

إدارة وتنظيم عمل السوق المالي

عثمان لخلف - لمركز الجامعي لتيبازة

معمر حمدي - جامعة الشلف

المقدمة:

نظرا لأهمية التمويل بالنسبة لحركية النشاط الاقتصادي خاصة بعد تخلي الدولة عن ملكية المؤسسات وتمويلها، وذلك بخصوصية المؤسسات والتمويل، ظهرت حاجة ماسة إلى وجود تجمعات تجمع بين العارضين للمدخرات والطالبين لها، سميت هذه التجمعات بالأسواق المالية وتم تقسيمها إلى سوق أولى يسمى سوق الإصدار وسوق ثاني هو سوق التبادل أو البورصة، وتم سن القوانين المنضمة لهذه الأسواق وكيفية الإصدار والتداول مما يجعل الأسواق المالية أسواق فعالة.

إن إنشاء سوق مالي في أي اقتصاد ضرورة ملحة تفرضها العولمة المالية وانفتاح الاقتصاديات بعضها على بعض، ولكن بالمقابل فإن وجود سوق مالي لا بد له من مقومات و شروط من اجل إنجاحه، وهذا لا يتأتى إلا من خلال حسن تنظيمه وتسييره بمختلف التشريعات التي تحكم عمله وكذلك الهيئات واللجان التي تعمل على إنجاح ذلك، وعلى هذا الأساس يناقش هذا البحث الإشكالية الرئيسية التالية:

كيف يتم تنظيم وإدارة السوق المالي لضمان نجاحه في أي اقتصاد؟

أهمية البحث: تتمثل أهمية هذا البحث في كون الأسواق المالية محرك النشاط الاقتصادي في أي دولة وتنظيمها وحسن إدارتها يزيد من تفعيل هذا الدور، كما أنها تعمل على سد الاحتياجات التمويلية للبلدان وهذه وظيفة هامة في الاقتصاديات الرأسمالية المعاصرة، وتعمل التشريعات المختلفة والهيئات واللجان المعتمدة في السوق المالي على تحقيقها بأفضل الطرق، مما يساعد على تجنب الأخطاء وحماية المستثمرين و زيادة ثقتهم في السوق المالي.

أهداف البحث: يسعى هذا البحث لتحقيق جملة من الأهداف نذكر أهمها فيما يلي:

1 - محاولة إبراز ميكانيزمات وإجراءات التعامل في السوق المالي، وظائفها، أدواتها والمتعاملين فيها؛

2 - الوصول إلى أساسيات إدارة وتسيير وتنظيم السوق المالي؛

3- معرفة شروط وخطوات اندماج المؤسسات في السوق المالي؛

4- كيفية إنشاء سوق مالي في الدول النامية.

منهج البحث: لقد اعتمدنا على المنهج الوصفي والتحليلي باعتبارهما الأنسب لمعالجة مثل هذا الموضوع لأنهما يعتمدان على جمع المعطيات كما هي واستخراج النتائج وتحليلها والحكم عليها فيما بعد، حيث استخدمنا المنهج الوصفي في عرض الأسواق المالية وهيكلها التنظيمي والقوانين التي تحطم عملها وكيفية إدارتها، وأدرجنا المنهج التحليلي في محاولة الحكم على مدى نجاعة التشريعات واللجان المنظمة للسوق المالي في إدارته بفعالية.

هيكل البحث: قسمنا هذا البحث إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المحور الأول: إنشاء السوق المالي

المحور الثاني: تنظيم السوق المالي

المحور الثالث: إدارة وتسيير السوق المالي

المحور الأول: إنشاء السوق المالي

يعتبر تبادل وسائل التمويل من بين الخصائص التي تميز النشاط المالي لجل المؤسسات، ومن البديهي أن تكون هنالك أماكن متخصصة لهذا النوع من التبادلات، فلقد وجدت هذه الأسواق منذ زمن طويل وإن لم تكن بالشكل الذي هي عليه الآن فلقد واكبت هذه الأسواق التغيرات التي حصلت في المحيط منها: النمو السريع للمبادلات الاقتصادية، والتي صاحبها ازدياد في حاجيات التمويل، حيث يوجد هناك نوعان من الأسواق يسمحان بتبادل الوسائل المالية هما كالتالي:

— الأسواق النقدية المتعلقة بتبادلات النقود وهذا في المدى القصير؛

— الأسواق المالية المتخصصة في تبادل الأوراق المالية مقابل النقود على المدى الطويل.

فيما يتعلق بالأسواق المالية يوجد في الوقت الحالي مجموعتين:

1- السوق الذي يعالج تبادل الأوراق المالية الكلاسيكية (الأسهم والسندات) : سوق البورصة ؛

2- مجموعة الأسواق التي تسمى بالأسواق المشتقة المختصة في معالجة العمليات الخاصة التي تكمن في الحماية ضد الأخطار.

ونظرا لهذا، فإن فعالية البورصة تتوقف على مجموعة من الشروط والعوامل متى توفرت تحقق الهدف المنوط من البورصة، وهذا ما سنحاول التعرض له في هذا المبحث.

أولاً: مفاهيم حول السوق المالي: يعتبر سوق البورصة الصورة التقليدية للأسواق المالية، بحيث تسمح بإصدار وتحويل الأوراق المالية أي الأسهم والسندات.

1- تعريف السوق المالي: يعرف السوق المالي "البورصة" على أنه: " سوق التعامل بالأوراق المالية يباع وشراء أو هي سوق الأوراق المالية بكافة أنواعها وأشكالها"⁽¹⁾، فالسوق المالي مؤسسة تعنى بوضع الترتيبات العملية والتقنية لتوجيه الموارد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق التوازن بين توظيف الأموال وتوفير مورد من موارد الاستثمار وسد العجز بين عرض وطلب هذه الموارد.

2- أهمية السوق المالي: تتبع أهمية البورصة من الوظائف التي تؤديها والتي تسعى إليها والتي تتمثل في:

- إحداث علاقة بين عارضي وطالبي الأموال وهذا في المدى الطويل، وبالتالي تحقيق ما يسمى بالطلب العام للدخار، تسمح هذه الوظيفة بإصدار أوراق مالية ذات الاستحقاق الطويل المدى، الذي تقوم به الهيئات العمومية والخاصة عندما تقوم بالاقتراض أو زيادة في رأسمالها؛

- عندما يكون هنالك إصدار جديد للأوراق المالية، فإن المصدر يكون مسؤولاً فقط عن البنود الموجودة في عقد الإصدار والمتمثلة في دفع (الأرباح أو الفوائد)، وكذا تسديد قيمة الأصل في الوقت المحدد (الاستحقاق)؛

- تأمين المنافسة ووسيلة لالتقاء العرض والطلب، فلبورصة دور في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب والعرض معا فهي بما لديها من أجهزة،

وإمكانات، واتصالات السماسرة ببعضهم واتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد؛

- البورصة تؤمن جو من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات، من خلال الشفافية، والإفصاح، والالتزام بالمثل الأخلاقية، وكذا النقاء العرض والطلب الدائمين الذي يمكن تفاعلها من تحديد الأسعار، مما يعني أن للبورصة وظيفة لتسعير القيم المختلفة المتداولة فيها⁽²⁾؛

