضافة سعر الافتتاح المحتمل لكل ورقة مالية إلى تدفق التاريخ المنشور، لا يمكن إلغاء الطلبات المقدمة بين الساعة 9:28 صباحا و 9:35 صباحا. يبدأ العنصر البشري في اللعب عندما يحتمل أن تؤثر أحداث مثل الأخبار العاجلة على سعر الأوراق المالية. على سبيل المثال، إذا أعلنت شركة عن خسائر مدمرة بعد إغلاق السوق، فمن المرجح أن ينخفض سعر سهم الشركة بشكل حاد عندما يفتح السوق في اليوم التالي، في ظل هذه الظروف، قد يتخذ مسؤولو بورصة نيويورك قرارا بتجاهل سعر الإغلاق السابق للسهم واستخدام سعر أقل كنقطة مرجعية لبدء التداول في اليوم التالي.

2- المزاد الختامي:

يبدأ التداول في بورصة نيويورك وينتهي بمزاد مكالمات، قبل افتتاح بورصة نيويورك 9:30، يتم توجيه الطلبات إلى البريد المتخصص عبر وسطاء الأرضيات أو Super Dot من NYSE، ويتم تجميع نظام توجيه الطلبات الإلكتروني باستخدام (NYSE Opening Automated & Bacidore & Lipson, 2001, p. 07)

يعد المزاد الختامي لبورصة نيويورك هو آخر حدث في يوم التداول، وهو مصمم لتحديد سعر الإغلاق لكل سهم. هناك ثلاثة أنواع من الطلبات تلعب دورا محددًا في هذه العملية. تمثل أوامر السوق عند الإغلاق (MOC) الفائدة التي يجب تداولها في المزاد الختامي (NYSE, s.d.)، بغض النظر عن السعر سيتأكد المستثمرون الذين يستخدمون أمر MOC من تنفيذ أمرهم، تسعى أوامر الحد الأقصى للإغلاق (LOC) إلى شراء أو بيع عدد محدد من الأسهم ولكن فقط إذا كان سعر الإغلاق عند سعر الحد المحدد أو أفضل منه إذا كان سعر المزاد الختامي خارج حدود المستثمر فلن يشارك أمر LOC. أخيرا، قد يدخل المستثمرون اهتمامهم الختامي عبر NYSE Floor Broker ويوفر NYSE Floor Broker أعلى مستوى من المرونة والحرية التقديرية للمستثمرين، مع القدرة على الدخول أو إلغاء الفائدة حتى جرس الإغلاق.

بدلا من قطع جميع الطلبات بشكل تعسفي في الساعة 4:00، تستخدم بورصة نيويورك آلية تسمى المزاد الختامي لتوفير، كما يصفون حدث سيولة مركزي واسع النطاق يسمح للمستثمرين المؤسسيين بإنشاء مراكز كبيرة دون تعقيد لا مبرر له (2020)، يجمع المزاد الختامي جميع المشتريين والبائعين معا

في تجارة مشتركة واحدة تحدد سعر مقاصة لجميع الفوائد، يتم المزاد في دقائق مباشرة بعد إغلاق السوق في الساعة 4:00.

ثالثاً: أهم مؤشرات الأوراق المالية في بورصة نيويورك

مؤشرات سوق الأوراق المالية حول العالم هي مؤشرات قوية للاقتصادات العالمية والخاصة بالبلد، في الولايات المتحدة، يعد كل من S&P 500 و Dow Jones Industrial Average و Nasdaq Composite المؤشرات الثلاثة الأكثر متابعة على نطاق واسع من قبل كل من وسائل الإعلام والمستثمرين. بالإضافة إلى هذه المؤشرات الثلاثة، هناك ما يقرب من 5000 مؤشر آخر تشكل سوق الأسهم الأمريكية.

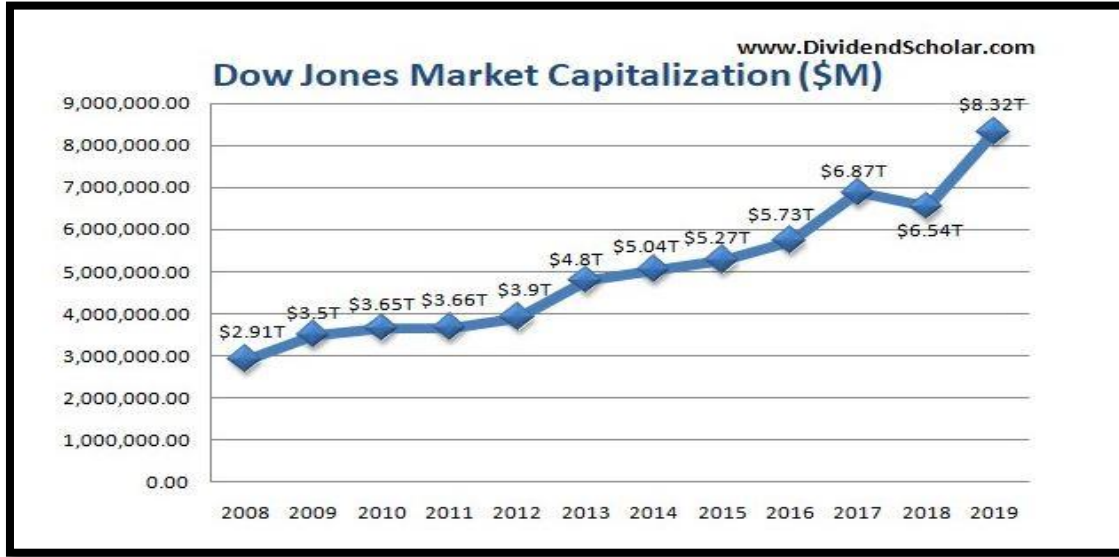
1- مؤشر داوجونز الصناعي (Dow Jones):

يمثل الداو جونز الصناعي المرتبة الأولى في العالم، إذ يمثل هذا المؤشر أبسط أداة يستخدمها المعاملون كافة لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية والتي تمثل أكبر سوق مالية في العالم، إضافة إلى كونه البارومتر الذي يقاس بواسطته أداء الأسواق المالية العالمية الأخرى، إذ يسهم هذا المؤشر في إعطاء صورة واضحة للمستثمر العادي عما يحدث في سوق الأوراق المالية العالمية من تقلبات.

قام تشارلز سنة 1885 بإصدار مؤشر داو جونز وتم تسميته DJIA على اسم السيد داوون وإدوارد جونز، إذ يعد أقدم المؤشرات وكان يتضمن آنذاك 12 سهماً، 10 أسهم من أسهم شركات السكك الحديدية وسهمين 2 من أسهم الشركات الصناعية (رملاوي و بشرول ، 2017، صفحة 121)، وقد شمل هذا المؤشر عند ولادته 11 شركة، 9 منها شركات للسكك الحديدية، أما الآخران يعملان في الشحن بالبخار، وهما Pacific Mail و Western Union. (Audrey, 2007)

ووفقاً لدراسة قام بها موقع Sibilis لنهاية عام 2019 فقد بلغت القيمة السوقية الاجمالية لمؤشر داو جونز 8.32 ترليون دولار، وقد تم توضيح ذلك وفقاً للرسم البياني التالي:

الشكل رقم (11): منحنى بياني لرسملة السوق لمؤشر داو جونز من 2008 إلى 2019



Source : Rizwan, What 30 Stocks are in Dow Jones Industrial Average?, December 8,2009

- <https://dividendscholar.com/stocks-in-the-dow-jones/>

يظهر الشكل رقم (11) منحنى بياني يوضح التزايد المستمر في رسملة السوق لمؤشر داوجونز من الفترة 2008 إلى 2019 وهذا ما يؤكد دوره الكبير في تحديد أسعار السوق واتجاهاتها. ويتم تحديد متوسط مؤشر داو جونز عن طريق إضافة إجمالي أسعار الأسهم لكل شركة مدرجة في مؤشر داو جونز وقسمة هذا الإجمالي على عدد الشركات للحصول على متوسط مؤشر داو جونز النهائي. (Melone, 2017)

ويحسب حسب العلاقة التالية:

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it} / D_{adj}$$

حيث أن:

$DJIA_t$ = قيمة المؤشر في الفترة t

P_{it} = سعر السهم i في الفترة t

D_{adj} = القاسم المعدل في الفترة t

أصبح مؤشر داو جونز واحد من أهم الأدوات لإظهار أين كان السوق والاقتصاد الوطني من خلال التاريخ وما هو الوضع الحالي، إذ يعتبر أداة تستخدم على نطاق واسع من قبل المحللين والاقتصاديين الذين يستخدمون البيانات التاريخية لأغراض التنبؤ بالسوق ولحساب الوضع المالي للبلد،

(Hanson, 2019) كما يعتبر المؤشر وسيلة مفيدة للمستثمرين لتحديد الأسهم التي ستقوم بأفضل الاستثمارات بأقل قدر من المخاطر.

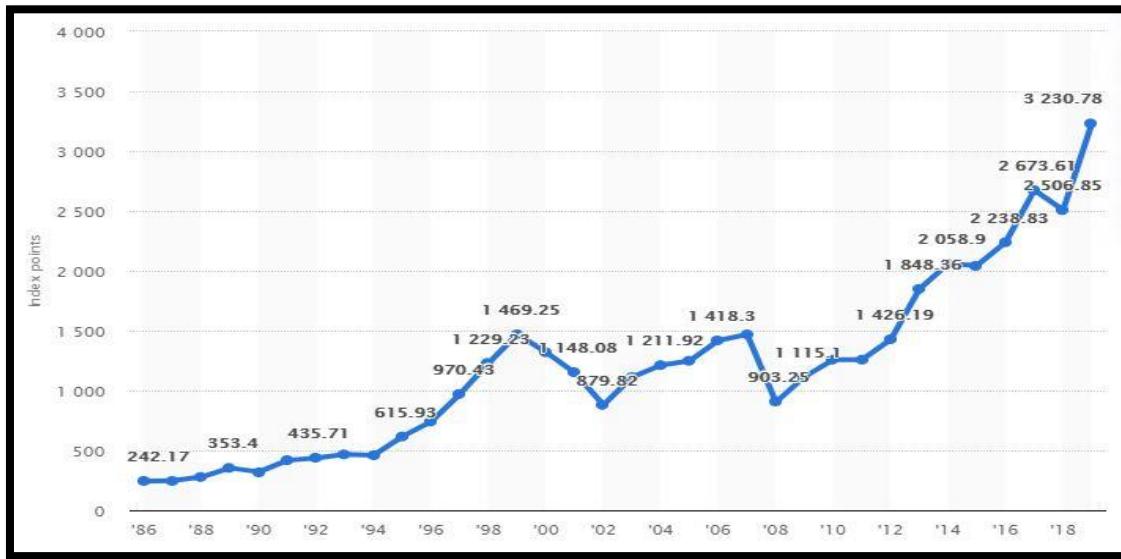
2- مؤشر ستاندرد اند بورز (S&P 500):

يعرف مؤشر ستاندرد اند بورز على أنه " مؤشر لأسعار الأسهم الصادر عن وكالة ستاندرد أند بورز، وهي وكالة تصنيف ائتماني رئيسية، ويشير إلى تحركات أسعار أسهم خمسمائة شركة رئيسية يتم تداولها في بورصة نيويورك".

تم إنشاء مؤشر ستاندرد اند بورز 500 في عام 1957، تم تقديمه أول في عام 1923، وقبل عام 1957، كان مؤشر ستاندرد اند بورز يتألف من 90 شركة، تُعرف باسم "ستاندرد اند بورز 90"، ويتم نشره على أساس يومي، كما تم نشر مؤشر أوسع يضم 423 شركة أسبوعياً، وفي 4 مارس 1957 تم تقديم مؤشر سوق الأسهم الواسع في هذه المقدمة أصبحت ممكنة بفضل التقدم في صناعة الكمبيوتر مما سمح بحساب المؤشر ونشره في الوقت الفعلي. (2020)

والرسم البياني الموالي يوضح التطور التاريخي لتغيرات مؤشر S&P 500 خلال عدة سنوات:

الشكل رقم (12): منحنى بياني للتطور السنوي لمؤشر (S&P 500) من 1986 إلى 2018



Source: M. Szmigiera, Annual development of the S&P 500 index from 1986 to 2019, Jan 16, 2020

– <https://www.statista.com/statistics/261713/changes-of-the-sundp-500-during-the-us-election-years-since-1928/>

يوضح الشكل رقم (12) منحنى بياني للتزايد المستمر في قيمة مؤشر (S&P 500) من الفترة

1986 إلى 2018 وهذا ما يؤكد دوره في السوق المالية الأمريكية.

