



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة العربي بن مهدي- أم البواقي-
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير
تخصص: مالية وبنوك

الموضوع:

أثر الوساطة المالية على كفاءة سوق رأس المال
"دراسة حالة بورصة عمان"

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

إشراف الأستاذ:
د. مراد كواشي

إعداد الطالبة:
راوية لموشي

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
السعيد بريكة	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	رئيسا
مراد كواشي	أستاذ محاضر - أ-	جامعة أم البواقي	مشرفا
مسعود طحطوح	أستاذ محاضر - أ-	جامعة باتنة - 1-	عضوا
وسيلة بوفنش	أستاذ محاضر - أ-	المركز الجامعي ميله	عضوا
طارق خاطر	أستاذ محاضر - أ-	جامعة باتنة - 1-	عضوا
أسماء سفاري	أستاذ محاضر - أ-	جامعة أم البواقي	عضوا

السنة الجامعية: 2017 - 2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

"ربنا لا تؤاخذنا إن نسينا أو أخطأنا ربنا ولا
تحمل علينا إصرا كما حملته على الذين من
قبلنا ولا تحملنا ما لا طاقة لنا به وامنض عنا
والخضر لنا وارحمنا أنت مولانا فانصرنا على

القوم الكافرين"

صدق الله العظيم

(سورة البقرة الآية 286)

شكر وعرفان

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

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

ولا يسعني وأنا في هذا المقام إلا أن أتقدم بشكري وتقديري وعرفاني وامتناني للأستاذ المشرف الدكتور مراد كواهي الذي لم يبخل علي بإرشاداته ونصائحه والمعاملة الجيدة له، أشكر أيضا الأستاذ الدكتور مسعود ططوح علي توجيهاته السديدة، جزاهم الله كل خير.

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر والعرفان إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة هذا العمل. وأشكر أيضا كل من ساندني ومد لي يد المساعدة لإتمام هذا العمل.

إهداء

إلى.... والدي الكريمين

إلى.... زوجي

إلى.... الأخوة والأخوات

إلى.... كل الزملاء والأصدقاء

أهدي هذا العمل المتواضع

الطالبة

الفهرس

فهرس المحتويات

شكر وعرفان

الإهداء

قائمة الأشكال والجداول

2	مقدمة
9	الفصل الأول: الإطار النظري لسوق رأس المال
10	تمهيد
11	المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالية ودورها في الاقتصاد
11	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية وتقسيماتها
11	الفرع الأول: مفهوم السوق المالية
12	الفرع الثاني: تقسيمات السوق المالية
19	المطلب الثاني: دور السوق المالية في الاقتصاد وشروط إنشائها
19	الفرع الأول: دور السوق المالية في الاقتصاد
22	الفرع الثاني: شروط انشاء السوق المالية
24	المبحث الثاني: مفهوم سوق رأس المال، هيكله الإداري وتقسيماته
24	المطلب الأول: مفهوم سوق رأس المال وتعريفه
24	الفرع الأول: نشأة سوق رأس المال
26	الفرع الثاني: تعريف سوق رأس المال وأهميته
28	المطلب الثاني: الهيكل الإداري والوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال
28	الفرع الأول: الهيكل الإداري لسوق رأس المال
29	الفرع الثاني: الوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال

31	المطلب الثالث: تقسيمات سوق رأس المال والأطراف المتدخلة فيه
31	الفرع الأول: تقسيمات سوق رأس المال
39	الفرع الثاني: الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال
44	المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال والتعاملات الحاصلة فيه
44	المطلب الأول: تنظيم سوق رأس المال
44	الفرع الأول: المنتجات المالية المتداولة في سوق رأس المال
51	الفرع الثاني: المشتقات المالية
62	المطلب الثاني: التعاملات في سوق رأس المال
63	الفرع الأول: الأوامر
65	الفرع الثاني: أدوات التحليل في سوق رأس المال
67	خلاصة الفصل
68	الفصل الثاني: الوساطة المالية في سوق رأس المال
69	تمهيد
70	المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية
70	المطلب الأول: مدخل للوساطة المالية
70	الفرع الأول: التمويل المباشر والصعوبات الناجمة عنه
73	الفرع الثاني: التمويل شبه المباشر
73	الفرع الثالث: التمويل غير المباشر
75	المطلب الثاني: التطور التاريخي للوساطة المالية ومفهومها
75	الفرع الأول: التطور التاريخي للوساطة المالية
76	الفرع الثاني: مفهوم الوساطة المالية
78	المطلب الثالث: المؤسسات المالية والنقدية وأهدافها
78	الفرع الأول: تعريف المؤسسات المالية والنقدية

