



الموضوع

دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية
دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود ومالية

إشراف الأستاذة:

إنصاف قسوري

إعداد الطالب:

بلمهبول امال

السنة الجامعية: 2014-2015



شكر وعرفان

...ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وان العمل طالما ترضاه
وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين..

الحمد لله والشكر لله، الحمد لله الذي وفقني لهذا العمل، فما كان لشيء أن يجري في
ملكه إلا بمشيئته جل شأنه

ولا يسعني وأنا في هذا المقام إلا أن أتقدم بشكري وتقديري وعرفاني وامتناني إلى
الأستاذة "إنصافه قسوري" التي لم تبخل علي بإرشاداتها ونصائحها وتوجيهاتها
السديدة، وكذا صبرها وسعة صدرها وحرصها على إتمام هذا العمل في أحسن
ظروفه، كما أحبي فيها روح التواضع والمعاملة الجيدة فجزاها الله عني وعن المسلمين
كل خير

ولا يفوتني إن أتقدم بالشكر والعرفان إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم
بتنصيب جزء من وقتهم لقراءة ومناقشة هذا العمل وأشكر أيضا كل من أمدني بيد
المساعدة من قريب أو من بعيد في إنجاز هذه الدراسة ولم يتسنى لي ذكر اسمه

اهداء

الحمد لله رب العالمين وصلى اللهم وسلم على سيدنا وحبیبنا المصطفى الأمين

أهدي هذا العمل إلى من قال فيهما الله سبحانه وتعالى « وقضى ربك ألا تعبد إلا إياه وبالوالدين

إحسانا»

إلى مثلي الأعلى، إلى من تحمل مشقة الحياة وأفنى عمره في خدمتنا ليرانا في أسمى درجات العلم

والأخلاق ويرشدنا في الحياة " أبي " أطال الله في عمره وحفظه لنا

إليك يا صاحبة عيون تهوى السمر، يا من تزيننا بدعواها ليالي السفر، يا من تملكين قلبا أطال الصبر، يا

من تملكين قلبا حنوننا، يا أحلى كلمة ينطقها اللسان " أمي "

إلى دعائم سقفي وسندي في حياتي ومصدر ثقفي اختاي " فيروز " " لميس "

إلى من تذوقتك معهم أجمل اللحظات وعشت معهم تحب سقوف واحد، إلى أعمدة البيت إخوتي " طارق

وزوجته " كريم وزوجته " وأخي " خيرالدين "

إلى مصافير العائلة وشموع بيتنا الغالي، إلى براعم البراءة " وجدان " " إباد "

إلى الروح التي سكنت روحي، إلى مشجعي وسندي خطيبي " وليد "

إلى صاحبة القلب الطيب والنوايا الصادقة " نهاد "

إلى من سعدت معهم وكانوا لي أحلى وأجمل بنات عم " أحلام " " سماح " وإلى كل بنات عمي

إلى صديقاتي في المسكن الجامعي

الجامعي، عائشة، لويضة، خديجة، رفيقة، سلمى، سمية، سيليا، أفراح، صورية، سمية

إلى صديقاتي ياسمينة، حليلة وإلى كل من تمنى لي الخير والتوفيق

إلى كل الزملاء والزميلات دفعة 2015 علوم اقتصادية، تخصص مالية ونقود

الفقه برس

الفهرس :

| <u>الصفحة</u> | <u>المحتوى</u> |
|---------------|--------------------------------------------------------------------|
| | شكر وعرافان إهداء الفهرس قائمة الجداول والأشكال الملخص |
| أ- هـ | مقدمة |
| 07 | الفصل الأول: الأسس النظرية لسوق الأوراق المالية |
| 08 | تمهيد |
| 09 | المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية |
| 09 | المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية نشأتها وتطورها |
| 11 | المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية ووظائفها |
| 16 | المطلب الثالث: بنية سوق الأوراق المالية |
| 18 | المبحث الثاني: عموميات حول السوق الثانوي (البورصة) |
| 18 | المطلب الأول: تعريف البورصة، نشأتها وتطورها |
| 21 | المطلب الثاني: أنواع البورصات ووظائفها |
| 24 | المطلب الثالث: عمليات البورصة والأطراف المتدخلة فيها |
| 29 | المبحث الثالث: الأوراق المالية المتداولة في البورصة |
| 29 | المطلب الأول: الأوراق المالية التقليدية والمبتكرة |
| 37 | المطلب الثاني: أهمية البورصة |
| 39 | المطلب الثالث: كفاءة البورصة |

| | |
|----|----------------------------------------------------------------------|
| 43 | خلاصة الفصل |
| 44 | الفصل الثاني: الوساطة المالية في البورصة |
| 45 | تمهيد |
| 46 | المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية |
| 46 | المطلب الأول: مدخل للوساطة المالية |
| 49 | المطلب الثاني: مفهوم الوساطة المالية وتطورها |
| 52 | المطلب الثالث: أسباب الوساطة المالية |
| 54 | المبحث الثاني: أنواع الوساطة المالية ووظائفها |
| 54 | المطلب الأول: أنواع الوساطة المالية |
| 64 | المطلب الثاني: أهمية الوساطة المالية |
| 67 | المطلب الثالث: وظائف الوساطة المالية |
| 71 | المبحث الثالث: الوسطاء الماليون في عمليات البورصة |
| 71 | المطلب الأول: وسيط عمليات البورصة، وظائفه وشروط ممارسة دوره |
| 72 | المطلب الثاني: أنواع الوسطاء في عمليات البورصة وأهميتهم |
| 79 | المطلب الثالث: قواعد وأدبيات مهنة وسيط عمليات البورصة |
| 83 | خلاصة الفصل |
| 84 | الفصل الثالث دراسة حالة لواقع الوساطة المالية في بورصة المغرب و تونس |
| 85 | تمهيد |
| 86 | المبحث الأول: الوساطة المالية والبورصة في المغرب. |
| 86 | المطلب الأول: السوق المالية في المغرب. |
| 90 | المطلب الثاني: الوساطة المالية في بورصة الدار البيضاء |

| | |
|-----|----------------------------------------------------------------|
| 92 | المطلب الثالث: دراسة حالة لمؤسسة الوساطة "التجاري وفا البنك " |
| 95 | المبحث الثاني: الملامح الأساسية لبورصة الأوراق المالية في تونس |
| 95 | المطلب الأول: السوق المالية في تونس |
| 99 | المطلب الثاني: الوساطة المالية في بورصة تونس |
| 104 | المطلب الثالث : دراسة حالة مؤسسة تونس للقيم |
| 109 | المطلب الرابع: مقارنة بين بورصة تونس والمغرب |
| 114 | خلاصة الفصل |
| 115 | خاتمة |
| 121 | قائمة المراجع |
| 128 | الملاحق |

قائمة الأشكال و الجداول

قائمة الأشكال

| الصفحة | العنوان | شكل رقم |
|--------|-------------------------------------------------------|---------|
| 14 | مخطط توضيحي لتقسيمات السوق المالية | 01 |
| 49 | قنوات التمويل الغير مباشرة | 02 |
| 64 | أنواع الوساطة المالية | 03 |
| 94 | منحنى حجم معاملات التجاري وفا بنك | 04 |
| 107 | الهيكل التنظيمي العام للشركة التونسية للأوراق المالية | 05 |
| 110 | منحنى حجم معاملات بورصة المغرب | 06 |
| 112 | منحنى حجم معاملات بورصة تونس | 07 |

قائمة الجداول:

| صفحة | عنوان | جدول رقم |
|------|--------------------------------------------|----------|
| 32 | الفرق بين الأسهم والسندات | 01 |
| 93 | تطور حجم معاملات التجاري وفا بنك | 02 |
| 109 | تطور حجم معاملات بورصة المغرب | 03 |
| 111 | تطور حجم معاملات البورصة التونسية | 04 |
| 113 | عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس و المغرب | 05 |

الخلاصة

الملخص :

انطلاقاً من هدف دراستنا إلا وهو تطوير فهمنا للدور الفعال الذي يقوم به الوسطاء الماليين في تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث اعتبرت الأسواق احد الركائز الأساسية لتمويل النشاط الاقتصادي في الدول المتقدمة والدول النامية.

وحتى تكون هذه السوق نشطة ومتطورة وتؤدي دورها على أكمل وجه، عليها أن توفر الحماية للمستثمر (العميل)، كما يجب أن تتوفر فيها أيضاً العدالة، الكفاءة، الفعالية والشفافية.

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الدور الفعال الذي يقوم به الوسطاء الماليين في تنشيط هذه السوق، ويتلخص دوره في بذل أقصى جهد في التوسط بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية وهو بذلك يساهم في خلق السوق الأولية، ولكي يقوم بذلك على أكمل وجه يجب أن يتحلى بالاخلاص الصارم اتجاه عملائه.

كما تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على واقع الوساطة المالية في بورصة تونس والمغرب للأوراق المالية، وبالرغم من أن عدد الشركات ينخفض ويرتفع إلا أن نشاط البورصة في تزايد مستمر، ويرجع ذلك بالأساس إلى الإسهام في تطوير البورصة وتنشيطها

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، الوساطة المالية، الوسطاء المعتمدين في بورصة تونس والمغرب.

Abstract :

Based on the goal of our study is a development of our understanding of the active role played by financial intermediaries the stock market activation, is viewed as one of the fundamental pillars of market to finance economic activity in developed countries.

So this market is active, sophisticated and play their role to the fullest, it should protection for the investor(client) it also must be available which also justice, efficiency, hits and transparency.

This study aims to shed light on the active role played by financial intermediaries in promoting this market, with the role of exerting maximum effort to mediate between sellers and buyers of securities and is thus contributing to the creation of the primary market, in order to do this on the perfect way, he should be faithful and strict toward his work.

It also aims this topic of the study to shed light on the reality of financial intermediation in Tunisia and Morocco stock Exchange although the number of companies fall and rise but the stock market activity continues to increase, this is due primarily to contribute to the development and revitalization of the stock market.

Key words :stock market, financial intermediation ,intermediaries accredited in Tunisia stock exchange and morocco.

هفتاد و نه

مقدمة:

تضم السوق المالية كل من السوق النقدية وسوق رأس المال، هذه الأخيرة تضم سوق الأوراق المالية التي هي بدورها جزء لا يتجزأ من القطاع المالي، كما أنها تمثل ملاذا متميزا للمستثمرين والذين لديهم الرغبة الجامحة في الاستثمار وتحقيق الأرباح، إذ تعمل هذه السوق على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر فيها الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل قياسا إلى حجم خطتها الاستثمارية.

إن هذا الانسياب المستمر من الوحدات التي تحقق فائض إلى الوحدات التي تعاني من العجز يساعد على زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، وتحقيق مستوى إشباع أكبر لحاجات الأفراد فوجود هذه الهوة بين الوحدات السابقة أدى بالضرورة إلى وجود فئة جديدة من المتعاملين تمثل حلقة الربط وتسمى الوساطة المالية التي تزداد أهميتها من يوم لآخر، ذلك لما توفره من منافع كبيرة للمستثمرين والمدخرين، كما تلعب مؤسسات الوساطة المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول نظرا لما تقدمه من خدمات مالية، حيث أصبح لخدماتها في السوق المالية بعدا عالميا التي ساهمت في ربط بورصات العالم ببعضها البعض وتعد بورصة تونس والمغرب إحدى الأسواق التي بذلت حكومتها جهودا في مجال تطوير وإصلاح هيكل البورصة بالإضافة إلى الجهود المبذولة لرفع كفاءة مؤسسات الوساطة المالية وبالأخص الشركات الوسيطة في عمليات البورصة، كل هذا بهدف تحفيز الاستثمار المالي وتحقيق تمويل النشاط الاقتصادي وتوفير كفاءة التخصيص للمشاريع الاستثمارية المنتجة.

إشكالية الدراسة:

الوساطة المالية تمثل لغة ترابط متين بين المستثمرين والمدخرين، فقد أصبحت تحتل مكانة مرموقة في الأسواق المالية عامة والبورصات، لهذا ارتأينا أن نتطرق لموضوع البورصة والوساطة المالية باعتباره موضوع هام ومن خلال ما سبق يمكن حصر الإشكالية العامة في التساؤل الرئيسي التالي:

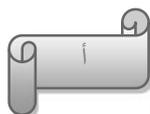
ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية ؟

يتفرع التساؤل الرئيسي إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية :

- ما المقصود بسوق الأوراق المالية؟

- فيما تتمثل وظيفة الوساطة المالية؟

- ما هو واقع مؤسسات الوساطة المالية في بورصة تونس والمغرب؟



الفرضيات:

انطلاقاً من التساؤلات الفرعية فإن هذا الموضوع يقوم على اختبار الفرضيات التالية :

-تعتبر سوق الأوراق المالية السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات .

-وظيفة الوساطة المالية ليست مجرد وساطة بين المدخرين والمستثمرين فقط، بل لها وظائف أخرى لا تقل أهمية تهدف كلها إلى تطوير كفاءة وفعالية البورصة.

-تؤدي مؤسسات الوساطة المالية دور مهم في تنشيط بورصة تونس والمغرب مما يؤدي إلى زيادة التنافس بينها وبالتالي جلب المزيد من المستثمرين.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في هذا الموضوع بتبيين دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية ويستمد أهميته من أهمية البورصة ومؤسسات الوساطة المالية على حد سواء، حيث لا يلاحظ أن دور هذه السوق تتزايد أهميتها بصورة واضحة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية مما يجعله يحتل مكانة بارزة في الاقتصاد أما عن مؤسسات الوساطة المالية فهي تعتبر آلية توضح أهمية الوساطة المالية، وهذا يتم من خلال دورها في توعية المستثمرين، فضلا عن هذا فإن عملية تنشيط هذه السوق أصبحت من الأمور المهمة التي تقتضيها الضروريات الاقتصادية

أهداف الدراسة:

نظرا للأهمية البالغة لهذا الموضوع يصبو هذا البحث إلى بلوغ عدة أهداف أبرزها:

-تسليط الضوء على الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية والوساطة المالية.

-إبراز الدور الذي يقوم به الوسطاء الماليون في تنشيط هذه السوق.

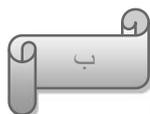
-تطوير البورصات العربية من منطلق الدور المحوري الذي أصبحت تلعبه هذه الأسواق في تعبئة المدخرات المحلية والخارجية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية أكثر كفاءة.

-المساهمة في إثراء المكتبة الاقتصادية بهذا العمل المتواضع.

أسباب اختيار الموضوع:

يمكن حصر أهم الأسباب الدافعة إلى اختيار هذا الموضوع فيما يلي:

-يعد موضوع الوساطة المالية من المواضيع التي تهتم الاقتصاد وكذلك لأنه مجال تخصصي " نقود ومالية" فهو يمثل مجالا خصبا للبحث، كما انه يقع ضمن دائرة الميول والرغبة الشخصية.



-حادثة الموضوع نسبيا حيث إن وظيفة الوسيط المالي في سوق الأوراق المالية مازالت غير معروفة لدى معظم أفراد المجتمع.

-قلة الدراسات والأبحاث التي تناولت هذا الموضوع.

منهج الدراسة:

إن الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع انطلاقا من التعرف عليه وصولا إلى الإجابة عن التساؤل المطروح في الإشكالية تطلب منا استعمال المنهج الوصفي والتحليلي كركيزتين أساسيتين في هذا البحث، حيث يتبع المنهج الوصفي من خلال التعرض إلى مختلف المفاهيم والأسس النظرية للبحث، أما المنهج التحليلي سيستخدم في تحليل البيانات المجمعة وهذا تحقيقا للهدف الرئيسي للبحث

بالإضافة إلى المنهجين السابقين سوف يستخدم المنهج التاريخي لسرد الأحداث والوقائع التي مرت بها بورصة تونس والمغرب من حيث نشأتها وتطورهما

حدود الدراسة:

هناك حدود مكانية و زمانية لهذه الدراسة نجملها فيما يلي:

اقتصرت الدراسة التطبيقية على بورصة المغرب وتونس وحددت فترة الدراسة ب 4 سنوات وقد هدفت الدراسة إلى الإلمام بأهم الشركات المدرجة في بورصة تونس والمغرب خلال الفترة الممتدة من 2010الى 2013

صعوبات الدراسة:

أصبحت هذه الصعوبات متداولة ومتكررة ومعروفة وتتمثل أهمها:

-قلة المراجع خاصة المراجع جديدة الطبعة فهناك مراجع ولكنها قديمة من حيث المعلومات والمؤشرات الخاصة بأسعار البورصات، وكذا الاختلاف من حيث الوسطاء

-نقص المعلومات الصحيحة والأكيدة في شبكة الانترنت وحتى في المواقع الرسمية أيضا لا توضع المعلومات السرية الخاصة بالبورصات كراس المال مثلا

الدراسات السابقة:

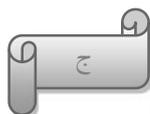
من بين الدراسات السابقة التي تعرضت لهذا الموضوع فانه تم الحصول على البعض منها والمتمثلة في ما يلي:

1.خالد عيجولي،"وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية"-دراسة مقارنة لبلدان

المغرب العربي-وهي مذكرة ماجستير بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006 وتدور

إشكالية البحث حول ما هي وظيفة الوساطة المالية في البورصة؟ وما هو دورها في تنمية التعاملات بها؟ وما

هو واقعها وآفاقها في المغرب العربي؟



والنتيجة التي توصل إليها الباحث هي انه بالفعل توجد وساطة كفئة في عمليات البورصة، وتقوم بعملية التغطية والترويج وتسهيل المعاملات، وتتنوع هذه المؤسسات وزيادة التنافس بها يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوساطة التي تؤدي إلى جلب المزيد من المستثمرين وهذه الدراسة تناولت البورصات منها بورصة الجزائر بينما الدراسة التي تطرقت إليها تخص بورصة تونس والمغرب.

2. رشيد بوكساني، "معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها" وهي رسالة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر 2005.2006 حيث تدور إشكالية هذا البحث في: ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟

واهم النتائج التي توصل إليها الباحث في بحثه مفادها هي أن العديد من أسواق الأسهم العربية تعاني من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، ونتيجة أخرى تتمثل في أنها لا تزال أسواق الأوراق المالية العربية في معظم البلدان العربية بدائية وفي بعض البلدان الأخرى في طور الإنشاء مثل سوريا واليمن.

وكانت دراسة الباحث مهمة للانطلاق بمفاهيم واضحة لأسواق الأوراق المالية وسبل تنشيطها، وكان هذا على مستوى بورصات الدول العربية بما فيها الجزائر، إلا أن هذه الدراسات لم تتعرض بشكل موسع ودقيق للوساطة المالية والدور الذي تقوم به على مستوى البورصة.

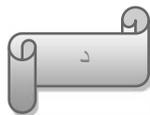
3. عبد الرحمن بن عزوز، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية" مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011.2012 حيث تدور إشكالية هذا البحث في: ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه الوساطة المالية بغية تنشيط وتطوير المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية؟

واهم النتائج التي توصل إليها الباحث في بحثه تتمثل في:

سوق الأوراق المالية تعتبر من الآليات التي تساهم في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد إلى الاستثمار الأكثر ربحية، وهو ما ينتج عنه نمو وازدهار الاقتصاد ككل، كما أنها تحد من معدلات التضخم وذلك راجع للوظيفة الأساسية التي تقوم بها وهي جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات.

تتطلب مهنة الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية شروطا معينة سواء بالنسبة للشخص الطبيعي أو المعنوي، وهذا من أجل حماية أموال المتعاملين.

هيكل الدراسة

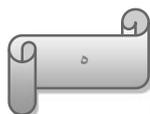


بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول وكل فصل يتكون من مباحث كما يلي :

خصص الفصل الأول ليتناول الأسس النظرية لسوق الأوراق المالية وهذا بغية التعرف على مفهوم السوق المالية وتقسيماتها وتم ذلك من خلال المبحث الأول، وكان لابد من التطرق إلى مفهوم البورصة، نشأتها ووظائفها وخصص لذلك المبحث الثاني الذي استعرض كل الأسس المتعلقة بالبورصة أما المبحث الثالث والأخير في هذا الفصل فقد اهتم بالأوراق المالية المتداولة في البورصة وأهميتها وكفاءتها.

يتناول الفصل الثاني لهذه الدراسة الوساطة المالية في البورصة، حيث سيتطرق هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، فقد خصص المبحث الأول لإلقاء الضوء على ماهية الوساطة المالية من خلال استعراض مفهومها وتطورها وأسباب ظهورها أما أنواعها ووظائفها فكان عنوان المبحث الثاني الذي تناول المؤسسات الوداعية وغير الوداعية التي تلعب دور هذه الوساطة، ثم يأتي المبحث الثالث بعنوان الوسطاء الماليين في عمليات البورصة حيث نحاول من خلاله إبراز مفهوم وسيط عمليات البورصة، +وظائفه وشروط ممارسة دوره.

أما الفصل الثالث والأخير فقد اهتم بدراسة الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية مع دراسة مقارنة بورصة تونس والمغرب حيث سيتم في المبحث الأول الوساطة المالية والبورصة في المغرب حيث تناولنا فيه السوق المالية في المغرب، الوساطة المالية في بورصة الدار البيضاء ودراسة حالة لمؤسسة الوساطة "التجاري وفا بنك" أما المبحث الثاني تناولنا فيه الملامح الأساسية لبورصة الأوراق المالية في تونس، حيث يتم فيه عرض تنظيم السوق المالية التونسية وكذا نشأتها وواقع وأفاق الوساطة المالية في البورصة.



الفصل الأول

تمهيد:

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال وتتمتع بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط، وتعد الأسواق المالية المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر بشروط معينة، وبالتالي فهي تعتبر من أبرز القنوات المستخدمة لجمع المدخرات المالية، وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية ومن بين الأسواق المالية نجد سوق الأوراق المالية، التي لها مكان معين ونوع معين من السلع هي الأوراق المالية.

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

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

* ماهية الأسواق المالية.

* عموميات حول السوق الثانوي (البورصة).

* الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

المبحث الأول

ماهية الأسواق المالية

الأسواق المالية مثل الأسواق الأخرى التي توفر نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معا عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة والآخر منتج لهذه الخدمة.¹

المطلب الأول

تعريف الأسواق المالية وتطورها التاريخي

الأسواق المالية بنظمها وآلياتها تسهل عملية الالتقاء بين المدخرين والمساهمين والمقترضين (المستثمرين) بما يوفر الدين لا تكفيهم مواردهم الذاتية لإتمام مشاريعهم الاستثمارية ولتوضيح ذلك سنتطرق إلى مفهوم السوق المالي ونشأته.

أولاً: تعريف الأسواق المالية

تعرف السوق المالية على أنها تنظيم يجمع بين المقرضين والمساهمين والمقترضين (المستثمرين) بما يوفر الموارد المالية اللازمة للمنشآت للتوسع في المشاريع، ويحقق للمقرضين والمساهمين فرصة للحصول على عائد مقابل التنازل على نقودهم.

ويعرف السوق المالي بأنه أداة هامة لتوفير وتقديم الأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين الأول تعبئة المدخرات والثاني توجيه هذه المدخرات أو المواد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة.²

¹ نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق"، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية العليا، غزة، فلسطين، 2007، ص 21.

² رشيد هولي، "مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة"، دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011، ص 10.

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن السوق المالي هو السوق الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال بغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط تتوفر قنوات اتصال فعالة.¹

ثانياً: التطور التاريخي للأسواق المالية

يرجع تطور الأسواق المالية إلى التطور في أسواق السلع والخدمات حيث كان يسمح للتجار بعرض بضائعهم وتحديد أسعارها الآنية والآجلة، ومن ثم بدأت تتبلور في مجموعة من المراحل يمكن إيجازها في ما يلي:²

المرحلة 01: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصراف وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية..الخ، مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، حيث أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطره اللجوء إلى البنوك للاقتراض.

المرحلة 02: بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة 03: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية و العقارية وبنوك التنمية والاستثمارات..الخ وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل، لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تلبي حاجات لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

المرحلة 04: ظهور الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

¹ بن عمر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية"، دراسة قياسية، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013، ص10.

² خالد عيجولي، "الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية"-دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006، ص ص:4،5.

المرحلة 5: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج هذه الأخيرة مع الأسواق الدولية وذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، وعمليات البيع الآجل والآني..الخ.

المطلب الثاني

تقسيمات الأسواق المالية ووظائفها

تصنف أسواق المال على أسس مختلفة من زوايا مختلفة وهو ما سنوضحه في هذا المطلب إضافة إلى معرفة وظائف السوق المالية.

أولاً: تقسيمات الأسواق المالية

السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما: سوق النقد وسوق رأس المال.

1- السوق النقدية: يعد سوق النقد المصدر الرئيسي للتمويل قصير الأجل فهو يوفر فرصاً للمقترضين من أجل الحصول على تمويل استثماري يغطي المشاريع الاستثمارية التي يريدون القيام بها، وتلعب البنوك التجارية دوراً قيادياً في نشاط هذا السوق فضلاً عن مجموعة من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه.¹

السوق النقدي هو:² الشق الأول للسوق المالي، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق وتعتبر الورقة المالية هنا صكاً مديونية، تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت وبعد أدنى من الخسائر، أو دون خسائر نظراً لضمان عملية السداد ومن بين أنواع هذه الأوراق المالية نجد الأوراق التجارية أو ما يسمى أدونات الخزنة وتتميز السوق النقدية بالميزات التالية:

¹ نزار كاظم خيكاني، السياسات الاقتصادية (الإطار العام وأثرها في السوق المالي وامتغيرات الاقتصاد الكلي)، الطبعة الثانية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 115.

² رشيد بوكساني: "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 42.

- بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ يتحصل استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.
- قدرتها في تجميع المدخرات السائلة و خلق استثمارات قصيرة الأجل.
- لها قدرة كبير من السيولة والمرونة العالية.
- الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعا في عملية التداول.

ويمكن أن نميز في السوق النقدية بين سوقين هما: ¹

1-1 السوق الأولي: هي التي يتم الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة، بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومتانة المركز المالي للمقرض وسمعته المالية.

1-2 السوق الثانوي: التي يجري فيها تبادل الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض و الطلب، أي أن السوق الأولي محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما السوق الثانوي محله إصدارات مستعملة -إذ أصح التعبير- يتم تداولها بين مشتريها الأول ومشتريين آخرين، ويفوق السوق الثانوي في أهميته للسوق الأولي لدرجة انه عندما نذكر سوق النقد يكون المقصود بذلك هو السوق الثانوي للنقد.

ويتكون سوق النقد الثانوي بصفة عامة من سوقين فرعيين على حسب العمليات التي تتم في كل منهما وهما: سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل.

2- سوق رأس المال: هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات فهو يوفر مصادر الأموال اللازمة لتمويل الموجودات الثابتة: ²

ويمثل سوق رأس المال الفضاء الذي تتلقى فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال المتوسطة وطويلة الأجل، كالأوراق المالية والقروض بأنواعها.. الخ فهو بالتالي فضاء يتلقى فيه الأعوان الاقتصاديون ذو العجز المالي والذين هم في حاجة الأموال، وذو الفائض الذين يبحثون عن توظيف أموالهم واستثمارها في آجال طويلة الأجل. ³

¹ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص ص : 7، 8.

² شقيري نوري موسى وآخرون، المؤسسات المحلية والدولية، الطبعة الثانية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009، ص 39.

³ رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

وسوق رأس المال ينقسم بدوره إلى قسمين:

2-1 الأسواق الآجلة: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، ويتم التعامل فيها بالأوراق المشتقة، وتعرف الأوراق المشتقة بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل الأسهم، ومن أهم أنواع المشتقات العقود المستقبلية وعقود الخيارات والعقود الآجلة.¹

2-2 الأسواق الحاضرة أو الفورية: هذه الأسواق تتضمن التعامل بأوراق مالية طويلة الأجل والتي من أهمها الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بمختلف أنواعها، أي أنها الأسواق التي يتم فيها التعامل بأوراق تتيح لحاملها جزء أو حصة من ملكية المشروع أو تتيح له الحصول على جزء من أرباحه كعائد لها، أو الحصول على الاثنيين معا.²

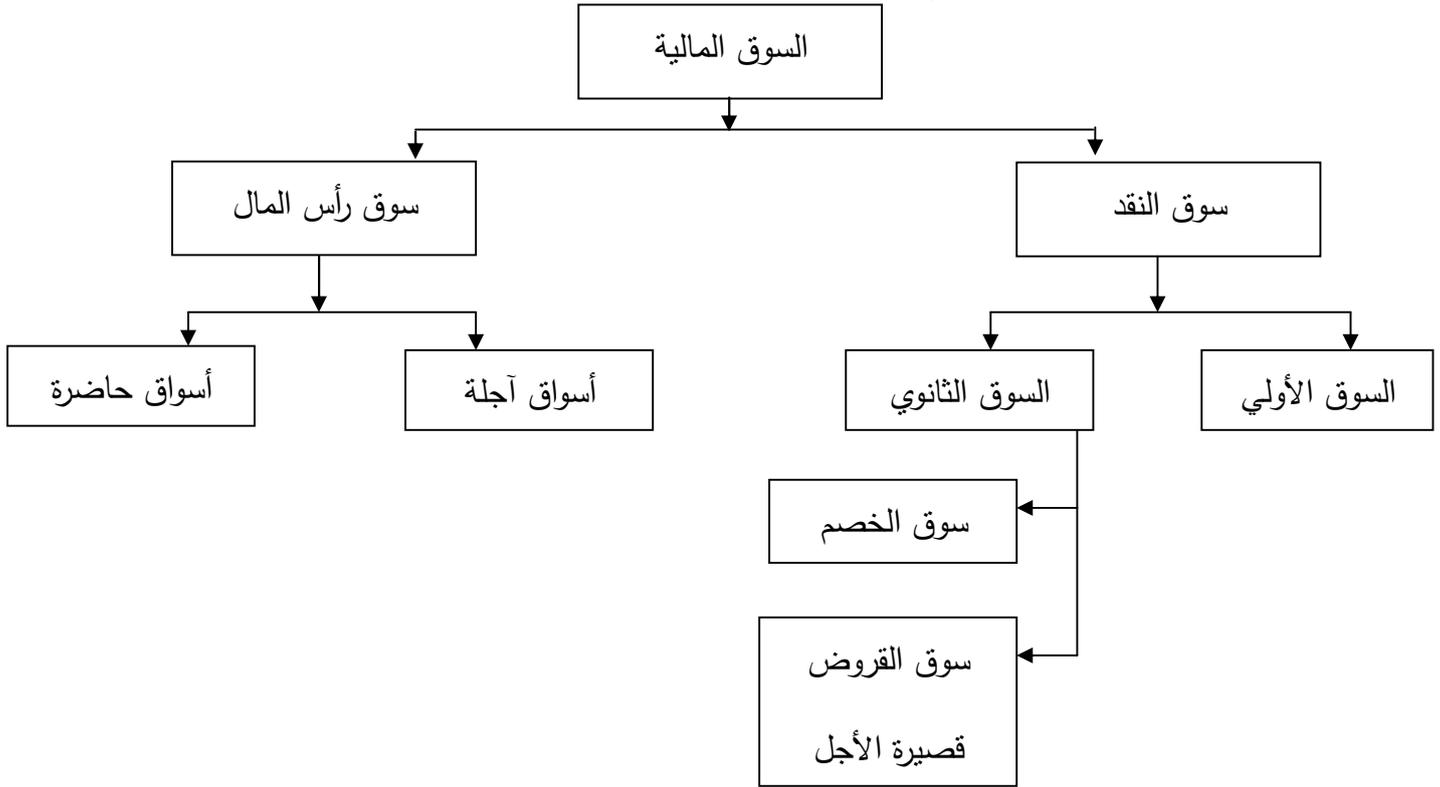
وتعرف أيضا بأنها أسواق تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل، أسهم وسندات وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري، فورا عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.³

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2014، ص 94.

² فليح حسن خلف، النقود والبنوك، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 216.

³ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 42.

الشكل رقم (01): مخطط توضيحي لتقسيمات السوق المالية



من إعداد الطالبة وبالإعتماد على المرجع.

خالد عيجولي، "وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية"، دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006، ص 14.

ثانيا: وظائف الأسواق المالية

تتمثل الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية فيما يلي:¹

1- تشجيع الادخار:

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائمة.

2- المحافظة على الثروة وتنميتها:

¹ زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، شركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 1996، ص 50.

إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في السوق وسيلة مهمة من وسائل خفض القيمة حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لاسيما وإن الأوراق المالية لا تتعرض للإهلاك بمرور الزمن بل أنها على العكس تولد أرباح وبذلك فإنها تساعد على نمو الثروة.

3- توفير السيولة:

من أهم الوظائف التي توفرها السوق المالية هي توفير السيولة بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة في حالة رغبة مالكيها بالسعر السائد في السوق، ومن ثم حرية الانتقال من استثمار قد يكون غير مجد من وجهة نظر مالك الأصل المالي إلى استثمار آخر عن طريق البيع وفقا لنظم وقواعد السوق.

4- تخفيض مخاطر الاستثمار:

تعمل السوق المالية على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنوع التي توفرها، حيث تمكن من بناء محفظة تضم أوراقا مالية لقطاعات مختلفة ومنشآت متنوعة، مما يعمل على تخفيض المخاطر، ويكون التنوع على المستوى الدولي والمحلي، مما يتيح فرصة أكبر لخفض المخاطر.

5- كفاءة تخصيص الموارد:

إن التخصيص الكفء للموارد يتوقف على مدى توفر كفاءة في السوق المالي، ويتوقع أن يتحسن التخصيص الأمثل للاستثمارات مع زيادة توافر المعلومات في السوق المالي حيث يتحدد العائد والمخاطر بكفاءة.¹

المطلب الثالث

¹ رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص ص 16، 17.

بنية سوق الأوراق المالية

يعتمد هذا التصنيف من ناحية على ما إذا كان التعامل على الورقة المالية للمرة الأولى أم للمرة الثانية ومن ناحية أخرى على طبيعة هذا التعامل من حيث كونه إصدار أم تعاملًا وتبعًا لذلك تنقسم إلى:

أولاً: السوق الأولية (سوق الإصدار)

هو السوق الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية (أسهم، سندات) أول مرة وبيعها للمشتري الأول، ويرتبط العمل بالسوق الأولي باحتياج مؤسسات الأعمال أو الحكومات إلى الأرصدة النقدية لتمويل عملياتها الاستثمارية، ومن ثم تلجأ إلى إصدار أصول مالية تمثل التزامًا على الدخل المستقبلي لها، وقد يكون هذا الالتزام في شكل مساهمة يكون لصاحب الحق في نتائج أعمال الجهة المصدرة، مع حق في أصولها (الأسهم) وفي شكل قروض يكون لصاحبه الحقيقي قيمته وفقًا لتاريخ الاستحقاق بالإضافة إلى مبلغ محدد يرتبط بمدة القرض (السندات).¹

ثانياً: السوق الثانوية

هي التي يتم التعامل فيها بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين، وهي سوق التداول والتي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها في السوق الأولية بعبارة أخرى هي تلك السوق التي تتخذ فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال النقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة، وهذا يعني أن السوق الثانوية تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد.²

¹ رشيد هولي ، مرجع سبق ذكره، ص ص 12،13.

² دينا أحمد عمر، "أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي"، مجلد 31 كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، تنمية الراقدين، العدد 2009،96، ص 58.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين:¹

1- الأسواق المنظمة:

وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتخذ أسعارها من خلال قانون العرض والطلب ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفق شروط تختلف من سوق إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام... الخ.

2- الأسواق الغير منظمة:

وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.

ثالثا: السوق الثالث والرابع

السوق الثالث يمثل جزء من السوق الغير منظمة حيث يتكون من السماسرة الغير أعضاء في البورصة الذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية وصناديق الاستثمار للمعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات وسرعة تنفيذها.²

أما السوق الرابع فيعرف بأنه³ تلك المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبرى وذلك لإستراتيجية الحد من العمولات التي يدفعونها السماسرة، لأنها في ظل السوق الرابعة يتم التعامل والعمل بالصفقات بسرعة وتكلفة أقل.

¹ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 45.

² عيبر بوضياف، "سوق الأوراق المالية في الجزائر"، مذكرة في الدراسات العليا المتخصصة pgc، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2007، ص 16.

³ محمد مدلول علي، "أسواق المال العربية الواقع وتحديات المستقبل"، مجلة جامعة بابل، العوم الإنسانية، المجلد 10، العدد 4، 2008، ص 124.

المبحث الثاني

عموميات حول السوق الثانوي (البورصة)

تعتبر البورصة مركزا لتجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل متمثلة في الأسهم والسندات، مما يجعلها المصدر الأول لرؤوس الأموال طويلة الأجل.

المطلب الأول

تعريف البورصة، نشأتها وتطورها

تلعب البورصة دورا حيويا في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة، فالبورصة تعد من أهم أجهزة أو مكونات الأسواق المالية فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات لإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية.

أولاً: تعريف البورصة

يمكن تعريف البورصة على أنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.¹

وتعرف أيضا على أنها: مكان للتبادل، تشمل العمل (بورصة العمل) والتجارة (بورصة البضائع والمواد الأولية)، ولكنها تطلق عادة على مكان تداول القيم المنقولة (بورصة القيم المنقولة) الأسهم والسندات... الخ.²

ويمكن تعريف البورصة على أنها سوق منظمة تتعقد في مكان معين، في أوقات دورية بين المتعاملين بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية وتؤدي كلمة البورصة معنيين: المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون بيعا وشراء ومجموع العمليات التي تتعقد فيه.³

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2009، ص 17.

² خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 16.

³ عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2009، ص 5.

نستنتج من التعاريف السابقة بأن البورصة عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها.¹

ثانياً: نشأة البورصة و تطورها

يرى البعض أن نشأة البورصات ترجع إلى القرن الخامس قبل الميلاد عندما كان تجار أثينا وتجار روما يجتمعون للقيام بالتعامل من خلال المقايضات.²

ولابد في البداية من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة، كما تعود البدايات الأولى لظهور وتشكل سوق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرفت باسم البورصات والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال.³

ويعود أصل كلمة بورصة إلى اسم العائلة فان در بورصن البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي والتي كان فندقها بمدينة بروج مكانا لالتقاء التجار المحليين في القرن الخامس عشر، حيث أصبح رمز السوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع.⁴

وكلمة بورصة هي فرنسية الأصل وتعني كيس النقود، وهي الأماكن الخاصة التي تخصص للنشاطات التجارية الخاصة بالصرف والنقل والأسهم والسندات والأوراق التجارية إضافة إلى عقود السلع بين المنتجين والتجار.⁵

¹ صلاح الدين شريط، " دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2012، ص 84.

² حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012، ص 12.

³ عصام حسن، مرجع سبق ذكره، ص 8.

⁴ نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها-تاريخها-مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012، ص 11.

⁵ زاهرة يونس، محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، مذكرة ماجستير في المنازعات الضريبية بكلية الدراسات العليا في جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين، 2006، ص 4.

ويمكن تقسيم نشأة سوق الأوراق المالية إلى المراحل التالية:¹

1- مرحلة بورصات البضائع:

تعود نشأة الأسواق عموماً إلى بدايات انتشار المجتمعات البشرية القائمة على تقسيم العمل فالمجتمع بغية المقايضة كان هو الأساس الذي انبثقت منه ضرورة إيجاد صورة رسمية تحدد أعراف التبادل ووسائل القيمة، وكان الرومان سباقين إلى مفهوم اجتماع التجار، حيث أنشئوا مجمع للتجار وأقام اليونان متجر المقايضة في أثينا في القرن الخامس قبل الميلاد، وفيما بعد اشتهر العرب بالتجارة قبل الإسلام.

2- مرحلة تداول الأوراق التجارية:

تعود بداية هذه المرحلة إلى عام 1400م حين جرى تداول الكمبيالات والسحوبات الأذنية وما أعقبها من نشوء مهنة سماسرة الصرف بصفة رسمية وفي إنجلترا عام 1688 جرى التعامل بسندات تمويل التبادل التجاري، وفي هذه المرحلة تطورت عملية تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكمبيالات.

3- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي:

بدأت هذه المرحلة منذ بداية القرن السادس عشر عندما أخذت الحكومات تعترض من الجماهير، وكذا لجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصدار السندات والجدير بالذكر أن أبرز حادثتين في تاريخ الإنسانية وتطور تلك الأسواق المالية والفكر الاقتصادي هما:²

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

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

¹ صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 78.

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 10.

المطلب الثاني

أنواع البورصات ووظائفها

إن وظائف البورصة تتركز على عدة عوامل، كما أن هناك العديد من البورصات ويلاحظ أنه كلما كانت الدولة متقدمة كلما ازدادت وتنوعت البورصات العاملة فيها.

أولاً: أنواع البورصات

هناك بورصات عديدة ومن بينها ما يلي:

1- البورصات من حيث المنتجات المتداولة فيها: تقسم البورصات وفقاً لهذا الأساس إلى ما يلي:

1-1 بورصات السلع:

مثل بورصات السلع الزراعية (قطن، قمح، بن، شاي، سكر...) والسلع المعدنية (النحاس، الذهب، الفضة) أو بورصات سلعية ذات طبيعة خاصة مثل بورصات العقارات والأراضي والسيارات المستعملة.. أي كل ما هو مادي ملموس ويمكن التعامل به

1-2 بورصات الخدمات:

وهي بورصات شديدة التنوع نظراً لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها وأهمها السياحة، الفنادق، بورصات النقل وتأجير السفن، بورصات عقود التصدير وبورصات تجارة الديون.¹

1-3 بورصات الأفكار:

وهي أحدث أنواع البورصات والتي تتعلق بعرض وبيع حقوق الاختراع وحقوق المعرفة والعلامات التجارية وصفقات نظم المعلومات.

1-4 بورصات الأوراق المالية:

¹ غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع مالية مؤسسات، جامعة الجزائر، 2012، ص 24.

ظهر بجانب الأموال المنقولة والأموال غير المنقولة نوع جديد يسمى بالأوراق المالية وقد اتسع وازداد تداول وإصدار هذا النوع من الأوراق المالية حتى أصبح من الضروري تأمين سوق تجارية لتأمين التعامل بها يسمى (بورصة الأوراق المالية).

2- تصنيف البورصات من حيث المدى الزمني: وفقا لهذا الأساس يتم تقسيم البورصات إلى نوعين:

2-1 بورصات منتجات حاضرة:

يتم التعاقد عليها واستلامها وتسليمها ويقبض ثمنها فوراً.

2-2 بورصات عقود آجلة:

يتم الاتفاق عليها دون تسليم أو استلام المنتجات ولا الأثمان بل تتم المضاربة على السعر فقط.

3- تصنيف البورصات من حيث مدى التعامل الجغرافي: ويتم تقسيمها كما يلي:

3-1 بورصات تعمل فقط على المستوى المحلي:

وهي لا تمتد معاملاتها دولياً و تتواجد عادة في الاقتصاديات المختلفة وهي بورصات محدودة النشاط.

3-2 بورصات تعمل على المستوى الدولي:

هي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم تمتد معاملاتها إلى المعاملات الدولية المختلفة.¹

4- تصنيف البورصات من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي: تنقسم إلى:

4-1 بورصات رسمية:

مؤسسة وفقاً للقوانين والقواعد، تمارس فيها المعاملات في إطار القواعد والنظم ويتواجد ممثل للحكومة يراقب ويتابع هذه المعاملات متدخلاً في الوقت المناسب لمنع المخاطر.

4-2 بورصات غير رسمية:

¹ غنية الجوزي، مرجع سبق ذكره، ص 25.

تعمل بشكل غير رسمي وفي ضوء قواعد خاصة بها ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي من جهاتها الرسمية وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية.

ثانياً: وظائف البورصة

تؤدي البورصة عدة وظائف تتلخص في:¹

- تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تزيد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.
- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.
- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة، تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها.
- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية، تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العاملة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة والأسعار .
- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.

المطلب الثالث

عمليات البورصة والأطراف المتدخلة فيها

¹ A .cHOINEL et G ROUYER, les marchés financiers ,structures et acteurs, revue banque, 2 éme édition,1997,p 35.

تكون نقطة البدء في عمليات البورصة بصدور أمر من العميل إلى الوسيط الذي يختاره برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة، ويسمى الأمر أمر الشراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، ويسمى الأمر أمر بيع إذا كانت رغبة العميل هي البيع.

أولاً: عمليات البورصة

تتمثل عمليات سوق الأوراق المالية في عمليات عاجلة وأخرى آجلة.

1- العمليات العاجلة:

تتميز العمليات العاجلة بأنها تتم فوراً فيجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة حالاً أو خلال مدة وجيزة جداً لا تتعدى عموماً 48 ساعة¹، لأن المبادلات العاجلة غالباً ما تحتاج إلى أموال سائلة ضخمة، فإنه عامة ما يكون اللجوء إلى هذا الأسلوب في شراء الأوراق المالية غير مرغوب فيه لدى المضاربين المحترفين، في حين أن المتعاملين العاديين يعتمدون إلى شراء أو بيع الأوراق المالية في السوق العاجلة لأسباب رئيسية هي:

* الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتربة في محافظهم المالية وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على ما تدره من إيرادات منتظمة خلال تلك المدة

* قصد المضاربة على ارتفاع أسعارها حيث يقومون ببيعها عندما تتحسن السوق لحصول على العوائد الناتجة عن عملية البيع هذه بغية تحقيق وتوفير السيولة المطلوبة وذلك ببيع الأوراق المالية في السوق الفورية.²

2- العمليات الآجلة:

¹ عبد القادر الحمزة، مرجع سبق ذكره، ص 87.

² صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 103.

وهي العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصفيتهما في تاريخ معين يجري فيه التسليم ما عدا حالات التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها.

وتجري التصفية في كل شهر مرة واحدة وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوي الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيع وشراء ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية.¹

وأهم العمليات التي تجري بها التعامل في السوق الآجلة العمليات التالية:²

2-1 العمليات التامة:

وهي أن يلتزم بموجبها كلا الطرفين البائع و المشتري على تصفية العملية في تاريخ لاحق محدد على أساس السعر الساري في البورصة العاملة عند التعاقد كما يمكن تقادي الخسائر بالعمليات التي يمكنه إجراؤها بين التاريخين ولا تشترط على المشتري انتظار موعد التصفية بل يمكنه بيع عقد الشراء إذا ما كان ذلك في مصلحته.

2-2 العمليات الشرطية:

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

2-3 العمليات مع الخيار:

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

2-4 العمليات الباتة القطعية:

¹ ابن أعرم بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 41.

² مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009، ص 17.

يحدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى موعد التصفية يلتزم المتعاقدون فيه بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية إلا للمتعاملين في العمليات الباتة تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحقة.

ثانياً: الأطراف المتدخلة في البورصة

هناك من ينظر للمتدخلين على أنهم يمثلون أطراف رئيسية وهي:¹

1- الوسطاء:

يعتبر الوسطاء من بين المتدخلين في البورصة، فهم يكونون عمودها الفقري إذ يقومون بتنشيطها بملاقة البائعين والمشتريين وتنفيذ أوامرهم أما من حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في البورصة بالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية، فقد توسع نشاط هذه الفئة ليشمل مجالات البحوث و التحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في البورصة سواء كانوا مستثمرين أو جمهور أو مؤسسات استثمارية تبحث عن التمويل وعليه فقد قاموا بإنشاء مراكز وبحوث لإتباع النتائج المسجلة من قبل الشركات المتواجدة في كافة أنحاء العالم وجمع المعلومات.

2- الجمهور:

يتمثل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون في البورصة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، أي استعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار.

3- المستثمرون والتأسييون:

تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها شركات التأمين، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار ويعتبر هؤلاء من المتدخلين في البورصة، في معظم الدول المتقدمة وذلك لما تجلبه من ادخار للبورصة و يلعب المستثمرون والمؤسسات دور فعال في تنشيط البورصة وفي تمويل الاقتصاد وتقديم أرباح معتبرة للمدخرين الأفراد مما يجعلهم يمتصون مدخرات ضخمة.

4- المؤسسات الصناعية والتجارية:

¹عبير بوضياف، مرجع سبق ذكره، ص ص: 91،90.

تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة، والأسواق المالية بصورة عامة، فهي تلجأ إلى تلك الأسواق من أجل الحصول على رؤوس أموال ضرورية بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها بغرض التوسيع ويتم ذلك إما عن طريق إصدار الأسهم أو إصدار السندات من أجل الحصول على ديون متوسطة أو طويلة الأجل.

5- الدولة:

تعتبر الحكومات أيضا من بين المتدخلين في البورصة وخاصة في أسواق السندات حيث أن الإصدارات تعتبر أفضل من حيث المخاطرة، إذ عادة ما تلجأ الحكومات إلى هذه الإصدارات من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة وخاصة منها ذات الطابع الاجتماعي أو من أجل التحكم في معدلات التضخم.

6- السماسرة:

لهذه المجموعة دور مهم في البورصة فهم يقومون بمهمة إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين ولا يجوز التعامل في البورصة إلا من خلالهم والسمسار هو الشخص الذي يقوم بالتفاوض بين طرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام اتفاقية أما سمسار الأوراق المالية هو شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنه ونظرا للمهمة التي يقومون بها السماسرة يشترط أن يتوفر فيهم الشروط من بينها: الأهلية القانونية، النزاهة التجارية، الكفاءة المالية والفنية.. الخ.

7- صناديق الاستثمار:

هي عبارة عن تجمع مالي يأخذ شكل السلة أو الوعاء يحتوي على تشكيلة متنوعة من الاستثمارات، أوراق مالية، عملات، سلع وغيرها، تدار على شكل محفظة متكاملة، وأنواع الصناديق كثيرة ومتعددة فمنها المغلق والمفتوح ومنها ما هو تابع للمصاريف ومنها ما هو تابع لشركات التأمين والضمان الاجتماعي والتعامل في سوق الأوراق المالية يعتبر من أهم النشاطات لهذه الصناديق حيث تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق.

8- وكلاء المستثمرين "أمناء الاستثمار":

يقوم أمناء الاستثمار بالاتصال بكبار المستثمرين في أسواق الأوراق المالية وإقناعهم بالتعامل بأوراق معينة، بهدف صنع أسواق لها، وبصفة خاصة يتم الاتصال بهؤلاء المغامرين والمضاربين في البورصات، من الذين يركزون نشاطاتهم على عقود الخيارات والأسواق المستقبلية كما ينشط هؤلاء الوكلاء في تغذية سوق المال بالأوراق المالية الجديدة، التي تطرح لأول مرة أو التي تضاف إلى السوق من خلال زيادات رؤوس الأموال الخاصة بالشركات المسجلة بالبورصة والتي تتداول أسهمها في السوق.

المبحث الثالث

الأوراق المالية المتداولة في البورصة

يمكن تعريف الأوراق المالية على أنها: أدوات الاستثمار المالي وهي تعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات تعطي لحاملها أو لصاحبها الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقاً، كما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة وسنتطرق إلى هذه الأوراق في المطلب الآتي وكذا معرفة الفرق بينهما.¹

المطلب الأول

الأوراق المالية التقليدية والمبتكرة

تأخذ الأوراق المالية عدة أشكال منها: الأسهم والسندات والمشتقات المالية والأوراق المهجنة.

أولاً: الأوراق المالية التقليدية

1- الأسهم:

الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، تمكن حاملها من الحصول على حصة من رأس مال الشركة المصدرة لها، إضافة إلى جزء من التوزيعات من الأرباح التي تحققها، هذه الأوراق تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعد هذه الأوراق أداة لتكوين رأس مال الشركة أو لرفع رأسمالها عند احتياج المؤسسة إلى التمويل، كما تسمح هذه الورقة بالحصول على امتيازات.

وللسهم عدة قيم منها القيمة السوقية للسهم، القيمة الدفترية للسهم... الخ.²

للسهم عدة أنواع تختلف عن بعضها البعض حسب المعيار المستخدم في التصنيف و منها ما يلي:¹

¹ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² سليم جابو، "تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية"، دراسة حالة الأسهم المتداولة في البورصة خلال الفترة الممتدة بين 2001-2002، مذكرة ماجستير في علوم التسويق، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص 14.

1-1 تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار: تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى 3 أنواع كما يلي:

أ- السهم لحامله:

يكون السهم لحامله عندما يصدر شهادة لا تحمل اسم صاحبها ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية، إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي يتعرض له حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

ب- السهم الاسمي:

ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه ويسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة، وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم هنا القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة أي هي أسهم تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها بالقيد في دفاتر الشركة.

ج- السهم الأدنى أو لأمر:

يصدر هذا السهم لأمر شخص معين، وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

1-2 تصنيف الأسهم حسب الحصة المدفوعة من قبل المساهم: استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:²

أ- الأسهم النقدية:

هي أسهم تمثل حصص نقدية في رأس مال الشركة، إذ يدفع المكنتب قيمتها نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية.

ب- الأسهم العينية:

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة السادسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 213، 212.

² سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 17.

هي أسهم تمثل حصصا عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات الشركة، مصادق عليها من قبل الجمعية التأسيسية.

ج- الأسهم المختلطة:

وهي أسهم يتم الوفاء ببعض من قيمتها عند الاكتتاب نقداً و البعض الآخر عينا.

د- أسهم أو حصص التأسيس:

هي أسهم تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما قدموه من جهد وخدمات ناذرة لإتمام إنشاء الشركة، هذه الأسهم قد تكون اسمية تعطي لأصحابها الحق في الأرباح فقط دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب من أصولها عند التصفية، كما لا تكون لها قيمة اسمية أي لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة لكن لها قيمة سوقية.¹

1-3 تصنيف الأسهم حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها: استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:²

أ- الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية وتمثل القيمة الاسمية القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وتمثل القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

ب- الأسهم الممتازة:

هي عبارة عن أسهم مزودة بمجموعة من الامتيازات في الأرباح والقيمة التصفوية، وهذا ما يجعلها تجمع بين صفات السهم العادي وصفات السند فيقال أنها هجين.³

2- السندات:

¹ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، توزيع دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2014، ص 06.

³ بلجيلية اسمية، "أثر التضخم على عوائد الأسهم"، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان الفترة 1996-2006"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010، ص 12.

يمكن تعريف السندات على أنها أوراق مالية طويلة الأجل تصدرها الحكومة والشركات للحصول على أموال لتمويل إنفاقها أو استثماراتها، وتعد حاملها بدفعات ثابتة المبالغ (هناك سندات بدفعات متغيرة) وفي مواعيد محددة (نصف سنة مثلا) دون أن تمنح أي حقوق ملكية في المؤسسات التي تصدرها فهي بمثابة شهادة دين وليست شهادة ملكية، إضافة إلى الدفعات الثابتة يحصل حاملها عند حلول أجل استحقاقها على الدفعة الثابتة الأخيرة إضافة إلى قيمتها الاسمية، وبناء على ما سبق فإن السندات توفر للمستثمرين مصدرين للدخل هما الدفعات الثابتة والتغيرات التي تطرأ على قيمتها السوقية بما يمنح المستثمر فرصة لبيعها وتحقيق مكاسب رأسمالية.¹

مما سبق ذكره عن الأسهم والسندات يمكن رصد الفوارق الملخصة في الجدول التالي:²

الجدول رقم 01: الفرق بين الأسهم والسندات

| السند | السهم |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1- دين على الشركة. | 1- جزء من رأس مال الشركة. |
| 2- حامل السند دائن بقيمة السند. | 2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته. |
| 3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة. | 3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة. |
| 4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير بشكل قانوني أو إدماج الشركة في أخرى. | 4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة. |
| 5- حامل السند يسترد رأس ماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل. | 5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده وهو قابل للزيادة أو النقصان. |
| 6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية. | 6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة. |
| 7- القيمة الجارية أو السوقية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمي على السند. | 7- القيمة السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري. |
| 8- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدّد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية. | 8- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما |

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، 2014، ص 100.

² رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 65.

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 9- حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو الحضور لاجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير أو البيانات. | يعرف بعلاوة الإصدار. 9- للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات خاصة ما يتعلق بسيرة العمل في الشركة. |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

المصدر: رشيد بوكساني: "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 65.

ثانيا: الأوراق المالية المبتكرة (المشتقات المالية)

المشتقات هي:¹ عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية.. الخ وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد.

والمشتق أو الورقة المالية المشتقة هي أداة مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية، وفي السنوات الأخيرة اكتسبت الأوراق المالية المشتقة أهمية متزايدة في مجال التمويل، ويتم الآن تداول عمليات التسليم الآجل وخيارات البيع والشراء الآجل بنشاط في كثير من البورصات وفي ما يلي نتناول أهمها:²

1- العقود المستقبلية:

تعرف على أنها عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وتعد بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة يستلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال.

وتعرف أيضا بأنها اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ويتم تداول العقود المستقبلية في البورصة، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم.

¹ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 32.

² سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 22.

من خلال التعريف نستنتج أن العقود المستقبلية تتميز بالخصائص التالية:¹

- ✓ أن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية.
 - ✓ في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض.
 - ✓ تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي كل منها ضمانا بان العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف بغرفة المقاصة.
 - ✓ يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة.
 - ✓ إن بورصة شيكاغو هي أكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها.
 - ✓ إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد.
 - ✓ يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة "ول ستريت" بذلك.
 - ✓ توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية.
 - ✓ معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.
- 2- عقود الخيارات:**

الخيار هو² الحق بشراء أو بيع أدوات مالية أو سلعة بكمية معينة وسعر محدد سعر التنفيذ وخلال مدة زمنية معينة ولكن لا يلتزم المستثمر لعمل ذلك، ومن الخيارات خيار أوروبي وآخر أمريكي والفرق بينهما هو أن الأول لا ينفذ إلا في تاريخ محدد أما الخيار الأمريكي فيمكن أن ينفذ في أي لحظة منذ شرائه حتى تاريخ التنفيذ المحدد.

والخيارات نوعان:

- ✓ خيار الشراء: الذي يعطي الحق لمالكة بشراء أي من الموجودات المالية.

¹ بن عمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 32.

² حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية "عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات"، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان،

الأردن، 2011، ص 17.

✓ خيار البيع: الذي يعطي الحق لمالكه في بيع الموجودات المالية لمحذر الخيارات بسعر محدد في المستقبل.

