

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة منتوري قسنطينة
كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

رقم التسجيل: 13/EMG/10

قسم: علوم التسيير

فرع: إدارة مالية

دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير
فرع إدارة مالية

إشراف الدكتور:

شريط عثمان

إعداد الطالب:

بن عزوز عبد الرحمن

لجنة المناقشة:

التسلسل	الأستاذ	الصفة	الرتبة	الجامعة الأصلية
1	سحنون محمود	رئيسا	أستاذ محاضر	جامعة منتوري قسنطينة
2	شريط عثمان	مقروبا	أستاذ محاضر	جامعة منتوري قسنطينة
3	لعرابة مولود	عضوا	أستاذ التعليم العالي	جامعة منتوري قسنطينة
4	بوعنروس عبد الحق	عضوا	أستاذ محاضر	جامعة منتوري قسنطينة

السنة الجامعية: 2011-2012

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ رَبَّنَا لَا تَوَاضِعْنَا إِن نَسِينَا أَوْ أَخْطَأْنَا رَبَّنَا وَ لَا تَحْمِلْ عَلَيْنَا
إِصْرًا كَمَا حَمَلْتَهُ عَلَى الَّذِينَ مِن قَبْلِنَا رَبَّنَا وَ لَا تَحْمِلْنَا مَا لَا
طَاقَةَ لَنَا بِهِ وَ اعْفُ عَنَّا وَ اغْفِرْ لَنَا وَ اِرْحَمْنَا أَنْتَ مَوْلَانَا
فَاَنْصُرْنَا عَلَى الْقَوْمِ الْكَافِرِينَ ﴾

صدق الله العظيم

(سورة البقرة الآية 286)

شكر و عرفان

ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي و علي والدي و أن أعمل صالحا ترضاه.

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

و لا يسعني و أنا في هذا المقام إلا أن أتقدم بشكري و تقديري و عرفاني و امتناني إلى الأستاذ المشرف الدكتور شريط عثمان،

و الذي لم يبخل علي بإرشاداته و نصائحه و توجيهاته السديدة، و كذا صبره و سعة صدره و حرصه علي إتمام هذا العمل في أحسن الظروف، كما أحيي فيه روح التواضع و المعاملة الجيدة فجزاه الله عنّي كل الخير.

و لا يفوتني أن أتقدم بالشكر و العرفان إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة و مناقشة هذا العمل.

و أشكر أيضا كل من أمدني بيد المساعدة من قريب أو من بعيد في إنجاز هذه الدراسة و لم يتسن لي ذكر اسمه.

بن عزوز عبد الرحمن

الفهرس

الفهرس

شكر و عرفان

أ.....	الفهرس
ح.....	قائمة الأشكال و الجداول
1.....	مقدمة
8.....	الفصل الأول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية
9.....	تمهيد
10.....	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
10.....	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية و موقعها في السوق المالي
11.....	الفرع الأول: موقع السوق المالي بين الأسواق
13.....	الفرع الثاني: مكونات السوق المالي
16.....	الفرع الثالث: تعريف سوق الأوراق المالية، نشأتها و تطورها
19.....	المطلب الثاني: بنية سوق الأوراق المالية
19.....	الفرع الأول: السوق الأولية (سوق الإصدار)
21.....	الفرع الثاني: السوق الثانوية (سوق التداول)
21.....	الفرع الثالث: السوق الثالث و الرابع (السوق غير المنظمة)
23.....	المطلب الثالث: وظائف و خصائص سوق الأوراق المالية
23.....	الفرع الأول: الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية
25.....	الفرع الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية
26.....	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
26.....	المطلب الأول: ماهية الأسهم
27.....	الفرع الأول: تعريف الأسهم و خصائصها
30.....	الفرع الثاني: أنواع الأسهم
33.....	الفرع الثالث: الاتجاهات الحديثة للأسهم
35.....	المطلب الثاني: ماهية السندات

36	الفرع الأول: تعريف السندات و خصائصها.....
38	الفرع الثاني: أنواع السندات.....
41	الفرع الثالث: إهلاك و مخاطر السندات.....
43	المطلب الثالث: الأوراق المهجنة و المشتقات المالية.....
43	الفرع الأول: الأوراق المهجنة.....
44	الفرع الثاني: المشتقات المالية.....
48	المبحث الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية، كفاءتها و مقومات نجاحها.....
48	المطلب الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية.....
48	الفرع الأول: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية.....
50	الفرع الثاني: المتعاملون.....
52	الفرع الثالث: شروط الدخول إلى البورصة.....
53	المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية و متطلبات تحقيقها.....
54	الفرع الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها.....
56	الفرع الثاني: متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية و صيغها المختلفة.....
58	المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية.....
59	الفرع الأول: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية.....
60	الفرع الثاني: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية.....
63	خلاصة الفصل الأول.....
64	الفصل الثاني: الإطار النظري للوساطة المالية.....
65	تمهيد.....
66	المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية.....
66	المطلب الأول: مدخل للوساطة المالية.....
67	الفرع الأول: التمويل المباشر و الصعوبات الناجمة عنه.....
68	الفرع الثاني: التمويل غير المباشر.....
70	الفرع الثالث: خصائص الأوراق المالية غير المباشرة.....

71	المطلب الثاني: مفهوم الوساطة المالية و أسبابها.
72	الفرع الأول: مفهوم الوساطة المالية و تطورها التاريخي.
73	الفرع الثاني: أسباب الوساطة المالية.
76	المطلب الثالث: أهمية الوساطة المالية و وظائفها.
77	الفرع الأول: أهمية وجود الوساطة المالية.
79	الفرع الثاني: وظائف الوساطة المالية.
83	المبحث الثاني: مؤسسات الوساطة المالية.
83	المطلب الأول: المؤسسات الوداعية.
84	الفرع الأول: البنوك التجارية.
85	الفرع الثاني: بنوك الادخار.
86	الفرع الثالث: مؤسسات الادخار و الإقراض.
87	الفرع الرابع: إتحاد الائتمان.
87	المطلب الثاني: المؤسسات غير الوداعية.
87	الفرع الأول: شركات الحماية ضد المخاطر (شركات التأمين)
89	الفرع الثاني: شركات الاستثمار.
94	الفرع الثالث: شركات التمويل.
95	المطلب الثالث: الإتجاهات الحديثة لمؤسسات الوساطة المالية.
95	الفرع الأول: نزعة متنامية باتجاه الاندماج.
96	الفرع الثاني: الشركات القابضة للمصارف.
97	الفرع الثالث: تعدد أنشطة الوساطة المالية للمصارف.
98	المبحث الثالث: الوسطاء الماليون في عمليات البورصة.
98	المطلب الأول: وسيط عمليات البورصة، وظائفه و شروط ممارسة دوره.
99	الفرع الأول: تعريف وسيط عمليات البورصة و مختلف فئاته.
101	الفرع الثاني: وظائف وسيط عمليات البورصة.
103	الفرع الثالث: شروط ممارسة دور وسيط عمليات البورصة.

105	المطلب الثاني: إدارة و تنظيم مؤسسات الوساطة المالية في البورصة.....
105	الفرع الأول: هيكل مؤسسات الوساطة.....
107	الفرع الثاني: إدارة مؤسسات الوساطة المالية في البورصة.....
108	الفرع الثالث: تنظيم مؤسسات الوساطة المالية في البورصة.....
109	المطلب الثالث: قواعد و أدبيات مهنة وسيط عمليات البورصة.....
110	الفرع الأول: الإخلاص الصارم.....
112	الفرع الثاني: سرية المعلومات الخاصة بالعميل.....
112	الفرع الثالث: جلب احترام و ثقة الجمهور المتعاملين.....
114	خلاصة الفصل الثاني.....
115	الفصل الثالث: الوسطاء الماليون كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى البورصة التونسية
116	تمهيد.....
117	المبحث الأول: دور الوساطة المالية في تنشيط المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية.....
117	المطلب الأول: التسعير في البورصة و ميكانيزماته.....
118	الفرع الأول: التسعير في البورصة.....
122	الفرع الثاني: ميكانيزمات التسعير في البورصة.....
126	المطلب الثاني: الأوامر في البورصة و كيفية تنفيذها من طرف الوسيط.....
126	الفرع الأول: أنواع الأوامر.....
130	الفرع الثاني: الخصوصيات المرفقة في الأوامر.....
132	الفرع الثالث: تلقي و تنفيذ الأوامر و التأكد من تسويتها.....
135	المطلب الثالث: دور الوسطاء الماليين في مختلف أنواع الأسواق حسب تنظيم الوساطة المالية....
135	الفرع الأول: أنواع أسواق الأوراق المالية حسب تنظيم الوساطة.....
139	الفرع الثاني: دور الوسطاء الماليين في البورصة.....
139	المبحث الثاني: الملامح الأساسية لبورصة الأوراق المالية في تونس.....
140	المطلب الأول: تنظيم السوق المالية في تونس.....
141	الفرع الأول: هيئة الأسواق المالية.....

142	الفرع الثاني: بورصة تونس للقيم المنقولة.....
145	الفرع الثالث: شركة الخبراء المكلفين بالودائع، المقاصة و تسوية الأوراق المالية.....
145	الفرع الرابع: وسطاء البورصة.....
146	المطلب الثاني: نشأة البورصة التونسية و تطور الإصلاحات المتعلقة بها.....
147	الفرع الأول: نشأة بورصة تونس للقيم المنقولة.....
149	الفرع الثاني: تطور الإصلاحات المتعلقة ببورصة تونس.....
152	المبحث الثالث: واقع الوسطاء الماليين في بورصة تونس.....
153	المطلب الأول: تنظيم الوساطة المالية في بورصة تونس و مهام الوسيط بها.....
153	الفرع الأول: تنظيم نشاط الوساطة في بورصة تونس.....
155	الفرع الثاني: مهام الوسيط في بورصة تونس.....
159	المطلب الثاني: تطور نشاط الشركات الوسيطة المعتمدة في بورصة تونس.....
159	الفرع الأول: قائمة الشركات الوسيطة المعتمدة في بورصة تونس.....
160	الفرع الثاني: تحليل نشاط الشركات الوسيطة في بورصة تونس.....
164	المطلب الثالث: دور الشركة التونسية للأوراق المالية في بورصة تونس.....
164	الفرع الأول: التعريف بالشركة و هيكلها الإداري.....
169	الفرع الثاني: المفاوضات و التسعير في بورصة تونس.....
175	خلاصة الفصل الثالث.....
176	خاتمة
181	قائمة المراجع.....
191	الملاحق.....
198	الملخصات.....

قائمة الأشكال و الجداول

أولاً: قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
69	الوساطة الميزانية و الوساطة السوقية	1-2
71	ميزانية بسيطة لوسيط مالي	2-2
76	ميزانية مختلف الأعوان الاقتصادية	3-2
106	نموذج لهيكله مؤسسات الوساطة ذات الحجم الكبير	4-2
109	التنظيم المبسط لمؤسسات الوساطة في البورصة	5-2
167	الهيكل التنظيمي العام للشركة التونسية للأوراق المالية	1-3
172	محتويات شاشة الكمبيوتر التي تظهر للوسيط	2-3

ثانياً: قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
123	ترتيب أوامر البيع و الشراء و مقابلتها بالأسعار	1-3
124	كيفية تحديد سعر التوازن	2-3
161	تطور عدد الشركات الوسيطة في بورصة تونس	3-3
162	تطور نشاط الوسطاء في البورصة التونسية	4-3
163	تطور نشاط الوسطاء الأكثر نشاطا في البورصة التونسية	5-3

مقدمة

شهدت الأسواق المالية برمتها تطورا منقطع النظير على جميع الأصعدة و المستويات خصوصا في ظل العقود الأخيرة، حيث أنها أصبحت المرآة العاكسة لاقتصاديات الدول، فما فتئت أن ظهرت إلا و تفنن مهندسو النظام المالي في الدول المتقدمة في استخدامها لتوفير التمويل اللازم للشركات و الدول على حد السواء، كما أنها تمثل ملاذا متميزا للمستثمرين و الذين تحذوهم الرغبة الجارحة في الاستثمار و تحقيق الأرباح، إذ تعمل هذه الأسواق على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر فيها أموال فائضة عن برامجها الإستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل قياسا إلى حجم خططها الإستثمارية. فلو تم تصور عدم وجود هذه الأسواق، فإن الوحدات الاقتصادية لن تقوم ببرامجها الإستثمارية إلا في حدود حجم مدخراتها الحالية، و عليه ستؤجل هذه الإستثمارات لحين تحقق مدخرات كافية من دخلها الجاري، و من الناحية الأخرى، قد تكون هناك وحدات إقتصادية لديها مدخرات متراكمة و لكن ليس لديها فرص إستثمارية متاحة، و بالتالي تبقى الأموال لديها راكدة و عاطلة.

إن هذا الإنسياب المستمر من الوحدات التي تحقق فائض إلى الوحدات التي تعاني من العجز يساعد على زيادة حجم الإستثمارات في الإقتصاد الوطني، و زيادة معدل النمو الإقتصادي، و تحقيق مستوى إشباع أكبر لحاجات الأفراد.

فوجود هذه الهوة بين أصحاب الفوائض و أصحاب العجز المالي أدى بالضرورة إلى وجود فئة جديدة من المتعاملين تمثل حلقة الربط بين الفئتين السابقتين و تسمى الوساطة المالية، حيث ما لبثت أهميتها تزداد من يوم لآخر، نظرا لما توفره من منافع كبيرة للمستثمرين و المدخرين. كما تلعب مؤسسات الوساطة المالية دورا بالغ الأهمية في إقتصاديات الدول نظرا لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة، و بذلك تنعكس سلامة و حسن أداء هذه المؤسسات على سلامة و حسن الأداء الإقتصادي للدولة بشكل عام، بالمقابل فإن تدهور و انخفاض كفاءة هذه المؤسسات و الأسواق المالية لا ينصب تأثيره على هذه المؤسسات و الأسواق المالية فحسب، بل يمتد ليشمل باقي القطاعات الإقتصادية ليؤثر سلبيا على الأداء الإقتصادي ككل.

لقد أصبح نظام العولمة المالية يحتل مكانة مهمة ضمن اقتصاديات العالم المختلفة، و ذلك من خلال ما فرضه من نشر للأفكار و تبادل فاعل للخبرات بالأخص في مجال تنظيم أسواق الأوراق المالية و مؤسسات الوساطة المالية، حيث عمدت السلطات المالية للولايات المتحدة الأمريكية على سن قوانين مرتكزة في ذلك على التجربة الرائدة للقطاع الخاص، كما سلكت السلطات المالية العمومية الفرنسية نفس الطريق في سن التشريعات و القوانين مقتدية بتجربة الولايات المتحدة الأمريكية، أما فيما يخص البورصات الناشئة فقد حاولت اللحاق بالركب و الاستفادة من خبرة و تجربة هذه الأسواق العالمية، حيث مازالت تسعى هذه البورصات إلى تطوير أنظمتها التشريعية و تحديث بنيتها التكنولوجية لضمان قدرتها على مواجهة تحديات المنافسة العالمية و التفكير جدياً في تعزيز عمليات الاستحواذ و الإندماج مع البورصات القوية.

و تعد بورصة تونس إحدى الأسواق المالية الناشئة، فقد بذلت حكومتها جهوداً مفضية في مجال تطوير و إصلاح هيكل البورصة، بالإضافة إلى الجهود المبذولة لرفع كفاءة مؤسسات الوساطة المالية و بالأخص الشركات الوسيطة في عمليات البورصة، كل هذا بهدف تحفيز الاستثمار المالي و تحقيق تمويل النشاط الاقتصادي و توفير كفاءة التخصيص للمشاريع الاستثمارية المنتجة.

إشكالية الدراسة:

شهدت الوساطة المالية تطورات هائلة على المستوى العالمي، حيث ساهمت بقدر كبير في ربط البورصات العالمية، فهي تمثل لغة ترابط متين بين المستثمرين و المدخرين، مما جعلها تشغل حيز لا يستهان به لدى منظري الفكر المالي، ليس هذا فقط بل أصبحت تتبوأ مكانة مرموقة في الأسواق المالية عامة و البورصات خاصة. و في خضم هذا الواقع، لم يتوقف السعي الحثيث للدول على إجراء تعديلات فيما يخص عدة جوانب تتعلق بسوق الأوراق المالية، بهدف الرفع من أحجم التداول و ضمان استقرار أسعار الأوراق المالية، و إعطاء دفعة قوية لتنشيط العوائد بما يساعد على تشجيع و انسياب المدخرات في هذه السوق.

و من خلال ما سبق يمكن حصر الإشكالية العامة في التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه الوساطة المالية بغية تنشيط و تطوير المعاملات المالية

في سوق الأوراق المالية ؟

يتفرع التساؤل الرئيسي إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بكل من سوق الأوراق المالية و الوساطة المالية ؟
- ما هي علاقة مؤسسات الوساطة المالية بالعمليات الجارية في سوق الأوراق المالية ؟
- كيف يتم إبراز دور الوساطة المالية داخل سوق الأوراق المالية ؟
- ما هو واقع مؤسسات الوساطة المالية في البورصة التونسية للأوراق المالية ؟

الفرضيات:

- إنطلاقا من التساؤلات السابقة فإن هذا البحث يقوم على اختبار الفرضيات التالية:
- لا يقف دور الوسطاء الماليين في مجرد التوسط بين البائعين و المشترين للأوراق المالية، بل يتعدى هذا الدور إلى تطوير و تحسين سير هذه السوق.
 - وجود مؤسسات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية يؤدي إلى زيادة التنافس بينها، مما سيخفض التكاليف الإجمالية سواء للمدخر أو المستثمر.
 - إن قيام مؤسسات الوساطة المالية بدورها في سوق الأوراق المالية على أكمل وجه و تطوير الخدمات التي تقدمها، سيجلب المزيد من المدخرين و المستثمرين.

أهداف الدراسة:

- نظرا للأهمية البالغة لهذا الموضوع يصبو هذا البحث إلى بلوغ عدة أهداف أبرزها:
- تسليط الضوء على الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية و الوساطة المالية.
 - إبراز الدور الذي يقوم به الوسطاء الماليون في تنشيط هذه السوق.
 - يعد حجم التداول في بورصة تونس ضعيفا مقارنة بالأسواق الناشئة، و ذلك راجع لقلة الاستثمار المالي، و ضعف ثقافة الأفراد في هذا المجال، و علىية جاءت هذه الدراسة لإزالة الغموض و اللبس الذي يكتنف التعامل بالأوراق المالية.
 - التعرف على تنظيم شركات الوساطة المالية في بورصة تونس.

- فتح الأبواب على مصراعيها لتقديم اقتراحات من شأنها تنشيط بورصة تونس من خلال مؤسسات الوساطة المالية، كما أن ذلك سيفتح فرصة إسقاط هذه الجهود على بورصة الجزائر عن طريق أعمال بحثية لاحقة.

أهمية الدراسة:

يستمد هذا البحث أهميته من أهمية سوق الأوراق المالية و مؤسسات الوساطة المالية على حد سواء، حيث يلاحظ أن دور هذه السوق تتزايد أهميتها بصورة واضحة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية مما يجعله يحتل مكانة بارزة في اقتصاد الوطن، أما عن مؤسسات الوساطة المالية فهي تعتبر آلية حيوية بالنسبة للرفاهة الاقتصادية، و هذا يتم من خلال دورها في توعية المستثمرين و مسؤولياتها في جذب الاستثمارات المحلية و الأجنبية، فضلا عن هذا فإن عملية تنشيط هذه السوق أصبحت من الأمور المهمة التي تقتضيها الضروريات الاقتصادية.

أسباب إختيار الموضوع:

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

- الإرتباط الوثيق الموجود بين الموضوع و طبيعة الاختصاص "إدارة مالية" فهو يمثل مجالا خصبا للبحث، كما أنه يقع ضمن دائرة الميول و الرغبة الشخصية.

- حداثة الموضوع نسبيا حيث أن وظيفة الوسيط المالي في سوق الأوراق المالية مازالت غير معروفة المعالم لدى معظم أفراد المجتمع.

- إن العقبات التي تعاني منها بورصة تونس تجعل اشكالية التنشيط من الضرورات التي تفرض نفسها على الساحة الاقتصادية، خصوصا في ظل تزايد انفتاح الاقتصاد التونسي و اندماجه في المنظومة الاقتصادية العالمية.

- محاولة الإسهام بشكل فاعل في اثناء المكتبة العربية بدراسة تكون قبلة لأهل الاختصاص و المتعطين لمعرفة خبايا البورصة و الدور الذي تلعبه مؤسسات الوساطة المالية في تنشيطها.

المنهج المعتمد:

إن الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع إنطلاقاً من التعرف عليه وصولاً إلى الإجابة عن التساؤل المطروح في الإشكالية تطلب منا إستعمال المنهج الوصفي و التحليلي كركيزتين أساسيتين في هذا البحث، حيث يتبع المنهج الوصفي من خلال التعرض إلى مختلف المفاهيم و الأسس النظرية للبحث و جمع الإحصاءات و تبويب البيانات عن طريق أشكال و جداول، أما المنهج التحليلي سيستخدم في تحليل البيانات المجمعة و هذا تحقيقاً للهدف الرئيسي للبحث.

بالإضافة إلى المنهجين السابقين سوف يستخدم المنهج التاريخي لسرد الأحداث و الوقائع التي مرت بها بورصة تونس من حيث نشأتها و تطورها.

الدراسات السابقة:

من بين الدراسات السابقة التي تعرضت لهذا الموضوع فإنه تم الحصول على البعض منها و المتمثلة في ما يلي:

- وليد أحمد صافي: الأسواق المالية العربية، الواقع و الآفاق، و هي أطروحة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2003، تدور إشكالية هذا البحث حول: " هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية و من ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية مشتركة ؟ "؛ " و ما هو الدور الذي يمكن للمصارف و المؤسسات العربية التي لها علاقة بأسواق المال لعبه من أجل تنشيط الأسواق المالية العربية ؟ ".

و تم تقسيم هذا البحث إلى خمس فصول، تناول الأول منها مفاهيم و مبادئ سوق الأوراق المالية، و تطرق الباحث في الفصل الثاني إلى مختلف المراكز المالية الدولية، أما الأزمات المالية الدولية فكانت محور دراسة الفصل الثالث، ثم تعرض إلى واقع أسواق المال العربية في الفصل الرابع، و تناول في الفصل الخامس و الأخير بعض الإسهامات التي من شأنها تنشيط البورصات العربية.

- بوكساني رشيد: معوقات الأسواق المالية العربية و سبل تفعيلها، و هي رسالة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006، و تتمحور إشكالية هذه الدراسة حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة و أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تطويرها قصد ترابطها.

قام الباحث بتقسيم دراسته إلى باين، حيث اهتم في الباب الأول بدراسة الجوانب النظرية و الفنية لأسواق الأوراق المالية، و فيه تناول ثلاثة فصول بالترتيب التالي: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، كفاءة و مؤشرات أسواق الأوراق المالية و أثر العوامة عليها، أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما و أسواق الأوراق المالية الناشئة. أما الباب الثاني من هذه الأطروحة فقد درس فيه الباحث واقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، حيث خصص الفصل الأول لواقع أسواق الأوراق المالية العربية، ثم تناول في الفصل الثاني معوقات هذه الأسواق، و تضمن الفصل الثالث من هذا الباب تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية و سبل الربط بينها.

و قد مثلت هاتين الدراستين قاعدة مهمة للإنتلاق بمفاهيم واضحة و جلية لأسواق الأوراق المالية و سبل تنشيطها، و كان هذا على مستوى بورصات الدول العربية بما فيها بورصة تونس. إلا أن هذه الدراسات لم تتعرض بشكل موسع و دقيق للوساطة المالية و الدور الذي تقوم به على مستوى البورصة. أما بالنسبة للدراسات التي تناولت موضوع الوساطة المالية فقد كانت محدودة حيث تم الاعتماد على مذكرة واحدة فقط و تمثلت في:

- زرفة زهية: بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في العمليات البورصية مع دراسة حالة الجزائر، و هي رسالة ماجستير مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2000. تتلخص إشكالية هذه الدراسة في عدة تساؤلات نذكر من أهمها: ما هي مكانة البورصة و مدى تأثيرها على الحياة الاقتصادية و المالية للبلد؟ من هم الوسطاء في عمليات البورصة، و ما هو دورهم فيها، و ما هي الفائدة من اللجوء إليهم؟

قسمت الباحثة دراستها إلى ثلاثة أبواب، حيث تعرضت في الباب الأول لآلية و نشاط الأسواق المالية، أما الباب الثاني فقد تمحور حول أهمية و دور الوساطة في العمليات البورصية، و تم تخصيص الباب الثالث لدراسة تطبيقية لحالة الجزائر من خلال التعرض لواقع بورصتها و أنواع الوسطاء المتدخلون فيها.

تقسيم الموضوع:

من أجل الوصول إلى الأهداف المنشودة و على ضوء ما تم تقديمه سابقا، و محاولة منا للإلمام بالموضوع و الإجابة على التساؤلات السابقة تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول كالآتي:

خصص الفصل الأول ليتناول الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية، و هذا بغية التعرف على مفاهيمها، أقسامها و وظائفها و تم ذلك من خلال المبحث الأول، و كان لابد من التطرق للأدوات المالية المتداولة في هذه السوق، و خصص لذلك المبحث الثاني الذي استعرض جميع أنواع هذه الأدوات بتصنيفاتها المختلفة، أما المبحث الثالث و الأخير في هذا الفصل فقد اهتم بدراسة تنظيم هذه السوق، و كيفية تحقيق كفاءتها و متطلبات نجاحها.

يتناول الفصل الثاني لهذه الدراسة الإطار النظري للوساطة المالية، حيث سيتطرق هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، فخصص المبحث الأول لإلقاء الضوء على ماهية الوساطة المالية من خلال استعراض مفاهيمها، تطورها، أسباب ظهورها و وظائفها، أما مؤسسات الوساطة المالية فكان عنوان المبحث الثاني و الذي تناول أنواع المؤسسات الودائعية و غير الودائعية التي تلعب دور هذه الوساطة، ثم يأتي المبحث الثالث بعنوان الوسطاء الماليين في عمليات البورصة، حيث نحاول من خلاله إبراز أنواع الوسطاء في عمليات البورصة، وظائفهم و شروط ممارسة دورهم.

أما الفصل الثالث و الأخير فقد اهتم بدراسة الوسطاء الماليين كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية مع تسليط الضوء على بورصة تونس للأوراق المالية و واقع الوساطة المالية فيها. حيث سيتم في المبحث الأول توضيح الدور الرئيسي للوسطاء الماليين في هذه السوق، أما المبحث الثاني فيتمحور حول دراسة الملامح الأساسية لبورصة تونس للأوراق المالية، حيث يتم فيه عرض تنظيم السوق المالية التونسية و كذا نشأتها و تطور الإصلاحات المتعلقة بها، و قد خصص المبحث الثالث لهذا الفصل لدراسة واقع الوسطاء الماليين في بورصة تونس، و سيتم الإشارة لحالة الشركة التونسية للأوراق المالية و هي واحدة من أبرز شركات الوساطة في البورصة التونسية، و ذلك من أجل التدقيق و الوقوف على الوظيفة التي تزاو لها هذه الشركة في البورصة التونسية.

الفصل الأول

الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

تمهيد

نتج عن التطورات المتلاحقة في كل من المجالات الاقتصادية، الصناعية و الاجتماعية ازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية، حيث حظيت باهتمام بالغ على جميع المستويات و ذلك نظرا لما تقدمه من دور مهم في تحقيق نمو اقتصادي أمثل.

و أحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي سوق الأوراق المالية، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها و سيولتها، فسينعكس ذلك إيجابيا على الأداء الاقتصادي ككل، و يتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين المدخرين والجهات التي تقوم باستثمار الأموال، و بذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصاديات معظم الدول، و حظيت باهتمام كبير و خاصة من طرف الحكومات و المستثمرين.

من هذا المنطلق استوجب علينا تحديد المفاهيم الأساسية كإطار عام لفهم و تحليل أسواق الأوراق المالية، و قصد التعرف أكثر على هذه المفاهيم تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية، كفاءتها و مقومات نجاحها.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

يطلق في بعض الأحيان على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة، كما يطلق عليها أيضا بالسوق المالية إذا سميت بدون تحديد، و في هذه الحالة تكون السوق المالية بصددها مفهومها الضيق. و تتكون سوق الأوراق المالية من سوقين رئيسيين هما السوق الأولية و السوق الثانوية، بحيث لا تقل درجة أهمية الأولى عن الثانية. فضلا عن هذه الأهمية فإن كلاهما يقومان بوظائف اقتصادية ترمي إلى حشد المدخرات، ثم ضخها في التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى.

لتوضيح ما سبق فقد حاولنا من خلال هذا المبحث التعرف بدقة على ماهية سوق الأوراق المالية، فتم تقسيمه إلى ثلاث مطالب كما يلي:

- سوق الأوراق المالية و موقعها في السوق المالي؛
- بنية سوق الأوراق المالية؛
- وظائف و خصائص سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية و موقعها في السوق المالي

تعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال الذي يعتبر بدوره أحد قسيمي السوق المالي، و هي في أدائها أشبه ما تكون بالجهاز العصبي الذي تنعكس من خلاله كافة القرارات الإدارية و السياسات الاقتصادية، و جاء هذا المطلب ليحدد موقع سوق الأوراق المالية بين الأسواق عامة و السوق المالي خاصة، من خلال التطرق إلى العناصر التالية:

- موقع السوق المالي بين الأسواق؛
- مكونات السوق المالي؛
- تعريف سوق الأوراق المالية، نشأتها و تطورها.

الفرع الأول: موقع السوق المالي بين الأسواق

تعتبر السوق المالية نوعا من الأسواق ولكن حسب معيار معين لتصنيفها.

أولاً: تعريف السوق ومعايير تصنيفها

هناك أنواع عديدة للأسواق و هذا راجع لتعدد معايير تصنيفها، بالرغم من ذلك فإنه يمكن التوصل إلى تعريف شامل لها.

أ- تعريف السوق:

كان مفهوم السوق قديماً هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون و المشترون و تتبادل فيه السلع و الخدمات و من ثمة تتحدد فيه أثمانهما، أي أن مفهوم السوق كان مادياً يشير إلى مكان محدد، أما الآن فإن السوق يأخذ مفهوماً معنوياً إذ أنه يشير إلى مجموعة العلاقات التبادلية بين الباعين و المشترين نظراً لتلاقي إرادتهم و رغباتهم لتبادل سلع و خدمات معينة، حيث لم يعد هناك أهمية للمكان و أصبحت السوق تتحدد وفقاً للسلعة التي تتداول فيها.¹

ب- معايير تصنيف الأسواق:

تصنف الأسواق حسب عدة معايير، فهناك من يصنفها من حيث توحيد السعر و فيه تقسم الأسواق إلى نوعين هما: السوق الكاملة و السوق غير الكاملة، ويقصد بالأولى تلك السوق التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة، أما النوع الثاني فهو يمثل النمط الشائع لأغلبية الأسواق. بالإضافة إلى هذا التصنيف فإنه يمكن التمييز بين الأسواق من خلال الإعتماد على معيار درجة المنافسة، حيث نجد ثلاثة أنواع من الأسواق و هي سوق المنافسة الكاملة، سوق الإحتكار التام و سوق المنافسة الاحتكارية، فضلاً عن هذا يوجد نوع آخر ينتمي إلى هذا التصنيف ويسمى بسوق احتكار القلة و هو في الحقيقة مزيج بين سوق المنافسة الكاملة و الإحتكار إلا أنه يميل إلى سوق الإحتكار.²

¹ سعيد الحضري، مبادئ الاقتصاد، جامعة قناة السويس، 2003، ص: 274.

² محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها و مستقبلها، دار الوفاء لنديا الطباعة و النشر، الاسكندرية، 2000، ص ص: 28-32.

- و إذا ما نظرنا لأنواع الأسواق من حيث طبيعة السلعة فإننا نجد أربعة أنواع نذكرها كما يلي:¹
- سوق السلع: وهي السوق التي نعرفها جميعا و التي تشمل المنتجات الصناعية و الزراعية... الخ، وقد تكون عبارة سوق جملة أو سوق تجزئة.
 - سوق الخدمات: و من أمثلة هذه السوق نجد سوق خدمة الكهربائي و الحلاق، و سوق الخدمات الصحية... الخ.
 - سوق العمل: في هذه السوق يأتي الطلب من جانب أصحاب الأعمال و الذين يرغبون في توظيف و تشغيل العمال أو أصحاب المهن و الذين يمثلون العرض.
 - سوق المال و النقد: و هي السوق التي تكون فيها المعاملات في آجال قروضها قصيرة، متوسطة أو طويلة، و تسمى في بعض الأحيان سوق رأس المال.

ثانيا: تعريف السوق المالية

من الواضح أن هناك خلط بين السوق المالية و سوق رأس المال، حيث تعتبر الأولى أشمل من الثانية على أساس أنها تشمل جميع الأصول المالية.²

إن السوق المالية من حيث كونها هياكل مؤسسية يعني مجموعة من المؤسسات المالية المتخصصة التي تعمل كقنوات ينساب من خلالها فائض الوحدات الاقتصادية إلى ذوي الحاجة إليه من المنتجين، عن طريق الوسطاء الماليين وفقا لسياسة معينة وخلال فترة زمنية محددة، بحيث يتحدد دور هذه المؤسسات في الوساطة بين جانبي عرض رؤوس الأموال و الطلب عليها، و تعمل هذه المؤسسات إلى جانب المؤسسات المنظمة للسوق لتشكيلان معا الهيكل المؤسسي للسوق المالية. و على هذا فإن السوق المالية تتشكل من ثلاثة قطاعات و هي: قطاع المستثمرين، قطاع المنتجين و قطاع الوسطاء الماليين.³

و على هذا الأساس يمكن تعريف السوق المالية بأنها السوق التي تتم في إطارها التنظيمي تداول الأصول المالية أو أدوات الائتمان من خلال عمليات متنوعة تختلف في آجالها.

¹ نفس المرجع أعلاه، ص: 26-27.

² بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006، ص: 05.

³ محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، 2007، ص: 3-4.

الفرع الثاني: مكونات السوق المالي

يشكل أجل العمليات المالية التي تتم في الإطار التنظيمي لسوق المال أهم معيار للتفرقة بين جناحي سوق المال في أي بلد، و هما: سوق النقد و سوق رأس المال.

أولاً: سوق النقد

تعرف السوق النقدية على أنها: " سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول (أقل من سنة)، و هذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، إذ أن مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها ببعض، و الهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية، و مدها بالقروض، و أهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق، أدوات الخزانة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع".¹

و الأصل أن يتولى الجهاز المصرفي في الدولة عمليات سوق النقد، حيث يقوم البنك المركزي بنوعين من العمليات:

– الإقراض المباشر للحكومة بأسعار فائدة رمزية.

– النيابة عن الحكومة في إصدار و ترويج تغطية الاكتتاب لما تصدره وزارة المالية / الخزانة من أذون على الخزانة العامة.

و في هذه العملية الأخيرة قد يدخل البنك المركزي إلى جانب المؤسسات المالية و الأفراد مشتريا لهذه الأذون، حيث يتقدم بعطائه و يزايد عليها عند عملية بيعها شأنه شأن الجهات الأخرى، فإذا رسا المزاد عليه كان مقرضا للحكومة.

و قد يمتنع البنك المركزي عن شراء الأذون من مزادات بيعها، تجنباً لحدوث تمويل تضخمي، و منعا من التأثير على متوسط سعر الفائدة السائد، و تنفيذاً لسياسته الرامية إلى امتصاص فائض السيولة لدى الأفراد و مؤسسات الادخار للحد من ظاهرة التضخم، و في هذه الحالة يكتفي البنك المركزي بالنيابة عن الحكومة في تنظيم عمليات الإصدار و الاكتتاب.

¹ حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص: 15.

أما البنوك التجارية فإنها تقوم من خلال سوق النقد بنوعين من العمليات أولهما: خصم / حسم الأوراق التجارية (الكيميالات، السندات الأذنية) حيث تنطوي عملية الخصم على قرض قصير الأجل، تتحدد مدته بتاريخ استحقاق الورقة قدمه البنك إلى المستفيد، بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، و يمثل الفرق بين القيمتين ربحاً للبنك. و ثانيهما: تقديم القروض قصيرة الأجل إلى العملاء، حيث تشارك البنوك التجارية في هذه العملية البنوك المتخصصة (الزراعية، الصناعية، الإسكانية...).

أما الخزانة العامة للدولة قد تشكل طرفاً في الإطار المؤسسي لسوق النقد إلى جانب أعضاء الجهاز المصرفي بما تصدره من أذون قصيرة الأجل و من سندات متوسطة و طويلة الأجل على الخزانة العامة، و بما تلعبه في بعض الأحيان من طلب على القروض الداخلية في حالات الإصدارات الجديدة التي يكون الغرض منها استهلاك الإصدارات السابقة من الأذون و السندات.¹

ثانياً: سوق رأس المال

تعرف هذه السوق بأنها: "تلك السوق التي تهتم بالاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضاً، ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق أنها أقل اتساعاً من السوق النقدي لكنها أكثر تنظيماً. حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة".²

كما تعرف على أنها: ³ " السوق التي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية طويلة الأجل التي تغطي فترة تزيد عن سنة، والهدف من هذا السوق أنه يتم تحويل المدخرات إلى استثمارات من خلال طريقتين هما:

– يقوم المدخرون بشراء الأدوات المالية طويلة الأجل المصدرة، وبالتالي توفر لشركات الأعمال التمويل اللازم لاستثماراتها.

– تقوم المنشآت المالية مثل البنوك التجارية وشركات التأمين باستخدام مدخرات الأفراد لتكوين محافظ الاستثمارات من خلال شرائهم للأوراق المالية في تلك السوق".

¹ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 23-24.

² حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

³ عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري ومحاسبي)، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2004، ص: 09.

و لما كان هذا التمويل الاستثماري يمكن أن يتم عن طريقي الإقراض المباشر أو إصدار أوراق مالية متعددة الأشكال (أسهم تأسيس، أسهم زيادة رأس المال، سندات زيادة رأس المال، صكوك تمويل، وثائق استثمار)، لذا فإن سوق رأس المال ينقسم إلى قسمين رئيسيين هما: سوق الائتمان (الإقراض المباشر متوسط و طويل الأجل) و سوق الأوراق المالية.

و يتكون سوق الائتمان هيكليا من نوعين من المؤسسات المالية هما:

- المؤسسات المصرفية التجارية و المتخصصة (البنوك العقارية، البنوك الزراعية، البنوك الصناعية، بنوك الاستثمار و الأعمال، البنوك التجارية فيما يتصل بعملياتها المتوسطة و الطويلة الأجل).

- المؤسسات المالية غير المصرفية و تشمل (شركات التأمين، شركات إعادة التأمين، الهيئات العامة للتأمين و المعاشات، الهيئات العامة للتأمينات الاجتماعية، صناديق التأمين و الادخار الخاصة).

أما سوق الأوراق المالية فإنه يتكون مؤسسيا من نوعين من المؤسسات هما:

- مؤسسات غير مالية منظمة للسوق و من أشكالها الشائعة:

- الهيئة العامة لسوق المال.

- بورصات الأوراق المالية.

- مؤسسات مالية متعاملة في السوق و من أهم أشكالها الشائعة:

- شركات المساهمة و صناديق الاستثمار المنشأة في شكل شركات المساهمة.

- المصارف بأنواعها (حيث تقوم بتغطية إصدارات الأوراق المالية و تكوين إدارة صناديق الاستثمار).

- الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية و التي يتصل نشاطها بعمليات السمسرة أو ترويج و تغطية الاكتتاب في الأوراق المالية أو تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية.¹

¹ محمد بن علي العقلا، مرجع سبق ذكره، ص: 6-7.

الفرع الثالث: تعريف سوق الأوراق المالية، نشأتها و تطورها

تعد سوق الأوراق المالية الجناح الثاني من سوق رأس المال الذي يعد بدوره أحد جناحي سوق المال في أي بلد، ويمكن الآن من تقديم التعاريف التي تساعدنا في التدقيق في مفهومها، كما يتم تناول تطورها.

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية نستعرض منها ما يلي:

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها: "السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، و قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار و السماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت و الهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت و هيئات من دول أجنبية".¹

و تعرف أيضا على أنها: "أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، و معلن عنها على الأوراق المالية، و ذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين و متخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع".²

و يمكن تعريف سوق الأوراق المالية وظيفيا بأنه: "السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية، و الأسهم الممتازة و السندات، و هو بهذا يمثل الحيز أو الإطار الذي يجمع بائع الورقة المالية بمشتريها، أيا كانت وسيلة هذا الجمع أو مكان التقاء طرفي هذه العلاقة، مادام هذا الحيز أو الإطار يوفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في هذه السوق، بحيث توحد هذه القنوات الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية لأية ورقة مالية متداولة في السوق".³

¹ ضياء مجيد موسوي، البورصات (أسواق المال و أدواتها)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص: 6-7.

² وليد أحمد صافي و أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص: 62.

³ محمد بن علي العقلا، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

و قد عرفت أيضا على أنها: "شبكة تمويل طويلة الأجل مبنية على أساس إصدار الأوراق المالية و من ثم تداولها مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي".¹

نستنتج من هذه التعاريف أن سوق الأوراق المالية عبارة عن مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم و السندات، حيث يقوم بعملية التداول (بيع أو شراء الأوراق المالية) مجموعة من المتخصصين في هذا النوع من المعاملات، و بذلك تكون هذه السوق حيزا لالتقاء رغبات البائع و المشتري و من ثم تتحدد الأسعار وفقا لقانون العرض و الطلب.

ثانيا: نشأة سوق الأوراق المالية و مراحل تطورها

أ- نشأة سوق الأوراق المالية:²

يرجع تاريخ نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء (Collegin marcaterum) في القرن الخامس قبل الميلاد. و كذلك أنشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا، و كانت هناك أسواق عرب في الجاهلية، حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن، و صيفية إلى الشام. كما كان هناك حي للتجار في المدن الكبرى يسمونه بازار (Bazar) يعرض فيها التجار أمتعتهم و يتفقدون فيها على الأسعار.

أما البورصات ففي نهاية القرن الثالث عشر ميلادي بدأت بيوت التجارة و الصرافة بالهجرة من إيطاليا إلى بلاد الفلندر ببلاد الفلمنك، و أقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن و المراكز التجارية العالمية في ذلك الحين و هي مدينة بروج (Bruge) البلجيكية. و أصبح هذا المكان مهبطا للتجار و رجال الأعمال. ففي عام 1300م أقيمت بورصة في مدينة بروج، و احتفظت بمركز الصدارة في المال و التجارة إلى سنة 1485م، إلى أن أقيمت بورصة أنفرس (Anvers) في مدينة أنتورب (Antorp) الفلندرية، حيث تم توسيعها عام 1531م، فاستوعبت التجارة من كل مكان.

و تعود البدايات الأولى لظهور و تشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرفت باسم البورصات، ثم تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة

¹ P.Conso, La gestion financière de l'entreprise, Edition Dunod, Deuxième édition, Paris, 1989, p: 387.

² صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية (الأهمية - الأهداف - السبل - مقترحات النجاح)، عالم الكتب للنشر والتوزيع و الطباعة، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003، ص ص: 5-6.