- تشجيع الادخار والاستثمار وتوجيهه، فالبورصة تسمح بتوجيه الادخار الخاص إلى توظيف منتج فالادخار يكون عقيماً، والبورصة تعطيه إمكانية استعماله في تمويل الأعوان الاقتصادية، بطرق وكيفيات متنوعة على نحو يحقق لكل مستثمر فيها توظيف لمخدراته بما يناسبه من حيث حجم المبلغ، ومدة الاستثمار، وعلى غرار أنواع الاستثمارات الأخرى، فإن الاستثمار في الأوراق المالية يتمتع بمجاذبية أكبر خاصة لمن تنقصهم الخبرة الكافية وأولئك الراغبين في تدنية المخاطر، فالبورصة من هذا المنطلق تفسح المجال واسعا للمستثمرين لتوزيع رأس ماله في سندات حكومية وفي أسهم شركات صناعية أو عقارية، وذلك بتكوين محفظة متنوعة تضمن عدم ضياع كل رأس ماله في حالة فشل المشروع، الذي يركز فيه المستثمر رأسماله⁽³⁾؛

- وسيلة لتحويل الهياكل الصناعية والتجارية فالبورصة هي وسيلة تسهيل عملية تحويل وتكوين المجمعات الصناعية وكذا التجارية وكما هو معروف فإنه يتعين على المؤسسة أن تملك أدوات لمواجهة المنافسة الشديدة، وذلك بغية صنع وبيع منتجاتها على نحو فعال، ومنه فإن السيطرة على الأسواق والبحث على أحسن التقنيات للاستثمار بمردودية مرتفعة هي غايات تحمل عددا من المؤسسات لأن تقوم بتحقيق عمليات على رأس مال مؤسسات أخرى كالامتصاص والانضمام والتحكم في الإدارة ومثل هذه العمليات تكون غاية في السهولة إذا ما كان رأس مال تلك المؤسسات مفتوحا ومتداولاً في البورصة⁽⁴⁾.

3- الهدف من السوق المالي: إن الهدف من إنشاء أي سوق مالي يكمن في النقاط التالية⁽⁵⁾:

- تأمين مصدر تمويل غير تضخمي، ويضمن التعبئة المباشرة للادخار الضروري لتمويل الاقتصاد الوطني والمساهمة في تخفيف عبء المديونية والعجز الموازي؛
- السماح باندماج الاقتصاد الوطني في الاقتصاد العالمي في إطار العولمة المالية؛
- إتاحة مصادر تمويل جديدة للمؤسسات الاقتصادية لتغطية قصور الجهاز المصرفي؛
- ضمان تنظيم سيولة الادخار المستثمر طويل المدى باعتبار أن السوق المالي وسيلة لتنويع وسائل التوظيف بالنسبة لحاملي رؤوس الأموال، مما يسمح بتعبئة الادخار وضمن التمويل الفعال؛
- تقييم المؤسسات حسب نشاطها في السوق المالي؛
- تحقيق شفافية أكبر في الحركية النقدية (انتقال السيولة استثمارا، ادخارا، ربح أو خسارة).

ثانياً: شروط إنشاء السوق المالي: هناك عدة مقومات يجب أن تتوفر في السوق المالي لكي يزدهر وينمو، وهذه الأخيرة إما تكون عامة أو خاصة.

1-الشروط العامة: تتمثل الشروط العامة في أنشاء السوق المالي فيما يلي:

أ. الاستقرار السياسي: كلما كانت الدول بعيدة عن الحروب أو تدخل الدول الأجنبية، أي أن هذا يؤدي إلى اطمئنان المستثمرين على مصير أموالهم؛

ب. حرية حركة رؤوس الأموال: من الأسباب التي تعيق تطور البورصة والعمل على انسيابها بسهولة، الرقابة الشديدة على حرية انتقال رؤوس الأموال، ولذلك ينبغي أن تتوفر البورصات على الحرية في التحويلات النقدية وعدم فرض قيود أو رقابة عليها؛

ج. المحيط الاقتصادي : يجب أن يتوفر المحيط الاقتصادي الملائم لإنشاء البورصة بمعنى آخر اتخاذ نهج اقتصاد السوق كون هذا الأخير يعطي مرونة للتعاملات التجارية، أي وجود نظام اقتصادي حر يتميز بحافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملا في الحصول على أكبر عائد ممكن، ووجود شركات الوساطة المالية (بنوك الاستثمار) المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للاقتصاد والشركات الداخلة في السوق المالي؛

د. استقرار القوانين : يجب على الجهاز التشريعي أن يكون مرنا ويتماشى مع التطورات الاقتصادية الحاصلة وبالتالي المساهمة في ازدهار البورصة ونموها، أي وجود إطار تشريعي

وتنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات المالية والاقتصادية ذات الصلة بالسوق المالي ويعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين ومنع التلاعب والاستغلال؛

هـ. **الأعباء الضريبية:** حيث أن انخفاض الضرائب والرسوم على الأموال المستثمرة يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال مما يؤدي إلى ازدهار البورصة ونموها، أما بالنسبة للدخل فكلما انخفضت الضرائب والرسوم على الدخل فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع الدخل الحقيقي للفرد، وبارتفاع الدخل يزيد الادخار بصورة أكبر من الاستهلاك أي التوجه إلى الاستثمار؛

و. **سرعة شبكة الاتصالات:** للربط بين البورصات يجب أن تتوفر وسائل اتصال سريعة وجد متطورة وذلك للبقاء على دراية بحالة العرض والطلب العالميين في كل وقت لذلك يجب الاهتمام بشبكة المواصلات وإعطائها الأهمية اللازمة؛

ز. **وجود جهاز مصرفي متطور:** الجهاز المصرفي هو الذي يلعب الدور الوسيط المالي، وهو ذو أهمية كبيرة في نمو الأسواق المالية، فهو يعمل على تنمية المدخرات، ويعد الجهاز المصرفي الركيزة أساسية التي يبنى عليها سوق مالي متطور، وكذلك استقلالية جهاز سعر الفائدة؛

ي. **توفر الوعي الاستثماري:** تتمثل في الأساليب العملية في تحليل المعلومات ونظم الإفصاح المالي الدقيق للمعلومات، وفلسفة واضحة اقتصادية المعالم للدولة تقوم على الحرية الاقتصادية وأهمية القطاع الخاص.

2- الشروط الخاصة: تتمثل الشروط الخاصة في إنشاء السوق المالي فيما يلي:

أ. **هياكل السوق:** ويتمثل في تنظيم و إنشاء والقيام والتحكم والمراقبة لكل العمليات التي تتعلق بالبورصة من مختلف المنظمات والهيئات.

ب. **الادخار:** حيث أن هناك نوعان من الادخار:

- **الادخار البنكي:** فعند انضمام البنك إلى السوق المالي يكون الهدف هو تعظيم الأرباح، حيث يعد المستثمرون في البورصة من أكبر المستثمرين؛

- **ادخار الجمهور:** لاستقطاب هذا النوع من المدخرات على المستثمرين تقديم عدة مزايا مالية لهم مثل حصولهم على عوائد وأرباح معقولة جراء استثماراتهم المالية، كما يجب

إعلام الجمهور بمختلف المستجدات والمعلومات في وقتها المناسب وبصفة دورية ومنظمة؛

ج . **التوفر على المعلومات المالية:** تعتبر المعلومات جد ضرورية لسير الحسن للبورصة، ومن المزايا التي يجب التوفر عليها هي الشفافية، وذلك لاعتبارها المادة الخام في المؤسسات الحديثة؛

هـ . **التوفر على قيم قابلة للتسعير:** وجود قيم قابلة للتسعير يكون بتوفير المؤسسات الاقتصادية والجمعيات الصناعية، بشرط أن تكون في حالة مالية حسنة.