79	الفرع الثاني: أهداف المؤسسات المالية والنقدية والفرق بينهما
82	المبحث الثاني: تصنيف مؤسسات الوساطة المالية
82	المطلب الأول: المؤسسات الوضائفية
82	الفرع الأول: مؤسسات الائتمان
83	الفرع الثاني: مؤسسات الادخار والاقتراض
83	الفرع الثالث: مصادر الادخار واتحادات الائتمان
84	المطلب الثاني: المؤسسات الوضائفية
84	الفرع الأول: مؤسسات الاستثمار
85	الفرع الثاني: شركات التمويل
85	الفرع الثالث: شركات الحماية ضد المخاطر
86	المطلب الثالث: بنوك الاستثمار
86	الفرع الأول: مهام بنك الاستثمار
90	الفرع الثاني: سمسرة الأوراق المالية
91	المبحث الثالث: دور مؤسسات الوساطة المالية وأهميتها، تصنيفها والإتجاهات الحديثة لها
91	المطلب الأول: دور مؤسسات الوساطة المالية وأهميتها
91	الفرع الأول: دور مؤسسات الوساطة
92	الفرع الثاني: أهمية مؤسسات الوساطة
94	المطلب الثاني: تصنيف الوضائف الماليين
94	الفرع الأول: شركات السمسرة في الأوراق المالية
98	الفرع الثاني: تجار الأوراق المالية
98	الفرع الثالث: شركات الإستشارة المالية
99	المطلب الثالث: الإتجاهات الحديثة لمؤسسات الوساطة
99	الفرع الأول: نزعة متنامية باتجاه الاندماج

99	الفرع الثاني: الشركات القابضة للمصرف
101	المبحث الرابع: وساء التداول في سوق رأس المال
101	المطلب الأول: ماهية الوسيط وشروط ممارسته لمهنة الوساطة والخدمات التي يقدمها
101	الفرع الأول: ماهية الوسيط في عمليات البورصة
103	الفرع الثاني: الشروط الواجب توافرها في الوسيط
106	الفرع الثالث: الخدمات التي يقدمها الوسيط المالي
107	المطلب الثاني: قواع وأدبيات مهنة الوسيط
107	الفرع الأول: الإخلاص الصارم
108	الفرع الثاني: سرية المعلومات المتعلقة بالعمل
109	الفرع الثالث: جلب احترام وثقة الجمهور
109	المطلب الثالث: هيكل، وإدارة مؤسسات الوساطة
109	الفرع الأول: هيكل مؤسسات الوساطة
111	الفرع الثاني: إدارة مؤسسات الوساطة المالية في البورصة
112	الفرع الثالث: تنظيم مؤسسات الوساطة المالية في البورصة
114	خلاصة الفصل
115	الفصل الثالث: كفاءة سوق رأس المال
118	تمهيد
119	المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق رأس المال
119	المطلب الأول: نشأة مدلول الكفاءة، تعريفها وأبعادها الاقتصادية
120	الفرع الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية
122	الفرع الثاني: الأبعاد الاقتصادية للسوق المالي الكفؤ
123	المطلب الثاني: سمات كفاءة سوق المال
124	الفرع الأول: الكفاءة الخارجية External Efficiency (كفاءة التسعير Price Efficiency) ..

124	الفرع الثاني: الكفاءة الداخلية Efficiency Internal (كفاءة التشغيل Operational)
125	الفرع الثالث: الكفاءة الفنية للسوق والأمان
126	المطلب الثالث: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال
126	الفرع الأول: الكفاءة الكاملة
126	الفرع الثاني: الكفاءة الاقتصادية للسوق
127	المطلب الرابع: مقومات والخصائص التنظيمية للسوق المالية الكفؤة
127	الفرع الأول: مقومات كفاءة السوق المالية
129	الفرع الثاني: الخصائص التنظيمية للسوق المالية الكفؤة
131	المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال
131	المطلب الأول: الصيغة الضعيفة (التحليل الفني)
132	الفرع الأول: إختبار الأنماط
132	الفرع الثاني: إختبار سلسلة الارتباط
132	الفرع الثالث: التحليل الفني
133	المطلب الثاني: سوق متوسطة الكفاءة
133	الفرع الأول: التحليل الأساسي
133	الفرع الثاني: التحليل الاقتصادي
134	الفرع الثالث: تحليل الصناعة أو النشاط
134	المطلب الثالث: سوق مرتفعة الكفاءة
135	الفرع الأول: نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم
136	الفرع الثاني: أدبيات نظرية السير العشوائي لحركة الأسهم
136	المطلب الرابع: تحديد أسعار الأسهم وفق فرضية كفاءة الأسواق
137	الفرع الأول: أهمية كفاءة الأسواق
137	الفرع الثاني: فرضيات نموذج السوق المالية الكفؤة