لحركة و تداول رؤوس الأموال، فكانت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا عام 1724م و في بريطانيا بأوائل القرن التاسع عشر، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة عام 1821م في شارع وول ستريت.

ب- مراحل تطور سوق الأوراق المالية:

لم تنشأ أسواق الأوراق المالية بأنظمتها و هيكلها و إدارتها الحالية بصورة فجائية، بل مرت بمراحل يمكن عرضها كما يلي: ¹

- مرحلة إنشاء بورصات البضائع:

أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م، و بعد ذلك أنشأت بورصة أمستردام للبضائع عام 1608م فكانت مركزا للسوق الآجلة للبضائع.

- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:

بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات و السحوبات الإذنية حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سمسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول. و في إنجلترا سنة 1688م كان التعامل يتم في سندات الائتمان، و كذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست في سنة 1599م.

- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي و على قارعة الطريق:

بعد خروج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع، بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع و المقاهي في الأيام الباردة و الممطرة.

- مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها و أنظمتها:

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية. فبنمو الاقتصاد و تطور الصناعة و زيادة الدخول من ناحية، و رواج التعامل بالأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، و ضرورة تطور نظمها و أساليب التعامل فيها. و من البورصات المشهورة في العالم، و التي استقلت بنظمها و مبانيها في وقت مبكر، بورصة لندن و نيويورك و طوكيو.

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001، ص ص: 32-34.

المطلب الثاني: بنية سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى سوق أولي ويسمى سوق الإصدار و سوق ثانوي و يسمى سوق التداول، و كلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية و يتوقف كل منهما على الآخر، فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة في غياب السوق الثانوية، وهذه الأخيرة - و التي تجري من خلالها تداول الأوراق المالية التي تصدر في السوق الأولية - لن تدعو الحاجة إلى وجودها في غياب السوق الأولية. و تنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة وذلك وفقا لمعيار التزامها بالإجراءات القانونية للتداول. و جاء هذا المطلب ليبرز أقسام و بنية سوق الأوراق المالية من خلال تسليط الضوء على العناصر التالية:

- السوق الأولية (سوق الإصدار)؛
- السوق الثانوية (سوق التداول)؛
- السوق الثالث و الرابع (السوق غير المنظمة).

الفرع الأول: السوق الأولية (سوق الإصدار)

و تعرف على أنها: " السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، و تختص بتأسيس الشركات الجديدة أو التوسع في رأس مال الشركات في صورة أوراق مالية"¹، و تتم هذه العملية عادة عن طريق المؤسسات المصرفية أو بنوك الاستثمار.²

و نشير هنا إلى أن عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار يمثل في نفس الوقت الطلب على الاستثمار.³

و من الجدير بالذكر أن التعامل في السوق الأولية يأخذ إما شكل قروض أو شكل مساهمة في رؤوس أموال المشروعات، و يتم الاقتراض أو المساهمة وفقا لاتفاقيات تعاقدية مباشرة بين الدائنين و

¹ رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2005، ص: 22.

² جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص: 30.

³ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

المدينين (بالنسبة للقروض) أو بين الشركاء (بالنسبة للمساهمين في رؤوس الأموال)، كما يتم وفقا لاتفاقيات تعاقدية غير مباشرة عن طريق إصدار سندات أو طرح الأسهم للاكتتاب.¹

و يقوم الوسطاء الماليون في السوق الأولية بدور كبير في إنجاز هذه الاتفاقيات بنوعيتها. و هناك ثلاثة أنواع من العروض يقدمها الوسطاء الماليون لطالبي الأموال في هذا الصدد هي:²

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

- **عروض بذل أقصى جهد:** و فيها يلتزم الوسيط (مجموعة الإدارة التي تشمل المصرف الرائد والمصارف المشاركة) ببذل أقصى جهد لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية. و لكنها لا تقدم في النهاية إلى المدين إلا ما توصلت إليه من اكتتابات فعلية أيا كانت نسبتها إلى إجمالي العملية.

- **العروض المزدوجة:** و تلتزم فيها مجموعة الإدارة التزاما نهائيا بتقديم مبلغ معين (أو نسبة معينة) من إجمالي قيمة العملية و الباقي تبذل فيه أقصى جهد.

¹ أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص: 18.

² عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004، ص ص: 106-107.

الفرع الثاني: السوق الثانوية (سوق التداول)

و تعرف كما يلي: "هي السوق التي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، بعبارة أخرى فإن هذه السوق هي السوق التي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، و أهم ميزة لهذه السوق هي أنها توفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي عنصر السيولة، و لهذا يقال بأن السوق الأولية تستمد فاعليتها من السوق الثانوية".¹

و يكون بيع الأوراق المالية فيها بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، و يحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية.² و من أهم خصائص هذه السوق توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أوراق مالية عند الحاجة لقيمتها نقدا.³

و قد تتخذ السوق الثانوية شكلين هما: السوق المنظمة و السوق غير المنظمة. فالسوق المنظمة، أو ما يعرف بالبورصة، تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، و يدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق. أما السوق غير المنظمة (غير الرسمية) فهي كذلك سوق للتداول، إلا أن المعاملات التي تجري تكون خارج السوق المنظمة (البورصة)، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل. تختص بيوت السمسرة بالتعامل في هذه السوق من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات (الهاتف، الانترنت)، و من خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار، كما أن تحديد الورقة المالية يتم بالتفاوض.⁴

الفرع الثالث: السوق الثالث و الرابع (السوق غير المنظمة)

السوق الثالث هو سوق يتم التعامل فيه خارج البورصة، و ذلك من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج البورصة، و هذه الأسواق على استعداد لشراء و بيع الأوراق المالية بأي كمية، و كذلك

¹ حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

² صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

³ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

⁴ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية (بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية،

2001، ص: 295.

نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة، بينما أعضاء البورصة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المسجلة فيها.¹

واضح أن أعضاء بيوت السمسرة هذه قد تشكل عنصرا منافسا لأعضاء داخل البورصة، خاصة وأن العملاء في السوق الثالث من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، و من أهم أسباب وجود هذه السوق اعتقاد العملاء بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة، و أيضا إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سمسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى من العمولة هذا من جانب، و من جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذووا الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة أو غيرها إلا في حدود ضيقة جدا.

أما السوق الرابع فهو سوق تتم التعاملات فيه عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، أو بين الأفراد الأغنياء دون الحاجة إلا أعضاء بيوت السمسرة. و مما يسهل هذا الاتصال وجود شبكة قوية من الاتصالات، وبالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع إلى السمسرة.

و في بعض الحالات قد يتم الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة، و المعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة و عمولة السمسرة، و في هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل البورصة أو خارجها.²

¹ عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2002، ص: 43.

² وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والأفاق)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة الجزائر - ، السنة الجامعية 2002-2003، ص: 53.

المطلب الثالث: وظائف و خصائص سوق الأوراق المالية

تنهض سوق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية و المالية بدور مزدوج في تعبئة الموارد المالية في المجتمع، و ضخها في التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى، كما أن لها خصائص تميزها عن باقي الأسواق، و من أجل ذلك خصصنا هذا المطلب لتناول العناصر التالية:

- الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية؛

- خصائص سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

تقوم سوق الأوراق المالية بأداء وظيفتين اقتصاديتين رئيسيتين، ينبثق عنها عدد من الوظائف الاقتصادية الثانوية، حيث سنتناول في هذا الفرع النقاط التالية:

- الوظائف الاقتصادية لأسواق الإصدار؛

- الوظائف الاقتصادية لأسواق التداول.

أولاً: الوظائف الاقتصادية لأسواق الإصدار¹

- تأسيس شركات مساهمة جديدة، و بهذا تعد سوق الإصدار من إحدى الركائز المهمة في إحداث النشاط الاقتصادي و التي يصعب من دونها النهوض بعملية التنمية.

- تعتبر هذه السوق آلية أساسية لتجميع المدخرات الفردية، و كذلك نقل حركة رؤوس الأموال الوطنية من قطاعات المجتمع ذات الفائض المالي إلى القطاعات الإنتاجية ذات العجز المالي.

- تمثل أسواق الإصدار حلقة وصل بين المدخرين (أصحاب الفائض المالي) و المستثمرين (أصحاب العجز المالي) و من خلال هذه الوظيفة فإنها تقوم بأداء دورين هما:

- إتاحة الفرصة للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم، و توفير مصادر تمويل متعددة

للمنتجين و ذلك بهدف تمويل مشروعاتهم أو للتوسع فيها.

- القيام بتوزيع المدخرات المكتنزة بين ذوي أصحاب العجز المالي.

¹ محمد بن علي العقلا، مرجع سبق ذكره، ص ص: 15-16.

- تقوم هذه الأسواق بلعب دور مهم يتمثل في كونها أداة لتوجيه المدخرات الوطنية إلى الاستثمار الحقيقي في إقامة أو التوسع في أصول رأسمالية منتجة، عوضاً عن مجرد توظيفها في استثمارات سلبية مثل شراء العقارات أو الذهب.

- تؤدي هذه الأسواق الدور الذي يعجز الأفراد عن القيام به في التمويل الكبير لتأسيس الشركات المساهمة، أو لتلبية احتياجات ما هو قائم منها من المواد اللازمة للتوسع أو التطوير.

ثانياً: الوظائف الاقتصادية لأسواق التداول¹

وجود سوق التداول في حد ذاته يعتبر مهم جداً بل و ضروري بالنسبة لكفاءة سوق الإصدار، حيث أن المستثمر يستطيع استرداد قيمة الورقة المالية التي تم اكتتابها في سوق الإصدار من خلال سوق التداول، و ذلك ببيعها بالسعر الذي يريده، و في الوقت الذي يريده، فإذا تم تصور عدم وجود مثل هذه السوق فكيف يتسنى لسوق الإصدار أن تعمل في ظل انعدام قدرة المستثمر على بيع ما اشتراه من الأوراق المالية.

- تنهض هذه السوق بتوفير السيولة السريعة للمستثمرين في الوقت الذي يحتاجون إليها، و ذلك يتم من خلال تسهيل بيع و تدوير الأوراق المالية التي في حوزتهم، حيث تعتبر هذه المهمة من أبرز الوظائف التي تضطلع بها هذه السوق.

- تمكين المستثمرين من حرية الاختيار فيما يخص تكوين محافظهم المالية.

- تعمل هذه الأسواق على ضبط الأسعار المتعلقة بالأوراق المالية وفقاً لقانون العرض و الطلب، و كذلك الحد من التعاملات الوهمية أو الصورية التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار.

- تقوم هذه الأسواق أيضاً بزيادة حجم الائتمان في المجتمع عن طريق توثيق الديون برهن الأوراق المالية التي يمكن تسيلها بسرعة و بدون خسارة في قيمتها، و كذلك الاقتراض بضمان هذه الأوراق.

¹ محمد بن علي العقلا، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

- للتضخم آثار سلبية كثيرة خاصة تلك التي تعمل على تآكل قيمة النقود المدخرة في أوعية الادخار النقدية، و تعمل أسواق التداول على تلافي هذه النتائج السلبية بفضل أرباح و عوائد الأوراق المالية التي تعوض تآكل قيمة النقود.

- تؤدي أسواق التداول إلى زيادة سيولة و سلامة قيمة الاستثمار الأصلي بما تسمح به من بيع و استهلاك الأوراق المالية المصدرة من طرف المشروعات دون المساس بأصولها الرأسمالية.

الفرع الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نوجزها كما يلي:¹

- التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم و المنافسة التامة، و بالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض و الطلب.

- أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين.

- التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم.

- نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق و إمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة و متعددة، قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت.

- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم.

- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية و اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، و بالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع و الأفراد.

¹ جمال جويدان الجميل، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

- تتسم سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط و قيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تتوفر سوق الأوراق المالية على منتجات متنوعة من أسهم و سندات بمختلف أنواعها و أدوات مستحدثة كالأوراق المهجنة و المشتقات المالية، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، و ذلك بيعها على مستوى السوق الثانوية فهي بهذا تؤدي دوراً جدياً مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري. لهذا سيتم في هذا المبحث تناول الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق من خلال المطالب التالية:

- ماهية الأسهم؛
- ماهية السندات؛
- الأوراق المهجنة و المشتقات المالية.

المطلب الأول: ماهية الأسهم

تعتبر الأسهم أحد أصناف السلع المتداولة في هذه السوق، و يندرج تحت هذا الصنف عدة أنواع، و تتميز هذه الأسهم بعدة خصائص، و جاء هذا المطلب لتوضيح العناصر التالية:

- تعريف الأسهم و خصائصها؛
- أنواع الأسهم؛
- الاتجاهات الحديثة للأسهم.

الفرع الأول: تعريف الأسهم و خصائصها

أولاً: تعريف السهم و مختلف قيمه

أ- تعريف السهم:

يعرف السهم على أنه: "صك يمثل جزءاً من رأس مال شركة أموال و يثبت لمالكة حقوق الشريك (أي المساهم) و تستعمل هذه الكلمة أيضاً للإشارة إلى أسهم شركات الاستثمار".¹ وقد عرفه بعضهم بأنه الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع الشركة، سواء أكانت نقدية أم عينية و يتكون رأس المال الشركة من هذه الأسهم.² و تعرف الأسهم أيضاً على أنها: صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل عموماً مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها.³

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن السهم هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال، و يمثل جزءاً من رأس مال الشركة، و يتمثل في صك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، و هذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة.

ب- القيم المختلفة للسهم:

للسهم قيمة إسمية، قيمة دفترية و قيمة سوقية حيث سنوجز هذه القيم فيما يلي:⁴

- القيمة الاسمية: تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وهي أيضاً القيمة التي ظهر بها السهم في أول إصداره، فهي القيمة المنصوص عليها في عقد التأسيس و القانون النظامي للشركة، و قد يحدد القانون مبلغ معين كحد أدنى للقيمة الإسمية.
- القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية): و تمثل قيمة السهم حسب سجلات الشركة، كما أنها تعادل قيمة السهم عند التصفية، فهي تحسب بقسمة إجمالي حقوق المساهمين (مجموع رأس المال

¹ Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, Dictionnaire des marchés financiers, Traduit par Amel Leila Serbis, Edition Pages Bleues, Bruxelles, 2010, p: 12.

² شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص: 88.

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص: 265.

⁴ محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص ص: 48-49.

المساهم و الاحتياطات و الأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم المصدرة، و بذلك فهي تعتبر مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم.

- **القيمة السوقية:** و هي القيمة التي يحددها التعامل بالأسهم في السوق الثانوي للأوراق المالية، فقد تكون أكثر من القيمة الاسمية أو أقل منها حسب نقطة توازن العرض و الطلب، لذا فهي تتميز بالتقلب و ذلك حسب عدة عوامل.

ثانيا: **العوامل المحددة لقيمة السهم¹**

عند التحدث عن العوامل المحددة لقيمة السهم، فإننا نشير عادة إلى القيمة الجارية (القيمة السوقية) و التي تتعرض لتغيرات مستمرة، و هذا راجع لكثرة العوامل التي تؤثر عليها، و من أهمها نذكر ما يلي:

- يؤثر المركز المالي للشركة على سعر السهم تأثيرا سلبيا أو ايجابيا، وذلك حسب الوضعية، فكلما تمتعت الشركة بصحة مالية أحسن كلما ارتفع سعر السهم، و كلما تدهورت الوضعية المالية للشركة كلما انخفض سعر السهم.

- معدلات الأرباح الفعلية سواء كانت محققة أو مستقبلية فهي تلعب دورا كبيرا في تحديد العائد الذي يمكن أن يتحصل عليه مالك السهم.

- معدلات الضرائب المفروضة على الأرباح و التوقعات المستقبلية لاتجاهاتها.

- توزيعات الشركة للأرباح في نهاية كل سنة.

- الأوضاع الاقتصادية: يزيد الطلب على الأسهم في فترات الاستقرار و الانتعاش الاقتصادي، نظرا لارتفاع الإيرادات مما ينتج عنه ارتفاع أسعار الأسهم. بينما ينخفض الطلب على هذه الأخيرة في أوقات الأزمات و الانكماش الاقتصادي، و يتسبب ذلك في زيادة عرض الأسهم للبيع مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

¹ زرفة زهية، بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في العمليات البورصية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000، ص: 33.

ثالثاً: خصائص الأسهم

يتميز السهم عن غيره من الأوراق المالية الأخرى بمجموعة من الخصائص، و من أهمها نذكر ما يلي:¹

أ- خاصية القابلية للتداول

تتوفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية من خلال هذه الخاصية، حيث تجعل بالإمكان التنازل عن هذا السهم بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة، و خاصية التداول و إن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة. لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطاً خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائياً، أو بعد توزيع نسبة مئوية محددة من أرباحها على المساهمين.

ب- خاصية متساوية القيمة

تعني هذه الخاصية أنه حين تقوم شركة المساهمة بإصدار عدد من الأسهم العادية فإنها تكون أسهم متساوية القيمة، و لا يجوز لإصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى، إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر مثلاً سندات مختلفة القيمة الاسمية في أن واحد مثل سند قيمته 100 دج و آخر قيمته الاسمية 1000 دج، بينما لا يمكن ذلك في الأسهم، إلا أنه يمكن للشركة في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة أن تقوم بإصدار مثل هذه الأسهم بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية.

ج- خاصية المسؤولية المحدودة للمساهم

تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، و هذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤوليته غير محدودة.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 267-268.

الفرع الثاني: أنواع الأسهم

للاسهم عدة أنواع يمكن التمييز بينها من خلال تقسيمات مختلفة نعرضها كما يلي:

أولاً: تقسيم الأسهم على أساس الشكل الذي تظهر به

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها أو حسب الشكل الذي تظهر به إلى ثلاثة أنواع كالاتي:¹

أ- **الأسهم الإسمية:** أين يقيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، على أن يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد في سجلات المساهمين للشركة المصدرة عند تداول هذه الأسهم في البورصة.

ب- **الأسهم لحاملها:** وهي أسهم تنتقل ملكيتها بمجرد المناولة من يد إلى يد و بذلك هي تشبه و إلى حد كبير النقود فالشخص الذي يحوها هو مالكها، هذا النوع من الأسهم يمنح مزايا عديدة للمستثمرين كعدم الإعلان عن إسم المستثمر، سهولة التداول، إضافة إلى أنها تستخدم كوسيلة لإخفاء الثروة و التهرب الضريبي، كما أن لها بعض العيوب كعرضتها للسرقة أو الضياع، و حملتها لا يحق لهم التصويت في الجمعية العمومية، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

ج- **الأسهم الأذنية (السهم الأذني):** و يذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، و عليه يتم انتقال الملكية عن طريق التظهير و بدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

ثانياً: تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم

تقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم إلى أنواع عدة نذكر منها:²

أ- **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقداً، و يمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة.

ب- **الأسهم العينية:** هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها بحصص عينية كالعقار أو صافي موجودات مصنع أو متجر أو مخزن.

ج- **الأسهم المجانية:** تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس مالها الأصلي، و بالتالي فإن هذه الأسهم تساوي في

¹ جون وايت، ترجمة: خالد العامري، الإستثمار في السندات و الأسهم، دار الفاروق للنشر و التوزيع، القاهرة، 2003، ص: 72.

² السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، 2006، ص: 58.

مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال، و يتم توزيعها مجانا على المساهمين، حيث أن قيمتها قد تم تسديدها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، و يكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية.

ثالثا: تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى نوعين نوجزهما كما يلي:

أ- الأسهم العادية:

يعرف السهم العادي على أنه: " عبارة عن صك ملكية في رأس مال شركة مساهمة، و يأتي في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في سوق الأوراق المالية ".¹

و قد عرف أيضا كما يلي: " يمثل السهم العادي وثيقة ملكية أو صك ملكية، و تعد منشآت الأعمال مصدر لخلق الأسهم، إذ يتكون رأس مال المنشآت المساهمة و شركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية حيث يوضح كل صك اسم المنشأة صاحبة الإصدار، نوع السهم و رقمه، و عدد الأسهم ".²

حاملوا هذه الأسهم يمتلكون الشركة مثلهم مثل الشركاء في شركات الأشخاص، فهم لا يحصلون على عائد محدد مقابل شرائهم لهذه الأسهم، بل تستخدم بعض الإيرادات لمصلحتهم، و المتمثلة في شكل توزيعات أرباح أو أموال يتم احتجازها بغرض إعادة استثمارها من أجل توليد توزيعات أرباح أكبر في المستقبل. و ترتب على ذلك ضرورة أن يمارس المساهمون العاديون نوعا من الرقابة على الشركة لحماية حقوقهم، و الطريقة المعروفة في ذلك هي انتخاب مجلس الإدارة الذي يتولى بدوره إختيار الإدارة العليا المسؤولة عن تسيير الشركة، و بالإضافة إلى حق الانتخاب السابق، فإن للمساهم العادي الحقوق التالية:

- يحق للمساهمين العاديين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.

¹ ضياء مجيد موسوي، البورصات (أسواق المال و أدواتها)، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات)، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2005، ص: 88.

- يحق للمستثمر (حامل السهم) أن يكون مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

- الاطلاع على دفاتر و سجلات الشركة.

- حملة الأسهم العادية الأولوية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم بنفس نسبة ما يمتلكونه حاليا فيها، و في الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم.¹

ب- الأسهم الممتازة:

يعرف السهم الممتاز كما يلي: " أنه يمثل سند ملكية و له قيمة اسمية و دفترية و سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. و السهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق و لكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في وقت لاحق. و حامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية و له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. أما إذا لم تحقق الشركة أرباح في سنة معينة أو حققت أرباح فإنه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على توزيعات ".²

كما يعرف أيضا على أنه: " السهم الذي يقع في مكان وسط بين الأسهم العادية و الديون، حيث يتحدد له نسبة توزيعات أرباح معروفة مقدما لحامل هذا السهم، و لكن لا يوجد إلزام قانوني بدفع هذه التوزيعات، و تدفع في حالة إقرار مجلس الإدارة لها ".³

¹ نادية أبو فخر و محمود صبح و شامل الحموي، الأسواق و المؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2005، ص: 25.

² عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية(بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص: 271-270.

³ نادية أبو فخر و محمود صبح و شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

يطلق على السهم الممتاز أيضا اسم سهم الأولوية أو سهم الأفضلية، و يتمتع حملة هذه الأسهم بالحقوق التالية:¹

- حق الأولوية في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها. و هذا من شأنه أن يحقق نوعا من الضمان لأصحاب هذه الاسهم للحصول على الأرباح.

- حق الأولوية عند تصفية الشركة، فتستوفي قيمة السهم الممتاز (أو جزء من هذه القيمة) قبل سداد قيمة الأسهم العادية.

ويكمن الفرق بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة في العناصر التالية:²

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالحصول على عائد ثابت محدد بنسبة مئوية من القيمة الإسمية، و لا يتأثر بمستوى وضع الشركة.

- حامل السهم الممتاز لا يحق له التصويت في الجمعية العمومية إلا في حالات محددة.

- يمتلك حملة الأسهم الممتازة حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بتوزيع الأرباح، هذا معناه أن حملة الاسم العادية لا يحصلون على توزيعات حتى يتم سداد جميع توزيعات الأسهم الممتازة خلال الفترات السابقة.

- في حالة التصفية فإن الأولوية في هذه الأموال تكون لحملة الأسهم الممتازة مقارنة بحملة الأسهم العادية، و لكن الأسبقية تكون لحملة السندات في أموال التصفية.

- يحق للإدارة أن تقوم باستدعاء الأسهم الممتازة، بحيث تقوم بشرائها من أصحابها، و لا يقع هذا الحق على الإدارة فيما يتعلق بالأسهم العادية.

الفرع الثالث: الاتجاهات الحديثة للأسهم

ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم، و سوف ينصب اهتمامنا على الأنواع المستحدثة من الأسهم العادية و الممتازة كما يلي:

¹ ضياء مجيد موسوي، البورصات (أسواق المال و أدائها)، مرجع سبق ذكره، ص: 40.

² محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

أولاً: الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم العادية

فضلا عن الأسهم العادية التقليدية ظهرت أنواع عديدة من الأسهم العادية المستحدثة نستعرض أهمها فيما يلي:¹

أ- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية تربط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل و لكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة و على الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلف نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

ب- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، و في الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة يخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل الاحتساب الضريبي، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبي على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها.

ج- الأسهم العادية المضمونة:

ليس لحامل السهم العادي الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرت هذا السهم في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

¹ عبد الغفار حنفي و زهمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية(بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 265-267.

ثانياً: الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم الممتازة

نذكر منها ما يلي:¹

أ- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة

ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزينة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7,5% من القيمة الاسمية للسهم.

ب- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

هي الأسهم الممتازة التي تعطي لحاملها حق التصويت - الأسهم الممتازة عموماً لا تعطي لحاملها حق التصويت - كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي و قد سبق الإشارة إليها عند الأسهم العادية المضمونة.

المطلب الثاني: ماهية السندات

تحتاج الشركة لتمويل مشاريعها - بالإضافة إلى الأسهم - إلى نوع آخر من التمويل و هو الإقراض. و هذا من أجل بلوغ أهدافها في مواصلة النشاط و توسيعه بأعلى كفاءة و بأكبر مردودية. يتم هذا الإقراض إما بصفة مباشرة من البنوك مقابل دفع فوائد سنوية، أو عن طريق إصدار ما يسمى بالسندات. و جاء هذا المطلب لإلقاء الضوء على هذه الأداة من خلال التطرق إلى العناصر التالية:

- تعريف السندات و خصائصها؛

- أنواع السندات؛

- إهلاك و مخاطر السندات.

¹ عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 20-21.

الفرع الأول: تعريف السندات و خصائصها

أولاً: تعريف السند

السندات من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو المؤسسات أو وزارات المالية في الحكومات، و فيما يلي بعض التعريفات للسند:

يعرف السند على أنه: "شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند".¹

و يعرف أيضا على أنه صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، و تصدره الشركات، أو الحكومة و فروعها، و يعتبر حامل سند الشركة دائئا لها، و يعطى لحملة السندات فائدة ثابتة سنويا، و لهم استيفاء قيمتها عند حلول أجل معين.²

بعد عرض هذه التعريفات يتبين أن السند عبارة عن وثيقة لقرض، يتعهد المصدر لها بدفع قيمة القرض كاملة لصاحب هذه الوثيقة، في تاريخ محدد، بفائدة محددة.

و هذه أهم المعلومات التي تصاحب إصدار السند نوجزها كما يلي:³

- القيمة الاسمية، و هي التي يتم بها إصدار السند لأول مرة في السوق الأولي.
- معدل الكوبون، حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

- أجل الاستحقاق، و هو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين و عادة يكون لمدة طويلة نسبيا.

- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.

- السند يعتبر صك مديونية و ليس صك ملكية.

¹ أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم و السندات تصور و أحكام، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، 2007، ص: 5.

² عبد الله بن محمد العمري، السندات من منظور شرعي، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، 2007، ص: 3.

³ سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998، ص: 51.

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

و عادة ما تتم التفرقة بين القيمة الاسمية و القيمة الجارية للسند، فالقيمة الاسمية يقصد بها القيمة التي يصدر بها هذا الأخير، و التي تبقى ثابتة طيلة مدة الاستحقاق؛ أما القيمة الجارية فهي تمثل القيمة السوقية التي يتداول بها السند في السوق الثانوية، و التي تتعرض للتقلبات باستمرار.¹

ثانيا: خصائص السند

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص هي:²

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- يحصل صاحب السند على سعر فائدة ثابت (عائد) سواء ربحت الشركة أم لم ترباح، و يترتب عليها الإفلاس إن عجزت عن دفعها.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- قابلية السند للتداول، يحق لحامله بيعه للغير.
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند و سعر الفائدة الجارية في السوق.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، و إنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة و لا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز إزالتها من إجمالي الربح، أي أنها لا تخضع للضريبة.

¹ زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

² ضياء مجيد موسوي، البورصات : أسواق رأس المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص ص: 37-38.

- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، و بقابلية استدعائها* من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.

الفرع الثاني: أنواع السندات

أولاً: التقسيمات المختلفة لأنواع السندات

بالإعتماد على مجموعة من الإعتبارات يمكن تقسيم السندات إلى الكثير من الأنواع:

أ- حسب نوع و طريقة الضمان:¹

- السندات المرهونة بأصول معينة: حيث تقدم الشركة المصدرة بعض أصولها ضمانا لحقوق السندات، فإذا فشلت الشركة في مقابلة إلتزاماتها نحو حملة هذه السندات يمكن لحملة السندات بيع هذه الأصول في المزاد و تقسيم ما يتحصلون عليه مع إرجاع الفائض عن قيمة القرض إلى الشركة.

- السندات غير المضمونة بأصول معينة: و تسمى أيضا السندات البسيطة " و ليس صحيحا أن هذه السندات غير مضمونة بالمرّة، بل هناك ضمان يقف خلفها و هو المركز الإئتماني و القوة الإيرادية للشركة المصدرة ".

ب- حسب طريقة السداد:²

- سندات تسدد عند ميعاد إستحقاقها.

- سندات تسدد قبل حلول موعد إستحقاقها: فقد يحدث أن تقوم الشركات المساهمة بسداد كل أو جزء من سندات المصدرة قبل حلول ميعاد إستحقاقها و ذلك بطريقتين رئيسيتين:

- السداد حسب اختيار الشركة: فإما أن تقوم الشركة بشراء سندات من السوق ثم إلغائها بعد ذلك؛ أو تعتمد طريقة السداد عن طريق الإستدعاء، لكن هذه الأخيرة تلتزم وجود شرط في عقد الإصدار.

* يقصد بقابلية الإستدعاء أن يكون للشركة مصدرة السند الحق في استرداد السندات من المستثمرين قبل تاريخ استحقاقها عن طريق إعادة شرائها من حاملها، و مما لا شك فيه أن هذا الشرط المتضمن في وثيقة إصدار السند من الأهمية بمكان لإدارة الشركة، فهو يتيح لها المرونة اللازمة لتعديل هيكلها التمويلي كلما تطلب الأمر ذلك.

¹ محمد صالح الحناوي و آخرون، مقدمة في المال و الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 393.

² عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية(بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص:

- السداد الإجباري: و ذلك عندما يحتوي عقد إصدار السندات على شرط تكوين

احتياطي الاستهلاك.

- سندات تسدد تدريجيا: أو ما يطلق عليها السندات ذات مواعيد الإستحقاق المتسلسلة، و في

هذه الحالة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبة تسدد في تواريخ إستحقاق متتالية.

ج- حسب أجال الإستحقاق:

تكون هذه الآجال إما قصيرة، متوسطة أو طويلة، و هناك السندات الدائمة أي السندات التي

ليس لها تاريخ إستحقاق محدد، و الوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا النوع من السندات هو بيعها، كما

يمكن للمنشأة التي أصدرتها شراءها من السوق مباشرة.

د- حسب جهة الإصدار:

- سندات خاصة أي صادرة عن الشركات الخاصة.

- سندات حكومية أي صادرة عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة الأخرى.

- سندات دولية أي صادرة عن مؤسسات و منظمات دولية.

هـ- حسب العملة التي تحرر بها السندات:

- سندات محررة بالعملة الوطنية للجهة المصدرة.

- سندات محررة بعملات أجنبية، "و تعتبر الأسواق المالية الأوروبية أول من شهد إصدار هذه

السندات، و كان ذلك في بداية العام 1963، حين قامت بعض الشركات الأمريكية بالسماح لفروعها

في الدول الأوروبية لإصدار مثل هذه السندات، و لكن معظمها من النوع القابل للإستدعاء، كما أن

منها ما يصدر مقترنا بشرط خيار العملة الذي يوفر لحامل السند الحق في إختيار نوع العملة التي يحصل

بها على فوائد السند و قيمته الاسمية " ¹.

و- حسب القيمة التي تصدر بها السندات: ²

- السندات العادية أو الصادرة بالقيمة الاسمية: و هي تلك الصادرة بالقيمة المبينة عليها، القيمة

التي يجب على المكتتب أن يدفعها بالكامل عند الإكتتاب ليستردها عند حلول الأجل المحدد للسداد.

¹ محمد صالح الخناوي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 394.

² محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2004، ص: 46.

- السندات ذات مكافأة الوفاء: و التي تصدر بأقل من القيمة الإسمية المبينة فيها، و عند الإكتتاب لا يلتزم المكتتب إلا بدفع القيمة الأولى و عند حلول أجل الإستحقاق يسترد القيمة الإسمية المذكورة فيه أما الفرق بين القيمتين فهو علاوة الوفاء.

- السندات ذات النصيب: " و هي سندات عادية تصدر بالقيمة الإسمية المبينة فيها، و تعطي الحق في فائدة سنوية ثابتة، تضاف إلى هذه الفائدة جائزة مالية تمنح لعدد من السندات يجري تعيينها بطريق القرعة ".¹

ثانيا: اتجاهات جديدة في السندات

استحدثت في الثلث الأخير من القرن العشرين أنواع جديدة من السندات لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية نذكر من بينها:¹

أ- **سندات لا تحمل معدل كوبون:** تباع هذه السندات بخضم على القيمة الإسمية على أن يقوم المستثمر بإسترداد القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق و إذا أراد المستثمر التخلص من هذه السندات قبل تاريخ إستحقاقها فإنه يمكن له بيعها بالسعر السائد في السوق.

ب- **سندات ذات معدل فائدة متحرك:** حيث يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات، يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتناسب مع معدلات الفائدة السائدة في السوق، و قد استحدثت هذا النوع من السندات لمواجهة التضخم.

ج- **السندات ذات الدخل:** حملة هذا النوع لا يحق لهم مطالبة المنشأة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها أرباحا، إلا أنه قد ينص العقد على أن تسدد فوائد السنة التي لم تحقق فيها أرباحا من السنة اللاحقة.

د- **السندات الرديئة (متواضعة الجودة):** استحدثت هذه السندات في الثمانينات من القرن الماضي لتمويل و إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، و ذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق.

¹ عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية(بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 274-273.

هـ- **سندات المشاركة:** و هي السندات التي تعطي لحاملها الحق في جزء من أرباح المنشأة إضافة إلى الفوائد الدورية.

الفرع الثالث: إهلاك و مخاطر السندات

أولاً: اهلاك السندات¹

يمثل السند أصل قرض طويل الأجل عادة، و بذلك فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق أجله أو قبل ذلك باهتلاكات السندات، و لهذه الأخيرة عدة طرق ينص عليها نظام إصدار السندات، و إن غاب نص صريح في هذا الشأن، فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة، و فيما يلي هذه الطرق:

أ- **السداد الجزئي للسندات:** تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل آجال استحقاق القرض الجزئي، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها و بناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

ب- **تكوين احتياطي استهلاك السندات:** قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهلاك السندات، و في هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية و قانونية، و يشكل هذا الاحتياط بعدة طرق منها:

- كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.
- تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.
- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

ج- **السداد التدريجي:** تصدر بعض الشركات نوعاً من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، و معنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة، بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، و حسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجياً و بطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

¹ مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، الجزائر، 1993، ص ص: 76-77.

ثانياً: مخاطر السندات

يحصل حامل السند على تدفقات نقدية تتأثر هذه الأخيرة بمجموعة من العوامل نذكر منها:

أ- مخاطر أسعار الفائدة: إن عائد السند يتأثر بالتقلب في أسعار الفائدة السائدة في السوق و إذا حدث و ارتفعت أسعار الفائدة السائدة في السوق بعد إصدار السند و كانت لحامل السند رغبة في بيعه فإنه في هذه الحالة يكون سعر البيع أقل من القيمة الإسمية للسند الأمر الذي ينجر عنه خسائر مالية يتحملها حامل السند. وأيضاً إذا أصبحت أسعار السندات نفسها أكثر تقلباً، فإن المخاطر المقترنة بجيازة السندات تزداد، و من ثمة تصبح أصولاً أقل جاذبية.

ب- مخاطر إعادة الاستثمار: تشير مخاطر إعادة الاستثمار إلى تلك المخاطر الناجمة عن إعادة استثمار الفوائد التي يحصل عليها المستثمر حامل السند، بالإضافة إلى القيمة الإسمية التي يستردها عند الإستحقاق عند سعر فائدة منخفض عن سعر الفائدة السائد في السوق وقت إصدار السند و التي على أساسها قبل المستثمر شراء السند. و كلما كان السند قابلاً للإستدعاء كلما زادت مخاطر إعادة الإستثمار فغالباً ما تلجأ المنشأة المصدرة إلى هذا الإجراء عند إنخفاض أسعار الفائدة في السوق مما يؤدي إلى عدم حصول حامل السند على العوائد التي إتخذ قرار شراء السند على أساسها، ليس هذا فقط بل يقوم بإعادة إستثمار المبلغ الذي يتحصل عليه من الإستدعاء عند سعر فائدة منخفض.¹

ج- مخاطر التوقف عن السداد: تظهر هذه المخاطر عند فشل المنشأة المصدرة في مقابلة إلتزاماتها نحو حملة السندات (دفع الفائدة أو سداد قيمة الأصل عند الإستحقاق)، و هذه المخاطر يمكن التنبؤ بها من خلال الترتيب الذي تنشره المؤسسات المالية المتخصصة في تحديد و قياس الجدارة الإئتمانية للمنشأة المصدرة للسندات.

د- مخاطر السيولة: تتعلق مخاطر السيولة بقدرة حامل السند على التخلص منه و ذلك بالبيع في أي وقت و بسعر مناسب، و عليه كلما انخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ استحقاقه بسعر سوقي مناسب كلما دل ذلك على ارتفاع مخاطر سيولة السند.²

¹ محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001-2002، ص: 258.

² محمود يونس و عبد المنعم مبارك، النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 186.

المطلب الثالث: الأوراق المهجنة و المشتقات المالية

كان الغرض الأساسي من انتشار هذه الأدوات - خاصة في العقود الأخيرة - هو جلب الادخار من جميع شرائح المجتمع و حماية المستثمر ضد مخاطر التغير في السعر، و لقد أخذت هذه الأدوات أشكالاً متعددة، و هو ما سيتم توضيحه في هذا المطلب من خلال العنصرين الآتيين:

- الأوراق المهجنة؛

- المشتقات المالية.

الفرع الأول: الأوراق المهجنة

و هي تلك الأوراق التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية و بين خصائص السندات التي تمثل حق المديونية، و أهم أنواعها هي:¹

أولاً: سندات المساهمة

و هي سندات تصدر عن شركات المساهمة خاصة أو عامة، و تعتبر ديون أبدية و بمثابة أموال شبه خاصة، حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت و الآخر متغير حسب النشاط أو النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له، و لا يوجد لها تاريخ استحقاق.

ثانياً: شهادات الاستثمار

و هي أسهم عادية دون حق التصويت حيث يتمتع صاحبها كغيره من الحقوق كحقه في التوزيعات، حقه في أخذ نصيبه في حال إجراء عملية تصفية للمؤسسة المصدرة. و هنا نشير إلى أن السهم العادي يمكن تقسيمه إلى شهادة استثمار و التي هي جزء من السهم العادي فاقد حق التصويت، و كذا شهادة حق التصويت و التي تعود ملكيتها إلى أصحاب الأسهم العادية بالمؤسسة. و يقوم بإصدار شهادات الاستثمار كل من مؤسسات القطاع العام و الخاص، و ذلك بهدف توفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها و من مراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الاستثمار.

¹ محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002-2003، ص ص: 34-35.

الفرع الثاني: المشتقات المالية

يقصد بالمشتقات المالية أن هناك ما يتم اشتقاقه من الأصل، و المقصود هنا بالمشتقات أنها اشتقت من الأوراق المالية الأساسية، و لذلك فهي ليست أوراق مالية إنما عقود نابعة من الأوراق المالية. هناك العديد من المشتقات و لكن معظم المستثمرين يركزون على نوعين من المشتقات المالية هما عقود الخيار (الخيارات المالية) و العقود المستقبلية، و بالإضافة إلى هذين النوعين فهناك أيضا مشتقات أخرى مثل عقود المبادلة¹. و سوف يتم التطرق في هذا العنصر إلى المشتقات التالية:

- عقود الخيار؛

- العقود المستقبلية؛

- عقود المبادلة.

أولاً: عقود الخيار

تمثل عقود الخيار أحد الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، و على وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شراؤها أو بيعها في المستقبل.

أ- تعريف عقود الخيار

يتمثل عقد الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار و الآخر بائع الخيار أو محرر الخيار، و بموجبه يكون للطرف الأول أي للمشتري الحق في أن يشتري إذا ما رغب من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني أصلاً معيناً و في تاريخ معين أو خلال فترة معينة حسب الاتفاق و ذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول المشتري بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني.² و عقد الخيار قد يكون عقد شراء أو بيع، و يعطي العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة (الخيار الأمريكي)، و تاريخ محدد (الخيار الأوروبي) بسعر متفق عليه مقدماً، و نظراً لأن لمشتري الخيار الحق في تنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق (محرر الخيار)

¹ نادية أبو فخر و محمود صبح و شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص: 261.

² محمد مطر و فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2005، ص: 256.

مكافأة غير قابلة للرد، تدفع عند التعاقد و لا تعتبر جزء من قيمة العقد، إذا تمثل قيمة شراء حق الخيار.¹

إن عقد الخيار ينظر إليه في حد ذاته باعتباره أداة أو ورقة مالية يتم تداولها في السوق المالية و يتذبذب سعرها صعودا و هبوطا مع أي تقلب في القيمة السوقية للأصل أو الالتزام المشتقة منه، و من هنا يتم استخدامه بكثافة في عمليات التحوط أو المضاربة.²

بناء على ذلك، يمكن استنتاج ما يلي:

- الاختلاف في توقعات الأطراف المتعاملة في عقود الخيار هي السبب وراء إبرام هذه العقود بيعا وشراء، أو أن التوقعات المتضاربة تعد أساس في إنشاء خيار البيع أو الشراء.

- تسمى هذه العقود حقوق الخيار نظرا لأنها تعطي لمشتري العقد الحق و ليس إلزامه في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.

- التنفيذ لا يعني حتما تسليم و استلام الأصل موضوع التعاقد بل قد يتحقق ذلك من خلال حساب الفروقات المالية الناجمة عن التنفيذ دون الحاجة إلى التسليم و الاستلام.

ب- أركان عقود الخيار

أركان عقود الخيار هي:³

- مشتري الحق و هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان حق الخيار هو حق خيار بيع أو خيار شراء، و يكون لهذا المشتري الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني و هو محرر حق الخيار.

- محرر الحق و هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر أو مشتري الحق نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق.

- سعر التنفيذ و هو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد و عادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة في السوق.

¹ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص: 605.

² أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002-2003، ص: 242.

³ محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي و الفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004-2005، ص ص: 311-312.

- السعر السوقي و هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.
- تاريخ التنفيذ و هو تاريخ إبرام الاتفاق و هو عادة أول يوم لسريان الاتفاق.
- تاريخ الانتهاء و هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق، و هذا التاريخ آخر يوم متفق عليه في حالة الخيار الأوروبي أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد و تاريخ انتهاء العقد وفقا للخيار الأمريكي.
- المكافأة و هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

ثانيا: العقود المستقبلية

يعد التغلب على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير مثل هذه العقود.