ثالثاً: **خطوات إنشاء السوق المالي:** إن إنشاء سوق مالي يتمتع بالكفاءة والتنظيم المحكم يكون انطلاقا من تتبع الخطوات التأسيسية التالية التي يراها الخبراء أنها تكفل نجاح تجربة السوق المالي من المرة الأولى:

1. إنشاء هيئة السوق المالي: هي الهيئة الرقابية والإشرافية المنظمة والمشرقة على السوق، وهي تتمتع بالاستقلال المادي والإداري (ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء)، بمنحها نظام السوق المالي الصلاحيات الواسعة واللازمة لأداء مهامها ووظائفها، ومن بين مهامها⁽⁶⁾: أ. إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لنشاطات السوق المختلفة مثل طرح الأسهم وعمل السماسرة والمتعاملين الرئيسيين؛

ب . تعمل على تكوين لجنة مراقبة ومتابعة للعمليات التداول، والتأكد من عدم حدوث تجاوزات، وكذا تحديد العقوبات باستقلالية تامة؛

ج . تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحق بها، بما يضمن تحقيق

العدالة والكفاءة والشفافية ويساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية؛

د . حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة،

أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب؛

هـ . تشجيع النشاط الادخاري والاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني؛

و . تكون الهيئة الجهة المسؤولة عن إصدار التعليمات والقيام بكافة الوظائف الكفيلة

بتحقيق أهدافها ولها في سبيل ذلك القيام بما يلي:

- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية؛

- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، بالإضافة إلى الموافقة على إدراج أو تعليق إدراج أي ورقة مالية متداولة في السوق؛
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها؛
- مراقبة الأسواق المالية؛

- وضع الحدود العليا والدنيا للعمولات التي يتقاضاها المتعاملون؛
- وضع المعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات؛
- تحديد محتويات القوائم المالية السنوية والدورية والتقارير.

2. إنشاء مؤسسة السوق المالية: هي مؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية تتمتع بالاستقلالية التامة إداريا وماليا (تعامل بصفقتها تاجرا في علاقتها مع الغير)، تعمل على تحقيق الأهداف المرسومة للسوق وهي تحقيق "أعلى درجات الكفاءة والشفافية لحماية استثمارات ومدخرات المستثمرين خاصة الصغار منهم.

وقد تكون هذه المؤسسة على شكل شركة مساهمة كما في الو.م.أ، أو على شكل مؤسسة عامة كما في ألمانيا فرنسا، وعندما تكون البورصة على شكل شركة مساهمة فإن التعامل فيها يكون حصرا بالمساهمين، وقبول مساهمين جدد صعب للغاية.

تقوم هذه المؤسسة بتجهيز موقع وصالة تداول لخدمة أعمال البورصة، تكون كاملة التجهيزات ومزودة بأجهزة حديثة بجانب الخدمات المساندة، مثل أجهزة الهاتف والفاكس والبريد الإلكتروني التي تمكن البنوك والوسطاء من الاتصال بعملائهم، وإنجاز تعاملاتهم بسهولة وسرعة عبر أجهزة الاتصال، حيث تسجل جميع التعاملات لاستخدامها في حال حدوث منازعات.

تتجلى أهداف هذه المؤسسة في :

- توفير العدالة والكفاءة والشفافية في التداول؛
- تنظيم أنظمة التداول وآلياته الفنية، ونظم معلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق؛
- توفير أنظمة وإجراءات سليمة وسريعة وعلى مستوى عال من الكفاءة للتسويات والمقاصة؛

- إنشاء و تطبيق معايير مهنية لوسطاء السوق ووكلائهم و التحقق من قوة ومثانة الأوضاع المالية لهم.

3. إنشاء مؤسسة للرقابة: أي القيام بتشكيل أقسام الرقابة والإشراف داخل السوق لحماية فعالية وسلامة التداول في السوق وتتكون من الأقسام التالية⁽⁷⁾:

أ. **قسم رقابة السوق :** لمراقبة عمليات التداول والتأكد من تنفيذها بشكل منظم حسب لوائح وأنظمة السوق؛

ب. **قسم رقابة الوسطاء:** يقوم بالإشراف على تعاملات الوسطاء لتحقيق النزاهة التامة وتقديم أعلى مستويات الخدمات للعملاء؛

ج. **قسم رقابة الشركات المدرجة:** لتقديم كافة المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها ونشر التقارير حولها؛

د. **قسم التدريب والتأهيل:** الذي يعمل على رفع مستوى المعرفة بجميع نواحي الاستثمار والتعامل في الأوراق المالية، ويكون مصدر دخل هام لمؤسسة السوق المالي عن طريق الرسوم؛

إن وجود مثل هذه الأقسام سوف يؤدي إلى ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوسطاء وغيرهم من العاملين في السوق بهدف رفع كفاءتهم؛

المحور الثاني: تنظيم السوق المالي

نظرا لأهمية البورصة والدور الذي تلعبه بالنسبة لمختلف الأعوان الاقتصادية، والوظائف التي تؤديها، فإنه قد تم وضع العديد من النصوص التشريعية والتنظيمية من قبل السلطات المخولة قانونا على مراقبة وتنظيم هذه الأخيرة وحسن تشغيلها، وذلك وفقا لنظام تسييري محكم تتولاها هيئات تختص كل واحدة حسب مهامها، وسنحاول في هذا المبحث التعرض لمكونات السوق المالي وكذا نظامها الداخلي إضافة إلى مختلف المتدخلون في السوق المالي.

أولاً: مكونات السوق المالي: عادة ما تنقسم أسواق رأس المال إلى سوقين هما⁽⁸⁾:

1- السوق الأولي: يجري في هذا السوق تداول الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة، أو التوسع في مشروع قائم، يطرح أوراق مالية للاكتتاب العام أو

الخاص، وقد يتم ذلك بطريق مباشر أو غير مباشر (بنك الاستثمار)، لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة، وترفع الإصدارات الحكومية لحالة استثنائية.

2- السوق الثانوي: ويقصد به السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، وللبورصة طبيعة مزدوجة حيث تسمح للأعوان بالبيع أو التخلي عن الأوراق المالية قبل وصول تاريخ استحقاقها، ويمكن التمييز فيها بين:

أ- الأسواق المنظمة: تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء ويدار هذا المكان⁽⁹⁾، بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويتطلب التعامل في الأوراق المالية أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق، وفقا لشروط معينة تختلف من بلد لآخر، ويمتاز هذا السوق بصعوبة الدخول إليه إذ يقتصر ذلك على المؤسسات ذات الحجم الكبير⁽¹⁰⁾، وتصنف إلى:

* أسواق مركزية: هو ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمؤسسة أو المنظمة المصدرة لتلك الورقة؛
* أسواق المناطق (المحلية): يتعامل في الأوراق المالية لمؤسسات صغيرة تم جمهور المستثمرين في المناطق الجغرافي للمؤسسة أو في المناطق القريبة منه؛

ب- الأسواق غير المنظمة: وفيها تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة، عن طريق بيوت السمسرة، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض من خلال شبكة اتصالات قوية فلا وجود لمكان مادي محدد للتعامل.