يتم حساب ستاندرد آند بورز 500 بضرب عدد الأسهم الصادرة في سعر السهم، الشركة التي يبلغ سقفها السوقي 100 مليار دولار تتلقى 10 أضعاف التمثيل كشركة يبلغ سقفها السوقي 10 مليار دولار، تختار اللجنة كل شركة من شركات المؤشر ال 500 بناء على السيولة والحجم والصناعة. (AMADEO, 2020)

ويحسب حسب العلاقة التالية:

قيمة المؤشر اليوم = القيمة السوقية الحالية لمجموع الأسهم / القيمة السوقية الحالية لمجموع الأسهم بالأساس × مؤشر القيمة السابقة

حيث أن:

سعر السوق = معدل أسعار الأسهم × عدد الأسهم المصدرة

يعد مؤشر S&P 500 مؤشرا رئيسيا لصحة أفضل الشركات الأمريكية من مختلف الصناعات وبالتالي الاقتصاد الأمريكي العام، ومن المهم أن يتبع التجار تحركات هذا المؤشر، ويعتبر مؤشر (S&P 500) أحد أكثر المؤشرات دقة وجدارة بالثقة للوضع الاقتصادي في الولايات المتحدة نظرا لتنوع تغطية القطاع ووزن السوق، إلى جانب كونه مؤشرا قويا للاقتصاد الأمريكي فإن مؤشر (S&P 500) له أيضا ارتباطات قوية مع الأسواق الأخرى.

المطلب الثالث: الوسطاء في بورصة نيويورك

إن التداول في بورصة نيويورك والبحث عن الاستثمارات من قبل أصحاب العجز أو بحث المدخرين وأصحاب الفوائض عن أماكن مناسبة ومريحة لتوظيف أموالهم تعتبر مهمة صعبة جدا على المستوى العالمي، وهنا تبرز أهمية مؤسسات الوساطة في بورصة نيويورك من خلال أدوارها المتنوعة في البورصات.

أولا: الإدراج في بورصة نيويورك

قرار الإدراج في بورصة معينة يعد أمرا مهما بالنسبة إلى العديد من الشركات، يتأثر أيضا قرار الشركة بالإدراج في بورصة معينة بتكاليف الإدراج والمتطلبات التي تحددها كل بورصة، تبلغ رسوم الدخول التي يمكن للشركة أن تتوقع دفعها، وللإدراج في بورصة نيويورك للأوراق المالية، يجب أن تستوفي الشركة بعض المؤهلات وأن تكون على استعداد لاطلاع الجمهور على التقدم المحرز في أعمالها.

تفرض بورصة نيويورك قيودا صارمة إلى حد ما على الشركات التي ترغب في إدراج أسهمها بعض الأدلة التي تستخدمها بورصة نيويورك لإدراج أصلي لشركة محلية هي مصلحة وطنية في الشركة وما لا يقل عن 1.1 مليون سهم مملوك للجمهور بين ما لا يقل عن 2000 من مساهمي الأسهم المستديرة. يجب أن يكون الحد الأدنى للقيمة الإجمالية للسوق المشتركة المملوكة للجمهور 18 مليون دولار. يجب

أن يكون لدى الشركة دخل صافي في آخر سنة يزيد عن 2.5 مليون دولار قبل ضريبة الدخل الفيدرالية و 2 مليون دولار في كل من العامين السابقين.

تتطلب بورصة نيويورك أيضا أن تستوفي الشركات المدرجة المحلية معايير معينة فيما يتعلق بالمديرين الخارجيين وتكوين لجنة المراجعة وحقوق التصويت والمعاملات مع الأطراف ذات الصلة، تدفع الشركة أيضا رسوما أولية وسنوية كبيرة لإدراجها في بورصة نيويورك بعشرات أو مئات الآلاف من الدولارات. (Benton & Lott, 2019)

وتتلخص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك في: (شريط، 2018، الصفحات 44-45)

1. ألا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المؤسسة في العام المنصرم عن 2.5 مليون دولار، وألا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين عن ذلك العام؛
 2. ألا تقل قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار؛
 3. ألا 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.
- بالإضافة إلى تلك الشروط الأساسية، وضعت بورصة نيويورك ثلاثة شروط أخرى مكملة هي:

1. أن تكون للمؤسسة مكانتها على المستوى الوطني؛
2. أن تكون لها مكانتها الجيدة والمستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها؛
3. وأن تنتمي المؤسسة لصناعة لها فرصة التوسع والنمو، أولها فرصة في المحافظة على مركزها في السوق، هذا وإذا ما اتضح بعد فترة من تسجيل المؤسسة بالبورصة أن إقبال المستثمرين على أسهمها قد انخفض بشكل ملحوظ، حينئذ يجوز لإدارة البورصة إلغاء التسجيل.

وبمجرد قبول وتسجيل أسهم المؤسسة يصبح لزاما عليها:

1. الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة؛
2. نشر تقرير ربع سنوي عن أرباحها؛
3. نشر حساباتها الختامية سنويا؛
4. امتناع العاملين بها عن التعامل في تلك الأسهم على أساس البيع على المكشوف.

وإذا تم قبول تسجيل الشركة فإنه يقع على عاتقها ان تدفع رسوما سنوية معينة كما تلتزم بتوفير معلومات محددة للعامة، وإذا حدث بعد التسجيل أن انخفض التداول على السهم بصورة كبيرة للغاية، فإنه يتم إلغاء التسجيل بواسطة البورصة وبالتالي يتوقف التعامل فيها. (الحناوي والعبد، 2002، صفحة 56)

ثانياً: أهم مؤسسات الوساطة المالية في بورصة نيويورك

عنصر آخر مهم في سوق الأسهم هو المهنيين الذين يعملون هناك، وسطاء الأوراق المالية هم الأفراد الذين يقومون بالفعل بالبيع والشراء في سوق الأسهم، ومع ذلك فإن هذه المعاملات نيابة عن المستثمرين وليست بالضرورة للمنفعة الشخصية للوسيط. (Fuentes, 2017) وفيما يلي سنتكلم حول أهم هاته المؤسسات الوسيطة المالية المدرجة في بورصة نيويورك.

1- انتركتيف بروكوز (Interactive Brokers):

هي شركة قابضة ووسيط إلكتروني عالمي آلي وصانع سوق متخصص في أوامر التوجيه وتنفيذ ومعالجة الصفقات في الأوراق المالية والعقود الآجلة وأدوات صرف العملات الأجنبية والسندات وصناديق الاستثمار المشتركة في أكثر من 120 بورصة إلكترونية ومراكز سوق حول العالم.

الجدول التالي يمثل البطاقة التعريفية لشركة انتركتيف بروكوز (Interactive Brokers):

الجدول رقم (5): بطاقة تعريف شركة انتركتيف بروكوز (Interactive Brokers)

| الوظيفة | خدمات الاستثمار |
|--------------------|----------------------------|
| التأسيس | 1977 |
| البلد / الإقليم | الولايات المتحدة الأمريكية |
| عدد الموظفين | 1458 |
| الرئيس التنفيذي | Milan Galik |
| المقر | غرينتش، كونيتيكت |
| المبيعات | 2.5 بليون دولار |
| قيمة العمولة | 0 دولار |
| الحد الأدنى للحساب | 0 دولار |

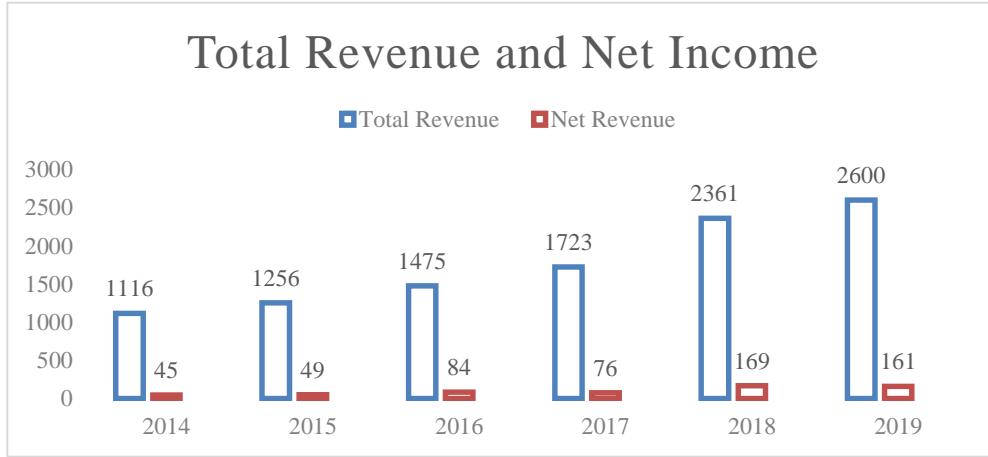
Source: Forbes, Interactive Brokers Group (IBKR) Stock Key Data, May 12, 2020.

- <https://www.forbes.com/companies/interactive-brokers-group/#3fda6ef747d7>

تعتبر شركة انتركتيف بروكوز (Interactive Brokers) خليفة أعمال صناعة السوق التي أسسها توماس بيترفي على أرضية البورصة الأمريكية في عام 1977، وفي عام 1994 أصبحت الشركة عضواً في بورصة نيويورك وبدأت في تنفيذ تداولات الأسهم من خلال Super Dot، تقوم الشركة بتسوية الصفقات بين الأفراد وبورصة نيويورك (NYSE) بالإضافة إلى تسليط الضوء على المنتجات المختلفة في البورصة تشمل الخدمات الأخرى إدارة محفظة الصرف حيث تتعاون الشركة مع بورصة نيويورك لإدارة وتشغيل حسابات المستثمرين على أساس أفضل الأسعار والسعر في السوق (Stock review, 2019).

والشكل التالي يمثل إجمالي الإيرادات وصافي الدخل لشركة انتركتيف بروكوز (Interactive Brokers) خلال فترات زمنية متتالية:

الشكل رقم (13): إجمالي الإيرادات وصافي الدخل لشركة انتركتيف بروكوز (Interactive Brokers)



Source : Southern New Hampshire University, 15July, 2020.

- <https://adfsproxy1.snhu.edu/my.policy>

يمثل الشكل رقم (13) مخطط أعمدة لإجمالي الإيرادات وصافي الدخل لشركة انتركتيف بروكوز (Interactive Brokers) من الفترة 2014 إلى 2019، حيث كانت الإيرادات وصافي الدخل في تزايد مستمر، وهذا ما يبين نجاحها في تأدية دورها في السوق المالية. (انظر الملحق رقم 1)

2- تي دي اميرتريد (TD Ameritrade):

تي دي اميرتريد (TD Ameritrade) هي شركة وساطة مقرها أوماها وهي شركة تابعة لـ TD Bank، تقدم الشركة تداول الأسهم عبر الإنترنت والاستثمار، بالإضافة إلى منتجات وخدمات تخطيط التقاعد.

والجدول التالي يوضح البطاقة التعريفية لشركة تي دي اميرتريد (TD Ameritrade):

الجدول رقم (6): بطاقة تعريفية لشركة تي دي اميرتريد (TD Ameritrade)

| الوظيفة | خدمات الوساطة |
|--------------------|--------------------------------|
| التأسيس | 1975 |
| البلد/ الإقليم | غرب الولايات المتحدة الأمريكية |
| عدد الموظفين | 9,226 |
| الرئيس التنفيذي | Steve Boyle |
| المقر | أوماها ، نبراسكا |
| المبيعات | 6.016 بليون دولار |
| رسملة السوق | 21.496 بليون دولار |
| قيمة العمولة | 0 دولار |
| الحد الأدنى للحساب | 0 دولار |

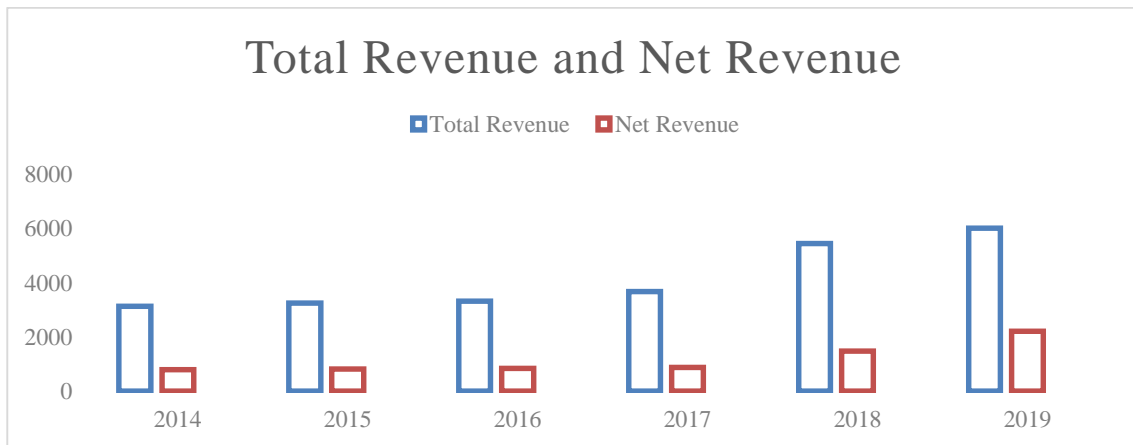
Source : macrtrend, TD Ameritrade Holding : Number of Employees 2006–2020 | AMTD, 18 July,2020.