أ- مفهوم العقود المستقبلية:¹

العقد المستقبلي هو التزام نمطي لبيع و إما لشراء أصل معين بسعر محدد و بتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل، و العنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر و الأصل و الكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن و تسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل و من هنا جاء تعبير المستقبلي لوصف العقد.

و يشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتري بغرض تسليم أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم الأصل المتفق عليه و دفع ثمنه في هذا التاريخ اللاحق.

ب- أركان العقود المستقبلية

أركان العقود المستقبلية هي:²

- السعر في المستقبل و هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام محل العقد في المستقبل.

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2002، ص: 124.

² نفس المرجع أعلاه، ص 128.

- تاريخ التسليم أو التسوية و هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.
 - محل العقد و يقصد به الشيء المتفق على بيعه و شراؤه بين طرفي العقد و الذي يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات..إلخ.
 - مشتري العقد و هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفعه السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.
 - بائع العقد و هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.
- من خلال ما سبق يمكن توضيح ما يلي:
- تنفيذ عقود الخيار يكون اختياري من قبل المشتري، في حين تنفيذ العقود المستقبلية إلزامي لطرفيه، كما أنه لا يجوز استرداد قيمة المكافئة المدفوعة في حالة الخيارات بينما يتعين على طرفي عقود المستقبليات استرداد الهامش المبدئي الذي تم إيداعه في حالة تنفيذ العقد.

ثالثا: عقود المبادلة

تمثل عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، و من أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة، و تعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة من أكثر هذه الأدوات استخداما، و تعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية)، و عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ.¹

كما يمكن تعريفه بأنه " اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية) لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية." ²

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 401.

² محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 137.

المبحث الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية، كفاءتها و مقومات نجاحها

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية في إطار قانوني فعال وفق تشريعات و تنظيمات تحدد المعاملات بين الأطراف المتداخلة فيها و الهيئات المنظمة لها، فكلما كانت هذه السوق أكثر تنظيماً انعكس ذلك ايجابياً على كفاءتها و مدى نجاحها أيضاً.

لتوضيح ما سبق خصصنا هذا المبحث الذي تم تقسيمه إلى ثلاث مطالب كما يلي:

- تنظيم سوق الأوراق المالية؛
- كفاءة سوق الأوراق المالية و متطلبات تحقيقها؛
- مقومات نجاح سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية

تقوم سوق الأوراق المالية بتشجيع الادخار و تنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، و التعامل مع وحدات العجز و الفائض عبر آليات بيع و شراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي تشتغل به سوق الأوراق المالية، و لتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية سوف نتطرق إلى العناصر الآتية:

- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية؛
- المتعاملون؛
- شروط الدخول إلى البورصة.

الفرع الأول: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية

يشترط في السوق المنظمة أن يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة، و ذلك داخل قاعة للتعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، و ذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدة التعامل و وحدات لتغير الأسعار - كلما كان ذلك ضرورياً - و تحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه

الوحدات، و تتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات و الكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، و غيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.¹

من خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية تتكون من:

أولاً: قاعة التداول (و هو المكان المخصص للتداول).

ثانياً: الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة²

و هم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، و يمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، و يمكن أن يكون الوسيط، منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناعات السوق و موجهوه، فهم المحرك الرئيسي للنشط للأوراق المالية بذاتها، و بالتالي فالوسيط يعتبر أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة.

كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، و يوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح و المشورة و الرأي و الرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل.

و من هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، و كذلك بالدوافع و الأسباب التي تكمن وراء تقلباته، و أن يكونوا ملمين بقواعده و توازناته من خلال التحصيل العلمي و الخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.

ثالثاً: طرق التداول بسوق الأوراق المالية

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع و المشتري عن طريق الوسيط بإحدى

الطريقتين:³

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998 ص: 29.

² محسن أحمد الحضيبي، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة، 2001، ص: 55-56.

³ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

أ- **طريقة المفاوضة:** و في هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع و أسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع و المشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، و تمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

ب- **طريقة المزايدة:** و في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. هذا و يتم الإعلان عن الأسعار علنا، و ينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، و التي يتم تسويتها بالتسليم و التسلم الفعلي، و تظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

الفرع الثاني: المتعاملون

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

أولاً: تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع و شراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، و الذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع و الشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:¹

أ- **المضاربون المحترفون:** تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق و تخطيط عملياته، و يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي و الاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

ب- **المضاربون الهواة:** و هم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، و لا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، و لا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية و الصعودية لأسعار الأسهم، و عادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

ج- **المتآمرون:** تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار و توجيه السوق صعودا و هبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض و الطلب العاديين، و يتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، و يستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

¹ احمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

وللمضاربة وظائف يمكن إنجازها في العناصر التالية:

- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق توازن.
- العمل على موازنة الأسعار و عدم تقلبها.
- التشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

د- المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:

- المستثمر الداخلي، و يهدف إلى السيطرة على الشركة و إدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، و يكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.
- المستثمر العادي، و يهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

ثانيا: تصنيف المتعاملون إلى عارضين و طالبين

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية أنه تجاهل الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار. و عليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين و الطالبين لرأس المال.

أ- العارضون لرأس المال:

و هم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، و يريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، و على العموم ينقسم عارضوا رؤوس الأموال إلى فئتين:¹

- **الفئة الأولى:** تضم أصحاب الادخار الفردي - و هو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق - و تتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها و بالتناظر و عدم التجانس.
- **الفئة الثانية:** تضم البنوك و شركات التأمين و صناديق الإيداع و الادخار و صناديق الاستثمار، و من أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

¹ محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

و مما سبق ذكره يتضح أن الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية:¹

- محرك السوق و منعشها.
- يجمع و يعبئ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة.
- يقدم إدخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة و مستمرة.
- يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم و يقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركة لها خبرة بالسوق.

ب- الطالبون لرؤوس الأموال:²

و يقصد بالطالبين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، و يأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية و التجارية، و الشركات التي تصدر الأسهم و السندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية.

بالإضافة للعارضين و الطالبين يوجد الوسطاء الماليون، و هم صناع و محركوا السوق، و يمكن

تقسيمهم إلى:

- السماسرة و وكلاء التبادل.
- صناديق الاستثمار.
- المحكمون و المراقبون: يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة و الوسطاء و المندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم و بين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

الفرع الثالث: شروط الدخول إلى البورصة

تتطلب عملية دخول الشركات و المؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي و منها ما يتعلق بالجانب القانوني، و ما تجدر الإشارة إليه هو أن

¹ مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف، دار المعرفة، الطبعة السادسة، الإسكندرية، 1996، ص: 551.

² أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الطبعة الأولى، عمان، 1997، ص: 60.

هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، و من بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة. و يمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية:¹

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.
- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25%، حيث تطرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية و ذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.
- أن يكون قد مر على تأسيسها و نشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.
- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.
- تكوين ملف الدخول و إيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، و تقديم نشاط المؤسسة و آفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.
- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية و متطلبات تحقيقها

أضحى قيام أسواق الأوراق المالية ضروريا و خاصة مع اتساع دائرة النشاط الاقتصادي، حيث يعمل المستثمرون جاهدين لتعظيم أرباحهم من خلال تداولاتهم التي تقع في البورصة، الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حيز التداول فيها حتى تتصف هذه السوق بالكفاءة. و جاء هذا المطلب لتبيين مفهوم هذه الكفاءة، أنواعها، متطلبات تحقيقها و كذا مختلف صيغها من خلال العنصرين التاليين:

¹ P. Monnier, Les marchés boursiers, Verreuil, Paris, 3^{ème} édition, 1997, p p: 28-29.

- كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها؛

- متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية و صيغها المختلفة.

الفرع الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها

أولاً: مفهوم كفاءة السوق

وفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لكل معلومة جديدة يستقبلها المتعاملين في سوق الأوراق المالية، فتتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً حسب طبيعة الأنباء إن كانت سارة أو العكس، و بذلك تتغير نظرتهم اتجاه المنشأة المصدرة للسهم.

يعكس سعر سهم المنشأة في السوق الكفاءة جميع المعلومات المتاحة عنها، سواء كانت تلك المعلومات عبارة عن معلومات تنشرها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو قوائم مالية و تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة، فضلاً عن ذلك فإن هذا السعر يعكس أيضاً توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية و المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، و هذا لا يعني تطابق تقديراتهم المستقبلية و المخاطر المحيطة بها تماماً بالرغم من توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق.¹ و ذلك أن سوق الأوراق المالية يتضمن أنواعاً مختلفة من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم و خبراتهم في تعاملات هذه السوق، فهناك:²

- المستثمرون قليلوا الخبرة، و تمثل تصرفاتهم ضغطاً سلبياً عن الأسعار في اتجاهات بعيدة عن القيم المحورية للأوراق المالية.

- المستثمرون المحترفون، و يتمتعون بقدر عالٍ من الخبرة، و تقوم تصرفاتهم بالضغط الإيجابي على الأسعار في اتجاه القيم المحورية للأوراق المالية.

و نتيجة لهذا التفاوت في مستويات الخبرة و دقة التحليل بين المستثمرين، يتوقع وجود انحراف بين القيمة السوقية للورقة و القيم المحورية لها، مما يؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية لفائدة بعض المستثمرين.

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص ص: 31-32.

² صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

ثانيا: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

أ- الكفاءة الكاملة:

- لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي توافر الشروط التالية:¹
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
 - للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأوراق المالية و ذلك دون شروط و بكل سهولة و يسر.
 - توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.
 - وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.
 - تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

لا تتحقق هذه الشروط لتجسيد الكفاءة الكاملة في الواقع العملي، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات و التنظيمات، و هناك تكاليف للمعاملات، و هذه تؤدي إلى اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية و القيمة الخورية لها، و هذا هو الأمر الشائع مهما بلغت درجة تقدم و تطور السوق المالية.²

ب- الكفاءة الاقتصادية:³

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.

¹ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

² صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

³ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

و لكن بسبب تكلفة المعلومات و الضرائب و غيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

الفرع الثاني: متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية و صيغها المختلفة:

أولا: متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توافر المعلومات و البيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها و عدالة فرص الإستفادة منها و تكاليف الحصول عليها. كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا.¹ و يستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من:

أ- الكفاءة التخصيصية:

تعتبر الكفاءة التخصيصية عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، و يرى البعض أن السوق الكفء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلا بالنسبة للمجتمع، و يعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات. و في هذا الإطار يمكن القول أن السوق يلعب دورين أساسيين، الأول مباشر و الثاني غير مباشر. فمن خلال الدور المباشر فعندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما فهم يشتركون في حقيقة الأمر العوائد المستقبلية المنتظر أن تحققها هذه المؤسسة، و هذا يعني أن المؤسسات التي تعمل في مجالات تتوافق و تفضيلات المستهلكين سوف تحقق عوائد أعلى بما ينعكس على ارتفاع ربحيتها و زيادة العائد التي سوف تعطيه لحملة أسهمها، هذا ما يجعل المؤسسة في وضع يسمح لها من إصدار المزيد من الأسهم بسهولة، كما يسمح لها بالاقتراض و هي في ظروف جيدة تؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة الأموال بالنسبة لها، أما الدور غير المباشر الذي تقوم به فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها.²

¹ صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

² عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1991، ص: 45.

ب- كفاءة التسعير:

تدعى بالكفاءة الخارجية، و في هذا الإطار يجب أن يعكس حسن تسعير الأوراق المالية المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق و كذا تحقق التوازن بين جانبي العرض و الطلب، كما لا يستطيع أيا من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية لأن الجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح نظرا لحصولهم على نفس المعلومات في نفس الوقت، كما أن كفاءة السوق قد لا تمنع بعض المستثمرين عديمي الخبرة الذين تتراوح قراراتهم بشأن البيع و الشراء مع إيقاع السوق من تحقيق خسائر نتيجة لبطء رد فعلهم أو لعدم خبرتهم، فلا يمكن القول إذا بأن ذلك يتنافى مع كفاءة السوق.¹

ج- كفاءة التشغيل:

تسمى أيضا بالكفاءة الداخلية، و يمكن القول أن هذه الكفاءة قد تحققت إذا تم خلق التوازن بين العرض و الطلب دون تكبد المتعاملون تكاليف تعامل عالية، و بالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. أما عن التعاملات و كذا الضرائب فهي تلعب دورا هاما في الحد من الكفاءة التسعيرية للسوق فكلاهما قد يقف عائقا أمام إتمام بعض التعاملات التي من شأنها الوصول بالسعر إلى ما يعكس القيمة الحقيقية للسهم على وجه الخصوص. كما تجدر الإشارة إلى أن وجود عدد كبير من بيوت السمسرة و بيوت الخبرة و صناع السوق من شأنه أن يخلق جوا من التنافس بينهم في السوق، مما يؤدي إلى خفض تكلفة التعاملات كما يؤدي بنتائج التحليل و الأبحاث إلى مستويات أعلى من الدقة أو بمعنى آخر يحسن من نوعية الخدمة المقدمة للمتعاملين في السوق.²

ثانيا: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية³

قام كل من "هاري موربرت" و "بوجن فاما" بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات كما

يلي:

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 287.

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 33-34.

³ وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص: 58-60.

أ- فرض الكفاءة الضعيفة:

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (قيمه السوقية) بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، و لهذا فإن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية و توقعات الأوضاع المالية للمنشأة المصدرة للأسهم في المستقبل.

ب- فرض الكفاءة 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 في معلومات متعلقة بالشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية و غيرها من التقارير و التحليلات التي تتاح للجمهور.

ج- فرض الكفاءة القوية:

فحوى هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة، أي أن المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات و التي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم و كبار العاملين فيها، و تلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة و مهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته، و في ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى و لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق و حتى و لو كان هو رئيس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.

المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية

إن قيام سوق للأوراق المالية في أي بلد ما يتطلب توفير مقومات النجاح لتلك السوق و إحاطتها بالضمانات اللازمة من النواحي القانونية و التنظيمية و الإدارية، و هذا لتفادي العقبات التي تقف كحجرة عثرة أمام عملية تطويرها، الأمر الذي يساعد في إنجاح مسيرة السوق و قيامها لدورها

بفاعلية، و المقصود بالنجاح ليس زيادة أحجام التداول أو ارتفاع الأسعار، بل قيام السوق بواجبها، و هو توفير السيولة للمستثمرين.

و لذلك يشترط لنجاح أي سوق للأوراق المالية توفير مجموعة من المقومات و الشروط سوف نقوم بإدراجها في هذا المطلب عن طريق العناصر التالية:

- الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية؛

- الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية؛

الفرع الأول: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية

و هي الشروط التي تتعلق بالمحيط الاقتصادي العام الذي تتواجد فيه سوق الأوراق المالية و منها:

- وجود نظام اقتصادي رأسمالي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل

أموالهم أملا في إنمائها و الحصول على أكبر عائد ممكن، و من غير الممكن تصور قيام أو اعتماد بورصة للأوراق المالية في ظل سيادة الدولة على الاقتصاد و تهميش أو غياب القطاع الخاص، أو تجميد مشاريع الخصخصة أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأسمالها للعمال أو للمواطنين أو لهيئات محلية أو خارجية، و فتح رؤوس أموالها أمام المدخزين، الأمر الذي سيؤدي - في حالة اعتمادها - تلقائيا إلى تنشيط عملية الادخار الذي يفضي بدوره إلى إقامة سوق الأوراق المالية.

- الاستقرار السياسي و الاقتصادي و ذلك من خلال " توافر فلسفة اقتصادية واضحة المعالم

تتبنها الدولة التي تسعى لتنظيم سوقها، تقوم على الإيمان بالحرية الاقتصادية كمنهج عمل، و بالدور الريادي الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص، و مدى الرغبة لدى رسمي السياسات الاقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره، باعتبار أن المهمة الأساسية لهذه الأسواق تقوم على تجميع المدخرات و الفوائد الخاصة و نقلها إلى أوجه الاستخدام لعملية الإنتاج".¹

- وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات المدرجة و الاقتصاد

الوطني.

- وجود عملة وطنية قوية تتمتع بحد معقول من استقرار قيمتها.

¹ نادية أبو فخرة و محمود صبح و شامل الحموي ، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

- مستوى من الدخل يعطي الأفراد القدرة على الادخار.
- توافر الوعي الاستثماري و الثقافة البورصية لدى الأفراد.
- وجود جهاز مصرفي متكامل، سليم و فعال لما له من دور بالغ الأهمية في عملية الوساطة بين أصحاب الفائض و أصحاب العجز في التمويل.
- كما يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة في العالم على ما توفره الحكومة من رعاية و حماية لهذه السوق، و يتم ذلك عن طريق:
- وجود تشريعات قانونية واضحة صريحة و قوية تشجع قيام ظاهرة السمسرة و الوساطة و الوكالات لضمان التصريف و التجديد و الابتكار و زيادة ثقة المستثمرين بالأوراق المالية المتداولة.
- "وضع التشريعات و التنظيمات الفعالة لتنظيم عمليات التبادل في سوق الأوراق المالية، على أن تكون هذه التشريعات متفقة مع خصائص و طبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية و الاجتماعية لحماية المستثمرين و الاقتصاد الوطني".
- ضرورة توفير مؤسسات متخصصة في تحليل البيانات المالية و الاستثمارية.
- فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة للشركات بهدف التأثير على حركة التعامل في سوق الأوراق المالية.
- وجود نظام سليم للمحاسبة يوفر القدر الكافي من المعلومات الملائمة التي تمكن المستثمرين من استخدامها للاختيار بين البدائل.¹

الفرع الثاني: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية

و يمكن إيجازها في ثلاث شروط أساسية:

أولاً: شرط الذرية

يقوم هذا الشرط على ثلاثة مبادئ تهدف إلى جعل بورصة الأوراق المالية أكثر تنافسية و بالتالي أكثر قدرة على جذب الإدخار و هي:²

¹ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006، ص ص: 36-37.

² محمود صبح، التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة و النشر، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2000، ص: 140.

- مبدأ تعايش قسمي السوق: فكلاهما مهم و لازم للآخر و مكمل له، فالسوق الأولية هي المرحلة الأولى في نشاط البورصة حيث تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية و طرحها للإكتتاب في البورصة و بالتالي تحصل على الأموال اللازمة لتمويل المشروعات أو التوسع في المشاريع القائمة، أما المرحلة التالية فتتم في السوق الثانية، السوق التي تسمح للمكتتبين في السوق الأولى بتغطية إحتياجاتهم من السيولة.

- مبدأ تعدد المتدخلين: فوجود عدد كبير من المتدخلين سواء كانوا بائعين أو مشتريين، عارضين أو طالبين، يوفر لبورصة الأوراق المالية حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السير الفعال لها.

- مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة: و ذلك من أجل تقليص المخاطر.

ثانيا: شرط السيولة¹

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

- مبدأ حرية الدخول و الخروج: أي سهولة الدخول و الخروج من و إلى السوق دون مضايقات أو حواجز.

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

- مبدأ عدم استقرار رأس المال: لضمان سيولة الادخار للمستثمرين لأجل طويل، و كذا حرية تنقل رؤوس الأموال.

- مبدأ الإستقرارية: فتتأثر أسعار الأوراق المالية بنوعين من المخاطر، مخاطر خاصة بالمؤسسة يمكن تقليصها أو الحد منها عن طريق تحسين أداء المؤسسة المعنية، و مخاطر منظومية ناجمة عن عدم إستقرارية محيط بورصة الأوراق المالية من جميع النواحي السياسية، الإقتصادية، الإجتماعية و الثقافية.

¹ نادية أبو فخرة و محمود صبح و شامل الحموي ، مرجع سبق ذكره، ص: 83.

ثالثاً: شرط الشفافية¹

فيجب أن تتوفر للمدخر كافة المعلومات الدقيقة و الصادقة التي يمكن الوصول إليها في أي لحظة لجميع المستثمرين، توفر هذه المعلومات يكون عن طريق النشرات الرسمية للبورصة و كذا الملصقات و اللوحات الالكترونية التي تكون مجانية على حساب البورصة الأمر الذي يمنع التعامل الداخلي المستند إلى معلومات متوفرة لشخص دون آخر و يدعم الثقة في الأوراق المالية بين المستثمرين.

كما يجب فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة أو إخفاء معلومات ضرورية.

و يمكن إضافة شروط أخرى تتعلق بتنظيم سوق الأوراق المالية:

- كوجود إدارة عامة ذات كفاءة و نزاهة تتصف بالحياد التام و لها القدرة على إتخاذ القرارات في الوقت المناسب.

- كذا وجود إطار تشريعي و تنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات و التغيرات المالية و الاقتصادية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية و يعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية و يمنع التلاعب أو الاستغلال سواء بين المتعاملين أو بينهم و بين الوسطاء.

¹ محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص ص: 83-84.

خلاصة الفصل الأول

تناول الفصل الأول الذي جاء بعنوان الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية تعريف هذه السوق و توضيح مدى أهميتها بالنسبة للاقتصاد، فاعتمد المبحث الأول من هذا الفصل على تبيان موقعها في السوق المالي، فأتضح أنها تمثل القسم الثاني لسوق رأس المال الذي يعتبر بدوره أحد جناحي السوق المالي، و اتضح أن سوق الأوراق المالية تنقسم إلى قسمين هما السوق الأولية و السوق الثانوية، و تبين أيضا أن سوق الأوراق المالية تضطلع بأداء وظيفتين أساسيتين هما التجميع و التمويل.

كما تم التطرق في المبحث الثاني إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بمختلف أنواعها و أشكالها، و هي عبارة عن صكوك مالية تتداول في هذه السوق و تصنف إلى عدة أصناف و ذلك حسب معايير مختلفة تتمثل في طبيعة الورقة المالية، تاريخ الاستحقاق، الجهة التي تصدرها، فتناول هذا المبحث كل من:

- الأسهم، و هي أوراق مالية تمثل حقوق الملكية.
 - السندات، و هي أوراق مالية تمثل حقوق الدين.
 - الأوراق المهجنة، و هي أوراق مالية تجمع بين حقوق السهم و حقوق السند.
 - المشتقات المالية، و هي ليست أوراق مالية إنما عقود نابعة أو مشتقة من الأوراق المالية.
- أما من خلال المبحث الثالث فقد تم التوصل إلى أن هذه السوق تخضع لتنظيم متكامل، حيث أنها تدير وفق نظام تشغيل يتكون من قاعة للتداول و وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها من خلال آليات لتداول هذه الأوراق المالية. و يرتبط تحقيق الكفاءة في هذه السوق بمدى توفر المعلومات لدى المستثمرين و عدالة فرص الاستفادة منها، و تبين كذلك أنه من أجل نجاح هذه السوق فإنه يستوجب تحقيق شروط عامة تتعلق بالمحيط الاقتصادي العام كوجود جهاز مصرفي متكامل، و وجود تشريعات و قوانين تحمي جميع المتعاملين في هذه السوق، كما يجب تحقيق شروط خاصة تتعلق بالسوق في حد ذاتها كشرط الذرية، السيولة و الشفافية.

الفصل الثاني

الإطار النظري للوساطة المالية

تمهيد

تحتل الوساطة المالية مكانة هامة ضمن مكونات النظام المالي، و ذلك بفضل ما تقدمه من خدمات تساعد على تنشيطه، و ما تقوم به أيضا من أدوار في تفعيل هذا النظام، فوجود فئة تمثل الوساطة المالية كان من الأمور الضرورية و خاصة مع كبر حجم المبادلات و نقص المعرفة و المعلوماتية، حيث تقوم هذه الفئة بالتوفيق بين رغبات أطراف التعامل أي بين طالبي و عارضبي رؤوس الأموال، و بالتالي فهي تمثل فضاء أمام أصحاب الفائض المالي لتوظيف فوائضهم، و أمام أصحاب العجز المالي لتلبية حاجاتهم إلى التمويل.

من أجل التعرف أكثر على الوساطة المالية كان لا بد من التطرق إلى كل من مفهومها، أسبابها، أهميتها، المؤسسات التي تمثلها، و تعتبر الوساطة في عمليات البورصة من أهم جوانب الوساطة المالية التي ينبغي التعرض لها، خاصة و أن لها دور فعال في تنمية و تنشيط التعاملات المالية البورصية.

و سيتم التطرق إلى كل ما سبق ذكره و ذلك عن طريق هذا الفصل من خلال المباحث الثلاثة

التالية:

المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية؛

المبحث الثاني: مؤسسات الوساطة المالية؛

المبحث الثالث: الوسطاء الماليون في عمليات البورصة.

المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية

تنبع الحاجة للوساطة المالية من واقع تفاوت الأفراد من حيث المعرفة و المهارة و الثروة أيضا، فهناك الثري الذي لا يعرف كيف ينمي ثروته، و في الجهة المقابلة يوجد رجل الأعمال الذي يملك المهارة و الخبرة التجارية، لكنه لا يملك رأس المال، و هنا تنشأ فرصة لطرف ثالث يقرب بين الطرفين و يملك ثقتهم و هذا خاصة إذا كان الأول بعيد عن الثاني، حيث يقوم الطرف الثالث (الوسيط المالي) بإشباع حاجة كلا الطرفين في مقابل ربح متفق عليه، و بذلك يكون الأطراف الثلاثة قد استفادوا من هذه الوساطة مما ينعكس ذلك بالإيجاب على الاقتصاد ككل. و من أجل التعرف على ماهية الوساطة المالية تم التطرق إلى المطالب التالية:

- مدخل للوساطة المالية؛
- مفهوم الوساطة المالية و أسبابها؛
- أهمية الوساطة المالية و وظائفها.

المطلب الأول: مدخل للوساطة المالية

يتم تغطية العجز للوحدات الاقتصادية إما باستعمال مصادر داخلية أو خارجية. و تتجلى أهم صور المصادر الداخلية في التمويل الذاتي، و هذا يعني أن يعود إليها فائض نشاطها الإنتاجي، فإذا كانت الموارد الداخلية للوحدة الاقتصادية غير كافية للتمويل أو إذا كانت السياسة التمويلية لا تعتمد عليها، فإن اللجوء إلى التمويل الخارجي يصبح أمرا حتميا حيث يتم على مستوى النظام المالي عن طريق التمويل المباشر و التمويل غير المباشر. و ارتأينا في هذا المطلب أن نتطرق إلى العناصر التالية:

- التمويل المباشر و الصعوبات الناجمة عنه؛
- التمويل غير المباشر؛
- خصائص الأوراق المالية غير المباشرة.

الفرع الأول: التمويل المباشر و الصعوبات الناجمة عنه

أولاً: التمويل المباشر

يتمثل التمويل المباشر من خلال العلاقة بين المقترض و المستثمر دون تدخل أي وسيط بنكي أو غير بنكي¹. و ذلك من خلال إصدار مستخدمى الأموال - وحدات العجز المالي - الذين يمثلون بالنسبة للوحدات ذات الفائض المالي - المقترضين النهائيين لأصل مالي - أوراقا مالية مباشرة (تدفق مباشر للأوراق المالية) للوحدات ذات الفائض، و عادة 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، و تمثل الأصول المالية المتنازل عنها مستند مطالبة لحق الموارد أو الدخل مقابل هذه الأموال، و يطلق على هذه الأصول المالية أوراق مالية مباشرة أو أوراق مالية أولية.²

ثانياً: الصعوبات الناجمة عن التمويل المباشر

إن إقامة علاقة مالية مباشرة بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي أمر ممكن، و لكن وجود مثل هذه العلاقة التمويلية تصادفها مجموعة من الصعوبات بالنسبة للطرفين، و يمكن تلخيص أهم هذه الصعوبات فيما يلي:³

- تظهر هذه العلاقة المباشرة مشكلة أولى تتمثل في صعوبة تعارف طرفي العلاقة، أي كيف لأي شخص أن يعرف أن شخصا آخر له فائض مالي ما لم يكن يعرفه معرفة شخصية.
- حتى و إن تم التعارف ما بين هذين الطرفين، فليس من السهل أن يكون هناك توافق في الرغبات من حيث الزمان و المكان. فمن الوارد أن يكون صاحب العجز يحتاج إلى هذه الأموال في شهر جانفي مثلا و لكن صاحب الفائض لا يستطيع تعبئتها إلا في شهر مارس. كما أنه ليس من المستبعد أن يكونا طرفا العلاقة غير متواجدين في نفس المكان، و هذا ما يخلق مشكلة التلاقي بينهما. كأن

¹ Gilbert Koenig, Analyse monétaire et financière, Economica, Paris, 2000, p: 2.

² Robert Ferrandier, Vincent Koen, Marché de capitaux et techniques financières, 4^{eme} édition, Economica, Paris, 1997, p: 19.

³ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص ص: 5-6.

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. و يصبح من اللازم على صاحب العجز أن يبحث عن شخص آخر لاستكمال حاجته المالية، مع إمكانية ظهور نفس المشاكل السابقة على فرض أن هذه المشكلة قد حلت.

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

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

إن هذه الصعوبات لا تسمح بخلق الظروف الملائمة للاستعمالات المثلى لموارد التمويل المتاحة، و تدفع بكل تأكيد إلى التفكير في البحث عن سبل و طرق أخرى، من أجل توفير الجو الملائم و الأدوات الضرورية لضمان نجاعة أكبر في استعمال الأموال. و من الضروري الإشارة إلى أن تجنب هذه المصاعب يمر عبر عملية تضيق لهذه العلاقة كلما أمكن ذلك، و أكثر البدائل الممكنة من الناحية العملية هي إقامة علاقة تمويل غير مباشرة تمثل الوساطة المالية حلقتها الأساسية.

الفرع الثاني: التمويل غير المباشر

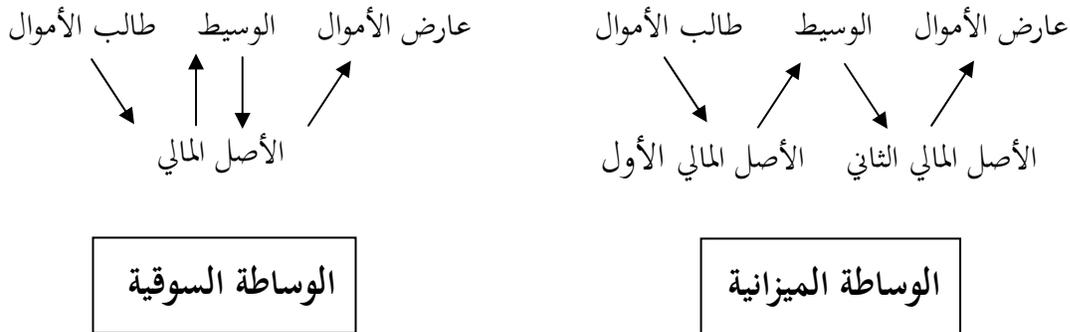
يضطلع إدخار العائلات - و هو ذلك الجزء الذي لا يستخدم في الاستهلاك - بدور كبير في الاقتصاد باعتباره القطاع الوحيد الذي تتجاوز مدخراته استثماراته، و لهذا فإن نمو القطاعات الأخرى يعتمد على تحويلات المدخرات في هذا القطاع¹، حيث تم خلق آليات جديدة للاستفادة من هذه المدخرات، و يعد بروز المؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا الشكل من التمويل، و تساعد هذه المؤسسات الوسيطة على التقاء مرن بين وحدات الفائض و العجز، يتجاوز مجرد التوسط إلى إصدار

¹ حمزة محمود الزبيدي، إدارة المصارف، مؤسسة الوراق للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2000، ص: 23.

أصول مالية غير مباشرة من قبلها لصالح وحدات الفائض و قبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز¹.

و بالتالي يعد الوسيط المالي الحلقة المركزية لآلية التمويل غير المباشر، إذ يمكنه تجميع موارد مالية بإصدار حقوق تكتب من قبل المقرضين النهائيين، و جذب ودائع هؤلاء مقابل التزامات معينة، و هذه الموارد يمكن أن تستكمل بموارد ذات طبيعة نقدية التي يمكن لبعض الوسطاء خلقها. و يمكن التمييز هنا بين نوعين من الوساطة، و هما وساطة ميزانية و وساطة سوقية، و يختلف تدخل الوسيط في كل منهما كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 2-1: الوساطة الميزانية و الوساطة السوقية



المصدر: لحر خديجة، دور النظام المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص: 24.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

من خلال هذا الشكل يمكن شرح الوساطة الميزانية و الوساطة السوقية كما يلي:¹

- **الوساطة الميزانية:** و يعمل فيها الوسيط على تحويل مميزات الأصل المالي، فالوسيط يقوم بشراء أوراق مالية أولية و يحتفظ بها في جانب الأصول من ميزانيته، و في المقابل يقوم بإصدارات مختلفة تسجل في جانب الخصوم.

- **الوساطة السوقية:** و يتدخل فيها الوسيط في سوق الأصول المالية كما يلي:

- بتقريب كل من المشتري و البائع في حالة السمسرة مقابل عمولة؛

- عند إجرائه الإصدار لصالح الزبون؛

- الشراء لحسابه الخاص لإعادة البيع مقابل الحصول على هامش؛

و يلاحظ في كل هذه الحالات أن إسهام الوسيط يتركز على مستوى تداول الأصول و رفع السيولة.

الفرع الثالث: خصائص الأوراق المالية غير المباشرة

إن الوسطاء الماليين لا يقتصر عملهم على تحويل الأوراق الأولية من المقترضين النهائيين بصفة مباشرة، بل يحولون خصائص هذه الأوراق على جهتين:²

- فمن جهة فإن الأوراق غير المباشرة بصفة عامة أكثر سيولة من الأوراق الأولية، فحسب جون

ماينرد كينز الذي أعطى تعريفا عاما لسيولة الأصول المالية في كتابه *Treatise on money* (1936)، حيث يعرفها على أنها الأوراق التي تستحق في أقرب الآجال بدرجة يقين كبيرة أو شبه كبيرة.

من هذا التعريف يمكن القول بأن مفهوم السيولة يتركز على خاصيتين هما سهولة تحويل الأصول إلى وسائل دفع و ضمان قيمتها، و يسهل تحويل الأصول المالية إلى نقود كلما انخفضت تكاليف المعلومات عبر الزمن و التي يؤثر على أسعارها، إضافة لهذا كلما كانت تكاليف تحويلها إلى نقود ضعيفة بالمقارنة مع سعرها كان الحصول على السيولة أسهل.

و فيما يخص ضمان القيمة، فإن سيولة الأوراق الأولية تزداد مقارنة بدرجة يقين قيمتها الاسمية، و ما دامت هذه الأوراق لا تتميز بتمام السيولة في الأسواق الأولية و الثانوية، فإن جزءا مهما من

¹ لجر خديجة، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

² Robert Ferrandier, Vincent Koen, Op.Cit, 1997, P P: 31-32.

الأوراق غير المباشرة المصدرة من قبل الوسطاء له قيمة اسمية يقينية و مؤمنة (إيداعات جارية أو لأجل، حسابات على الدفتر و على مستوى الإدخارات)، و منه فهي أكثر سيولة من الأوراق الأولية.

- و من جهة أخرى، فإن للوسطاء الماليين دور التحويل نظرا لعدم تجانس آجال الأوراق غير المباشرة و الأوراق الأولية، فالمقترضون يريدون الحصول على أموال طويلة الأجل، بينما المقرضون يريدون توظيف أموالهم لآجال قصيرة، فإن الوسيط بمجرد بيعه للأوراق غير المباشرة لعدد كبير من الأعوان، يتحصل على حجم ثابت من الموارد، بعبارة أخرى أنه يقترض لآجال قصيرة و يقرض لآجال طويلة و هذا ما يسمى بتحويل الآجال و في هذا المثال ميزانية بسيطة لوسيط مالي.

الشكل رقم 2-2: ميزانية بسيطة لوسيط مالي

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

Source: Robert Ferrandier, Vincent Koen, Op.Cit, 1997, p: 32.

المطلب الثاني: مفهوم الوساطة المالية و أسبابها

بعدما تطرقنا إلى آليات التمويل في المطلب السابق، و الذي اتضح من خلاله أن الوساطة المالية نتاج من تطور هذه الآليات، كان من الضروري أن نتعرض إلى مفهومها و أسبابها و ذلك عن طريق هذا المطلب كما يلي:

- مفهوم الوساطة المالية و تطورها التاريخي؛
- أسباب الوساطة المالية.

الفرع الأول: مفهوم الوساطة المالية و تطورها التاريخي

أولاً: مفهوم الوساطة المالية

هناك العديد من التعاريف الواردة بشأن الوساطة المالية، و ارتأينا أخذ جملة منها نراها أكثر تعبيراً عن هذه الوساطة، و يتعلق الأمر بالتعاريف التالية:

الوساطة المالية تعني: " عملية جلب موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات و المنظمات الحكومية و الأفراد، و ذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى، فالمؤسسة المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة."¹

يعرف الوسيط المالي على أنه: "مؤسسة تتوسط بين المقترضين النهائيين و المقرضين النهائيين، فالوساطة المالية تسمح لعملية الإقراض و الاقتراض بأن تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين، و هكذا تتضمن عملية الوساطة مبادلة ثنائية من الحقوق المالية، حيث يعرض الوسيط حقاً على نفسه تجاه دائنيه بمقابل نقدي، مستعملاً النقود التي حصل عليها من ذلك في خلق حقوق مالية على المقترضين النهائيين، و بذلك يمكن تعريف الوسطاء الماليين بأنهم وحدات اقتصادية وظيفتها الأساسية هي شراء الأوراق المالية من المقترضين النهائيين، وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقرضين النهائيين."²

كما يمكن تعريف الوسطاء الماليين على أنهم: " أشخاص طبيعيين أو معنويين يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار و بين الاستثمار الباحث عن الأموال."³

و في تعريف آخر: " منظمات تصدر التزامات مالية على نفسها (بمعنى أنها تباع أصول مالية فتترتب التزامات مالية عليها مقابل النقدية التي تحصل عليها)، ثم تستخدم الحصيلة النقدية من هذه الإصدارات بصورة أساسية في شراء أصول مالية من الغير."⁴

من خلال هذه التعاريف يمكن القول أن الوظيفة الأساسية للوساطة المالية هي التوسط بين أصحاب العجز المالي و أصحاب الفائض المالي، و يمكن أن يكون الوسيط المالي شخص معنوي أو

¹ محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة و البنوك التجارية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص: 203.

² عبد المنعم السيد علي، سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و أسواق المال، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص: 67.

³ حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدائها المشتقة)، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

⁴ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 80.

طبيعي، حيث يقوم هؤلاء الوسطاء بوظيفتهم إما بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة، و في هذه الأخيرة يعرض الوسيط حقا على نفسه اتجاه دائيه مقابل مبلغ نقدي، ثم يقوم بخلق حقوق مالية على المقترضين النهائيين بإصداره لأصول مالية غير مباشرة.

ثانيا: التطور التاريخي للوساطة المالية¹

نستطيع القول أن الوساطة المالية وجدت منذ القدم عند الإغريق و الرومان الذين كانوا من رواد الفن المصري و لكنها لم تكن بالمفهوم الواسع الذي تعرفه الآن حيث لم تمارس هذه الهيئات - إن أمكن تسميتها - الإقراض للغير بالفائدة إلا في نطاق محدود جدا.

و في القرون الوسطى حيث كان التجار و غيرهم 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، و من الناحية الأخرى استخدم الصيارفة النقود المعدنية المودع لديهما في إعطاء قروض بعد ما تأكدوا من أن أصحابها لن يقوموا بطلبها بصورة جماعية و ذلك انطلاقا من خبرتهم في هذا المجال، و كانت القروض تزيد في قيمتها على قيمة النقود المعدنية المكدسة لديهم مقابل حصولهم على فوائد من المقترضين، و هم يمثلون الطرف الثاني من الوساطة، اعتمادا على أن أصحاب هذه النقود (المودعين) لن يطالبوا بها دفعة واحدة و من هناك بدأت هذه القنوات أو الهيئات تتنامى و تتفنن في جمع المدخرات و إعطاء القروض.

الفرع الثاني: أسباب الوساطة المالية

إن الوظيفة الأساسية التي يقوم بها الوسطاء الماليون هي الوساطة بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز، و الوحدات الاقتصادية ذات الفائض، أي بين مجموعتين من المتعاملين المقترضين و المقترضين، و هنا قد يتساءل البعض: هل تستطيع كل مجموعة من المجموعتين القيام بالخدمات التي يقدمها الوسيط بنفسها دون الحاجة إلى تدخله؟ و بعبارة أخرى أليست الوساطة المالية تكلفة إضافية يمكن الاستغناء عنها؟ و مقدما لا بد أن نتوقع منطقيا أن تكون الإجابة على هذا السؤال بالنفي، و إلا لما احتلت وظيفة الوساطة المالية هذه المكانة العالية ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة، و في الواقع فإن الكثير من

¹ زياد سليم رمضان، محفوظ احمد جودة، إدارة البنوك، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، 2005، ص: 11.

الخدمات التي تقدمها هي خدمات يجد الأفراد العاديين أو المؤسسات أنه من الصعب إن لم يكن من المستحيل قيامهم بها بأنفسهم، و الكثير من المشروعات تجد نفسها عاجزة على الحصول مباشرة على المبالغ الكبيرة التي تحتاجها، و للتغلب على تلك الصعوبة تستطيع اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية، التي تتوسط لها لدى الجمهور و لو كانت مساهمتهم قليلة، إلا أنها تستطيع تجميع هذه المساهمات لتؤمن في الأخير المبالغ الكبيرة التي تحتاجها هذه المشروعات، و هي بهذا تقدم خدمات مختلفة و مفيدة إلى الطرفين.¹

كما يعتبر جمع و توظيف الأموال من قبل الوسطاء موضوع اقتصاديات الحجم*، يعني هذا أن التكلفة الوحيدة لإنتاج سلعة أو حزمة ما تنخفض كلما ارتفعت الكمية المنتجة، و تنشأ اقتصاديات السلم في الوساطة من مبلغ الأموال المسيرة و ذلك لثلاثة أسباب:²

- كلما ارتفع حجم الصفقات المالية كلما انخفضت تكاليف شراء و بيع الأوراق و منه تكون نفقات الوساطة من السندات و الأسهم نسبياً 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 غالباً ما تكون قيمتها الاسمية مرتفعة، و ذات مزايا كبيرة، ثم تصدر أوراقاً مالية غير مباشرة ذات قيمة اسمية صغيرة، و هذا ما يعود بالفائدة على أصحاب الإدخارات الصغيرة بحيث يحصلون على مزايا للأوراق الأولية التي لا يستطيعون تحمل تكلفتها بشراء الأوراق غير المباشرة ذات القيم الاسمية الصغيرة، كما تعود أيضاً بالفائدة على المؤسسات و المشاريع المصدرة للأوراق الأولية، و ذلك بتصريف أوراقها.

- يمكن للوسيط تنويع حافظته باكتسابه لأوراق مصدرة من مختلف المقترضين و منه تخفيض الخطر، و المثال التقليدي في هذا الصدد هو نوعين من الأسهم، الأولى مصدرة من قبل منتج المظلات و

¹ حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي، عمان، 2000، ص: 323.