ويأخذ على الأسواق غير منظمة انه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، ومثل هذا التوازن يمكن تحقيقه في الأسواق المنظمة بطرق عديدة من بينها دخول المتخصصين بائعين أو مشترين .

3- السوق الثالث : يمثل السوق الثالث قطاع من السوق الغير منظم، يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، جمهور العملاء في هذا السوق هم المؤسسات

الاستثمارية الكبيرة (مثل صناديق المعاشات) إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها⁽¹¹⁾.

4-السوق الرابع: هي سوق للتعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار أوراق مالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية و تلفونية، من مزاياها⁽¹²⁾:

- إبرام الصفقات بسرعة أكبر؛
- إبرام الصفقات بسرعة مرضية نتيجة الاتصال المباشر بين الطرفين؛
- إبرام الصفقات بتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات؛
- التعامل في جميع أنواع الأوراق المالية.

ثانياً: النظام الداخلي للسوق المالي: للبورصات في العالم نظام تسييري محكم تتولاه هيئات تختص كل واحدة حسب مهامها بتسيير التعامل فيها، وهي تهدف إلى حماية المستثمر من الغش والتلاعب والحفاظ على شفافية البورصة وحماية المصلحة العامة¹³، وذلك بوضع قوانين تضبط التعامل في البورصة، وللبورصة عموماً هيئتان تنظيميتان هما:

1. هيئة للرقابة والتسيير: تتكون من أعضاء البورصة، مجلس الإدارة، لجان البورصة.

أ. أعضاء البورصة : يتشكل أعضاء البورصة من الذين يشترون عدداً من أسهم رأسمالها، ويشار إلى عضوية البورصة بالمقاعد المخصصة، وهي غير مجانية إذ ينبغي دفع مبلغ كبير للحصول عليها، وللعضو الحق في التصويت لانتخاب مجلس المحافظين، كما أن له أن يتنازل على عضويته لشخص آخر تتوافر فيه الاشتراطات المطلوبة، ويوجد خمسة أنواع من الأعضاء هم:

. السمسرة الوكلاء: في هذه الحالة الشخص يعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة لقاء

قيام بيت السمسرة بإقراضه رسم العضوية، أو يعمل تاجراً لحسابه الخاص.

. سمسرة الصالة: يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة ولا يعمل لحساب بيت السمسرة

بعينه بل يقدم الخدمة لمن يطلبها.

. **تجار الصالة:** يطلق عليهم " المضاربون " أو التجار المسجلون، يعملون لحسابهم الخاص.
 . **المتخصصون:** أعضاء السوق الذين يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة.

. **تجار الطلايات الصغيرة:** أولئك التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلايات كبيرة، ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة.

ب. **مجلس إدارة البورصة:** هو عبارة عن الجمعية العامة التي يرأسها رئيس لجنة البورصة، والذي يتكون من الرئيس، النائب، أمين الصندوق، و مجموعة من السماسرة، ومن مهامها المصادقة على الميزانية وحساب النفقات والإيرادات، ولها حق التدخل في كل المسائل المتعلقة بالبورصة وخاصة تعديل اللائحة الداخلية، وتصدر قرارات الجمعية العامة بأغلبية الأصوات.

ج. **لجنة البورصة:** تتشكل في بورصة الأوراق المالية لجنة مؤلفة من عدة أعضاء يختارون من السماسرة، ويتم اختبارهم من طرف الدولة، مهمة هذه اللجنة هو دراسة وفحص الطلبات المتعلقة بالدخول في نظام التسعيرة، كما تقوم بإصدار نشرات يومية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وإسقاط العضوية عن كل شخص صدر ضده حكم بعقوبة الوقف أو الشطب أو الغرامة

2 . هيئة الفصل و التحكيم: وتنقسم بدورها إلى هيئتين هما:

أ - **هيئة التحكيم:** تتكون من رئيس لجنة البورصة وأعضاء من اختيار اللجنة، وتشكل هذه الهيئة للفصل في جميع المنازعات بين أعضاء البورصة التي قد تنشأ داخل المقصورة وقراراتها غير قابلة للاستئناف بشرط أن يتفق طرفا النزاع على الحكم.

ب. **المجلس التأديبي:** يسعى هذا المجلس إلى المحافظة على مصلحة العملاء من تلاعب بعض السماسرة، ومن مهامه النظر في المخالفات لأحكام وقوانين البورصة ولوائحها مثل الإخلال بالآداب العامة، أو إخفاء

المركز المالي، أو تقديم مستندات كاذبة، ومن العقوبات التي يفرضها المجلس وهي بالتسلسل لغرامة، الوقف، الشطب.

ثالثاً: عمليات السوق المالي والمتعاملون فيه:

1-المتعاملون في السوق المالي: إن التعامل في البورصة يتم في إطار تنظيمي فعال وفقاً لأطر وقوانين تحدد المعاملات بين الأطراف المشاركة في البورصة، هذه الأطراف يمكن حصرهم فيما يلي:

أ-المستثمرون التأسيسيون: يمكن تعريفهم على أنهم الهيئات المالية التي تقوم بتجميع الموارد الادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها الأساسية من توظيف جزء هام في شكل قيم منقولة، ويعتبر المستثمرون التأسيسيون من أهم المتعاملون في البورصة حيث يلعبون دوراً أساسياً في سير عمل البورصة، ونجد من أهم المستثمرين التأسيسيين مايلي:

. شركات التأمين: تنحصر فكرة التأمين في الاحتياط للمستقبل والتسلح ضد خطر الخسائر المادية التي تسببها الكوارث التي تقع للإنسان في المستقبل سواء في الممتلكات وهنا نشأ التأمين على الممتلكات، أو التي تقع على الإنسان نفسه، وقد أصبح التأمين نظام من أهم النظم التي تقوم عليها الحضارة الحديثة⁽¹⁴⁾، ولشركات التأمين دور مزدوج، فهي شركة تقدم خدمة التأمين لمن يطلبها كما أنها مؤسسة مالية تحصل على الأموال من المؤمن لهم لتعيد استثمارها في مقابل عائد ولم يقتصر نشاطها على هذا فقط بل امتد إلى الوساطة في العمليات البورصة، حيث فتحت معظم شركات التأمين فروعاً مختصة في هذا المجال مشكلة بذلك أحد أهم المتدخلين على مستوى السوق المالي بصفتها طرفاً مقابلاً أو وكيلاً لعملائها لاعبا بذلك دور حيوي في عملية النمو الاقتصادي بتحويل المدخرات إلى استثمارات رأسمالية، ضمان هدف شركات التأمين هذا، هو مراعاة ثلاث محاور أساسية: السيولة، الضمان، والربحية أثناء عملياتها الاستثمارية.

. صناديق التقاعد: يقوم عمل صناديق التقاعد على مبدأ تجميع ادخارات العمال باقتطاع جزء من مداخيلهم على شكل اشتراكات حتى بلوغ سن معين (سن التقاعد) ثم إعادتها لهم خلال مرحلة التقاعد، إن تراكم الاشتراكات المدفوعة، شكل سيولة كافية لدى صناديق التقاعد، وعملية توظيفها غالباً ما تدفع بصناديق التقاعد للتعامل في السوق المالية مما أكسبها خبرة لا بأس بها جعلتها تلعب دور وسيط في العمليات البورصية، وذلك بفتح فروع لها خاصة بالوساطة المالية.