- <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/AMTD/td-ameritrade-holding/number-of-employees>

بدأت الشركة في عام 1975 كسمسة خصم تسمى First Omaha Securities، ونمت على مدار الثلاثين عاما من خلال عمليات الدمج والاستحواذ، أخذت اسم تي دي أميرتريد (TD Ameritrade) في منتصف التسعينات، في عام 2006، اندمجت مع TD Waterhouse لتصبح (TD Ameritrade) (TD Ameritrade Holding Corporation, 2019). في بورصة نيويورك، تقدم الشركة حلول المقاصة التي تقوم بها شركتها الفرعية Ameritrade Clearing (MarketLine Support, 2020). بالإضافة إلى ذلك، تقدم الشركة خدمات إدارة المحافظ لعملائها وكذلك تدريب الموظفين على مسائل تجارة البورصة، والخدمات الاستشارية، بما في ذلك دعم عملائها. في 2018، أعلنت الشركة عن زيادة في الإيرادات بنسبة 48.3% تترجم إلى 5452 مليون دولار في بورصة نيويورك، (MarketLine Support, 2020)

الشكل الموالي يوضح إجمالي الإيرادات وصافي الدخل لشركة تي دي أميرتريد (TD Ameritrade) خلال عدة سنوات:

الشكل رقم (14): إجمالي الإيرادات وصافي الدخل لشركة تي دي أميرتريد (TD Ameritrade)



Source: Southern New Hampshire University, 18 July 2020.

- <https://adfsproxy1.snhu.edu/my.policy>

يمثل الشكل رقم (14) مخطط أعمدة لإجمالي الإيرادات وصافي الدخل لشركة تي دي أميرتريد (TD Ameritrade) من الفترة 2014 إلى 2019، حيث كانت الإيرادات وصافي الدخل في ارتفاع نتيجة استمرار نشاطها في السوق المالية. (انظر الملحق رقم 2)

3- إي تريد فايننشال كورب (E Trade Financial Corp) :

إي تريد فايننشال كورب (E-Trade) هي شركة مالية أمريكية تقدم خدمات استشارية تتعلق بالسمنة عبر الإنترنت للتجار الماليين، وتوفر الشركة معلومات الخبراء بشأن الاستثمار في البورصة وكذلك التخطيط للمشاركين (E*TRADE Financial Corporation, 2019) بالإضافة إلى ذلك،

تتولى الشركة إدارة المحفظة لأولئك الذين يرغبون في الاستثمار والتداول في البورصة الأمريكية
(MarketLine, 2020)

وفيما يلي البطاقة التعريفية لشركة إي تريد فايننشال كورب.(E*Trade Financial Corp.)

الجدول رقم (7): بطاقة تعريفية لشركة إي تريد فايننشال كورب.(E*Trade Financial Corp.)

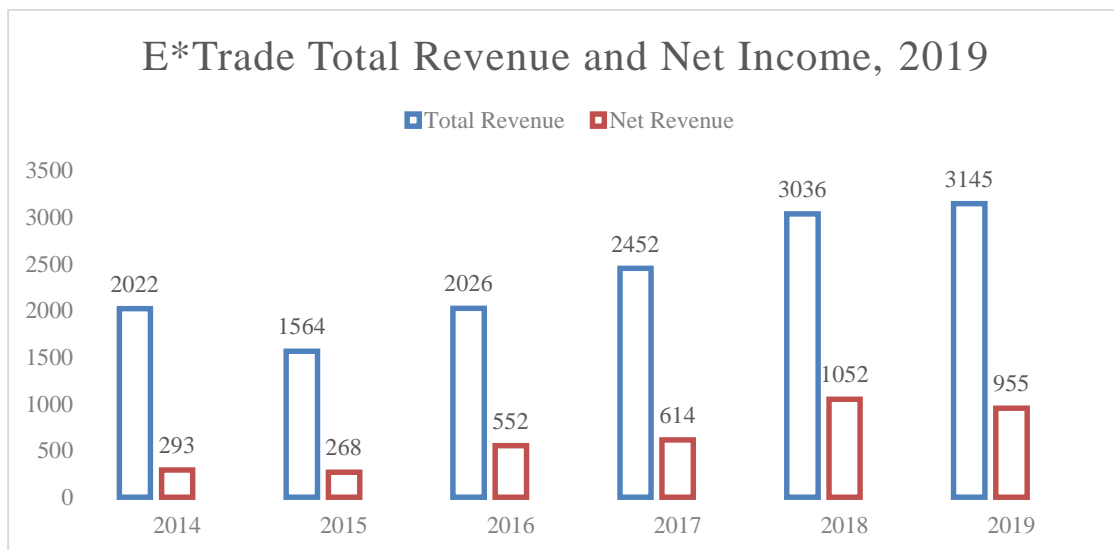
| الوظيفة | سمسرة كاملة الخدمات ، تقدم استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من الأصول ذات الدخل الثابت. |
|--------------------|--|
| التأسيس | 1982 |
| البلد/ الإقليم | الولايات المتحدة الأمريكية |
| عدد الموظفين | حوالي 4100 |
| الرئيس التنفيذي | Michael A. Pizzi |
| المقر | أرلينغتون ، فيرجينيا |
| المبيعات | بليون دولار 2.886 |
| رسملة السوق | بليون دولار 10.71 |
| قيمة العمولة | 0 دولار |
| الحد الأدنى للحساب | 0 دولار |

Source : E*TRADE, Corporate facts, 18 July 2020.

- <https://about.etrade.com/home>

والشكل التالي يمثل إجمالي الإيرادات وصافي الدخل لشركة إي تريد فايننشال كورب (E*Trade Financial Corp.)

الشكل رقم(15): إجمالي الإيرادات وصافي الدخل لشركة إي تريد فايننشال كورب (E*Trade Financial Corp.)



Source: Southern New Hampshire University, 18 July, 2020.

- <https://adfsproxy1.snhu.edu/my.policy>

يمثل الشكل رقم (15) مخطط أعمدة لإجمالي الإيرادات وصافي الدخل لشركة إي ترید فايننشال كورب.(E*Trade Financial Corp.) من الفترة 2014 إلى 2019، حيث كانت الإيرادات وصافي الدخل في ارتفاع متفاوت، مع تحقيق عوائد رغم هذا التذبذب. (انظر الملحق رقم 3)

المطلب الرابع: دور مؤسسات الوساطة في تنشيط بورصة نيويورك

تؤدي مؤسسات الوساطة المالية الناشطة في بورصة نيويورك دورا استراتيجيا وفعالا في تقديم الخدمات المالية المتنوعة واستقطاب الاستثمارات من أصحاب الفوائض لتقديمها لأصحاب العجز لتوظيفها واستثمارها.

أولا: دور انتركتيف بروكوز (Interactive Brokers):

تقدم شركة انتركتيف بروكوز (Interactive Brokers) خدمات الوساطة في الأوراق المالية وإقراض الهامش للعملاء، تعمل في قسمين: الوساطة الإلكترونية وصنع السوق، وتدير أعمال الوساطة الإلكترونية من خلال شركاتها التابعة للوسطاء التفاعليين (IB)، وتدير أعمالها في صنع السوق من خلال الشركات التابعة لها (Timber Hill) في الولايات المتحدة، تدير أعمالها من Greenwich وConnectic وChicag، Illinois خارج الولايات المتحدة، تقوم بأعمال تجارية في كندا وإنجلترا وسويسرا وليختنشتاين والصين (هونج كونج وشنغهاي) والهند وأستراليا واليابان (About Interactive Brokers Group, Inc., 2020).

استنادا إلى الولايات المتحدة الأمريكية، تفتخر الشركة بإيرادات تبلغ 2600 مليون دولار بحلول السنة المالية 2018/2019، حيث سجلت زيادة بنسبة 37% عن السنة المالية السابقة (2019)، ولدى الشركة أكثر من 1458 موظفا يعملون في جميع شركاتها التابعة في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وأستراليا وهونج كونج واليابان.

تقدم شركة انتركتيف بروكوز العديد من الحلول والخدمات على مستوى الأفراد والشركات، على سبيل المثال، تقوم الشركة بتسوية الصفقات بين الأفراد وبورصة نيويورك NYSE بالإضافة إلى تسليط الضوء على المنتجات المختلفة في البورصة (INTERACTIVE BROKERS GROUP, INC., 2018) وتشمل الخدمات الأخرى إدارة محفظة الصرف حيث تتعاون الشركة مع بورصة نيويورك لإدارة وتشغيل حسابات المستثمرين على أساس أفضل الأسعار والسعر في السوق السابقة (2019). كما تساعد الشركة عملائها على تجنب المخاطر المرتبطة بالبورصة. يمكن القيام بذلك عن طريق تدريب العملاء على أفضل الطرق للاستثمار في بورصة نيويورك.

وبطبيعة الحال أي مؤسسة وساطة مالية لها ايجابيات وسلبيات وسوف نعرض في الجدول التالي

أهمها:

الجدول رقم (8): إيجابيات وسلبيات شركة انتركتيف بروكورز (Interactive Brokers)

| الإيجابيات | السلبيات |
|---|---|
| 1. تقدم شركة انتركتيف بروكورز القدرة على تداول الأدوات المالية المختلفة بما في ذلك الأسهم والسندات والخيارات والعقود الآجلة والفوركس. | 1. الحد الأدنى للرصيد هو 10000 دولار، وهو ما يمكن أن يكون حادا بالنسبة للمستثمرين المبتدئين أو أصحاب المحافظ الصغيرة. |
| 2. توفر الشركة منصات التداول فائدة هائلة فيما يتعلق بالصفقات والاستراتيجيات المتقدمة خاصة مع الأدوات الأقل شيوعا مثل الفوركس. | 2. يجب عليك دفع ما لا يقل عن 10 دولارات في العمولات كل شهر، سواء كنت تتداول بالفعل هذا المبلغ أم لا. |
| 3. تقنية (SmartRouting) أثبتت أن التكنولوجيا التي تمتلكها انتركتيف بروكورز فعالة في توجيه الصفقات | 3. يتقاضى انتركتيف بروكورز 100 دولارا لكل عملية تداول بمساعدة وسيط. |
| 4. عمولات منخفضة جدا حيث ستدفع 1 دولارا فقط كعمولات ل 200 سهم من الأسهم، وبالإضافة إلى أن العمولات على شراء الخيار منخفضة كذلك فيها. | 4. يتميز الموقع الالكتروني في الشركة على احتوائه على كم كبير من المعلومات والتحليلات، لكن هذه الميزة تعتبر سلبية حسب كثير من العملاء الذين ابلغوا عن صعوبة التنقل داخل الموقع والحصول على المعلومة. |
| 5. يمتلك انتركتيف بروكورز أكبر كمية من الأسهم المتاحة للبيع على المكشوف. | |

Source : [Derek Clark](https://www.moneycrashers.com/interactive-brokers-review/), Interactive Brokers Review, 18 July, 2020.

[-https://www.moneycrashers.com/interactive-brokers-review/](https://www.moneycrashers.com/interactive-brokers-review/)

ثانيا: دور تي دي أميرتريد (TD Ameritrade):

اعتبارا من نوفمبر 2009، فرضت الشركة رسوما ثابتة قدرها 9.99 دولارا لكل عملية تداول عبر الإنترنت، بغض النظر عن عدد الأسهم، تبلغ قيمة الطلبات الهاتفية 34.99 دولارا أما الطلبات بمساعدة وسيط فهي 44 في جميع شركاتها الفرعية الأمريكية للسنة المالية 2018، أعلنت الشركة عن زيادة في الإيرادات بنسبة 48.3% تترجم إلى 5452 مليون دولار (MarketLine Support , 2020)، وتبلغ قيمتها السوقية 18169 مليون دولار والتي سجلتها الشركة بحلول عام 2020 مما يجعلها الشركة الرائدة بين أقرانها، وتتواصل أيضا مع بورصة نيويورك (NYSE) لمساعدة عملائها على إدارة حساباتهم التجارية بالإضافة إلى تقديم خدمات التدريب للشركات، (TD Ameritrade Holding Corporation, 2019) كما تقدم الشركة معلومات صحيحة فيما يتعلق بتداول البورصة لعملائها حتى يتمكنوا من اتخاذ قرارات مستنيرة.