* اقتصاديات الحجم (اقتصاديات السعة أو وفرات الحجم) و هي تمثل انخفاض تكلفة الوحدة المنتجة التي حصلت عليها الشركة من خلال زيادة كمية الإنتاج. و تكمن فائدة وفورات الحجم أكثر بالنسبة للشركات الكبرى، حيث أنها تمكنها من الوصول إلى أسواق أكبر عن طريق توفير سلعتها إلى عدد أكبر من الناس، و لكن ليس هذا هو الحال بالنسبة للشركات الصغرى و المتوسطة الحجم.

² Robert Ferrandier, Vincent Koen, Op.Cit, 1997, P: 29.

الثانية من قبل منتج ثياب السباحة، فإن لم تسمح الأموال المدخرة إلى شراء أسهم أحد المنتجين فإن المردودية هنا مرتبطة بعامل الطقس، أما إذا كانت المحافظة 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 حجم اقتصادية تعمل على تخفيض حجم الضياع الاقتصادي الذي يحدث في حالة عدم وجودها، كما أنها تقلل من حجم المخاطر أمام الراغبين في الاستثمار وتهيئ لهم أفضل الظروف التي يمكن في ظلها أن يوائموا بين السيولة و الرغبة، حيث أن التضحية التي يتحملها الفرد من جراء احتفاظه بثروته في شكل نقود أو أصول مالية مباشرة جريا وراء عامل السيولة ستكون باهظة بالمقارنة بما يتحملة الفرد لو احتفظ بثروته كلها أو جزء منها على شكل أصول مالية غير مباشرة، هذه التضحية أو كما يطلق عليها البعض تكلفة الفرصة البديلة تتشكل بالإيرادات الدخلية أو الربعية التي تدرها ثروته لو احتفظ بها في صورة أصول مالية غير مباشرة، تتميز بارتفاع عوائدها الربعية عن عوائد الأصول المالية المباشرة أو عن النقود التي لا تدر أية عوائد على الإطلاق¹.

و عموما يشتمل مفهوم الوساطة المالية تدخل المنظمات في وصل الأعوان غير الماليين (المقرضين) و الأعوان غير الماليين (المقترضين)، و هذا التآمين هو التوازن بين الادخار و الاستثمار، حيث تتمثل في شراء الأوراق الأولية للمقترضين و إصدار أوراق غير مباشرة للمقرضين لتمويل هذا الشراء، و بالمفهوم العام، نقصد بالأوراق الأولية مجموع الديون المصدرة من قبل الأعوان غير الماليين، أما الأوراق غير المباشرة فهي تمثل الديون المصدرة من قبل الوسطاء الماليين، من هذا تتكون ميزانية الوسطاء من أصول نقدية و مالية تشمل الخصوم للأوراق غير المباشرة المصدرة، أما الأصول فهي تشمل الأوراق الأولية المكتسبة و تشمل ميزانية المقرضين للأوراق غير المباشرة²، و فيما يلي شكل يوضح ميزانية هؤلاء الأعوان:

¹ حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، مرجع سبق ذكره، ص: 324.

² Robert Ferrandier, Vincent Koen, Op.Cit, 1997, P: 28.

الشكل رقم 2-3: ميزانية مختلف الأعوان الاقتصادية

أ		أ		أ	
المقرض	خ	الوسيط	خ	المقترض	خ
أوراق غير مباشرة	الثورة الصناعية	أوراق غير مباشرة	أوراق مالية	أوراق مالية	أصول مالية

Source: Robert Ferrandier, Vincent Koen, Op.Cit, 1997, P: 28.

و من أجل تطوير الوساطة المالية، على التمويل غير المباشر أن يضمن للمقرض و المقترض خدمات مالية و غير مالية مهمة أكثر من التمويل المباشر، يجب أن يسمح الفرق بين مردود الأوراق الأولية و الأوراق غير المباشرة للوسيط بتغطية تكاليف الاستخدام و الحصول على ربح.¹

المطلب الثالث: أهمية الوساطة المالية و وظائفها

تحتل الوساطة المالية مكانة كبيرة في النظم الاقتصادية المعاصرة بفضل ما تقوم به من وظائف هامة، و التي لولاها لكان من الصعب -إن لم نقل من المستحيل- أن يقوم الأفراد بها بمفردهم. فالوساطة المالية لها أهمية بارزة بالنسبة لجميع المتعاملين و للاقتصاد ككل، فإلى جانب الوظيفة الأساسية التي تقوم بها و المتمثلة في عملية تحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، تتضمن عادة عملية الوساطة القيام بعدة وظائف أخرى لا تقل أهمية عن الوظيفة الأساسية، و فيما يلي سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى العنصرين التاليين:

- أهمية وجود الوساطة المالية؛

- وظائف الوساطة المالية.

¹ Ibid, P: 29.

الفرع الأول: أهمية وجود الوساطة المالية

يمكن ذكر أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لكل طرف من أطراف التمويل و كذا الاقتصاد القومي ككل و ذلك كما يلي:

أولا: بالنسبة لأصحاب الفائض المالي

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

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

- مصداقية الوسيط المالي مضمونة، و ليس السبب في ذلك يتمثل في حجم السيولة التي يسيرها فحسب، إنما بصفة رئيسية نظرا للقوانين و التنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين، فأموال المودع هي إذا مأمونة الحفظ، و هو ما لا يتوفر دائما في حالة علاقة التمويل المباشرة.

- يتيح وجود الوساطة المالية لصاحب الفائض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فالمؤسسات المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة مثل هذه الاحتمالات.

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

ثانيا: بالنسبة لأصحاب العجز المالي

يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في الجوانب التالية:²

¹ نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص: 80.

² سامي خليل، النقود و البنوك، بدون دار نشر، كلية الاقتصاد، القاهرة، 2008، ص: 61.

- تقوم الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة بشكل كافي و في الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي، و هي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة. و بما أن هناك تيارات من الودائع، فإن الأموال المطلوبة من طرف أصحاب العجز المالي تكون دائما متوفرة في الوقت المناسب.

- وجود الوساطة المالية يسهل للمقترض عملية البحث عن أصحاب الفوائض المالية، على افتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة. فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم.

- كما أن وجود الوساطة المالية يسمح بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا. فعلاقة التمويل المباشرة تدفع المقرضين إلى فرض فوائد مرتفعة ترتبط بحجم المخاطر العالية و بمدة تجميد الأموال. و لكن نظرا للتقنيات العالية المستعملة من طرف الوساطة المالية، و الاستفادة من طفرة الحجم من جهة أخرى، و رمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة ثالثة، تجعل الفوائد المفروضة على القروض ليست مرتفعة بالشكل الموجود في علاقة التمويل المباشرة.

ثالثا: بالنسبة للوساطة المالية ذاتها

تؤدي الوساطة المالية عدة خدمات لأصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي و لكنها في المقابل تستفيد من الكثير من المكاسب، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:¹

- تستفيد أولا من الفائدة على القروض، و تعتبر هذه الفائدة من المداخل التي تعظم عائداها، 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، و يجب أن نعلم أن هذا النوع من الودائع لا يكلفها أي شيء، حيث أن معظم الأنظمة النقدية العالمية تمنح فوائد على هذا النوع من الودائع.

¹ نادية أبو فخرة، محمود صبيح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص: 83.

* الودائع الجارية هي تلك التي تكون دائما تحت تصرف أصحابها، أي يمكنهم اللجوء إلى سحبها كليا أو جزئيا متى شاءوا و دون إشعار مسبق، و في مقابل هذه الخاصية فإنه لا يمكن لأصحاب هذا النوع من الودائع الاستفادة من فوائد.

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

رابعا: بالنسبة للاقتصاد ككل

يستفيد الاقتصاد بدوره من وجود الوساطة المالية في الكثير من الجوانب نذكر منها:¹

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

- تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد (ذو الطبيعة التضخمية) بتعبئة السيولة الموجودة. و لكن القدرة على هذه التعبئة ترتبط إلى حد كبير بمدى فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها كجامعة للأموال.

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

الفرع الثاني: وظائف الوساطة المالية

تقوم الوساطة المالية بعدة وظائف نذكر أهمها فيما يلي:

أولا: تقديم المعلومات المالية و تحليلها²

إن العديد من الأفراد الذين ليست لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الأوراق المالية، قد لا يستطيعون أن يقوموا بجمع و تحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الأوراق المالية غير المباشرة خصوصا إذا كانت لديهم مجرد مبالغ نقدية صغيرة يرغبون في استثمارها، و من هنا يأتي دور الوسطاء الماليين، فهم يستطيعون الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي (و هو ما لا يستطيع المدخر العادي عمله

¹ سامي خليل، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

² عاطف وليم أندروس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007، ص:

بإمكانياته)، و ستكون تكلفة استخدام هؤلاء الخبراء بالطبع منخفضة جدا إذا ما تم توزيعها على الحجم الكبير و المتنوع من الأصول التي يجمعونها و يحللون المعلومات الخاصة بها، و فضلا عن ذلك، يدعي بعض الوسطاء أن الاستعانة هؤلاء الخبراء يمكنهم من اتخاذ قرارات أفضل كثيرا من تلك القرارات التي كان أصحاب المدخرات سوف يتخذونها بأنفسهم، و غالبا ما تصادف صحة هذا الادعاء و لو جزئيا، و حتى إذا لم يكن هذا صحيحا في بعض الحالات، فالأمر المؤكد هو أن تكلفة جمع و تحليل البيانات من قبل الوسطاء الماليين تكون غالبا أقل مما لو قام بذلك المدخرون الأصليون.

ثانيا: تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة¹

و يقصد بها التكاليف التي تنطوي عليها عمليات شراء الأصول المالية المباشرة و الاحتفاظ بها و بيعها، و هنا يستطيع الوسطاء الماليون تحقيق وفورات اقتصادية في ناحيتين، ناحية حجم العمليات المالية التي يقومون بها، و ناحية عدد مرات قيامهم بهذه العمليات.

بالنسبة للناحية الأولى نجد أن الوسطاء يكون حجم عملياتهم كبيرا فإن توزيع التكاليف المصاحبة لهذه العمليات على هذا الحجم الكبير من الأصول المتعامل فيها يجعل نصيب كل واحد من هذه الأصول (الأوراق المباعة و المشتراة) من إجمالي هذه التكاليف (التكلفة المتوسطة) صغيرا جدا بالمقارنة مع التكلفة المتوسطة التي تتحملها كل واحدة 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، و بالطبع فإن تخفيض عدد العمليات يعني تخفيضا في تكاليف القيام بها، و السبب في انخفاض عدد عمليات التي يقوم بها الوسطاء الماليون عما يقوم به المدخرون النهائيون هو أن المدخر النهائي يتعين عليه أن يبيع قدرا من الأصول المالية التي في حوزته كلما اضطرت حاجته إلى السيولة إلى تحرير جزء من أرصده المحبوسة في تلك الأصول، و طبعا نتوقع أن يتكرر ذلك كثيرا، أما الوسيط المالي فلا يقوم بمثل هذه العمليات عددا كبيرا من المرات، لأن حاجته إلى السيولة لا تكون مفاجئة و متكررة، فضلا عن أنه يتوقع باستمرار أن التيارات النقدية المتدفقة إليه (متحصلاته الكلية) تكون كافية لسد حاجته إلى السيولة.

¹ محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002-2003، ص ص: 121-122.

و من ثم لا يضطر إلى إحداث نقص صافي في أصوله الكلية عن طريق بيع مقادير منها بصفة مستمرة و بالصورة التي يكررها المدخرون النهائيون.

ثالثا: توفير السيولة و تدنية المخاطر¹

يتميز الوسطاء الماليون بأنهم يخلقون سيولة حيث يجعلون من الممكن للمقرضين أن يقدموا قروضا قصيرة الأجل و طويلة الأجل للمقرضين، و رغم 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، و من ثم يستطيع البنك مثلا أن يتنبأ على نحو جيد بالتوزيع الاحتمالي لمسحوبات الودائع في أي وقت و يحتفظون باحتياطيات صغيرة الحجم لمواجهة المسحوبات.

و مع ذلك فإن هذا الوضع الجيد للعمل لا يستمر هكذا دائما، فلنفترض على سبيل المثال أن يخشى العامة إفلاس بنك معين، 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، و بالتالي فإن حجم المخاطرة الذي يواجهه كبير إذا ما حدث و انخفضت أسعارها السوقية و أراد التخلص منها قبل استحقاقها، فإن الوسيط المالي نظرا لما يستطيع أن يجمعه من فوائض يصبح حجمها في النهاية كبيرا جدا، فإنه يستطيع شراء أحجام كبيرة و متنوعة من الأصول، و هو 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 تعنى بتحليل الائتمان و وضع المعايير المناسبة لتقييم المقرضين، و لذلك فإن الذي يقتني أصولا مالية لوسيط مالي، يعرف أنه يجوز دينا في مواجهة

¹ توماس ماير، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002، ص ص: 60-61.

وسيط تتميز محفظة أوراقه بالتنوع الذي يدي حجم المخاطرة المحتملة، و هو أمر غالبا ما لا يستطيع المدخر نفسه تحقيقه بمعرفته.

رابعا: توفير الائتمان و تقديمه إلى راغبيه¹

ارتبط ظهور الوسطاء الماليين في البداية بعملية نقل فوائض المدخرين (الوحدات ذات الفائض) إلى المستثمرين و المستهلكين (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، و من الواضح أن الوسطاء الماليين يعملون بهذا على سد الفجوة بين الإنتاج و الاستهلاك و هو كما رأينا شرط لضمان نمو الدخل القومي بمعدل مستقر و لقد كان هذا التحول في طبيعة وظيفة الوساطة المالية من الناحية العملية مقترنا بتحول على مستوى الفكر النظري أيضا، فلقد كانت النظرية الكلاسيكية تنظر إلى القطاع المالي - بصفة عامة - على أنه مجرد قطاع محايد كل ما يقوم به هو جمع الموارد المالية ليمول بها القطاعات الإنتاجية حسب إنتاجيتها، و لقد ظل الفكر الاقتصادي أسير هذه التعاليم، حتى ظهر كينز و حاول 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 و المال و سوق الإنتاج و سوق العمل، و في الآونة الأخيرة ظهرت كتابات مختلفة تؤكد على أهمية السوق المالي و تظهر بوضوح الكيفية التي يرتبط بها التطور الاقتصادي للسوق بتطوره المالي كما تظهر ارتباط كمية النقود و رأس المال العامل من جهة بحجم الناتج القومي و ثروة الأفراد من جهة أخرى.

¹ محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص: 124.

المبحث الثاني: مؤسسات الوساطة المالية

كانت تصنف مؤسسات الوساطة المالية إلى مجموعتين رئيسيتين هما الوسطاء النقديون و الوسطاء غير النقديون، و لكن مع التطور الذي حصل خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين بالنسبة لاختصاصات الوسطاء الماليين أصبحت مؤسسات الوساطة المالية تصنف إلى مؤسسات ودائعية و مؤسسات غير ودائعية، بالإضافة إلى هذين النوعين هناك اتجاهات جديدة لهذه المؤسسات، و جاء هذا المبحث للتعرف على هذه الأنواع و ذلك من خلال المطالب التالية:

- المؤسسات الودائعية؛
- المؤسسات غير الودائعية؛
- الاتجاهات الحديثة لمؤسسات الوساطة المالية.

المطلب الأول: المؤسسات الودائعية

المؤسسة الودائعية هي مؤسسة مالية تصدر مطالبات أو حقوق ذات قيمة ثابتة على نفسها، و هي تشمل الودائع تحت الطلب (الشيكية) و الودائع لأجل¹. و تقوم هذه المؤسسات بدور هام في عملية خلق الودائع. و جاء هذا المطلب للتعرف على أنواع المؤسسات الودائعية من خلال العناصر التالية:

- البنوك التجارية؛
- بنوك الادخار؛
- مؤسسات الادخار و الإقراض؛
- إتحاد الائتمان.

¹ توماس ماير، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص: 61.

الفرع الأول: البنوك التجارية

يعتبر البنك التجاري: " مؤسسة مالية تقوم بدور الوساطة بين المودعين و المقترضين، فأهم ما يميز البنوك التجارية عن غيرها من المؤسسات المالية الأخرى هو تقديم نوعين من الخدمات و هما: قبول الودائع و تقديم القروض المباشرة لمنشآت الأعمال و الأفراد و غيرهم. فعلى الرغم من أن البنك التجاري يقدم العديد من الخدمات المالية الأخرى، إلا أن استخدام الشيكات كوسيلة للدفع بدل من النقدية تعتبر خاصية مميزة لهذا النوع من البنوك. و رغم أنه يستخدم جزء من أمواله في الأوراق المالية سواء منشآت الأعمال أو الحكومة، إلا أن القروض تمثل بند أساسي من بنود الأصول بالميزانية. و بالتالي خاصية قبول الودائع و منح القروض تعتبر خاصية أساسية للبنوك التجارية.¹

لقد تطور دور البنوك التجارية تطوراً كبيراً، فمع ظهور و تطور عمليات البورصة، اتسع نشاطها ليشمل دور الوساطة في عمليات البورصة، فبالإضافة إلى تدخلها بعملها لحسابها الخاص من خلال شراء أوراق مالية و بيعها، يمكنها تسيير المحافظ المالية للغير مقابل عمولات عن طريق قيامها بفتح فروع مختصة بالوساطة في عمليات البورصة.²

و من ضمن الخدمات الحديثة التي أصبحت البنوك تضطلع بالقيام بها و التي لها علاقة مباشرة بالأسواق المالية و البورصة تحديداً:³

- القيام بخدمات الأوراق المالية لحساب عملاءه، و يقصد بذلك شراء الأوراق المالية من أسهم و سندات لحساب العملاء و حفظها لهم و تحصيل كوبوناتهما في وقت استحقاقها.

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

¹ محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، مرجع سبق ذكره، ص: 214.

² سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار أموال العملاء (دراسة تطبيقية تحليلية)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004، ص: 17.

³ مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2000، ص: 196-197.

و تجدر 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 و ضمان أموال المودعين.

يمكن القول بأن الأمر لم يكن سهلا ميسورا أمام البنوك التجارية في ولوج هذا الميدان وإحراز مكانة فيه و خاصة في مجال عملها كأمناء استثمار بل واجهتها صعوبات و منافسة شديدة، تنوعت مصادرها بين جهات أخرى منافسة، أو قوانين و تشريعات مقيدة. و قد كانت المنافسة الشديدة من المؤسسات الأخرى - و خاصة منها الوداعية - و التي تقوم بإدارة أموال العملاء و تستثمرها لهم و تقوم بعمليات نقل ملكية الأسهم و السندات و تسجيلها، و تعمل كوصي و منفذ لما يعهد إليها من خدمات و في نفس الوقت تنافس البنوك التجارية في صميم عملها و ذلك بقبولها الودائع من العملاء و منحها القروض لهم، ساعدتها في ذلك مرونة نظمها الأساسية التي تحكم عملها، و أساليب تشغيلها المتنوعة، و تمتعها بإعفاءات ضريبية كبيرة.¹

الفرع الثاني: بنوك الادخار

هي مؤسسات مالية - بنوك - تعتمد على الودائع الادخارية للحصول على الموارد المالية من أجل استخدام هذه الموارد في تقديم قروض عقارية، فهي مؤسسات مالية تتشابه إلى حد كبير مع مصارف الادخار و الإقراض، و لكن هيكل هذه المؤسسات يختلف عن هيكل مصارف الادخار و الإقراض، في أنها تأخذ شكل تعاونيات يمتلكها المودعون، و لقد تعرضت هذه المؤسسات إلى مشاكل مثل مصارف الادخار و الإقراض، نتيجة لاقتصار نشاطها على تقديم القروض العقارية فقط، و لذا سمح لها القانون بإصدار ودائع شيكية و تقديم قروض إلى المستهلكين بجانب قروض الرهونات العقارية.²

رغم أن بداياتها كانت بسيطة و ذات طابع اجتماعي كونها ملاذا لذوي الدخل المنخفضة و المدخرات البسيطة، إلا أنها تطورت مع الوقت و أصبحت توفر مجموعة من المميزات، كما أن امتلاكها لقائمة متنوعة من الأصول جعلت أصولها غير مركزة إلى حد ما في الرهونات مثلما هو الحال مع

¹ سعيد سيف النصر، مرجع سبق ذكره، ص: 18-19.

² محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص: 149-150.

المدخرات و القروض، و لكن الرهونات مازالت إلى حد بعيد هي الأصل الرئيسي، و التزامها الرئيسي هو الودائع الوقتية.¹

الفرع الثالث: مؤسسات الادخار و الإقراض

تتمثل مؤسسات الادخار و الإقراض في تلك المؤسسات التي تعمل أساسا على تعبئة الموارد المالية عن طريق قبولها لمختلف أنواع الودائع، كالودائع الادخارية، الودائع لأجل و الودائع الجارية. و تستخدم هذه المؤسسات الموارد التي لديها في تقديم القروض العقارية بضمان عقارات، و تمثل هذه المؤسسات ثاني أكبر مؤسسة تعاقدية في الولايات المتحدة الأمريكية.

و نظرا إلى كون القروض العقارية التي تمنحها طويلة الأجل (ذات أجل استحقاق يصل إلى 20 أو 25 سنة)، فإن معظم هذه المؤسسات قد نمت بشكل كبير عندما كان سعر الفائدة منخفضا منذ عقد الخمسينات حتى نهاية الستينات، و لكن بمجرد ارتفاع معدل الفائدة فقد أدى ذلك إلى ارتفاع تكلفة تعبئة الموارد المالية لديها بالمقارنة بالعائد المحقق من وراء القروض التي تقدمها، و عليه فقد تعرض عدد كبير من المؤسسات إلى الإفلاس مما سمح لهذه المؤسسات بإصدار ودائع جارية (ودايع شيكية) و تقديم القروض للمستهلكين.

كما سمح لها أيضا بالدخول في أنشطة كانت مقصورة على البنوك التجارية، و لهذا أصبحت هذه المؤسسات تخضع حاليا إلى متطلبات الاحتياطي القانوني مقابل الودائع لديها مثلها في ذلك مثل البنوك التجارية، الأمر الذي ترتب عليه تقارب نشاط مؤسسات الادخار و الإقراض من نشاط البنوك التجارية حاليا و أصبح هناك تنافس كبير بينهما.²

و رغم هذا التقارب في النشاط، إلا أنهما (البنوك التجارية و مؤسسات الادخار و الإقراض) مختلفان من ناحية التراخيص القانونية و طبيعة الودائع و القروض الممنوحة، حيث أن مؤسسات الادخار و الإقراض تكون قروضها و ودائعها مؤقتة.³

¹ توماس ماير، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

² محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص: 149.

³ توماس ماير، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص: 152.

الفرع الرابع: إتحاد الائتمان¹

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

و تعد اتحادات الائتمان أصغر أنواع المؤسسات الوداعية، و لكنها الأكثر نموا ففي عام 1994 كانت أصولها أربع مرات و نصف ما كانت عليه عام 1980 في الولايات المتحدة الأمريكية.

المطلب الثاني: المؤسسات غير الوداعية

تعتبر المؤسسات غير الوداعية مؤسسات متعددة يجمع بينها عامل مشترك يتمثل في تقديم الخدمات المالية فيما عدا تلقي الودائع، و عدم توفر هذه الخدمة لدى هذه المؤسسات يعتبر هو الفرق الجوهرى بينها و بين المؤسسات الوداعية. و في هذا المطلب سوف يتم التطرق إلى أهم هذه المؤسسات من خلال هذه العناصر:

- شركات الحماية ضد المخاطر؛

- شركات الاستثمار؛

- شركات التمويل.

الفرع الأول: شركات الحماية ضد المخاطر (شركات التأمين)

شركة التأمين هي مؤسسة مالية تتلقى الأموال من المؤمن لهم، تعمل كوسيط يقبل الأموال التي تتمثل في الأقساط التي يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين². فهي

¹ محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص: 150.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات و المؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 355.

مشروعات وظيفتها تأمين الأفراد ضد خطر معين، و لكنها تلعب دورا غير مباشر كواحدة من أهم مؤسسات الوساطة المالية، حيث تقوم هذه الشركات بتجميع فوائض الوحدات ذات الفائض في صورة أسهم و أقساط تأمين و تقوم بنقلها إلى الوحدات ذات العجز من المشروعات تحت التأسيس أو مشروعات قائمة بالفعل، و نظرا لضخامة و أهمية الدور الذي تمارسه هذه الشركات فإن الدول تتدخل كثيرا في تنظيم طرق ممارسة هذه الشركات لوظيفتها، بل أحيانا تجربها على الاحتفاظ بنسبة من الاحتياطات النقدية. و تنحصر فكرة التأمين في الاحتياط للمستقبل و التسلح ضد خطر الخسائر المادية المحتمل حدوثها، إلا أن الغرض من التأمين لا يقتصر فقط على تخفيض و تدنية تلك الخسائر المحتمل حدوثها للمؤمن لهم و توفير الأمان و الاستقرار لأفراد المجتمع، و إنما من شأن التأمين المساهمة في التنمية الاقتصادية من خلال توفير الموارد المالية و تنمية و تشجيع الوعي الادخاري.¹

غالبا ما تقوم هذه الشركات بتوظيف أموالها من أسهم و سندات و إن كانت بعضها تميل إلى اختصاص جزء من أموالها في موجودات مالية، و تعدد اختصاصات شركات التأمين و من بين الخدمات التي تقدمها نذكر: التأمين على الحياة، التأمين ضد الحرائق و الحوادث المختلفة، التأمين الخاص بالعلاج، التأمين البحري.²

و يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين لهذه الشركات هما:

أولا: شركات التأمين على الحياة

ينهض هذا النوع من الشركة بتقديم خدمات مالية عديدة فهي تباع تأمين محدد المدة أي تأميننا خالصا، و سياسات تأمين أخرى ذات الملامح الادخارية تماما مثل المعاشات أي التي يتم دفعها بشكل مضمون عند بلوغ سن معينة، و هي تدير أيضا صناديق المعاشات، و تقوم أيضا هذه الشركات بتقديم مدفوعات طارئة بحكم كونها تقدم تأمين و معاشات، و فيما يتعلق بملامح الادخار في سياسات التأمين، فإنها حين تستثمر المبالغ الزائدة المؤقتة فإنها تعمل كوكالات للمدخر لأنها شركات مشتركة، و كمروحي

¹ عادل أحمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص: 160.

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

تجزئة للاستثمار لكونها شركات مساهمة أي شركات يمتلكها مساهمون، و نظرا لأن التزاماتها طويلة الأجل فإنها تستثمر في أصول ليست سائلة مثل السندات طويلة الأجل و الأسهم.¹

ثانيا: شركات التأمين ضد الكوارث²

يقدم هذا النوع من الشركات خدمات التأمين ضد الحوادث، الحرائق، السرقة و غيرها من الخسائر، كما يقدم هذه الخدمات لتأمين بعض الحوادث مثل: حوادث السيارات التي تولد مسؤوليات معروفة و متوقعة، بينما البعض الآخر مثل التأمين ضد العواصف، الأعاصير و التي تسفر عن خسائر غير متوقعة.

لكي يستطيع هذا النوع من الشركات تغطية مثل هذه الخسائر فإنها تحوز كميات كبيرة من الأصول المالية و الأصول ذات السيولة الكبيرة من أصول شركات التأمين.

كما لا يمكننا أن نتجاهل ذلك الاختلاف الأساسي بين شركات التأمين و البنوك و التي تعتبر من مكونات السوق المالية، و ذلك لأن: شركات التأمين تحصل على مواردها بصفة عامة في شكل أقساط دورية و يكون الدفع عادة للمؤمن له أو لغيره من المستفيدين دفعة واحدة، و بذلك فإنه على شركات التأمين استخدام ما يتراكم لديها من أقساط مع تقديم التعويضات أي عليها تحقيق أمرين معا، الأول هو أن يحقق هذا الاستخدام عائدا مناسباً لشركات التأمين، أما الثاني فأن يكون هذا الاستخدام آمنا و يمكن تسييله عندما تدعو الحاجة إلى ذلك. أي أن شركات التأمين لا تكون بحاجة إلى الاقتراض بالإضافة إلى مواردها الذاتية لمواجهة استخداماتها كما تفعل البنوك المتخصصة و إنما تبحث عن استخدامات لما يتجمع لديها من موارد في صورة أقساط لحين سداد ما يترتب عليها من التزامات في صورة تعويضات.

الفرع الثاني: شركات الاستثمار

تعرف هذه الشركات على أنها مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين و بصفة خاصة من صغار المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم موارد كافية لتكوين تشكيلات مختلفة من محافظ الأوراق المالية، ثم استثمارها من قبل إدارة مخترفة. و حيث يمكن لكبار المستثمرين و صغارهم

¹ توماس ماير، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص: 63.

² محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، القاهرة، 1992، ص: 28.

المشاركة في صناديق شركات الاستثمار، فهذه الشركات وجدت أساسا لمساعدة صغار المستثمرين الذين ليست لهم المعرفة اللازمة لإدارة محافظهم الاستثمارية، و أيضا من أجل مساعدة كبار المستثمرين الذين لا يتوفر لديهم الوقت الكافي لإدارة محافظهم الاستثمارية.¹

أولاً: تصنيف شركات الاستثمار

يمكن تصنيف شركات الاستثمار إلى نوعين من الشركات كما يلي:

أ- شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:²

يدير هذا النوع من الشركات عددا كبيرا من الصناديق يطلق عليها اسم: الصناديق المشتركة، حيث يتم من خلال هذه الصناديق إعادة شراء الأسهم من ملاكها في أي وقت يريد حامل السهم، و قد جاءت هذه العبارة (النهاية المفتوحة) على أساس أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدد، لأنه يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم العادية و بيعها، و إن كان لا يجوز لها إصدار سندات. بالإضافة إلى ذلك تقدم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة حصص من الأسهم بأي كمية للمستثمرين المرتقبين في أي وقت يشاؤون.

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

ب- شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة:

تشكل هذه الشركات صناديق استثمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يخول لها المشرع الحق في إصدار أسهم تباع للجمهور. و يتكون هذا الصندوق من عدد محدود من الأسهم القابلة للتداول في السوق المالية، فهذا النوع من الصناديق بمجرد إقفاله، لا يمكن شراء و بيع أسهمه إلا من خلال السوق، و يتم التداول هنا على أساس أسعار السوق و عمليات المضاربة فيه.³

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات و المؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 387.

² منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية و صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص: 103.

³ نادية أبو فخر، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

و لقد سميت بهذا الاسم (النهاية المغلقة) لأن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير باستثناء حالتين نادرتي الحدوث هما:¹

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

ثانيا: صناديق الاستثمار و أنواعها

حتى تقوم شركات الاستثمار بوظيفة الوساطة المالية، تستعمل أداة هامة تعرف بصناديق الاستثمار و التي من شأنها زيادة القيمة الرأسمالية لحصص الصندوق من خلال استخدام طرق مختلفة تختلف باختلاف طبيعة الصندوق، و قبل أن نتعرض لأنواع هذه الصناديق لا بد من تعريف صندوق الاستثمار أولا.

أ- تعريف صناديق الاستثمار:

يمكن تعريف صندوق الاستثمار بأنه سلة تحتوي على مجموعة مختلفة من الأسهم و السندات، تم شراؤها من قبل مجموعة من المستثمرين، و يتم إدارتها من قبل أشخاص متخصصين في مجال إدارة و تنظيم محافظ الاستثمارات، و قد يقوم بتكوينها شركات متخصصة أو بنوك تجارية أيضا، و تتولى إدارتها بنفسها.²

ب- أنواع صناديق الاستثمار:

يمكن التمييز بين صناديق الاستثمار كما يلي:³

- صناديق الأسهم العادية:

تشتمل هذه الصناديق على الأسهم العادية فقط، و على الرغم من ذلك فإن هذه الصناديق تختلف فيما بينها بسبب اختلاف خصائصها و نجد منها:

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

¹ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية و صناديق الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

² نادية أبو فخر، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص: 40.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات و المؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 418-420.

- الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات التي تتمتع بدرجة عالية من النمو.
- الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات في منطقة جغرافية معينة.
- الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات ذات النسبة المنخفضة من التوزيعات و التي تعيد استثمار الجزء الأكبر من دخلها.

- الصناديق المتوازنة:

تشتمل هذه 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، و كذلك ضمان تحقيق دخل محدد و تختلف نسبة الأسهم العادية في الصندوق باختلاف أهدافه، فإذا كان الهدف هو تحقيق نسبة مرتفعة من الدخل مع تحمل مخاطر مقبولة، فإنه من المتوقع أن ترتفع نسبة الأسهم العادية إزاء النسب الخاصة بالأوراق المالية الأخرى، بينما إذا كان الهدف الأساسي هو تدنية المخاطر، فسوف تزيد نسبة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات.

- الصناديق المتخصصة:

تتعدد و تتنوع الصناديق المتخصصة، و واحد من أهم هذه الصناديق المتخصصة هو صندوق السندات و الذي تطور و نما 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.

- صناديق الاستثمار ثنائية الهدف:

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

ثالثا: مزايا صناديق الاستثمار

إن أهم ما تتميز به صناديق الاستثمار هو أنها تلي احتياجات فئتين من المستثمرين، الأولى تتمثل في المستثمرين الذين يصعب عليهم بمفردهم إدارة أموالهم و القيام باستثمار متنوع مبني على تحليل

اتجاهات السوق و التنبؤ بالأسعار المستقبلية لتحقيق أقصى ربح. و لذلك تتجه هذه الفئة من المستثمرين إلى شراء وحدات في صناديق الاستثمار. أما بالنسبة للفئة الثانية فهي تتمثل في أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من الأموال لتكوين محافظ استثمارية متنوعة، لذلك يتم تجميع مدخراتهم في صناديق الاستثمار و توجيهها نحو استثمارات مناسبة تسير إلى حد كبير حركة السوق صعودا و هبوطا لتحقيق أهداف المستثمرين في الحصول على الربح.¹

فضلا عن ذلك فإن صناديق الاستثمار تتمتع أيضا بمجموعة من المزايا المختلفة أهمها:²

أ- الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة:

إن تولي إدارة محترفة لأعمال شركات الاستثمار من شأنه أن يسفر عن تحقيق معدل عائد مرتفع عما كان يمكن أن يحققه المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه، فشركة الاستثمار عادة ما تستخدم مستشارين استثماريين محترفين و باحثين متميزين، مما يمكن من إدارة استثمارها بمستوى عالي الكفاءة. يضاف إلى ذلك أن المركز التفاوضي للشركة بشأن عمولة السمسرة عادة ما يكون قويا.

ب- التنوع الكفاء:

في مقدمة مزايا شركات الاستثمار هي قدرتها على تنوع التشكيلة التي يتكون منها صندوق الاستثمار بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها، فصندوق الاستثمار ربما يتضمن أوراقا مالية لعشرات بل لمئات المنشآت.

ج- المرونة و الملائمة:

يحق للمستثمر في شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أن يحول استثماراته من صندوق لآخر، و ذلك مقابل رسوم ضئيلة، هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة لأولئك المستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن، بل أن تلك الشركات تقف مستعدة على الدوام لاسترداد أسهمها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كليا أو جزئيا ، ويتم ذلك بسعر عادل يتمثل في قيمة الأصل المصاحبة للسهم، بل و يمكن للمستثمر أن يتفق على تصفية استثماراته دفعة واحدة أو على

¹ زينب حسن عوض الله، اقتصاديات النقود و المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1994، ص: 20.

² منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية و صناديق الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص: 131-133.

دفعات شهرية أو ربع سنوية أو سنوية، كما يمكنه أن يبقى رأس ماله و يسحب فقط الدخل المتولد عنه، كما أن له أن يعيد استثمار ذلك الدخل إذا شاء.

د- تنشيط حركة رؤوس الأموال:

في الدول النامية، تبدو الحاجة ملحة لأدوات استثمارية تسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق و هنا تبدو أهمية الدور المتميز الذي يمكن أن تلعبه شركات الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك الأسواق، فخاصية التنوع و ما يترتب عنها من تخفيض المخاطر من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة و المعرفة، و كذا المستثمرين محدودي الموارد لأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الاستثمار التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال.

الفرع الثالث: شركات التمويل

على خلاف شركات الاستثمار التي يتمثل حق المستثمر في تشكيلة صندوق من صناديقها و يحصل مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك، فإن شركات التمويل تعتبر شركات ترويج مالي، تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم و سندات، إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض من البنوك التجارية، أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم القروض القصيرة و متوسطة الأجل للأفراد و منشآت الأعمال.¹

كما تؤجر بعض الأجهزة للمشروعات و توفر لهم النقود التي تكلفها، و يسمى بعض هذه الشركات بشركات التمويل المحدودة و المملوكة بواسطة صانعي السلع المعمرة مثل شركة جنرال موتورز، و لقد نمت هذه الشركات على نحو سريع و في الوقت الحالي فإن الحجم الكلي لقروض أعمالها القائمة يساوي ثلثي قروض الأعمال التي تقدمها المصارف.²

¹ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص: 323.

² توماس ماير، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

المطلب الثالث: الإتجاهات الحديثة لمؤسسات الوساطة المالية

هناك إتجاهات معاصرة تعكس لنا تداخل كبير بين هذين النوعين من مؤسسات الوساطة المالية السابقة ذكرها، و نشوء مؤسسات مالية شاملة للنشاط، و هذا بالرغم من طبيعة الوظيفة الأساسية التي تفرق بينهما و هي قبول الودائع من عدمه، و سوف نتطرق في هذا المطلب إلى أهم الملامح البارزة لهذا الإتجاه المعاصر و ذلك عن طريق العناصر التالية:

- نزعة متنامية باتجاه الاندماج؛
- الشركات القابضة للمصارف؛
- تعدد أنشطة الوساطة المالية للمصارف.

الفرع الأول: نزعة متنامية باتجاه الاندماج

يمكن القول أن ظاهرة الاندماج تجلت بشكل كبير و واضح في المصارف، و هو يعتبر أحد نواتج العولمة، و من ثم فإن الاندماج المصرفي هو أحد المتغيرات المصرفية العالمية الجديدة الذي تزايد تأثيره بقوة و بشكل خاص خلال النصف الثاني من تسعينات القرن الماضي مع تزايد الإتجاه نحو عولمة البنوك كجزء من نظرية العولمة الاقتصادية.¹ و يلاحظ أن الاندماج المصرفي يتزايد بشكل كبير نتيجة لمتغيرين آخرين أساسيين من متغيرات العولمة اللذان أثرا و لا زالا يؤثران بشكل كبير و واضح على عمليات الاندماج و هما:²

- إتفاقية تحرير الخدمات المصرفية التي تأتي ضمن إتفاقية تحرير التجارة في الخدمات التي تتولى تطبيقها منظمة التجارة العالمية حيث أن هذا التحرير زاد من حدة المنافسة في الأسواق العالمية، و بالتالي أخذ يشكل لنا ما يسمى بالكيانات المصرفية العملاقة* التي تكون قادرة على المنافسة في السوق العالمية.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

² عبد الحميد عبد المطلب، العولمة و اقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002-2003، ص: 151.

* تعرف أيضا بالبنوك الشاملة و هي التي تسعى دائما وراء تنوع مصادر التمويل و تعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات من كافة الخدمات المتنوعة و المتعددة بحيث نجدها تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية التقليدية و وظائف البنوك المتخصصة و بنوك الاستثمار و الأعمال.

- معيار كفاية رأس المال بما لا يقل عن 8% من قيمة الالتزامات المصرفية ضمن اتفاقية بازل 1 و 2، و هو ما دفع الكثير من البنوك الصغيرة إلى الاندماج المصرفي مع بعضها البعض لزيادة قدرتها على التواجد و الاستثمار في السوق المصرفية العالمية.

و لعل من المؤشرات الدالة بقوة على ذلك، تلك البيانات التي تشير إلى أن قيمة عمليات الاندماج المصرفي في العالم بلغ حوالي 2.6 تريليون دولار عام 1998 بزيادة وصلت إلى 54% عن العام السابق، منها حوالي 1.62 تريليون دولار في الولايات المتحدة الأمريكية وحدها، و تمثل 1400 صفقة اندماج، و خلال الخمسة و العشرين سنة الماضية انخفض في الولايات المتحدة الأمريكية عدد المصارف التجارية من 14000 إلى 9000 مصرف تجاري بحلول عام 2002.¹

و من ناحية أخرى يلاحظ أن عمليات الاندماج المصرفي لم تقتصر على البنوك و المؤسسات المصرفية المحلية على نطاق الدولة الواحدة فقط، بل شملت في أحيان كثيرة على حالات اندماج مصرفي بين بنك و مؤسسات مصرفية من دول مختلفة، أي تعدت المستوى المحلي إلى المستوى العالمي و كان أهمها ما أعلن عنه في عام 1998 عن اندماج بنكي، دويتش بنك الألماني و بانكرز تراست الأمريكي، و قد بلغت قيمة الصفقة 9.2 مليار دولار.²

الفرع الثاني: الشركات القابضة للمصارف

باتجاه مواز لنزعة الاندماج بين المصارف فإن تنامي ظهور الشركات القابضة (المالكة) للمصرف، يمثل اتجاهها معاصرا في تغيير بنية مؤسسات الوساطة المالية، و تمثل الشركة القابضة للبنك تنظيما إداريا يتم بموجبه الامتلاك أو الهيمنة على رأس مال مصرف أو أكثر و كذلك يمكن للشركة السيطرة على أسهم (رأس المال) مشروعات وساطة مالية غير مصرفية أيضا، و هو نموذج نحو مؤسسة الوساطة المالية شمولية النشاط. تمارس هذه المؤسسات الوسيطة دورا واسعا في أسواق المال العالمية نتيجة إمكانياتها المالية و قدرتها على مواجهة المخاطر المتوقعة و تنوع محفظتها الاستثمارية، و قد ساعد ظهور

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

² عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص: 152.

و تنامي هذه الشركات القابضة للمصارف على الإسراع في الدخول نحو نشاط الوساطة المالية غير المصرفية (تأمين، تمويل منشآت الأعمال، الرهون، منشآت الاستشارة المالية).¹

ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً وجد أنه حتى عام 1960 كان هناك 47 شركة قابضة للمصرف تدير 8% من إجمالي الأصول المصرفية، ازدادت لتصبح في بداية عقد التسعينات أكثر من 6000 شركة تدير أكثر من 9% من الأصول المالية المصرفية. و على سبيل المثال يوجد في مدينة نيويورك وحدها أربعة بنوك من البنوك الضخمة من البنوك الثمانية تابعة لشركات استثمار و هذه البنوك هي: مانيفاكشر هانوفر، مورجان جورانزي، نانكرز و وارننج.²

الفرع الثالث: تعدد أنشطة الوساطة المالية للمصارف³

عرفت المصارف التجارية تقليدياً بأنها تمارس نشاط قبول الودائع المختلفة و تقديم التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل و تعاملها بأدوات إئتمانية عالية السيولة، متدنية المخاطر.

و لكن تزايد خلال السنوات الأخيرة اتجاه نشاط المصارف نحو الاستثمار طويل الأمد، و التداخل مع دور مصارف الاستثمار و التعامل بالأوراق المالية و أدوات الاستثمار طويلة الأجل.

فمثلاً المصرف الألماني **Deutsch Bank** و المصرف الإنجليزي **Barclays Bank** يمارسان نشاط الوساطة المالية بشكل أوسع من مجرد قبول الودائع أو تقديم التسهيلات الائتمانية، يتمثل بقيامها كمتعهد لتسويق أسهم الشركات **Underwriting** و تقديم الاستثمارات، التأمين و الرهن العقاري.