138	الفرع الثاني: أهمية الإفصاح في كفاءة الأسواق المالية
141	المبحث الثالث: علاقة المعلومات بمفهوم كفاءة سوق رأس المال
141	المطلب الأول: مفهوم وأنواع المعلومات وأهميتها في كفاءة السوق المالية
142	الفرع الأول: مفهوم المعلومات
143	الفرع الثاني: أهمية المعلومات ومصادرها
144	الفرع الثالث: أنواع المعلومات
144	المطلب الثاني: ميكانيزمات ووسائل الحصول على المعلومات
145	الفرع الأول: ميكانيزمات الحصول على المعلومة
145	الفرع الثاني: الوسائل المساعدة على تخفيض عدم تماثل المعلومات
146	الفرع الثالث: نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية
147	المطلب الثالث: علاقة الوساطة المالية بمفهوم كفاءة سوق رأس المال
147	الفرع الأول: الشروط الواجب توافرها لتحقيق كفاءة سوق رأس المال
148	الفرع الثاني: متطلبات كفاءة سوق رأس المال
148	الفرع الثالث: أثر عدم تماثل المعلومات على كفاءة سوق رأس المال
150	المطلب الرابع: دور الوساطة المالية في تحقيق شروط الكفاءة المالية
150	الفرع الأول: توفير المعلومات وتخفيض تكلفتها وتكلفة المعاملات
152	الفرع الثاني: معلومات يسعى الوسيط إلى توفيرها
153	الفرع الثالث: تحليل وتفسير المعلومات
155	خلاصة الفصل
157	الفصل الرابع: أثر الوساطة المالية على كفاءة بورصة عمان
158	تمهيد
159	المبحث الأول: ماهية سوق عمان للأوراق المالية
159	المطلب الأول: التطور التاريخي لبورصة عمان

159	الفرع الأول: الفترة الممتدة من 1930 إلى 1960
160	الفرع الثاني: الفترة الممتدة من سنة 1961 إلى سنة 1975
160	الفرع الثالث: الفترة الممتدة من سنة 1976 إلى نهاية 2010
161	الفرع الخامس: الفترة الممتدة من 2010 إلى سنة 2017
161	المطلب الثاني: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني
162	الفرع الأول: هيئة الأوراق المالية
162	الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)
162	الفرع الثالث: مركز ايداع الأوراق المالية
163	المطلب الثالث: بورصة عمان
163	الفرع الأول: نشأة بورصة عمان
165	الفرع الثاني: أهداف بورصة عمان للأوراق المالية
166	الفرع الثالث: الجهات المتعاملة في بورصة عمان للأوراق المالية
166	الفرع الرابع: الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان
169	الفرع الخامس: إجراءات التداول في بورصة عمان
173	المبحث الثاني: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان
173	المطلب الأول: الإطار المنظم للبورصة
173	الفرع الأول: الهيئة العامة
174	الفرع الثاني: مجلس الإدارة
175	الفرع الثالث: المدير التنفيذي
176	المطلب الثاني: هيكل السوق وأدواته
176	الفرع الأول: هيكل البورصة
178	الفرع الثاني: الأدوات الاستثمارية الجديدة في بورصة عمان للأوراق المالية
179	الفرع الثالث: شروط ومتطلبات الإدراج

180	الفرع الرابع: المتعاملون في سوق عمان للأوراق المالية والتوجهات المستقبلية له
185	المبحث الثالث: الوساطة والكفاءة داخل بورصة عمان
185	المطلب الأول: الوساطة في بورصة عمان
185	الفرع الأول: دور الوسطاء في بورصة عمان
185	الفرع الثاني: شروط قبول الوسيط
186	الفرع الثالث: واجبات الوسطاء
187	المطلب الثاني: أنواع الوسطاء في بورصة عمان وقياس كفاءتهما
187	الفرع الأول: أنواع الوسطاء في بورصة عمان
188	الفرع الثاني: أسلوب الحدث لقياس كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي
189	المطلب الثالث: الدراسة الوصفية
190	الفرع الأول: شركات العينة الأولى محل الدراسة
192	الفرع الثاني: شركات العينة الثانية محل الدراسة
194	الفرع الثالث: أوضاع بورصة عمان
205	خلاصة الفصل
207	الخاتمة العامة
209	قائمة المراجع

أولاً: قائمة الأخطال

الصفحة	عنوان الخطأ	رقم الخطأ
18	تقسيمات السوق المالية	(01-01)
21	دور السوق المالي في انتقال الأموال	(02-01)
38	العلاقة بين السوق الأولية والثانوية والمتعاملين	(03-01)
72	طريقة التمويل المباشر	(01-02)
74	طريقة التمويل غير المباشر	(02-02)
81	ميزانية وحساب النتائج للوسطاء الماليين	(03-02)
106	الخدمات التي يقدمها الوسيط المالي	(04-02)
110	نموذج لهيكل مؤسسات الوساطة ذات الحجم الكبير	(05-02)
113	التنظيم المبسط لمؤسسات الوساطة	(06-02)
142	أهمية المعلومات ومدى انعكاسها في سلوك المستثمرين	(01-03)
164	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	(01-04)