في بورصة نيويورك، توفر الشركة صرف عملات أجنبية بالإضافة إلى تقديم خدمات استشارية مقابل رسوم معقولة يتضمن دور الدعم تقديم المشورة لأصحاب المصلحة حول أفضل حزمة للاستثمار فيها،

ولإنجاح العملية، تقدم الشركة أيضا أخبار السوق المثالية لاتخاذ قرار مستنير لعملائها (MarketLine Support , 2020) كما توفر الشركة الأموال المتداولة في البورصة لعملائها بحيث يمكن لعملائها الاستثمار في الوقت المناسب لتحقيق دخل أعلى.

وفيما يلي نعرض أهم إيجابيات وسلبيات شركة تي دي أميرتريد (TD Ameritrade):

الجدول رقم (9): إيجابيات وسلبيات شركة أميرتريد (TD Ameritrade)

| الإيجابيات | السلبيات |
|--|--|
| <p>1. توفر شركة أميرتريد قدرات بحثية واسعة وذلك من خلال تحسين موقعها الإلكتروني التقليدي لمتصفحات الجوال من خلال لوحة تحكم حيث يمكن للعملاء الوصول بسرعة إلى تفاصيل الحساب، والأرصدة، وسجل الموازنة، والمواقف، والأخبار والمزيد. تهدف تطبيقات الجوال المصممة جيدا إلى منح العملاء تجربة بسيطة من صفحة واحدة حيث يمكنهم الوصول بسرعة إلى الأسواق وحساباتهم.</p> <p>2. تم تطوير قنوات دعم إضافية باستخدام Facebook Messenger و We Chat و Twitter وغيرها.</p> <p>3. تصميم عروض التعليم لجعل المستثمرين المبتدئين أكثر راحة مع مجموعة متنوعة من فئات الأصول.</p> | <p>1. قد يضطر العملاء إلى استخدام منصات متعددة للاستفادة من الأدوات المفضلة، ولكن البحث الأساسي للأسهم وأدوات الدخل الثابت لا يتوفر في الغالب إلا على موقع الويب، هذه مشكلة شائعة يشترك فيها وسطاء كبار مع منصات متعددة.</p> <p>2. يمكن لعملاء TD Ameritrade الاختيار من بين مجموعة كبيرة من أنواع الحسابات، والتي يجب أن تكون ميزة ومع ذلك يمكن أن يؤدي إلى الارتباك للمستثمرين الجدد الذين ليسوا متأكدين مما تعنيه، وأثناء عملية الإعداد، يجب أن يكون هناك المزيد من المساعدة المتاحة للعملاء للتأكد من أنهم بدأوا بنوع الحساب الصحيح.</p> |

Source: THERESA W. CAREY , TD Ameritrade Review, Jul 1, 2020.

- <https://www.investopedia.com/td-ameritrade-review-4587925>

ثالثا: دور إي تريد فايننشال كورب (E*Trade Financial Corp):

لدى شركة إي تريد فايننشال كورب 4297 موظفا بأصول عملاء تبلغ 677.5 مليار دولار أمريكي في العام المالي الماضي. تشمل الخدمات الرئيسية للتجارة الإلكترونية التجارة، والاستشارات الاستثمارية، وإدارة خطة الأوراق المالية، وما إلى ذلك، (E * Trade Financial Corporation، 2020) تتواصل الشركة مع بورصة نيويورك (NYSE) لتقديم الخدمات كبورصة للصناديق التجارية، والربط وكذلك صناديق الأمان المستقبلية، والأهم من ذلك توفر الشركة حسابات الهامش حيث يمكن السماح للعملاء ضد انعدام الأمن، وتقوم الشركة أيضا جنبا إلى جنب مع بورصة نيويورك بتسجيل عملاء جدد يتطلعون إلى الانضمام إلى أسواق الأوراق المالية.

فيما يتعلق بخدمات الشركات، تعمل شركة إي ترید فايننشال كورب جنبا إلى جنب مع بورصة نيويورك لتوفير تدريب الموظفين والإدارة بشأن مسائل شراء الأسهم والاستثمارات (MarketLine, 2020). تقدم هذه الخدمات من خلال المنصات المؤتمتة عبر الإنترنت حيث يمكن للموظفين الوصول إلى المعلومات التي يمكن أن تساعد في التجارة (E*TRADE Financial Corporation, 2019). كما أنها توفر خدمات خطة الأسهم المختلطة مثل طرق الدفع متعددة العملات وتبسيط حساب الضرائب، والأهم من ذلك، تساعد الشركة العملاء على إدارة خدماتهم المالية والمصرفية من خلال الإعجاب بحساباتهم للوساطة عبر الإنترنت وحساباتهم الشخصية مما يجعل عملية البورصة قابلة للتطبيق.

فيما يلي سنعرض أهم إيجابيات وسلبيات شركة إي ترید فايننشال كورب E* Trade (Financial Corp.):

الجدول رقم (10): إيجابيات وسلبيات شركة إي ترید فايننشال كورب (E* Trade Financial Corp.)

| الإيجابيات | السلبيات |
|--|---|
| 1. كانت تكلف 2000 دولار لفتح حساب إي ترید ولكن الآن خفضت الحد الأدنى لفتح الحساب إلى 500 دولار فقط. وهذا يجعل خدماتها أكثر بأسعار معقولة للمستثمر اليومي. | 1. الدعم عبر الهاتف يقتصر على أيام الأسبوع فقط وهذا على النقيض من بعض شركات الوساطة المتنافسة التي تقدم خدمة عملاء على مدار الساعة طوال أيام الأسبوع. |
| 2. لديها قائمة المنتجات المالية الأكثر شمولاً لأي وسيط عبر الإنترنت، يمكنك تمويل حسابك بمنتجات الوساطة النموذجية (الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار المشتركة) والمنتجات المصرفية (شهادات الودائع والمدخرات). يمكنك أيضاً المشاركة في الاكتتابات العامة، والتي لا تتوفر عادة للمستثمرين العاديين. | 2. لا تغطي الأسواق الخارجية بل تغطي الأسواق الأمريكية فقط. |
| | 3. لا تتعامل بتجارة بالفوركس عكس الشركات الوسيطة الأخرى. |

Source : Mark Riddix, E*TRADE Review – Great Discount Broker For the Advanced Investor, 18 July, 2020.

- <https://www.moneycrashers.com/etrade-review/>

خلاصة الفصل التطبيقي:

من خلال دراسة الفصل التطبيقي اتضح بأن بورصة نيويورك أدت دورا بارزا في التاريخ المالي للولايات المتحدة، حيث كانت بمثابة البورصة الرائدة لمدة 225 عاما وهي واحدة من أقدم البورصات العالمية الرئيسية، وقد نمت لتصبح لها تأثير كبير على الولايات المتحدة والاقتصادات العالمية باعتبارها أكبر بورصة في الولايات المتحدة وفي العالم، يُفهم أن بورصة نيويورك وتداولها مسؤولان عن إنشاء وتدمير كميات كبيرة من الثروة المالية كل ساعة من كل يوم تداول، ويؤثر ارتفاع وهبوط أسعار الأسهم في بورصة نيويورك على معنويات المستثمرين، مما يشجع أو يثني المستثمرين على إنفاق أموال أكثر أو أقل في الاقتصاد وفقا للمكاسب أو الخسائر في محافظهم الاستثمارية.

تعتبر الأزمة الاقتصادية العالمية التي كانت بدايتها في الاقتصاد الأمريكي الذي يمثل أكبر اقتصاد في العالم أزمة ذات أبعاد عديدة بالنظر لحجمها، وسرعة انتشارها العالمي، وتداعياتها الوخيمة على الاقتصاد العالمي، وتطافت أسباب عديدة في حدوثها منها العوامل التي تتعلق بعمل النظام الرأسمالي وفي مقدمتها الإفراط في الحرية الاقتصادية، وضعف الرقابة المالية والاعولمة المالية، أما الأسباب المباشرة للأزمة فكانت التوسع في منح القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى مقترضين لا يتمسون بالملاءة المالية، وعمليات التوريق، بالإضافة السياسة النقدية الأمريكية في الفترة السابقة للأزمة التي كانت غير ملائمة كسبب مباشر للأزمة. وبالرغم من أن مؤسسات الوساطة المالية كان لها يد في حدوث الأزمة المالية العالمية بسبب التوسع في منح القروض، التوريق ... إلا أنه لا يمكن أن يهمل دورها بشكل عام في توسيع الأنشطة المالية، وتوزيع المحافظ المالية، فهي تؤدي دورا فعالا في بورصة نيويورك كشركة انتركتيف بروكورز، شركة أميرتريد، وشركة إي تريد فايننشال كورب، من خلال الخدمات المتنوعة التي تقدمها لها، وهذا ما ساعد في تنشيط بورصة نيويورك للأوراق المالية.

الختامة

خاتمة

تعتبر سوق الأوراق المالية مهمة في الاقتصاد بسبب دورها في التسهيل بين وحدات الأموال الفائضة (المستثمرين) ووحدات صندوق العجز (مصدرو الأسهم والسندات...) للتداول، ومن خلال سوق الأوراق المالية، يمكن للشركات تلبية احتياجاتها التمويلية، بحيث تكون قادرة على تعزيز إنتاجيتها وتوسيع أعمالها، وبالنسبة للمستثمرين، يمكن أن ينتج عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية فوائد على حد سواء أرباح الأسهم ومكاسب رأس المال، على غرار الاستثمارات الأخرى، ينطوي وضع الاستثمار في سوق الأوراق المالية على مخاطر معينة مأخوذة من مخاطر خاصة أو مخاطر السوق، حيث تزداد المخاطر التي يواجهها المستثمرون عندما تتعرض السوق المالية للأزمة، وتؤدي الأزمة المالية إلى انخفاض أسعار الأسهم، وهو أمر ممكن لخلق خسارة رأس المال للمستثمرين.

تؤدي شركات الوساطة المالية عدة أدوار مهمة في إدارة عجلة الاقتصاد في الدول من خلال عملها كوسيط للأوراق المالية، بالإضافة إلى دورها في عملية الوساطة في تداول الأوراق المالية لحساب الآخرين أو لحسابها الخاص، فإن لها عدة أدوار أخرى مهمة كالتغطية وإدارة الاستثمارات، وغيرها من الأدوار، كما يقع على عاتق هذه المؤسسات أيضا جذب المستثمرين المحليين والأجانب سواء أصحاب رؤوس الأموال أو صغار المستثمرين للاستثمار في السوق، فوجود هذه الشركات يكمل حلقة الاستثمار من خلال سوق الأوراق المالية.

تعتبر بورصة نيويورك الرائدة عالميا في سوق الأوراق المالية، ويمكن تفسير ذلك من خلال جاذبيتها باعتبارها السوق الأكثر سيولة في العالم، دون أن ننسى الدور الذي تلعبه التكنولوجيا فيها من حيث سرعة تنفيذ الأوامر ومعالجة المعلومات، بالإضافة للعامل الآخر الذي يلعب لصالح سيادة بورصة نيويورك هو اللوائح الصارمة، التي تفرض على الشركات المدرجة استيفاء شروط هائلة ليتم قبولها فيها، بالإضافة إلى متطلبات شفافية المعلومات لكسب ثقة المستثمرين.

اختبار الفرضيات:

من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية التي نتجت عنها، قمنا في بداية الدراسة بصياغة عدد من الفرضيات، وفيما يلي سنقوم باختبار صحة هذه الفرضيات من عدمه، بناء على النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة.

بالنسبة للفرضية الأولى:

تكمن وظيفة سوق الأوراق المالية في توجيه فوائض المؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها، بالإضافة لذلك فهي تقوم بتوفير بدائل جيدة للنقود تفوقها في وظيفة الاحتفاظ بالثروة، فالأوراق المالية تدر على أصحابها عائدا يعادل الثروة، كما تمثل سوق الأوراق المالية حلقة

اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة كالمصارف والشركات والمشروعات والمدخرين الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، وتساهم أيضا في استقرار النظام المالي والاقتصادي للدول من حيث أنها تقلل من اعتماد الشركات على القروض ومن ثم تقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة باعتبار أن للدين تكلفة ثابتة غير مرتبطة بنتيجة الشركة، بينما التمويل عن طريق إصدار الأوراق المالية يسمح للشركات من الحصول على احتياجاتها التمويلية دون الوقوع تحت ضغوط التسديد في الظروف الصعبة، وهذا ما ينفى صحة الفرضية الأولى.