إن لعقود الخيار خصائص هي:¹

✓ إن مبلغ التعويض أو المكافأة أو ثمن الخيار يدفع لمحذر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ.

✓ إن تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالباً بعد مرور 3 أشهر من تاريخ الاتفاق.

✓ إن حقوق الاختيار قابلة للتداول كأبي عقود أخرى وعلى أساس عاملي العرض والطلب اللذان يتوقفان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد.

✓ لا يتطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب بالتعامل في الأسواق الحاضرة.

✓ إن للعقود الاختيارية شروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى.

✓ يتم تداول العقود الاختيارية في أسواق المنظمة.

3- عقود المبادلات:

وتعرف عقود المبادلة أو المقايضة بأنه اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق ويتعهد أن بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون إحلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول.

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المقايضة أو المبادلة عدة عناصر رئيسية هي:²

✓ طرفي العقد.

✓ الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة.

✓ قيمة المدفوعات محل المقايضة.

✓ العملة التي تسدد بها المدفوعات

✓ السعر الأجل لمقايضة العملة المتفق عليه.

¹ بن عمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 33.

² محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 316.

✓ مدة سريان العقد.

تتمثل خصائص عقود المبدلات فيما يلي:¹

✓ التقليل من حجم المخاطر التي لا تمس عادة الأصول المعتمدة للعوائد العينية لأنها افتراضية.

✓ العوائد المالية المتوقعة قد تعود إلى جميع الأطراف المعنية بعقود المبادلات وذلك عند توفر ميزة نسبية وبشكل مستقل.

✓ عقود المبادلات هي عقود تربط الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية خاصة وأنها تسمح في تعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق.

4- العقود الآجلة:

وهي اتفاق بين الطرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقاً حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق.

تعتبر العقود الآجلة عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معاً، لترتيب مبادلة أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقاً وسعر محدد مسبقاً أيضاً ويتم تسوية العقد عند استحقاقه لذلك إذا ارتفع سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب، بينما يتكبد البائع خسارة لأن الأصل في هذه الحالة يباع بأقل من قيمته الجارية، أما إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد فإن المشتري يتكبد خسائر بينما يحقق البائع مكاسب، لأن الأصل في هذه الحالة يباع بسعر أعلى من قيمته الجارية.²

• الفرق بين عقود الخيار والعقود المستقبلية:

تتفق العقود المستقبلية مع عقود الخيار في أن كلا منهما يعتبر نوعاً من المشتقات المالية التي توفر للمستثمر فيها درجة عالية من مزايا الرفع المالي، لكن مع ذلك توجد بينهما بعض أوجه الاختلاف وذلك

¹ بن عمر بن حاسين ، مرجع سبق ذكره، ص 34.

² سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 21.

سواء من حيث طبيعة الالتزامات التي تنشأ عن كل منهما ويمكن حصر أوجه الاختلاف الرئيسية بينهما فيما يلي:¹

- ✓ العقد المستقبلي عقد حقيقي ملزم لكل من طرفيه بتنفيذ ما تم عليه الاتفاق عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه في العقد بينما يترك عقد الخيار لمشتري الخيار الحرية في تنفيذ العقد من عدمه.
- ✓ يترتب على العقد المستقبلي صفقة شراء أو بيع فعلية (لكنها مؤجلة) تتم بين طرفيه، وتتص هذه الصفقة على أصول أو سلع حقيقية تحدد في شروط العقد، أما عقد الخيار فلا يترتب عليه في الغالب عملية بيع أو شراء فعلية وإنما ينصب العقد على شراء (حق شراء أو حق بيع) أصل معين بشروط معينة.
- ✓ يتعرض المستثمر خصوصا المضارب في العقود المستقبلية لدرجة عالية من المخاطر تتجاوز تلك التي يتعرض لها المستثمر في عقود الخسارة، ذلك لأنه في حين لا تتجاوز الخسارة التي يتحملها مشتري الخيار قيمة العلاوة أو المكافأة التي يدفعها لمحرر الخيار فإن خسارة المستثمر في العقد المستقبلي يمكن أن تشمل القيمة الإجمالية للعقد.

المطلب الثاني

أهمية البورصة

تكتسب البورصة أهمية بالغة من خلال الأنشطة والفعاليات التي تقوم بها وتتمثل أهميتها في ما يلي:

- ✓ تعتبر أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع إنشاء مشروع لقله رأس ماله.

يشجع وجود بورصة نشطة بنوك الاستثمار على ضمان إصدارات كثيرة.²

وتظهر أهمية البورصة أيضا في ما يلي:³

- ✓ أداة فعالة في توجيه الاقتصاد وتحريكه وتنشيطه على أساس أنها تؤثر بمختلف جوانب الاقتصاد الوطني إذ أنها تتأثر أيضا بهذا الاقتصاد.
- ✓ إمكان النقاء الفاعلين المستثمرين وإطار تنظيم آمن لإتمام المعاملات بالشراء والبيع.

¹ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 34، 35.

² بن دحان إلياس الأزهر، "دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي"، دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص 24.

³ خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 30.

- ✓ توفير الأموال الضرورية لإنجاز الاستثمارات ومشاريع المؤسسات بطريقة مستمرة.
- ✓ أداة لإشباع رغبات المستثمرين الصغار الذين لا يملكون ما يستلزم الاستثمارات الكبرى فيلجئون إلى الاكتتاب بعدد أو بقدر يناسبهم في السداد والأسهم المطروحة راغبين في تحقيق الربح المناسب.
- ✓ الإسهام في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة وبالتالي التقليل من تكاليف ومخاطر التمويل.
- ✓ المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حد سواء.
- ✓ تؤمن البورصة جو من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات والتي تكرس حرية الاقتصاد "مبدأ اقتصاد السوق"
- ✓ تطوير عمل البنوك إذ أن أسواق رأس المال تحفز البنوك على تحسين الكفاءة .
- ✓ البورصة أداة فعالة لتحقيق برنامج الخصخصة وذلك من خلال الحصول على المدخرات الخاصة واستخدامها لتمويل المنشآت.¹
- ✓ تؤدي أسواق الأوراق المالية في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف في الاقتصاد القومي وتحوله من مال عاطل حامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات التي يتم طرحها في البورصة.²

المطلب الثالث

كفاءة البورصة

إن الحديث عن كفاءة سوق الأوراق المالية يستدعي الاهتمام بالكثير من الأساسيات المتمثلة في تحديد مفهوم الكفاءة وأنواعها والصيغ المختلفة لكفاءة السوق.

أولاً: مفهوم الكفاءة في أسواق الأوراق المالية

¹ عبير بوضياف ، مرجع سبق ذكره، ص 44.

² دينا أحمد عمر، مرجع سبق ذكره، ص 60.

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

ويلاحظ وجود علاقة كبيرة بين أسعار الأوراق المالية وبصفة خاصة الأسهم، وبين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على سوق رأس المال، وتسمية هذه العلاقة بكفاءة سوق رأس المال.¹

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

- ✓ وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية.
- ✓ معلومات متوفرة للجميع وتكاليف الحصول عليها قليلة.
- ✓ صدق المعلومات وصحتها.
- ✓ إمكانية وصول المعلومات لكل المتعاملين لتمكينهم من معرفة سعر الورقة في نفس اللحظة
- ✓ أن تتحرك الأسعار بصورة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها من قبل المتعاملين وبالتالي ووفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تنتج أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة المعلومات.

من خلال التعريف نستنتج خصائص السوق الكفاء وتتمثل في ما يلي:³

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

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

³ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 20.

- ✓ المنافسة الكاملة في السوق وبمعنى عدالة السوق، أي أن يكون عدد المتعاملين في السوق كبير وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار.
- ✓ كفاءة التشغيل ، لا بد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خطأ في التسعير ويجب أن تكون تكاليف المعاملات معقولة لكل صفقة بضرائب معقولة أو على موجودات مسبقا على الأرباح المستثمرة ليسمح لها بالدخول في الأسواق المنافسة، ومن زيادة الكفاءات الاستثمارية وجود أدوات لضبط حركة الأسعار في السوق كوجود المتخصصين مثلا.
- ✓ كفاءة السعر: معناها هو السعر المناسب المنافس أي أن يبقى سعر الورقة المالية على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات، ليكون هناك مجال للمنافسة الفعلية.
- ✓ توفر الحماية من المخاطر سواء التجارية أو غير التجارية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر.
- ✓ يجب أن يكون هدف المتعاملين في السوق هو تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل.

ثانيا: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما:¹

1- الكفاءة الكاملة:

- يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، و المعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:
- ✓ شفافية المعلومات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
- ✓ تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- ✓ رشادة المستثمرون، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

2- الكفاءة الاقتصادية:

¹ صالح مفتاح وفريدة معارفي، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، عدد 07، 2009-2010، ص 183.

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقعة وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثروتهم.¹

بمعنى انه في ظل الكفاءة الاقتصادية لأسواق رأس المال علينا ان ننتظر بعض بعد حصولنا على المعلومات حتى تظهر آثار هذه المعلومات على أسعار الأسهم وهو ما يعني أنه سيكون هناك فرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمه الاستثمارية أو الحقيقية لفترة زمنية معينة، أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.²

ثالثا: مستويات الكفاءة في السوق

تقسم كفاءة السوق إلى ثلاث مستويات:³

1- الصيغة الضعيفة:

تعتبر هذه الصيغة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى انه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (قيمه السوقية) بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، ولهذا فإن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية وتوقعات الأوضاع المالية للمنشأة المصدرة للأسهم في المستقبل.

2- الصيغة شبه القوية:

تقضي صيغة الكفاءة شبه القوية بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط المتغيرات السابقة، في أسعار تلك الأسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم تلك المعلومات عليها سواء تمثلت تلك المعلومات في نشر الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

3- الصيغة القوية:

¹ مفتاح صالح ومعارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 183.

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 32.

³ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 22.

وفقا لهذه الصيغة تكون المعلومات التاريخية والمعلومات الحالية والمستقبلية تعكس أسعار الوراق المالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة¹، ولا يستطيع أمام هذا الوضع أي مستثمر تحقيق أرباح استثنائية نتيجة انتشار المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية داخل البورصة، لكن توفر هذا الشرط مستحيل في الواقع، لذا فوجود هذا السوق في الواقع مستحيل ومهما كان مستوى كفاءة السوق سواء كانت بدرجة ضعيف أو نصف قوي أو قوي فإنها أسواق كثئة والاختلاف فيما بينها يكمن في طبيعة المعلومة المتاحة والتي تعكسها أسعاره.²

خلاصة الفصل:

في ختام هذا الفصل يمكن القول أن الأسواق المالية جزء أساسي ضمن النظام الاقتصادي الرأسمالي حيث يعد مكانا لالتقاء العرض و الطلب لرؤوس الأموال، وذلك بفرعيها السوق النقدي وسوق رأس المال، وتكمن أهمية الأسواق المالية في أمور متعددة منها نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية حيث تعرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى ويتكون سوق رأس المال من سوقين يرتبطان مع ارتباطا وثيقا وهما السوق الأولي والثانوي.

ولقد عرفت البورصات ارتفاع ورقيا وترويجيا في ميادين مختلفة المعاملات بشتى أنواعها ، وكل هذا التغيير في الأسواق المالية المنظمة أدى بنا إلى التوصل إلى النتائج التالية:

¹ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 34.

² بن دحان إلياس الأزهر ، مرجع سبق ذكره، ص 19.

- ✓ البورصة تقوم على تحقيق النفع الفوري والجماعي ففشلها يؤدي إلى خسارة جل المتعاملين مما يؤثر سلبا على الاقتصاد لهذا فتوفر الشفافية في المعاملات شرط أساسي وضرورة حتمية لتحفيز المستثمر على الدخول للبورصة.
- ✓ المعاملات التي تتم داخل البورصة بين المستثمرين والمدخرين أو المشتريين للأوراق المالية والبائعين، لها يكون بينهم وسيط هذا الأخير الذي سيتسم التطرق إليه في الفصل الثاني ومعرفة الوساطة المالية في البورصة.

الفصل الثاني

الثاني

تمهيد:

تحتل الوساطة المالية مكانة هامة ضمن مكونات النظام المالي، وذلك بفضل ما تقدمه من خدمات تساعد على تنشيطه وتظهر الوساطة المالية في البورصة أنها حلقة ربط بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، وهذا راجع للمكانة التي تحتلها ضمن اقتصاديات العالم المختلفة، فوجود فئة تمثل الوساطة المالية كان من الأمور الضرورية وخاصة مع كبر حجم المبادلات ونقص المعرفة والمعلوماتية حيث تقوم هذه الفئة 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 حاجاتهم إلى التمويل.

من أجل التعرف أكثر على الوساطة المالية كان لابد من التطرق إلى كل مفهومها وتطورها، أسبابها، أهميتها، أنواعها وسيتم التطرق إلى كل ما سبق ذكره وذلك عن طريق هذا الفصل إلى:

* ماهية الوساطة المالية.

* أنواع الوساطة المالية ووظائفها.

* الوسطاء الماليون في عمليات البورصة.

المبحث الأول

ماهية الوساطة المالية

إن الحاجة للوساطة تنبع من واقع تفاوت الأفراد في المعرفة والمهارة والثروة، فهناك الثري الذي لا يعرف كيف ينمي ثروته، أو لا يستطيع ذلك بسبب أعمال أو التزامات، وهناك رجل الأعمال الذي يملك المهارة والخبرة التجارية، لكنه لا يملك رأس المال فإذا كان الأول بعيد عن الثاني، أو لا يستطيع أن يتعرف عليه تنشأ فرصة لطرف ثالث، يعرف الطرفين، ويملك ثقتهما، يتولى التقريب بينهما، وإشباع حاجة كلا الطرفين مقابل ربح منفق عليه وبذلك يكون الأطراف الثلاثة قد استفادوا من هذه الوساطة فجدوى الوساطة الاقتصادية تنشأ من حقيقة النقص البشري، في جوانب معرفة فرص الاستثمار والتمويل ومصادر رؤوس الأموال، والخبرة في تنمية المال وإدارته، ومن هنا يحتاج الناس لمن يسد بعض جوانب النقص هذه لقاء أجر لتكون النتيجة تحقيق مصلحة جميع الأطراف.¹

المطلب الأول

مدخل للوساطة المالية

يتم تغطية العجز للوحدات الاقتصادية إما باستعمال مصادر داخلية أو خارجية، وتتجلى أهم صور المصادر الداخلية في التمويل الذاتي، وهذا يعني أن يعود إليها فائض نشاطها الإنتاجي، فإذا كانت الموارد الداخلية للوحدة الاقتصادية غير كافية للتمويل فإن اللجوء إلى التمويل الخارجي يصبح أمراً حتمياً حيث يتم على مستوى النظام المالي عن طريق التمويل المباشر والتمويل غير المباشر.²

أولاً: التمويل المباشر والصعوبات الناجمة عنه

1- التمويل المباشر:

يتمثل التمويل المباشر من خلال العلاقة بين المقترض والمستثمر دون تدخل أي وسيط بنكي أو غير بنكي وذلك من خلال إصدار مستخدم الأموال -وحدات العجز المالي- الذين يمثلون بالنسبة للوحدات ذات

¹ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 43.

² عبد الرحمان بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012، ص 66.

الفائض المالي، المقترضين النهائيين لأصل مالي-أوراق مالية مباشرة (تدفق مباشر للأوراق المالية) للوحدات ذات الفائض، وعادة ما يتعهد المدين -المقترض- بدفع سلسلة من المدفوعات للدائن في المستقبل حتى يسترد صاحب الأموال مدفوعاته بالإضافة إلى عائد مناسب مقابل مخاطر التسليف أو يحرر له صك ملكية لجزء من القيم الحقيقية للمؤسسة، وتمثل الأصول المالية المتنازل عنها مستند مطالبة لحق الموارد أو الدخل مقابل هذه الأموال ويطلق على هذه الأصول المالية أوراق مالية مباشرة أو أوراق مالية أولية.

2- الصعوبات الناجمة عن التمويل المباشر:

إن إقامة علاقة مالية مباشرة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي أمر ممكن، ولكن وجود مثل هذه العلاقة التمويلية تصادفها مجموعة من الصعوبات بالنسبة للطرفين ويمكن تلخيص أهم الصعوبات فيما يلي:¹

- ✓ تظهر هذه العلاقة المباشرة مشكلة أولى تتمثل في صعوبة تعارف طرفي العلاقة، أي كيف لأي شخص أن يعرف أن شخصا آخر له فائض مالي ما لم يكن يعرفه معرفة شخصية.
- ✓ حتى وان تم التعارف ما بين هذين الطرفين، فليس من السهل أنم يكون هناك توافق في الرغبات من حيث الزمان والمكان، فمن الوارد أن يكون صاحب العجز يحتاج إلى هذه الأموال في شهر جانفي مثلا ولكن صاحب الفائض لا يستطيع تعبئتها إلا في شهر مارس كما انه ليس من المستبعد أن يكونا طرفا العلاقة غير متواجدين في نفس المكان، وهذا ما يخلق مشكلة التلاقي بينهما، كان يكون صاحب الفائض المالي يسكن مدينة الجزائر بينما يسكن صاحب العجز المالي مدينة وهران فكيف لهما أن يلتقيا.
- ✓ أما المشكلة الثالثة هي صعوبة توافق الرغبات من حيث المبلغ، فقد يكون صاحب العجز المالي يحتاج إلى مبلغ أكبر من الفائض المالي للطرف الآخر لهذه العلاقة المالية المباشرة، ويصبح من اللازم على صاحب العجز أن يبحث عن شخص آخر لاستكمال حاجته المالية مع إمكانية ظهور نفس المشاكل السابقة على فرض أن هذه المشكلة قد حلت.
- ✓ عدم قدرة المقرض على تقدير كل الأخطار المحتملة مما يضعف من فرص التوظيف الجيد للأموال، ويقلل من إمكانيات الاستعمال الأمثل للموارد.
- ✓ التمويل المباشر يدفع إلى تجميد الأموال المقرضة إلى غاية تاريخ التسديد، وهو أمر لا يخدم أصحاب

الفائض المالي.

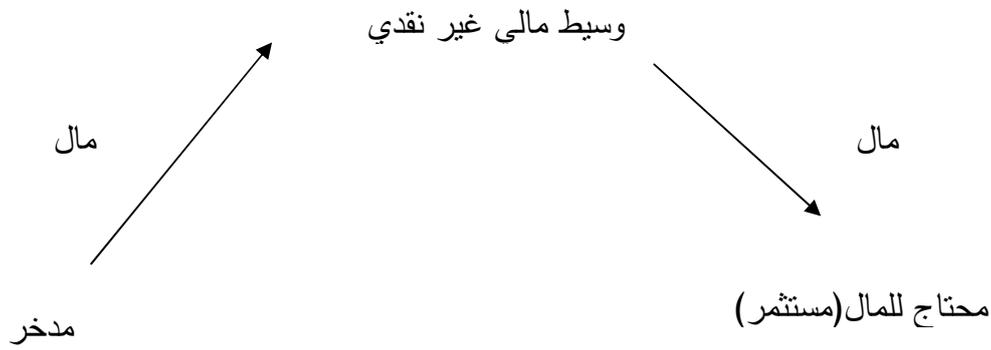
¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره ص، 67.

ثانيا: التمويل غير المباشر

نجد في هذه الطريقة نوعين من التمويل:¹

1- التمويل غير المباشر للمؤسسات المالية غير النقدية:

يخضع هذا النوع من التمويل إلى مبدأ تجميع الوسائط المالية غير النقدية وتوزيعه على المستفيدين، فهم يقرضون أموالا يقترضونها .



إن وجود مثل هذه المؤسسات يبرز باختلاف طبيعة السندات التي يبيعونها عن التي يشترونها، فإنها تمكن من التوفيق بين إرادتين يعجز التمويل المباشر على التوفيق بينهما و تكمن أهمية هذه المؤسسات في التقليل من حجم الاكتناز عن طريق توظيف الادخار الذي لم يرفض الاستثمار في القيم المنقولة.

2- التمويل غير المباشر للمؤسسات المالية النقدية:

يتميز هذا التمويل بعدم تدخل الادخار، للأموال التي تقرض لدوي العجز في التمويل، لم تجمع من المدخرين بل هي من إصدار البنك عن طريق تمويل نقدي لسند قدمه المقترض له والشكل التالي يوضح قنوات التمويل غير المباشر

الشكل رقم 02: قنوات التمويل الغير مباشرة



المصدر: من إعداد الطالبة.

من خلال الشكل أعلاه نجد أن مؤسسات الوساطة المالية تقوم بدورين منفصلين في عملية تدفق الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات المالية التي تعاني عجز، فهي تشتري أدوات مالية مباشرة من الوحدات ذات العجز مقابل المبالغ المالية التي تحتاجها وفي نفس الوقت تقوم بإصدار أدوات مالية خاصة تسمى بالأدوات غير المباشرة، ثم تقوم ببيعها إلى الوحدات التي لها فائض في الادخار مقابل مبالغ متفق عليها.

المطلب الثاني

مفهوم الوساطة المالية وتطورها

بعدما تطرقنا إلى آليات التمويل في المطلب السابق والذي اتضح من خلاله أن الوساطة المالية نتاج من تطور هذه الآليات، وقد كان من الضروري أن تتعرض إلى مفهومها وتطورها.

أولاً: مفهوم الوساطة المالية

هي العملية التي تقوم بها هيئات مالية متخصصة تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقرضين 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.¹

وتعرف الوساطة المالية أيضا بناء على ما جاء في دليل الإحصاءات النقدية والمالية الصادرة عن صندوق النقد الدولي أن الوساطة المالية نشاط إنتاجي تقوم فيه وحدات المؤسسة بتدابير الأموال من خلال تكبد خصومها من حسابها الذاتي بغرض توجيه هذه الأموال إلى وحدات مؤسسة أخرى عن طريق امتلاك أصول مالية.²

كما تعرف أيضا على أنها عبارة عن مؤسسات تقوم بجمع المدخرات من الجمهور بسعر فائدة محدد، وتقرضها على المحتاجين للتمويل لاسيما المؤسسات بسعر فائدة أعلى لتغطية مصاريف التسيير وتخلق أرباح وراء ذلك.³

ومن خلال هذه التعاريف يمكن القول بأن الوساطة المالية هي عبارة عن مجموع العمليات التي تقوم بها أجهزة الوساطة المالية سواء تعلق الأمر بالمؤسسات المالية النقدية أو غير النقدية، وتشمل هذه العمليات الجمع بين المقرضين والمقرضين وتسمى هذه المؤسسات بالوسطاء الماليين.

ويعرف الوسيط المالي على أنه⁴ مؤسسة تتوسط بين المقرضين النهائيين والمقرضين النهائيين، فالوساطة المالية تسمح لعملية الإقراض والاقتراض بأن تنقسم إلى معاملتين منفصلتين، عن بعضهما، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين، وهكذا تتضمن عملية الوساطة مبادلة ثنائية من الحقوق المالية، حيث يعرض الوسيط حقا على نفسه تجاه دائنيه بمقابل نقدي، مستعملا النقود التي حصل عليها من ذلك في خلق حقوق مالية على المقرضين النهائيين وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقرضين النهائيين كما يمكن تعريف الوسطاء الماليين على أنهم: أشخاص طبيعيين أو معنويون يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار وبين الاستثمار الباحث عن الأموال.

¹ وفاء أحمد محمد، "الوساطة المالية في المصارف الإسلامية"، بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي، الاستثمار والتنمية، مجلة الأستاذ، معهد الإدارة الرصافة، العدد 201، 2012، ص 836.

² خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 47.

³ جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2002، ص 8.

⁴ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص 72.

ثانياً: التطور التاريخي للوساطة المالية

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

في عام 1789 ونتيجة لتزايد المديونيات، أصدر الكونغرس أمراً بالموافقة على إصدار ما قيمته 80 مليون دولار من السندات الحكومية، وبعد بضع سنوات تم طرح سهم أول بنك في الولايات المتحدة للاكتتاب، وتبع ذلك ظهور شركات التأمين ثم نشأ نوع من التبادل النظم، وعلى الرغم من وجود سوق رسمية إلا أنه كانت هناك أوراق مالية للتبادل فيما بين المتعاملين وأخذت تلك العمليات بالازدهار والنمو وأصبح تداول الأسهم وتبادلها يتم مثله مثل أي سلطة أخرى.

وفي ربيع عام 1792 اجتمع أربعة وعشرون تاجراً ووقعوا ميثاقاً فيما بينهم في شارع وول ستريت وشكلوا بذلك بداية سوق نيويورك للأوراق المالية، فقد اتفقوا أن يبتاعوا الأوراق المالية فيما بينهم وفي أوائل سنة 1800 تنقل هؤلاء التجار بعدما أصبحوا معروفين بكونهم أعضاء مجلس إدارة سوق الأوراق المالية في نيويورك إلى ما هو معروف اليوم بسوق وول ستريت وتوسعت سوق الأوراق المالية وازداد نشاطها إلا أنه في عام 1920 صدر القانون الذي يوجب على المتداولين اتخاذ مكاتب لهم، وكان نظام الاتصال عبارة عن إشارات يدوية تم تطويره من قبل الوسطاء لتسهيل عملية اتصالهم بموظفيهم.²

المطلب الثالث

أسباب الوساطة المالية

¹ زياد سليم رمضان، محفوظ احمد جودة، إدارة البنوك، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2005، ص 11.

² خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 48.

إن الوظيفة الأساسية التي يقوم بها الوسطاء الماليون¹ هي الوساطة بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز، والوحدات الاقتصادية ذات الفائض، أي بين مجموعتين من المتعاملين المقرضين والمقترضين، وهنا قد يتساءل البعض هل تستطيع كل مجموعة من المجموعتين القيام بالخدمات التي يقدمها الوسيط بنفسها دون الحاجة إلى تدخله؟ وبعبارة أخرى أليست الوساطة المالية تكلفة إضافية يمكن الاستغناء عنها؟ ومقدا لا بد أن نتوقع منطقيا أن تكون الإجابة على هذا السؤال بالنفي، وإلا لما احتلت وظيفة الوساطة المالية هذه المكانة العالية ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة، وفي الواقع فإن الكثير من الخدمات التي تقدمها هي خدمات يجد الأفراد العاديين أو المؤسسات أنه من الصعب إن لم يكن من المستحيل قيامهم بها بأنفسهم، والكثير من المشروعات تجد نفسها عاجزة على الحصول مباشرة على المبالغ الكبيرة التي تحتاجها، وللتغلب على تلك الصعوبة تستطيع اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية التي تتوسط لها لدى الجمهور ولو كانت مساهماتهم قليلة، إلا أنها تستطيع تجميع هذه المساهمات لتؤمن في الأخير المبالغ الكبيرة التي تحتاجها هذه المشروعات وهي بهذا تقدم خدمات مختلفة ومفيدة إلى الطرفين.

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

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

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

✓ يمكن للوسيط تنويع حافظته باكتسابه لأوراق مصدرة من مختلف المقترضين ومنه تخفيض الخطر، والمثال التقليدي في هذا الصدد هو نوعين من الأسهم، الأولى مصدرة من قبل منتج المظلات والثانية من

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 73، 74.

قبل منتج ثياب السباحة، فإن لم تسمح الأموال المدخرة إلى شراء أسهم أحد المنتجين فإن المردودية هنا مرتبطة بعامل الطقس، أما إذا كانت الحافطة مكونة من النوعين فإن عامل الطقس يزول.

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

المبحث الثاني

أنواع الوساطة المالية ووظائفها

تقوم بوظيفة الوساطة المالية أنواع عديدة من المؤسسات المالية التي تختلف أساسا من حيث الوظائف الأساسية للوساطة.

المطلب الأول

أنواع الوساطة المالية

قد كان غيرلي (gurely) وشاو (chaw) من بين الأوائل الذين بحثوا موضوع المؤسسات المالية الوسيطة، وقد صنفوها إلى مجموعتين رئيسيتين: وسطاء النظام النقدي ووسطاء غير النقديين.

ولكن مع التطور الذي حصل خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين بالنسبة لاختصاصات الوسطاء الماليين أصبحت مؤسسات الوساطة المالية تصنف إلى:¹

المؤسسات الوداعية.

المؤسسات غير الوداعية.

أولاً: المؤسسات الوداعية

المؤسسة الوداعية هي مؤسسة مالية تصدر حقوق ذات قيمة ثابتة على نفسها، وهي تشمل الودائع تحت الطلب والودائع لأجل وتقوم هذه المؤسسات بدور هام في عملية خلق الودائع، والتعرف على أنواع المؤسسات الوداعية من خلال العناصر التالية:

✓ البنوك التجارية.

✓ بنوك الادخار.

✓ مؤسسات الادخار والإقراض.

✓ اتحدا الائتمان.

1- البنوك التجارية:

يقصد بالبنوك التجارية ذلك النوع من البنوك الذي يستطيع خلق نقود الودائع أو ما يسمى بالبنوك المصرفية حيث تقوم هذه البنوك التجارية بقبول الودائع من العملاء، وفي مقابل ذلك تعظيم فوائد على

¹ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 54، 55.

ودائعهم لديه، ثم تقوم بإقراض هذه الودائع للمقترضين وتمنحهم الائتمان وتحصل منهم على فوائد مقابل ذلك، وذلك كله بهدف تحقيق الربح عادة ما تكون الفوائد التي تحصل عليها البنوك عن ما تمنحه من ائتمان تفوق الفوائد التي تدفعها للعملاء، نتيجة إيداعهم لديها.