و في عام 1999 و استناداً إلى تشريع رسمي فإن المصارف الرئيسية في الولايات المتحدة مثلاً، بدأت تنحو باتجاه ممارسة أنشطة وساطة مالية متعددة تتجاوز النشاط المصرفي التجاري التقليدي، و لقد ظهرت معها الشركات المالية القابضة كتنظيم مهم في بنية المؤسسات المالية، حيث نجد حالياً أن 19 مصرف من بين عشرين مصرف الأكبر في الولايات المتحدة الأمريكية أخذت شكل الشركات المالية القابضة.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

² سعيد سيف النصر، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

³ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 54-55.

المبحث الثالث: الوسطاء الماليون في عمليات البورصة

لكي يقوم المستثمرون بادخار أموالهم عن طريق البورصة، يجب أولاً اختيار الوسيط المالي المناسب، والذي يخول له القانون الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية المختلفة، والذي يستطيع تلقي و تنفيذ الأوامر إما بالبيع أو الشراء، بحيث يستطيع التحكم في هذه الاستثمارات. و سوف يتم في هذا المبحث التعرف أكثر على الوسطاء الماليون في عمليات البورصة و ذلك عن طريق إلقاء الضوء على المطالب التالية:

- وسيط عمليات البورصة، وظائفه و شروط ممارسة دوره؛
- تنظيم و إدارة مؤسسات الوساطة المالية في البورصة؛
- قواعد و أدبيات مهنة وسيط عمليات البورصة.

المطلب الأول: وسيط عمليات البورصة، وظائفه و شروط ممارسة دوره

نظراً لتعدد و تعقد العمليات المبرمة في البورصة، كان من الضروري تعيين فئة متخصصة من شأنها تسهيل و إتمام العمليات و ضمان استيفائها لجميع الشروط، و تعرف هذه الفئة بالوساطة في عمليات البورصة. و من أجل التعرف عليها جاء هذا المطلب ليتطرق إلى العناصر التالية:

- تعريف وسيط عمليات البورصة و مختلف فئاته؛
- وظائف وسيط عمليات البورصة؛
- شروط ممارسة دور وسيط عمليات البورصة.

الفرع الأول: تعريف وسيط عمليات البورصة و مختلف فئاته

أولاً: تعريف وسيط عمليات البورصة

يعرف وسيط عمليات البورصة على أنه: " كل شخص طبيعي أو معنوي له دراية و خبرة في شؤون البورصة، و عليه أن يباشر نشاطه من بيع و شراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة."¹

و يعرف أيضا على أنه ذلك الشخص الطبيعي أو المعنوي المتخصص في بيع و شراء الأوراق المالية، و يجب أن يكون حاصلًا على ترخيص من لجنة عمليات البورصة تؤهله للقيام بهذه المهمة حيث تشترط لتسجيل الوسيط توفر المعايير التأهيلية المتعلقة بكفاءته و نزاهته و صحته المالية و ذلك حماية للمتعاملين في البورصة.²

و يمكن تعريفه من الناحية القانونية بأنه: " أي شخص طبيعي أو معنوي يتوسط بين بائع و مشتري للأوراق المالية لإتمام صفقة بينهما، وحده له الحق في القيام بعملية الوساطة في تداول القيم المنقولة شرط الحصول على ترخيص لذلك."³

يتضح لنا من خلال ما سبق أن الوسيط قد يكون شخصا طبيعيا (فرد) أو شخصا معنويا (مؤسسة)، حيث لا تتم طبيعة الوسيط بقدر ما يهتم النشاط الذي يزاوله، إذ أنه يتوسط بين البائعين و المشترين للأوراق المالية في البورصة، و كي يمارس هذا النشاط يجب أن يكون على دراية و خبرة في هذا المجال و أن يكون له ترخيص بذلك.

ثانياً: الفئات المختلفة للوسطاء في عمليات البورصة

من خلال التعاريف السابقة لوسيط عمليات البورصة تندرج الفئات التالية:

أ- سمسرة الأوراق المالية:⁴

يجب التفرقة بين السمسار الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه، و بين بيوت السمسرة التي تقدم الخدمة الكاملة في هذا المجال. فالأول يسمى بالسمسار الوكيل و قد يطلق عليه اسم سمسار

¹ مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد و البنوك و بورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، القاهرة، 1993، ص: 46.

² Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, Traduit par Amel Leila Serbis, Op.Cit, 2010, p: 257.

³ أحمد بن مداني، الوساطة في المعاملات المالية (السمسرة)، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق و العلوم الإدارية، جامعة الجزائر، 2002، ص: 19.

⁴ نادية أبو فخر، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص: 179-180.

الخصم و هي عبارة عن شركات السمسرة التي قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء و التي تتمثل في عمليات البيع و الشراء و بصفة خاصة تلك الأعمال المرتبطة بالجوانب الإجرائية، و مقابل ذلك فإنه يحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات. و في نفس الوقت هناك سمسار وكيل و الذي يقوم بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدءا من الإجراءات الخاصة بالشراء و البيع و حتى تقديم النصح و المشورة لاتخاذ القرار المناسب.

و هناك ما يسمى بسمسار الصالة، و هو يعمل داخل المقصورة في البورصة و وظيفته هي تنفيذ تلك الأوامر التي ترد إليه من السمسار الوكيل، و قد يكون سمسار الصالة تابع إلى السمسار الوكيل أو سمسار كل الخدمات، و قد يكون منفصل عن السمسار الوكيل و في هذه الحالة قد يحصل على عمولة مقابل عملية التنفيذ.

ب- صانع السوق (الوسيط التاجر):

يلعب صانع السوق دورا هاما في الأسواق المالية، و ذلك لإنعاش الأسواق و حماية التداول و المحافظة على الأسعار في البورصة دون تدخل هيئة أسواق المال، و يعمل صانع السوق كسمسار أيضا. و يعتبر صناع السوق من ذوي الاختصاص في أسهم بعض الشركات فقط.¹ و يمكن توضيح الأنشطة الرئيسية لهذه الفئة كما يلي:²

- أنه يعمل كسمسار من حيث تنفيذ أوامر الشراء و البيع، و في مقابل إتمام هذه العملية فإنه يحصل على عمولة تنفيذ الأوامر و هو في ذلك مثل سمسار الصالة أو السمسار الوكيل.
- يعمل صانع السوق كتاجر من أجل المحافظة على سيولة السوق و تعاملاته و ذلك عندما يكون تدفق السوق غير كافي حيث يقوم بالبيع أو الشراء حسب ظروف السوق، و غايته في ذلك المحافظة على استمرارية السوق و كذلك على أن تكون التغيرات السعرية في حدود معينة حتى لا تتضخم المكاسب و الخسائر.

¹ هداد غنية، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2001-2002، ص: 33.

² نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص: 181.

ج- المتخصصون:¹

المتخصص ما هو إلا سمسار اختار وقف نشاطه على مجموعة محدودة من الأسهم يتم تداولها في مركز واحد، و هو بهذا لا يفارق ذلك المركز، يقوم بتلقي طلبات السماسرة الآخرين لينفذها نيابة عنهم، و لا يحق لأي وسيط أن يمارس أعمال المتخصص إلا بموافقة لجنة السوق المالي، كما يشبه التجار كونه يستطيع أن يتاجر لحسابه الخاص، بيعاً و شراءً، بهدف تحقيق الربح.

و يعمل المتخصصون بطريقة تحقيق الأداء المنتظم و المستمر للبورصة، ففي حالة زيادة المعروض عن المطلوب من ورقة مالية معينة يعتمد المتخصص إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لجذب مشتريين جدد، كما يبدي في ذات الوقت استعدادة لشراء ما يرفض منها ليضيفه إلى المخزون، و ذلك في محاولة أخرى لتحقيق التوازن، و من ناحية أخرى عندما يزيد المطلوب عن المعروض يلجأ المتخصص إلى استخدام ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد، أو يرفع من الأسعار (زيادة الهامش) و هو في ذلك ملزم بأن تكون التغيرات السعرية طفيفة مما يحقق هدف ضبط إيقاع حركة السوق و ليس بهدف تحقيق أرباح طائلة، و هكذا يمكن القول بأن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين، و نظراً لخطورة الدور الذي يلعبونه في هذا الشأن فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد.

الفرع الثاني: وظائف وسيط عمليات البورصة

يتعامل وسطاء البورصة مع مجموعة متنوعة من المستثمرين، و لهذا جاءت وظائفهم داخل البورصة متنوعة تنوع الأصناف التي يتعاملون معها، و يمكن حصر هذه الوظائف فيما يلي:

أولاً: التفاوض على الأوراق المالية

و يتعلق ذلك بتنفيذ أوامر الشراء أو البيع مقابل عمولة يحصل عليها الوسيط*، بحيث يحقق أحسن سعر ممكن في الإطار الممكن للتفاوض (حيث أن الأوامر مرتبطة بمدة معينة)، و تتطلب المفاوضة في الأوراق المالية معرفة دقيقة لأحوال السوق المالية و معلومات وافية عن الورقة المالية محل

¹ حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدائها المشتقة)، مرجع سبق ذكره، ص: 33-34.

* تكون العمولة محددة من طرف لجنة تنظيم البورصة.

التفاوض و خبرة كبيرة عن تحركات الأسعار في السوق، بحيث يمكن مثلا أن يجزئ الأمر، أو أن ينتظر حتى اللحظة المناسبة التي يتحقق فيها أحسن سعر بيع/شراء للعميل.¹

ثانيا: تقديم النصح و المشورة

يمكن أن يقدم الوسيط النصح و المشورة للعملاء بشأن قرارات الاستثمار و ما قد تنطوي عليه عمليات البيع و الشراء للقيم المنقولة، و تبقى حدود النصح و المشورة المقدمة للعميل تتوقف على الشروط المتفق عليها بين الوسيط و العميل، فيمكن أن يلتزم السمسار بالقيام بدور المستشار فقط دون أن يكون له الحق في اتخاذ القرار، و يمكن أن تتعدى إلى الإشراف على قيمه المنقولة.

ثالثا: حفظ و حماية الأوراق المالية

قد لا يرغب العميل في أن يأخذ الأوراق و يأتي بها في كل مرة يرغب في إجراء صفقة ما في البورصة و خاصة ما إذا كانت قيمتها كبيرة جدا، أي ستكون في خطر من السرقة أو الضياع، لذا يقوم و سطاء البورصة بالاحتفاظ بالأوراق المالية للعميل و ذلك في أماكن مخصصة لذلك، حيث يوفر هؤلاء الوسيط خزائن لحفظ الأوراق المالية للعميل، كما أنهم قد يضعون تأميناً لها ضد حوادث السرقة أو الضياع أو الحوادث (كالاحتراق مثلا)، و بالتالي يوفرون على العميل الكثير من الجهد في المراقبة و المحافظة على أوراقه المالية.²

رابعا: تسيير الحافظة لصالح العميل و إدارتها³

قد يلتمس العميل في نفسه العجز عن تشكيل محفظة أوراق مالية و تسييرها، و بالتالي يلجأ إلى الوسيط المالي لينوب عنه في هذه المهمة و يمضي له توكيلا بذلك، و يضع بمساعدته إستراتيجية استثمارية، هذه الإستراتيجية تلي أهدافه الاستثمارية مع الأخذ بعين الاعتبار حالته المادية. و يمكن أن تنص الاتفاقية بين العميل و الوسيط بأن يقوم هذا الأخير بإدارة محفظة العميل، فيقوم بتوفير المعلومات عن القيم المنقولة و الشركات المصدرة لها و تحليلها و كذلك معلومات حول طريقة تسيير المحفظة و الأرباح المحققة و غيرها من المعلومات المفيدة في تسيير المحافظ على أحسن وجه. و قد يصل الأمر إلى

¹ Daniel Szpiro, Introduction a la finance de marché, Economica, Paris, 1998, p: 38.

² هداغ غنية، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

³ فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان، 2006، ص: 100.

قيام الوسيط بإدارة محفظة العميل باتخاذ قرارات استثمارية نيابة عنه و يحدث هذا بالنسبة للمستثمرين من ذوي الخبرة في الشؤون المالية.

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

خامساً: توظيف الأموال

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

سادساً: تخفيض التكاليف

يعمل وسيط عمليات البورصة على تقليل تكاليف التعامل استناداً إلى المعلومات و الخبرة و الكفاءة و القدرات المتخصصة التي تتاح لديه و بما تحقق استفادة المتعاملين منها.¹

الفرع الثالث: شروط ممارسة دور وسيط عمليات البورصة

من البديهي أن لا يمارس مهنة هذه الوساطة إلا جهات معينة تتوفر لديهم القدرات و المهارات اللازمة لمزاولة هذا النشاط. و لهذا فإن معظم البورصات تضع شروطاً صارمة لكل من يرغب في ممارسة هذا النشاط، هذه الشروط يجب أن تتوفر في الشخص المعنوي (مؤسسة الوساطة) و الشخص الطبيعي، و سوف يتم التطرق إليها في ما يلي:

¹ أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص: 187.

أولاً: الشروط الواجب توفرها في الشخص المعنوي

تتعلق هذه الشروط بإنشاء المؤسسات التي تعمل في مجال الوساطة المالية، و في ما يلي أهم الشروط الواجب توفرها فيها:¹

- الحصول على الاعتماد من اللجنة المخولة للعمل داخل البورصة؛
- توفر حد أدنى من رأس المال؛
- اكتساب محل خاص لمزاولة المهنة؛
- توفر الوسائل المادية اللازمة لضمان الاتصال الحسن؛
- توفر الموارد البشرية ذات الخبرة و الكفاءة اللازمة؛
- القدرة على توفير المعلومات و البيانات اللازمة للعملاء و المحافظة على مصالحهم.

ثانياً: الشروط الواجب توفرها في الشخص الطبيعي²

- يجب أن يبلغ الوسيط سناً معيناً؛
 - الأهلية العلمية و ذلك بكونه متحصلاً على مؤهل جامعي أو ما شابه ذلك؛
 - أغلب التشريعات تشترط الجنسية و الأهلية القانونية؛
 - إثبات حسن السيرة و النزاهة التجارية و أن لا يكون قد حكم عليه في قضايا تمس الشرف؛
 - أن لا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة، فلا يكون عضواً في مجلس إدارة إحدى الشركات و لا مستشاراً أو خبيراً بها أو بأحد المصارف؛
 - التحلي بالأمانة، الصدق و المهارة في التعامل و تنفيذ أوامر العملاء؛
 - اجتياز دورة متخصصة معدة للتأهيل للوظيفة.
- و في الاختبارات الخاصة بالوظيفة يراعى أن يكون الوسيط ملماً بالمحاور الأساسية التالية:
- التحليل الاقتصادي الكلي و التحليل الاقتصادي الجزئي، المحاسبة المالية و إعداد القوائم المالية، التحليل المالي و الأساسي و الفني و الكمي للأوراق المالية، القوانين المتعلقة بسوق المال، قواعد السلوك المهني، لوائح العمل الداخلية بالبورصة.

¹ زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات و المؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 326-327.

المطلب الثاني: إدارة و تنظيم مؤسسات الوساطة المالية في البورصة

إن التطور الكبير الذي عرفته البورصة، و تعدد و تعقد العمليات المبرمة بها، أدى إلى تزايد عدد و حجم مؤسسات الوساطة. و لكي تقوم هذه المؤسسات بدورها على أكمل وجه استلزم عليها توفير تنظيم محكم و إدارة ذات درجة عالية من الكفاءة. و في هذا المطلب سوف نقوم بإلقاء الضوء على العناصر التالية:

- هيكل مؤسسات الوساطة؛

- إدارة مؤسسات الوساطة المالية في البورصة؛

- تنظيم مؤسسات الوساطة المالية في البورصة.

الفرع الأول: هيكل مؤسسات الوساطة

تختلف هياكل مؤسسات الوساطة حسب حجم هذه الأخيرة، عدد عمالها، عدد الوكالات التابعة لها، نوعية الخدمات التي تقدمها و درجة تخصصها. حيث تتبنى كل مؤسسة هيكلًا يتلاءم مع النشاطات التي تمارسها و حجم العمليات التي تبرمها. و بالرغم من هذا الاختلاف إلا أن معظم الهياكل تتضمن نفس التقسيمات الرئيسية، التي يجب أن تتميز بالمرونة و القدرة على التكيف مع تغيرات السوق و المحيط الخارجي عامة.¹

و فيما يلي سوف نتعرض إلى تقديم نموذج لهيكل مؤسسات الوساطة ذات الحجم الكبير:

¹ زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

الشكل رقم 2-4: نموذج لهيكله مؤسسات الوساطة ذات الحجم الكبير



المصدر: زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص: 98.

الفرع الثاني: إدارة مؤسسات الوساطة المالية في البورصة

إن المهام المختلفة التي تقوم بها مؤسسات الوساطة المالية من توظيف للقيم و جمع للمعلومات و دراسة للسوق المالية و الأدوات المالية المتداولة بها، يحتم عليها تقسيم المهام على مجموعة من الأقسام (انظر الشكل السابق رقم 2-4). و تتكون عادة من:¹

أولاً: مجلس الإدارة

و يتكون بدوره من رئيس مجلس الإدارة، المدير العام، رؤساء مختلف الدوائر الموجودة على مستوى المؤسسة، و يعتبر نجاح أي مؤسسة وساطة يرجع بنسبة كبيرة إلى نجاعة القرارات التي تصدر عن هذا المجلس، و قدرته على تخطي العقبات التي تواجه المؤسسة في محيط يتسم بسرعة التغيرات فيه.

ثانياً: قسم المبيعات

تعتبر من الإدارات المهمة، حيث يحدد نوعية القيم التي ستعرض للبيع و أسعارها و تساهم في التعاملات اليومية في المفاوضة على القيم المالية المختلفة على مستوى البورصة.

ثالثاً: قسم المشتريات

مثل قسم المبيعات، يهتم قسم المشتريات بنوعية القيم المرغوب في شرائها و أسعارها و تساهم أيضاً في التعاملات اليومية في المفاوضة على القيم المالية المختلفة على مستوى البورصة.

رابعاً: قسم المفاوضة

ذو ارتباط مباشر بالقسمين السابقين، حيث يتلقى معلوماته مباشرة منهما و تحدد له نوعية القيم المالية و أسعارها، و يكون عمله على مستوى صالة البورصة.

خامساً: قسم الدراسات المالية و الأبحاث

يعتبر هذا القسم من أهم الأقسام نظراً لأهمية القرارات التي تتخذ بناءً عليه، و بالتالي يجب أن تكون الدراسات المالية و الأبحاث التي يقوم بها من الدقة و السرعة بـمكان، و هو ما يضمن اتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب.

¹ نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص: 159-160.

الفرع الثالث: تنظيم مؤسسات الوساطة المالية في البورصة

إن مهمة الوساطة المالية في البورصة تمثيل المستثمرين في البورصة، فهذا يتطلب التعامل مع المستثمرين من جهة و مع مؤسسات المقاصة و التسوية على مستوى البورصة من جهة أخرى و هذا ما يحتم عليها عادة أن تكون مكونة من جزئين و ذلك في أبسط أشكالها. و يمكن عرض ذلك كما يلي:¹

أولاً: المكتب الأمامي

يجمع كل الهياكل لدى الوسيط التي تقوم بإيصال أوامر الزبون إلى البورصة و تنفيذها.

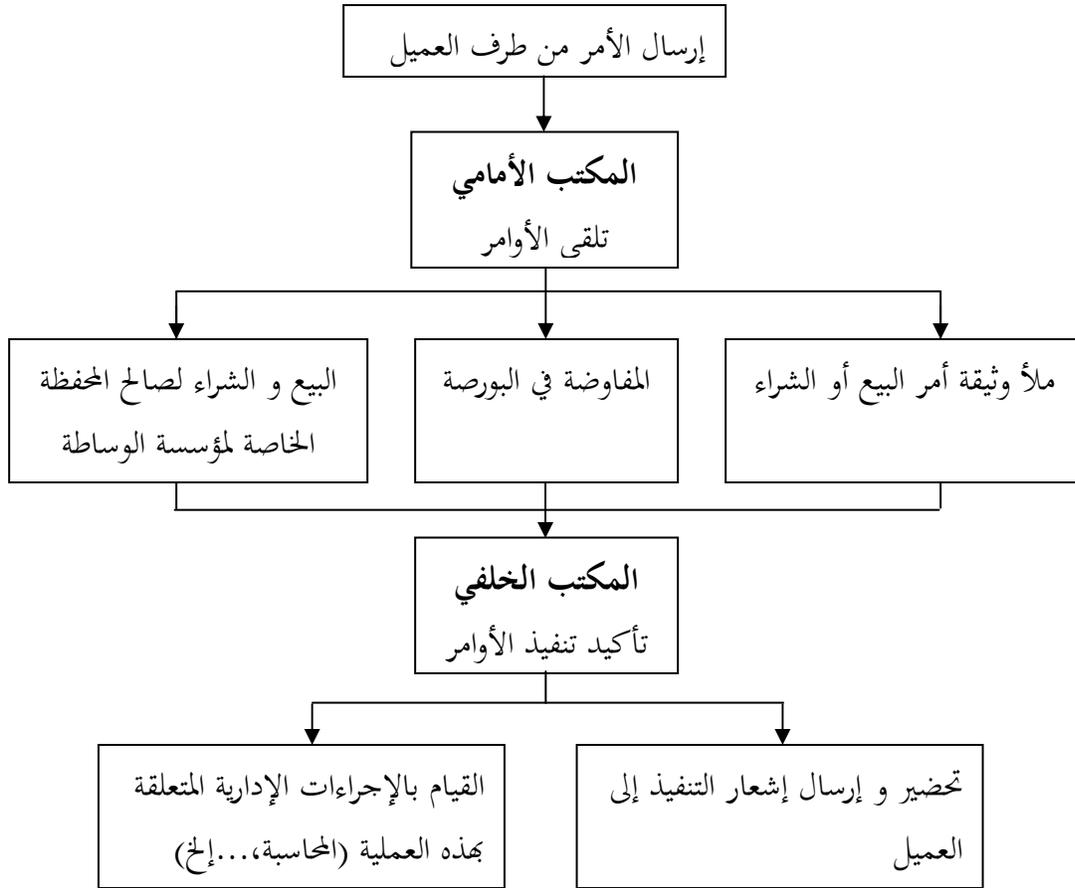
ثانياً: المكتب الخلفي

هو الهيكل المكلف بإتمام الصفقات المبرمة مع العملاء (إرسال إشعار التنفيذ، التسجيل المحاسبي، العلاقات مع هيئة التسديد و المقاصة للقيم و كل عمليات التسديد الأخرى التي تتم على مستوى مؤسسة الوساطة).

و الشكل التالي ييسر تنظيم هذه المؤسسات في البورصة كما يلي:

¹ محمد سويلم، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

الشكل رقم 2-5: التنظيم المبسط لمؤسسات الوساطة في البورصة



المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى: نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 165-166.

المطلب الثالث: قواعد وأدبيات مهنة وسيط عمليات البورصة

تقوم الجمعيات المهنية للوسطاء بإصدار موثيق لسلوكيات المهنة، تنص فيها بعض القواعد الواجب مراعاتها من قبل الوسيط للحفاظ على شرف المهنة، و قد نصت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة على أن الوسطاء في عمليات البورصة و كذا الأعوان المؤهلين ملزومين بالحفاظ على شرف المهنة

من خلال أعمالهم و سلوكهم، كما يجب أن يعملوا على تنفيذ أوامر زبائنهم في أحسن الآجال و بكل أمانة، و ذلك بتوفير نفس المعاملة لكل الزبائن، و بضمان تفضيل مصالح هؤلاء على مصالحهم الشخصية. و من خلال هذا المطلب سوف يتم التطرق إلى أهم هذه القواعد و الأخلاقيات و يتم ذلك مروراً بالعناصر التالية:

- الإخلاص الصارم؛
- سرية المعلومات الخاصة بالعميل؛
- جلب احترام و ثقة الجمهور المتعاملين.

الفرع الأول: الإخلاص الصارم

يجب على الوسيط أن يظهر إخلاصاً كاملاً في جميع تعاملاته في العمليات البورصية، و خاصة مع العملاء، حيث يتضح هذا الإخلاص في النقاط التالية:

أولاً: المعرفة الجيدة للعميل

و هي قاعدة أساسية يتم الارتكاز عليها عند قبول تنفيذ الأوامر أو تقديم النصائح و الإرشادات لأي عميل، فمن أجل القيام بهاتين الوظيفتين على أكمل وجه، على الوسيط أن يبذل كل مجهوداته و بطريقة عملية للإطلاع على الحالة المالية و الشخصية و كذا الغاية من التوظيف لكل عميل من عملائه. إن الإطلاع فقط على العوامل السالفة الذكر لا يكفي، بل لا بد من دراستها و فهمها و محاولة توجيهه أو تنبيهه هذا الأخير إذا ما اختلف محتوى الأمر عن المعلومات المقدمة عند فتح الحساب.

ثانياً: التحليل المعمق

لا بد أن تقوم كل التوجيهات و التوصيات المقدمة للعميل على أساس دراسة و أساس تحليل معمق لكل المعلومات المتحصل عليها من العميل من جهة، و لكل المعلومات المتعلقة بأي عملية ينوي إنجازها لصالحه من جهة أخرى.¹

¹ زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص: 91.

ثالثا: الأوامر غير الملتزمة¹

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

رابعا: 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، و كذا صحة و دقة و كمالية هذه المعلومات و التي تخص عادة كل ما يمس حافضة الأوراق المالية.

فبالإضافة إلى مختلف الوثائق التي يتم إرسالها إلى العميل و التي تؤكد تنفيذ العمليات و تبين ما له و ما عليه (إشعار التنفيذ، كشوفات الحساب الشهرية أو الثلاثية)، يعتني الوسيط بإحاطة العميل بكل المعلومات و المميزات الخاصة بكل قيمة من القيم المشكلة لمحفظته أو التي تكون جزءا منها في المستقبل القريب.

خامسا: أصول العميل ملك له

رغم وضع الأصول المالية للعميل لدى مؤسسة الوساطة، إلا أنها تبقى دائما ملكا خاصا به، و لا يمكن التصرف فيها إلا وفقا أو لإرادة هذا الأخير. و تنطبق هذه القاعدة أيضا على كل عمليات القرض أو الاقتراض التي يمكن إتمامها بين الوسيط و عميله، فمع أن القوانين لا تمنع عقد مثل هذه

¹ محمد سويلم، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

العمليات، إلا أنه يجب على الوسيط أن يتفادى استغلال معرفته لوضعية العميل و استعمالها لأغراض شخصية.¹

الفرع الثاني: 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، و يتعلق الأمر بما يلي:²

أولاً: 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 يمس الطابع السري في هذه الحالة عدم الإفشاء عن شخصية العميل أو القرارات التي يتخذها في مجال التوظيف.

ثانياً: المعلومات الخاصة بنوعية و إصدار الأوامر

يقوم العميل من خلال تعامله مع مؤسسة الوساطة، بإصدار عدة أوامر شراء أو بيع لقيم مختلفة، و نظراً لعلاقة الثقة التي يجب أن تزرع بين العميل و الوسيط، فعلى هذا الأخير أن يخدم العميل إلى أقصى درجة محافظاً بذلك على سرية النقاشات و الأوامر 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.

الفرع الثالث: جلب احترام و ثقة الجمهور المتعاملين

من أجل كسب أكبر عدد من العملاء و إنجاز أكبر قدر من العمليات يتخذ الوسيط عدة طرق و أساليب لذلك، و يتعلق الأمر بما يلي:³

أولاً: الحساب "بطاقة بيضاء"

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

¹ زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

² محمد سويلم، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

³ نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص: 212-213.

و لا يمكن للوسيط أن يقبل فتح مثل هذا الحساب إلا إذا تمتعت المؤسسة بهذا الحق، و كان الممثل شريكا أو مديرا.

ثانيا: مسؤولية الوسيط اتجاه المؤسسة

يعمل الوسيط لحساب المؤسسة التي توظفه، و توفر له كل شروط العمل، لهذا فهو يلتزم بالأخذ بعين الاعتبار ذلك أثناء مزاولته لكل مهامه، مع احترام كونه عضوا من المؤسسة و أنه مسؤول اتجاهها مسؤولية تامة، إذ لا تسمح له القوانين بإجراء أية عملية في إطار نشاط المؤسسة دون إعلام الإدارة بذلك، الشيء الذي يضمن مصلحة العملاء أولا و المؤسسة ثانيا مع الحفاظ على سمعة هذه الأخيرة و ثقة الجمهور بها.

ثالثا: التحلي بدرجة عالية من المعرفة

إن الاكتساب الأولي للكفاءة و المعرفة لا يكفي، بل يجب السعي دائما وراء تطويرها و تجديدها لتفادي الغلط أو الإدلاء بمعلومات قديمة أو خاطئة، و لا يتم ذلك إلا عن طريق البقاء على علم بكل المستجدات و التغيرات الاقتصادية و السياسية، ميولات السوق و أسعار الفائدة على المستوى الوطني و العالمي، إستراتيجيات و وسائل التوظيف الجديدة بما فيها المعرفة الجيدة لمميزات أدوات التوظيف المتاحة على مستوى السوق.

رابعا: خضوع الوسيط لقوانين البورصة

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

- أن يحرص على تطبيق القوانين و اللوائح المتعلقة بمزاولة مهنة الوساطة، و الابتعاد عن ارتكاب أية مخالفة عمدا، و إلا تعرض إلى بعض العقوبات التي قد تصل إلى منعه من ممارسة هذه المهنة منعا باتا.
- لا يمكن للوسيط أن يقبل أي أمر شراء أو بيع، إذا ما علم بأن هذا الأمر قائم على أساس معلومات مسبقة، ليست في متناول الجميع حاليا.
- يشترط في الوسيط أن يتمتع بالأمانة و السرية المطلقة، لهذا فلا يحق له أن يشرع بتبليغ أية معلومة سرية يتلقاها من المؤسسة المصدرة لأي شخص كان، و لا أن يتخذ أي قرار توظيف طبقا لهذه المعلومة ما لم تصبح هذه الأخيرة علنية و في متناول الجميع.

خلاصة الفصل الثاني:

استخلصنا في بداية هذا الفصل عن طريق المبحث الأول أن الوساطة المالية جاءت نتيجة للصعوبات الناجمة عن التمويل المباشر، و أنها تعمل على تحقيق الوفورات الاقتصادية و تقليل حجم المخاطر أمام راغبي الاستثمار. و تبين أنها عملية يقوم بها الوسطاء الماليون، حيث يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار و بين الاستثمار الباحث عن الأموال، في حين أن هؤلاء الوسطاء قد يكونوا أشخاص طبيعيين أو معنويون. كما اتضح أيضا أن لها أهمية كبيرة بالنسبة لجميع أطراف التمويل حتى بالنسبة لها و للاقتصاد ككل، مصدر هذه الأهمية ينبع من تلك الوظائف التي تقدمها و المتمثلة في: تقديم المعلومات المالية و تحليلها، تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة، توفير السيولة و تدنية المخاطر بالإضافة إلى توفير الائتمان و تقديمه إلى راغبيه.

في المبحث الثاني تم التعرف على أنواع مؤسسات الوساطة المالية، حيث تم تقسيمها إلى مؤسسات ودائعية و مؤسسات غير ودائعية بالإضافة إلى الاتجاهات الحديثة لمؤسسات الوساطة المالية. و يمكن القول أن كل هذه المؤسسات تتمتع بضمانات قانونية تساعد على حماية المدخرين من مخاطر عدم الدفع التي قد تعترضهم في حالة تعاملهم مباشرة مع المقترضين، كما يمكن لأغلب هذه المؤسسات أن تمارس دور الوسيط في البورصة.

تم إلقاء الضوء في المبحث الثالث على الوسيط المالي في عمليات البورصة، و لقد تطلب الأمر وجوده خاصة بعد كبر حجم المعاملات فيها و تعقدها، كما تم التعرف على الفئات المختلفة له و المتمثلة في السماسرة و صناع السوق و المتخصصون، حيث يتمتع هؤلاء بخبرة كبيرة في المجال المالي و يضطلعون بالقيام بعدة وظائف أهمها تقديم النصح و المشورة للعميل و تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات، كما يجب أن تتوفر فيهم شروط معينة لمزاولة نشاطهم، و يجب عليهم الالتزام بالإخلاص في عملهم و إضفاء الطابع السري لتلك المعلومات المتعلقة بالعميل، كل هذا من أجل توفير الجو الملائم للمستثمرين مما يساهم في تنشيط البورصة.

الفصل الثالث

الوسطاء الماليون كآلية لتنشيط سوق
الأوراق المالية مع الإشارة إلى البورصة
التونسية

تمهيد

بعدها تعرفنا على طبيعة الوسطاء الماليين في البورصة و ذلك من خلال الفصل السابق، فسوف نخصص هذا الفصل لتوضيح دور الوساطة المالية على مستوى سوق الأوراق المالية و خاصة السوق الثانوية منها، و كذلك توضيح كيفية مساهمتها في تنشيط و تفعيل المعاملات المالية بها، و سيتم هذا من خلال المبحث الأول.

أما المبحث الثاني لهذا الفصل فقد خصص ليتناول الملامح الأساسية المتعلقة ببورصة الأوراق المالية التونسية، حيث سنتعرض فيه لتنظيم السوق المالية التونسية و كذا نشأة بورصة القيم المنقولة و تطورات الإصلاحات المتعلقة بها.

كما سنتطرق في المبحث الثالث من هذا الفصل إلى واقع الوساطة المالية في بورصة تونس و ذلك عن طريق إبراز تنظيم الوسطاء داخل هذه البورصة ، و المهام التي يقومون بها أيضا، بالإضافة إلى ذلك فسوف نشير لحالة شركة من شركات الوساطة في البورصة التونسية و تتمثل في الشركة التونسية للأوراق المالية، كما سيتم التعرض لدور هذه الشركة في بورصة تونس.

و من أجل الولوج لهذه المفاهيم اعتمدنا على ثلاثة مباحث في هذا الفصل و هي كالتالي:

المبحث الأول: وظيفة الوساطة المالية في تنشيط المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: الملامح الأساسية لبورصة الأوراق المالية في تونس؛

المبحث الثالث: واقع الوسطاء الماليين في بورصة تونس.

المبحث الأول: وظيفة الوساطة المالية في تنشيط المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية

إن توضيح الدور الفعال الذي تقوم به الوساطة المالية في تعظيم المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية لا يتأتى إلا عن طريق دراسة مختلف التقنيات المستخدمة في تسعير الأوراق المالية، بالإضافة إلى دراسة مختلف الأوامر التي تصدر من طرف العملاء، فيتلقاها الوسطاء الماليون من أجل تنفيذها ثم يتأكدون من تسويتها. فضلا عن هذا فإنه لا بد ألا ننسى الدور الذي يقوم به الوسطاء الماليون على مستوى السوق الأولية و المتمثل في مساعدة المؤسسات المتدخلة في الاكتتاب* . و سنخصص هذا المبحث لدراسة المطالب التالية:

- التسعير في البورصة و ميكانزماته؛
- الأوامر في البورصة و كيفية تنفيذها من طرف الوسيط؛
- دور الوسطاء الماليين في مختلف أنواع الأسواق حسب تنظيم الوساطة المالية.

المطلب الأول: التسعير في البورصة و ميكانزماته

تحدد أسعار الأوراق المالية وفق مجموعة من التقنيات، الهدف منها هو تعظيم الكمية المتداولة من مختلف الأوراق المالية و تنشيط البورصة. حيث لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عنها في الأسواق العادية، فبتفاعل قوى العرض و الطلب تتحدد أسعار مختلف القيم المالية. تشرف سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين على إتمام هذه العملية بعدة تقنيات و على عدة مراحل، و تهدف تلك التقنيات في معظمها إلى تسهيل و تعظيم و تفعيل المبادلات المالية كما و نوعا. و يمكن توضيح ذلك من خلال الفرعين التاليين:

- التسعير في البورصة؛

* لمعرفة دور الوسطاء الماليين في السوق الأولية انظر الصفحة 20 من هذه الرسالة.

- ميكانزمات التسعير في البورصة.

الفرع الأول: التسعير في البورصة

هناك تقنيات عديدة فيما يتعلق بالتسعير في البورصة، حيث سيتم الكشف عنها كما يلي:

أولاً: التسعيرة الدورية

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

أ- التسعير بالمناداة:¹

يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء الماليين أو وكلائهم أو أحد ممثليهم في بورصة الأوراق المالية - و ذلك بعد بداية الجلسة التي تتم بقراءة كل القيم محل التسعيرة - و مناداتهم بأعلى أصواتهم على العروض و الطلبات (أسماء الأوراق المالية التي يطلبونها للشراء أو يعرضونها للبيع) التي في حوزتهم و ذلك باستعمال العبارتين " لدي، عندي كذا " و " آخذ كذا " و ذلك للدلالة على رغبة الوسيط في البيع أو الشراء، و لكن نظرا للضجيج في البورصة ، عادة ما يلجأ الوسطاء الماليين إلى استعمال الإشارة باليد و ذلك بوضع الساعد أفقيا في اتجاه الجسم في حالة الشراء و عموديا في حالة البيع حتى يتم التوازن المطلوب.

فإذا اتفق وسيطان على السعر همس كل منهما في أذن الوسيط الثالث بإخباره بنية كل منهما بائعا أو مشتريا، فإذا كان أحدهما بائعا و الآخر مشتريا تمت الصفقة بينهما.

و بالوصول إلى سعر معين للورقة، يقوم المسعر (و هو موظف لدى سلطات البورصة) بتسجيل ذلك السعر على سبورة معدة خصيصا لهذا الغرض في انتظار تغير العرض و الطلب، ثم يتم المرور للورقة الموالية في القائمة.

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

¹ جبار محفوظ، تنظيم و إدارة البورصة، دار هومة للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 2002، ص: 114.

ب- التسعير بالدرج:¹

هي طريقة كتابية سهلة و بسيطة، يتم اللجوء إليها في حالة ما إذا كان التبادل بكميات قليلة من الأوراق المالية. في ظل هذه التسعيرة يتم تسجيل كل الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة و توضع في درج موجود في البورصة، حيث يخصص درج لكل ورقة مالية و يوضع تحت تصرف وسيط مالي، و يحتوي هذا الدرج على اسم الورقة المالية أين تتركز كل المعاملات من عروض و طلبيات. في بداية كل حصة بورصية، يقوم الموظف التابع للوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعنية الموجود في الدرج الخاص بها، و يضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة و يحدد سعر التعامل من قبل الوسيط المالي. أهم ما يميز التسعيرة بالأدرج أنها تتم بطريقة كتابية متميزة بالسهولة و السرعة، كما يتم التعامل بها خاصة بالنسبة للأوراق المالية التي تتميز بسيولة قليلة في السوق الثانوية.

ج- التسعير بالصندوق:²

هذه التقنية شبيهة بتسعيرة الدرج لكن يتم اللجوء إليها بصفة خاصة عندما لا يستطيع السوق الوصول إلى التوازن و ذلك في حالات استثنائية مثل تعدد و كثرة عروض البيع، طلبيات الشراء أو في حالة تسعير أوراق مالية تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي. في إطار هذه التسعيرة يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم و طلبياتهم في صندوق خاص (كصندوق البريد)، و تعمد البورصة إلى تحديد الأسعار حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض و طلبيات.

د- التسعير بالمقابلة:³

هي تقنية تقع بين الطريقة الشفوية و الكتابية، حيث يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع و طلبيات الشراء، و تؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم و حدود الأسعار المعروضة.

¹ محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2006، ص: 107.

² Josette Pilverdier Latreite, le marché financier français, Edition Economica, Paris, 1991, P: 140.

³ محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النقائش للنشر و التوزيع، عمان، 1999، ص: 76.

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

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

بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم أن يكونوا طرفا في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب و ذلك بتوفيرهم للأوراق التي قل عرضها أو شرائهم للأوراق التي قل الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لمعظم القيم المالية المتداولة و تفعيل المعاملات في البورصة.

ثانيا: التسعيرة المستمرة

تتم عمليات التبادل في ظل التسعيرة المستمرة في أي وقت خلال الجلسات عندما يتم التقاء أوامر المتفاوضين للشراء أو البيع عند سعر معين، أين تتم معالجة مختلف الأوامر و العمليات باستعمال الإعلام الآلي (الحاسوب) الذي يمكن من تنفيذ أكبر عدد من الأوامر و في أي وقت، الأمر الذي يسمح من تجنب فترة الإنتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، كما يمكن من المتابعة السعيرية لتطورات السوق. تحقق هذه الطريقة شفافية كلية إذ تسمح بإجراء مختلف العمليات، غير أن تغيرات الأسعار و توجهاتها في الجلسة الواحدة عادة ما يؤدي إلى عدم التأقلم بالنسبة لحاملي الأوراق الصغيرة، و لتفادي هذا الإشكال فإن تسعيرة الإفتتاح يمكن أن يحتفظ بها بالنسبة للعمليات الصغيرة التي ليس لها تأثير كبير على السوق.¹

¹ محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

تمر تقنية التسعير المستمرة بمرحلتين أساسيتين هما:¹

- مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة: يقوم المتفاوضون بإدخال كل الأوامر المتحصل عليها منذ آخر جلسة في البورصة في نظام الإعلام الآلي و إلى هنا لا يتم أي تبادل.

- مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة: إن عملية التبادل تبدأ بسعر الإفتتاح الذي حقق التوازن بين العرض و الطلب و الذي يصبح سعرا للتبادل، و عند هذا السعر يتم تنفيذ أوامر الشراء المحدد بسعر أعلى من سعر الإفتتاح أو مساوٍ له، أما أوامر البيع المحدد المنفذة فإن سعرها أدنى من سعر الإفتتاح أو مساوٍ له.

و تتم العملية بعد توجيه الأوامر إلى الحاسوب الخاص بالتسعيرة و التي تنفذ وفق قاعدة " أول أمر داخل أول أمر منفذ "، فإذا أدخل أمر محدد لسعر معين و كانت هناك أوامر أدخلت من قبله و بنفس السعر فإنه يتم تنفيذ هذه الأوامر المحددة أولاً، و بالتالي فإن عملية تنفيذ الأوامر المحددة يتم بالأولوية أما الأوامر بسعر السوق فليست لها الأولوية في التنفيذ عند افتتاح الجلسة، إذ يتم تنفيذها بعد الإفتتاح فهي خاضعة لسعر أفضل عرض إذا تعلق الأمر بالشراء و سعر أحسن طلب فيما يتعلق بالبيع.

ثالثا: التسعيرة الرسمية²

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

- عدد السندات و قيمة القرض المقيدة في التسعيرة.
- إسم القيمة المتداولة و موعد السحب في حالة وجوده.
- أسعار القيم المتداولة في جلسة اليوم و السعر السابق لها.
- القيم المتداولة ذات العائد الثابت مع ذكر معدل الفائدة و مقدار الضريبة و موعد استحقاق الفوائد.

¹ يخلف عبد الرزاق، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة: دراسة لواقع البورصات العربية و آفاقها المستقبلية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص: 44.

² شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، أطلس للنشر، بدون سنة نشر، ص: 46.

الفرع الثاني: ميكانزمات التسعير في البورصة

نظام التسعير في البورصة بمثابة مجموعة من التقنيات تسمح بتحديد أسعار الأوراق المالية داخل البورصة. و توجد طريقتان للتسعير في البورصة هما التسعير بالثبیت و التسعير بالتواصل.