بالنسبة للفرضية الثانية:

لا يقف دور مؤسسات الوساطة في سوق الأوراق المالية على التوسط بين البائعين والمشتريين، وإنما يتعدى ذلك لتطوير وتحسين خدمات سوق الأوراق المالية حيث يقع على عاتق مؤسسات الوساطة المالية دور رئيسي في جذب المستثمر المحلي والأجنبي للاستثمار في سوق الأوراق المالية، باعتبار أن هذه المؤسسات هي المدخل الأول للمستثمرين، حيث تقوم هذه المؤسسات بالمساهمة في خلق السوق الأولية من خلال العروض التي تقدمها لطالبي الأموال من أجل الاكتتاب، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

بالنسبة للفرضية الثالثة:

كان سبب حدوث أزمة الرهن العقاري توسع المؤسسات المالية الأميركية في منح القروض السكنية بصورة لم يسبق لها مثيل من ناحية وزيادة نسبة القروض إلى قيمة الممتلكات (المساكن) من ناحية أخرى، وقد قدمت المؤسسات المالية تلك القروض لعدد كبير من المستهلكين أصحاب الملاة الضعيفة أو الجدارة الائتمانية الرديئة، كما أدى سحب الودائع بصورة مفاجئة إلى انهيار تلك المؤسسات المالية حتى لو كان وضعها جيدا وسليما، نتيجة أزمة الثقة، وهذا الأمر يطلق عليه أثر الدومينو بحيث لو انهارت ورقة واحدة من أوراق لعبة الدومينو انهارت باقي الأوراق، ومن أكثر الأمور حدة في هذه الأزمة حدوث خسارة لم يسبق لها مثيل في السيولة، كما سعت البنوك إلى الحفاظ على ما لديها من سيولة أمام الضغوط الواقعة عليها، بالإضافة إلى أثرها على بورصة نيويورك التي تكبدت خسائر حادة نتيجة انخفاض قيمة مؤشراتهما، ولم تقف الأزمة هنا فقط بل تعدت إلى اقتصادات العالم بأكمله لتترك أثرها السلبي عليها، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

نتائج البحث:

في خضم تحليلنا لفصول الدراسة، توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن بلورتها في النقاط التالية:

1. من الناحية النظرية، ستكون سوق الأوراق المالية المتكاملة قادرة على خفض تكلفة رأس المال، وستحفز السوق المتكاملة تدفق رأس المال (التدفق الخارج) بين أسواق الأوراق المالية، وتعزز التنوع الدولي وتقليل المخاطر من خلال تقاسمها؛
2. تحقق سوق الأوراق المالية أهم الوظائف ألا وهي تمويل الأنشطة الاقتصادية على المدى البعيد، حيث تعد السوق الأولية من أهم مكوناتها التي لديها فائدة في الاقتصاد الحقيقي لإمدادها المباشر بالاحتياجات المالية ومساهمتها في رفع الوتيرة الإنتاجية، في حين تعد السوق الثانوية أو سوق التداول سوقا مستمرة لشراء وبيع الأوراق المالية وتحديد أسعارها، كما بين لنا الفصل الأول الأهمية البالغة لسوق الأوراق المالية وشروط قيامها لتصبح سوقا كفؤة وفعالة؛
3. تكمن أهمية مؤسسات الوساطة المالية في الاقتصاد عامة، في تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي، وتقادي احتمالات عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي...، في سوق الأوراق المالية خاصة، وذلك للدور المهم الذي تلعبه فيها من خلال تقليل التكاليف وتنويع الاستثمارات في محفظة الأوراق المالية، بالإضافة لتقليل المخاطر المتعلقة بالتنوع، وتوفير الائتمان من خلال توفير مقادير إضافية جديدة عن طريق إصدار الأصول المالية المباشرة...، بالإضافة لدورها الأساسي وهو التفاوض في الأوراق المالية للعملاء مع تنفيذ أوامر البيع والشراء؛
4. إن أهمية المؤشرات المتعامل بها في الاقتصاد ككل وفي سوق الأوراق المالية بوجه الخصوص، تكمن في دورها في إعطاء نظرة سريعة وعامة لأداء سوق الأوراق المالية وتطوره، كما أنه تستخدم أيضا للحد من المخاطر المالية المتعلقة بعمليات البيع والشراء؛
5. يتصف سوق الأوراق المالية الكفؤ بالاستجابة السريعة لتغيرات أسعار الأوراق المالية، مما يؤدي ذلك إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة بناء على تلك المعلومات المقدمة، كما أن سوق الأوراق المالية الكفؤ تتميز بالتنافسية وذلك لوجود قوى العرض والطلب، مع وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق؛
6. تعتبر مؤسسات الوساطة المالية أحد أهم مقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية، حيث أنها تساهم في الربط بين المستثمرين وتنشيط السوق، كما أنها تساهم في نشر الوعي الاستثماري من خلال تحسين الخدمات الاستثمارية، كما أنها تعتبر المحرك الرئيسي لأسواق رأس المال عامة وأسواق الأوراق المالية خاصة من خلال المهام التي تقوم بها في إيصال المعلومات وتقليل التكاليف؛

7. تعد بورصة نيويورك أكبر وأقدم البورصات الأمريكية والعالمية، ولها تأثير كبير على البورصات حول العالم، حيث توفر بورصة نيويورك للمصدرين والمستثمرين والوسطاء منصة تداول منظمة جيدا وسريعة لتداول الأوراق المالية، ويمتلك المستثمرون فيها مجموعة واسعة من الأوراق المالية التي يمكنهم استثمارها وفقا لرغباتهم؛

8. ظهرت الأزمة المالية العالمية نتيجة إفراط المؤسسات المالية الأمريكية في تقديم القروض إلى المقترضين، بغض النظر عن قدرة المقترض على إرجاع أقساط القرض، والتساهل في المطالبة بضمانات كافية للجهة المانحة للقرض سواء بنوك تجارية أو مؤسسات إقراضية؛

9. ألفت أزمة الرهن العقاري بتوابعها على الاقتصاد العالمي، حيث طالت مختلف القطاعات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وآسيا وبعض الدول العربية، وأدت إلى خسائر مالية يصعب حصرها، وكشفت الأزمة النقاب عن أوجه القصور الرئيسية في الأطر التنظيمية للنظام الرأسمالي؛

10. تؤدي مؤسسات الوساطة المالية الناشطة في بورصة نيويورك دورا فعالا من خلال خدمات الوساطة في الأوراق المالية وإقراض الهامش للعملاء، كما توفر هاته المؤسسات خدمة صرف العملات الأجنبية، بالإضافة إلى تقديم خدمات استشارية مقابل رسوم، وتقديم المشورة لأصحاب المحافظ الاستثمارية حول أفضل حزمة للاستثمار فيها.

التوصيات:

على ضوء النتائج السابقة للدراسة، نقترح مجموعة من التوصيات التي من شأنها أن تكون محل اهتمام الباحثين في مجال سوق الأوراق المالية ومؤسسات الوساطة المالية، وتأثير بعض الممارسات الخاطئة المحدثة للأزمات المالية، ومن هذه المواضيع:

1. دراسة سوء ممارسات مؤسسات الوساطة المالية الناشطة في بورصة نيويورك على توجهاتها والتأثير في حجم استثماراتها؛

2. كيفية إعادة السلطات المالية النظر في تقنين وتقييد نشاط المضاربيين وصناديق التحوط وشركات التأمين غيرها من المؤسسات المالية الوسيطة لتفادي حدوث الأزمات المالية.

آفاق الدراسة:

يشكل موضوع سوق الأوراق المالية مجالا واسعا وخصبا للكثير من الدراسات والأبحاث، لذا يتجلى أمام الباحثة اقتراح بعض الجوانب التي لم تتوسع فيها الدراسة لتكون مواضيعا للباحثين مستقبلا:

1. المضاربة والاستثمار في سوق الأوراق المالية؛
2. دور أدوات الهندسة المالية في زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية؛
3. دراسة السبب في كون بورصة نيويورك أكبر سوق للأوراق المالية في العالم من حيث القيمة السوقية، ودراسة التفاوت الرهيب في هذه القيمة بينها وبين باقي البورصات العالمية النشطة.

قائمة المراجع

- 1- صادق محمد إسماعيل. (2016). البورصات العربية.. بين التطوير والتحديات المستقبلية. المنهل.
- 2- عبود كنجو كنجو، وأسمهان محمد خلف. (بلا تاريخ). إدارة المؤسسات المالية.
- 3- احمد محمد لطفي. (2013). أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية: دراسة فقهية مقارنة. المنصورة: دار الفكر والقانون.
- 4- أزهرى الطيب الفكي. (2017). أسواق المال. دار الجنان للنشر والتوزيع.
- 5- الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم. (بلا تاريخ). هيئة السوق المالية. الرياض.
- 6- الطاهر لطرش. (2003). تقنيات البنوك. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- 7- الغالي بن ابراهيم، ومحمد عدنان بن ضيف. (2019). الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات-. بسكرة: دار علي بن زيد للطباعة والنشر.
- 8- حسن يوسف يوسف. (2017). الأوراق المالية وسوق المال العالمي. مركز الكتاب الأكاديمي.
- 9- حسين عطا غنيم. (بلا تاريخ). دراسات في التمويل. المكتبة الأكاديمية.
- 10- حيدر حسين آل طعمة. (2014). الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات. جامعة كربلاء: مركز الدراسات الاستراتيجية.
- 11- شعبان محمد اسلام البرواري. (2002). بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية. دمشق: دار الفكر المعاصر.
- 12- صلاح الدين حسن السبسي. (2003). بورصات الأوراق المالية. القاهرة: عالم الكتب.
- 13- عاطف وليم أندراوس. (2005). السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
- 14- عبد الحميد عبد القادر حمدي. (2016). الوساطة المالية في المصارف الإسلامية دراسة فقهية تطبيقية. الاسكندرية، جامعة الأزهر: دار التعليم الجامعي.
- 15- عبد اللطيف مصطفى، ومحمد بن بوزيان. (2015). أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية. بيروت: مكتبة حسن العصرية.
- 16- عبد الله بن سليمان الجريش. (2018). تداول الأسهم في السوق المالية: دراسة تأصيلية مقارنة. الرياض: مكتبة القانون والاقتصاد.
- 17- عبود كنجو كنجو، واسمهان محمد خلف. (بلا تاريخ). إدارة المؤسسات المالية.
- 18- عبد العزيز سليمان سليمان. (2010). العرب وتحديات ما بعد الأزمة المالية العالمية. الاسكندرية: المكتبة الأكاديمية.
- 19- قيصر عبد الكريم الهيتي. (2006). أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها. دمشق: دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع.
- 20- كمال توفيق خطاب. (بلا تاريخ). نحو سوق مالية إسلامية. إربد، جامعة اليرموك.
- 21- كمال محمود جبرا. (2015). التأمين وإدارة الخطر. الأكاديميون للنشر والتوزيع.
- 22- كوكب الجميل سرمد. (2011). التمويل الدولي. صيدا: الدار النموذجية للطباعة والنشر.
- 23- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان. (2005). أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. الرياض: دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع.
- 24- متولي عبد القادر السيد. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. عمان، المملكة الأردنية الهاشمية: دار الفكر ناشرون وموزعون.
- 25- محفوظ جبار. (2002). البورصة وموقعها من اسواق العمليات المالية.
- 26- محمد الفوزان الفوزان. (2018). الأحكام العامة للشركات: دراسة مقارنة. الرياض: مكتبة القانون والاقتصاد.
- 27- محمد شاهين. (2017). دور البنوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية. دار حميثرا للنشر والترجمة.
- 28- محمد أحمد الجبزاوي. (2019). أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الإلكترونية. دار الكتب.
- 29- محمد الفاتح محمود المغربي. (2016). إدارة المنشآت المالية. دار الجنان للنشر والتوزيع.
- 30- محمد الكايد الكايد. (2010). الإدارة المالية الدولية والعالمية التحليل المالي والاقتصادي. عمان: دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع.
- 31- محمد عبد الحليم فرح. (2013). الأسواق المالية والبورصات. صنعاء، جامعة السودان المفتوحة.
- 32- محمد عبد الله شاهين. (2019). أسواق المال بين الأرباح والخسائر. القاهرة، جمهورية مصر العربية: دار حميثرا للنشر.
- 33- محمد فتحي البديوي. (2011). استخدام الهندسة المالية في إعادة هيكلة المشروعات. الجيزة: المكتبة الأكاديمية.
- 34- محمد فوزي. (2020). دور القطاع المصرفي في الارتقاء بالبورصة. تم الاسترداد من الشرق.