فالبنك بمثابة تاجر سلعته هي النقود، فهو يقبل الودائع ويمنح الائتمان بهدف تحقيق الربح.¹

وتعتبر البنوك التجارية، مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تصطلح أساسا بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل قصير ويطلق على هذه البنوك اصطلاح بنوك الودائع ولا يمكن أن تعتبر بنوكا تجارية ما لم توفر على قبول الودائع.²

لقد تطور دور البنوك التجارية تطورا كبيرا، فمع ظهور وتطور عمليات البورصة، اتسع نشاطها ليشمل دور الوساطة في عمليات البورصة، فبالإضافة إلى تدخلها بعملها لحسابها الخاص من خلال شراء أوراق مالية وبيعها، يمكنها تسيير المحافظ المالية للغير مقابل عمولات عن طريق قيامها بفتح فروع مختصة بالوساطة في عمليات البورصة.

ومن ضمن الخدمات الحديثة التي أصبحت البنوك تضطلع بالقيام بها والتي لها علاقة مباشرة بالأسواق المالية والبورصة تحديدا هي:³

✓ القيام بخدمات الأوراق المالية لحساب عملاءه، ويقصد بذلك شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات لحساب العملاء وحفظها لهم.

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

كوسيط في البورصة عليها أن تتحصل على ترخيص من الجهات المختصة، بالإضافة إلى أنها تقدم ضمانات متعددة يكون الهدف من وراء ذلك حماية وضمان أموال المودعين .

¹ حسن احمد عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة الأولى ، مؤسسة طيبة للنشر و التوزيع، القاهرة، 2008، ص 71.

² مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، ص 218.

³ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص:84،85.

يمكن القول بأن الأمر لم يكن سهلا ميسورا أمام البنوك التجارية في ولوج هذا الميدان وإحراز مكانة فيه وخاصة في مجال عملها كأمناء استثمار بل واجهتها صعوبات ومنافسة شديدة ، تنوعت مصادرها بين جهات أخرى منافسة أو قوانين تشريعات مفيدة ، وقد كانت المنافسة الشديدة من المؤسسات الأخرى- وخاصة منها الوداعية- والتي تقوم بإدارة أموال العملاء وتستثمرها لهم وتقوم بعمليات نقل ملكية الأسهم والسندات وتسجيلها، وتعمل كوصي ومنفذ لها يعهد إليها من خدمات وفي نفس الوقت تتنافس البنوك التجارية في صميم عملها وذلك بقبولها الودائع من العملاء ومنحها القروض لهم، ساعدتها في ذلك مرونة نظمها الأساسية التي تحكم عملها، وأساليب تشغيلها المتنوعة، وتمتعها بإعفاءات ضريبية كبيرة¹.

2- جمعيات الادخار والإقراض:

وهذه من أهم مؤسسات الادخار والإقراض² ، وهي تختلف عن البنوك في أن معظم قروضها هي قروض رهنية، وتقريبا كل ودائعهم هي ودائع مؤقتة، كما يختلفان مع البنوك من ناحية التراخيص القانونية وهي تقوم أساسا بتعبئة الموارد المالية من الودائع الادخارية وتسمى عادة مساهمات، وتستخدم الموارد التي لديها في تقديم القروض العقارية بضمان العقار، ونظرا لان القروض التي تمنحها طويلة الأجل -قد تصل إلى 25 سنة - فإن معظم هذه المؤسسات قد نمت بشكل كبير عندما كان سعر الفائدة منخفضا من عقد الخمسينات حتى نهاية الستينات، ولكن عندما ارتفعت أسعار الفائدة تعرض العديد منها إلى الإفلاس بسبب ارتفاع تكلفة تعبئة الموارد المالية لديها بالمقارنة مع العائد المحقق، مما أدى للسماح لهذه المؤسسات بإصدار ودائع جارية وتقديم قروض للمستهلكين، كما سمح لها بالدخول في أنشطة كانت مقصورة على المصارف التجارية، ولذا أصبحت هذه المؤسسات تخضع حاليا إلى متطلبات الاحتياطي القانوني مقابل الودائع التي لديها مثلها في ذلك مثل المصارف التجارية، الأمر الذي ترتب عليه تقارب نشاط مؤسسات الادخار والإقراض من نشاط المصارف التجارية حاليا، وأصبح هناك تنافس كبير بينهما.

3- بنوك الادخار:

هي مؤسسات مالية -بنوك- تعتمد على الودائع الادخارية للحصول على الموارد المالية من أجل استخدام هذه الموارد في تقديم قروض عقارية، وهي مؤسسات مالية تشابه إلى حد كبير مع مصارف الادخار

¹ سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار أموال العملاء (دراسة تطبيقية تحليلية)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004، ص 18، 19.

² خالد عيجولي ، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 57، 58.

والإقراض، ولكن هيكل هذه المؤسسات يختلف عن هيكل مصارف الادخار والإقراض في أنها تأخذ شكل تعاونيات يمتلكها المودعون، ولقد تعرضت هذه المؤسسات إلى مشاكل مثل مصارف الادخار والإقراض نتيجة لاقتصار نشاطها على تقديم القروض العقارية فقط، ولذا سمح لها القانون حالياً بإصدار ودائع تحت الطلب وتقديم قروض على المستهلكين بجانب قروض الرهون العقارية.

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

4- اتحاد الائتمان:

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

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

ثانياً: المؤسسات غير الوداعية

وهي مؤسسات متعددة يجمع بينها خيط مشترك يتمثل في تقديم الخدمات المالية فيما عدا تلقي الودائع وأي مشروع يتكون بالطبع من أكثر من نوع من المؤسسات، فعلى سبيل المثال بعض سمسرة الأوراق المالية يعملون في صناديق الأسهم المشتركة والصناديق النقدية المشتركة، ويعملون كذلك كمتعاملين في الأوراق المالية ونذكر من أهم هذه المؤسسات:³

¹ محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 149.

² عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 84، 85.

³ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 58، 59.

1- مؤسسات الحماية ضد المخاطر (شركات التأمين):

هي مشروعات وظيفتها تأمين الأفراد ضد خطر، ولكنها تلعب دورا غير مباشر كواحدة من أهم مؤسسات الوساطة المالية، حيث تقوم هذه الشركات بتجميع فوائض الوحدات ذات الفائض في صورة أسهم وأقساط تأمين وتقوم بنقلها إلى الوحدات ذات العجز من المشروعات تحت التأسيس أو مشروعات قائمة بالفعل، ونظرا لضخامة وأهمية الدور الذي تمارسه هذه الشركات فإن الدول تتدخل كثيرا في تنظيم طرق ممارسة هذه الشركات لوظيفتها، بل أحيانا تجبرها على الاحتفاظ بنسبة من الاحتياطات النقدية وغالبا ما تقوم شركات التأمين بتوظيف أموالها من أسهم وسندات وان كانت بعضها تميل إلى اختصاص جزء من أموالها في موجودات مالية وتتعدد اختصاصات شركات التأمين منها: التأمين البحري، التأمين على الحياة، التأمين ضد الحريق،... الخ.

وهي في الغالب تنقسم إلى نوعين رئيسيين هما:

1-1 شركات التأمين على الحياة:

يقوم هذا النوع من الشركة بتقديم خدمات مالية عديدة فهي تبيع تأمين محدد المدة أي تأميننا خالصا، وسياسات تأمين أخرى ذات الملامح الادخارية تماما مثل المعاشات أي التي يتم دفعها بشكل مضمون عند بلوغ سن معينة، وهي تدير أيضا صناديق المعاشات وتقوم أيضا هذه الشركات بتقديم مدفوعات طارئة بحكم كونها تقدم تأمين ومعاشات وفيما يتعلق بملامح الادخار في سياسات التأمين فإنها حين تستثمر المبالغ الزائدة المؤقتة فإنها تعمل كوكالات للمدخر لأنها شركات مشتركة ، وكمروجي تجزئة للاستثمار لكونها شركات مساهمة أي شركات يمتلكها مساهمون، ونظرا لأن التزاماتها طويلة الأجل فإنها تستثمر في أصول ليست سائلة مثل السندات طويلة الأجل والأسهم.

1-2 شركات التأمين ضد الكوارث:

يقدم هذا النوع من الشركات خدمات التأمين ضد الحوادث، الحرائق، السرقة وغيرها من الخسائر، كما تقدم هذه الخدمات لتأمين بعض الحوادث مثل: حوادث السيارات التي تولد مسؤوليات معروفة ومتوقعة، بينما البعض الآخر مثل التأمين ضد العواصف، الأعاصير ولكي تستطيع هذه الشركات أن تعطي مثل هذه الخسائر فإنها تحوز كميات كبيرة من الأصول المالية والأصول ذات السيولة الكبيرة.

2- شركات الاستثمار:

تعرف هذه الشركات على أنها 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 من قبل إدارة محترفة، وحيث يمكن لكبار المستثمرين وصغارهم المشاركة في صناديق شركات الاستثمار، فهذه الشركات وجدت أساسا لمساعدة صغار المستثمرين الذين ليست لهم المعرفة اللازمة لإدارة محافظهم الاستثمارية، وأيضا من أجل مساعدة كبار المستثمرين الذين لا يتوفر لديهم الوقت الكافي لإدارة محافظهم الاستثمارية.¹

ويمكن تصنيفها إلى نوعين من الشركات هما:²

2-1 شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

هي عبارة عن صناديق مشتركة يتم خلالها إعادة شراء الأسهم من ملاكها في أي وقت وبأي كمية كما تبيع للمستثمرين الجدد في أي وقت وبأي كمية.

2-2 شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة:

شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة تعني أنها تصدر مرة واحدة ويعدد محدود أو كمية محدودة من الأسهم القابلة للتداول في السوق المالية.³

فهذا النوع من الصناديق بمجرد إقفاله، لا يمكن شراء وبيع أسهمه إلا من خلال السوق، ويتم التداول هنا على أساس أسعار السوق وعمليات المضاربة فيه ولقد سميت بهذا الاسم (النهاية المغلقة) لأن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير باستثناء حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق غير أنه لا تبدي هذه الشركات ذات النهاية المتعلقة استعادتها لإعادة شراء أسهمها إذا ما رغب حاملها في التخلص منها.⁴

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص:89، 90.

² www.startimes.com/faspx?t=16813527 consulté le 09/03/2015,20 :24.

³ www.laghout.net/vb/showthead.php?t=40382 consulté le 09/03/2015 20 :29.

⁴ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص:ص 90، 91.

وتعتبر صناديق الاستثمار الأدوات الرئيسية لشركات الاستثمار ويتمثل هدفها الرئيسي في زيادة القيمة الرأسمالية لحصص الصندوق، حيث تختلف الطرق المستخدمة لتحقيق هذا الهدف باختلاف طبيعة كل صندوق ومن ثم يوجد العديد من صناديق الاستثمار نعرضها فيما يلي:¹

أ-صناديق الأسهم العادية:

تشتمل على الأسهم العادية فقط وعلى الرغم من ذلك فإن الصناديق تختلف فيما بينها بسبب اختلاف الخصائص ونجد منها:

- ✓ الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات الرائدة في مجال معين.
- ✓ الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات التي تتمتع بدرجة عالية من النمو
- ✓ الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات التي لها تاريخ وسياسة واضحة فيما يتعلق بالتسويق.
- ✓ الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات ذات النسبة المنخفضة من التوزيعات والتي تعيد استثمار الجزء الأكبر من دخلها.

ب-الصناديق المتوازنة:

هي صناديق تقوم بتقسيم استثماراتها فيما بين الأوراق المالية ذات معدل الفائدة الثابت و بين الأسهم العادية منخفضة المخاطر.²

أي تشتمل هذه النوعية من الصناديق على أسهم عادية و أدوات مالية أخرى ذات دخل ثابت مثل السندات، حيث تهدف هذه الصناديق إلى الزيادة الرأسمالية في قيمة الصندوق وكذلك ضمان تحقيق دخل محدد وتختلف نسبة الأسهم العادية في الصندوق باختلاف أهدافه، فإذا كان الهدف هو تحقيق نسبة مرتفعة من الدخل مع تحمل مخاطر مقبولة، فإنه من المتوقع أن ترتفع نسبة الأسهم العادية إزاء النسب الخاصة

¹ خالد عيجولي ، مرجع سبق ذكره، ص60.

²www.invest.gov.eg/general/get fudslist. consulté le 10/03/2015,18 :44.

بالأوراق المالية الأخرى، بينما إذا كان الهدف الأساسي هو تدني المخاطر، فسوف تزيد نسبة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات

ج-الصناديق المتخصصة:

تتعدد وتتوسع الصناديق المتخصصة، وواحد من أهم هذه الصناديق المتخصصة هو صندوق السندات bond fund و الذي تطور ونما في السنوات الأخيرة، حيث يتركز اهتمامه الأساسي على توليد دخل من خلال الاستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، يضاف إلى ذلك محاولة زيادة القيمة الرأسمالية للصندوق من خلال إدارة محترفة لمحفظة الصندوق

د-الصناديق ذات الأغراض المزدوجة:

تتمتع هذه الصناديق بأن استثماراتها موزعة بين نوعين من الأسهم، لاهي أسهم الدخل وأسهم النمو، يضاف إلى ذلك أن الصناديق المزدوجة (وهي عادة تنتمي إلى الصناديق ذات النهاية المغلقة) لها تاريخ انقضاء يتم بعد تصفية استثمارات الصندوق وتوزيع حصيلته على المساهمين وتتميز الصناديق المزدوجة بتلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين.¹

وتتميز صناديق الاستثمار بالعديد من المزايا ومنها:²

1- توافر الإدارة المحترفة:

تتميز صناديق الاستثمار بخبرات الإدارة المحترفة وهو ما يصعب أن يحققه صغار المستثمرين حيث يقوم مدير الصندوق بالعمل على اختيار أفضل إستراتيجية للصندوق تعمل على تحقيق أهداف الصندوق، وكذلك يقوم مدير الصندوق بمراجعة أداء الصندوق بصورة دورية لإعادة النظر في تشكيلة الأوراق المالية المكونة للصندوق سواء بالاستبعاد أو الاستبدال أو الإضافة وفقاً للتغيرات والظروف الاقتصادية.

2- التنوع الكفاء للاستثمارات:

¹ خالد عيجولي ، مرجع سبق ذكره، ص ص: 61، 62.

² www.showmethfunds.com/investor/consulté le 10/03/2015.21:43.

يقصد بالتنوع قيام إدارة الصندوق باستثمار أموال الصندوق في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية التي تنتمي لقطاعات مختلفة في السوق وهذا التنوع المتوفرة في صناديق الاستثمار من حيث أهدافها يتيح الفرصة أمام قطاع عريض من المستثمرين للاستثمار حسب أهداف كل منهم الاستثمارية حيث يوجد العديد من صناديق الاستثمار ذات الأهداف الاستثمارية المختلفة.

3- المرونة و الملائمة:

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

4- تنشيط حركة أسواق المال:

إن خاصية تنوع الاستثمار وانخفاض المخاطر من شأنها تشجيع المستثمرين قليلي الخبرة أو محددي الدخل في الاستثمار في شركات الاستثمار التي من شأنها أن تنشط حركة أسواق المال.¹

ومن الانتقادات التي وجهت إلى صناديق الاستثمار أهمها:²

- ✓ مزاحمة المدخرين الذين رغبوا في إنشاء محافظ مالية خاصة بهم، وبالتالي القضاء على ركن أصلي في نشاط سوق الأوراق المالية.
- ✓ ارتفاع تكلفة إدارة الصناديق مما يؤثر على العائد الذي يحققه المستثمر في وثائق الصناديق وخاصة أن الاعتماد الأكبر هو على شركات الإدارة الأجنبية.
- ✓ قيام الصناديق بشراء أوراق مالية في بورصات إقليمية أو عالمية، فتتبعه أموال المدخرين إلى الخارج دون تحقيق فائدة للاقتصاد الوطني.
- ✓ فرض المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار ولحملة الوثائق.

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 93، 94.

² صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص ص: 184، 185.

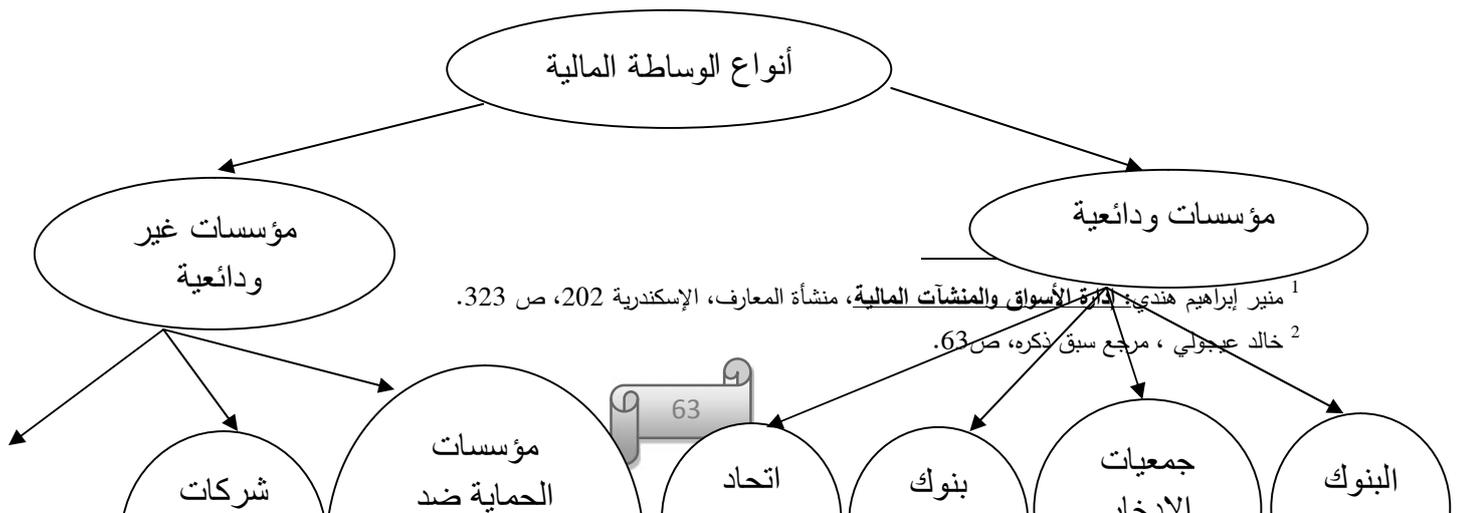
- ✓ نقص المعلومات والبيانات التي ظهرت في نشرة إصدار الصناديق مما يعطي صورة غير كاملة عن الصندوق أو عملياته المستقبلية.
- ✓ لم تظهر حتى الآن "شركات مساهمة مستقلة" لصناديق الاستثمار، وبالتالي لم يترتب على ظهور الصناديق تنشيط حركة البورصة بإجراء تداول للوثائق.
- ✓ السماح للصناديق بالاستثمار في أصول أخرى غير الأوراق المالية، قد يؤدي إلى العجز في توفير السيولة في الوقت المطلوب لحاملي الوثائق وخاصة في الشركات المساهمة المراد إنشاؤها.
- ✓ وأخيرا فإن المستثمر في صناديق الاستثمار الدولية يكون عرضة لمخاطر أسعار الصرف، إذ تنخفض قيمة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية كلما انخفضت العملة الأجنبية المقومة بها تلك الأوراق .

3- شركات التمويل:

على خلاف شركات الاستثمار التي يتمثل حق المستثمر في تشكيلة صندوق من صناديقها ويحصل مقابلها على أسهم فإن شركات التمويل تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض من بنوك تجارية، أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم القروض القصيرة ومتوسطة الأجل للأفراد ومنشآت الأعمال¹.

كما تؤجر بعض الأجهزة لمشروعات وتوفر لهم النقود التي تكفلها، ويسمى بعض هذه الشركات بشركات التمويل المحدودة والمملوكة بواسطة صانعي السلع المعمرة مثل الجنرال موتورز، ولقد نمت هذه الشركات على نحو سريع وفي الوقت الحالي فإن الحجم الكلي لقروض أعمالها القائمة يساوي 2/3 قروض العمال التي تقدمها المصارف².

الشكل رقم 03: أنواع الوساطة المالية.



¹ منير إبراهيم هندي: *البنوك والأسواق والمنشآت المالية*، منشأة المعارف، الإسكندرية 202، ص 323.

² خالد عجولي، مرجع سبق ذكره، ص 63.

المصدر: من إعداد الطالبة .

المطلب الثاني

أهمية الوساطة المالية

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

1- بالنسبة لأصحاب الفائض المالي:

بالنسبة لهذه الفئة من الأفراد سمحت الوساطة المالية بتحقيق مزايا عديدة، نذكر أهمها فيما يلي: ¹

- ✓ مصداقية الوسيط المالي مضمونة، وليس السبب في ذلك يتمثل في حجم السيولة التي يسيروها فحسب، ولكن بصفة رئيسية نظرا للقوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين، فأموال المودع هي إذا مأمونة الحفظ، وهو ما لا يتوفر دائما في حالة علاقة التمويل المباشرة.
- ✓ يتيح وجود الوساطة المالية لصاحب الفائض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فالمؤسسات المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة مثل هذه الاحتمالات.

¹ www.startimes.com/f.spx?=132755664consulté le 12/03/2015 12 :27.

✓ يتجنب صاحب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإفراض المباشر فالمؤسسة المالية الوسيطة نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة، ومن مركز مالي قوي تكون على العموم في وضعية مالية تسمح لها بتنفيذ كل التزاماتها تجاه المودعين الذين تعتبر ودائعهم مبالغ صغيرة مقارنة بما يحتفظ به من حوزتها.

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

2- بالنسبة لأصحاب العجز المالي:

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

و يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في الجوانب التالية:¹

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

✓ 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.

¹ الطاهر لطرش ، تقنيات البنوك دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية، الطبعة السابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 9.

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

3- بالنسبة للوساطة المالية ذاتها:

إذا كانت الوساطة المالية تؤدي كل هذه الخدمات لأصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، ماذا ستستفيد من وراء ذلك؟ في الواقع لا تقوم الوساطة المالية بذلك من دون مقابل، وإنما تستفيد بالكثير من المكاسب، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

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

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

4- بالنسبة للاقتصاد ككل:

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

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

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

✓ 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.

المطلب الثالث

وظائف الوساطة المالية

تقوم الوساطة المالية بعدة وظائف نذكر أهمها فيما يلي:¹

1- تقديم المعلومات المالية وتحليلها:

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

2- تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة:

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

¹ خالد عيجولي ، مرجع سبق ذكره، ص52.

بالنسبة للناحية الأولى نجد أن الوسيط يكون حجم عملياتهم كبيرا فإن توزيع التكاليف المصاحبة لهذه العمليات على هذا الحجم الكبير من الأصول المتعامل فيها يجعل نصيب كل واحد من هذه الأصول (الأوراق المبيعة والمشتريّة) من إجمالي هذه التكاليف (التكلفة المتوسطة) صغيرا جدا بالمقارنة مع التكلفة المتوسطة التي تتحملها كل وحدة من الأصول (الأوراق المالية) في العمليات الصغيرة المناظرة التي يقوم بها المدخرون النهائيون بأنفسهم.

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

توفير الائتمان وتقديمه إلى رغبته:

ارتبط ظهور الوسطاء الماليين في البداية بعملية نقل فوائض المدخرين (الوحدات ذات الفائض) إلى المستثمرين والمستهلكين (الوحدات ذات العجز) ثم مع تزايد الحاجات الاقتصادية إلى الائتمان تطورت وظيفة الوسطاء الماليين فلم تعد تنصب فقط على تسهيل عمليات الائتمان المباشر بل أصبحت تحاول توفير مقادير إضافية جديدة (خلق دين جديد) عن طريق خلق (إصدار) الأصول المالية المباشرة، ومن معاد القول أن الوسطاء الماليين يعملون بهذا على سد الفجوة بين الإنتاج والاستهلاك وهو كما رأينا شرط لضمان نمو الدخل القومي بمعدل مستقر ولقد كان هذا التحول في طبيعة وظيفة الوساطة المالية من الناحية العملية مقترنا بتحول على مستوى الفكر النظري أيضا، فلقد كانت النظرية الكلاسيكية تنظر إلى القطاع المالي - بصفة عامة - على أنه مجرد قطاع محايد كل ما يقوم به هو جمع الموارد المالية ليمول بها القطاعات

¹ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 52.

الإنتاجية حسب إنتاجيتها، ولقد ظل الفكر الاقتصادي أسير هذه التعاليم، حتى ظهر كينز وحاول مرة جذب الانتباه حول أهمية القطاع المالي حيث قرر أن التوازن العام للاقتصاد القومي لا يتحقق إلا إذا تحقق التوازن العام في مختلف القطاعات بما فيها القطاع المالي، فشرط التوازن العام في النظرية الكينزية هو توازن سوق النقد والمال وسوق الإنتاج وسوق العمل، وفي الآونة الأخيرة ظهرت كتابات مختلفة تؤكد على أهمية السوق المالي وتظهر بوضوح الكيفية التي يرتبط بها التطور الاقتصادي للسوق بتطوره المالي كما تظهر ارتباط كمية النقود ورأس المال العامل من جهة بحجم الناتج القومي وثررة الأفراد من جهة أخرى.¹

3- توفير السيولة وتدنية المخاطر:

يتميز الوسطاء الماليون بأنهم يخلقون سيولة حيث يجعلون من الممكن للمقرضين أن يقرضوا قصير الأجل والمقرضين طويل الأجل، ورغم حقيقة أنهم استخدموا أموال المودعين لتقديم قروض طويلة الأجل فإنهم يستطيعون أن يعدوا المودعين بأنهم يستطيعون سحب ودائعهم في أي وقت، لو أن لديها عدد من المودعين الأفراد الصغار ذوي القرارات المفصلة حول ما إذا كانوا سيسحبون ودائعهم أم لا حيث لا ترتبط قراراتهم حول سحب ودائعهم أم لا ومن ثم يستطيع البنك مثلا أن يتنبأ على نحو جيد بالتوزيع الاحتمالي لمسحوبات ومع ذلك فإن هذا الوضع الجيد للعمل لا يستمر هكذا دائما، فافتراض على سبيل المثال أن يخشى العامة أن بنكا ما مثلا سيفلس، فإن عددا كبيرا من المودعين غير المؤمنين سيحاولون أن يسحبوا ودائعهم على نطاق واسع.

أما الفائدة الأخرى فتكمن في تدنية المخاطر فالمدخر النهائي مهما كانت قيمة الفوائض المتاحة لديه لغرض الاستثمار لن تمكنه إلا من شراء عدد صغير من الأصول غير المتنوعة، وبالتالي فإن حجم المخاطرة الذي يواجهه كبير إذا ما حدث وانخفضت أسعارها السوقية وأراد التخلص منها قبل استحقاقها، فإن الوسيط المالي نظرا لما يستطيع أن يجمع من فوائض يصبح حجمها في النهاية كبيرا جدا، فإنه يستطيع شراء أحجام كبيرة جدا، فإنه يستطيع شراء أحجام كبيرة ومتنوعة من الأصول وهو بهذا يحقق قدرا من الأمان ضد مخاطر انخفاض قيمة بعضها نظرا لاحتمال أن ترتفع قيمة البعض الآخر في نفس الوقت مما يلغي الأثر الأول، فضلا على أن الوسطاء الماليين كما ذكرنا من قبل يستطيعون بإمكانياتهم الكبيرة أن يستخدموا أخصائيين في المجال المالي من ذوي الكفاءات العالية التي تقوم بتحليل الائتمان ووضع المعايير المناسبة

¹ عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص، 82.

لتقييم المقترضين، ولذلك فإن الذي يقتني أصولاً مالية لوسيط مالي، يعرف أنه يجوز دينا في مواجهة وسيط تتميز محفظة أوراقه بالتنوع الذي يدني حجم المخاطرة المحتملة، وهو أمر غالبا ما لا يستطيع المدخر نفسه تحقيقه بمعرفته.¹

المبحث الثالث

الوسطاء الماليون في عمليات البورصة

لكي يقوم المستثمرون بادخار أموالهم عن طريق البورصة، يجب أولا اختيار الوسيط المالي المناسب، والذي يخول له القانون الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية المختلفة، والذي يستطيع تلقي وتنفيذ الأوامر إما بالبيع أو الشراء، بحيث يستطيع التحكم في هذه الاستثمارات، وسوف يتم في هذا المبحث التعرف أكثر على الوسطاء الماليون في عمليات البورصة وذلك عن طريق إلقاء الضوء على:²

وسيط عمليات البورصة، وظائفه وشروط ممارسة دوره

أنواع الوسطاء في عمليات البورصة.

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

² عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 98، 99.

قواعد وأدبيات مهنة وسيط عمليات البورصة.

المطلب الأول

وسيط عمليات البورصة، وظائفه وشروط ممارسة دوره

نظرا لتعدد وتعقد العمليات المبرمة في البورصة، كان من الضروري تعيين فئة متخصصة من شأنها تسهيل وإتمام العمليات وضمان استيفائها لجميع الشروط وتعرف هذه الفئة بالوساطة في عمليات البورصة، ومن أجل التعرف عليها سنتطرق إلى العناصر التالية:

✓ تعريف وسيط عمليات البورصة ومختلف فئاته.

✓ وظائف وسيط عمليات البورصة.

✓ شروط ممارسة دور وسيط عمليات البورصة.