ب . **العائلات:** ويعرفون باسم المدخرين التقليديين، ويعتبرون من أكثر وأكبر المتعاملين في الأوراق المالية، حيث يستطيعون القيام بعملية البيع والشراء لقيم وسندات بمفردهم أو اختيار تسيير جماعي للبورصة، الخواص الراغبون في الاستثمار في البورصة، عليهم الاتجاه إلى المؤسسات المالية وشركات البورصة في الدول المتقدمة، نسبة الادخار تتراوح بين 25 إلى 65 % من رأس مال البورصة⁽¹⁵⁾.

ج . **البنوك و المؤسسات المالية :** البنوك و المؤسسات المالية تحقق أكبر عدد من العمليات، إذ بإمكانها أن تتدخل للعمل لحسابها الخاص بشراء أوراق مالية وبيعها، كما يمكن لها تسيير المحافظ للغير مقابل العمولات، وفي هذه الحالة يمكن اعتبارها كوسيط في عمليات البورصة⁽¹⁶⁾، كما يمكن للبنوك أن تتدخل في السوق الأولي بهدف مساعدة مؤسسات القطاع العام والخاص على إصدار الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب العام لأول مرة.

د . **بيوت السمسرة:** هي شركات مساهمة تتولى تنفيذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء، وقد ألزمت بعض القوانين وجوب توسيط شركات السمسرة في بيع (أو شراء) الأوراق المالية، ويشترط أن يتم التعامل على أوراق مالية مقيدة بالبورصة⁽¹⁷⁾

هـ . **مسيرى الحسابات للأشخاص و المؤسسات:** وهم يؤدون ثلاث وظائف تدخل في إطار عمل البورصة وهي:

- وظيفة الوساطة والتي يتفاوضون عنها عمولة؛ - وظيفة تسيير الحسابات بحد ذاتها؛ - وظيفة مستشارين في ميدان الاستثمارات.

و . **المؤسسات:** تلجأ المؤسسات العمومية والخاصة إلى البورصة لرفع وزيادة رأسمالها من خلال إصدار الأسهم وهي تساهم في تنشيط عملية البورصة، وهذه المؤسسات تكون لديها قيم مضافة هامة ينتج عنها ادخار صافي، هذا الادخار يتصل مباشرة بنسبة التمويل الذاتي، تكون حصة المؤسسات في رأسمال البورصة 8 % ضعيف بسبب التباين بين المؤسسات⁽¹⁸⁾.

ز . **الدولة:** تأتي الدولة في المرتبة الأولى في سوق البورصة من حيث الطلب على الأموال، حيث تلجأ إلى الاقتراض لتمويل العجز في الميزانية عن طريق إصدار الالتزامات (السندات الحكومية).

ر . **المحللين الماليين:** متخصصين في سوق البورصة، ويقع على عاتقهم القيام بعمل تحليل المؤسسات وحساباتها، وهم متواجدون في البنوك وشركات البورصة وفي جميع أجهزة التسيير، ولآرائهم ثقل كبير، وخاصة فيما يخص سعر للقيم المالية، لهذا فهم من المتدخلين الرئيسيين في البورصة.

ي . **الجمعيات ذات الطابع غير الربحي :** وهي تتكون من الجمعيات والتنظيمات ذات الطابع الثقافي والعلمي والرياضي وغالبا ما تتوفر لدى تلك الهيئات سيولة كبيرة بإمكانها ضخها في البورصة على النحو الذي يحقق لها عائد يساعدها في الأخير على التوسع في نشاطاتها.

2- عمليات البورصة: نظرا لما تسببه تقلبات أسعار الأوراق المالية، فإن حجم أرباح المضاربة يتوقف على مدى تغير أسعار الأوراق المالية، وعملية المضاربة تلعب دورا هاما في الاقتصاد عند الرواج تسعى المؤسسات لإصدار أوراق مالية بغرض التوسع في النشاط وزيادة الإنتاج، وعند حدوث أزمة تنهار أسعار الأوراق المالية، إذن الالتزامات المترتبة عن الصفقات في البورصة يتم من خلال عمليات البورصة، يقصد بعمليات البورصة العمليات المتعلقة بشراء أو بيع القيم المتداولة في البورصة، ويمكن تقسيم العمليات حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبصرة في البورصة إلى نوعين:

أ . **العمليات العاجلة (النقدية):** تتميز العمليات النقدية أنها تتم فورا، فيتم دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضع الصفقة حالا أو خلال ثلاثة أيام، تتضمن أوامر البورصة في العمليات النقدية التي توضح بشكل دقيق الصفقة، نوع وصفة الورقة المالية، كمية الأوراق المالية تحديد السعر وما إذا كانت أسهم عادية أو أسهم امتياز أو سندات قروض، كما يجب ذكر تاريخ الإصدار ونسبة الفائدة والحقوق المترتبة عن السند، عادة لا يتم شراء الأوراق المالية من قبل المستثمرين للحصول على إيرادات، ويعتمد المضاربون

عموما في البورصة لشراء الأوراق المالية بالسوق العاجلة وذلك لثلاث أغراض نذكرها كما يلي:

- الاحتفاظ بالقيم المتداولة المشتراة مع مجموعة السندات المملوكة (توظيف رؤوس الأموال) مكتفين بذلك بما تدره عليهم من أرباح؛

- المضاربة على ارتفاع الأسعار، بيعها عند تحسن أسعارها لتحقيق الربح؛

- الجمع بين الغرضين السالفين الذكر، فيحصلون على الفوائد لدى بقاء هذه الأوراق بحوزتهم والأرباح عند بيعها مغتتمين فرصة تحسن السعر ونضيف لما سبق ذكره ضرورة تضمن أوامر البورصة في العمليات العاجلة لعناصر من شأنها أن تعين بوضوح الصفقة.

ب . العمليات الآجلة: تتميز العمليات الآجلة في أن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان لدى عقد الصفقة، بل بعد فترة تعين مسبقا تدعى موعد التصفية، وتجري هذه التصفية عادة في كل شهر مرة وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة، والمبدأ هو البدء بمبلغ محدد للحصول على مبلغ يساوي أضعاف التغطية، يعد واحد من أكبر إغراءات السوق لأجل، مما يعني أن العمليات الآجلة تعد المثال الحي لعمليات المضاربة، ذلك لأن البائع يضارب على ارتفاع الأسعار في الوقت الذي يراهن المشتري على نزولها، وعملا بمبدأ عدم إلحاق الضرر بأحد المتعاقدين فانه يفرض تقديم تأمين مالي يدعى بالتغطية يكون على شكل نقود أو أصول مالية أو ذهب، ويخصص لتأمين الوسيط في البورصة ضد أخطار خسائر عميله، إن الأصول المالية المكونة للتغطية تقيم رسميا بقيمتها البورسية ويشترط فيها :

- أن تتسم بالسيولة العالية؛
- التغطية لا يجب أن تكون مكونة من نفس القيم محل الصفقة؛
- الوفرة.

المحور الثالث: إدارة و تسير السوق المالي.

إن ضمان و فعالية السوق المالي يتوقف على مدى توفر الجدية والمرونة اللازمة في تسير السوق المالي وهذا يكون انطلاقا من التشريعات التي تحكمها والهيئات التي تنظمها،

إضافة إلى ثقل المؤسسات الداخلة في السوق المالي، وهذا يتطلب أن توضع مجموعة من الشروط التي توفر الأرضية السليمة للعمل في السوق المالي وإن كانت هذه الشروط تختلف من سوق مالي لآخر.