- 35- محمود حامد. (2017). *اقتصاديات البنوك والأسواق المالية*. دار حميثرا للنشر والترجمة.
- 36- مصطفى يوسف كافي. (2009). *بورصة الأوراق المالية*. دار رسلان.
- 37- نواف عواد بني عطية. (2017). *الوساطة المالية في بورصة الأوراق المالية*. عمان: الدار العلمية الدولية للنشر والتوزيع.
- 38- نوري موسى شقيري. (2007). *الأسواق المالية وآليات التداول*. دار الكتاب الثقافي.
- 39- نوريين بومدين. (2013). *منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية*. العاشر.
- 40- وفاء محمد أحمد. (2012). *الوساطة المالية في المصارف الإسلامية*. 301.
- 41- وليد محمد الأميري. (2019). *المسؤولية الاجتماعية للمصارف الخاصة*. دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- 42- حياة رصاع، وبوعلام بوحركات. (بلا تاريخ). *مفهوم ومكونات النظام المالي. الملتقى الوطني حول النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية*.
- 43- صلاح الدين حسن السيبي. (2003). *بورصات الأوراق المالية*. القاهرة: عالم الكتب.
- 44- صلاح الدين شريط. (2018). *اصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية*. دار حميثرا للنشر والترجمة.
- 45- طه عبد العظيم محمد. (2019). *الإصلاح المصرفي للبنوك الإسلامية والتقليدية: في ضوء مقررات بازل III*. دار التعليم الجامعي.
- 46- عبد القادر أحمد محمد صباغ. (2018). *قيد الأوراق المالية في البورصة: دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي*. القاهرة: المركز العربي للنشر والتوزيع.
- 47- عبد الناصر الهادي العربي عون. (2018). *دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة ليبيا*. العدد الثاني.
- 48- عثمان مداحي. (2007). *الوظائف الاقتصادية للبورصة ومنتجاتها. أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري*. أدرار.
- 49- عبد الحميد عبد القادر حمدي. (2016). *الوساطة المالية في المصارف الإسلامية دراسة فقهيّة تطبيقية*. الاسكندرية، جامعة الأزهر: دار التعليم الجامعي.
- 50- عاطف وليم أندراوس. (2005). *السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق*. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
- 51- كوكب الجميل سرمد. (2011). *التمويل الدولي*. صيدا: الدار النموذجية للطباعة والنشر.
- 52- محفوظ جبار. (2002). *البورصة وموقعها من اسواق العمليات المالية*.
- 53- محفوظ بصيري. (ديسمبر 2016). *المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية*. معارف، 21.
- 54- محمد أحمد محمود عمارنة. (2014). *رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة: دراسة مقارنة*. المنهل.
- 55- محمد الكايد الكايد. (2010). *الإدارة المالية الدولية والعالمية التحليل المالي والاقتصادي*. عمان: دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع.
- 56- محمد صادق اسماعيل. (2016). *البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية*. المنهل.
- 57- محمد صالح الحناوي، و جلال ابراهيم العبد. (2002). *بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق*. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- 58- محمد عبد الحليم فرح. (2013). *الأسواق المالية والبورصات*. صنعاء، جامعة السودان المفتوحة.
- 59- محمد عبد الله شاهين. (2019). *أسواق المال بين الأرباح والخسائر*. القاهرة، جمهورية مصر العربية: دار حميثرا للنشر.

أطروحات الماجستير والدكتوراه:

- 1- أحمد تيسير القصار. (2014). *تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية (شهادة ماجستير)*. جامعة دمشق.
- 2- اسحاق أبكر عبد الله جماع. (2018). *تحليل أثر أداء أسواق الأوراق المالية على معدلات النمو الاقتصادي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الارتباطات الموزعة (أطروحة دكتوراه)*. كلية الدراسات العليا، السودان: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.
- 3- الياس الأزهر بن دحان. (2013-2012). *دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي (شهادة ماجستير)*. بسكرة، جامعة محمد خيضر.
- 4- إيمان العاني. (2007-2006). *البنوك التجارية وتحديات التجارة الإلكترونية (شهادة ماجستير)*. قسنطينة، جامعة منتوري.
- 5- بوسي فتحي أحمد. (2014). *دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية (رسالة ماجستير)*. جامعة القاهرة.
- 6- بركنو قوسام. (2010-2009). *دراسة قياسية لتغيير مؤشر البورصة (شهادة ماجستير)*. الجزائر، جامعة الجزائر 3

- 7- بوكساني، ر. (2006-2005). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها (أطروحة دكتوراه). جامعة الجزائر.
- 8- جمال معنوق. (2015-2016). إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية (شهادة دكتوراه). المسيلة، جامعة محمد بوضياف.
- 9- جهرة شنافة. (2017-2018). أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي (شهادة دكتوراه). سطيف 01، جامعة فرحات عباس.
- حسين عبد المطلب الأسرج. (مارس، 2002). دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر (رسالة ماجستير). جامعة الزقازيق.
- 10- حمزة دبار. (2012-2013). انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الامن الغذائي في الوطن العربي (شهادة ماجستير). بسكرة، جامعة محمد خيضر.
- 11- حياة زيد. (2014-2015). دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم (شهادة ماجستير). بسكرة، جامعة محمد خيضر.
- 12- خولة مناصرية. (2015-2016). أثر السياسة المالية على أداء سوق الأسواق المالية (أطروحة دكتوراه). بسكرة، جامعة محمد خيضر.
- 13- راوية لموشي. (2017-2018). أثر الوساطة المالية على كفاءة سوق رأس المال (شهادة دكتوراه). أم البواقي، جامعة العربي بن مهيدي.
- 14- رشيد هولي. (2010-2011). مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة (رسالة ماجستير). قسنطينة، جامعة منتوري.
- 15- رفيق مزاهدية. (2014-2015). الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري (أطروحة دكتوراه). بسكرة، جامعة الحاج لخضر.
- 16- رفيقة صباغ. (2013-2014). الأزمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية (شهادة دكتوراه). تلمسان، جامعة أبو بكر بلقايد.
- 17- فؤاد سالم رحم. (2018). كفاءة وفاعلية سوق العراق للأوراق المالية دراسة مقارنة (رسالة بكالوريوس). جامعة القادسية.
- 18- سامي مبارك. (2003-2004). فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات (رسالة ماجستير). باتنة، جامعة الحاج لخضر.
- 19- سعاد لفتاحة. (2014-2015). إدارة المخاطر الاستثمارية في شركات التأمين وفق نظام الملائة 1 (شهادة ماجستير). سطيف 1، جامعة فرحات عباس.
- 20- سليم قط. (2016 / 2015). مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الاوراق المالية الإسلامية (رسالة دكتوراه). بسكرة، جامعة محمد خيضر.
- 21- سمية بلجبلية. (2009-2010). أثر التضخم على عوائد الأسهم (شهادة ماجستير). قسنطينة، جامعة منتوري.
- 22- وهيبه بوترية. (2015-2016). علاقة البنوك بالبورصة والأزمات المالية (شهادة دكتوراه). وهران، جامعة وهران 02.
- 23- عامر نعمان فهد. (2017). الوسيط في سوق الأوراق المالية (شهادة بكالوريوس). جامعة القادسية.
- 24- عبد الرحمن بن عزوز. (2011-2012). دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (رسالة ماجستير). قسنطينة، جامعة منتوري.
- 25- عبير بوضياف. (2007). سوق الأوراق المالية في الجزائر (شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS). قسنطينة، جامعة منتوري.
- 26- غنية الجوزي. (2011-2012). أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها (شهادة ماجستير). الجزائر، جامعة الجزائر 03.
- 27- فؤاد سالم رحم. (2018). كفاءة وفاعلية سوق العراق للأوراق المالية دراسة مقارنة (رسالة بكالوريوس). جامعة القادسية.
- 28- محمد الأمين معوش. (2013-2014). دور الرقابة على النشاط التقني في شركات التأمين على الأضرار لتعزيز ملاءتها المالية (شهادة ماجستير). سطيف 1، جامعة فرحات عباس.
- 29- محمد يوسف عنتر الفالوجي. (2007). اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف (رسالة ماجستير). غزة، الجامعة الإسلامية.
- 30- محمود امحمد أحمد الصراري. (2016-2017). دراسة مدى كفاءة السوق المالي الليبي للفترة 2012-2014 (شهادة ماجستير). مصراتة، الأكاديمية الليبية.
- 31- محمود محمد سمير، ومحمود المصري. (2011). تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (شهادة ماجستير). غزة، الجامعة الإسلامية.
- 32- مصطفى محمد رمضان أبو هدرس. (2015). أثر الوساطة المالية في فلسطين على الناتج المحلي الإجمالي (رسالة ماجستير). غزة، جامعة الأزهر.
- 33- معتز بالله محمد ميدو. (2016). أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية (رسالة ماجستير). جامعة دمشق.

- 34- مونية سلطان. (2014-2015). كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني (شهادة دكتوراه). بسكرة، جامعة محمد خيضر.
- 35- نادية عبد الرحيم. (2010-2011). تطور الخدمات المصرفية ودورها في تفعيل النشاط الاقتصادي (شهادة ماجستير). الجزائر، جامعة الجزائر 3.
- 36- نبيل خليل طه سمور. (2007). سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق (رسالة ماجستير). غزة، الجامعة الإسلامية.
- 37- نبيل مهدي كاظم الجنابي، وأمل شاكر كنعون الشيباوي. (بلا تاريخ). دور المصارف التجارية في تفعيل نشاط سوق العراق الأسواق المالية. حيث مسئل من رسالة ماجستير.
- 38- نعيمة العربي. (2008-2009). وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة (شهادة ماجستير). الجزائر، جامعة بن يوسف بن خدة.
- 39- نعيمة واضح. (2016-2017). العوامل المؤثرة على اتخاذ قرار منح القروض البنكية (شهادة دكتوراه). تلمسان، أبي بكر بلقايد.
- 40- هاني أنور صالح. (2007). شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية (رسالة ماجستير). غزة، الجامعة الإسلامية.
- 41- وداد بن بعبيش. (2017). تداول الأسهم والتصرف فيها في شركات الأموال (درجة دكتوراه). تيزي وزو، جامعة مولود معمري.
- 42- وهيبة بوترية. (2015-2016). علاقة البنوك بالبورصة والأزمات المالية (أطروحة دكتوراه). وهران، جامعة وهران 2.

المجلات:

- 1- أحمد محمود المساعدة. (جوان، 2014). العلاقة القانونية للشركة القابضة مع الشركات التابعة لها (دراسة مقارنة). الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية/ قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، 12.
- 2- أحمد مداني. (2017). أنظمة الرقابة المالية العربية وإعادة هيكلته وفق نظام "Peaks Twin". مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، 17.
- أحمد مداني، و عبد الهادي مداح. (بلا تاريخ). دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية. مجلة الاقتصاد والمالية.
- 3- البورصة. (2010). معهد الدراسات المصرفية، الخامس.
- 4- بشير هادي عودة، و زهرة حسن عباس. (2008). الأسواق المالية: الإطار العام ومقومات النجاح. مجلة أكاديمية، 04 (الثاني).
- 5- بشار دنون محمد الشكرجي، و ميادة صلاح الدين تاج الدين. (04، 2007). علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية. تنمية الراقدين.
- 6- بصري أحمد إبراهيم، ومحمد حسن علي علوش. (2013). التدابير الواقية من جرائم البورصات في الاقتصاد الوضعي والفقہ الإسلامي: دراسة مقارنة. التجديد، الثالث والثلاثون.
- 7- دانا عبد القادر حمة. (2012). مسؤولية الوسيط المالي عن تصرفات المندوب في سوق الأوراق المالية -دراسة مقارنة- زانكوي سليمان، 34.
- 8- ذهبية بلعيد، و أمال مزوار. (بلا تاريخ). مؤشرات الوساطة المالية المصرفية في الجزائر في ظل الإصلاحات النقدية والمالية.
- 9- عز الدين حملة. (2008). بورصة الجزائر بين الركود وآليات التفعيل. AL-RIYADA For Business Economics، 04.
- 10- عبد الحميد رسن سالم، و عباس داخل علاء. (2017). سوق الأوراق المالية ودوره في تمويل التنمية الاقتصادية ماليزيا نموذجا. مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، 19 (4).
- 11- عبد الناصر الهادي العربي عون. (2018). دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة لحالة بورصة ليبيا. العدد الثاني. عيسى محمد الغزالي. (مارس، 2004). تحليل الأسواق المالية. سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، السابع والعشرون.
- 12- حيدر يونس الموسوي. (2011). انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية. مجلة الإدارة والاقتصاد، السادس والثمانون.
- 13- خولة عزاز، و مختار عيواج. (19، 12، 2019). تأثير أسواق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر مقارنة بالمغرب وتونس. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 12.