أولاً: تعريف وسيط عمليات البورصة ومختلف فئاته

يعرف وسيط عمليات البورصة على انه ذلك الشخص الطبيعي أو المعنوي المتخصص في بيع وشراء الأوراق المالية، ويجب أن يكون حاصلا على ترخيص من لجنة عمليات البورصة تؤهله للقيام بهذه المهمة حيث تشترط لتسجيل الوسيط توفر المعايير التأهيلية المتعلقة بكفاءته ونزاهته وصحته المالية وذلك حماية للمتعاملين في البورصة.

ويمكن تعريفه بأنه كل شخص طبيعي أو معنوي له دراية، وخبرة في شؤون البورصة وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشتري.

ويمكن تعريفه من الناحية القانونية بأنه "أي شخص طبيعي أو معنوي يتوسط بين بائع ومشتري الأوراق المالية لإتمام صفقة بينهما، وحده له الحق في القيام بعملية الوساطة في تداول القيم المنقولة شرط الحصول على ترخيص لذلك"

يتضح لنا من خلال ما سبق أن الوسيط قد يكون شخصا طبيعيا (فرد) أو شخصا معنويا (مؤسسة) حيث لا تهتم طبيعة الوسيط بقدر ما يهم النشاط الذي يزاوله، إذ انه يتوسط بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية

في البورصة، وكي يمارس هذا النشاط يجب أن يكون على دراية وخبرة في هذا المجال وان يكون له ترخيص بذلك.¹

ومن خلال التعاريف السابقة لوسيط عمليات البورصة تدرج الفئات التالية:

1- سمسرة الأوراق المالية:

يجب التفرقة بين السمسار الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه، وبين بيوت السمسرة التي تقدم الخدمة الكاملة في هذا المجال، فالأول يسمى بالسمسار الوكيل وقد يطلق عليه اسم سمسار الخصم وهي عبارة عن شركات السمسرة التي قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء والتي تتمثل في عمليات البيع والشراء وبصفة خاصة تلك الأعمال المرتبطة بالجوانب الإجرائية، ومقابل ذلك فإنه يحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات، وفي نفس الوقت هناك سمسار وكيل والذي يقوم بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدءاً من الإجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم النصح والمشورة لاتخاذ القرار المناسب.²

2- صانع السوق (الوسيط التاجر):

يحصل الوسيط التاجر على الفرق بين شراء الورقة وسعر البيع لطالبا فهو يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه انتظاراً لقابلية أوامر العملاء لذلك يطلق عليهم صانعو السوق، مما يعني أن معظم شركاتهم تقوم بعمليات السمسرة وتجارة الأوراق المالية، وهي تتحمل المخاطر الناتجة عن ذلك بينما يعمل السمسار لحساب الغير فقط مقابل عمولة ولا يحتمل أية مخاطر، وهو يمثل الجهة التي تقوم بالترويج للأوراق المالية من خلال تقديم عروض أفضل في سعر الشراء والبيع مما يساهم في توفير درجة السيولة في سوق الأوراق المالية.

3- المتخصصون:

¹ غنية هدا، "النظام القانوني للوساطة في عمليات البورصة"، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2002، ص 12.

² عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 99، 100.

وهم أعضاء في السوق المالي الذي يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية أو مجموعة محدودة من الأوراق المالية، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة مالية أكثر من تخصص واحد، وبعبارة أخرى فإن المتخصص ما هو إلا سمسار اختار وفق نشاطه على مجموعة محدودة من الأسهم يتم تداولها في مركز واحد، وهو بهذا لا يفارق ذلك المركز، يقوم بتلقي طلبات السماسرة الآخرين لينفذها نيابة عنهم، ولا يحق أي وسيط أن يمارس أعمال المتخصص إلا بموافقة لجنة السوق المالي، كما يشبه التجار كونه يستطيع أن يتجر لحسابه الخاص، يبيع وشراء، بهدف تحقيق الربح ويعمل المتخصصون بطريقة تحقيق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة، ففي حالة زيادة المعروض عن المطلوب من ورقة مالية معينة يعمد المتخصص إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لجذب مشتريين جدد، كما يبدي في ذات الوقت استعداداً لشراء ما يرفض منها ليضيفه إلى المخزون، وذلك في محاولة أخرى لتحقيق التوازن، ومن ناحية أخرى عندما يزيد المطلوب عن المعروض يلجأ المتخصص إلى استخدام ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد، أو يرفع من الأسعار (زيادة الهامش) وهو في ذلك ملزم بأن تكون التغيرات السعرية طفيفة مما يحقق هدف ضبط إيقاع حركة السوق وليس بهدف تحقيق أرباح طائلة، وهكذا يمكن القول بأن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين، ونظراً لخطورة الدور الذي يلعبونه في هذا الشأن فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد.¹

ثانياً: وظائف وسيط البورصة

وسطاء البورصة يتعاملون مع مجموعة متنوعة من المستثمرين كبار المستثمرين، صغار المستثمرين أصحاب الخبرة والكفاءة في تسيير استثماراتهم، العاجزين عن تسيير استثماراتهم، وبالتالي جاءت وظائفهم داخل البورصة متنوعة تتوع الأصناف التي يتعاملون معها، ويمكن حصرها بشكل عام في :²

1- التفاوض على الأوراق المالية:

ويتعلق ذلك بتنفيذ أوامر الشراء أو البيع بحيث يحقق أحسن سعر ممكن في الإطار الممكن للتفاوض (حيث أن الأوامر مرتبطة بمدة معينة) وتتطلب المفاوضة في الأوراق المالية معرفة دقيقة لأحوال السوق

¹ خالد عيجولي ، مرجع سبق ذكره، ص ص:67،68.

² خالد عيجولي ، مرجع سبق ذكره، ص ص:70،71.

المالية ومعلومات وافية عن الورقة المالية محل التفاوض وخبرة كبيرة عن تحركات الأسعار في السوق بحيث يمكن مثلا أن يجرى الأمر، أو أن ينتظر حتى اللحظة المناسبة التي يتحقق فيها أحسن سعر بيع / شراء للعميل.

2- حفظ الأوراق المالية:

قد لا يرغب العميل في أن يأخذ الأوراق ويأتي بها في كل مرة يرغب في إجراء معاملة ما في البورصة وخاصة ما إذا كانت قيمتها كبيرة جدا، أي ستكون في خطر من السرقة، أو الضياع لذا يقوم وسطاء البورصة بالاحتفاظ بالأوراق المالية للعميل وذلك في أماكن مخصصة لذلك، كما أنها قد تضع تأميناً لها ضد حوادث السرقة أو الضياع أو الحوادث (كالاحتراق مثلا)، وبالتالي توفر على العميل الكثير من الجهد في المراقبة والمحافظة على أوراقه المالية.

3- تقديم النصح والمشورة:

يمكن أن يقدم الوسطاء النصح والمشورة للعملاء، بشأن قرارات الاستثمار وما قد ينطوي عليه عمليات البيع والشراء للقيم المنقولة، وتبقى حدود النصح والمشورة المقدمة للعميل تتوقف على الشروط المتفق عليها بين الوسيط والعميل فيمكن أن يلتزم السمسار بالقيام بدور المستشار فقط دون أن يكون له الحق في اتخاذ القرار، ويمكن أن تتعدى إلى الإشراف على القيمة المنقولة، وهذا ما سنراه في الوظيفة اللاحقة.

4- تسيير الحافظة لصالح العميل وإدارتها:

قد يلمس العميل في نفسه العجز عن تشكيل محفظة أوراق مالية وتسييرها، وبالتالي يلجأ إلى الوسيط المالي لينوب عنه في هذه المهمة ويمضي له توكيلا بذلك، ويضع بمساعدته إستراتيجية استثمارية، هذه الإستراتيجية تلبى أهدافه الاستثمارية مع الأخذ بعين الاعتبار حالته المادية، ويمكن أن تنص الاتفاقية بين العميل والوسيط بان يقوم هذا الأخير بإدارة محفظة العميل، فيقوم بتوفير المعلومات عن القيم المنقولة والشركات المصدرة لها وتحليلها وكذلك معلومات حول طريقة تسيير المحفظة والأرباح المحققة وغيرها من المعلومات المفيدة في تسيير المحافظ على أحسن وجه، وقد يصل الأمر إلى قيام الوسيط بإدارة محفظة العميل باتخاذ قرارات استثمارية نيابة عنه ويحدث هذا بالنسبة للمستثمرين من ذوي الخبرة في الشؤون المالية

وتخضع الوكالة الممنوحة للوسيط لتسيير الحافظة لعقد ممضي من قبل صاحب الحساب، يشمل هذا العقد على شروطها معرفة بتعليمات من اللجنة وتتمثل في طبيعة: العمليات التي يمكن للوسيط القيام بها، الأخطار التي يمكن أن يتحملها، شروط عمل الحساب ومكافأة المسيرين، ويمكن إلغاء هذه الوكالة في أي وقت من كلا الطرفين باستعمال كل الوسائل الممكنة، إذ كان الإلغاء من الوسيط فهو مجبر على إخبار زبونه بكل المعلومات والتوضيحات بإشعار مسبق على الأقل خمسة أيام قبل تاريخ الإلغاء بمجرد معرفة الموكل للإلغاء أو انقضاء أجل الإشعار، يوقف الوسيط عمليات الحساب ويتوقف عن القيام بصفقات جديدة، وتعلم اللجنة حالاً إذا كان الإلغاء من الزبون برسالة مسجلة مع إشعار بالاستلام.

5- توظيف الأموال:

يقوم الوسيط بهذه الوظيفة عن طريق البحث عن مقتنين أو مكتتبين جدد للأوراق المالية المصدرة لصالح مصدرها الذي يقوم باللجوء العلني للادخار، وذلك مقابل عمولة يتلقاها الوسيط بموجب عقد يحرر لهذا الغرض من قبل الطرفين.¹

6- تخفيض التكاليف:

يعمل وسيط عمليات البورصة على تقليل تكاليف التعامل استناداً إلى المعلومات والخبرة والكفاءة والقدرات المتخصصة التي تتاح لديه وبما تحقق استفادة المتعاملين منها.²

ثالثاً: شروط ممارسة دور وسيط عمليات البورصة

هذه الشروط يجب أن تتوفر في الشخص المعنوي (مؤسسة الوساطة) والشخص الطبيعي وسوف يتم التطرق إليها في ما يلي:³

¹ لعبادي نسيم، "فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد مع دراسة حالة الجزائر"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2004، ص 29.

² عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 102، 103.

³ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 69.

1- شروط تتعلق بالشخص الطبيعي:

- ✓ الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلا على مؤهل جامعي أو ما شابه ذلك.
- ✓ اغلب التشريعات تشترط الجنسية والأهلية القانونية.
- ✓ إثبات حسن السيرة والنزاهة التجارية وان لا يكون قد حكم عليه في قضايا تمس الشرف.
- ✓ أن لا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة، فلا يكون عضوا في مجلس إدارة إحدى الشركات ولا مستشار أو خبير بها أو بأحد المصارف.
- ✓ اجتياز دورة متخصصة معدة للتأهيل للوظيفة.

وفي الاختبارات الخاصة بالوظيفة يراعي أن يكون الوسيط ملما بالمحاور الأساسية التالية:

التحليل الاقتصادي الكلي والتحليل الاقتصادي الجزئي، المحاسبة المالية وإعداد القوائم المالية، التحليل المالي والأساسي والفني والكمي للوراق المالية، القوانين المتعلقة بسوق المال، قواعد السلوك المهني، لوائح العمل الداخلية بالبورصة... الخ.

2- شروط تتعلق بالشخص المعنوي:

إذا كان الوسيط في شكل مؤسسة مالية فإنها يجب أن تتميز ببعض الشروط الخاصة منها:

- ✓ الحصول على الاعتماد من اللجنة المخولة للعمل داخل البورصة.
- ✓ توفر حد ادني من رأس المال.
- ✓ اكتساب محل خاص لمزاولة المهنة.
- ✓ توفر الوسائل المادية اللازمة لضمان الاتصال الحسن.
- ✓ توفر الموارد البشرية ذات الخبرة والكفاءة اللازمة.
- ✓ القدرة على توفير المعلومات والبيانات اللازمة للعملاء والمحافظة على مصالحهم.

3- شروط كفاءة وفعالية الوسيط المالي:

على الوسيط إضافة إلى الشروط السابقة أن يتجلى ببعض المواصفات التي تساعده على أداء وظيفته بكفاءة وفعالية منها:

- ✓ الأمانة في تنفيذ الأوامر وطلبات العميل.

- ✓ أن لا يضغط على العميل بخصوص تنفيذ العمليات من بيع وشراء.
- ✓ مراعاة مصلحة العميل والاتهام بطلباته واحترام أفكاره.
- ✓ التوفيق بين طلبات العملاء حتى لا يحدث تعارض فيما بينها.
- ✓ الخبرة الشخصية ورؤية السوق.
- ✓ القدرة على التحليل العام للاقتصاد سواء على المستوى الكلي أو الجزئي، حتى يستطيع التعرف على المناخ العام للبيع والشراء.
- ✓ استخدام أسرع الطرق للاتصال حتى يستطيع تلقي وتنفيذ العمليات الخاصة به.

المطلب الثاني

أنواع الوسطاء في عمليات البورصة وأهميتهم

أولاً: أنواع الوسطاء في عمليات البورصة:

يتدخل الوسيط في عمليات البورصة بشكليين:¹

بصفته سمسار للأوراق المالية (وهو الوسيط ذو النشاط المحدود) أو بصفته تاجراً للأوراق المالية (وهو الوسيط ذو النشاط الدائم).

1- الوسيط ذو النشاط المحدود:

يمارس هذا الوسيط مهمة واحدة في البورصة وهي التفاوض في القيم المنقولة دون النشاطات الأخرى.

2- الوسيط ذو النشاط الدائم:

يتولى هذا النوع من الوسطاء إجراء كل العمليات على القيم المنقولة فيمارس الوسيط إضافة إلى مهمة مفاوضة القيم المنقولة القابلة للتداول بالبورصة الأنشطة التالية:

- ✓ شراء وبيع القيم المنقولة لحسابه.

¹ غنية هدا، مرجع سبق ذكره، ص 13.

✓ توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.

✓ تسبير حافظات القيم المنقولة لحساب الغير بموجب توكيل.

ثانيا: أهمية الوسطاء في عمليات البورصة

يعتبر الوسيط القلب النابض في البورصة، فهو يلعب دورا جوهريا في هذا المجال، إذ أنه يتكفل بمساندة وتوجيه المؤسسة حتى إتمام التسجيل الفعلي وبعده، فنستطيع القول بأن نجاح أو فشل عملية دخول المؤسسة إلى البورصة يتوقف بنسبة كبيرة على مهارة وكفاءة الوسيط الذي يتكفل بها.

ف نجد مختلف المتعاملين بالبورصة يلجئون إلى الوسطاء في عمليات البورصة لتنفيذ أوامرهم بيعا أو شراء والاستفادة من مختلف الخدمات التي يقدمها هؤلاء وذلك نظرا للأهمية التي يحتلها الوسطاء في مجال التعامل بالأوراق المالية والتي يمكن تلخيصها في ¹:

1- الخبرة والتخصص:

حيث يتمتع الوسطاء بالخبرة العالية في عمليات البورصة وعمليات تسبير وتوظيف الأموال.

2- التقليل من تكاليف الحصول على المعلومات:

عادة ما يحتاج المتعاملين بالأوراق المالية بيعا وشراء إلى معلومات كثيرة متعلقة بالشركات المقيدة بالبورصة حالتها المالية، سمعتها، تقلبات الأسعار والوسيط يتميز بالدراية الكاملة لمختلف هذه المعلومات والقدرة على اتخاذ القرار المناسب من شأنه أن يقلل من حدة تكلفة هذه العملية مقارنة بالطريقة السابقة.

3- اقتصاد الوقت:

¹ غنية هدا، مرجع سبق ذكره، ص 13.

يسمح اللجوء إلى الوسطاء في عمليات البورصة إلى المستثمرين في هذا المجال باقتصاد الوقت، سواء الوقت اللازم لتنفيذ الأوامر أو الوقت الخاص بالمستثمرين الذين لا يضيعون وقتا في البحث عن مشتريين أو بائعين للقيم المنقولة أو في البحث عن الأوراق المناسبة ثم إعلام العميل بنتائج العملية في الوقت المحدد.

المطلب الثالث

قواعد وأدبيات مهنة وسيط عمليات البورصة

سوف يتم التطرق إلى أهم هذه القواعد والأخلاقيات ويتم ذلك مرور بالعناصر التالية:¹

- ✓ الإخلاص الصارم.
- ✓ سرية المعلومات الخاصة بالعميل.
- ✓ جلب احترام وثقة الجمهور المتعاقدين.

أولاً: الإخلاص الصارم

يجب على الوسيط أن يظهر إخلاصاً كاملاً في جميع تعاملاته في عمليات البورصة، وخاصة مع العملاء، حيث يتضح هذا الإخلاص في النقاط التالية:

1- المعرفة الجيدة للعميل:

وهي قاعدة أساسية يتم الارتكاز عليها عند قبول تنفيذ الأوامر أو تقديم النصائح والإرشادات لأي عميل، فمن أجل القيام بهاتين الوظيفتين على أكمل وجه، على الوسيط أن يبذل كل مجهوداته وبطريقة عملية للإطلاع على الحالة المالية والشخصية وكذا الغاية من التوظيف لكل عميل من عملائه.

2- التحليل المعمق:

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص: 110.

لابد أن تقوم كل التوجيهات والتوصيات المقدمة للعميل على أساس دراسة وأساس تحليل معمق لكل المعلومات المتحصل عليها من العميل من جهة، ولكل المعلومات المتعلقة بأي عملية ينوي انجازها لصالحه من جهة أخرى.

3- الأوامر غير الملتزمة:

إن الأوامر غير الملتزمة التي يقدمها العميل قد تخرج عن نطاق المعلومات و الأهداف المدونة على وثيقة فتح الحساب ، فيلتزم الوسيط في هذه الحالة بتبنيه الزبون وتحذيره بتعارض بيانات الأمر مع المعلومات المقدمة سابقا، ومدى خطورة هذه العملية على ممتلكاته.

4- الدقة في تقديم المعلومات للعميل:

إن إعلام العميل بكل ما يتعلق بأصوله بطريقة مستمرة يعتبر من بين أهم واجبات الوسيط اتجاه زبائنه، فعلى الوسيط إذا أن يتخذ الإجراءات اللازمة التي تضمن استلام العميل لكل المعلومات في الأوقات المناسبة وكذا صحة ودقة وكمالية هذه المعلومات و التي تخص عادة كل ما يمس حافظة الأوراق المالية.

5- أصول العميل ملك له:

رغم وضع الأصول المالية للعميل لدى مؤسسة الوساطة، إلا أنها تبقى دائما ملكا خاصا به، ولا يمكن التصرف فيها إلا وفقا أو لإرادة هذا الأخير، وتطبق هذه القاعدة أيضا كل عمليات القرض أو الاقتراض التي يمكن إتمامها بين الوسيط وعميله، وبالرغم أن القوانين لا تمنع عقد مثل هذه العمليات، إلا انه يجب على الوسيط أن يتفادى استغلال معرفته لوضعية العميل واستعمالها لأغراض شخصية.¹

ثانيا: سرية المعلومات الخاصة بالعميل

يجب أن يكون الوسيط محل ثقة العميل، فمن واجبه أن يلتزم بالسرية التامة سواء للمعلومات المتعلقة بالعميل أو المعلومات المتعلقة بالأوامر المصدرة من طرفه.

1- المعلومات الخاصة بنوعية وإصدار الأوامر:

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص، 111.

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

2-المعلومات الخاصة بحساب العميل:

لا بد أن يكتسي هذا النوع من المعلومات الطابع السري، إذ لا يجب التصريح بها لأي شخص كان إلا إذا سمح العميل بذلك، كما يسمح الطابع السري في هذه الحالة عدم الإفشاء عن شخصية العميل أو القرارات التي يتخذها في مجال التوظيف.

ثالثا: جلب احترام وثقة الجمهور والمتعاملين:

من أجل كسب أكبر عدد من العملاء وانجاز أكبر قدر من العمليات يتخذ الوسيط عدة طرق وأساليب لذلك يتعلق الأمر بما يلي:

1- الحساب "بطاقة بيضاء"

يسمح الحساب "بطاقة بيضاء" بإعطاء الحق الكامل للوسيط بتقرير تنفيذ أي عملية بيع أو شراء لصالح العميل إذ ما رأى أن هذه العملية مربحة، بما في ذلك تحديد السعر، الكمية المكان والزمان. ولا يمكن للوسيط أن يقبل فتح مثل هذا الحساب إلا إذا تمتعت المؤسسة بهذا الحق، وكان الممثل شريكا أو مديرا.¹

2- مسؤولية الوسيط اتجاه المؤسسة:

يعمل الوسيط لحساب المؤسسة التي توظفه، وتوفر له كل شروط العمل، لهذا فهو يلتزم بالأخذ بعين الاعتبار ذلك أثناء مزاولته لكل مهامه مع احترام كونه عضوا من المؤسسة وأنه مسؤول اتجاهها مسؤولية

¹ عبد الرحمن بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص، 112.

تامة، إذ لا تسمح له القوانين بإجراء أية عملية في إطار نشاط المؤسسة دون إعلام الإدارة بذلك، الشيء الذي يضمن مصلحة العملاء أولا والمؤسسة ثانيا مع الحفاظ على سمعته هذه الأخيرة وثقة الجمهور بها.

3- التحلي بدرجة عالية من المعرفة:

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

4-خضوع الوسيط لقوانين البورصة:

من أجل جلب ثقة الجمهور المتعاملين أيضا ، على الوسيط القيام بما يلي:

✓ أن يحرص على تطبيق القوانين واللوائح المتعلقة بمزاولة مهنة الوساطة والابتعاد عن ارتكاب أية مخالفة عمدا، وإلا تعرض إلى بعض العقوبات التي قد تصل إلى منعه من ممارسة هذه المهنة منعا باتا.

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

✓ يشترط في الوسيط أن يتمتع بالأمانة والسرية المطلقة ، لهذا فلا يحق له أن يشرع بتبليغ أية معلومات سرية يتلقاها من المؤسسة المصدرة لأي شخص كان ، ولا أن يتخذ أي قرار توظيف طبقا لهذه المعلومة ما لم تصبح هذه الخيرة علنية وفي متناول الجميع.

خلاصة الفصل:

استخلصنا في بداية هذا الفصل عن طريق المبحث الأول أن الوساطة المالية جاءت نتيجة للصعوبات الناجمة عن التمويل المباشر، وأنها تعمل على تحقيق الوفورات الاقتصادية وتقليل حجم المخاطر أمام راغبي

الاستثمار، وتبين أنها عملية يقوم بها الوسطاء الماليون، حيث يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار وبين الاستثمار الباحث عن الأموال وتطرقنا إلى أهمية الوساطة المالية بالنسبة للبورصة وذلك من خلال مباحث هذا الفصل فتم الخروج بالنتائج التالي:

✓ عملية الوساطة المالية في البورصة تتم عن طريق مجموعة من الوسطاء الذين يندرجون ضمن المؤسسات المالية المصرفية أهمها البنوك خاصة التجارية.

✓ تشكل الوساطة المالية الركيزة الأساسية في سوق الأوراق المالية فهي تقوم بعملية الوسيط بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي.

كما تم التعرف إلى وظائف الوساطة المالية والتي تتلخص في:

✓ تقديم المعلومات المالية وتحليلها.

✓ تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة.

✓ توفير الائتمان وتقديمه إلى راغبه.

✓ توفير السيولة وتدنية المخاطر.

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

الفصل الثالث

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

تمهيد:

بعدما تعرفنا على طبيعة الوسطاء الماليين في البورصة وذلك من خلال الفصل السابق، سيتم التطرق في هذا الفصل إلى واقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب وتونس إلى كل دولة في مبحث على حدة وسيكون الترتيب حسب تاريخ قيام البورصة بها.

وسنتناول في هذا الفصل واقع الوساطة المالية في بورصة المغرب وذلك عن طريق إبراز تنظيم الوسطاء داخل هذه البورصة ونشأتها وتطورها، كما يتم تناول الملامح الأساسية المتعلقة ببورصة الأوراق المالية التونسية، حديث يعرض فيه تنظيم السوق المالية التونسية وكذا نشأة بورصة القيم المنقولة.

المبحث الأول

الوساطة المالية والبورصة في المغرب

لقد كان المغرب هو السباق بين سائر بلدان المغرب العربي في تبني برامج استقرارية ما بين 1978 و 1980 والتي ما لبث أن تركها نتيجة لتدهور النشاط الاقتصادي ، زيادة معدلات التضخم، الضغوط الاجتماعية التي صاحبت تطبيقها ورغم أن إنشاء بورصة الدار البيضاء، يعود إلى عام 1929، بدعوى من البنوك التجارية إلا أن دورها كان هامشيا بل معدوما على مستوى تمويل الاقتصاد وكان لابد من العمل على تنشيطها من خلال مجموعة من القوانين والتعديلات بداية من سنة 1991 وتم المصادقة عليها في 1993 بمقتضى هذه القوانين استطاعت بورصة الدار البيضاء أن تساهم في بناء اقتصاد جديد للمغرب.¹

المطلب الأول

السوق المالية في المغرب

تعتبر بورصة الدار البيضاء من أقدم البورصات لظهورها المبكر، حيث طرأت عليها العديد من الإصلاحات مست مختلف جوانبها التنظيمية.

أولاً: تنظيم السوق المالية في المغرب

تتكون بورصة الدار البيضاء من سوقين:

1- السوق المركزي:

السوق المركزي سوق ممرزة توجهها أوامر البيع والشراء وفق نظام التسعير المستمر أو الثابت حسب سيولة القيمة المنقولة وتتكون حصة التسعير من عدة فترات متسلسلة، وتتم كل فترة في أوقات تحددها بورصة الدار البيضاء لكل مجموعة تسعير وفيما يلي أهم فترات التسعير:²

¹ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 102.

² www.casablanca-bourse.com/bourseweblar/content.aspx?idlink=283&cat=21 consulté le20/04/2015, 20 :53.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

أ- فترة ما قبل الافتتاح: في هذه الفترة، ترسل شركات البورصة إلى نظام التسعير الإلكتروني أوامر البيع أو الشراء انطلاقاً من أجهزة موضوعة تحت تصرفها، ويتم تلقائياً تسجيل الأوامر التي تم إدخالها على ورقة السوق دون أن تعقد أي صفقة، ويمكن في هذه الفترة تعديل الأوامر أو إلغاؤها، يتم بصفة مستمرة احتساب وبت سعر نظري للافتتاح كلما تم إدخال أمر أو تعديله أو إلغاؤه.

ب- فترة الإغلاق: عند الإغلاق تتم مقابلة الأوامر الخاصة بكل ورقة مالية والمسجلة مسبقاً، وإذا سمحت عملية مقابلة الأوامر، يتم تحديد سعر الإغلاق، وفي هذه اللحظة لم يعد من الممكن إدخال أو تعديل أو إلغاء الأوامر التي سبق تسجيلها.

ج- فترة التداول بأخر سعر: تأتي هذه الفترة بعد فترة التسعير الثابت، وهي فترة تحديد آخر سعر تم تداوله ويمكن خلالها إدخال وتنفيذ أوامر البيع أو الشراء بأخر سعر وبهذا السعر فقط وخلال هذه الفترة يتم على النمو، جمع الأوامر المتوافقة من خلال استعمال خوارزمية فيفو (Fifo) التي تعتمد الأولوية الزمنية.

د- فترة تدخل المراقبة: خلال هذه الفترة لم يعد من الممكن بالنسبة لشركات البورصة أن تسجل أو أن تلغي أوامر البيع أو الشراء ولا أن تعدل الأوامر التي سبق إدخالها، غير أنه من الممكن أن تتدخل لجنة مراقبة مختلفة الأسواق على مستوى نظام التسعير لكي تحدث أو تلغي أو تعدل صفقات منعقدة تم إدخالها، ويتغير تسلسل مختلف فترات يوم التداول في البورصة حسب نظام التسعير المتبع (المستمر أو الثابت) وحسب الطرق المعتمدة لكل مجموعة تسعير.

2- سوق الكتل:

وهو سوق يسمح بتداول أوامر ذات أهمية إستراتيجية بالتراضي، ويجب أن تتمحور هذه العمليات المتعلقة بالكتل حول عدد من السندات التي تعادل على الأقل حجم الكتلة المحددة من طرف البورصة بالنسبة لكل قيمة بالرجوع إلى سيولتها، ويرتبط سعر التداول بسعر السوق المركزية قد تم إنشاؤها في 1998/11/02.¹

¹ www.cdvm.gov.malar/espace-epargnant/société-gestionnaire-de-la-bourse-de-Casablanca-consulté le 20/04/2015=22:11.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

وتخضع العمليات التي تتم في سوق الكتل للشروط التالية:¹

- أن لا يقل عدد الأوراق المالية عن الحجم الأدنى للكتل والذي تحدده البورصة حسب الحجم التاريخي للمعاملات.

- تنفيذ المعاملات يكون بسعر ضمن السلة المتوسطة للأسعار الناتجة عن السوق المركزية بالنسبة للقيم المسعرة بنظام التسعيرة المستمرة، أو يتحدد بناء على السعر الأخير للافتتاح بالنسبة للقيم المسعرة بالثبيت وهناك نوعين من التسعير:

*التسعير الثابت: هي مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال جلسة التداول يمثل اخر سعر توازن تأشيرى عند الافتتاح

*التسعير المستمر: هي مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها خلال جلسة التداول على عدة أسعار والتي تتم خلال مراحل الجلسة المختلفة.