أولاً: التسعير بالثبیت

هذه الطريقة تهدف إلى تحديد سعر يسمح بأكبر عدد من الصفقات و هي مستعملة لتحديد سعر يدعى بسعر الثبیت و ذلك بمواجهة أوامر الشراء و البيع في مدة قصيرة (مرة أو مرتين في اليوم). و تعتمد على مجموعة من القواعد:

- الأوامر بالأحسن لا بد و أن تنفذ أولاً؛

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

- أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به لا بد و أن تنفذ.¹

و كمثال بسيط لفهم هذه الطريقة لنفرض ما يلي:²

أنه من أجل سهم س كانت آخر تسعيرة هي 1600 في البورصة، و أن الأوامر التي وصلت اليوم كانت كالتالي:

- أوامر الشراء: (400 سهم بسعر 1600)، (340 سهم بسعر 1610)، (320 سهم

بسعر 1620)، (400 سهم بسعر 1630)، (250 سهم بسعر 1640)، (120 سهم بسعر

1650)، (100 سهم بسعر 1660)، (100 سهم بأحسن سعر مطلوب).

- أوامر البيع: (50 سهم بأحسن سعر معروض)، (100 سهم بسعر 1600)، (200

سهم بسعر 1610)، (280 سهم بسعر 1620)، (340 سهم بسعر 1630)، (380 سهم بسعر

1640)، (400 سهم بسعر 1650)، (500 سهم بسعر 1660).

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

¹ محمد براق، أسواق الأوراق المالية، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية و الاقتصادية و السياسية، الديوان الوطني للأشغال التربوية، الجزائر، الجزء 37، 2001، ص: 34.

² نادية أبو فخر، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص: 383.

جدول رقم 3-1: ترتيب أوامر البيع و الشراء و مقابلتها بالأسعار

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

المصدر: من إعداد الطالب عن: نادية أبو فخر، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص: 383.

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

جدول رقم 3-2: كيفية تحديد سعر التوازن

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

المصدر: من إعداد الطالب على أساس معطيات الجدول رقم: 3-1.

من هذا الجدول نلاحظ أن سعر 1630 هو الذي يسمح بالتوازن بين العرض (970) و الطلب (970)، هذا السعر يدعى بسعر التوازن، و بالرجوع إلى القواعد السابق ذكرها في التسعير بالتثبيت نجد: - أوامر الشراء و البيع بأحسن سعر تنفذ أولا (بيع 50 سهم بقيمة 1600/شراء 100 سهم بسعر 1660).

- أوامر البيع ذات الحد الأقل من السعر المسعر به و هي ذات السعر المحدد ب (1600، 1610، 1620، 1630).

- أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به و هي ذات السعر المحدد ب (1630، 1640، 1650، 1660).

في هذا المثال هناك مساواة كاملة بين العرض و الطلب أما إذا لم يكن الحال كذلك فيحاول دائما تلبية أكبر عدد ممكن من الأوامر.

ثانيا: التسعير بالتواصل¹

يستعمل التسعير المتواصل نظام الإعلام الآلي، و يتمثل في المواجهة المستمرة للأوامر التي تم إدخالها مباشرة من طرف شركات البورصة (وسطاء في عمليات البورصة) في التسعيرة الالكترونية التي يديرها الحاسوب المركزي هذا الأخير يحدد سعر التوازن (قبل الافتتاح) ثم تنفذ الأوامر حسب أولوية وصولها إلى النظام، لفهم هذه الطريقة نتطرق إلى التسعيرة في السوق السعودي والذي يعتمد على نظام هوريزون (Horizon) و هو نظام مستخدم في كثير من الأسواق المالية الأجنبية و العربية حيث حل محل صالة التداول التقليدية و يعطي القدرة على التداول مباشرة، و كما هو واضح من اسم هذه الطريقة من التسعير (التسعير بالتواصل) فإن التسعير هنا يكون بشكل مستمر و يتغير سعر التوازن تلقائيا بمجرد إدخال أوامر جديدة، حيث يحدده الحاسوب المركزي، و يوضع على كل أمر تاريخ و ساعة وصوله.

- سعر الافتتاح:

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

- السعر خلال جلسة العمل:

و هو سعر توازن متغير حسب تدفق أوامر البيع و الشراء المختلفة.

- سعر الإقفال:

و هو آخر سعر توازن مسجل في نهاية جلسة عمل البورصة.

و يمكن الحصول على المعلومات بصفة سهلة و متواصلة و سريعة عن طريق شركات البورصة أو الوسطاء الماليين.

¹ http://www.arabtranslators.org/edu/banking/horizon_user_dual.pdf PP: 04-05 Vu le 12/08/2011.

المطلب الثاني: الأوامر في البورصة و كيفية تنفيذها من طرف الوسيط

يبرز دور الوساطة المالية في البورصة و مدى مساهمتها في تفعيل المعاملات المالية من خلال تنفيذ مختلف الأوامر الصادرة من المتعاملين، ثم التأكد من تسويتها. و لتوضيح هذا الدور خصصنا هذا المطلب للتطرق إلى الفروع التالية:

- أنواع الأوامر؛

- الخصوصيات المرفقة في الأوامر؛

- تلقي و تنفيذ الأوامر و التأكد من تسويتها.

الفرع الأول: أنواع الأوامر

يتسلم الوسيط تعليمات أو أوامر من طرف العميل، و تختلف تلك الأوامر - التي تتعلق ببيع أو شراء الأوراق المالية - من حيث سعر و وقت التنفيذ أو كلاهما معا، فضلا عن وجود بعض الأوامر الخاصة. و من هنا يمكن تقسيم الأوامر إلى أربعة مجموعات كما يلي:

أولاً: الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

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

أ- أوامر السوق:¹

هي تلك الأوامر التي يطلب فيها العميل من الوسيط تنفيذ الصفقة على وجه السرعة و بأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل، بمعنى أن الأوامر التي تعطى للوسيط لا يحدد فيها السعر و هي تنفذ وفقا لشروط السوق. و نظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معينا فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة.

من أهم مزايا هذا النوع من الأوامر هي السرعة و ضمان تنفيذ العملية، أما بالنسبة لأهم عيوبه فهي أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذي ينفذ به الأمر، كما أن عليه قبول السعر السائد في

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2002، ص: 125.

السوق كقضية مسلم بها، و في الأسواق ذات الكفاءة العالية كبورصة نيويورك مثلا قد لا يكون لهذا العيب وزن كبير لدى المستثمر باعتبار أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.

ب- الأوامر المحددة: ¹

في هذا النوع من الأوامر يضع العميل سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة، و بعد ذلك لا يملك الوسيط سوى الانتظار لاغتنام الفرصة و ذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء أو أعلى منه في حالة أمر البيع. و عادة ما يضع المستثمر حد أقصى للفترة الزمنية التي يجب أن ينفذ خلالها الأمر و ذلك على النحو الذي سيرد عند مناقشة الأوامر التي تجمع بين وقت و سعر التنفيذ. و بدلا أن ينتظر الوسيط حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدد، عادة ما يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في الأسهم محل الصفقة و الذي يعمل بدوره كما لو كان ممثلاً للوسيط، إذ يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد.

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

ثانياً: الأوامر المحددة لوقت التنفيذ

في هذا النوع من الأوامر يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، و قد تكون هذه الأوامر محددة أو مفتوحة. و تتمثل هذه الأوامر في: ²

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 127.

² نفس المرجع أعلاه، ص: 129.

أ- أوامر محددة بيوم، أسبوع أو شهر:

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

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

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

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

ب- الأوامر المفتوحة:

يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه، و يرتبط بالأوامر المفتوحة نوعان من المخاطر هما مخاطر النسيان و مخاطر تغير المعلومات، فقد ينسى المستثمر أنه أصدر أمرا مفتوحا نظرا لطول الفترة التي انقضت منذ إصداره، و حتى إذا ما نبهه الوسيط بوجود الأمر فقد لا يكون الأمر ملائما لتنفيذه. كذلك قد تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشأن الشركة التي أصدرت الورقة، في هذه الحالة تعطى الأولوية لأوامر البيع المحددة التي سبقت الإشارة إليها بينما قد لا تتاح فرصة لأوامر البيع المفتوحة. و إذا ما وصل السوق معلومات كان من شأنها انخفاض القيمة السوقية للورقة، حينئذ ستنفذ منها أوامر الشراء المحددة بينما قد لا تتاح الفرصة لأوامر الشراء المفتوحة.

ثالثا: الأوامر التي تجمع بين سعر و وقت التنفيذ

نجد من هذه الأوامر ما يلي: ¹

¹ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 89.

أ- الأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية:

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

ب- الأمر المفتوح في حدود سعر معين:

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

رابعاً: الأوامر الخاصة

نجد من بين هذه الأوامر ما يلي:

أ- أوامر الإيقاف:¹

هي عبارة عن الأوامر المحددة المتبوعة بأمر الإيقاف، وتعني إشارة قف تدنية المخاطر بمعنى تدنية الخسائر الناتجة عن التقلبات في الأسعار. و نجد ضمن هذه الأوامر:

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

- أمر الإيقاف المتعلق بالشراء: حيث يجب أن يقوم الوسيط بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها.

ب- أوامر الإيقاف المحددة:²

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

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

¹ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

² محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 252.

ج- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:¹

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

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

و من ناحية أخرى لا يرحب الكثير من الوسطاء بهذا النوع من الأوامر لأنه يزيد من عبء العميل الواقع عليهم إضافة إلى خشيتهم من أن تنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء.

الفرع الثاني: الخصوصيات المرفقة في الأوامر

قد ترفق الأوامر السابقة الذكر خصوصيات أخرى تهدف إلى توضيح العملية محل الأمر، من بين تلك الخصوصيات ما يلي:²

أولاً: مدة التنفيذ

قد تكون مدة التنفيذ مهمة جداً بالنسبة للمستثمر، مما يجعله يثبّت على وثيقة الأمر المدة المرغوب تنفيذ الأمر فيها، فقد يطلب من الوسيط تنفيذ الأمر بالشراء أو البيع في اليوم الذي صدر فيه الأمر لأنه يرى أن هذا اليوم هو الملائم للتعامل في الورقة المعنية. كما قد يأمر بتنفيذ الصفقة خلال الأسبوع الذي حرر فيه الأمر، أو نهاية الشهر مثلاً، كما يمكن أن يكون مفتوحاً حيث يبقى صالحاً إلى أن يتم تنفيذه أو إلغائه من قبل المستثمر.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

² فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية (فنون الاستثمار في البورصة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص ص: 121-122.

ثانيا: عدد الأوراق

قد يحدد المستثمر عدد الأوراق المالية التي يرغب في شرائها أو بيعها بعدة طرق مستعينا ببعض الخصوصيات منها:

أ- الكل أو اللاشيء:

تحتم هذه الخصوصية على الوسيط بيع أو شراء العدد المحدد في الأمر كلية و إذا تعذر ذلك يلغى الأمر نهائيا، و لا يتم تنفيذه جزئيا.

ب- عدد الأوراق في كل حصة:

تستعمل هذه الخصوصية عندما يرغب المستثمر في تنفيذ الأمر على دفعات متناسبة مع العدد الكلي الذي يريد شراءه أو بيعه من الأوراق من جهة و متناسبة مع العدد الإجمالي المتداول في الحالات العادية في البورصة من جهة ثانية. من إيجابيات هذه الخصوصية أنها تمنع حدوث اختلالات في التوازن خاصة إذا ما تعلق الأمر بأوراق غير نشيطة.

ج- عدد الأوراق خلال عدد من الحصص:

على عكس سابقتها فإن هذه الخصوصية لا تحدد العدد الواجب تداوله في كل حصة، و إنما يحدد الأمر عدد الأوراق الكلي الذي يجب على الوسيط شراءه أو بيعه خلال عدد معين من الحصص. و يمكن أن ينظر بأنها البرنامج الزمني لتنفيذ أمر ما على عدة دفعات، أي تحديد مدة التنفيذ.

ثالثا: ترتيب العمليات

إن ترتيب عمليات الشراء و البيع المتزامنة أو المتتالية يقتضي تحديد بعض الخصوصيات منها:

أ- الربط:

قد يسلم المستثمر أمرا يحمل شرط الارتباط و يتكون هذا النوع من الأوامر من أمرين: أحدهما أمر بالشراء و الآخر أمر بالبيع لمنتوجين ماليين مختلفين يرغب في تنفيذهما في نفس الحصة، كما قد يتم ذلك في بورصتين مختلفتين و ذلك للاستفادة من فرق السعر (قد ينجر عليه إما ربح أو خسارة).

ب- التسلسل:

حيث يمكن للمتعامل أن يطلب من الوسيط تنفيذ عملية الشراء مثلا قبل البيع أو العكس، يتعلق الأمر هنا أيضا بورقتين مختلفتين.

رابعا: المبلغ الكلي للصفقة

يستعمل هذا النوع من الخصوصيات للتعبير عن الأوامر التي يحدد فيها المتعامل رؤوس الأموال المستثمرة في منتج مالي معين، إذ يجرر الأمر بالصيغة التالية: استعمل المبلغ (س) في شراء الورقة المالية (ص) بما في ذلك المصاريف، أو باستثناء المصاريف المترتبة عن الصفقة. بذلك فإن هذه الخصوصية لا تحدد عدد الأوراق المراد شراؤها و الذي يظهر بمجرد معرفة سعر الورقة و المصاريف، و إنما تحدد المبلغ المتاح الذي لا يجب تجاوزه.

الفرع الثالث: تلقي و تنفيذ الأوامر و التأكد من تسويتها

يقوم الوسيط بتلقي الأوامر من طرف المستثمر لغرض تنفيذها عن طريق المفاوضات، بعد ذلك يقوم بأهم إجراء و هو التأكد من تسوية العملية التي قام بها. و سيتم توضيح ذلك كما يلي:

أولاً: تلقي و تنفيذ الأوامر

يتلقى الوسيط أوامر الشراء أو البيع من عملائه الذين بادروا بفتح حساب لديه إما كتابيا أو هاتفيا، و في كلتا الحالتين لابد من تأكيد الأمر بوثيقة " أمر البيع أو الشراء " التي تملأ لهذا الغرض من طرف الوسيط، و تقدم للعميل من أجل الإمضاء عليها بهدف تفادي خطر الخطأ إلى أكبر حد ممكن.¹ يتضمن أمر البيع أو الشراء المعلومات التالية:²

- إسم العميل؛
- رقم الحساب؛
- عدد الأصول المالية؛
- العنوان؛
- نوع الأصل المالي؛

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل و إدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص: 129.

² زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

- السعر الودودي؛

- معدل الفائدة (بالنسبة للسندات)؛

- العمولات و المصاريف؛

- تاريخ إصدار الأمر؛

- تاريخ التسوية و التسليم؛

- القيمة الإجمالية للعملية؛

- القيمة الصافية؛

- نوع الأمر.

بمجرد تلقي الأوامر يقوم الوسيط بالسعي إلى تنفيذها في أحسن الشروط عن طريق المفاوضة التي تعتبر أحد أهم وظائفه و في هذا الإطار نفرق بين ثلاثة طرق للمفاوضة التي يمكن للوسيط أن يختار أيها منها:¹

أ- المفاوضة بالهاتف:

في هذه الحالة يتصل الوسيط المكلف بالعملية هاتفيا بوسيط أو وسطاء آخرين للحصول على الكمية المراد شراؤها، أو لاقتراح الكمية المراد بيعها حيث تتم مفاوضة الأسعار بين الطرفين إلى غاية الوصول إلى سعر توازني بينهما. و من بين إجراءات الحماية المتخذة في مثل هذا النوع من المفاوضة نجد التسجيل الأتوماتيكي للمكالمة و تاريخ العملية.

ب- المفاوضة الإلكترونية:

و هنا يتم استخدام الإعلام الآلي، حيث يوضع تحت تصرف الوسيط حاسوب آلي ينشر على شاشته أسعار و كميات مختلف القيم المعروضة للبيع و الشراء. يقوم الوسيط فور تلقيه الأمر بإدخال الكمية و السعر للقيمة المعنية بالشراء أو البيع حيث يتم بعد ذلك تنفيذ الأمر أوتوماتيكيا إذ ما وجدت هذه العملية طرفا مقابلا لها (من حيث السعر و الكمية) على الشاشة.

¹ Michel Karlin, Back-offices et marchés financiers, Edition Economica, Paris, 1997, P: 21.

ج- المفاوضة في مقصورة البورصة:

في هذه المرة تتم عملية المفاوضة على مستوى مقصورة البورصة ذاتها باستخدام طريقة المناقشة، حيث تقوم الأطراف المختصة في المؤسسة بإرسال الأوامر المتلقاة من العملاء إلى المفاوض المتواجد في مقصورة البورصة للمفاوضة مع الوسطاء الآخرين مستخدمين في ذلك الإشارات فقط.

تدل كل إشارة مستخدمة في هذا المجال على معنى خاص ووحيد، و للتمكن من فض النزاعات القائمة بخصوص خطأ تفسير الإشارات، و ضمان السير الحسن لهذا النوع من المفاوضات، اتخذت البورصات إجراء خاصا يتمثل في استخدام نظام التصوير بالكاميرا لكل جلسات المفاوضة.

في حالة تنفيذ الأوامر المرسله يقوم مساعد المفاوض بتبليغ تنفيذها إلى المؤسسة، أين تعني أطراف أخرى باتخاذ الإجراءات اللازمة لإتمام العملية.

ثانيا: التأكد من تنفيذ الأوامر و تسوية العمليات

بعد تنفيذ الوسيط للأوامر التي تلقاها ينبغي عليه التأكد من هذه العملية و القيام بتسويتها كآخر مرحلة كما يلي:¹

أ- تأكيد تنفيذ الأوامر:

يلتزم الوسيط في العمليات البورصية بعد أي أمر شراء أو بيع، بتأكيد به إلى صاحبه، بواسطة إرسال ما يسمى في هذا المجال بـ " إشعار التنفيذ "، إلى العنوان المسجل في وثيقة فتح الحساب، حيث يتم هذا الإرسال في اليوم ذاته من تنفيذ العملية أو اليوم المفتوح الموالي.

يحتوي إشعار التنفيذ بصفة عامة على المعلومات التالية:

- تعيين القيمة المالية أو الأصل المالي؛

- نوع العملية (شراء أو بيع)؛

- عدد القيم؛

- السعر الوحدوي؛

- السعر الإجمالي؛

¹ زرفة زهية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 105-106.

- العمولات و المصاريف،

- صافي الدفع؛

- تاريخ تنفيذ العملية؛

- تاريخ التسديد أو التسليم.

ب- التسوية و التسليم:

تعتبر هذه العملية آخر مرحلة للإتمام الكلي لتنفيذ الأمر، حيث يتولى الوسيط في هذه المرحلة مهمة تتبع تسديد المبالغ مقابل الحصول على القيم و تحويلها باسم العميل، أو العكس أي تسليم و تحويل القيم باسم حاملها الجديد مقابل الحصول على رؤوس الأموال اللازمة. فلا بد من تتبع هذا الإجراء و التأكد من أن عمليتي التسليم و التسديد تمتا في الآجال المقررة.

المطلب الثالث: دور الوسطاء الماليين في مختلف أنواع الأسواق حسب تنظيم الوساطة المالية

يلعب الوسطاء الماليون دورا أساسيا في تسيير عمليات البورصة، حيث يتعين على مؤسسات معينة فقط للقيام بهذا الدور و بترخيص من هيئات السوق المالية، و ذلك وفق مجموعة من الشروط و الضمانات الكافية التي تتعلق بتنظيمهم و كذا الرقابة الدقيقة على جميع معاملاتهم، و هذا ما يؤكد أيضا على حساسية هذا الدور. و جاء هذا المطلب لإبراز دور الوسطاء في الأسواق المختلفة و لكن هذا الاختلاف حسب تنظيم الوساطة المالية و هو ما سيتم توضيحه من خلال ما يلي:

- أنواع أسواق الأوراق المالية حسب تنظيم الوساطة؛

- دور الوسطاء الماليين في البورصة.

الفرع الأول: أنواع أسواق الأوراق المالية حسب تنظيم الوساطة

تختلف أسواق الأوراق المالية باختلاف تنظيم الوساطة المالية فيها، فهناك أسواق تسيير بالأوامر و أخرى تسيير بالأسعار كما توجد أيضا أسواق مختلطة، و سوف يتم عرض هذه الأنواع كما يلي:

أولاً: أسواق مسيرة بالأوامر¹

يستعمل نظام التسيير بالأوامر حالياً العديد من البورصات العالمية كبورصة وول ستريت الأمريكية، بورصة طوكيو في اليابان و بورصة تورنتو الكندية. هذه الأخيرة كانت السبابة عالمياً في إدخال المعلومات عن طريق تقنيات الإعلام الآلي للحصول على سعر التوازن، و تضمن السيولة في هذا النوع من الأسواق الأوامر ذات السعر المحدد، لذلك تصل أوامر البيع و الشراء إلى مكان مركزي وحيد، و يتحدد بذلك سعر لتسديد الصفقات عن طريق مجموعة من القواعد و التي من بين ما تحدده أفضلية التنفيذ بين أوامر البيع و أوامر الشراء المختلفة، هذه القواعد هي الآلية المتحكمة في نظام تسعير الأوامر و الذي اقتبست منه معظم الأنظمة الحالية في باقي البورصات.

إن مبدأ نظام التسيير بالأوامر يعتمد على مواجهة أوامر البيع (العرض) بأوامر الشراء (الطلب) مباشرة، و هو بذلك أكثر تعقيداً من تلك التي نجدها في باقي الأسواق. لأنه لا يمكن للمشتريين المحتملين معرفة العرض حينما يصدر أوامرهم، و تتم في مثل هذه الأسواق مراكمة أوامر الشراء و أوامر البيع و مواجهتها في زمن معطى لتحديد سعر وحيد و هو سعر التوازن الذي يسمح بتعظيم الكميات المتبادلة. إضافة إلى الأسواق الكبرى هناك بعض الأسواق الأصغر حجماً (خاصة الأسواق الناشئة) التي تعمل حسب مبدأ هذه الأسواق مرة أو عدة مرات في الأسبوع. و هناك تقنيتان لتنظيم الصفقات في هذا النوع من الأسواق و هما: السوق العلني و السوق الآلي.

السوق العلني:

و هو السوق الأكثر شهرة، توجه الأوامر فيه إلى مقر وكلاء البورصة قبل أن يتم عرضها من قبل وسطاء البورصة.

السوق الآلي:

أكثر المتعاملين في هذا السوق هم من المهتمين بالإعلام الآلي، يحدد نظام الإعلام الآلي في هذا السوق التسعيرة و يقوم بتقريب أوامر الشراء و البيع باعتبار خصائصهما من الناحية الكمية و السعرية و منه تحديد أسعار التوازن بطريقة آلية، فبورصة باريس مثلاً تنتمي إلى هذا النوع من الأسواق فلم يعد

¹ http://www.arabtranslators.org/edu/banking/horizon_user_dual.pdf PP: 161-162 Vu le 12/08/2011.

تسعير الأسهم و السندات يتم عن طريق المناذاة، و التي حفظت منها الذاكرة الشعبية صراخ و إشارات العاملين في البورصة بل يتم عن طريق نظام آلي متواصل مما أدى إلى القضاء على البعد الفيزيائي للبورصة.

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

ثانيا: أسواق مسيرة بالأسعار¹

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

يوجد في هذه الأسواق نوع خاص من الوسطاء هم ماسكو السوق يقترحون سعرا مزدوجا بالنسبة لكل قيمة يفاوضونها، السعر الأول هو السعر الذي يشترون به، أما السعر الثاني فهو السعر الذي يبيعون عنده و الذي هو دوما أكبر من السعر الأول، عند هذه الأسعار المعلنة يكون كل وسيط مجبرا على شراء أو بيع كمية دنيا من القيم و التي تبقى محددة من طرف سلطات البورصة.

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

و كنتيجة لهذا المنطق نجد في بعض البورصات كبورصة لندن مثلا هوامش متغيرة حسب الكميات المعروضة أو المطلوبة و ذلك بالأخذ بعين الاعتبار أنه كلما كان الأمر يتعلق بكمية كبيرة كلما كان تنفيذه أصعب لأنه سيكون من الصعب على الوسيط أن يجد مقابلا له.

إضافة إلى بورصة لندن، تعمل حسب هذا النظام كل من الأسواق التالية:

- الناسداك (الشبكة الالكترونية للوسطاء في الولايات المتحدة الأمريكية).

- السوق الثانوي لبورصة سنغافورة.

¹ http://www.arabtranslators.org/edu/banking/horizon_user_dual.pdf P: 165. Vu le 12/08/2011.

- أسواق Matif و Monip في فرنسا.

كما أن أغلبية أسواق السندات تنتمي إلى هذا النوع من الأسواق.

يشاهد الأمر النهائي الهوامش المعطاة من طرف ماسكي السوق و يختار من يمنحه أحسن الشروط قبل أن يصدر أمره، و لأن ضمان سيولة السوق مناط بماسك السوق فإن هذا الأخير يقوم ببيع أو شراء قيم لصالحه بغية القضاء على الاختلالات الظرفية بين العرض و الطلب، و بالتالي فالسوق المسير بالأسعار يعمل بالتواصل.

إذا ففي سوق مسير بالأسعار تتمركز السيولة لدى بعض ماسكي السوق بينما نجد أن السيولة هي لامركزية لدى كل المستثمرين، هذا ما يجعل هذا النوع من الوسطاء يتحمل أخطار كبيرة إذ أنهم لمواجهة حاجات السيولة لدى المستثمرين قد يجدون أنفسهم في مواقف لن يكونوا واثقين من قدرتهم على بيعها مباشرة مما سيجعلهم لا محالة عرضة لخطر انخفاض الأسعار، من جهة أخرى فإن ماسك السوق حينما ينشر أسعاره يمنح المستثمرين معلومات مميزة يمكنهم استعمالها على حسابه لذلك فإن الهامش أو العمولة التي يتحصل عليها الوسيط يأخذان بعين الاعتبار هذه الأخطار، أما عمليا فغالبا ما تعقد الصفقات في مثل هذه الأسواق عن طريق الهاتف.

ثالثا: أسواق مختلطة التنظيمات¹

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

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

¹ فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص: 124.

الفرع الثاني: دور الوسطاء الماليين في البورصة

يختلف دور الوسطاء الماليين حسب نوع السوق التي ينشطون فيها فنجد ما يلي: ¹

أولاً: دور الوسطاء الماليين في البورصة المسيرة بالأوامر

يتمثل دور الوسطاء في هذه البورصة في جمع أوامر الشراء و البيع، مقابلتها ثم فرزها، بعبارة أخرى ينحصر دوره في الوساطة فقط. في البورصات الأمريكية، يكلف الوسطاء بتنظيم و تنشيط الصفقات المتعلقة بالقيم التي أوكلت إليهم خصوصا محاربة التحركات أو التغيرات المفاجئة للأسعار في الآجال القصيرة بالقيام بدور المستثمر الآخر مع العلم بأنهم لا يستطيعون الشراء بسعر مرتفع من سعر آخر عملية بيع. و قد أظهر الانهيار المالي في سوق القيم الأمريكية في 19/01/1987 حدود هذا التنظيم لعدم قدرة الوسطاء في توفير السيولة الكافية التي يحتاجها السوق.

ثانياً: دور الوسطاء الماليين في البورصة المسيرة بالأسعار

يقترح الوسطاء المعروفون باسم صناع السوق باستمرار سعر الشراء و سعر البيع للأوراق المالية، مخلفين بذلك عمليات التبادل. يمثل الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع مكافأة المؤسسات المتحكمة في السوق و منه كلما كان الفرق ضعيفا كانت المكافأة التي يحصل عليها الوسطاء ضعيفة، لكن حجم الصفقات يكون مرتفعا. بينما كلما كان حجم الأوراق كبيرا كلما ارتفع الفرق بين سعر العرض و سعر الطلب نظرا للصعوبة التي يجدها الوسيط في توظيفها في السوق. و بمجرد إجراء الصفقات و الاتفاق عليها، على الوسيط عرضها في السوق باحترام شروط المدة اللازمة.

المبحث الثاني: الملامح الأساسية لبورصة الأوراق المالية في تونس

شهدت تونس منذ حصولها على الاستقلال في سنة 1956 نظاما اقتصاديا يعتمد على التوجه الرأسمالي و تشجيع الملكية الخاصة مع تدخل الدولة و سيطرتها على كل القطاعات الاقتصادية في البلاد مع تبني سياسات حمائية من خلال نظام الحصص و فرض الرسوم الجمركية، الشيء الذي مكن تونس

¹ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006، ص: 65.

من تحقيق مؤشرات نموية متميزة خلال الثلاث عقود التي تلت الاستقلال. و بحلول منتصف الثمانينات حدثت أزمة مالية حادة في ميزان المدفوعات جراء ارتفاع الفائدة على الديون الدولية، بالإضافة إلى ارتفاع معدلات التضخم، مما أدى بالنموذج التنموي المتبع إلى التعثر، و بالتالي توجب على السلطات التونسية أن تشرع في تطبيق سلسلة برامج الإصلاح و التكييف الهيكلي استهدفت بالأساس تقليص أهمية القطاع العام بالنسبة لإنتاج السلع و الخدمات و تحرير الأسعار و تنويع مصادر الدخل القومي، كما خضع أيضا القطاع المالي لإصلاحات كبيرة تضمنت تنشيط سوق الأوراق المالية. حيث جاء هذا المبحث ليلقي الضوء على السوق المالية التونسية بصفة عامة و التركيز على بورصة الأوراق المالية بها و ذلك من خلال المطالبين التاليين:

- تنظيم السوق المالية في تونس؛

- نشأة البورصة التونسية و تطور الإصلاحات المتعلقة بها.

المطلب الأول: تنظيم السوق المالية في تونس

تعتبر السوق المالية التونسية من بين أنشط الأسواق المالية العربية، غير أن هذا النشاط يبقى دون تطلعات المستثمرين التونسيين و الأجانب، و لتنشيط دور السوق المالية التونسية قامت السلطات في هذا البلد بإصدار القانون 94-117، و الذي أدى إلى تغييرات في تنظيم السوق المالية التونسية فأصبح توزيع المهام و السلطات إلى ثلاث هيئات سيتم التطرق لها في هذا المطلب و هي:

- هيئة الأسواق المالية: و هي هيئة تنظيمية.

- بورصة القيم المنقولة التونسية: و تتكفل بتسيير السوق.

- الشركة التونسية للمقاصة و ودائع القيم المالية: مكلفة بعمليات المقاصة و تسيير الودائع.

و على أساس هذا الهيكل للسوق المالية التونسية، فإن عملية الاستثمار في البورصة تنطلق من تمرير أوامر البورصة عن طريق وسطائها و تنتهي بتنفيذ المعاملات من تسليم للأوراق المالية و تسديد للقيم، و يضمن مختلف مراحل العملية الاستثمارية بين الهيئات الثلاثة نظام إلكتروني متطور.

و يخول لوسطاء البورصة - بشكل حصري - إجراء التداول و تسجيل القيم المنقولة في البورصة لحساب وكلائهم أو لحسابهم الخاص، و يمثل وسطاء البورصة جمعية مكلفة بالدفاع عن مصالحهم هي جمعية وسطاء البورصة.¹

الفرع الأول: هيئة الأسواق المالية

تم إنشاء هيئة الأسواق المالية في تونس بهدف إعادة تنظيم السوق المالية و هي هيئة عامة مستقلة ماليا يقع مقرها في العاصمة التونسية، و تهدف هذه الهيئة إلى حماية المدخرات المستثمرة في القيم المالية و لتحقيق هذا الغرض فهي تضمن تنظيم الأسواق و السهر على السير الحسن لها للاحتياط من الممارسات التي من شأنها أن تخل بالبورصة، كما تعمل على مراقبة المعلومات المالية و معاينة التقصير و التجاوزات المحتملة.

و يندرج تحت سلطة هيئة الأسواق المالية كل من بورصة القيم المنقولة التونسية، وسطاء البورصة و شركات الودائع، المقاصة و تسوية الأوراق المالية. و تضمن هيئة الأسواق المالية أيضًا الوصاية على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة. و تسير هيئة الأسواق المالية من طرف رئيس و تسعة أعضاء.²

و لتحقيق مهام هيئة الأسواق المالية فقد خص القانون هذه الهيئة بالسلطات الآتية:

- السلطة على إجراء التسويات في مجالات اختصاصها.
- رقابة التطبيق الحسن للتسويات و السير المنتظم للأسواق.
- قبول صناديق التوظيف الجماعي و وسطاء البورصة.

¹ http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/rapp_ann/cmf03_ar_rapp.pdf P: 11. Vu le 09/07/2011.

² http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/rapp_ann/cmf06_ar_rapp.pdf P: 23. Vu le 26/08/2011.

- التأشير على المعلومات المقدمة من مصدري الأوراق المالية و تقديمها للمستثمرين.
 - تقديم المقترحات للهيئات المختصة حول العقوبات.
 - و تتمثل المصادر المالية لهيئة الأسواق المالية في الإتاوات و العلاوات المقدمة من المتعاملين في السوق المالية (بورصة القيم المنقولة، شركات الودائع و المقاصة و تسوية الأوراق المالية، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الإصدارات، القبول و العروض العامة).¹
- الفرع الثاني: بورصة تونس للقيم المنقولة²

البورصة هي المكان الذي يتم فيه تبادل الأوراق المالية التي تصدرها الشركات خفية الاسم و تتوزع هذه الشركات إلى نوعين:

- الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام أو شركات المساهمة العامة.
 - الشركات التي لا تلجأ إلى الاكتتاب العام أو شركات المساهمة الخصوصية.
- عرف القانون عدد 117 لسنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام كما يلي:

- الشركات التي تنص نظمها الأساسية على ذلك؛
- الشركات التي تكون أوراقها المالية مدرجة بالبورصة؛
- البنوك و شركات التأمين مهما كان عدد مساهميتها؛
- الشركات التي يبلغ عدد مساهميتها مائة مساهم فأكثر؛
- مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية؛

¹ http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/rapp_ann/cmf07_ar_rapp.pdf P: 32. Vu le 26/08/2011.

² <http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/market-infos/organisation.html> Vu le 29/08/2011.

- الشركات و المؤسسات من غير مؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية التي تلجأ قصد توظيف أوراقها المالية إلى وسطاء أو إلى أية وسيلة إشهارية أو إلى السعي المصنفي* .

كل الشركات الخفية الاسم التي لا يخصها هذا التعريف تعتبر شركات لا تلجأ إلى الاكتتاب العام.

يتم التعامل على الأوراق المالية ببورصة تونس وفقا لإحدى الصيغتين التاليتين:

- التداول بالنسبة للأوراق المالية للشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام (شركات المساهمة العامة).

- التسجيل بالنسبة للأوراق المالية للشركات التي لا تلجأ إلى الاكتتاب العام (شركات المساهمة الخصوصية).

أولاً: التداول في أسواق البورصة

تتوزع الأوراق المالية لشركات المساهمة العامة لصنفين: السندات المدرجة و يتم تداولها بتسعيرة البورصة و السندات غير المدرجة و يتم تداولها بالسوق الموازية.

أ- التداول بتسعيرة البورصة:

تخصص تسعيرة البورصة إلى تداول سندات المساهمة و سندات الدين المصدرة من قبل الشركات الخفية الاسم التي تستجيب لشروط الإدراج التي ينص عليها الترتيب العام للبورصة و كذلك سندات الدين المصدرة من قبل الدولة و الجماعات المحلية. و تتضمن تسعيرة البورصة سوقين هما سوق سندات رأس المال و سوق سندات الدين.

* في مجال السعي المصنفي يقوم الوسيط باستخدام العديد من الوسائل للحصول على أكبر قدر ممكن من الزبائن، سواء عن طريق التوجه مباشرة إلى مقر عملهم في الأماكن العمومية أو عن طريق استخدام الإتصالات الهاتفية، الرسائل و المنشورات قصد اقتراح شراء قيم منقولة أو بيعها، أو المساهمة في تقديم خدمات و إرشادات تتعلق بهذه العمليات.

- سوق سندات رأس المال و هي مفتوحة لسندات الشركات التي تم قيدها و إدراجها بالبورصة و التي تستجيب إلى شروط البقاء التي تنص عليها الترتيب ذات الصلة. و تتكون من سوق رئيسية و سوق بديلة.

- سوق سندات الدين و هي مفتوحة بصفة آية لسندات الدولة و الجماعات المحلية في حين يتطلب قبول سندات الدين التي تصدرها الشركات الاستجابة إلى الشروط التي ينص عليها الترتيب العام للبورصة.

ب- التداول بالسوق الموازية:

يتم في هذه السوق تداول الأوراق المالية للشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام و التي هي ليست مدرجة بتسعيرة البورصة.

ثانيا: عمليات التسجيل بالبورصة

تخضع كل إحالة لملكية أوراق مالية تتم خارج إحدى أسواق البورصة إلى عملية تسجيل بالبورصة. على أنه يمكن أن يتم تبادل الأوراق المالية للشركات التي لا تلجأ إلى الاكتتاب العام بالسوق الموازية و ذلك بطلب من البائعين و المشترين الذين يرغبون في الانتفاع بمزايا السوق و ذلك تبعا للفصل 71 من القانون عدد 117 لسنة 1994.

لا يمكن للعمليات التي تخص أوراق الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام إلى أن تكون موضوع عملية تسجيل إلا في الحالات التي ينص عليها الفصل 70 من القانون عدد 117 لسنة 1994.

تخضع كل إحالة ملكية بين أشخاص غير مقيمين يكون موضوعها أوراق مالية مصدرة من قبل شركات غير مقيمة خاضعة للقانون التونسي إلى واجب التصريح بها لدى البورصة و ذلك لتسجيلها دون تكاليف و يجب أن يتم القيام بالتصريح المذكور في أجل أقصاه 15 يوما من تاريخ تسجيلها بدفاتر الشركة المعنية.

الفرع الثالث: شركة الخبراء المكلفين بالودائع، المقاصة و تسوية الأوراق المالية¹

يشكل ضمان الودائع من الأوراق المالية و تحقيق المقاصة بين المتعاملين في البورصة أبرز

اهتمامات هذه الشركة حيث تتكفل ب:

- تلقي ودايع القيم المنقولة.
 - مسك حسابات المصدرين، وطاء البورصة و ملاك القيم المنقولة.
 - ضمان السير الحسن لعمليات المقاصة و تسوية العمليات.
 - تسجيل المرهونات، الاعتراضات و مختلف الأعباء المرتبطة بالأوراق المالية.
- و يؤدي الدور الذي تقوم به هذه الهيئة إلى تحقيق الضمانات الضرورية للمستثمرين، كما تحقق التسوية لعمليات التداول بين المتعاملين و إجراء المقاصة بين شركات البورصة.

الفرع الرابع: وطاء البورصة

يكلف القانون وطاء البورصة - بشكل حصري - بتداول و تسجيل القيم المنقولة في بورصة تونس للقيم المنقولة BVMT. و حسب المرسوم 99-2478 الصادر بتاريخ الأول نوفمبر 1999 و الذي يتعلق بتنظيم وطاء البورصة و الذي حدد العمليات المنوط بوطاء البورصة كآتي:

- النصح و المشورة المالية.
- التسيير الفردي أو الجماعي للقيم المنقولة.
- توظيف القيم المالية لصالح الجمهور سواء في عمليات الإصدار أو العروض العامة.
- ضمان الإصدار الجيد للأوراق المالية.

و قد تم إنشاء جمعية لوطاء البورصة تتكفل بالدفاع عن مصالح وطاء البورصة، و تقدم المقترحات حول سبل تطوير السوق المالية، فضلا عن تسيير صندوق ضمان السوق و الذي حدده

¹ <http://www.sticodevam.com.tn/site/fr/> Vu le 11/08/2011.

القانون العام للبورصة (المادة 12). و يتشكل هذا الصندوق من وسطاء البورصة، و يهتم بضمان السير الحسن لعمليات التداول في السوق، في حالة القصور في التسديد أو التسليم، و تتشكل مساهمات صندوق ضمان السوق من طرف وسطاء البورصة.¹

كخلاصة لتنظيم السوق المالية التونسية يمكن القول أن هذه السوق تفتح المجال أمام الشركات غير المقبولة للتداول في البورصة الرسمية لتداول قيمها في سوق خارج التسعير على الرغم من قلة الضمانات التي تقدمها، إلا أنها تبقى تحت سلطة مجلس الأسواق المالية. كما تتميز السوق المالية التونسية بالتنوع النسبي للأوراق المالية المتداولة فيه مقارنة ببورصة الجزائر مثلاً. و تسهر على مصالح الوسطاء في البورصة التونسية جمعية وسطاء البورصة لتوحيد الوسطاء.

المطلب الثاني: نشأة البورصة التونسية و تطور الإصلاحات المتعلقة بها

يعد إنشاء البورصة التونسية قديماً نوعاً ما حيث تم ذلك في سنة 1969، إلا أن دور البورصة في تمويل الاقتصاد ظل محدوداً نظراً لسيطرة الدولة و البنوك على قطاع التمويل، كما طغى على نظام ملكية الشركات التونسية القطاع العائلي الذي بالرغم أنه يعتمد على اقتصاد السوق إلا أنه لا يشجع التطور المستمر و الدائم للبورصة التونسية، مما أدى بالدولة إلى التدخل و ذلك بالقيام بإصلاحات اقتصادية شاملة. و من خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى الفرعين الآتيين:

- نشأة بورصة تونس للقيم المنقولة؛
- تطور الإصلاحات المتعلقة ببورصة تونس.

¹ http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/regulations/ar_IB_statut.pdf Vu le 04/09/2011.

الفرع الأول: نشأة بورصة تونس للقيم المنقولة

تعود أولى التجارب في مجال البورصة في تونس إلى إنشاء مكتب التصفية و المقاصة الذي استمر نشاطه كمثيله في المغرب من 1937 إلى 1945، حيث شهدت هذه الفترة أول إصدار رسمي للأوراق المالية (سند قرض عقاري) في السوق المحلي من طرف شركة فرنسية عام 1939، و هذا يعد مؤشرا و لو مبدئي لظهور سوق ثانوي، و في عام 1945 تم إنشاء مكتب تسعير القيم المنقولة OTCVM نتيجة لتحسين الأوضاع التي عرفتتها تونس.

كما عرفت تونس ظاهرة عقد الصفقات في البورصة في العهد الاستعماري قبل استقلالها سنة 1956. أما الفترة الممتدة من الاستقلال و حتى سنة 1968 فقد توقفت بورصة تونس عن العمل. و في سنة 1969 قامت السلطات التونسية بنشر أول قانون للاستثمارات و أعلنت عن إعادة انطلاق بورصة تونس للقيم المنقولة BVMT، حيث تم إنشاءها بموجب القانون 13-69 المؤرخ في 1969/02/27 كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المدنية و الاستقلال المالي و تخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط و الاقتصاد، و كان هذا في ظل السياسة الاقتصادية العامة التي تعطي أهمية كبيرة للقطاع الخاص، و نشير إلى أن بورصة القيم المنقولة بتونس بدأت نشاطها في ماي 1970، و يعتبر أول تاريخ لأول تسعيرة و تداول للقيم المنقولة بها.¹

فهي إذاً تعد حديثة العهد نسبيا إذا ما قورنت بباقي البورصات الناشئة مثل البورصة المصرية، كما أنها بقيت تلعب دورا هامشيا حيث كان ينظر إليها أنها عبارة عن مكتب لتسجيل المعاملات على الأوراق المالية، و لم تكن تمثل بديلا عن التمويل البنكي السائد في تلك الفترة، بل أكثر من ذلك فإن دورها في تمويل الاقتصاد بقي محدودا نظرا لهيمنة الدولة و البنوك التجارية على تمويل الاقتصاد، مما أدى

¹ يخلف عبد الرزاق، مرجع سبق ذكره، ص: 151.