أولاً- شروط وخطوات اندماج المؤسسة في السوق المالي:

1-خطوات اندماج المؤسسة في السوق المالي: لتتمكن مؤسسة ما من الدخول إلى السوق المالي تكون بحاجة إلى التمويل وبدل اللجوء إلى القطاع البنكي فإنها تلجأ إلى السوق المالي بإتباع الخطوات التالية:

أ. على المؤسسة أن تحدد حجم الأموال المطلوب الحصول عليها، وتوقيت الإصدار ونوع الورقة التي ينبغي إصدارها (سهم أو سند)، هذه القرارات مبدئية قد يعاد النظر فيها بناء على نصيحة بنك الاستثمار الذي سيقع عليه الاختيار.

ب. اختيار المؤسسة لبنك الاستثمار (الذي يعتبر الوسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة وبين الجهة التي قررت إصدارها)، ويتم اختبار بنك الاستثمار بأحد الأسلوبين:

. التفاوض المباشر: التفاوض مع بنوك ذات خبرة وتكون متخصصة.
 . العطاءات: يتنافس عدد من بنوك الاستثمار لكي يرسو عليها عطاء الإصدار ، وتتم المفاضلة على أساس التكاليف التي تتحملها المؤسسة، ومن المهام التي يقوم بها بنك الاستثمار:

- ✓ توجيه النصح والمشورة بشأن: حجم الإصدار، ومدى ملائمة توقيته⁽¹⁹⁾.
- ✓ القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة، وما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بجهات أخرى مثل لجنة الأوراق المالية.
- ✓ تقديم التسهيلات الائتمانية في عمليات التمويل النقدي الجزئي أو البيع على المكشوف.⁽²⁰⁾

- ✓ التعهد بتصرف كل أو حد أدنى من الكمية المقرر إصدارها.
- ✓ التوزيع الفعلي للإصدار وذلك ببيعه للجمهور، أو لعملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه.

ج . تسجيل و تسعير الإصدار: لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل يقدم إلى لجنة الأوراق المالية و البورصة والتي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على مدى جودة الإصدار ومن بين تلك البيانات ما يلي : الهدف من الإصدار، السعر المحدد للبيع للجمهور، الميزانية العمومية التفصيلية وقائمة دخل تفصيلية عن 3 سنوات السابقة، نسخة من العقد المبرم بين الجهة المعنية بالإصدار وبين بنك الاستثمار المختص، ويتولى بنك الاستثمار إرسال صورة من تلك البيانات، بعد اعتمادها من لجنة الأوراق المالية إلى المستثمرين المختصين الذين قد يرغبون في شراء الورقة، والتي يطلق عليها اسم المنشور⁽²¹⁾، كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يعد بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية فهناك طريقتين آخريين هما⁽²²⁾

- الأسلوب المباشر: أي قيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تباع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها.
- المزاد : وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.
- د . التسعير : فيحدد السعر الذي تباع به الورقة قبيل آخر خطوة في إجراءات التسجيل، وذلك حتى يتم التسعير وفقا لأحدث المعلومات المتاحة، وإذا ما كان تقدير السعر سليما، والظروف الاقتصادية مواتية، والمركز المالي للمنشأة المعنية قوي، حينئذ يتوقع أن ينفذ الإصدار في أيام قليلة، إذا لم يتوافر أحد الشروط السابقة، فقد يتطلب الأمر أسابيع أو شهور قبل أن يتم التخلص من الإصدار، بل وربما يعجز البنك عن تصريف الحد الأدنى المتفق عليه مما قد يعني تكبده لخسائر قد تكون ضخمة.

2- شروط اندماج مؤسسة ما في السوق المالي: حتى يتم تسجيل مؤسسة ما في السوق المالي يجب أن تتوافر فيها مجموعة من الشروط تختلف من سوق مالي إلى آخر ولكن جلها يصب في النقاط التالية⁽²³⁾

- صافي الربح بعد اقتطاع الضريبة لتلك السنة وفي السنتين قبلها لا يقل عن سقف معين؛
- أن تكون المؤسسة المصدرة تتمتع بمكانة في الاقتصاد الوطني ولها مكانة جيدة ومستقرة في قطاعها الذي يتميز بالتوسع مع قدرتها على المحافظة على مركزها السوقي؛
- أن لا تقل القيمة السوقية للأوراق المصدرة عن حد معين؛
- أن لا تقل حصة الجمهور في رأسمال هذه المؤسسة كذلك عن سقف معين.

فمثلا نأخذ شروط الدخول إلى بورصة الجزائر وهي تتنوع بين:

أ- الشروط ذات الطابع العام : ومن بينها⁽²⁴⁾

- أن تكون الشركة المصدرة، شركة ذات أسهم بحكم المادة 30 من القانون 97-03 الصادر بتاريخ 18-11-1997.

- نشر البيانات المالية المصادق عليها للنشاطات الثلاثة السابقة على الأقل بحكم المادة 31 من قانون 97-03.

- أن تكون قد حققت أرباحا في النشاط السابق لطلب القبول بحكم المادة 34 من القانون 97-03.

- إثبات وجود نظام داخلي لتدقيق الحسابات، وضمان عمليات نقل الملكية، بحكم المادة 36 من القانون 97-03.

- القيام بطلب القبول للورقة المالية لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتعيين وسيط في عمليات البورصة يكلف بمتابعة عملية الإدخال في البورصة بحكم المادة 16 و 7 من القانون 97-03.

- التعهد بإعلام الجمهور بكل معلومة من شأنها أن تؤثر على سعر الورقة المالية في البورصة بحكم المادة 35,28,24 و 41 من القانون 97-03 والقانون 2000-02 الصادر بتاريخ 20-01-2000.

- تقديم تقرير تقييم الأصول قام به عضو برتبة خبير محاسب جزائري آخر غير المفوض لحساب الشركة بحكم المادة 32 من القانون 97-03.

ب- الشروط الخاصة حسب طبيعة الورقة: تنقسم هذه الشروط استنادا لطبيعة الورقة فيما إذا كانت أسهم أو سندات، وعلى ذكر هذه الأخيرة فإنه يمكن لأي شركة ذات

أسهم أن تسجل سندات نظام التسعيرة المعمول به بشركة إدارة بورصة القيم، شريطة أن تتوفر فيها الشروط الآتية ذكرها⁽²⁵⁾

- أن لا تقل قيمة السندات التي تطلب الشركة تسجيلها بالبورصة عن 100 مليون دج
- أن تكون هذه السندات موزعة بين 100 حامل على الأقل.
- الأصول المالية للقرض المصدرة من قبل الدولة، لا تقيد لا بالحد الأدنى، ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد المالكين، أما فيما يتعلق بالأسهم فإنها لا تخرج عن نطاق الثلاث شروط التالية⁽²⁶⁾

- أن يكون لديها رأسمال محرر لا يقل عن 100 مليون دج، وذلك استنادا للمادة 33،34 من القانون 97-03.

- أن تنشر بين عموم المستثمرين أسهما تمثل ما لا يقل عن 20% من رأسمالها الاجتماعي على أبعد تقدير يوم الإدخال، وذلك استنادا للمادة 43 من القانون 97-03.