ثانيا: نشأة وتطور البورصة الدار البيضاء

يعود إنشاء² بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929 باقتراح من أهم البنوك الموجودة في تلك الفترة، وعرفت على أنها مؤسسة غير رسمية تعمل تحت إشراف مكتب مقاصة القيم المنقولة، يرجع تاريخ أول جلسة إلى 07 نوفمبر 1929، حيث كانت المبادلات تتم أسبوعيا، وقد عرفت منذ تلك الفترة عدة إصلاحات، فكان الإصلاح الأول سنة 1948 والذي منح لها الشخصية المعنوية وغير اسم "مكتب المقاصة" مكتب تسعيرة القيم المنقولة" أما الإصلاح الثاني فكان سنة 1976 بسبب هروب رؤوس الأموال الأجنبية بعد حصول المغرب على الاستقلال مما عرض السوق لنوع من الركود فصدر المرسوم الملكي بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالإضافة إلى إعادة تنظيمها تشريعيًا وتقنيًا، وعرفت على أنها مؤسسة عمومية تخضع لرقابة وزارة المالية وبع الإصلاحات الاقتصادية التي عرفها المغرب منذ هذه سنوات الثمانينات في إطار برنامج التعديل الهيكلي، مما أدى إلى ضرورة تكييف السوق المالية لتتماشى مع الأوضاع الاقتصادية الجديدة، ف جاء إصلاح سنة 1993 وهي السنة التي شرع فيها المغرب في تنفيذ برنامج الخصخصة وتم هذا الإصلاح من خلال النصوص القانونية التالية:

¹ رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص ص:25،24.

² بوعاملي ياسين، "الخصخصة ودور السوق المالية في تفعيلها دراسة بعض التجارب المغاربية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع التحليل واستشراف الاقتصادي جامعة قسنطينة، الجزائر، 2010، ص ص:91،92.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

- القانون رقم 1-93-211 المصادق عليه في 21 سبتمبر 1993 الذي أعطى تسمية جديدة لبورصة الدار البيضاء إذ أصبحت تدعى بشركة بورصة القيم للدار البيضاء (SBVC) والقانون رقم 1-93-212 المتعلق بمجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة، والشروط الواجب توفرها في الشخصية المعنوية التي تلجأ إلى الادخار العام.
- القانون رقم 1-93-213 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ومن بين أهداف هذا الإصلاح وضع منتجات مالية جديدة، تنشيط السوق المالية جعلها تساهم بشكل أكبر في تمويل الاقتصاد.
- وبعدها إصلاح سنة 1997 وتم هذا الإصلاح من خلال القانون رقم 34-96 المعدل والمتمم للقانون رقم 1-93-211 المتعلق ببورصة الدار البيضاء، ثم تعديله من خلال القانون رقم 35-96 هذه القوانين جاءت بتأسيس "المؤتمن المركزي" بالإضافة إلى وضع نظام عام للتسجيل في الحساب الجاري الخاص بالقيم المنقولة المسجلة في تسعيرة البورصة.

ثالثاً: الأطراف المتدخلة في بورصة الدار البيضاء

1- المجلس الأخلاقي للقيم المالية المغربي:

هو مؤسسة مستقلة ماليا تتمتع بالشخصية المعنوية وهي تمثل السلطة المكلفة بمراقبة السوق وتتلخص مهامه في:¹

- احترام الإجراءات القانونية والتشريعية التي تحكم السوق المالية.
- ضمان السير الحسن للسوق المالية من خلال احترام الشفافية، النزاهة والأمان والاستدامة لسوق الأوراق المالية.
- ضمان إعلام المستثمرين من خلال التأكد بان الأشخاص المعنويين التي تقوم بعرض عمومي للادخار تنشر كل المعلومات القانونية والتنظيمية السارية.

2- المؤتمن المركزي:

¹ www.casablanca-bourse.com/bourseweb/index.aspx consulté le 21/04/2015,21:38

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

هو شركة خفية الاسم تقوم بفتح حسابات جارية للأوراق المالية لصالح المنظمين إليها وإدارتها وتم إنشاؤها سنة 1997 ومن المهام الرئيسية لهذا المؤتمر هي:¹

- وضع الإجراءات العملية التي تسمح للمنظمين بممارسة الحقوق المرتبطة بالقيم المنقولة.
- ضمان القوانين الخاصة بالقيم المنقولة المقبولة في حساباته

المطلب الثاني

الوساطة المالية في بورصة الدار البيضاء

إن القانون المغربي يعطي حق الوساطة بشركات البورصة فقط، وهذه الشركات لا بد أن تتحصل قبل ممارسة نشاطها من الحصول على ترخيص من الوزير المكلف بالمالية بعد موافقة المجلس الأخلاقي للقيم المالية.

أولاً: شروط اعتماد الوسطاء في بورصة الدار البيضاء

يوجه من طرف المؤسسين للشركة إلى المجلس الأخلاقي للقيم المالية يرافقه ملف مكون من:

- مشروع القانون الأساسي.
- نوع النشاطات التي ستمارس من طرف الشركة.
- حجم رأس المال وتوزيعه بين المساهمين.
- قائمة المستثمرين.
- تحديد الوسائل البشرية والمادية.
- كما يستطيع مجلس القيم المالية أن يطلب كل معلومة يراها ضرورة لاتخاذ قراره كما يتعهد بالرد على طلب الترخيص خلال أجل لا يتعدى شهرين من تاريخ استلام ملف طلب الترخيص كاملاً عن طريق رسالة مضمونة مع إشعار بالوصول، أما في حالة الرفض فإنه يعطي في رده تبريراً مفصلاً لذلك.²

ثانياً: مهام الوسيط في بورصة الدار البيضاء

¹ ياسين بوعاطي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 93، 94.

² خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 137.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

إن شركات الوساطة بالإضافة لموضوع عملها الأساسي المتمثل في بيع وشراء القيم المالية تستطيع القيام بالمهام التالية:¹

- مساعدة الشركات الراغبة في إصدار القيم المالية في الدخول إلى السوق عن طريق عروض عامة للادخار.
- ضمان حفظ الأوراق المالية.
- إدارة المحافظ المالية للعملاء وفق وكالة من طرف هؤلاء العملاء.
- عمل استشارات لعملاء وذلك بالنصح والتوجيه لاقتناء أو بيع أوراق مالية معينة في الأوقات المناسبة.
- مساعدة الأشخاص المعنويين المقبلين على عرض عمومي للادخار على تحضير وثائق المعلومات التي تخص الجمهور.
- تنشيط القيم المنقولة المسعرة في بورصة دار القيم.

ثالثا: الوسطاء المعتمدون في بورصة الدار البيضاء

تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير المعبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993 وتم الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد والمالية.

وتحتكر هذه الشركات المسيرة في سوق البورصة، ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات، إيداع وحفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة تنشيط سوق القيم المنقولة للتداول، فضلا عن ذلك عند إجراء عمليات الإدراج في البورصة ، تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم وعلى جمع طلبات الاكتتاب.² وللتعرف على هذه الشركات أنظر (الملحق 01)

المطلب الثالث

¹ رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص 26.

² www.casablanca-bourse.com/ar/content.aspx? Id Link=152 & cat = 3 consulté le 22/04/2015.14 :29 .

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

دراسة حالة لمؤسسة الوساطة "التجاري وفا بنك" لدولة المغرب

"التجاري وفا بنك" أكبر مجموعة بنكية ومالية في منطقة المغرب العربي ويستثمر في مجالات متنوعة وجديدة لفائدة عملائه.

أولاً: لمحة تاريخية عن التجاري وفا بنك

تأسس التجاري وفا بنك بعد اندماج البنكين المغربيين البنك التجاري المغربي وبنك الوفاء سنة 2003، استحوذ البنك سنة 2005 على 53.54 % من رأس مال بنك الجنوب التونسي بالالتحاق مع "بنكو سانندر" الاسباني للبنك 522 فرع وأكثر من مليون زبون.¹

أصبح التجاري وفا بنك اليوم المجموعة البنكية و المالية الأولى في المغرب العربي والثامن في إفريقيا، ويستثمر في مجالات عديدة وجديدة لفائدة عملائه، حيث يعمل على مرافقة نمو المجموعات الاقتصادية الكبيرة في المغرب وتقوية تنافسية المقاولات الصغيرة والمتوسطة ..الخ.

تشكل خمس وحدات لتسيير الأعمال هندسة هذا التنظيم، هذه الوحدات المستقلة المتوفرة على وسائلها الذاتية، و المستفيدة من مساعدة وظائف الدعامات ، قد خضعت لتعريف جديد لمهامها قصد الأخذ بعين الاعتبار المستلزمات التي قد يطرحها توسع المجموعة وهي كالتالي:²

*بنك الخواص والمهنيين

*بنك المقاوله .

*الخدمات المالية المتخصصة.

*البنك الخاص، تدبير الموجودات والتأمين.

* بنك الاستثمار.

ثانياً: دراسة حجم معدلات التجاري وفا بنك في البورصة

¹ Ar.wikipedai.org/wiki/ -وفا-بنك consulted le 22/04/2015.19.54.

² خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 109.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

الجدول رقم (02): تطور حجم معاملات البنك

| 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | السنوات المعيار البنكي |
|----------|-----------|-----------|-----------|---------------------------|
| 155.4 | 122.4 | 90.7 | 67.7 | الحصة السوقية |
| (+) %27 | (+) %35 | (+) %34 | (+) % 0.4 | |
| 0.0285 | 0.0280 | 0.0388 | 0.1026 | حجم المعاملات |
| (+) %1.8 | (-) %27.8 | (-) %62.2 | (+) %33.7 | |

المصدر: التقارير السنوية، التجاري وفا بنك، 2010، 2011، 2012، 2013.

(+): الزيادة بنسبة موجبة مقارنة بالنسبة الماضية.

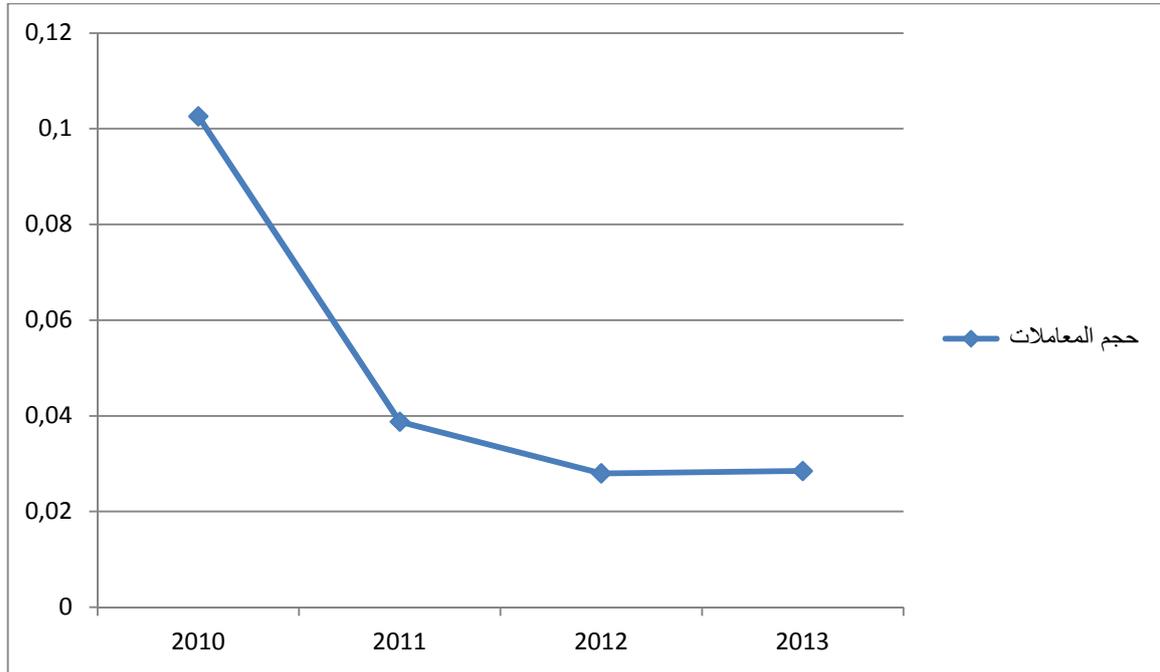
(-): الانخفاض بنسبة سالبة مقارنة بالنسبة الماضية.

التحليل:

- في سنة 2010 أنجز البنك التجاري وفا بنك للوساطة حصة سوقية بقدر 67.7 مليار درهم، ليرتفع في سنة 2011 بنسبة 34 % أي حوالي 90.7 مليار ويرتفع بعدها في سنة 2012 بنسبة 35% مقارنة بالنسبة الماضية إذ يرتفع في سنة 2013 بنسبة 27% أي حوالي 155.5 مليار درهم.
- وبالنسبة إلى رقم معاملات أنجز البنك التجاري وفا بنك في سنة 2011 بقدر 38.8 مليون درهم أي انخفاض نسبة 62.2 % مقارنة مع سنة 2010 التي قدرت المعاملات ب 102.6 مليون درهم متناميا بنسبة 33.7% كما انه ينخفض في 2012 بنسبة 27.8% إلا انه يرتفع سنة 2013 بنسبة 1.8% .

الشكل رقم (04): منحني حجم معاملات التجاري وفا بنك

الفصل الثالث دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما



من إعداد الطالبة.

من منحنى حجم معاملات التجاري وفا بنك نلاحظ أن هناك تذبذب بالارتفاع والانخفاض خلال السنوات من 2010 إلى 2013.

المبحث الثاني

الملاحح الأساسية لبورصة الأوراق المالية في تونس

أصبح وجود البورصة من الضروريات في الاقتصاديات المعاصرة مما توفره من وسائل هامة وأسواق لتوفير التمويل للشركات والمؤسسات الاقتصادية التي هي بحاجة دائمة للتمويل.

المطلب الأول

السوق المالية في تونس

لتنشيط دور السوق المالية التونسية قامت السلطات في هذا البلد بإصدار القانون 94-117 والذي أدى إلى تغييرات في تنظيم السوق المالية التونسية .

أولاً: تنظيم السوق المالية في تونس

1- السوق النقدي:

لقد حاول المشرع التونسي إيجاد سوق نقدي ، يتم فيه بتبادل الودائع والقروض فيما يلي البنوك المختلفة العاملة في تونس، رغبة منه في إيجاد سيولة نقدية في السوق المالي حيث يتم تبادل السيولة بين المتدخلين الرئيسيين في السوق من بنوك ومؤسسات مالية من خلال عمليات الإقراض والاقتراض¹، وذلك بهدف تخفيف العبء عن البنك المركزي، ولهذا قام هذا الأخير بإصدار تعميم في عام 1993 سمح بموجبه للبنوك بالإقراض فيما بينها وتبادل الودائع على أن يقوم هو بمراقبة تلك العمليات، كما أصدر تشريع جديد في عام 1975 سمح البنك المركزي التونسي بالتدخل لإقراض البنوك التي تعاني من عجز في سيولة نقدية معينة.²

2- سوق رأس المال: يتكون السوق المالي في تونس من:³

¹ فريد بن عبيد ، "السوق النقدية ودورها في تمويل الاقتصاد (دراسة مقارنة الجزائر، تونس)"، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014، ص 268.

² خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص 114.

³ www.bvmt.com.tn consulté le 23/04/2015, 17 :48.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

2-1 السوق الأولي: هو السوق الذي يستقبل أوراق رأسمال الشركات الخفية الاسم ذات الأهمية الكبيرة ذات

وضعية مالية ممتازة، إذ لكي يتم تسعير شركة على مستوى هذا السوق لابد وان تتحقق الشروط التالية:

- أن يكون رأسمالها مساويا ل 1 مليون دينار تونسي على الأقل.

- أن يكون لديها على الأقل 5000 مساهم.

- نشر 20 % من رأس المال على الأقل بين الجمهور.

- أن تكون قد حققت ربحا خلال السنوات الثلاثة الأخيرة.

- أن تكون وزعت على الأقل مرة واحدة ربحا خلال الثلاث دورات المحاسبية الأخيرة.

2-2 السوق الثاني: تفتح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تستطيع تلبية شروط السوق الأول واهم ما

تتطلبه هذه السوق:

- أن يكون رأس المال مساويا ل 5000.00 دينار تونسي على الأقل.

- أن يكون لدى الشركة 100 مساهم على الأقل.

- نشر 10% من رأس المال على الأقل بين الجمهور.

- أن تكون الشركة قد حققت ربحا خلال آخر دورة وزعت على الأقل مرة واحدة ربح خلال السنتين الماضيتين

وتبقى مساهمة هذا السوق في تمويل الاقتصاد التونسي بالنظر إلى السوق الأول جد محدودة.

2_3 سوق السندات: يتم فيه تسعير سندات الخزينة، سندات التجهيز، السندات المصرفية من طرف المؤسسات

العمومية الخاصة وفي سنة 1990 تم تقسيم السوق المالي لتداول الأوراق المالية، التي تستجيب لشروط الإدراج

المنصوص عليها.

ثانيا: نشأة البورصة في تونس

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

صدر قانون إنشاء بورصة الأوراق المالية في تونس عام 1969 و متمركزة في تونس العاصمة، وكانت عبارة عن مؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط والاقتصاد.¹

ونشير إلى أن بورصة القيم المنقولة بتونس بدأت نشاطها في ماي 1970 ويعتبر أو تاريخ لأول تسعيرة وتداول للقيم المنقولة بها، وبورصة القيم المالية لتونس هي مؤسسة خاصة رأسمالها مكنتب من طرف الوطاء في البورصة فقط مهمتها الرئيسية هي تسيير سوق القيم المالية عن طريق:²

- وضع الهياكل التقنية والإدارية لأجل السير الفعال للسوق.
- نشر المعلومات المتعلقة بالتسعير وعمليات السوق.
- تعليق التسعير في حالة وجود خطر تقني أو مالي.
- إدخال قيم جديدة للسوق.
- مفاوضة وتسجيل العمليات.
- تحضير قوانين لمراقبة الممارسات غير الشرعية.
- وقد كان من ضمن الإصلاحات التي مست السوق المالية تعرضها للوسطاء الماليين حيث وسعت من مهامهم، وكذا المنتجات المالية الجديدة، لاسيما أسهم شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير غير أن هذه الإصلاحات لم تأت على ما يبدو بالنتائج المرجوة على الرغم من بعض التحسن، فقد انخفض عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى أن وصل 15 شركة فقط سنة 1995 مقابل 48 شركة عام 1987، كما استعملت الحكومة طريقة مبادلة ديون الخارجية بمساهمات المستثمرين الأجانب الشيء الذي جعل العديد من هؤلاء المستثمرين يولون اهتماما خاصا للشركات التونسية المرشحة للخصوصة.

ثالثا: الهيئات المنظمة لبورصة تونس

¹ Ar. wikipedia.org/wiki/بورصة تونس consulté le 23/04/2015.18 : 28.

² عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص 147.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

1- مجلس السوق المالي التونسي:

بصدور قانون 14 نوفمبر 1994، سارت هيئة الرقابة على البورصة في تونس تدعى بمجلس السوق المالي وهي¹ هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي ويتكون المجلس من 9 أعضاء ورئيس المجلس دوره إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة، ويحملون جميعهم الجنسية التونسية موزعون كما يلي: قاضي من الدرجة الثالثة، مستشار لدى ديوان الحسابات، ممثل عن وزارة المالية، ممثل عن البنك المركزي ممثل عن جمعية وسطاء البورصة، مستشار محكمة القضاء الإداري، 3 أعضاء يتم اختيارهم بالنظر إلى مؤهلاتهم وخبرتهم.

2- الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية:

هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة والتي هدفها الأول هو الوساطة المالية في البورصة من خلال:²

- ✓ تسيير المحفظة لحساب الزبائن.
- ✓ النصح و المساعدة فيما يخص إعادة هيكلة المؤسسات والبنوك تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في البورصة وتحويل ملكيتها وفق نظام محاسبي معين، وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي ، ويتم دفع قيمة الصفقة فوراً مع التسليم الفوري للأوراق المالية محل التبادل.

3- بورصة القيم المتداولة:

وهي شخصية اعتبارية تدار من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام التالية:

- ✓ تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في مبادلات البورصة.
- ✓ إصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية واتجاهات أسعار الأوراق المالية في البورصة.
- ✓ اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الحاصلة في البورصة تقدم لمجلس السوق المالية للنظر فيها والموافقة عليها أو تعديلها إذا استدعت الضرورة لذلك.

¹ www.cmf.org tn consulté le 23/04/2015.22 :39.

² عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص 164.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

رابعاً: شروط الإدراج في بورصة تونس

يستلزم جملة من الشروط للإدراج في بورصة تونس وهي:¹

- ✓ وجود حد أدنى للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الأولية و 300 مساهم على مستوى السوق الثانوية.
- ✓ أن تكون الشركة قد مارست نشاطها لمدة ثلاث سنوات على الأقل قبل الإدراج.
- ✓ تحقيق أرباح صافية للسنتين الأخيرتين من الإدراج.
- ✓ الالتزام بطرح 20% من أسهم رأسمال الشركة للتداول كحد أدنى ووجود مراقب حسابات في الشركة.
- ✓ ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.

المطلب الثاني

الوساطة المالية في بورصة تونس

تخضع الوساطة المالية في البورصة التونسية إلى تنظيم وتشريع صارم يوضح لنا مختلف المتدخلين في البورصة واهم الفاعلين بها.

أولاً: تنظيم نشاط الوساطة في بورصة تونس

يشترط لمزاولة نشاط الوساطة المالية في بورصة تونس الحصول على ترخيص من مجلس السوق المالي، هذا الترخيص لا يتم الحصول عليه إلا إذا توفرت الشروط التالية:²

1- بالنسبة للأشخاص الطبيعيين:

- ✓ أن يكونوا من ذوي الجنسية التونسية.
- ✓ أن يكونوا مقيمين بالبلاد التونسية.
- ✓ يتمتعون بحقوقهم المدنية والسياسية.

¹ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 226.

² الأمر عدد 2478 لسنة 1999، الباب الأول القسم الأول المتعلق بضبط النظام الأساسي لوساطة البورصة ص 1 الموقع الإلكتروني:

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

- ✓ الحصول على شهادة ليسانس أو ما يعادلها.
- ✓ أن تكون لهم الخبرة لا تقل عن خمس سنوات في ميدان الوساطة بالبورصة.
- ✓ أن يجتازوا الامتحان المهني الذي تنظمه هيئة مختارة من طرف مجلس السوق المالي.
- ✓ أن يتعهدوا بالقيام بنشاط المفاوضة والتسجيل في البورصة للقيم والمنتجات المالية.
- ✓ أن يكونوا حائزين على الوسائل المادية للقيام بنشاط الوساطة في البورصة والتي تحدد بقرار عام لهيئة السوق المالي.

2- بالنسبة للأشخاص المعنويين:

تتمثل هذه الشروط في:¹

- ✓ يجب أن تكون من جنسية تونسية.
- ✓ يكون موضوعها الأساسي الوساطة والتسجيل في بورصة القيم والمنتجات المالية.
- ✓ تكون مالكة للوسائل البشرية والمادية الضرورية للقيام بنشاط الوساطة والتي حجمها مجلس السوق المالي.
- ✓ يكون رأس مالها المحرر على الأقل: مليون دينار تونسي إذا ما أرادت الترخيص للقيام بالعمليات التالية:
- ✓ النصح المالي.
- ✓ السعي المصفاقي.
- ✓ تسيير محافظ القيم.

ثلاث ملايين دينار تونسي إذا ما أرادت الترخيص للقيام بالعمليات التالية:

- ✓ المقابل.
- ✓ مسك السوق.
- ✓ ضمان حسن سير الإصدارات للقيم المالية.

إضافة إلى ذلك فإن الرئيس المدير العام لشركة الوساطة لا بد وأن يتمتع بكامل حقوقه المدنية والسياسية وان تكون لديه خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في ميدان الوساطة في البورصة.

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص 155.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

ينكون ترخيص الوسطاء في بورصة تونس من ترخيص مبدئي وترخيص نهائي يمنحان له من طرف مجلس السوق المالي، ولكي يبدأ نشاطه في البورصة لابد وأن يتحصل على موافقة كل من بورصة القيم وشركة الإيداع والمقاصة وتسديد القيم المالية للدخول في نظامها.

للحصول على الترخيص يودع الشخص المعني ملف داخل ظرف يرسل إلى المجلس مع إشعار بالوصول وتتم دراسة هذا الملف خلال أجل لا يتعدى ثلاثة أشهر فخلال هذه المدة تتم استشارة جمعية وسطاء البورصة كما يطلب من الوسيط معلومات أو وثائق أخرى إضافية، في هذه الحالة يتم تجميد مدة الثلاثة أشهر حتى وصول هذه المعلومات أو الوثائق بعد الحصول على الترخيص المبدئي لابد أن يكمل الوسيط ملفه بتقديم الوثائق اللازمة للحصول على الترخيص النهائي خلال مهلة سنة أشهر التي تلي تاريخ إعلامه بالموافقة على الترخيص المبدئي، ويتعهد مجلس السوق بالرد خلال أجل لا يتعدى شهرين من تاريخ استلامه لهذه الوثائق، هذا الرد قد يكون:

- ✓ قبول منح الاعتماد النهائي للوسيط بكامل النشاطات التي يريد ممارستها.
- ✓ قبول منح الاعتماد النهائي للوسيط ببعض النشاطات التي يريد ممارستها دون غيرها.
- ✓ رفض منح الاعتماد النهائي.
- ✓ في الحالتين الأخيرتين يكون المجلس ملزم بتبرير قراره.

ثانيا: مهام الوسيط في بورصة تونس

للسيط في بورصة تونس عدة واجبات عليه القيام بها تتمثل في:

1- واجباته العامة التي يقوم بها:

يجب على الوسيط في البورصة أن يقوم بالمهام التالية:¹

فتح حساب لكل زبون يدون فيه كل النقود والقيم المتعلقة بالعمليات التي يجريها لهذا الزبون بما فيها العمليات التي تدخل ضمن اتفاقية تسيير محفظة القيم المالية، هذا الحساب يتم تشخيصه إذا أنه يحمل رقما واحدا يجب أن يظهر على كل الوثائق التي يرسلها الوسيط في البورصة إلى هذا الزبون، قبل فتح هذا الحساب لابد على

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص 156.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

الوسيط من التأكد من هوية الزبون، أهليته القانونية وعنوانه إذا كان هذا الحساب لشخص طبيعي أما إذا كان لشخص معنوي فلا بد من التأكد من أن الشخص الطبيعي الذي يمثله مخول قانونا لذلك، كما لا بد له من معرفة القدرات المالية والخبرة والأهداف المالية لزبون وان يعلمه بكل الأخطار المرتبطة بالعمليات التي سينفذها له، إما بالنسبة للعمليات المنفذة في إطار تسيير محافظ القيم فإن الوسيط على ضوء الاستنتاجات التي يصل إليها من خلال المعلومات التي يدلي له بها زبونه يضع هذا الأخير ضمن إحدى المجموعات الثلاثة التالية:

✓ زبائن حذرون في توظيفاتهم.

✓ زبائن يقبلون خطر متوسط في توظيفاتهم.

✓ زبائن يقبلون خطر كبير في توظيفاتهم.

✓ يوضع هذا التصنيف على استمارة فتح الحساب.

في حالة ما إذا أراد الزبون أن ينفذ عملية ما رغم نصائح وتحذيرات الوسيط فلا بد أن يضع هذا الأخير على أمر الزبون ملاحظة " عملية تنفذ من طلب الزبون "

✓ يسلم لكل زبون سلم العملات التي يأخذها في عملياته.

✓ يرسل إلى عميله في غضون خمسة أيام مفتوحة بعد تاريخ التنفيذ يتضمن:

✓ عدد القيم المشتري أو المباع.

✓ السعر الذي يتم التنفيذ بها.

✓ مبلغ العملات التي أخذها الوسيط.

✓ المبلغ الصافي الذي أضيف أو حذف من رصيد حساب الزبون.

هذا ويضع القانون التونسي منعا باتا أي وسيط في البورصة من اللجوء على خدمات وسيط آخر قصد تنفيذ عملية مفاوضة في البورصة لحسابه الخاص.

2- واجباته من حيث مسك الدفاتر والقوائم المالية:

يجب على الوسيط أن يفتح الدفاتر التالية:¹

¹ الأمر عدد 2478 لسنة، الباب الثالث، القسم الثاني، مرجع سبق ذكره، ص18.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

- ✓ دفتر أوامر الشراء والبيع التي وصلته من زبائنه أو أصدرها هو في إطار نشاطي المقابل ومسك السوق.
- ✓ دفتر خاص تسجل فيه عمليات المقابل.
- ✓ دفتر لتسجيل العمليات التي تجري لحساب الأشخاص الموضوعين تحت وصايته.
- ✓ دفتر لتوظيفاته ومساهماته العادية.
- ✓ دفتر يخص العمليات المنفذة لحساب المسيرين الذين يمتلكون أكثر من 30% من رأسماله.