- 14- ریحان الشریف، والطاوس حمداوي. (جوان، 2013). بورصة الجزائر -رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية-، *التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية*، 34.
- 15- صلاح الدين شريط، و حجيلة بن وارث. (2017). فعالية المناخ الاستثماري وأثره في سوق الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر. *مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية*، 17.
- 16- صالح مفتاح، و فريدة معارفي. (2009 - 2010). متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية. عدد 07.
- 17- صالح مفتاح، و فريدة معارفي. (2007). دور البورصة التمويلي -مع الإشارة إلى حالة الجزائر-، *أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري*. بسكرة.
- 18- عابد م، بن، 2009). يناير. (أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة، في سوق فلسطين للأوراق المالية) دراسة تطبيقية. (*مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)*، (الأول).
- 19- عبد الحميد رسن سالم، و عباس داخل علاء. (2017). سوق الأوراق المالية ودوره في تمويل التنمية الاقتصادية ماليزيا نموذجا. *مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية*، 19 (4).
- 20- عبد الله مصطفى سميرة. (بلا تاريخ). الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية العراقي. *مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية*.
- 21- عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل . (بلا تاريخ). العولمة وأثارها الاقتصادية على المصارف -نظرة شمولية-. *مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا*، 03.
- 22- قويش بوجمعة قويدري ، و عبد القادر بريس. (2016). الدور التنموي للوساطة المالية في النظام المصرفي في الجزائر. *مجلة الاقتصاد الجديد*، 15.
- 23- محمد براق، و ثامر بن صوشة. (بلا تاريخ). مؤشرا تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر. *مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية-*، 28.
- 24- محمد علي القري . (1998). البنك الإسلامي: أتاخر هو أم وسيط مالي؟ *مجلة جامعة الملك عبد العزيز*.
- 25- محمد نجاة الله صديقي. (1998). المصارف الاسلامية: المبدأ والتصور والمستقبل. *مجلة جامعة الملك عبد العزيز*.
- 26- محفوظ بصيري. (ديسمبر ، 2016). المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الاوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية. *معارف*، 21.
- 27- نور الدين قذوري، و عبد الرحمان القري. (02 أوت، 2019). مقومات نجاح سوق الأوراق المالية-دراسة تحليلية لبورصة الجزائر-. *مجلة البشائر الاقتصادية*، 02.
- 28- نورين بومدين. (2013). منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية. *العاشر*.
- 29- نوفل رحمن ملغيث الجبوري. (2017). أوامر التداول في سوق الأوراق المالية. *مجلة العلوم الإنسانية/ كلية التربية للعلوم الإنسانية، الأول*.
- 30- وسيلة سعود. (2018). تحليل نشاط التداول في بورصة الجزائر للأوراق المالية. *مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، الثالث*.
- 31- يوسف مسعداوي . (2014). كفاءة الاسواق المالية العربية دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر. *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، الثاني والأربعون*.
- 32- عبد الله غلام ، و عبد الحفيظ خزان . (بلا تاريخ). أسواق الأوراق المالية. *مجلة الاجتهاد القضائي، الحادي عشر*.
- 33- علي فلاق، و محمد باصور . (أفريل، 2015). الاستثمار الأجنبي غير المباشر و دور ه في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية. *المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية*، 03.

الملتقيات والمحاضرات

- 1- بن عبيد ف، (2016-2015). مطبوعة في مقياس الإقتصاد البنكي. بسكرة، جامعة محمد خيضر.
- 2- ثامر بن صوشة . (2017-2018). محاضرات في الهندسة المالية. تيارت، جامعة ابن خدون .
- 3- رضوان قرواش. (2016). مطبوعة مقياس قانون بورصة القيم المنقولة. سطيف2، جامعة محمد لمين دباغين.
- 4- رفيق شرياق. (2017-2018). محاضرات أسواق مالية. قالمة، جامعة 08 ماي 1945.
- 5- سامي مباركي. (بلا تاريخ). محاضرات في مقياس الأسواق المالية. جامعة باتنة.
- 6- سمية صلعة. (2017-2018). مطبوعة دروس في مقياس المؤسسة والاسواق المالية. لمركز الجامعي نور البشير البيض.

- 7- شركة الوساطة المالية الأمريكية إم إف جلويال تعلن إفلاسها. (2011). اليوم السابع.
- 8- عتيقة وصاف، وسعيدى وصاف. (بلا تاريخ). الصناعة المصرفية والتحويلات العالمية. ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية -واقع وتحديات-.
- 9- عبد القادر خليل، و سليمان بوفاسة. (2006). دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة . متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية. المدية: مخبر العولمة و اقتصاديات شمال افريقيا .
- 10- كهينة رشام. (2015-2016). محاضرات في الأسواق المالية. البويرة، جامعة ألكلي محند أولحاج.

مواقع الأنترنت:

- 1- (2009). Récupéré sur www.islamfin.yoo7 : <https://islamfin.yoo7.com/t2541-topic>
- (2020, march 16). Récupéré sur www.adityabirlacapital.com : <https://www.adityabirlacapital.com/abc-of-money/what-is-the-importance-of-brokers-in-the-stock-market>
- 2- أيمن صالح. (15 سبتمبر، 2018). 6 دول أفلتت من السقوط فى انهيارات 2008. الوطن. تم الاسترداد من <https://www.elwatannews.com/news/details/3658453>
- 3- اتحاد ائتماني. (2020). تم الاسترداد من ويكيبيديا الموسوعة الحرة: https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D8%AA%D8%AD%D8%A7%D8%AF_%D8%A7%D8%A6%D8%A%D9%85%D8%A7%D9%86%D9%8A
- 4- فيضي، م (2017)، .، مارس رécupéré sur (26موضوع : https://mawdoo3.com/%D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%8A%D9%81_%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9_%D8%B3%D9%88%D9%82_%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%88%D8%B1%D8%A7%D9%82_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9
- 5- حسين عبد المطلب الأسرج. (2009). تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري. تم الاسترداد من <https://mpr.ub.uni-muenchen.de/12604>
- 6- رائد أحمد خليل القرغولي. (2016). عقد الوساطة التجارية. تم الاسترداد من <https://almerja.net/reading.php?i=1&idm=43710&id=973&ida=1293>
- 7- رائد أحمد خليل القرغولي. (29 يناير، 2018). التكيف القانوني لعقد الوساطة المالية. تم الاسترداد من <https://www.mohamah.net/law/%D8%B4%D8%B1%D8%AD-%D8%AA%D9%81%D8%B5%D9%8A%D9%84%D9%8A-%D9%84%D8%B9%D9%82%D8%AF-%D8%A7%D9%84%D9%88%D8%B3%D8%A7%D8%B7%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9-%D9%88%D8%A8%D9%8A%D8%A7%D9%86>
- 8- صالح مفتاح. (02 Décembre, 2019). الاتجاهات التنظيمية والرقابية الحديثة في البنوك مع الإشارة لحالة الجزائر. تم الاسترداد من <http://manifest.univ-ouargla.dz/archives/archive/facult%C3%A9-des-sciences-economiques,-de-gestion-et-des-sciences-commerciales/84-%D8%A7%D8%B5%D9%84%D8%A7%D8%AD-%D8%A7%D9%84%D9%86%D8%B8%D8%A7%D9%85-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B5%D8%B1%D9%81%D9%8A-11%D9%8812>
- 9- علي غازي. (26 يناير، 2017). طرق تحديد أسعار الأوراق المالية. تم الاسترداد من منارات: <http://www.manaratweb.com/%D8%B7%D8%B1%D9%82-%D8%AA%D8%AD%D8%AF%D9%8A%D8%AF-%D8%A3%D8%B3%D8%B9%D8%A7%D8%B1>

%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%88%D8%B1%D8%A7%D9%82-
/D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9

10- كيف يتم اصدار أمر البورصة. (2008). تم الاسترداد من الهيئة المغربية لسوق الرساميل:

<http://www.ammc.ma/ar/espace-epargnants/comment-passer-un-ordre-de-bourse>

11- ما الشركة القابضة؟ (بلا تاريخ). تم الاسترداد من موسوعة الجزيرة:

<https://www.aljazeera.net/encyclopedia/economy/2016/10/24/D9%85%D8%A7->

%D8%A7%D9%84%D8%B4%D8%B1%D9%83%D8%A9-

%D8%A7%D9%84%D9%82%D8%A7%D8%A8%D8%B6%D8%A9

12- مريم العلي. (يوليو, 2019). المؤسسات المالية. تم الاسترداد من القيم: <https://www.rqiim.com/maryam->

<ali/D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A4%D8%B3%D8%B3%D8%A7%D8%AA->

%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9

13- محمد فيضي. (26 مارس, 2017). تم الاسترداد من موضوع:

https://mawdoo3.com/D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%8A%D9%81_%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9

%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9_%D8%B3%D9%88%D9%82_%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%88%D">%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9_%D8%B3%D9%88%D9%82_%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%88%D

8%B1%D8%A7%D9%82_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9

المراجع باللغة الأجنبية:

Web Sites :

1- Gordon, S. (2020, March 28). *Stockbroker*. Récupéré sur www.investopedia.com:

<https://www.investopedia.com/terms/s/stockbroker.asp>

AMADEO, K. (2020, June 30). *The S&P 500 and How It Works*. Récupéré sur the balance:

<https://www.thebalance.com/what-is-the-sandp-500-3305888>

2- GORDON, S. (2020, Jun 4). *Market-On-Open Order (MOO)*. Récupéré sur

<https://www.investopedia.com/terms/m/marketonopen-order-moo.asp>

3- (2019, October 1). Récupéré sur <https://investinganswers.com/dictionary/n/new-york-stock-exchange-nyse>

4- (2020, April 29). Récupéré sur <https://www.nps.gov/places/new-york-stock-exchange.htm>

5- (2020, May 05). Récupéré sur <https://www.nyse.com/article/trading/d-order>

6- (2020, May 11). Récupéré sur Forbes: <https://www.forbes.com/companies/interactive-brokers-group/#45a6f1ce47d7>

7- *About Interactive Brokers Group, Inc* (11 May, 2020). تم الاسترداد من (REUTERS):

<https://www.reuters.com/companies/IBKR.N>

8- AMADEO, K. (2020, February 19). *New York Stock Exchange and How It Works*. Récupéré sur the

balance: <https://www.thebalance.com/what-is-the-new-york-stock-exchange-3306243>

9- Audrey. (2007, May 18). *LE DOW JONES : DÉFINITION ET CARACTÉRISTIQUES*. Récupéré sur in Finance: <https://www.infinance.fr/articles/bourse/formation-conseil/article-le-dow-jones-definition-et-caracteristiques-30.htm>

10- Benton, J., & Lott, C. (2019). *NEW YORK STOCK EXCHANGE (NYSE)*. Récupéré sur Invest FAQ:

<https://invest-faq.com/new-york-stock-exchange-nyse/>

- 11- Bollen, B. (2017, May 17). *Track the development of the New York Stock Exchange from 1729 to today*. Récupéré sur capital.com: <https://capital.com/track-the-development-of-the-new-york-stock-exchange-from-1792-to-today>
- 12- Cabinet, e. (2015, Aug 10). *What is FINRA? And How Do I Stay Compliant?* Récupéré sur <https://www.efilecabinet.com/what-is-finra-and-how-do-i-stay-compliant/>
- 13- Cam, M. (2017, July 27). *What Is TD Ameritrade?* Récupéré sur Pocketsense: <https://pocketsense.com/td-ameritrade-5681997.html>
- 14- Caplinger, D. (2017, July 1). *5 Facts You Didn't Know About the New York Stock Exchange*. Récupéré sur The Motley Fool: <https://translate.google.com/?hl=ar#view=home&op=translate&sl=en&tl=ar&text=july>
- 15- Caplinger, D. (2020, April 20). *NYSE: What Is the New York Stock Exchange?* Récupéré sur The Motley Fool: <https://www.fool.com/investing/stock-market/exchange/nyse/>
- 16- Carty, S.-L. (2017, July 27). *Who Regulates the New York Stock Exchange?* Récupéré sur Pocket Sense: <https://pocketsense.com/government-bond-5066203.html>
- 17- Chien, J. (2020, April 14). *Market-on-Close (MOC) Order*. Récupéré sur Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/m/marketonclose.asp>
- 18- *E*TRADE Financial Corporation*. (2019, December 31). Récupéré sur <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1015780/000101578020000065/etfc-2019123110k.htm>
- 19- Hanson, D. (2019). *The History and Evolution of the DJIA*. Récupéré sur MONEY INC: <https://moneyinc.com/the-history-and-evolution-of-the-djia/>
- 20- HEATHER CROOS .(2019 ,05 26) . *Visiting the New York Stock Exchange* تم الاسترداد من .trip savvy: <https://www.tripsavvy.com/new-york-stock-exchange-visitors-guide-1612092>
- 21- *HISTORY OF TRADING*. (2020, avril 29). Récupéré sur Online Trading Academy: <https://www.tradingacademy.com/financial-education-center/history-of-trading.aspx>
- 22- *INTERACTIVE BROKERS GROUP, INC.* (2018, December 31). Récupéré sur https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1381197/000114036119004097/bp15115x1_10k.htm
- 23- *Interactive Brokers Review* (05) .May, 2020 تم الاسترداد من (Money Crashers: <https://www.moneycrashers.com/interactive-brokers-review/>
- 24- Jackson, A. L. (2019, December 6). *NYSE versus Nasdaq: What the difference is between the world's two largest stock exchanges*. Récupéré sur Grow: <https://grow.acorns.com/difference-between-nyse-and-nasdaq/>
- 25- Kandarpa, K. (2016, April 07). *US Stock Market: How to Invest in the NYSE or NASDAQ*. Récupéré sur Wise-Owl.com: <https://www.wise-owl.com/investment-education/us-stock-market-how-to-invest-in-the-nyse-or-nasdaq>
- 26- Kenton, W. (2020, March 23). *New York Stock Exchange (NYSE)*. Récupéré sur Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/n/nyse.asp>
- 27- KENTON, W. (2020, May 19). *S&P 500 Index – Standard & Poor's 500 Index*. Récupéré sur Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/s/sp500.asp>
- 28- Liz Smith 21) .Aug, 2019 .(*All About FINRA (Financial Industry Regulatory Authority* تم الاسترداد من (Smartasset: <https://smartasset.com/financial-advisor/all-about-finra>