- الأسهم المنشورة يجب أن تكون موزعة بين عدد يعادل أو يفوق 300 مساهم على أبعد تقدير يوم الإدخال، بحكم المادة 44 من القانون 97-03.

وبعد قبول التسجيل تصبح هذه المؤسسة ملزمة بـ:

. الحصول على اعتماد لجنة الأوراق المالية.

. نشر تقاريرها المالية سنويا ودوريا حسب ما تفتضيه التشريعات.

وإذا لم تحصل على اعتماد تلجأ إلى السوق غير المنظمة التي يتحدد السعر فيها بالتفاوض بين العملاء والسماسرة، والسماسرة عليهم الالتزام بالقواعد المتعارف عليها في المعاملات وهذه السوق أيضا لها شروط أقل حدة من السوق المنظمة وتختلف من بلد لآخر.

3- مزايا تسجيل الأوراق المالية في البورصة: نلخص مزايا تسجيل الأوراق المالية في

البورصة فيما يلي:

- التسجيل في حد ذاته إعلان مجاني عن المؤسسة، وتزداد فعالية الإعلان كلما كان التعامل على الأسهم نشطاً.

- إن شروط التسجيل في البورصة يعطي انطبعا إيجابيا عن المركز المالي للمؤسسة مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة.
- إن تسجيل الأسهم يشجع المستثمرين على التعامل فيها، وذلك لان الأسهم المسجلة تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة من خلال بعض وسائل الإعلام عن المنشأة المصدرة لها، وحجم التعامل على أسهمها وأسعار الإقفال والافتتاح.
- تسجيل في البورصة يزيد من ثقة المتعاملين في أن حركة سعر السهم هي حركة غير مفتعلة، أي حركة لا تقوم على خداع أو غش.

ثانياً: التشريعات التي تحكم عمل السوق المالي: تختلف التشريعات التي تحكم السوق المالي من بلد إلى آخر إلا أنها توفر مرجعية نظامية متكاملة للسوق المالي تشمل أهم المبادئ والأسس والنصوص القانونية التي تغطي كافة الجوانب المتعلقة بالسوق وتحديد هياكله ومؤسساته الإشرافية الرقابية والتشغيلية وتحديد مهام وصلاحيات كل جهة وتهدف هذه التشريعات إلى: (27)

- . تنظيم السوق المالي تطويرها والعمل على تنمية أساليب الجهات المختصة بالتداول؛
- . تنظيم إصدار الأوراق المالية و مراقبتها و التعامل معها؛
- . حماية المستثمرين من الممارسات غير مشروعة؛
- . تحقيق الشفافية و العدالة في المعاملات داخل السوق المالي؛
- وتضم هذه التشريعات وضع وتحديد هياكل وأجهزة السوق المالي:

1. هيئة إشرافية: تتكفل بـ:

- وضع القوانين واللوائح المنظمة لعمل السوق المالي.
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها، إضافة إلى تنظيم عمليات الإفصاح.
- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، بالإضافة إلى الموافقة على إدراج أو تعليق إدراج أي ورقة مالية متداولة في السوق.

2. هيئة إدارية تسييرية: تتكفل بـ :

- وضع معايير وشروط إصدار الأوراق المالية؛
- وضع سياسات العمل؛
- تقديم المقترحات لتطوير العمل للهيئة الإشرافية؛
- اعتماد نشرات إصدار الأوراق المالية.

3-هيئة فصل المنازعات: تتكفل بتحديد المخالفات وعقوبة كل مخالفة.

4- مؤسسة البورصة: تعمل على تنظيم أنظمة التداول ونظم المعلومات الخاصة بالأوراق المالية المدرجة في السوق المالي، وإنشاء وتنظيم معايير مهنية لعمل الوسطاء ووكلائهم والسهر على احترام معايير السلوك المهني داخل السوق، ومن بين اللوائح التي تحويها هذه التشريعات:

لائحة المصطلحات المستخدمة، لائحة سلوكيات السوق، لائحة قواعد التسجيل والإدراج، لائحة الأشخاص المرخص لهم، لائحة الأعمال بالأوراق المالية، لائحة طرح الأوراق المالية.

ثالثاً: إدارة عمليات البورصة: عمليات البورصة التي سبق الإشارة إليها تحكمها قواعد وإجراءات للتعامل تركز على أوامر البيع والشراء التي يصدرها العملاء، يعرف أمر البورصة على انه التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة، أو الوسطاء لكي يبيع أو يشتري له في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له، وهي تنقسم إلى:

1. الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: هي الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وتشمل على:

أ- أوامر السوق: بمقتضى هذا الأمر يطلب العميل من السماسرة تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق محدودة وبأفضل سعر يمكن أن يجرى عليه التعامل⁽²⁸⁾.

حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل بينما أمر السوق بالبيع يعني البيع بأعلى سعر يجري التعامل به.⁽²⁹⁾

ب- الأوامر المحددة: في الأوامر المحددة يضع العميل سعرا معينا لا تنفذ الصفقة عند سعر سوق أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، وعلى عكس أمر السوق فإن المستثمر يكون على دراية مسبقة بقيمة الصفقة، ويعاب على هذه الطريقة عدم إمكانية تنفيذ الصفقة إما في حالة عدم تساوي سعر السوق مع السعر المحدد أو بسبب قاعدة الأمر الوارد أولا ينفذ أولا⁽³⁰⁾

2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها من عدمه وهي:

أ- الأوامر المحددة بيوم أو بأسبوع أو بشهر: يستمر الأمر لمدة يوم/أسبوع/شهر واحد في التعامل.

ب- الأوامر المفتوحة: يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه، أو يقرر المستثمر إلغاؤه، هذا ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعين من المخاطر: مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات.

3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: من الأمثلة على هذا النوع من الأوامر الأمر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة، والأمر المفتوح بسعر محدد.

أ- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة، الأوامر التي تحدد سعرا معينا للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة.

ب- الأمر المفتوح في حدود سعر معين: يقصد بالأمر المفتوح في حدود سعر معين الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

4. الأوامر الخاصة: ومن بينها⁽³¹⁾:

أ- أوامر الإيقاف: يمكن استخدام أوامر الإيقاف لحماية الأرباح التي يتم تحقيقها أو لتخفيض حجم الخسائر، وتعد أوامر الإيقاف من الأنواع الخاصة لأوامر السوق، إلا أنها

تختلف عنها في الهدف وإجراءات التطبيق، ويترتب على هذه الأوامر العديد من المخاطر نذكر منها :

- مخاطر تحديد سعر الإيقاف قريبا جدا من سعر السوق؛
- مخاطر تحديد سعر الإيقاف بعيدا جدا عن سعر السوق مما قد يجعل تنفيذه مستحيل؛
- مخاطر تنفيذ الأمر عند سعر لا يرغبه المستثمر.

ب- الأوامر المحددة للإيقاف : تستخدم أوامر الإيقاف المحددة أساسا كأداة للتغلب على عدم التأكد المرتبطة بأوامر الإيقاف، ويقصد به عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ بعد أن يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق، وتعطي أوامر الإيقاف المحددة للمستثمر ميزة تعيين سعر محدد، يمثل الحد الأقصى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالشراء، ويمثل الحد الأدنى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالبيع.