ثالثا: الوسطاء المعتمدون في بورصة تونس

الوسطاء المعتمدون في بورصة تونس للقيم هم:¹

- ✓ AFC : arab Financial consultants المالية العربية للاستشارات
- ✓ AI: amen invest أمين للاستثمار
- ✓ Axis capital bourse أكسس بورص
- ✓ Best=best invest
- ✓ BNAC= BNA-CAPITAUX
- ✓ CCF=COFIB capital finance
- ✓ CGF= compagnie gestion et finance شركة التسيير والمالية
- ✓ الشركة العامة للاستثمار
- ✓ التمويل والاستثمار في شمال إفريقيا.
- ✓ المالية للتوظيف والتسيير
- ✓ الوساطة الدولية
- ✓ Mac.sa
- ✓ société Maxula bourse مؤسسة مكسولا بورص
- ✓ SBT = société de bourse Tunisie مؤسسة البورصة التونسية
- ✓ SCIF: société de conseil intermeditation financier. مؤسسة الاستشارة والوساطة المالية.
- ✓ المؤسسة الدولية للوساطة والاستشارة المالية والاستثمار

¹ www. Bvnt.com.tn/Fr/intermédiaire/List consulté le 24/04/2015.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

SICOFI :société internationales d'intermédiation et de conseil en finance et investissement.

SIN : SUD INVEST. ✓

SIFIB : SIFIB –BH ✓

المؤسسة المالية للتسيير société financière de gestion ✓

SIBC : SIB–CAPITALIS ✓

S I : Tunis-saoudienne d'intermédiation : السعودي التونسي المالية: ✓

TVAL : Tunisie valeurs تونس للقيم ✓

UFI: union financier الاتحاد المالي ✓

UGF: union de gestion financier الاتحاد للتسيير المالي ✓

وللتعرف أكثر على هذه الشركات الوسيطة انظر (الملحق 2).

المطلب الثالث

دراسة حالة مؤسسة تونس للقيم

تعتبر هذه الشركة من أكبر الشركات الوسيطة في بورصة تونس من حيث نشاطها.

أولاً: التعريف بالشركة

الشركة التونسية للأوراق المالية (Tunisie valeurs) هي¹ شركة متفرعة عن مجموعة تونس للإيجار (Tunisia leasing) تأسست الشركة الأم بتاريخ 1984/10/08 وكانت بالتالي أول مؤسسة مالية تونسية متخصصة في قروض الإيجار وكانت وتيرة التطور السريع الذي عرفته هذه الشركة دفاعها أساسيا لها لتوسيع نشاطات فكان ميلاد المؤسسة التونسية للأوراق المالية في ماي 1991 والتي هدفها الأول هو الوساطة المالية في البورصة من خلال:

✓ توظيف القيم المصدرة من طرف المؤسسات الراغبة في القيام بعرض عمومي للادخار.

✓ مفاوضة القيم المالية على مستوى السوق لحساب الغير.

¹www.tunisieva leurs.com.tn/indexssl.asp consulté le 24/04/2015 16 :18.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

✓ تسيير المحفظة لحساب الزبائن.

✓ النصح والمساعدة فيما يخص إعادة هيكلة المؤسسات، شراء مؤسسات تقييم المشاريع أو إدخال إلى البورصة.

✓ المساهمة والاشتراك في رأس مال المؤسسات.

وقد عرفت الشركة تطورا كبيرا تمثل في:¹

✓ عدد الحسابات المسيرة من طرف هذه الشركة والذي يتعدى 15000 حساب.

✓ الأموال المسيرة والتي تفوق 100000 دينار تونسي.

✓ عدد الإصدارات السنوية الذي فاق 30 إصدار بقيمة إجمالية بلغت أكثر من 94 مليون دينار تونسي.

✓ العدد الكبير من المؤسسات التي تم إدخالها إلى البورصة على مستوى التسعيرة الرسمية وكذا تلك التي قامت برفع رأس مالها الاجتماعي.

✓ هذا التطور كان ثمرة السياسة العامة التي اتبعتها هذه المؤسسة لمواجهة منافسيها و المحافظة على حصتها من السوق وكذا سمعتها والتي ارتكزت على:

✓ تحسين نوعية الخدمات المقدمة إلى الزبائن.

لتحسين نوعية خدماتها قامت مؤسسة تونس للقيم بتوفير تسيير مشخص لحسابات زبائنها من طرف تجاريين

محترفين وذلك عن طريق:

✓ ترتيب الحسابات حسب الشرائح

✓ توزيع هذه الشرائح إلى التجاريين.

وهذا ما ساهم في جعل الزبائن القدامى أوفياء لهذه المؤسسة من جهة لأن المنتجات المشخصة صارت

تتجاوب مع حاجاتهم ورغباتهم وفي جلب زبائن جدد من جهة أخرى، وهذا ما أثبتته الإحصائيات التي قامت بها

دائرة الدراسات التابعة لهذه المؤسسة والتي عكست تطورا كبيرا العدد في الحسابات المفتوحة وحجم لا يستهان به

في الأموال المسيرة.

¹ عبد الرحمان بن عزوز ، مرجع سبق ذكره، ص 165.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

خلق منتجات جديدة والتفتح على الخارج: الهدف من ذلك هو توسيع المنتجات المالية المقترحة للزبائن وذلك بغرض منتجات جديدة لعل أهمها حساب optima وهو حساب مختلط (ادخار + تامين) أما التفتح على الخارج فقد جاء كنتيجة لمرونة التشريعات التونسية الخاصة بالاستثمار الأجنبي والتي صار بمقتضاها من المسموح به للأجانب وغير المقيمين بالاستثمار في البورصة

تنظيم المؤسسة: قرر مجلس الإدارة المنعقد بتاريخ 1997/06/30 والذي كان موضوع إعادة تنظيم المؤسسة ما يلي:

- ✓ تأسيس دائرة الدراسات والتي تهتم أيضا بالعلاقات مع الخارج.
- ✓ إنشاء دائرة التجاري والتي تعفي من مشكل التسيير، الإدارة والمالية مما يجعلها...متابعة للزبائن.
- ✓ إنشاء دائرة الخدمات العامة.
- ✓ تحفيز المستخدمين: ابتداء من السداسي الثاني لعام 1997، تم وضع نظام تحفيز جديد للمستخدمين يقوم على أساس:
- ✓ توزيع الحوافز بين الوكالات.
- ✓ توزيع الحوافز داخل الوكالات بين المستخدمين حسب رقم العمال المحقق.
- ✓ رسم الأهداف سداسيا.

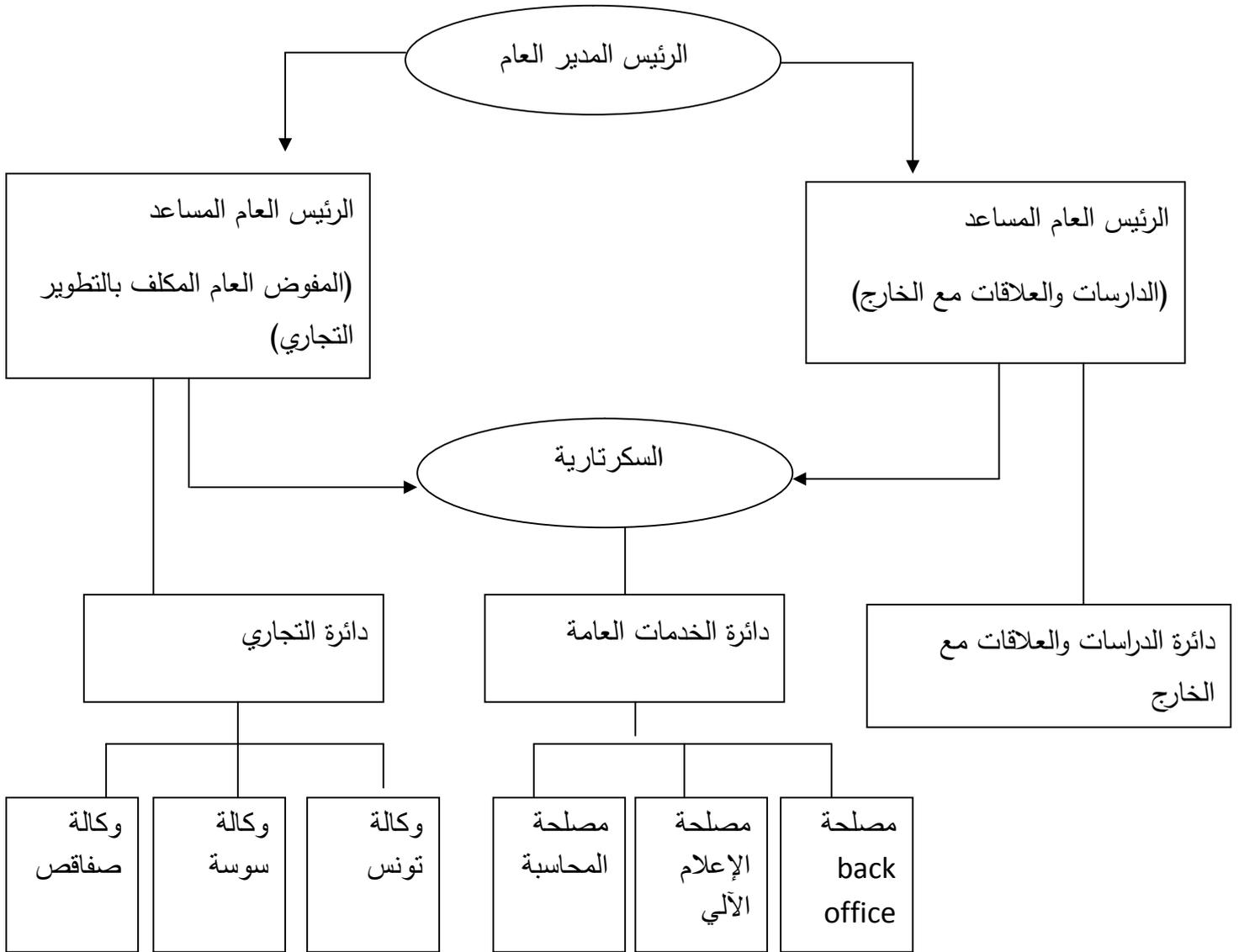
ثانيا: هيكل مؤسسة تونس للقيم

إن مفتاح نجاح أية مؤسسة يكمن قبل كل شيء في وجود هيكل تنظيمي عام واضح تتحدد فيه المهام تحديدا دقيقا وهذا ما أقره مجلس الإدارة في اجتماعه العادي المنعقد في 1997/06/30 حيث تبنى الهيكل التنظيمي العام لها والموضح في الشكل التالي:¹

¹ Revue de recherches, Tunisie valeurs, département recherches & études, site web : www.tunisie valeurs.com.tn/Fe/revues/20110818 PDF consulte le 24/04/2015 16 :45.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

الشكل رقم(05): الهيكل التنظيمي العام للشركة التونسية للأوراق المالية



المصدر: Revue de recherches, Tunisie valeurs, département recherches & études, site web :

[www.tunisie valeurs.com.tn/Fe/revues/20110818 PDF ,p,6](http://www.tunisievaleurs.com.tn/Fe/revues/20110818%20PDF_p,6)

- الرئيس المدير العام: وهو الذي يأخذ القرارات الإستراتيجية التي تمس الشركة ويجب على الجميع داخل المؤسسة إعلامه بكل ما يتعلق بالشركة.

يساعد الرئيس المدير العام ثلاثة مدراء رئيسيون مساعدون هم:

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

- المدير العام المساعد المكلف بالتطوير التجاري: وهو في نفس الوقت مفوض عام ومدير لوكالة تونس دون أن يفقد صلاحية الرقابة على وكالتي صفاقص وسوسة، مهام هذا المدير تتمثل في:
*وضع الاستراتيجيات التجارية قصد تحسين وضعية منتجات المؤسسة على مستوى السوق.

*تأطير وتوجيه التجاريين في الوكالات الثلاث.

*تنسيق الجهود والإجراءات التي تقوم بها دائرة التجاري.

*الاتصال الدائم بالزبائن من النوع الرفيع.

- المدير العام المساعد الثاني: المكلف بدائرة الدراسات والعلاقات مع الخارج.

- المدير العام المساعد الثالث: لا يظهر في الشكل السابق بصورة مباشرة فهو رئيس دائرة الخدمات العامة وهو مكلف إضافة على التوظيف، بكل خدمات المعالجة داخل المؤسسة.

-دائرة التجاري: تنتزع هذه الدائرة جغرافيا على ثلاث وكالات (تونس، صفاقص، سوسة).

- مصلحة الدراسات والعلاقات مع الخارج:

*مصلحة الدراسات: تقوم هذه المصلحة بجميع الدراسات الضرورية حين إدخال المؤسسة إلى السوق، لإصدار القروض السندية أو رفع رأس المال، ومن مهامها أيضا القيام بكل الدراسات المتعلقة بالمنتجات الجديدة، وتصدر هذه المصلحة في نهاية كل وصل مجلة تحتوي على دراسات قطاعية.

*مصلحة العلاقات مع الخارج: خلال سنة 1995 أصدر المرسوم التنفيذي الخاص بالاستثمارات الأجنبية والذي بمقتضاه صار بمقدور الأجانب أن يمتلكوا 10% من رأس مال مؤسسة مسعرة.

ويمكن تعدي هذا السقف بع موافقة وزارة الاقتصاد ونتيجة لهذه المرونة التي عرفتها الساحة التونسية ثم خلق مصلحة العلاقات مع الخارج في مؤسسة تونس للقيم.¹

¹ خالد عيجولي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 126، 127.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

دائرة الخدمات العامة: والتي تضم

*مصلحة المحاسبة: والتي ألقى على عاتقها محاسبة المؤسسة وتتكون من رئيس مصلحة ومساعديه إضافة إلى مسؤول عمليات الملف.

*مصلحة المكتب الخلفي: وتتكون من مدير المصلحة، مسير للقروض السندية ، مسير للبرمجيات.

*مصلحة الإعلام الآلي: ومن مهام هذه المصلحة صيانة العتاد الموجود لدى المؤسسة هذا الأخير يعتبر متطورا ويستعمل تقنيات الإعلام الآلي الحديثة، تطوير البرامج المستعملة من طرف المؤسسة (برامج المحاسبة، البرامج التجارية).

هذا وتعمل الثلاث (تونس، سوسة، صفاقص) تحت نظام آلي شبكي يقع حاسوبه الرئيسي في تونس، تم تطويره من طرف هذه المصلحة.

المطلب الرابع

مقارنة بين بورصة تونس والمغرب

يعطي الجدول التالي مقارنة بين أوضاع بورصة تونس وبورصة المغرب.

أولاً: بورصة المغرب

الجدول رقم (03): تطور حجم معاملات بورصة المغرب

| السنوات | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------|------------|------------|------------|-----------|
| مؤشر بورصة الدار البيضاء | 12655.2 | 11027.65 | 9359.19 | 9114.14 |
| | 21.1 % (+) | 12.8 % (-) | 15.1 % (-) | 2.6 % (-) |
| معاملات البورصة | 2387 | 2057 | 121.3 | 123.3 |
| | 65.3 % (+) | 13.8 % (-) | 41 % (-) | 1.6 % (+) |

المصدر : التقرير السنوي، بورصة الدار البيضاء، 2010، 2011، 2012، 2013

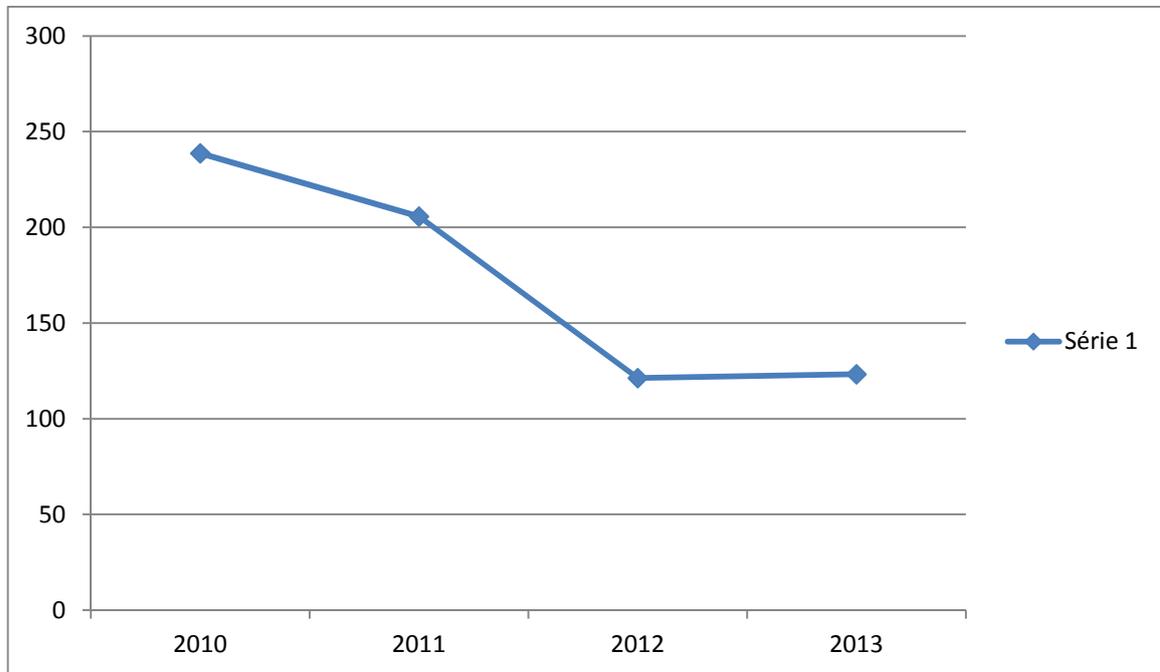
الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

التحليل:

شهدت بورصة الدار البيضاء سنة 2011 انخفاض في مؤشرها بنسبة 12.8 مع سنة 2010 التي تميزت بتنامي منجزات قياسية بنسبة 21.1 % وذلك الارتفاع راجع إلى تحسن أداء من حيث الأساسيات وخاصة قيم قطاعات المناجم والبناء والأشغال العمومية وأيضا إلى تزايد اهتمام المستثمرين الرئيسيين للسوق المغربية، إلا أنه انخفض في سنة 2012 بنسبة 15.1 % ليستمر هذا الانخفاض حتى سنة 2013 بنسبة 2.6%.

على مستوى المعاملات، قد بلغ حجم معاملات البورصة سنة 2012 ب 238.7 درهم مرتفع بنسبة 65.3 وهذا ساهم بكيفية ملموسة في إعطاء الفاعلية القصوى للبورصة في هذه السنة، وبلغ حجم المعاملات في سنة 2011 ب 5.7% مليار درهم أي ما يمثل انخفاضا ب 13.8 مقارنة مع نهاية ديسمبر 2010 كما انخفض بنسبة 41% ليلعب بذلك 121.3 مليار درهم في سنة 2012، إلا أن حجم معاملات البورصة حققت ارتفاعا معتبرا قدر بنسبة 1.6 % أي حوالي 3.3 مليار درهم.

الشكل رقم (06): رسم منحنى حجم معاملات البورصة



من إعداد الطالبة.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

من المنحنى (حجم معاملات البورصة) هناك زيادة في حجم رأس المال على مدى سنة 2010 بمبلغ 238.7 مليار درهم ما يوازي زيادة بحوالي 65 % ولسحب الشركة الوطنية للاستثمار سنداتها نجد أن لذلك تأثير واضحا في حجم رأس المال انخفض إلى 205.7 سنة 2011 مقارنة بنسبة 2010 وينخفض أيضا في سنة 2012 إلا انه يرتفع سنة 2013 بمبلغ 123.3 مليار درهم.

ثانيا: بورصة تونس

الجدول رقم (04): تطور حجم معاملات البورصة التونسية

| السنوات | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------|-------------|------------|------------|------------|
| الحصة السوقية | 5112.52 | 4722.25 | 4579.85 | 4383 |
| | 19.13 % (+) | 7.63 % (-) | 3.02 % (-) | 4.33 % (-) |
| حجم المعاملات | 2180 | 1579.28 | 2078 | 1534 |
| | 18 % (+) | 62.2 % (-) | 27.8 % (+) | 26 % (-) |

المصدر: التقارير السنوية لبورصة تونس، 2010، 2011، 2012، 2013.

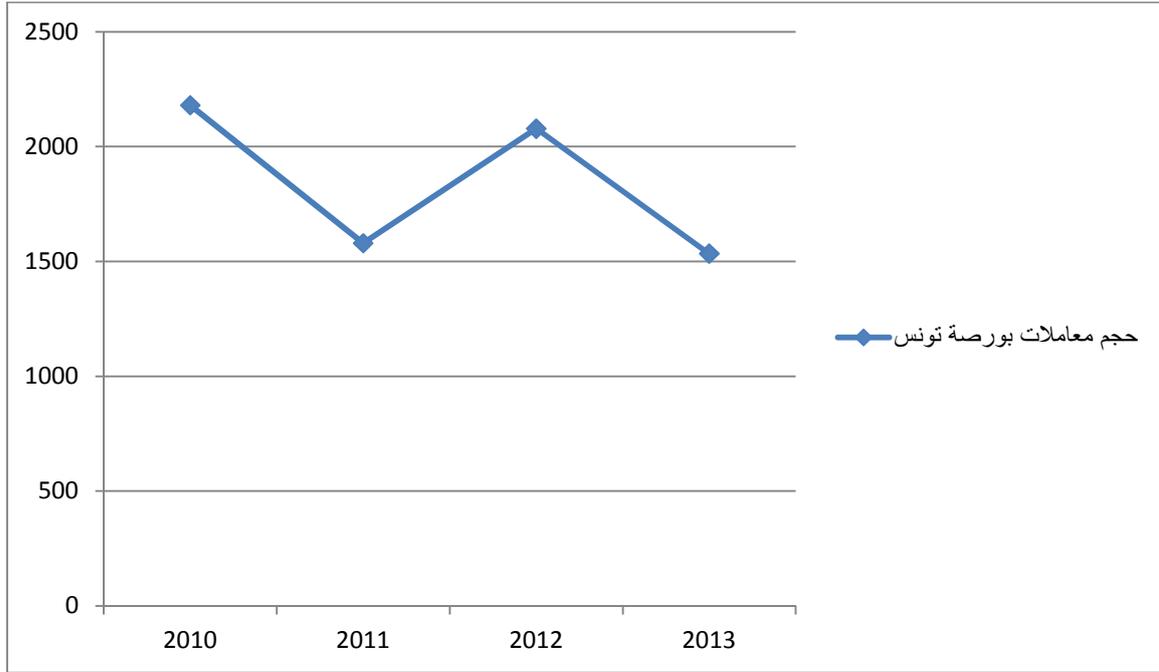
التحليل:

شهدت بورصة تونس سنة 2010 ارتفاع في مؤشرها بنسبة 19.3 % السنة الماضية وفي سنة 2011 انخفض بنسبة 7.63 % حتى سنة 2013 بنسبة 4.33 %

أما على مستوى المعاملات، قد حققت البورصة حجم معاملات 2010 ارتفاع بنسبة 18 % أي حوالي 2180 مليون دينار تونسي السنة الماضية، إلا انه تراجع بنسبة 38 % في سنة 2011 ليبلغ 8 مليون دينار، أما في سنة 2012 حققت البورصة قفزة نوعية في حجم معاملاتها مرتقعا ب 24 % بقدر 20778 مليون دينار وعاد إلى التراجع في سنة 2013 بنسبة 26 % إلى 1534 مليون دينار تونسي.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

الشكل رقم (07) : منحنى حجم معاملات بورصة تونس



من إعداد الطالبة.

من المنحنى نلاحظ أن هناك ارتفاع سنة 2010 ثم ينخفض سنة 2011 ليرتفع مجددا سنة 2012 وينخفض سنة 2013 بنسبة 26 % أي أن حجم المعاملات مذبذب خلال السنوات 2010-2013.

من خلال ما سبق نستنتج أن مؤشر بورصة المغرب ارتفع سنة 2010 الزيادة هامة على مستوى المؤشر الذي حقق أحسن أداء وبالرغم من انخفاض السيولة إلا أن بورصة الدار البيضاء لم تتأثر الوضع، لا كنه تراجع خلال سنة 2011 إلى غاية 2013 وهذا الانخفاض... إلى انخفاض رسملة البورصة والأداءات السلبية نتيجة للأحداث الاجتماعية والسياسية الحاصلة خلال السنوات.

وهذا ما حصل في بورصة تونس حيث كان مؤشرها مرتفعا سنة 2010 وانخفض خلال السنوات الثلاثة الأخرى.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

أما من حيث حجم المعاملات ففي بورصة تونس فقد كان مرتفعا 2010 بنسبة 65.3% ويعود هذا الارتفاع إلى زيادة الأسهم المتداولة في البورصة وعمليات أخرى، إلا أنها تنخفض في 2011 وهذا راجع إلى انخفاض رأس المال و مجموع العمليات الأخرى و إلى أسباب متعددة لا كنها ترتفع مجددا في سنة 2012 بنسبة 24 % وبعدها تراجعت بنسبة 26% سنة 2013 لأسباب سياسية واجتماعية.

ثالثا: الشركات المدرجة في بورصة تونس و المغرب

الجدول رقم(05): عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس والمغرب

| السنوات | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|
| عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس | 56 | 57 | 59 | 71 |
| عدد الشركات المدرجة في بورصة المغرب | 75 | 74 | 77 | 72 |

من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة تونس وبورصة المغرب.

من خلال هذا الجدول نلاحظ أن عدد الشركات في كلا من بورصة تونس والمغرب متذبذب على مدى 4 سنوات، وهذا يدل على التخوف من إنشاء شركات أخرى تعمل في البورصة ، ففي بورصة تونس كان عدد الشركات 56 شركة سنة 2010 وفي سنة 2013 إلى 71 شركة بينما بورصة المغرب، فقد كانت سنة 2010، 75 شركة، لتصبح في سنة 2013، 72 شركة وهذا الانخفاض يرجع إلى احتكار مجموعة من الشركات الأكثر نشاطا.

الفصل الثالث | دراسة حالة لواقع الوساطة المالية والبورصة في المغرب و تونس والمقارنة بينهما

خلاصة الفصل:

تعتبر بورصة الدار البيضاء أقدم بورصات المغرب العربي إذ يعود تاريخ إنشائها إلى سنة 1929 إلا أن تنشيطها لم يتم إلا في سنة 1993، أما تونس فتعود أولى تجارب البورصة إلى 1937 إلا أن نشاطها لم يبدأ إلا في سنة 1970.

من ناحية هيئات تنظيم ومراقبة السوق المالي نجد:

في المغرب تتمثل في المجلس الأخلاقي للقيم.

في تونس تتمثل في مجلس السوق المالي.

وتتلخص مهام هذه الهيئات وتتشترك في عملها على حماية المستثمرين في القيم المالية

يتمثل الوسطاء في بورصة الدار البيضاء (17 مؤسسة وساطة) أما في بورصة تونس فمفتوحة للأشخاص الطبيعيين والمعنويين بمجموعة من الشروط (24 وسيط مالي).

وقد تم دراسة على مستوى بورصة الدار البيضاء مؤسسة الوساطة "التجاري وفا بنك" وذلك لمكانته على مستوى بورصة الدار البيضاء، ومكانته كمجموعة بنكية على مستوى المغرب العربي (يحتل المرتبة الأولى) وإفريقيا (المرتبة الثامنة) وعلى مستوى بورصة تونس تم اختيار مؤسسة تونس للقيم.

خاتمة

خاتمة:

تعتبر أسواق الأوراق المالية احد الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوجيهها نحو قنوات استثمارية منتجة تعمل على دعم الاقتصاد الوطني، فهي بذلك تلعب دورا هاما في تمويل التنمية الاقتصادية، لذا فهي تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة على حد سواء

وتعتبر البورصة نوع من أنواع السوق المالية وهي سوق لتداول الأوراق المالية، ويلتقي في هذه السوق البائعون للأوراق المالية والمشترون لها، كما تخضع هذه البورصة لمجموعة من القوانين تنظم سيرها حسب البلد الذي تتواجد فيه، وبالتالي فهي تعتبر من ابرز القنوات المستخدمة لجمع المدخرات المالية وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية، ومن اجل مقابلة طلبات المشتريين بعروض البائعين والتفاوض على هذه الأوراق تطلب الأمر وجود فئة متخصصة داخل هذه السوق تسمى بالوساطة المالية.

حيث شهدت هذه الفئة من المؤسسات الوسيطة تطورات ملحوظة من خلال نوعية وحجم الخدمات التي تقدمها، ومن اجل أن يدخر المستثمرون أموالهم عن طريق سوق الأوراق المالية، يجب أولا اختيار الوسيط المالي المناسب، والذي يستطيع المستثمر من خلاله الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية المختلفة ومن خلاله أيضا يستطيع إصدار أوامره المختلفة إما بالبيع أو الشراء، بحيث يستطيع التحكم في استثماراته كيف يشاء وتمثل المهام الأساسية للوسيط المالي في تقديم النصح والمشورة لمساعدة المتعاملين في السوق، وحتى تقوم الوساطة المالية بدورها في سوق الأوراق المالية على أكمل وجه، تقوم الهيئات المنظمة لهذه السوق على تحسين ظروف الوساطة المالية من خلال وضع شروط خاصة بالوسطاء كأشخاص طبيعيين ومعنويين لمزاولة مهنتهم داخل هذه السوق.

وقد استطاعت مؤسسات الوساطة المالية خطوات عملاقة في السنوات الأخيرة وخاصة فيما يتعلق بتطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية وقد ساعدها في ذلك تطور وسائل الاتصال وخاصة الانترنت، حيث أصبح يتسنى لأي شخص أن يستثمر أمواله في البورصة وهو في بيته أو مكان عمله بإعطاء الأوامر لوسيطه بيعا أو شراء في أي وقت يشاء من خلال هذه الشبكة.