إلى ظهور مستويات مرتفعة من التضخم¹، حيث تميز الاقتصاد التونسي و بالأخص القطاع المالي و التمويلي فيه آنذاك بالخصائص التالية:²

- كانت المؤسسات العمومية و الخاصة تعتمد بشكل كبير على التمويل غير المباشر المتمثل في القروض البنكية و الدعم الحكومي بما أن ذلك كان ضمن السياسة المنتهجة من طرف الحكومة التونسية، و لكن بالرغم من أن تونس تعد من أول الدول العربية التي تبنت سياسة اقتصادية تهدف إلى دعم القطاع الخاص إلا أنها لم تولي الاهتمام اللازم لتطوير السوق المالية إلا ابتداء من سنة 1986.

- ارتفاع الفوائد على الودائع لدى البنوك مع إعفاء هذه الودائع من الضرائب من خلال تشريعات ضريبية تتطلب ذلك.

- عدم تشجيع النظام الضريبي لتوظيف الأموال في البورصة، و بالتالي عدم السعي الجاد للحكومة لتطوير السوق المالية نظرا لعدم تحفيز الأفراد و الشركات على توجيه استثماراتهم إلى الأوراق المالية.

كل هذه الخصائص جعلت من مساهمة رسملة البورصة في الناتج المحلي ضئيلة إلى غاية الثمانينيات. و بالتالي يمكن استنتاج أن المسؤولين في تلك الفترة كانوا ينظرون إلى البورصة على أنها مكتب لتسجيل المعاملات على الأوراق المالية بدلا من كونها مرآة للاقتصاد تلعب دورا محوريا في تمويل المؤسسات، مما أدى إلى انخفاض رأس المال السوقي للبورصة التونسية في تلك الفترة حيث لم يتجاوز في نهاية 1986 نسبة 1% (نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي).

و لتجاوز الدور الضئيل الذي كانت تضطلع به البورصة التونسية تبنت الحكومة التونسية برنامج إصلاح هيكلي و ذلك مع حلول سنة 1986، حيث شمل هذا البرنامج جميع القطاعات الاقتصادية و المالية بما في ذلك السوق المالية من خلال خلق إطار قانوني و مؤسسي حديث تتمكن من خلاله السوق

¹ http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/rapp_ann/cmf08_ar_rapp.pdf P: 28. Vu le 14/07/2011.

² http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/rapp_ann/cmf06_ar_rapp.pdf PP: 17-18. Vu le 13/09/2011.

المالية من تحقيق الأهداف الاقتصادية المنوط بها المتمثلة في تعبئة و جمع الموارد و توظيفها في الأهداف التي تتلاءم و متطلبات تحقيق التنمية، حيث كانت الإصلاحات تخص الإجراءات المتعلقة بمراجعة النظام الجبائي للاستثمار في الأوراق المالية و بعث أدوات و آليات مالية جديدة.

الفرع الثاني: تطور الإصلاحات المتعلقة ببورصة تونس

شهد النظام المالي التونسي تطورات عديدة تمثلت في سلسلة من الإصلاحات، و التي جاءت لتساير الظروف الاقتصادية التي مرت بها تونس، فكانت عبارة عن مجموعة من القوانين و المراسيم التي تهدف إلى تطوير هذا النظام، و كانت للبورصة التونسية نصيب من هذه الإصلاحات، و سيتم عرض تطورها كما يلي:

أولاً: إصلاحات الفترة 1988-1993

أدت أولى الإصلاحات المتعلقة بالبورصة خلال الفترة 1988-1993، إلى وضع إطار شرعي و قانوني عصري تمثل أساساً في القانونين رقم 88-111 بتاريخ 18/08/1988 المتعلق بدعم سوق الأوراق المالية، و القانون رقم 88-92 بتاريخ 02/08/1992 المتعلق بإنشاء صناديق الاستثمار، حيث أتى هذا الأخير بأهم التعديلات التي سمحت بإدخال مفاهيم جديدة تشجع الأفراد على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية، إضافة إلى فرض ضرائب إضافية على الودائع البنكية و التخفيض من الفوائد على هذه الودائع بسبب خفض معدل التضخم، كما تم خفض الضريبة على أرباح الشركات من 80% إلى 35%¹ و كان الغرض من هذه القوانين السماح للسوق المالية بالمساهمة في تمويل الاقتصاد، و قد مست هذه التعديلات الجوانب الآتية:²

- إدخال مفهوم اللجوء العام للادخار (APE) و الذي كان يهدف إلى فتح السوق للشركات و في نفس الوقت حماية المدخرين عن طريق نشر المعلومات.

¹ الأمانة العامة لاتحاد البورصات و هيئات سوق المال العربية، المؤتمر الثاني للوسطاء العرب، دمشق، 1996، ص: 43.

² نفس المرجع أعلاه، ص: 45.

- وضع الإطار القانوني للإصدار، حيث تم إلغاء الموافقة الإدارية و أصبح الإصدار قرار داخلي خاص بالشركة وحدها. فخلال الفترة 1993-2000 تمت أكثر من 100 عملية إصدار، مقابل أقل من عشرة عمليات خلال الفترة 1969-1988.

- فتح سوق السندات و التي كانت حكراً على البنوك و المؤسسات غير المالية.

- تشجيع إنشاء شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت، و شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، و شركات الاستثمار ذات رأس المال المخاطرة، و ذلك من خلال وضع الإطار القانوني لها (141 مؤسسة استثمار تدير حوالي 2.12 مليار دينار تونسي و ذلك بتاريخ 30 نوفمبر 2000).

- إجراء تعديلات فيما يتعلق بالمنتجات المالية من خلال السماح بإنشاء صناديق مشتركة للتوظيف و الأسهم الممتازة، الأوراق التساهمية و شهادات الاستثمار.

ثانياً: إصلاحات الفترة 1994-1996¹

بحلول سنة 1994، أصبح هدف السلطات المالية التونسية هو الوصول إلى المعايير الدولية في المجال التنظيمي و المجال التقني للبورصة. ففي المجال التنظيمي، قامت السلطات بتبني قانون أعاد تنظيم السوق المالية، و هو القانون رقم 94-117 الصادر في 14 نوفمبر 1994 ، و الذي أعاد هيكلة البورصة التونسية. ، كما برزت في النصف الأخير من عقد التسعينات الحاجة إلى ضرورة ضمان الشفافية في السوق المالية التونسية، و ذلك لأنها عامل أساسي لنجاح الإصلاحات و تطور البورصة. و تظهر هذه الشفافية من خلال النقاط التالية:

- إجراءات محددة بوضوح.

- معالجة الأوامر بشكل فردي و ليس جماعي.

- تبني نظام للتسعير الإلكتروني هو (Supercac-UNIX).

¹ http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/regulations/ar_loi94.pdf P: 26. Vu le 15/07/2011.

- نشر و إعلان معلومات السوق في الوقت الفعلي (En temps réel).

أما في المجال التقني، فابتداء من 25 أكتوبر 1996 تبنت بورصة تونس تكنولوجيا متقدمة في التعامل وفقا للمعايير الدولية، حيث أدخلت نظاما جديدا متطورا للتسعير الالكتروني صمم من قبل Atos-Euronext الذي يعتبر الجناح التكنولوجي لشركة EURONEXT التي تضم بورصات كل من باريس، بروكسل و أمستردام. و هو نظام (Supercac-UNIX) الذي يستعمل أجهزة الكمبيوتر.

ثالثا: إصلاحات 1999¹

من أجل تطوير السوق المالية و إعطائها دفعة أخرى صدر القانون رقم 99-92 الصادر في 17 أوت 1999، الذي أعطى تسهيلات ضريبية في سبيل تحريك و زيادة العرض و كذا بعث و عقلنة الطلب في البورصة. و على العموم كان يهدف إلى:

أ- تحريك العرض: و ذلك بتشجيع الشركات على دخول البورصة بإعطائها مزايا ضريبية ترجمت بخفض معدل الضريبة على أرباح الشركات من 35% إلى 20% خلال فترة تقدر بخمس سنوات، بشرط ألا يقل معدل فتح رأس المال للجمهور عن 30%. أعطيت هذه الميزة أيضا للشركات المسجلة في البورصة و التي تقوم بفتح جزء إضافي من رأس مالها بنسبة تفوق أو تساوي 20%، و بنسبة إجمالية من رأس المال لا تقل عن 30%.

ب- تعزيز الطلب و ذلك من خلال:

- اتخاذ إجراءات لتشجيع الادخار المالي المستثمر في شكل أسهم مسجلة في البورصة، و ذلك بإنشاء "حساب الادخار بالأسهم" (Compte d'épargne en action)، حيث يستفيد صاحبه من تخفيض في الضريبة المفروضة على دخله تصل إلى 50% من المبلغ المستثمر، من دون أن تتعدى

¹ http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/regulations/ar_arrete1993.pdf PP: 14-15. Vu le 11/08/2011

القيمة المخصصة 5000 دينار تونسي في كل سنة و بشرط أن يتم الاحتفاظ بالإصدارات و الأموال لمدة 5 سنوات كاملة.

- إعطاء الأشخاص المعنويين فرصة تكوين مؤونات غير خاضعة للضريبة و ذلك تحت بند حماية قيمة الأسهم المسجلة في البورصة من الانخفاض و النقصان في قيمتها.

- جعل قوانين تدخل الشركات المسجلة لشراء إصدارتها الخاصة من أجل التقليل من تذبذب الأسعار أكثر مرونة. إذ أعطي لمجلس إدارة الشركة الحق في تحديد شروط تدخل الجمعية العامة العادية لمدة ثلاث سنوات عوضا عن سنة واحدة.

ج- انفتاح البورصة على الخارج: و في هذا الإطار تم السماح للأجانب بشراء و اقتناء أوراق مالية تمثل رأس مال شركات تونسية، سواء كانت هذه الأخيرة مسجلة أو غير مسجلة في البورصة، من دون فرض قيود أو شروط عليهم طالما أن هذه المساهمة الأجنبية لا تتجاوز 50%. علما بأنه للأجانب الحق في تحويل أموالهم و كذا الأرباح الناتجة عنها إلى بلدانهم بكل حرية.

المبحث الثالث: واقع الوسطاء الماليين في بورصة تونس

تمر جميع العمليات في بورصة القيم المنقولة التونسية عن طريق وسطاء رسميين، بحيث لا يمكن إجراء أي مفاوضة تتناول أوراقا مالية إلا داخل البورصة و من خلال هؤلاء الوسطاء الذين قد يكونوا أشخاصا طبيعيين أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض، و سيتم توضيح ذلك عن طريق هذا المبحث، حيث سنلقي الضوء على وسطاء بورصة تونس، كما سنشير إلى حالة الشركة التونسية للأوراق المالية و دورها في البورصة التونسية و ذلك من أجل التدقيق في هذه العملية، و من أجل ذلك تم التطرق إلى المطالب الثلاثة التالية:

- تنظيم الوساطة المالية في بورصة تونس و مهام الوسيط بها؛

- تطور نشاط الشركات الوسيطة المعتمدة في بورصة تونس؛
- دور الشركة التونسية للأوراق المالية في بورصة تونس.

المطلب الأول: تنظيم الوساطة المالية في بورصة تونس و مهام الوسيط بها

- تخضع الوساطة المالية في البورصة التونسية إلى تنظيم و تشريع صارم يوضح لنا مختلف المتدخلين في البورصة و أهم الفاعلين فيها، لذا سوف يتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى الفرعين التاليين:
- تنظيم نشاط الوساطة في بورصة تونس؛
 - مهام الوسيط في بورصة تونس.

الفرع الأول: تنظيم نشاط الوساطة في بورصة تونس¹

إن نشاط وساطة البورصة في تونس يخضع لتنظيم تسهر على ضبطه هيئة السوق المالية و ذلك استنادا للأمر عدد 2478 لسنة 1999 المؤرخ في 01 نوفمبر 1999 المتعلق بضبط النظام الأساسي لوسطاء البورصة و الذي تم تنقيحه و إتمامه بالأمر عدد 1678 لسنة 2007 المؤرخ في 05 جويلية 2007. حيث 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:

أولاً: بالنسبة للأشخاص الطبيعيين

- الجنسية التونسية؛
- مقر إقامتهم موجود في تونس؛
- يتمتعون بحقوقهم المدنية و السياسية؛
- الحصول على شهادة ليسانس أو ما يعادلها؛
- خبرة مهنية تقدر بخمسة سنوات على الأقل في هذا الميدان؛

¹ الأمر عدد 2478 لسنة 1999، الباب الأول، القسم الأول، ص ص: 01-02. من الموقع الإلكتروني:

- أن يجتازوا الامتحان المهني الذي تنظمه هيئة مختارة من طرف مجلس السوق المالي و تحت رقابته؛

- يتعهدوا بالقيام بنشاط المفاوضة و التسجيل في البورصة للقيم و المنتوجات المالية؛
- يكونوا حائزين على الوسائل المادية و المالية الضرورية للقيام بنشاط الوساطة في البورصة و التي يحدد حجمها مجلس السوق المالي.

ثانيا: بالنسبة للأشخاص المعنويين

- يجب أن تكون من جنسية تونسية؛
- يكون موضوعها الأساسي الوساطة و التسجيل في بورصة القيم و المنتوجات المالية؛
- تكون مالكة للوسائل البشرية و المادية الضرورية للقيام بنشاط الوساطة و التي حجمها مجلس السوق المالي؛

- يكون رأس مالها المحرر على الأقل:

مليون دينار تونسي إذا ما أرادت الترخيص للقيام بالعمليات التالية:

- النصح المالي؛

- السعي المصنفي؛

- 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 لابد و أن يتمتع بكامل حقوقه المدنية و السياسية و أن تكون لديه خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في ميدان الوساطة في البورصة.

يتكون ترخيص الوسطاء في بورصة تونس من ترخيص مبدئي و ترخيص نهائي يمنحان له من طرف مجلس السوق المالي، و لكي يبدأ نشاطه في البورصة لا بد و أن يتحصل على موافقة كل من بورصة القيم و شركة الإيداع و المقاصة و تسديد القيم المالية للدخول في نظامها.

للحصول على الترخيص، يودع الشخص المعني ملفه داخل ظرف يرسل إلى المجلس مع إشعار بالوصول، و تتم دراسة هذا الملف خلال أجل لا يتعدى ثلاثة أشهر و خلال 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 لا بد أن يكمل الوسيط ملفه بتقديم الوثائق اللازمة للحصول على الترخيص النهائي خلال مهلة ستة أشهر التي تلي تاريخ إعلامه بالموافقة على الترخيص المبدئي، و يتعهد 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.

الفرع الثاني: مهام الوسيط في بورصة تونس

تتمثل الأنشطة التي يقرها القانون و التي يمارسها وسطاء البورصة حسب الأمر 1999-2478

فيما يلي:¹

- السعي المصنفي المالي؛
- الاستشارة المالية (المؤسسة الراعية)؛
- إدارة محافظ الأوراق المالية لفائدة الغير؛

¹ الأمر عدد 2478 لسنة 1999، الباب الثاني، القسم الأول، ص: 08. من الموقع الإلكتروني:

- التخصص في صناعة السوق: و الذي يمثل أساسا في جلب السيولة لسوق ورقة مالية معينة بالخصوص عن طريق النشر المستمر لسعر شراء و سعر بيع لعدد أدنى من الأوراق المالية.

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

أولا: واجباته العامة التي يقوم بها

يجب على الوسيط في البورصة أن يقوم بالمهام التالية:¹

فتح حساب لكل زبون يدون فيه كل النقود و القيم المتعلقة بالعمليات التي يجريها لهذا الزبون بما فيها العمليات التي تدخل ضمن اتفاقية تسيير محفظة القيم المالية، هذا الحساب يتم تشخيصه إذ أنه يحمل رقما واحدا يجب أن يظهر على كل الوثائق التي يرسلها الوسيط في البورصة إلى هذا الزبون، قبل فتح هذا الحساب لا بد على الوسيط من التأكد من هوية الزبون، أهليته القانونية و عنوانه إذا كان هذا الحساب لشخص طبيعي أما إذا كان لشخص معنوي فلا بد من التأكد من أن الشخص الطبيعي الذي يمثله محول قانونا لذلك، كما لا بد له من معرفة القدرات المالية و الخبرة و الأهداف المالية لزبونه و أن يعلمه بكل الأخطار المرتبطة بالعمليات التي سينفذها له. أما 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 و تحذيرات الوسيط فلا بد أن يضع هذا الأخير على أمر الزبون ملاحظة "عملية تنفذ بطلب من الزبون".

يسلم لكل زبون سلم العمولات التي يأخذها في عملياته.

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

¹ جبار محفوظ، مريم عديلة، بن يوب فاطمة، استراتيجية الاوساطة كنموذج تمويلي معاصر-دراسة حالة تونس-، ورقة بحثية، الجزائر، 2006، ص: 13.

- عدد القيم المشتراة أو المباعة؛
 - السعر الذي تم التنفيذ بها؛
 - مبلغ العمولات التي أخذها الوسيط؛
 - المبلغ الصافي الذي أضيف أو حذف من رصيد حساب الزبون.
- هذا و يمنع القانون التونسي منعا باتا أي وسيط في البورصة من اللجوء إلى خدمات وسيط آخر قصد تنفيذ عملية مفاوضة في البورصة لحسابه الخاص.
- ثانيا: واجباته من حيث مسك الدفاتر و القوائم المالية
- يجب على الوسيط أن يفتح الدفاتر التالية:¹
- دفتر أوامر الشراء و البيع التي وصلته من زبائنه أو أصدرها هو في إطار نشاطي المقابل و مسك السوق؛
 - دفتر خاص تسجل فيه عمليات المقابل؛
 - دفتر لتسجيل العمليات التي تجري لحساب الأشخاص الموضوعين تحت وصايته؛
 - دفتر لتوظيفاته و مساهماته العادية؛
 - دفتر يخص العمليات المنفذة لحساب المسيرين الذين يمتلكون أكثر من 30% من رأسماله.
- ثالثا: أصول قواعد مهنة وسيط البورصة في تونس²
- بالنسبة لقواعد أصول المهنة فيتوجب على وسطاء البورصة القيام بما يلي:
- ممارسة النشاط بأمانة و بدون انحياز مع الحرص على احترام مصداقية السوق؛
 - تجنب كل تصرف من شأنه إيقاع الغير في الخطأ؛
 - تجنب كل سلوك من شأنه الإخلال بشرف المهنة؛
 - برهنة خلال ممارسة النشاط على بذل العناية و الحرص المنتظرين من شخص محترف و متمكن
- موضوع في نفس الظروف؛

¹ الأمر عدد 2478 لسنة 1999، الباب الثالث، القسم الثاني، ص: 18، من الموقع الإلكتروني:

http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/regulations/ar_IB_statut.pdf Vu le 18/06/2011.

² نفس المرجع أعلاه، الباب الثالث، القسم الثالث، ص: 21-22.

- السهر على أن تلقى الأوامر المسلمة له التنفيذ الأفضل فيما يتعلق بالآجال و بالأسعار؛
- أن تتمتع أوامر الحرفاء في كل الحالات بالأولوية على الأوامر المقدمة لفائدة وسيط البورصة و مسيريه و الأشخاص العاملين تحت سلطته بأي عنوان كان؛
- العمل على تفادي تضارب المصالح و في صورة استحالة تفاديها عليه أن يفصل بينها بترجيح مصلحة الحريف؛
- الامتناع عن الاستفادة لحسابه الخاص من المعلومات التي لم تنشر بعد للعموم؛
- وضع تنظيم و هياكل تمكن من تحقيق الفصل بين مختلف الأنشطة التي يتعاطاها و من تفادي التسرب غير المشروع للمعلومات؛
- وضع الوسائل الضرورية لتفادي الممارسات التي يمكن أن تعيق السير العادي للسوق أو التي تمكن من الحصول على منفعة على حساب واحد أو عدد من المتدخلين؛
- لا يمكن لوسيط البورصة استعمال الأموال و الأوراق المالية الراجعة لحرفائه لحسابه الخاص.
- أما فيما يتعلق بالقواعد الاحتياطية التي يجب أن يتقيد بها وسطاء البورصة فهي كالآتي:
 - توفير بشكل دائم أموالا ذاتية صافية تساوي أو تفوق جملة الأموال الذاتية الصافية المخصصة لتغطية المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المكونة لمحفظته و ذلك بالنسبة لمساهماته و توظيفاته في الأوراق المالية و كذلك لأنشطته المتعلقة بالتدخل للحساب الخاص و التخصص في صناعة السوق و تغطية الإصدارات و حمل الأسهم.
 - تقدر المخاطر المرتبطة بأصناف الأوراق المالية بنوع السوق حسب نسب مخاطرة تحدد بقرار عام تتخذه هيئة السوق المالية.
 - عندما يلاحظ وسيط البورصة نقصا في الأموال الذاتية الصافية مقارنة بالمبالغ المطلوبة لتغطية المخاطر يتعين عليه إعلام هيئة السوق المالية في أول يوم عمل موال لذلك، و يتعين عليه تسوية وضعيته خلال 48 ساعة إلا إذا منحته السوق المالية أجلا أطول من ذلك.

المطلب الثاني: تطور نشاط الشركات الوسيطة المعتمدة في بورصة تونس

نظرا للقوانين و القيود التي تضبط نشاط وسطاء البورصة في تونس، يصبح من المؤكد أن كل من يحاول مزاوله نشاط وسيط البورصة أن يتمتع بالكفاءة العالية و الإمكانيات الكبيرة التي لا يمكن توفرها إلا عند الشركات خفية الاسم و الذي بلغ عددها في البورصة التونسية 23 شركة في سنة 2010، و سيتناول هذا المطلب ما يلي:

- قائمة الشركات الوسيطة المعتمدة في بورصة تونس؛

- تحليل نشاط الشركات الوسيطة في بورصة تونس.

الفرع الأول: قائمة الشركات الوسيطة المعتمدة في بورصة تونس

الوسطاء المعتمدون في بورصة تونس للأوراق المالية هم:¹

- الشركة التونسية للأوراق المالية؛

- التجاري للاستثمار؛

- الشركة التونسية للبورصة؛

- شركة ماك للوساطة بالبورصة؛

- شركة التمويل و الاستثمار بشمال إفريقيا؛

- الأمان للاستثمار؛

- أكسيس بورص؛

- الشركة المالية الدولية للوساطة في البورصة؛

- البنك القومي الفلاحي رؤوس أموال؛

- مكسولا بورص؛

- شركة المستشارين الماليين العرب؛

- التونسية السعودية للاستثمار؛

¹ <http://www.bvmt.com.tn/AR/brokers/?view=cordonnee-inter> Vu le 13/06/2011.

- شركة التصرف و المالية؛
 - شركة الهندسة المالية و الوساطة بالبورصة؛
 - الشركة التونسية للبنك رأس مال؛
 - المالية للتوظيف و التصرف؛
 - الاتحاد البنكي للتجارة و الصناعة للمالية؛
 - بنك التمويل السعودي التونسي للاستثمار؛
 - الاتحاد المالي؛
 - الوسيط الدولي؛
 - شركة الإرشاد للوساطة المالية و الاستثمار؛
 - الدولية للوساطة و الإرشاد المالي و الاستثمار؛
 - الشركة المالية للتصرف؛
 - الشركة العامة للاستثمار.
- و أخيرا تم في سنة 2009 الشروع في دمج شركتي وساطة و هما الشركة المالية للتصرف و الشركة التونسية للبنك رأس المال التابعتان للشركة التونسية للبنك، و أنجزت هذه العملية في شهر ماي 2010. وبهذا أصبح عدد الشركات الوسيطة في بورصة تونس هو 23 شركة.
- الفرع الثاني: تحليل نشاط الشركات الوسيطة في بورصة تونس**
- أولا: عدد الشركات**

يوجد في بورصة تونس للأوراق المالية عدة شركات تعمل في مجال الوساطة المالية، و فيما يلي جدول يبين تطور عدد هذه الشركات كالأتي:

جدول رقم 3-3: تطور عدد الشركات الوسيطة في بورصة تونس

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد الشركات	24	24	23	23	24	24	24	24	23

المصدر: من إعداد الطالب عن التقارير السنوية لبورصة تونس للسنوات 2003، 2006، 2010.

من خلال هذا الجدول نلاحظ أن عدد الشركات يتذبذب بين 23 و 24 شركة فقط على مدى 8 سنوات، و هذا يدل على أن هناك تخوف من إنشاء شركات أخرى تعمل في مجال الوساطة المالية في البورصة التونسية، هذ التخوف يرجع إلى احتكار مجموعة من شركات الوساطة (الأكثر نشاطا)، بالإضافة إلى ذلك فإن الشروط التي وضعتها هيئة السوق المالية التونسية لإنشاء مثل هذه الشركات لا تتحملها أي شركة بسيطة.

ثانيا: حجم التداول

يعتبر حجم التداول من المؤشرات المهمة و المستعملة في البورصة خاصة و أنه يعبر عن نشاطها، و فيما يلي نستعرض تطور نشاط الوسطاء من خلال الجدول التالي:

جدول رقم 3-4: تطور نشاط الوسطاء في البورصة التونسية

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
القيمة الإجمالية لحجم تداول الوسطاء (مليون دينار)	685.4	470.8	634.5	1402.8	1492.5	1744	4218	6647.9	5403.9

المصدر: من إعداد الطالب عن التقارير السنوية لبورصة تونس للسنوات 2002، 2004، 2010، و
التقرير السنوي لهيئة السوق المالية التونسية لسنة 2008.

نلاحظ وجود تطور ملحوظ في إجمالي حجم تداول الوسطاء، و خاصة في السنوات الثلاثة
الأخيرة (2008، 2009، 2010)، و يرجع هذا إلى الإصلاحات التي مست النظام الأساسي
للوسطاء و ذلك في سنة 2007. حيث سمحت هذه الإصلاحات لحدوث قفزة كمية لحجم تداول
الوسطاء و يظهر ذلك جليا في انتقال حجم تداول الوسطاء من 1744 مليون دينار في سنة 2007 إلى
4218 مليون دينار في سنة 2008.

فضلا عن هذا التطور الواضح في حجم التداول فإنه لا بد من الإشارة أيضا إلى الوسطاء الأكثر
نشاطا في البورصة التونسية و ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم 3-5: تطور نشاط الوسطاء الأكثر نشاطا في البورصة التونسية

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
قيمة حجم تداول العشر وسطاء الأكثر نشاطا(مليون دينار)	485.5	312.3	481.6	1117.3	1101.1	1286.6	3550.5	5763.7	4227.6
النسبة من إجمالي التداول(%)	70.8	66.33	75.9	79.6	73.7	73.8	84.2	86.7	78.2

المصدر: من إعداد الطالب عن التقارير السنوية لهيئة السوق المالية التونسية للسنوات: 2003، 2007، 2008، و التقرير السنوي لبورصة تونس لسنة 2010.

رغم وجود فرق شاسع بين حجم تداول الوسطاء في سنة 2009 الذي بلغ 6647.9 مليون دينار تونسي و سنة 2003 حيث بلغ 470.8 مليون دينار تونسي (جدول رقم 3-4)، إلا أن عدد الوسطاء ظل مستقرا إذ تراوح هذا العدد بين 23 و 24 شركة فقط. يعود ذلك إلى تخوف الراغبين الجدد في مزاوله هذا النشاط، يرجع هذا التخوف إلى احتكار مجموعة من شركات الوساطة (الأكثر نشاطا) و التي تستحوذ على نسبة 76.58% من إجمالي حجم تداول الوسطاء خلال هذه الفترة، و بالتالي التخوف من إنشاء شركات وساطة جديدة. و تجدر الإشارة إلى أن نسبة تداول الوسطاء الأكثر نشاطا من إجمالي حجم التداول لم تقل عن 70% إلا في سنة 2003 حيث بلغ 66.33%.

المطلب الثالث: دور الشركة التونسية للأوراق المالية في بورصة تونس

للوقوف على الدور الذي تقوم به الشركات الوسيطة في بورصة تونس، فإنه سوف يتم الإشارة لحالة الشركة التونسية للأوراق المالية و ذلك بغية التدقيق في هذا الدور و الذي يتجلى أساسا في التفاوض على الأوراق المالية و التسعير في البورصة.

و تعتبر هذه الشركة من أكبر الشركات الوسيطة في بورصة تونس من حيث نشاطها بتسعيرة البورصة، حيث حافظت على هذه المرتبة طوال الفترة الأخيرة من 2006 إلى 2010، فبلغت نسبة هذه الشركة 15.86% من الأموال المتداولة في تسعيرة البورصة في السنة الأخيرة¹. حيث كان هذا السبب الأساسي في اختيار هذه الشركة، و سيتم التطرق في هذا المطلب إلى ما يلي:

- التعريف بالشركة و هيكلها الإداري؛

- المفاوضة و التسعير في بورصة تونس.

الفرع الأول: التعريف بالشركة و هيكلها الإداري أولاً: التعريف بالشركة²

الشركة التونسية للأوراق المالية (Tunisie Valeurs) هي شركة متفرعة عن مجموعة تونس للإيجار (Tunisie leasing). تأسست الشركة الأم بتاريخ 1984/10/08 و كانت بالتالي أول مؤسسة مالية تونسية متخصصة في قروض الإيجار و كانت وتيرة التطور السريع الذي عرفته هذه الشركة دافعا أساسيا لها لتوسيع نشاطاتها، فكان ميلاد مؤسسة التونسية للأوراق المالية في ماي 1991 و التي 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؛

- تسيير المحفظة لحساب الزبائن؛

¹ التقرير السنوي لبورصة تونس لسنة 2010، من الموقع الإلكتروني:

<http://www.bvmt.com.tn/publications/stats/reports/2010.pdf> P: 13. Vu le 23/09/2011.

² <https://www.tunisievaleurs.com.tn/indexssl.asp> Vu le 02/01/2011.

- النصح و المساعدة فيما يخص إعادة هيكلة المؤسسات، شراء مؤسسات تقييم المشاريع أو الإدخال إلى البورصة؛
- المساهمة و الاشتراك في رأس مال المؤسسات.
- و قد عرفت الشركة تطورا كبيرا تمثل في:
- عدد الحسابات المسيرة من طرف هذه الشركة و الذي يتعدى 15000 حساب؛
- الأموال المسيرة و التي 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 و كذا سمعتها و التي ارتكزت على:
- تحسين نوعية الخدمات المقدمة إلى الزبائن:
- لتحسين نوعية خدماتها قامت مؤسسة تونس للقيم بتوفير تسيير مشخص لحسابات زبائنها من طرف تجارين محترفين و ذلك عن طريق:
- ترتيب الحسابات حسب شرائح؛
- توزيع هذه الشرائح إلى التجاريين.
- و هذا ما ساهم في جعل الزبائن القدامى أوفياء لهذه المؤسسة من جهة لأن المنتجات المشخصة صارت تتجاوب مع حاجاتهم و رغباتهم و في جلب زبائن جدد من جهة أخرى. و هذا ما أثبتته الإحصائيات التي قامت بها دائرة الدراسات التابعة لهذه المؤسسة و التي عكست تطورا كبيرا لعدد الحسابات المفتوحة و حجم لا يستهان به في الأموال المسيرة.

- خلق منتوجات جديدة و التفتح على الخارج:

الهدف من ذلك هو توسيع المنتجات المالية المقترحة للزبائن و ذلك بعرض منتوجات جديدة لعل أهمها حساب Optima و هو حساب مختلط (ادخار + تأمين). أما التفتح على الخارج فقد جاء كنتيجة لمرونة التشريعات التونسية الخاصة بالاستثمار الأجنبي و التي صار بمقتضاها من المسموح به للأجانب و غير المقيمين بالاستثمار في البورصة.

- تنظيم المؤسسة:

قرر مجلس الإدارة المنعقد بتاريخ 1997/06/30 و الذي كان موضوعه إعادة تنظيم المؤسسة

كما يلي:

- تأسيس دائرة الدراسات و التي تهتم أيضا بالعلاقات مع الخارج؛

- إنشاء دائرة التجاري و التي تعفى من مشكل التسيير، الإدارة و المالية مما يجعلها أكثر

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 الأعمال المحقق؛

- رسم الأهداف سداسيا.

ثانيا: الهيكل الإداري للشركة¹

إن مفتاح نجاح أية مؤسسة يكمن قبل كل شيء في وجود هيكل تنظيمي عام واضح تتحدد فيه

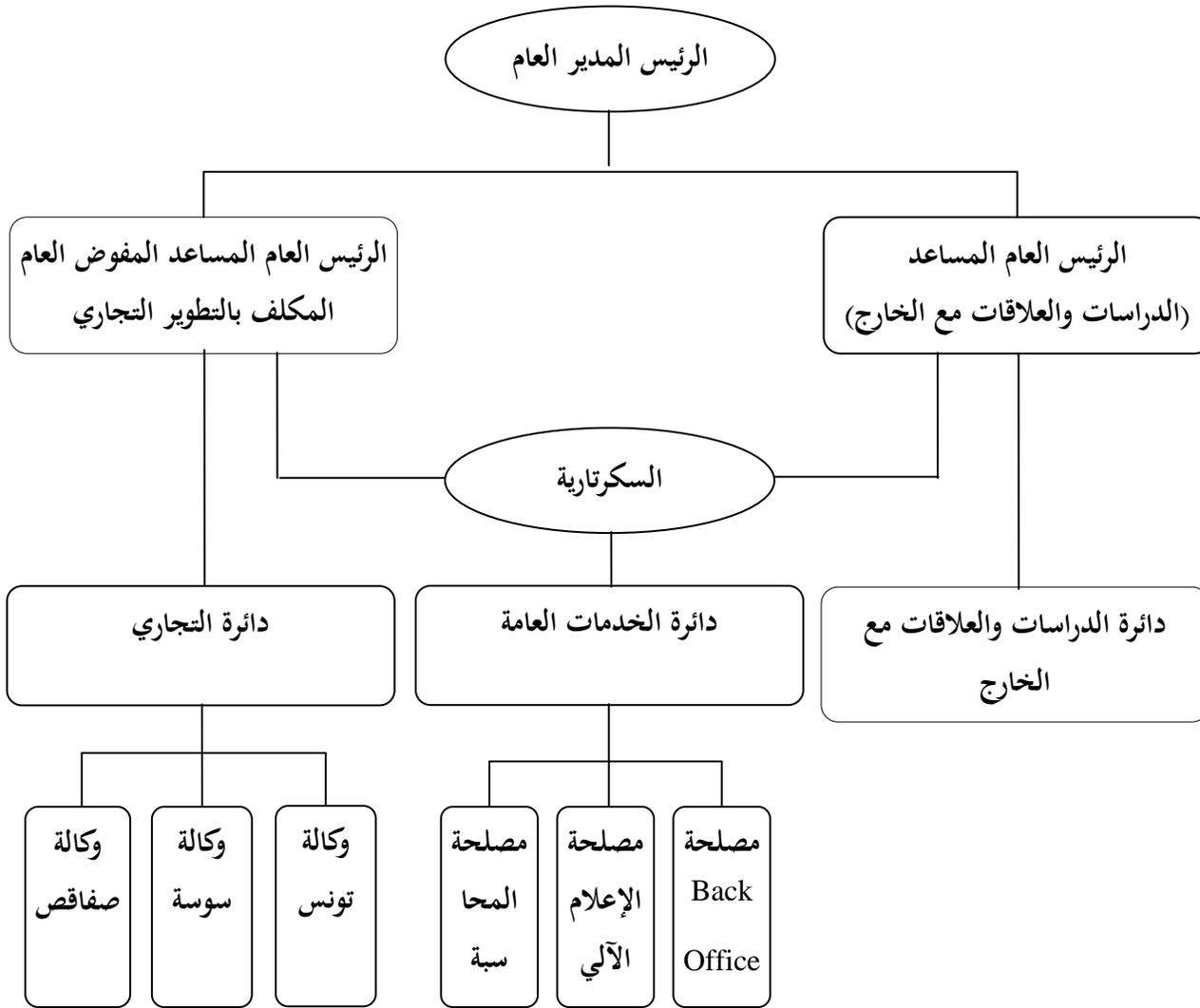
المهام تحديدا دقيقا و هذا ما أقره مجلس الإدارة التابع للشركة حيث تبنى الهيكل التنظيمي العام لها و

الموضح في الشكل التالي:

¹. Revue de recherches, Tunisie Valeurs, Département recherches & études, site web:

<https://www.tunisievaleurs.com.tn/fr/revues/20110818.pdf> PP: 06-09. Vu le 12/08/2011.

شكل رقم 3-1: الهيكل التنظيمي العام للشركة التونسية للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالب عن:

<https://www.tunisievaleurs.com.tn/fr/revues/20110818.pdf> P P: 6-7

Vu le 12/08/2011.

أ- الرئيس المدير العام

و هو الذي يأخذ القرارات الإستراتيجية التي تمس الشركة و يجب على الجميع داخل المؤسسة إعلامه بكل ما يتعلق بالشركة.

يساعد الرئيس المدير العام ثلاثة مدراء رئيسيون مساعدون هم:

- المدير العام المساعد المكلف بالتطوير التجاري:

و هو في نفس الوقت مفوض عام و مدير لوكالة تونس دون أن يفقد صلاحية الرقابة على وكالتي صفاقس و سوسة، مهام هذا المدير تتمثل في:

- وضع الاستراتيجيات التجارية قصد تحسين وضعية منتوجات المؤسسة على مستوى السوق؛
- تأطير و توجيه التجاريين في الوكالات الثلاث؛
- تنسيق الجهود و الإجراءات التي تقوم بها دائرة التجاري؛
- الاتصال الدائم بالزبائن من النوع الرفيع.

- المدير العام المساعد الثاني:

المكلف بدائرة الدراسات و العلاقات مع الخارج.

- المدير العام المساعد الثالث:

لا يظهر في الشكل السابق بصورة مباشرة فهو رئيس دائرة الخدمات العامة و هو مكلف إضافة إلى التوظيف، بكل خدمات المعالجة داخل المؤسسة.

ب- دائرة التجاري: تتوزع هذه الدائرة جغرافيا على ثلاث وكالات (تونس ، سوسة، صفاقس).

ج- مصلحة الدراسات و العلاقات مع الخارج

- مصلحة الدراسات:

تقوم هذه المصلحة بجميع الدراسات الضرورية حين إدخال المؤسسة إلى السوق، إصدار القروض السنديّة أو رفع رأس المال، و من مهامها أيضا القيام بكل الدراسات المتعلقة بالمنتوجات الجديدة، و تصدر هذه المصلحة في نهاية كل فصل مجلة تحتوي على دراسات قطاعية.

- مصلحة العلاقات مع الخارج:

خلال سنة 1995، أصدر المرسوم التنفيذي الخاص بالاستثمارات الأجنبية، و الذي بمقتضاه صار بمقدور الأجانب أن يمتلكوا 10% من رأس مال مؤسسة مسعرة، و يمكن تعدي هذا السقف بعد موافقة وزارة الاقتصاد و نتيجة لهذه المرونة التي عرفتها الساحة التونسية تم خلق مصلحة العلاقات مع الخارج في الشركة التونسية للأوراق المالية، والتي ألقى على عاتقها مهمة إعادة توظيف 240.000 سهم تونس للإيجار و التي كانت بحوزة القرض الليوني لدى العديد من الصناديق الخارجية فكانت بذلك أول مهمة ناجحة تقوم بها هذه المصلحة التي من مهامها أيضا تنظيم زيارات للصناديق الخارجية، أيام دراسية و دراسات مالية أيضا.

د- دائرة الخدمات العامة

- مصلحة المحاسبة:

و التي ألقى على عاتقها محاسبة المؤسسة و تتكون من رئيس مصلحة و مساعديه إضافة إلى مسؤول عمليات الملف.

- مصلحة المكتب الخلفي (Back Office):

و تتكون من مدير المصلحة، مسير للقروض السنديّة، مسير للبرمجيات، Coursier.

- مصلحة الإعلام الآلي:

و من 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 و تعمل الوكالات الثلاث (تونس، سوسة، صفاقس) تحت نظام آلي شبكي يقع حاسوبه الرئيسي في تونس، تم تطويره من طرف هذه المصلحة.

الفرع الثاني: المفاوضات و التسعير في بورصة تونس

يعتبر الدور الرئيسي للشركة التونسية للأوراق المالية في بورصة تونس هو القيام بعملية التفاوض على القيم المالية و تداولها في البورصة. حيث أن عملية التفاوض على الأوراق المالية المقبولة تتم داخل

السوق الرسمية (البورصة)، و تكون العملية محصورة في قاعة التداول أين يلتقي جميع الوسطاء لتداول أوامرهم حسب نظام التسعير المستخدم في البورصة. و من خلال هذا الفرع سيتم تناول هذين العنصرين:

- المفاوضة في بورصة تونس؛

- التسعير في بورصة تونس.

أولاً: المفاوضة في بورصة تونس

المفاوضة هي حكر على الوسيط إذ أنه هو الوحيد الذي يستطيع أن يقوم على مستوى البورصة بتنفيذ أوامر بيع و شراء القيم التي يصدرها له زبائنه، حيث يمكن لأي شخص راشد أن يصدر أمراً في البورصة، يكفي لذلك أن يكون له حساب لدى وسيط في البورصة أو لدى بنك، و يمكن أن يتم إعطاء هذه الأوامر مباشرة أو عن طريق الهاتف أو الفاكس أو الانترنت.

إذا كان الأمر مكتوباً فلا بد أن يكون وفق النموذج الساري و المعمول به من طرف الوسيط المصادق عليه من طرف مجلس السوق التونسي، و لا بد أن يتضمن الأمر إمضاء المعني و إلا فإنه يلغى. أما إذا كان الأمر بواسطة الهاتف فلا بد من تسجيل المكاملة و حفظها لمدة تتعدى الستة أشهر. حينما يصل الأمر إلى الوسيط، يضع عليه هذا الأخير ساعة وصوله بالتدقيق و يبقى من حق الأمر أن يبلغه أو يغيره ما لم يتم تنفيذه.

يحول الوسيط الأوامر التي يتلقاها أو يصدرها فوراً إلى البورصة لمفاوضتها دون أن يقوم بالتجميع أو بالمقاصة بين أوامر البيع و أوامر الشراء الخاصة بنفس القيمة. و يدعى الشخص الذي يقوم بالمفاوضة على مستوى البورصة لحساب الوسيط بالمفاوض أو المفوض عند الشركة التونسية للأوراق المالية، تقوم مصلحة الإعلام الآلي كل يوم على الساعة التاسعة صباحاً بإعطاء دفتر الأوامر إلى المفاوض الذي يتوجه مباشرة إلى البورصة حيث يمكنه أن يتلقى كتكميل لدفتر الأوامر أوامر بالهاتف من طرف قاعة السوق التابعة للشركة.¹

¹ وليد عبد مولا، البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للنخضيط، الكويت، العدد 91، 2010، ص: 05.

ثانيا: التسعير في بورصة تونس

التسعيرة في بورصة تونس للقيم المنقولة يومية و تتم من يوم الاثنين إلى يوم الجمعة بمعدل حصة واحدة كل يوم من الساعة التاسعة إلى الثانية عشر صباحا.