4- **إجراء الصفقات في البورصة:** يتصل العميل بالسمسار ويقرر عن رغبته في شراء ورقة مالية معينة، يبدأ السمسار في البحث عن بيانات تلك الورقة المالية: السعر الحالي، أعلى وأدنى سعر خلال اليوم، سعر آخر صفقة، أعلى/أدنى سعر شراء/بيع، ويبلغ العميل بذلك هذا الأخير يتخذ قراره بناء على خبرة شخصية أو استشارة مالية، فإذا قرر الاستثمار يختار أحد الأوامر ويصدرها للسمسار الذي يسجل كافة البيانات المطلوبة و يبلغ بيت السمسرة الذي يتعامل في تلك الورقة ومن ثم يتم تبليغ البورصة هاتفيا أو الكترونيا، ينتقل الأمر إلى سمسار الصالة الذي ينفذ الأمر لدى من يختص بالتعامل بتلك الورقة أو من خلال التفاوض مع سمسار آخر له أمر معاكس حول نفس الورقة، بعد التنفيذ يرسل السمسار الذي قام بالعملية تقريراً إلى إدارة البورصة والتي تسلمه إلى بيت السمسرة الذي بدوره يسلمه إلى العميل، بعد 5 أيام يتم تسوية الصفقة وتسلم أوراق الملكية والنقود إلى العميل، ويتم مراقبة هذه العمليات من خلال مؤسسات متخصصة تراقب تباين المعلومات في التقارير وتشرف على التسوية وتسجل العمليات وتعمل على تسليم شهادات الملكية.

الخاتمة:

يعتبر السوق المالي مركزاً لتجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل في الأسهم والسندات، كما أن إمكانية تصريف هذه الأسهم والسندات جعلت البورصة تلعب دور المصدر الهام لرؤوس الأموال القصيرة الأجل أيضاً. قد تكون البورصة على شكل شركة مساهمة، أو على شكل مؤسسة عامة، ينقسم المتعاملون فيها إلى:

- 1 - متعاملين أساسيين: يقومون بعمليات البيع والشراء لحسابهم الخاص.
 - 2 - وسطاء، أو وكلاء: يتعاملون في البورصة لحساب الغير.
- يتم في البورصة تداول الأوراق المالية سواء الخاصة أو الحكومية الوطنية، أو الأجنبية والسماح بتداول هذه الأوراق المالية الصادرة عن الشركات مرهون بموافقة لجنة البورصة والذي يصدر عن مجلس إدارة البورصة، كما أن الشركات والأوراق المالية تخضع للتسجيل لدى لجنة عمليات البورصة في الأوراق المالية.
- ينتج عن إخضاع التعامل بالأوراق المالية في البورصة إلى ترخيص مسبق ظهور البورصات غير الرسمية أو غير المنظمة، لكن هذا لا يعني أنها بعيدة عن الرقابة فكل من البورصة المنظمة وغير المنظمة تخضع لقوانين وتشريعات وإن اختلفت في حدتها بين النوعين.
- ينتج عن تقلبات أسعار الأوراق المالية تحقيق أرباح أو خسائر في عمليات البيع والشراء في البورصة، وهذه العمليات هي التي تعطي للبورصة فعاليتها في كونها محرك الاقتصاد ومصدر التمويل وبالتالي فإن إدارتها بكفاءة وفعالية يضمن استمرارية عمل السوق المالي.

النتائج: على ضوء مما سبق توصلنا إلى النتائج التالية:

- الحاجة إلى التمويل وعجز القطاع البنكي وضرورة مواكبة العولمة المالية كلها أسباب كانت وراء الحاجة إلى إنشاء سوق مالي في كل الدول النامية؛

- التشريعات والتنظيمات واللوائح التي تحكم عمل السوق المالي لا تكفي لوحدها لضمان حسن سير عمل السوق المالي فلا بد من وجود مهنية وثقة في التعامل مع البورصة؛
- التنظيم الداخلي للسوق المالي يجب أن يضم هيئات رقابية وإشرافية وتنفيذية تكون مستقلة عن أي تأثير سياسي حتى يكون لذلك تأثيراً على أداء السوق المالي.

التوصيات:

التشريعات القانونية واستنساخ تجارب الدول المتقدمة في تفعيل عمل السوق المالي لا تكفي لوحدها لتحقيق هذا الهدف فلا بد من توفر الشروط اللازمة لإنجاح عمل السوق المالي.

أفاق البحث:

من خلال هذه الورقة البحثية نخرج بالتساؤل التالي: هل البورصات الناشئة في الدول النامية كانت ستنجح في عملها لو احترمت بعض المعايير الموضوعية قبل إنشائها مثل أن تكون ضرورة اقتصادية لا حتمية سياسية؟

المراجع والهوامش:

- ¹ هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية 1997 ص 35.
- ² مصطفى رشدي شيحة ، الجيز في الاقتصاد النقدي و المصرفي و البورصات ، ط 1 ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 1998 ، ص 422.
- ³ محمود أمين زويل ، بورصة الأوراق المالية ، دار الوفاء لدنيا الطباعة و النشر ، الإسكندرية، ص 51 .
- ⁴ د.شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر ، 2005 ص 52.
- ⁵ من الموقع <http://b.cools4u.com/members.php?s=1268> ، تاريخ الاطلاع عليه يوم 2013/09/15.
- ⁶ من الموقع <http://tadawulononline.com/members.php?u=42> ، تاريخ الاطلاع 2013/09/17.
- ⁷ من الموقع www.arabiyat.com/forums/showthread.php?t=691 ، تاريخ الاطلاع 2013/09/17
- ⁸ منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999 ، ص 48.

- ⁹ منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف 1999 ص 81.
- ¹⁰ GEORGES CASALIS et autres, Second Marché, édition DUNOD, PARIS, 1991, P 24.
- ¹¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف 2002 ص 109.
- ¹² المرجع السابق نفسه، ص 111.
- ¹³ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر الى بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية،الإسكندرية 2000 ص 19
- ¹⁴ منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، مرجع سابق ، ص 399.
- ¹⁵ علي كساب، الأسواق المالية ، مطبوعة غير منشورة لطلبة الماجستير.
- ¹⁶ G.BERUBE, Bourse investir avec succès, QUEBEC, 1997, P 181
- ¹⁷ طارق عبد العال حماد ، مرجع سابق ، ص 43 .
- ¹⁸ علي كساب، مرجع سابق.
- ¹⁹ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية؛ مرجع سابق، ص 512.
- ²⁰ منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 87 .
- ²¹ د.عبد الغفار حنفي أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية 2001، ص 44
- ²² منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية؛ مرجع سابق، ص 515
- ²³ منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، مرجع سابق ص 91
- ²⁴ S.G.B.V ، GUIDE PRATIQUE de l'introduction en bourse, ENEP ROUBA – ALGER, P 7,22
- ²⁵ منشورات شركة إدارة بورصة القيم ، الأوراق المالية المسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة ، 1996 ، ص 3 .
- ²⁶ S.G.B.V ، Guide pratique de l'introduction en bourse, OPCIT, p 29- 34 .
- ، تاريخ الاطلاع 2013/10/12
- ²⁷ من الموقع www.sandroses.com/abbs/showthread.php?t=873083
- ²⁸ منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، مرجع سابق ، ص 512 .
- ²⁹ عبد الغفار حنفي ، البورصات ، أسهم ، سندات ، صناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث ، 2000 ، ص 24 .
- ³⁰ منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، مرجع سابق ، ص 523 .
- ³¹ -منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 527- 531 .