اختبار الفرضيات :

من خلال دراستنا لهذا البحث خاصة من الجانب التطبيقي توصلنا إلى التحقق من الفرضيات المطروحة في المقدمة فيما يلي :

1. صحيح أن البورصة نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية كالأسهم والسندات بالإضافة إلى الأوراق المالية الحديثة كالمشتقات المالية
2. صحيح أن وظيفة الوساطة المالية ليست مجرد وساطة بين المدخرين والمستثمرين، بل وظائف عديدة مثل تقديم المعلومات المالية وتحليلها....
3. صحيح أن مؤسسات الوساطة المالية تؤدي دور مهم في تنشيط بورصة تونس والمغرب للأوراق المالية وهي تقوم بعملية التغطية والترويج، وتسهيل المعاملات وتنوع هذه المؤسسات وزيادة التنافس بها يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوساطة التي تؤدي إلى جلب المزيد من المستثمرين من خلال تعاملاتها وحصتها السوقية.

وبهذا نصل إلى أن الإجابة على الإشكالية المطروحة كانت من خلال اختبار الفرضيات سابقة الذكر، كما نستطيع القول أن دور الوساطة المالية لا ينحصر فقط في مجرد التوسط بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، وإنما يتعدى ذلك إلى تطوير كفاءة وفعالية هذه السوق، فغالبا مؤسسات الوساطة تقوم بطرح أسهمها في هذه السوق مما يساعد على زيادة عمقها، وبالتالي تم التوصل إلى جملة من النتائج.

نتائج الدراسة

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى جملة من النتائج التالية :

أولا: نتائج الدراسة النظرية

1. تعتبر سوق الأوراق المالية من الآليات التي تساهم في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد إلى الاستثمارات الأكثر ربحية، وهو ما ينتج عنه نمو وازدهار الاقتصاد ككل، كما أنها تتخذ من معدلات التضخم وذلك راجع للوظيفة الأساسية التي تقوم بها وهي جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات.
2. تنتج البورصة للعائلات والمدخرين فرصة تنويع توظيفاتهم والحصول على فوائد إضافية.
3. الوساطة المالية تعتبر الحلقة الرابطة بين الأموال الباحثة عن الاستثمار والاستثمار الباحث عن الأموال.

4. يعتبر وجود الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية احد المقومات الهامة لنجاح ونمو هذه السوق، وهذا نظرا للدور الذي تقوم به هذه المؤسسات من حيث توعية المجتمع المحلي بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية والعمل على بناء الثقة بين المستثمرين وسوق الأوراق المالية.

5. لا يمكن إتمام كل من عمليات البيع والشراء للأوراق المالية دون اللجوء إلى الوسطاء في عمليات البورصة.

6. تتطلب مهنة الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية شروطا معينة بالنسبة للشخص الطبيعي او للشخص المعنوي، وهذا من اجل حماية أموال المتعاملين.

7. توفير المعلومات المالية باستمرار وتحليلها بدقة من طرف الوسطاء الماليين من شأنه المساهمة في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية.

8. إن دور مؤسسات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية لا ينحصر فقط في مجرد التوسط، بل يتعدى ذلك إلى تطوير كفاءة وفاعلية هذه السوق، فاعلم مؤسسات الوساطة تقوم بطرح أسهمها في هذه السوق مما يساعد على زيادة عمقها.

ثانيا: نتائج الدراسة التطبيقية

1. إن وجود وساطة كفاه في عمليات البورصة تقوم بعملية التغطية والترويج وتسهيل المعاملات وتنوع هذه المؤسسات وزيادة التنافس بينها يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوساطة المالية.

2. ضمان استمرارية سوق الأوراق المالية وتطورها يرجع بقدر كبير إلى قوة مؤسسات الوساطة المالية وقدرتها على القيام بعمليات التغطية والترويج وتسهيل المعاملات والسرعة في تنفيذها.

3. يتضح الدور الرئيسي للوسطاء الماليين في البورصة من خلال تنفيذهم لأوامر العملاء والتأكد من تسويتها.

4. عدد الشركات الوسيطة في بورصة تونس والمغرب مدبذب ومع ذلك فان نشاط البورصة في تزايد مستمر ويرجع ذلك بالأساس إلى التشريعات التي وضعتها البورصة، إذا من شأن هذه التشريعات التي تفرض على الوسطاء الماليين أن تساهم في تنشيط البورصة خاصة إذا تبعثها هذه الهيئة بأنشطة راقية فعالة.

التوصيات

من خلال ما تم التوصل إليه من نتائج نضع مجموعة من الاقتراحات أو التوصيات قد تساهم إلى حد ما في تجاوز تلك العقبات التي مازالت تقف أمام تطور سوق الأوراق المالية ونشاطها وذلك من خلال ما يلي :

1. العمل على تطوير مهنة الوساطة المالية وذلك بوضع مختلف القوانين المنظمة والمحفزة لهذه المهنة، ووضع المعايير اللازمة التي تنظم عمل شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية من أجل ضمان تداول عادل لكل المتعاملين مما يعمل على زيادة عددهم وبعث روح التضامن فيما بينهم لتخفيف تكاليف الوساطة وهذا ما يؤدي إلى جلب المزيد من المستثمرين في القيم المنقولة.

2. تشجيع الادخار وتوجيهه نحو سوق الأوراق المالية من خلال حماية المدخرين ومنحهم إعفاءات ضريبية وتشجيعهم بكل الوسائل المتاحة (إعلانات، مزايا....).

3. توفير وسطاء ماليين طبيعيين مؤهلين ودو خبرة في المجال والكفاءة في التسيير لتفادي كل الأخطار والمخاطر من أجل المساهمة الايجابية في عدد المستثمرين في القيم المنقولة واستعمال التقنيات المعاصرة التي تضمن قدرا كبيرا من الدقة والسرعة في تنفيذ العمليات.

4. تنويع الأوراق المالية للتداول في البورصة مما يؤدي إلى تنويع محافظ المستثمرين لاختيار ما يناسبهم.

5. العمل على إرساء وتطوير صناديق الاستثمار، التي تسمح لصغار المدخرين باستثمار أموالهم في سوق الأوراق المالية بأكثر ثقة وأمان.

6. دعم مؤسسات الوساطة المالية، وإعطاءها دورا في المشاركة في تنظيم وتسيير البورصة عبر ممثلين عنها

7. نشر ثقافة البورصة لدى عامة الجمهور وتطويرها على مستوى البنوك والمؤسسات المتعاملين وذلك باستخدام كافة الوسائل المتاحة.

8. تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق قيام سوق الأوراق المالية بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار.

9. العمل على تعزيز الدور الرقابي الذي تقوم به هيئة السوق المالية وذلك بهدف حماية المستثمرين والمساهمة في تحقيق الاستثمار وتقليل المخاطر.

10. على مؤسسات الوساطة في البورصة تطوير وتحسين الخدمات التي تقدمها للمستثمرين كما أن عليها إعطاء أهمية أكبر لتدريب وتأهيل موظفيها والحصول على كوادر من المتخصصين القادرين على إجراء التحليل الأساسي والفني وتقديم الاستشارة القائمة على أسس علمية.

11. توحيد وتكثيف الجهود لإزالة كافة القيود على حركة السلع والأشخاص ورؤوس الأموال على مستوى بلدان المغرب العربي.

أفاق الدراسة

في ختام هذا البحث لا يسع إلى التأكيد على الدراسات الخاصة بالأسواق المالية وسبل تطويرها وعلى الرغم من العوائق التي مازالت تقف في وجه بورصات المغرب العربي فإن الأمل مازال قائما في تطويرها بشكل يضمن تحقيق الأهداف المرجوة منها.

ورغم محاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة في هذه الدراسة إلا أنه في الختام برزت مجموعة أخرى من التساؤلات والتي يمكن أن تكون انطلاقا لدراسات أخرى ومن بينها :

1. هل نشاط سوق الأوراق المالية متوقف على تطور مؤسسات الوساطة المالية فقط ؟
2. هل الوسطاء الطبيعيين (الجانب البشري) دور فعال في تنشيط سوق الأوراق المالية ؟
3. هل تطور الأسواق المالية يدل على وجود النمو الاقتصادي ؟

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

1- المراجع بالعربية:

أ- الكتب:

1. الطاهر لطرش ، تقنيات البنوك دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية، الطبعة السابعة ،ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
2. بخراز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية ، بن عكنون، الجزائر، 2008.
3. جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية ، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2002.
4. حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية "عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات) ، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
5. حسن احمد عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك ، الطبعة الأولى ،مؤسسة طيبة للنشر و التوزيع، القاهرة، 2008.
6. حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم ، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012.
7. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية ، شركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 1996.
8. زياد سليم رمضان، محفوظ احمد جودة ، إدارة البنوك ، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، والطباعة، عمان، الأردن، 2005.
9. سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار أموال العملاء(دراسة تطبيقية تحليلية) ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004.
10. شقيري نوري موسى وآخرون، المؤسسات المحلية والدولية ، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009.
11. عبد القادر الحمزة ، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية ، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2009.

12. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة) ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، الأردن عمان، 2009.
13. فريد النجار، البورصة في الهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر.
14. فليح حسن خلف، "النقود والبنوك"، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
15. مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية، مصر.
16. محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك ، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2014.
17. محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية ، الطبعة السادسة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
18. محمد يونس وعبد النعيم مبارك، مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، مصر.
19. مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه ، بورصات الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009.
20. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية ، منشأة المعارف، الإسكندرية 202.
21. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، البحرين، 2003
22. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، توزيع دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2014.
23. نسرين عبد الحميد نبيد، البورصة (ماهيته-تاريخها-مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثروات الدول العربية ، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012.
24. نزار كاظم خيكاني، السياسات الاقتصادية (الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي) ، الطبعة الثانية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.

ب- المذكرات:

25. بوعاملي ياسين، "الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها دراسة بعض التجارب المغربية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع التحليل واستشراف الاقتصادى جامعة قسنطينة، الجزائر، 2010.
26. بلجيلية سمية، "أثر التضخم على عوائد الأسهم"، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسيرة في بورصة عمان الفترة 1996-2006، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010.
27. بن دحان إلياس الزهر، "دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي"، دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد -العربي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولى جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.
28. بن عمر حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية"، دراسة قياسية، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة ابن أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013.
29. خالد عيجولي، "وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية"-دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006.
30. رشيد هولي، "مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة"، دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011.
31. رشيد بوكساني، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
32. سليم جابو، "تحليل أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية"، دراسة حالة الأسهم المتداولة في البورصة خلال الفترة الممتدة بين 2001-2002"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.
33. صلاح الدين شريط، " دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2012.

34. زاهرة يونس، محمد سودة، "تنظيم عقود لاختيار الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية"، مذكرة ماجستير في المنازعات الضريبية بكلية الدراسات العليا في جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين، 2006.
35. عبد الرحمان بن عزوز، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012.
36. عبير بوضياف، "سوق الأوراق المالية في الجزائر"، مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة pgc، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2007.
37. غنية الجوزي، "أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها"، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع مالية مؤسسات، جامعة الجزائر، 2012.
38. غنية هلال، "النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة"، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2002.
39. فريد بن عبيد، "السوق النقدية ودورها في تمويل الاقتصاد (دراسة مقارنة الجزائر، تونس)"، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014.
40. لعبادي نسيم، "فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد مع دراسة حالة الجزائر"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2004.
41. نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق"، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة ماجستير في إدارة العمال، الجامعة الإسلامية العليا، غزة، فلسطين، 2007.

ت- التقارير:

42. التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء 2010.
43. التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء 2011.
44. التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء 2012.
45. التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء 2013.
46. التقرير السنوي لبورصة تونس 2010.
47. التقرير السنوي لبورصة تونس 2011.
48. التقرير السنوي لبورصة تونس 2012.

49. التقرير السنوي لبورصة تونس 2013.

ث- المجالات:

50. محمد مدلول علي، "أسواق المال العربية الواقع وتحديات المستقبل"، مجلة جامعة بابل، العوم الإنسانية، المجلد 10، العدد 4، 2008.

51. مفتاح صالح ومعارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية" دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، عدد 07، 2009، 2010.

52. دينا أحمد عمر، "أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي"، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، تنمية الرافدين، العدد 96، 2009.

53. وفاء أحمد محمد، "الوساطة المالية في المصارف الإسلامية"، بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي، الاستثمار والتنمية، مجلة الأستاذ، معهد الإدارة الرصافة، العدد 201، 2012.

ج- الأوامر:

54. الأمر عدد 2478 لسنة 1999، الباب الأول القسم الأول المتعلق بضبط النظام الأساسي لوساطة البورصة ص 1 الموقع الإلكتروني:

55. المراجع بالفرنسية:

أ- الكتب:

56. A.choinel et g rouyer, " les marchés financiers, structures et acteurs", revue banque, 2 éme édition, 1997.

ب- المواقع الإلكترونية:

57. www.startimes.com/faspix?t=16813527 consulté le 09/03/2015, 20:24.

58. www.laghout.net/vb/showthead.php?t=40382 consulté le 09/03/2015 20:29.

59. www.hnvest.gov.eg/general/get_fudslist consulté le 10/03/2015, 18:44.

60. www.showmethfunds.com/investor/conpulté le 10/03/2015. 21:43.

- www.startines.com/f.2spx?=132755664consulté le 12/03/2015 12 :27.
61. www.casablanca-bourse.com/bourseweblar/content.aspx?idlink=283&cat=21 consulté le 20/04/2015,20 :53.
62. www.cdvm.gov.malar/espace-epargnant/société-gestionnaire-de la -bourse-de-Casablanca-consulté le 20/04/2015=22:11.
63. www.casablanca-bourse.com/bourseweblar/index.aspx consulté le 21/04/2015,,21:38
64. conseil déontologique des valeurs mobilières.
65. www.casablanca-bourse.com/ar/content,aspx? Id Link=152 & cat = 3 consulté le 22/04/2015.14 :29 .
66. Ar.wikipedai.org/wiki/التجاري-وفا-بنك consulté le 22/04/2015.19.54.
67. www.bvmt.contr consulté le 23/04/2015,17 :48.
68. Ar. wikipedia.org/wiki/بورصة تونس consulté le 23/04/2015.18 : 28.
69. www.cmf.org tn consulté le 23/04/2015.22 :39.
70. www.ff.law.net/law/threads/7652-29/البورصة/28 تونس.consult2 le 23/04/2015 22:10.
71. www. Bvnt.com.tn/Fr/intermédiaire/List consulté le 24/04/2015.
72. www.tunisieva leurs.com.tn/indexssl.asp consulté le 24/04/2015 16 :18.
73. Revue de recherches, Tunisie valeurs, département recherches & études, site web :www.tunisie valeurs.com.tn/Fe/revues/20110818 PDF consulté le 24/04/2015 16 :45.

الحق لا يفتن

الملحق 1: الوسطاء المعتمدون في بورصة الدار البيضاء

| BMCI BOURSE | | |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|--|
| العنوان | شارع بكر لإيزان - المعاريف - عمارة روماندي - الدار البيضاء - المغرب | |
| الهاتف | (212) 522 95 38 00 | |
| الفاكس | (212) 522 09 02 09 | |
| الموقع الإلكتروني | www.bmcinet.com | |
| رئيس مجلس الإدارة الجماعية | السيد تامس الغريمي بن بلون | |
|  | | |
| CAPITAL TRUSTSECURITIES | | |
| العنوان | 50 شارع الرشيد، حي كوفي، 20 000 الدار البيضاء | |
| الهاتف | (212) 522 46 63 50 | |
| الفاكس | (212) 522 49 13 07 | |
| الموقع الإلكتروني | www.capitaltrust.ma | |
| الرئيس المدير العام | السيد أنس أوشريف | |
|  | | |
| CDG CAPITAL BOURSE | | |
| العنوان | 0، شارع كينيدي الدار البيضاء المغرب | |
| الهاتف | (212) 522 36 20 20 | |
| الفاكس | (212) 522 36 78 78 | |
| الموقع الإلكتروني | http://www.cdqcapitalbourse.ma | |
| الرئيس العام | السيد رشيد وثاريات | |
|  | | |
| CFG MARCHES | | |
| العنوان | 7.5 رفقة ابن طفيل - حي النخيل - الدار البيضاء - المغرب | |
| الهاتف | (212) 522 25 01 01 | |
| الفاكس | (212) 522 98 11 12 | |
| الموقع الإلكتروني | www.cfgmorocco.com | |
| الرئيس المدير العام | السيد يونس بنجلون | |
|  | | |
| CREDIT DU MAROC CAPITAL | | |
| العنوان | 0 رفقة ابن هلال - حي راسين - الدار البيضاء - المغرب | |
| الهاتف | (212) 522 94 07 44 | |
| الفاكس | (212) 522 94 07 66 | |
| الموقع الإلكتروني | www.cdm.co.ma | |
| رئيس مجلس الإدارة الجماعية | السيد ياسين بكباشي | |
|  | | |
| BMCI BOURSE | | |
| العنوان | شارع بكر لإيزان - المعاريف - عمارة روماندي - الدار البيضاء - المغرب | |
| الهاتف | (212) 522 95 38 00 | |
| الفاكس | (212) 522 09 02 09 | |
| الموقع الإلكتروني | www.bmcinet.com | |
| رئيس مجلس الإدارة الجماعية | السيد تامس الغريمي بن بلون | |
|  | | |
| CAPITAL TRUSTSECURITIES | | |
| العنوان | 50 شارع الرشيد، حي كوفي، 20 000 الدار البيضاء | |
| الهاتف | (212) 522 46 63 50 | |
| الفاكس | (212) 522 49 13 07 | |
| الموقع الإلكتروني | www.capitaltrust.ma | |
| الرئيس المدير العام | السيد أنس أوشريف | |
|  | | |
| CDG CAPITAL BOURSE | | |
| العنوان | 0، شارع كينيدي الدار البيضاء المغرب | |
| الهاتف | (212) 522 36 20 20 | |
| الفاكس | (212) 522 36 78 78 | |
| الموقع الإلكتروني | http://www.cdqcapitalbourse.ma | |
| الرئيس العام | السيد رشيد وثاريات | |
|  | | |
| CFG MARCHES | | |
| العنوان | 7.5 رفقة ابن طفيل - حي النخيل - الدار البيضاء - المغرب | |
| الهاتف | (212) 522 25 01 01 | |
| الفاكس | (212) 522 98 11 12 | |
| الموقع الإلكتروني | www.cfgmorocco.com | |
| الرئيس المدير العام | السيد يونس بنجلون | |
|  | | |
| CREDIT DU MAROC CAPITAL | | |
| العنوان | 0 رفقة ابن هلال - حي راسين - الدار البيضاء - المغرب | |
| الهاتف | (212) 522 94 07 44 | |
| الفاكس | (212) 522 94 07 66 | |
| الموقع الإلكتروني | www.cdm.co.ma | |
| رئيس مجلس الإدارة الجماعية | السيد ياسين بكباشي | |
|  | | |

EUROBOURSE

| | |
|-----------------------------------------------------------------------|---------------------|
| شارع القوات المسلحة، صرح الخيوس، الطابق الخامس، الدار البيضاء، المغرب | العنوان |
| (212) 522 54 15 54 | الهاتف |
| (212) 522 54 14 46 | الفاكس |
| www.eurobourse.ma | الموقع الإلكتروني |
| السيد عمر أمين | الرئيس المدير العام |



ATLAS CAPITAL BOURSE

| | |
|--------------------------------------------------------------|---------------------|
| 88، زنقة المراكشي، حي كوثيه، الدار البيضاء - المغرب | العنوان |
| (212) 522 36 87 76 | الهاتف |
| (212) 522 36 87 84 | الفاكس |
| www.atlascapital.ma | الموقع الإلكتروني |
| السيد مولاي هشام شبيهي حسني | الرئيس المدير العام |



ICF AL WASSIT

| | |
|-------------------------------------------------------------|-------------------------------|
| 29، زنقة باب المنصور- فضاء باب آفا - الدار البيضاء - المغرب | العنوان |
| (212) 522 36 93 84 / 89 | الهاتف |
| (212) 522 39 10 90 | الفاكس |
| www.bpbourse.com | الموقع الإلكتروني |
| السيدة حنان بن جويدة | رئيس مجلس الإدارة الجماعية |



INTEGRA BOURSE

| | |
|------------------------------------------------------------------|-------------------|
| 23، زنقة ابن هلال، حي راسين- الدار البيضاء - المغرب | العنوان |
| (212) 522 39 50 50 | الهاتف |
| (212) 522 36 86 00 | الفاكس |
| www.integrabourse.com | الموقع الإلكتروني |
| السيد غسان بلحاج جراد | الرئيس |



MAROC SERVICES INTERMEDIATION

| | |
|----------------------------------------------------------------|-------------------------------|
| عمارة زينب - إقامة توفيق - سيدي معروف - الدار البيضاء - المغرب | العنوان |
| (212) 522 97 49 61 / 65 | الهاتف |
| (212) 522 97 49 73 / 74 | الفاكس |
| www.msin.ma | الموقع الإلكتروني |
| السيد محمد بن عبد الرزاق | رئيس مجلس الإدارة الجماعية |



SOGECAPITAL BOURSE

| | |
|------------------------------------------------------|-------------------------------|
| 55، شارع عبد المومن - الدار البيضاء - المغرب | العنوان |
| (212) 522 43 98 40 | الهاتف |
| (212) 522 26 80 18 | الفاكس |
| www.sqmaroc.com | الموقع الإلكتروني |
| السيدة وداد عزام لعلو | رئيس مجلس الإدارة الجماعية |



UPLINE SECURITIES

| | |
|------------------------------------------------------------|-------------------------------|
| 37، شارع عبد اللطيف بن قدور - الدار البيضاء - المغرب | العنوان |
| (212) 522 95 49 60 / 61 | الهاتف |
| (212) 522 95 49 63 / 65 | الفاكس |
| www.uplinegroup.ma | الموقع الإلكتروني |
| السيد كريم مكي براءة | رئيس مجلس الإدارة الجماعية |



WAFABOURSE

| | |
|------------------------------------------------------------|-------------------------------|
| 416، زنقة مصطفى المعاني- الدار البيضاء - المغرب | العنوان |
| (212) 522 54 50 50 | الهاتف |
| (212) 522 47 46 91 | الفاكس |
| www.wafabourse.com | الموقع الإلكتروني |
| السيد عادل دادي | رئيس مجلس الإدارة الجماعية |



الملحق 2 : الوسطاء المعتمدون في بورصة تونس

| | | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>71 856 314 الهاتف: 71 856 299 / 71 856 013 / 71 856 078 / 71 856 332 الفاكس: 71 856 332 البريد الإلكتروني: bna.capitaux@planet.tn www.bnacapitaux.com.tn</p> | <p>البنك القومي القلحي رؤوس أموال المدير العام : كمال قسسي زهج الطاهر حداد صنفاء البحيرة 1053 تونس رأس المال : 5 مليون دينار</p> |     |
| <p>71 144 510 الهاتف: 71 843 778 الفاكس: karim.abdekarim@caprfinance.tn www.caprfinance.com.tn</p> | <p>كوفيب رأس مال المدير العام : كريم عبد الكافي 25 زهج الدكتور كلمات 1000 تونس رأس المال : 1 مليون دينار</p> |   |
| <p>71 782 606 / 71 788 280 / 71 788 870 الهاتف: 71 798 314 الفاكس: k.zribi@cgf.com.tn www.cgf.com.tn</p> | <p>شركة التصريف و المالية المدير العام: خالد الزويدي تا زهج جمال الدين الأفغاني، 1002 تونس رأس المال : 1 مليون دينار</p> |   |
| <p>71 252 044 الهاتف: 71 252 024 الفاكس: cgi.bo@cgi.com.tn www.cgi.com.tn</p> | <p>الشركة العامة للاستثمار المدير العام : محمد شاذلي قراني 16 شارع جون جوردن 1000 تونس رأس المال : 1 مليون دينار</p> |  |
| <p>71 860 822 الهاتف: 71 860 749 الفاكس: direct@finacorp.net www.finacorp.net</p> | <p>شركة التمويل و الاستثمار بشمال افريقيا المدير العام : نور الدين جينباني شارع بحيرة Loch Ness صنفاء البحيرة 1053 تونس رأس المال : 1 مليون دينار</p> |  |
| <p>71 219 116 الهاتف: 71 219 478 الفاكس: contact@uibfinance.com.tn</p> | <p>الاتحاد الدولي للبنوك المالية المدير العام : علي ملول عمارة مراه البحيرة رأس المال: 1 مليون دينار</p> |  |
| <p>71 964 102 الهاتف: 71 960 959 الفاكس: macsa@gnet.tn www.macsa.com.tn</p> | <p>شركة ماك للوساطة بالبورصة الرئيس المدير العام : محمد عبد الوهاب شريف مركز Green مدرج c الطابق الثاني زهج بحيرة كوستنسن صنفاء البحيرة 1053 تونس رأس المال: 1 مليون دينار</p> |  |
| <p>71 960 391 / 71 960 292 الهاتف: 71 960 565 الفاكس: maxualabourse@topnet.tn www.maxualabourse.com.tn</p> | <p>مكسولا بورص الرئيس المدير العام : رؤوف عوازي مركز نورين مكذب 22 صنفاء البحيرة 1053 تونس رأس المال: 1 مليون دينار</p> |  |
| <p>71 332 188 الهاتف: 71 345 879 / 71 349 312 الفاكس: khaled.sahli@bt.com.tn</p> | <p>الشركة التونسية للبورصة المدير العام: خالد سلطي ساحة 14 جلافي 1001 تونس رأس المال: 1 مليون دينار</p> |  |
| <p>71 860 541 / 71 860 521 الهاتف: 71 960 665 الفاكس: scif@planet.tn</p> | <p>شركة الارشاد للوساطة المالية والاستثمار المدير العام : جمال حجام بحيرة أوبيرا رأس المال: 1 مليون دينار</p> |  |
| <p>71 961 486 / 71 862 328 الهاتف: 71 961 471 الفاكس: contact@menacp.net www.menacp.net</p> | <p>الشرق الأوسط و شمال افريقيا رأس المال المدير العام : أيمن الأرابين 5 مكرر زهج بحيرة توريد رأس المال: 1 مليون دينار</p> |  |

الشركة المالية العالمية للبورصة

الهاتف: 71 940 429
الفاكس: 71 948 512
البريد الإلكتروني: sifib.bh@planet.tn
الموقع الإلكتروني:



المدبر العام: أمين الرزقي
عمارة تأمينات سلوم تميم الوكالة
العقارية للسكن مدرج بـ الطابق 3
المركز الشمالي العمراني 1003
تونس
رأس المال: 3 ملايين دينار

الشركة المالية للتصرف

الهاتف: 71 718 000 / 71 719 999 / 71 717 510
الفاكس: 71 719 450
البريد الإلكتروني: sufiges@sufiges.com.tn
الموقع الإلكتروني:



الرئيس المدبر العام: سلوى موسكو
4 نهج الهادي كراي 1UBU تونس
رأس المال: 6.5 مليون دينار

التجاري للتوسعة

الهاتف: 71 961 461 / 71 961 194 / 71 961 990 / 71 109 000
الفاكس: 71 960 346
البريد الإلكتروني: contact@attjaribourse.com.tn
الموقع الإلكتروني: www.Attjaribourse.com.tn

المدبر العام: عبد العزيز همامي
نهج بحيرات المنزوري شتات البحريرة
1053 تونس
رأس المال: 5 مليون دينار

التوسعة السعودية للتوسعة

الهاتف: 71 751 777
الفاكس: 71 763 070
البريد الإلكتروني: tsi@tsi.tn
الموقع الإلكتروني: www.tsi.tn



المدبر العام: حافظ السبيح
32 نهج الكراي عمارة ستوردي بناة
1062 تونس
رأس المال: 1 مليون دينار

الشركة التونسية للأوراق المالية

الهاتف: 71 189 600 / 71 189 630
الفاكس: 71 949 325
البريد الإلكتروني: mail@tunisievaleurs.com
الموقع الإلكتروني: www.tunisievaleurs.com



المدبر العام: فاضل عبد الكافي
مركز المهران الشه لبي عمارة الكائن
حي المهرجان 1082 تونس
رأس المال: 5 مليون دينار

الاتحاد البنكي للتجارة و الصناعة للمالية

الهاتف: 71 848 230
الفاكس: 71 940 557
البريد الإلكتروني: ubci@ubci.com.tn
الموقع الإلكتروني:



المدبر العام: أدين سديلي
7 نهج جينار ساحة إفريقيا (ساحة
بلانديك سايجا) 1002 تونس
رأس المال: 1 مليون دينار

الاتحاد المالي

الهاتف: 71 941 385
الفاكس: 71 940 533
البريد الإلكتروني: ufi@planet.tn
الموقع الإلكتروني: www.ufi.com.tn



المدبر العام: أيمن ساسي
7 نوفمبر عمارة المغربية برج أ
الطابق الرابع 1080 تونس
رأس المال: 5 مليون دينار

بنك تونس العربي الدولي رأس مال

الهاتف: 71 138 501 / 71 138 508
الفاكس: 71 965 772
البريد الإلكتروني: contact@biatcapital.com
الموقع الإلكتروني: www.biatcapital.com



المدبر العام: مراد الحجري
المشارع التونسية تطلح تركيا و نهج
ملاوي شتات البحريرة تونس
رأس المال: 3 مليون دينار