- 29– Lobel, B. (2017, December 10). *Nasdaq vs NYSE: Top 7 Differences Traders Should Know*. Récupéré sur DAILY FX: <https://www.dailyfx.com/nas-100/NASDAQ-vs-NYSE.html>
- 30– *MarketLine*. (2020). Récupéré sur . https://advantage-marketline-com.ezproxy.snhu.edu/Company/Summary?id=etrade_financial_corporation
- 31– *MarketLine Support*. (2020). Récupéré sur https://advantage-marketline-com.ezproxy.snhu.edu/Company/Profile/td_ameritrade_holding_corporation?companyprofile
- 32– McMurchie, J. (2017, julie 27). *How Did the New York Stock Exchange Start?* Récupéré sur Pocket Sense: <https://pocketsense.com/history-stock-market-america-6716985.html>
- 33– Melone, S. (2017, july 27). *Explanation of the Dow Jones*. Récupéré sur Pocket Sense: <https://pocketsense.com/explanation-dow-jones-6523575.html>
- 34– Mitchell, C. (2019, july 09). *At-The-Close Order*. Récupéré sur Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/a/at-the-close-order.asp>
- 35– *New York Stock Exchange*. (2020, april 08). Récupéré sur ENCYCLOPEDIA.COM: <https://www.encyclopedia.com/finance/encyclopedias-almanacs-transcripts-and-maps/new-york-stock-exchange>
- 36– NYSE. (s.d.). *NYSE'S Focus for U.S. Equity Markets:Quality, Transparency, Simplicity*. Récupéré sur <https://www.nyse.com/article/market-focus>
- 37– NYSE. (s.d.). *Why you should care about the NYSE Closing Auction*. Récupéré sur https://www.nyse.com/network/article/nyse-closing-auction?utm_source=homepage&utm_medium=banner
- 38– O'Shea, A. (2020, May 01). *11 Best Online Brokers for Stock Trading of May 2020*. Récupéré sur nerdwallet: <https://www.nerdwallet.com/best/investing/online-brokers-for-stock-trading?fbclid=IwAR3o2Bi0pFEBGu1N4c-G6UCReXE6qXo1s78pJd3RAvmNHuRHBXJZJKZ0fR0>
- 39– *QUICK SUMMARY OF S&P 500 INDEX*. (2020). Récupéré sur <https://payrollheaven.com/define/sp-500-index/>
- 40– RANDALL, D. K. (2011). New York Stock Exchange's role largely symbolic. *The Poste And Courier*.
- 41– smith, k. (2020, april 29). *What is the New York Stock Exchange?* Récupéré sur How The Market Works.com: <https://education.howthemarketworks.com/what-is-the-new-york-stock-exchange/>
- 42– *Srovnání Londýnské burzy cenných papírů s Burzou cenných papírů New York*. (2013).
- 43– Staff, I. (2020, March 19). *The NYSE and NASDAQ: How They Work*. Récupéré sur Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/basics/03/103103.asp>
- 44– *Stock review*. (2019, December). Récupéré sur <https://search.proquest.com/docview/2330684151?accountid=10378>
- 45– *TD Ameritrade Holding Corporation*. (2019, september 30). Récupéré sur <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1173431/000117343119000117/amtd2019093010k.htm>
- 46– *The Minutes that Move Markets: Understanding Opening/Closing Auctions*. (2020, may 07). Récupéré sur News Quantified: <https://newsquantified.com/blog/the-minutes-that-move-markets-understanding-opening-closing-auctions/>
- 47– Waston, C., & Donohoe, A. (2019, January 28). *6 Characteristics of Stock Markets*. Récupéré sur ZACKS: <https://finance.zacks.com/6-characteristics-stock-markets-2511.html>

48– Waxman, O. B. (2017, may 17). *How a Financial Panic Helped Launch the New York Stock Exchange*. Récupéré sur TIME: <https://time.com/4777959/buttonwood-agreement-stock-exchange/>

Magazines And Articles :

- 1– Bacidore, J., & Lipson, M. L. (2001). The Effects of Opening and Closing Procedures on the NYSE and Nasdaq. the University of Georgia's.
- 2– Dowd, K. (1996). *Why Financial Intermediaries Exist*. London: Palgrave Macmillan.
- 3– Farmer, R. (2012). The stock market crash of 2008 caused the Great Recession: Theory and evidence. *Journal of Economic Dynamics and Control*.
- 4– Mazurek, J. (2016). The evaluation of recession magnitudes in E.U. countries during the Great Recession 2008–2010. *Review of Economic Perspectives*.
- 5– Singh, J. (s.d.). *Commercial Bank: Definition, Function, Credit Creation and Significances*. Récupéré sur ECONOMICS DISCUSSION.
- 6– U.S. SECURITIES REGULATION IN A WORLD OF GLOBAL EXCHANGES. (2006).
- 7– Verick, S., & Islam. (s.d.). The great recession of 2008–2009: causes, consequences and policy responses.
- 8– Yüksel, S. (2017). Strategies out of global recession in emerging markets: an application for 2008 global crisis.

الملاحق

الملحق رقم (1): التقرير السنوي للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر 2018 لشركة انتركتيف بروكورز (Interactive Brokers)

UNITED STATES
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
Washington, D.C. 20549

FORM 10-K

ANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934
For the year ended December 31, 2018

Commission File Number: 001-33440

INTERACTIVE BROKERS GROUP, INC.

(Exact name of registrant as specified in its charter)

Delaware
(State or other jurisdiction of
incorporation or organization)

30-0390693
(I.R.S. Employer
Identification No.)

One Pickwick Plaza
Greenwich, Connecticut 06830
(Address of principal executive office)

(203) 618-5800
(Registrant's telephone number, including area code)

Securities registered pursuant to Section 12(b) of the Act:

| Title of each class | Name of the each exchange on which registered |
|---|---|
| Common Stock, par value \$.01 per share | The Investors Exchange LLC |

Securities registered pursuant to Section 12(g) of the Act: None

Indicate by check mark whether the registrant is a well-known seasoned issuer, as defined in Rule 405 of the securities act. Yes No

Indicate by check mark whether the registrant is not required to file reports pursuant to Section 13 or 15(d) of the act. Yes No

Indicate by check mark whether the registrant (1) has filed all reports required to be filed by Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 during the preceding 12 months (or for such shorter period that the registrant was required to file such reports), and (2) has been subject to such filing requirements for the past 90 days. Yes No

Indicate by check mark whether the registrant has submitted electronically every Interactive Data File required to be submitted pursuant to Rule 405 of Regulation S-T during the preceding 12 months (or for such shorter period that the registrant was required to submit and post such files). Yes No

Indicate by check mark if disclosure of delinquent filers pursuant to Item 405 of Regulation S-K is not contained herein, and will not be contained, to the best of registrant's knowledge, in definitive proxy or information statements incorporated by reference in Part III of this Form 10-K or any amendment to this Form 10-K.

Source: INTERACTIVE BROKERS GROUP, INC., ANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, September 30, 2019

- https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1381197/000114036119004097/bp15115x1_10k.htm

الملحق رقم (2): التقرير السنوي للسنة المالية المنتهية في 30 سبتمبر 2019 لشركة شركة أميرتريد (TD Ameritrade)

UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
Washington, D.C. 20549
FORM 10-K

- ANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934
For the fiscal year ended September 30, 2019
- TRANSITION REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934
For the transition period from to

Commission file number: 1-35509

TD Ameritrade Holding Corporation

(Exact name of registrant as specified in its charter)

Delaware

(State or other jurisdiction of incorporation or organization)

82-0543156

(I.R.S. Employer Identification No.)

200 South 108th Avenue, Omaha, Nebraska 68154

(Address of principal executive offices) (Zip Code)

(800) 669-3900

(Registrant's telephone number, including area code)

Securities registered pursuant to Section 12(b) of the Act:

Trading Symbol(s)

Name of each exchange on which registered

Title of each class

Common Stock — \$0.01 par value

AMTD

The Nasdaq Stock Market LLC
Nasdaq Global Select Market

Securities registered pursuant to Section 12(g) of the Act:

(Title of class)

None

Indicate by check mark if the registrant is a well-known seasoned issuer, as defined in Rule 405 of the Securities Act. Yes No

Indicate by check mark if the registrant is not required to file reports pursuant to Section 13 or Section 15(d) of the Act. Yes No

Indicate by check mark whether the registrant (1) has filed all reports required to be filed by Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 during the preceding 12 months (or for such shorter period that the registrant was required to file such reports), and (2) has been subject to such filing requirements for the past 90 days. Yes No

Indicate by check mark whether the registrant has submitted electronically every Interactive Data File required to be submitted pursuant to Rule 405 of Regulation S-T (§232.405 of this chapter) during the preceding 12 months (or for such shorter period that the registrant was required to submit such files). Yes No

Indicate by check mark whether the registrant is a large accelerated filer, an accelerated filer, a non-accelerated filer, a smaller reporting company or an emerging growth company. See the definitions of "large accelerated filer," "accelerated filer," "smaller reporting company," and "emerging growth company" in Rule 12b-2 of the Exchange Act.

Large accelerated filer Accelerated filer Smaller reporting company
Non-accelerated filer (Do not check if a smaller reporting company) Emerging growth company

Source: TD Ameritrade Holding Corporation, ANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, September 30, 2019.

– <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1173431/000117343119000117/amtd2019093010k.htm>

**الملحق رقم (3): التقرير السنوي للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر 2019 لشركة إي ترید فاينانشال كورب E* Trade
(Financial Corp.)**

**UNITED STATES
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
Washington, D.C. 20549**

FORM 10-K

ANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934

For the fiscal year ended December 31, 2019

TRANSITION REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934

For the transition period from _____ to _____

Commission File Number 1-11921

E*TRADE Financial Corporation

(Exact Name of Registrant as Specified in its Charter)

Delaware
(State or other jurisdiction
of incorporation or organization)

94-2844166
(I.R.S. Employer
Identification Number)

671 N. Glebe Road, Arlington, Virginia 22203

(Address of principal executive offices and Zip Code)

(646) 521-4340

(Registrant's telephone number, including area code)

Securities Registered Pursuant to Section 12(b) of the Act:

| Title of Each Class | Trading Symbol | Name of Each Exchange on Which Registered |
|--|----------------|--|
| Common Stock, par value \$0.01 per share | ETFC | The NASDAQ Stock Market LLC NASDAQ Global Select Market |

Securities Registered Pursuant to Section 12(g) of the Act: None

Indicate by check mark if the registrant is a well-known seasoned issuer, as defined in Rule 405 of the Securities Act. Yes No

Indicate by check mark if the registrant is not required to file reports pursuant to Section 13 or Section 15(d) of the Act. Yes No

Indicate by check mark whether the registrant (1) has filed all reports required to be filed by Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 during the preceding 12 months (or for such shorter period that the registrant was required to file such reports) and (2) has been subject to such filing requirements for the past 90 days. Yes No

Indicate by check mark whether the registrant has submitted electronically every Interactive Data File required to be submitted pursuant to Rule 405 of Regulation S-T during the preceding 12 months (or for such shorter period that the registrant was required to submit such files). Yes No

Indicate by check mark whether the registrant is a large accelerated filer, an accelerated filer, a non-accelerated filer, a smaller reporting company or an emerging growth company. See definitions of "large accelerated filer," "accelerated filer," "smaller reporting company" and "emerging growth company" in Rule 12b-2 of the Exchange Act.

Source: E TRADE Financial Corporation, ANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, December 31, 2019

– <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1015780/000101578020000065/etfc-2019123110k.htm>