حاليا التسعيرة مساعدة من طرف الحاسوب و قبل ذلك كانت التسعيرة يدوية تقليدية و تتم على مستوى سبورات و يمكن تلخيصها كما يلي:

التسعيرة بالسبورات نظام يدوي، يقبل أن تسجل أسعار عديدة خلال حصة البورصة، تفرد لكل قيمة سبورة على مستوى المنصة - و التي يسجل فيها كل وسيط الأوامر الخاصة بالقيمة المعنية - و يظهر في أعلى السبورة السعر المرجعي الذي يحسب بترجيح للأسعار المتداولة في الحصة السابقة و الذي على أساسه يحسب هامش التقلبات ب 3% لكل حصة. هذا و يمكن توسيع أو حتى حذف هذا الهامش من طرف مفتش التسعيرة - الذي يمثل السلطة في السوق - إذا كان الاتجاه العام للسوق يفرض ذلك، كما يمكن أن تتوقف التسعيرة إذا ما كان الاتجاه العام متزايدا لكي لا يضر ذلك بالمتعاملين.

إن سعر الافتتاح هو سعر أول صفقة، و لتحديده يقف الوسطاء و هم يحملون أوامرهم الواحد تلو الآخر في صف أمام السبورة التي يختارونها و يقومون بكتابة أوامرهم حينما يجين دورهم. و يجب وضع رمز الوسيط، السعر و الكمية لكل أمر.

توضع أوامر الشراء على العمود الأيمن للسبورة أما تلك المتعلقة بأوامر البيع فتنتقل على العمود الشمالي للسبورة.

تسجل الأوامر على كل عمود من أعلى إلى أسفل و هو ما يحدد أولوية تنفيذها في الزمن، بالنسبة للأوامر فتحدد الأولوية حسب تنافس الأسعار، و يستطيع الوسيط أن يغير أوامره عدة مرات هذا التغيير قد يتعلق بالسعر أو الكمية أو الاثنين معا لكن يجب عليه أن يأخذ في الإعتبار كل من السعر و الوقت.

و لا يزال هذا النظام ساري المفعول في بعض الدول ذات البورصات الناشئة أين يعرف نجاحا كبيرا و واضحا. بالنسبة إلى بورصة تونس فقد ساهم هذا النظام كثيرا في تكوين متعاملين و تعويدهم على ميكانيزمات البورصة بشكل مبسط و تقليدي.

أما التسعيرة الالكترونية و التي اقتبست مبادئ التسعيرة اليدوية، فقد تم التدشين الرسمي لنظامها الذي يحمل خصائص سوق مركزي مسير بالأوامر في 1996/12/02، في ظل هذا النظام يتم إدخال الأوامر للحاسوب الرئيسي الواحد تلو الآخر من طرف الوسطاء الذين يجتمعون كل صباح (ما عدا يومي السبت و الأحد) على مستوى بورصة تونس، كل في مكانه المخصص له و أمام حاسوبه.¹ و تظهر شاشة كل حاسوب مقسمة إلى نوافذ كما يلي:

شكل رقم 3-2 : محتويات شاشة الكومبيوتر التي تظهر للوسيط

السوق حسب الأوامر (1)	ملخص القيم (2)	العتبات (3)	مكان المفاوضة (4)
	أحسن خمس حدود (5)	آخر خمس صفقات (6)	
ملخص السوق (7)			مركز المفاوضة (8)
الإجابة عن الأوامر التي تم إدخالها (9)			

source: <https://www.tunisievaleurs.com.tn/fr/revues/20110818.pdf>

P: 14. Vu le 12/08/2011

¹ الموقع الرسمي لبورصة القيم المنقولة التونسية:

<http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/trading-system/?view=functioning> Vu le 02/02/2011

- (1) السوق حسب الأوامر: و تظهر في هذه النافذة جميع الأوامر التي تم إدخالها إلى النظام منذ بداية الحصة و التي يمكن الإطلاع عليها بثلاثة طرق مختلفة :
 - حسب الوسيط الذي أعطى هذه الأوامر؛
 - حسب السعر الذي تم به إعطاء هذه الأوامر؛
 - حسب اتجاه الأمر (بيع أو شراء) مما يعكس الاتجاه العام للسوق.
 - (2) ملخص القيم ينشر بالنسبة لكل قيمة آخر سعر لها، آخر صفقة و الكمية المبادلة خلالها، ساعة و تاريخ آخر صفقة، التغيرات التي عرفت هذه القيمة.
 - (3) عتبات تغير القيم المختلفة (أدنى سعر، أعلى سعر).
 - (4) اسم مكان المفاوضة (بورصة تونس) و نوع السوق (عاجل أو آجل) .
 - (5) مخصصة لأحسن خمس أسعار في الاتجاهين (بيع/شراء) بالنسبة لكل قيمة.
 - (6) تظهر آخر خمس صفقات حول قيمة معينة.
 - (7) مخصصة لملخص السوق و يستطيع الوسيط عبر هذه النافذة أن يختار محفظة من الأوراق و يتابع تطورها.
 - (8) مركز المفاوضة يدخل الوسيط الأوامر الواحد تلو الآخر.
 - (9) مخصصة للإجابة المعطاة من طرف النظام للأوامر التي قد تم إدخالها.
- يتولى الحاسوب الرئيسي ترتيب الأوامر التي تم إدخالها حسب أولوية الزمن أو السعر كما يتولى تنفيذها حسب نظام التسعير المتواصل أو الثابت، إذ أن القيم المقبولة للتسعير في بورصة تونس مقسمة حسب درجة سيولتها إلى عدة مجموعات (33، 32، 13، 12، 11، ...) و يتم مفاوضتها حسب طريقتين هما التسعير بالتواصل و التسعير بالتثبيت:¹
- أ- التسعير بالتواصل**
- في هذه الحالة يتطور التسعير بالشكل التالي:

¹ Revue de recherches, Tunisie Valeurs, Département recherches & études, site web : <https://www.tunisievaleurs.com.tn/fr/revues/20110818.pdf> PP: 13-15. Vu le 12/08/2011.

- مرحلة ما قبل الافتتاح من الساعة التاسعة إلى الساعة العاشرة و التي يتم خلالها إدخال أوامر إلى الحاسوب دون أن يحدث ذلك صفقات. في هذه المرحلة يظهر على الشاشة أوتوماتيكيا سعر نظري للافتتاح.

- افتتاح الحصة على الساعة العاشرة و تحديد سعر افتتاح وحيد هو السعر الذي يعظم عدد الأوراق المبادلة و يقارب السعر المرجعي (أي سعر الإغلاق بالنسبة للحصة السابقة).

- بعد الافتتاح و خلال الحصة من الساعة العاشرة إلى الحادية عشر و النصف، فإن إدخال أي أمر يؤدي إلى صفقة شريطة أن يكون هناك حد يلائمه في الاتجاه المعاكس.

ب- التسعير بالتثبيت

يتم حسب المراحل التالية:

- مرحلة ما قبل الافتتاح من الساعة التاسعة إلى الساعة العاشرة صباحا و التي يتم خلالها إدخال الأوامر إلى الحاسوب دون أن يترجم ذلك بحدوث صفقات مع نشر أوتوماتيكي لسعر نظري للافتتاح.

- عند الافتتاح يتم تنفيذ الأمر بسعر السوق قبل الأوامر ذات حد السعر المساوي للسعر النظري للافتتاح، في مقابل الأوامر ذات حد سعر الافتتاح تنفذ بأولوية قبل الأوامر بسعر السوق.

- خلال الحصة الأمر بسعر السوق يحول مباشرة من طرف النظام إلى أمر بأحسن حد معطى في الاتجاه المعاكس و هكذا يوضع أمر الشراء بسعر سوق مقابل الأمر بأحسن سعر للبيع و العكس بالعكس.

خلاصة الفصل الثالث

تنهض الوساطة المالية بدور مهم في تنشيط و تفعيل المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية، و يظهر هذا الدور الذي تقوم به من خلال ما يلي:

- الوساطة بين المشتريين و البائعين و بالتالي المساهمة في خلق السوق الأولية.
- تسعيرة الورقة المالية و التي تعتمد على عدة تقنيات مثل التسعير بالمناداة، التسعير بالدرج، التسعير بالصندوق و التسعير بالمقابلة. حيث يتم الوصول إلى سعر التوازن عن طريق التثبيت أو التواصل.
- تلقي و تنفيذ أوامر العملاء، حيث تلقى على عاتق الوسطاء الماليين أوامر متنوعة، تختلف خصوصياتها من أمر لآخر، تتم بعد ذلك عملية المفاوضة على الأوراق المالية، ثم يقوم الوسيط بتنفيذ العملية و التأكد من تسويتها و تنتهي بتحويل الملكية للمشتري و تحويل الأموال للبائع.
- يعتبر مجلس السوق المالية هو الهيئة التي تحرس على تنظيم و مراقبة السوق المالية في تونس، و تلخص مهامه في ضمان السير الحسن و الشفافية لمختلف التعاملات، و تتميز السوق المالية التونسية بالتنوع النسبي للأوراق المالية المتداولة فيها، و تسهر على مصالح الوسطاء في البورصة التونسية جمعية وسطاء البورصة لتوحيد مصالحهم. و تعود أولى تجارب البورصة في تونس إلى سنة 1937م (مكتب التصفية و المقاصة)، إلا أنها لم تبدأ نشاطها إلا في سنة 1970م (تاريخ أول تسعير و تداول بها). ثم قامت السلطات التونسية بإجراء عدة إصلاحات بوضع ترسانة من القوانين تمس مختلف جوانب السوق المالية بصفة عامة و البورصة بصفة خاصة.

يقوم الوسطاء في بورصة تونس بعمليات عديدة من بينها المفاوضة على الأوراق المالية سواء لحساب عملائهم أو لحسابهم الخاص، تسيير محافظ الأوراق المالية، كذلك تنفيذ أوامر العملاء و تسويتها، و قد بلغ عدد الشركات الوسيطة 23 شركة في سنة 2010م. و تمت الإشارة لحالة الشركة التونسية للأوراق المالية التي تعتبر من أنشط الشركات الوسيطة في البورصة، حيث تبين أنها تقوم بعملية المفاوضة في صالة التداول طوال أيام الأسبوع ما عدا يومي السبت و الأحد، و ذلك في إطار نظام التسعير المستخدم في بورصة تونس.

خاتمة

خاتمة :

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية و توجيهها نحو قنوات استثمارية منتجة تعمل على دعم الاقتصاد الوطني و تزيد من معدلات الرفاهية للأفراد، فهي بذلك تلعب دورا هاما في تمويل التنمية الاقتصادية، لذا فهي تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة و النامية على حد سواء.

إن سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين، حيث يتم فيها تداول العديد من الأوراق المالية، و من أجل مقابلة طلبات المشترين بعروض البائعين و التفاوض على هذه الأوراق تطلب الأمر وجود فئة متخصصة في المعاملات المالية داخل هذه السوق تسمى بالوساطة المالية. حيث شهدت هذه الفئة من المؤسسات الوسيطة تطورات ملحوظة من خلال نوعية و حجم الخدمات التي تقدمها، و كذلك خبرتها المكتسبة في المجال المالي، مما جعلها تساهم في تطوير سوق الأوراق المالية و تلعب دورا بارزا في تنشيط المعاملات المالية فيها.

و من أجل أن يدخر المستثمرون أموالهم عن طريق سوق الأوراق المالية، يجب أولا اختيار الوسيط المالي المناسب، و الذي يستطيع المستثمر من خلاله الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية المختلفة، و من خلاله أيضا يستطيع إصدار أوامره المختلفة، إما بالبيع أو الشراء، بحيث يستطيع التحكم في استثماراته كيف يشاء. و تتمثل المهام الأساسية للوسيط المالي في تقديم النصح و المشورة لمساعدة المتعاملين في السوق، تنفيذ مختلف أوامره و كذلك تسيير المحافظ المالية لحساب عملائه أو لحسابه الخاص. و يجب أن تتوفر في الوسيط المالي مجموعة من الخصائص، كما يجب أن تتوفر على الإمكانيات البشرية و المادية المناسبة التي تؤهله للقيام بالأعمال الموكلة إليه بطريقة مناسبة. و حتى 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 و معنويين لمزاولة مهنتهم داخل هذه السوق.

استطاعت مؤسسات الوساطة المالية أن تخطو خطوات عملاقة في السنوات الأخيرة و خاصة فيما يتعلق بتطوير و تنشيط سوق الأوراق المالية، و قد ساعدها في ذلك تطور وسائل الاتصال و خاصة

الانترنت، حيث أصبح يتسنى لأي شخص أن يستثمر أمواله في البورصة و هو في بيته أو مكان عمله بإعطاء الأوامر لوسيطه بيعا أو شراء في أي وقت يشاء من خلال هذه الشبكة.

النتائج :

سمح لنا التعرض لمختلف النقاط الواردة في هذا البحث بالإجابة على الإشكالية المطروحة مع التركيز على مدى تحقق الفرضيات المطروحة في المقدمة، و من ثم الوصول إلى النتائج التالية:

تعتبر سوق الأوراق المالية من الآليات التي تساهم في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد إلى الاستثمارات الأكثر ربحية، و هو ما ينتج عنه نمو و ازدهار الاقتصاد ككل، كما أنها تحد من معدلات التضخم و ذلك راجع للوظيفة الأساسية التي تقوم بها و هي جذب مدخرات الأفراد و المؤسسات.

يقع على عاتق مؤسسات الوساطة المالية دور رئيسي في جذب المستثمر المحلي و الأجنبي للاستثمار في سوق الأوراق المالية، باعتبار أن هذه المؤسسات هي المدخل الأول للمستثمرين. حيث تقوم هذه المؤسسات بالمساهمة في خلق السوق الأولية من خلال العروض التي تقدمها لطالبي الأموال من أجل الإكتتاب.

يعتبر وجود مؤسسات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية أحد المقومات الهامة لنجاح و نمو هذه السوق، و هذا نظرا للدور الذي تقوم به هذه المؤسسات من حيث توعية المجتمع المحلي بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية و العمل على بناء الثقة بين المستثمرين و سوق الأوراق المالية.

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

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

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

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

إن وجود وساطة كفأة في عمليات البورصة تقوم بعملية التغطية و الترويج و تسهيل المعاملات و تنوع هذه المؤسسات و زيادة التنافس بينها يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوساطة. ضمان استمرارية سوق الأوراق المالية و تطوره يرجع بقدر كبير إلى قوة مؤسسات الوساطة المالية و قدرتها على القيام بعمليات التغطية و الترويج و تسهيل المعاملات و السرعة في تنفيذها. يتضح الدور الرئيسي للوسطاء الماليين في البورصة من خلال تنفيذهم لأوامر العملاء و التأكد من تسويتها، و كذلك من خلال قيامهم بمختلف تقنيات التسعير و خاصة التسعيرة الدورية و المستمرة. بقي عدد الشركات الوسيطة في بورصة تونس يتراوح ما بين 23 و 24 شركة و مع ذلك فإن نشاط البورصة في تزايد مستمر و يرجع ذلك بالأساس إلى التشريعات التي وضعتها هيئة السوق المالية التونسية، إذن فمن شأن هذه التشريعات التي تُفرض على الوسطاء الماليين أن تساهم في تنشيط البورصة خاصة إذا أتبعتها هذه الهيئة بأنشطة رقابية فعالة.

إن قيام مؤسسات الوساطة في سوق الأوراق المالية بتحسين نوعية الخدمات المقدمة للزبائن يساهم بشكل كبير في جعلهم أوفياء، كما يؤدي إلى جلب المزيد من المدخرين و المستثمرين.

التوصيات:

إعتمادا على النتائج المستوحاة من هذه الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات قد تساهم إلى حد ما في تجاوز تلك العقبات التي مازالت تقف أمام تطور سوق الأوراق المالية و نشاطها، و ذلك من خلال ما يلي:

تشجيع الادخار و توجيهه نحو سوق الأوراق المالية من خلال حماية المدخرين و منحهم إعفاءات ضريبية و تشجيعهم بكل الوسائل المتاحة (إعلانات، مزايا، فضاءات مفتوحة لتعريف الجمهور).

العمل على إرساء و تطوير صناديق الاستثمار، التي تسمح لصغار المدخرين باستثمار أموالهم في سوق الأوراق المالية بأكثر ثقة و أمان.

إقناع المؤسسات بمزايا الإدراج في سوق الأوراق المالية و مساعدتها على الدخول في أحسن الظروف و بالقيم المالية المناسبة.

تعزير الشفافية و الإفصاح و ذلك عن طريق قيام سوق الأوراق المالية بإصدار نشرة يومية و أسبوعية و شهرية و سنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، و قرارات مجلس الإدارة و معلومات عن أحجام التداول و مؤشرات الأسعار.

إستكمال الإطار التشريعي و ذلك من خلال سن القوانين و التشريعات، و يأتي في مقدمتها قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية و اللوائح التنفيذية، بالإضافة إلى القوانين و أنظمة الاستثمار و الضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية و القوانين العامة ذات الصلة و التأثير غير المباشر على السوق. على مؤسسات الوساطة في البورصة التعاون مع المؤسسات الأكاديمية و الاقتصادية و المصرفية و الإعلامية لعقد ندوات دراسية و محاضرات و مؤتمرات لزيادة الوعي الاستثماري لدى أفراد المجتمع. إعطاء مؤسسات الوساطة الحق في المشاركة في صنع القوانين و القرارات المتعلقة بالسوق المالية عامة و سوق الأوراق المالية خاصة و ذلك عبر ممثلين عنهم، مما سيساهم في زيادة الشفافية و الوضوح للمؤسسات و قيمها المالية.

على مؤسسات الوساطة في البورصة تطوير و تحسين الخدمات التي تقدمها للمستثمرين، كما أن عليها إعطاء أهمية أكبر لمسألة تدريب و تأهيل موظفيها و الحصول على كوادر من المتخصصين القادرين على إجراء التحليل الأساسي و الفني و تقديم الاستشارة القائمة على أسس علمية. العمل على تعزيز الدور الرقابي الذي تقوم به هيئة السوق المالية، و ذلك بهدف حماية المستثمرين و المساهمة في تحقيق الاستقرار و تقليل المخاطر.

آفاق البحث:

كغيره من البحوث و الدراسات يبقى هذا البحث لا يخلو من النقائص حيث يحتاج جهودا إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، فرغم محاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة في هذه الدراسة إلى أنه برزت في الختام مجموعة أخرى من التساؤلات و التي يمكن أن تشكل انطلاقة لدراسات و أبحاث أخرى من شأنها أن تكون مكتملة لهذا البحث و من بينها:

هل نشاط سوق الأوراق المالية متوقف على تطور مؤسسات الوساطة المالية فقط ؟
ما هو دور مؤسسات الأبحاث في تطوير الأسواق المالية؟ و هل تستفيد الأسواق المالية الناشئة من تكوين هذا النوع من المؤسسات ؟

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: الكتب

أ- الكتب باللغة العربية:

- 1- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- 2- أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002-2003.
- 3- أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الطبعة الأولى، عمان، 1997.
- 4- أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 5- أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 6- توماس ماير، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، النقود و البنوك و الاقتصاد، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002.
- 7- جبار محفوظ، تنظيم و إدارة البورصة، دار هومة للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 2002.
- 8- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية و النقدية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
- 9- جون وايت، ترجمة: خالد العامري، الإستثمار في السندات و الأسهم، دار الفاروق للنشر و التوزيع، القاهرة، 2003.
- 10- حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
- 11- حسين بن هاني، اقتصاديات النقود و البنوك، دار الكندي، عمان، 2000.
- 12- حمزة محمود الزبيدي، إدارة المصارف، مؤسسة الوراق للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2000.
- 13- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار المعزز للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2005.

- 14- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2002.
- 15- زياد سليم رمضان، محفوظ احمد جودة، إدارة البنوك، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، 2005.
- 16- زينب حسن عوض الله، اقتصاديات النقود و المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1994.
- 17- سامي خليل، النقود و البنوك، بدون دار نشر، كلية الاقتصاد، جامعة القاهرة، 2008.
- 18- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998.
- 19- سعيد الخضري، مبادئ الاقتصاد، جامعة قناة السويس، 2003.
- 20- سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار أموال العملاء (دراسة تطبيقية تحليلية)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004.
- 21- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 22- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، 2006.
- 23- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001.
- 24- شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، بدون سنة نشر.
- 25- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية (الأهمية - الأهداف - السبل - مقترحات النجاح)، عالم الكتب للنشر و التوزيع و الطباعة، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003.
- 26- ضياء مجيد موسوي، البورصات (أسواق المال و أدواتها)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 27- ضياء مجيد موسوي، البورصات: أسواق رأس المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 28- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
- 29- عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004.

- 30- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري ومحاسبي)، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2004.
- 31- عاطف وليم أندرواس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007.
- 32- عبد الحميد عبد المطلب، العولمة و اقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002-2003.
- 33- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1991.
- 34- عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية(بنوك تجارية - أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 35- عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 36- عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، البورصات و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2002.
- 37- عبد المنعم السيد علي، سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و أسواق المال، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، 2004.
- 38- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل و إدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
- 39- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
- 40- فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية (فنون الاستثمار في البورصة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 41- فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان، 2006.
- 42- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة، 2001.

- 43- محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002-2003.
- 44- محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، القاهرة، 1992.
- 45- محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001-2002.
- 46- محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 47- محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة و البنوك التجارية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- 48- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي و الفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004-2005.
- 49- محمد صالح الحناوي و آخرون، مقدمة في المال و الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 50- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النقائش للنشر و التوزيع، عمان، 1999.
- 51- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006.
- 52- محمد مطر و فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2005.
- 53- محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2006.
- 54- محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2004.
- 55- محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في أعمال البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002-2003.
- 56- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها و مستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة و النشر، الإسكندرية، 2000.
- 57- محمود صبح، التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة و النشر، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2000 .

- 58- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات)، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2005.
- 59- محمود يونس و عبد المنعم مبارك، النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 60- مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود و المال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2000.
- 61- مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال) أدوات و آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، الجزائر، 1993.
- 62- مصطفى رشدي شيحة، إقتصاديات النقود و المصارف، دار المعرفة، الطبعة السادسة، الإسكندرية، 1996.
- 63- مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد و البنوك و بورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، القاهرة، 1993.
- 64- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- 65- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية و صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
- 66- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- 67- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2002.
- 68- نادية أبو فخرة و محمود صبح و شامل الحموي، الأسواق و المؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2005.
- 69- وليد أحمد صافي و أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002.

ب- الكتب باللغة الأجنبية:

- 70- Daniel Szpiro, Introduction a la finance de marché, Economica, Paris, 1998.
- 71- Gilbert Koenig, Analyse monétaire et financière, Economica, Paris, 2000.
- 72- Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, Dictionnaire des marchés financiers, Traduit par Amel Leila Serbis, Edition Pages Bleues, Bruxelles, 2010.
- 73- Josette Pilverdier Latreyte, le marché financier français, Edition Economica, Paris, 1991.
- 74- Michel Karlin, Back-offices et marchés financiers, Edition Economica, Paris, 1997.
- 75- P. Monnier, Les marchés boursiers, Verreuil, Paris, 3^{ème} édition, 1997.
- 76- P.Conso, La gestion financière de l'entreprise, Edition Dunod deuxième édition, Paris, 1989.
- 77- Robert Ferrandier, Vincent Koen, Marché de capitaux et technique financiers, 4^{ème} édition, Economica, Paris, 1997.

ثانيا: الأطروحات و الرسائل الجامعية

- 78- أحمد بن مداني، الوساطة في المعاملات المالية (السمسرة)، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق و العلوم الإدارية، جامعة الجزائر، 2002.
- 79- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006.
- 80- زرفة زهية، بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في العمليات البورصية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000.

81- لحر خديجة، دور النظام المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005.

82- هلال غنية، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2001-2002.

83- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع و الآفاق)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير - جامعة الجزائر-، السنة الجامعية 2002-2003.

84- يخلف عبد الرزاق، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة: دراسة لواقع البورصات العربية و آفاقها المستقبلية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.

ثالثا: المؤتمرات و التقارير

أ- المؤتمرات

85- محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق و تحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، 2007.

86- أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم و السندات تصور و أحكام، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات آفاق و تحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، 2007.

87- عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات آفاق و تحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، 2007.

88- الأمانة العامة لاتحاد البورصات و هيئات سوق المال العربية، المؤتمر الثاني للوسطاء العرب، دمشق، 1996.

ب- التقارير:

89- التقرير السنوي لبورصة تونس لسنة 2002.

90- التقرير السنوي لبورصة تونس لسنة 2003.

91- التقرير السنوي لبورصة تونس لسنة 2004.

92- التقرير السنوي لبورصة تونس لسنة 2006.

93- التقرير السنوي لبورصة تونس لسنة 2008.

94- التقرير السنوي لبورصة تونس لسنة 2010.

95- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية التونسية لسنة 2003.

96- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية التونسية لسنة 2006.

97- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية التونسية لسنة 2007.

98- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية التونسية لسنة 2008.

رابعاً: المجالات و الدوريات و الأوراق البحثية

99- محمد براق، أسواق الأوراق المالية، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية و الاقتصادية و السياسية، الديوان

الوطني للأشغال التربوية، الجزائر، الجزء 37، 2001.

100- وليد عبد مولا، البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي

للتخطيط، الكويت، العدد 91، مارس 2010.

101- جبار محفوظ، مريمت عديلة، بن يوب فاطمة، استراتيجية الوساطة كنموذج تمويلي معاصر-

دراسة حالة تونس-، ورقة بحثية، الجزائر، 2006.

خامساً: مواقع الانترنت

102- http://www.arabtranslators.org/edu/banking/horizon_user_dual.pdf
Vu le 12/08/2011.

103- الموقع الرسمي لبورصة القيم المنقولة التونسية:
<http://www.bvmt.com.tn/>

104-http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/regulations/ar_arrete1993.pdf Vu le 11/08/2011

105-http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/regulations/ar_IB_statut.pdf Vu le 04/09/2011.

106-http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/regulations/ar_loi94.pdf Vu le 15/07/2011.

107-<http://www.bvmt.com.tn/publications/stats/reports/2010.pdf>

108- الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية التونسية:
<http://www.cmf.org.tn/>

109-http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/rapp_ann/cmf03_ar_rapp.pdf Vu le 09/07/2011.

110–http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/rapp_ann/cmf06_ar_rapp.pdf Vu le 26/08/2011.

111–http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/rapp_ann/cmf07_ar_rapp.pdf Vu le 26/08/2011.

112–http://www.cmf.org.tn/pdf/publication_cmf/rapp_ann/cmf08_ar_rapp.pdf Vu le 14/07/2011.

113- الموقع الرسمي لشركة الإيداع و المقاصة التونسية:

<http://www.sticodevam.com.tn/site/fr/>

114- الموقع الرسمي للشركة التونسية للأوراق المالية: <https://www.tunisievaleurs.com.tn/>

115- <https://www.tunisievaleurs.com.tn/fr/revues/20110818.pdf>

Vu le 12/08/2011.

سادسا: قوانين

116- الأمر عدد 2478 لسنة 1999 المؤرخ في أول نوفمبر 1999 و المتعلق بنظام الوسطاء في البورصة.

117- الأمر عدد 1678 لسنة 2007 المؤرخ في 5 جويلية 2007 و المتعلق بنظام الوسطاء في البورصة.

الملاحق

الملحق رقم 01: القوانين المنظمة للوسطاء الماليين في بورصة تونس للقيم المنقولة:¹

LES INTERMEDIAIRES EN BOURSE:

Ce sont les personnes physiques et morales chargées de l'enregistrement et de la négociation des valeurs mobilières à la Bourse, ils doivent préalablement recevoir l'agrément du CMF.

Leur mission fondamentale est la transmission des ordres d'achat et de vente de titres de leurs clients à la Bourse, mais ils peuvent aussi se livrer à d'autres activités telles que :

- Le conseil et le démarchage financier.
- La gestion des portefeuilles individuels ou collectifs.
- Le placement des valeurs mobilières.
- La garantie de bonne fin des émissions.
- La contrepartie, la tenue de marché et le portage d'actions.
- L'assistance des entreprises lors des introductions en Bourse.
- Les intermédiaires en bourse sont actuellement au nombre de 26 dont 25 personnes morales et une personne physique.

Extrait De La Loi 94-117 Portant Réorganisation Du Marché Financier:

[Article1](#) | [Article2](#) | [Article3](#) | [Article4](#) | [Article5](#) | [Article6](#) | [Article7](#) | [Article8](#)

ART1.

Les intermédiaires en bourse sont les agents chargés, à l'exclusion de toute autre personne, de la négociation et de l'enregistrement des valeurs mobilières à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, droits s'y rapportant et des produits financiers. Ils peuvent accomplir en outre, les opérations qui sont en relation avec ces missions.

L'activité d'intermédiaire en bourse doit être exercée à titre permanent. Elle est incompatible avec toute autre activité exercée à titre professionnel.

ART2.

Les intermédiaires en bourse peuvent, dans les conditions qui sont fixées par décret portant statut des intermédiaires en bourse, se livrer aux activités suivantes:

- le conseil financier
- le démarchage financier
- la gestion individuelle de portefeuilles
- la gestion de portefeuilles au profit d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières

¹ <http://www.bvmt.com.tn/documentation/statutory-texts/pdf/loi94-117.pdf>

vu le 14/09/2011.

- le placement de valeurs mobilières et de produits financiers
- la garantie de bonne fin d'émissions pour les entreprises publiques ou privées
- la contrepartie
- la tenue de marché
- le portage d'actions

la gestion individuelle de portefeuilles et le portage d'actions ne peuvent être assurés qu'en vertu d'une convention écrite.

ART3.

Les intermédiaires en bourse sont agréés par le Conseil du Marché Financier après avis de l'Association des Intermédiaires en Bourse visée à l'article 61 de la présente loi. Le retrait de l'agrément ou sa suspension sont prononcés par le Conseil du Marché Financier après avis de l'Association des Intermédiaires en Bourse.

Les intermédiaires en bourse doivent être de nationalité tunisienne. Ils peuvent être soit des personnes physiques soit des sociétés spécialisées de bourse ayant la forme de société anonyme.

ART4.

Les intermédiaires en bourse doivent présenter les garanties suffisantes notamment en ce qui concerne leur organisation, leurs moyens techniques et financiers, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants ainsi que les dispositions propres à assurer la sécurité des intérêts de leur clientèle.

La nature et l'étendue de chaque garantie, les règles applicables à l'agrément des intermédiaires, au retrait ou à la suspension de l'agrément ainsi que les règles nécessaires au contrôle de leurs activités sont fixées par décret portant statut des intermédiaires en bourse.

ART5.

Les intermédiaires en bourse sont responsables à l'égard de leurs clients de la livraison et du paiement de ce qu'ils vendent et achètent sur le marché.

ART6.

Les intermédiaires en bourse et le personnel placé sous leur autorité sont tenus au secret professionnel. Ils doivent agir avec loyauté et impartialité en assurant la primauté des intérêts de leurs clients sur leurs intérêts propres.

ART7.

Les intermédiaires en bourse sont tenus de constituer une association chargée de les représenter collectivement pour faire valoir leurs droits et intérêts communs et de donner son avis sur les questions intéressant la profession et de faire toute proposition concernant le développement du marché financier. Ses statuts sont préalablement agréés par le Ministre des Finances après avis du Conseil du Marché Financier.

Cette association est dénommée «Association des Intermédiaires en Bourse». Chaque intermédiaire doit y adhérer.

ART8.

Les intermédiaires en bourse doivent constituer un fonds de garantie destiné à intervenir au bénéfice de la clientèle du marché des valeurs mobilières et des produits financiers afin de couvrir les risques non commerciaux.

Les conditions de constitution, d'organisation, de fonctionnement et de contribution des intermédiaires et des intervenants ainsi que les conditions et limites d'intervention du dit fonds sont précisées par arrêté du Ministre des Finances.

الملحق رقم 02: أهم المعلومات المتعلقة بالشركات الوسيطة في بورصة تونس¹

AFC : ARAB FINANCIAL CONSULTANTS

4.Rue 7036 Menzah IV
Tél : 71 238 019 / 71 231 938 / 71 754 720
Fax : 71 234 672

AI : AMEN INVEST

150, Av, de la Liberté - 1002 Tunis.
Tél : 71 795 215/ 71 790 512
Fax : 71 786 663
Site Web : <http://www.ai.com.tn/>

AXIS : AXIS CAPITAL

67, Avenue Mohamed V, 1002 Tunis.
Tél : 71 845 518 / 71 845 232
Fax : 71 846 522

BESTI : BEST INVEST

Centre Babel bloc C 1er Etage, MontPlaisir - 1002 Tunis
Tél : 71 845 931 / 71 841 709
Fax : 71 843 613

¹ <http://www.bvmt.com.tn/Intermediaires/intermediaires.html>

vu le 14/09/2011.

BNAC : BNA-CAPITAUX

27 Bis, Rue Rue du Liban Lafayette - 1002 Tunis.

Tél : 71 788 228 - 71 788 433 - 71 788586

Fax : 71 786 239

Site Web : <http://www.bnacapitaux.com.tn/>

CCF : COFIB CAPITAL FINANCE

25, Rue du Docteur Calmette - 1002 Mutuelleville.

Tél : 71 846 225 / 71 840 253

Fax : 71 848 517 / 71 843 778

Site Web : <http://www.capfinance.com.tn/>

CGF : COMPAGNIE GESTIN ET FINANCE

Immeuble GAT 1er Etage 92-94 Av Hédi Chaker 1002 Tunis

Tél : 71 788 870 / 71 788 280 / 71 782 606

Fax : 71 798 314

CGI : COMPANIE GENERALE D'INVESTISSEMENT

16 Avenue Jean Jaurès - 1000 -Tunis

Tél : 71 252 024

Fax : 71 252 044

FINACORP : FINANCE & INVESTMENT IN NORTH AFRICA

Rue Lac Loch Ness, Les Berges du Lac, 1053 Tunis.

Tél. 71 860 822

Fax. 71 860 749

Site Web : <http://www.finacorp.net/>

FPG : FINANCIERE DE PLACEMENT ET DE GESTION

70/72, Av Habib Bourguiba - 1000 Tunis

Tél : 71 351 398

Fax : 71 240 736

Site Web : <http://www.fpg.com.tn/>

INI : INTERMEDIAIRE INTERNATIONAL

1, Rue Kamel Attaturk 3ème étage - 1001 Tunis

Tél : 71 349 710 / 71 346 571

Fax : 71 333 754

MAC.SA :

GreenCenter, Bloc C 2ème étage,
Rue du Lac Constance Les Berges du Lac, 1053 Tunis
Tél : 71 964 102
Fax : 71 960 959

MAXULA : SOCIETE MAXULA BOURSE

Centre Nawres Bureau B.22 Berges du Lac - 2045 Tunis
Tél : 71 960 292 / 71 960 391
Fax : 71 960 565

SBT : SOCIETE DE BOURSE DE TUNISIE

Place de 7 Novembre - 1001 Tunis
Tél : 71 332 188
Fax : 71 349 312 / 71 345 879

SCIF : SOCIETE DE CONSEIL ET D'INTERMEDIATION FINANCIERE

11, Av Abderrahmane Azzam Complexe Kheireddine Pacha, Bloc A, Appt A 11 - 1002 Tunis
Tél : 71 843 655/ 71 845 927
Fax : 71 849 417

SICOFI : SOCIETE INTERNATIONALE D'INTERMEDIATION ET DE CONSEIL EN FINANCE ET INVESTISSEMENT

Rue 8300 Montplaisir, Imm CIMEF 2ème étage, 1002 Tunis.
Tél : +216 71 282728 , 71 283031 , 71 284243
Fax : +216 71 283522
E-mail : sicofi@planet.tn

SIFIB : SIFIB-BH

1, Rue 8000, Angle 11 Avenue Kheireddine Pacha - 1002 Tunis
Tél : 71 848 429 / 71 842 160
Fax : 71 841 635

SIN : SUD INVEST

Résidence OMAR Bloc A 2ème étage, Montplaisir Ennassim - 1073 Tunis.
Tél : 71 842 751 (Lignes groupées)
Fax : 71 781 529 / 71 847 366
Site Web : <http://www.sudinvest.com.tn/>

SOFIGES : SOCIETE FINANCIERE DE GESTION

12, Rue d'Athènes - 1000 Tunis
Tél : 71 259 310
Fax : 71 259 221

STBC : STB-CAPITALIS

34, Rue Hédi KARRAY - 1004 El Menzeh IV
Tél : 71 717 510 / 71 719 999 / 71 718 000
Fax : 71 718 450

TSI : TUNISO-SAOUDIENNE D'INTERMEDIATION

32, Rue Hédi KARRAY- ELMENZAIV - 1004 Tunis
Tél : 71 718 223
Fax : 71 719 912

TVAL : TUNISIE VALEURS

17, Rue de Jérusalem - 1002 Tunis
Tél : 71 799 676 / 71 802 192 / 71 794 822
Fax : 71 789 355 / 71 795 641
Site Web : <http://www.tunisievaleurs.com/>

UFI : UNION FINANCIERE

Boulevard 7 Novembre, Immeuble Maghrébia Tour A, 4ème étage 1080 Tunis cedex
Tél : 71 941 385 / 71 940 533
Fax : 71 940 528
Site Web : <http://www.ufi.com.tn/>

UGF : UNION DE GESTION FINANCIERE

3, rue Jenner, Place d'Afrique (ancienne Place Jeanne d'Arc) - 1002 Tunis Belvédère
Tél : 71 843 988 / 71 848 230
Fax : 71 782 406

الملخصات

ملخص

تقوم سوق الأوراق المالية بدور بارز في الاقتصاد، فهي تعتبر من الآليات التي تضطلع بتعبئة المدخرات و من ثم توجيهها إلى المشاريع الاستثمارية المنتجة، و التي تساعد في رفع معدلات الرفاهية للأفراد. و لبلوغ هذه الأهداف الاقتصادية المهمة يجب أن تتمتع هذه السوق بنوع من النشاط و التطور. نقول عن هذه السوق أنها نشيطة و متطورة عندما توفر الحماية للمستثمر (العميل)، و تتوفر فيها العدالة، الكفاءة، الفعالية، الشفافية و تنخفض فيها مخاطر المنظومة. و من أجل تنشيط و تطوير هذه السوق توكل جميع المهام و الواجبات إلى هيئة السوق المالية، هذه الأخيرة نقلت هذا العبء إلى الوسطاء الماليين من خلال إلزامهم باللوائح التنفيذية التي تفرضها.

و تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الدور الفعال الذي يقوم به الوسطاء الماليون في تنشيط هذه السوق. و اتضح بعد معالجتنا لهذا البحث أن الوسيط المالي يتخذ شكل شركة مساهمة أو شكل الوكيل الذي يعمل لدى الشركة، و يتلخص دوره في بذل أقصى جهد في التوسط بين البائعين و المشترين للأوراق المالية و هو بذلك يساهم في خلق السوق الأولية، كما يقوم بتلقي الأوامر و المفاوضة عليها ثم ينتقل إلى عمليتي التسوية و التنفيذ و التي تكتمل بتحويل الملكية للمشتري و تحويل الأموال للبائع. و لكي يقوم بذلك على أكمل وجه يجب أن يتحلى بالإخلاص الصارم اتجاه عملائه.

كما تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على واقع الوساطة المالية في بورصة تونس للأوراق المالية، و من أهم النتائج التي توصلنا إليها أن عدد الشركات الوسيطة بقي يتراوح ما بين 23 و 24 شركة على مدى العشرية الأخيرة، و مع ذلك فإن نشاط البورصة في تزايد مستمر، و يرجع ذلك بالأساس إلى التشريعات التي وضعتها هيئة السوق المالية التونسية و التي تتعلق بتنظيم هذه الشركات داخل البورصة، كما قمنا بوضع توصيات مفادها الإسهام في تطوير البورصة و تنشيطها من أهمها أن تتعاون شركات الوساطة مع المؤسسات الأكاديمية و الاقتصادية و المصرفية من أجل رفع الوعي الاستثماري لدى الأفراد.

Résumé

Le marché boursier joue un rôle prépondérant dans l'économie, il est considéré parmi l'un des mécanismes qui sert à charger l'épargne, puis diriger vers des projets d'investissements productifs, qui contribuent à élever le taux de bien-être des individus. Pour atteindre ces objectifs économiques importantes il faudrait pour cela que le marché doit être plein d'activités et de développement.

On peut dire pour ce marché qu'il est actif et sophistiqué surtout s'il existe une protection pour l'investisseur (le client), et il est conditionné par l'efficience, l'efficacité, la transparence et un système à faible risque. Et pour les raisons d'activité et de développement de ce marché toutes les tâches et les obligations seront attribués au Conseil du Marché Financier, ce dernier a transféré le fardeau aux intermédiaires financiers en vertu de la réglementation imposée par ce Conseil.

Le but de cette étude à pour objet de faire ressortir au clair le rôle efficace joué par les intermédiaires financiers dans la promotion de ce marché. Et après étude on peut constater que l'intermédiaire financier prend la forme d'une société actionnaire ou la forme d'un agent qui travaille pour la société, son rôle se détermine en exerçant un effort maximal de servir de médiateurs entre les vendeurs et les acheteurs de titres et contribue ainsi à la création du marché primaire, comme il reçoit également les ordres et il procède à la négociation puis se déplace au processus de règlement et d'exécution, et contribue a la conversion de la propriété a l'acheteur et le transfert de fonds au vendeur. Et pour accomplir strictement son devoir il doit jouir d'une bonne conduite envers ses clients.

Le but de cette étude est de mettre en lumière la réalité de l'intermédiation financière dans la Bourse de Tunis, et les résultats les plus importants que nous avons trouvé que le nombre d'entreprises qui opèrent dans le domaine de la médiation en bourse varie entre 23 et 24 entreprises au cours de la dernière décennie, et avec ça l'activité boursière continue à augmenter, et cela revient principalement aux législations déterminées par l'Autorité du marché financier tunisien et concernant l'organisation de ces sociétés dans la Bourse, comme nous l'avons élaborer a savoir mettre en place des recommandations qui déterminent a évoluer la bourse et la faire activer,et le plus important c'est de coopérer avec des institutions académiques, économiques et bancaires afin d'augmenter la sensibilisation des investissements chez les individus.

Abstract

The stock market played a prominent role in the economy, it is one of the mechanisms that play a mobilizing savings, and then directed to productive investment projects, which help to raise the rates of well-being of individuals. To achieve these important economic goals this market should have a kind of activity and development.

We can say about this market as an active and sophisticated when it protects the investor (client), and when it contains: equity, efficiency, effectiveness, transparency and low risk system. And in order to stimulate the development of this market it gives all assigned tasks and duties to the Capital Market Authority, this latter transferred this burden to the financial intermediaries (brokers) through their commitment to the regulations imposed by this Authority.

This study aims to shed light on the active role played by financial intermediaries in promoting this market. And after our treatment of this research, it becomes clear that the broker takes the form of a joint stock company or the form of the agent who works for the company, 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, and also receive orders and Negotiating and then it moves to the settlement process, implementation, and that complete by transfer of ownership to the buyer and transfer funds to the seller. And to do this on the perfect way, he should be faithful and strict toward his work.

Also this study aims to shed light on the reality of financial intermediation in the Tunis Stock Exchange, and the most important results that we found that the number of the intermediating companies is still between 23 and 24 company over the last decade, and with that the activity of stock market continues to increase, and due basically to the legislations that was put by the Capital Market Authority of Tunisia, which is related to the organization of these companies on the Stock Exchange, also we put recommendations that contribute to the development of this market and the most important is to cooperate brokerage company with academic institutions, economic and banking in order to raise investment awareness among individuals.