ثانياً: قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
35	الفرق بين السوق الأولية والسوق الثانوية	(01-01)
51	أهم الفروق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة	(02-01)
58	أهم أوجه التشابه والاختلاف بين العقود المستقبلية والآجلة	(03-01)
186	شركات العينة الأولى محل الدراسة	(01-04)
188	شركات العينة الثانية محل الدراسة	(02-04)
189	الشروط العامة لتنفيذ الصفقات	(03-04)
191	مجموع الأرباح قبل وبعد نشر التقارير المالية لشركات العينة الأولى	(04-04)
193	مجموع الأرباح قبل وبعد نشر التقارير المالية لشركات العينة الثانية	(05-04)
194	نتائج إختبار معامل "ويلكوكسن" wilcoxon للعينتين قبل وبعد نشر التقارير المالية	(06-04)
196	متوسط أسعار أسهم شركات العينة الأولى محل الدراسة	(07-04)
198	متوسط أسعار أسهم شركات العينة الثانية محل الدراسة	(08-04)
199	نتائج إختبار معامل "ويلكوكسن" wilcoxon للعينة الأولى والثانية قبل وبعد نشر التقارير المالية	(09-04)

مقدمة عامة

مقدمة

تمثل الأسواق المالية حلقة الوصل بين المستثمرين والشركات من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تسهم في التنمية الاقتصادية للدول، وبالتالي توفر قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني، ينقسم المستثمرون إلى نوعين النوع الأول هم الذين يتمتعون بفوائد مالية يمكن التصرف فيها كمخزون للقيمة وتعظيم الثروة عن طريق تراكم الأرباح المحتجزة ولا يعيرون الأرباح الموزعة أي اهتمام، أما النوع الثاني فيمثل المستثمرون الذين يعتبرون العائد الموزع على مساهماتهم دخلا دوريا مهما يعتمدون عليه في حياتهم، وكذلك يؤدي وجود سوق الأوراق المالية إلى تخصيص كفاء للموارد المالية فالوحدات الاقتصادية أو الأفراد الذين يحوزون على فوائد مالية يمكنهم من خلال هذه السوق المفاضلة بين البدائل المختلفة والمخاطر التي يتعرض لها كل بديل.

ولكي تستطيع أسواق الأوراق المالية أداء وظيفتها التمويلية والاستثمارية على أكمل وجه يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والفعالية، حيث يتم اتخاذ قرارات الاستثمار فيها على أسس سليمة ترتكز على توفر نظام فعال للمعلومات تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة في الأوقات المناسبة وبالتكلفة المناسبة ليتمكن المستثمرون من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار، ويعتبر الاستثمار بالأسهم العادية أحد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية وقد تبلورت مفاهيمه الأساسية نتيجة لتطور ونضوج الأسواق المالية، حيث يتم من خلالها تمويل الاستثمارات في الأسواق الأولية أين يتم الاكتتاب فيها من خلال هيئات مختصة هي مؤسسات الوساطة المالية التي تقوم بتحويل الفائض من أصحابه إلى الأفراد الذين هم بحاجة إليه مقابل هذه الخدمات تتلقى مؤسسات الوساطة أو الوسطاء عمولة.

ازدادت أهمية مؤسسات الوساطة المالية مع أهمية أسواق رأس المال في كافة بقاع العالم فهي تلعب الدور الرئيسي في تنشيط وتفعيل السوق من خلال تشجيع الأفراد على أهمية الاستثمار في الأسواق المالية عامة وأسواق رأس المال خاصة، وزيادة كفاءته من خلال التخصيص الكفاء للموارد المتاحة فمهنة الوساطة المالية شأنها شأن أي مهنة تطورت تطورا كبيرا مع التسارع الذي شهده عالم الأعمال وأصبح دور الوسيط أساسيا في نجاح أي سوق رأس مال، كما أصبحت مسؤولة عن استيعاب المتغيرات التي تحدث في الأسواق العالمية، وقد لعب التطور التكنولوجي الدور الكبير في إثرائها حيث ظهرت أنظمة التداول الالكترونية مما فتح المجال لشركات الوساطة أن تقوم بدورها بمزايا أكبر وخدمات أفضل.

ونظرا لاعتماد كفاءة سوق رأس المال بما فيها الأسواق العربية على المعلومات التي تتوفر في أي وقت وبشكل مستقل سواء تمثلت تلك المعلومات في التقارير المالية أو معلومات بثتها وسائل الاعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية حيث تتجه صعودا مع الأخبار السارة ونزولا مع الأخبار غير السارة، وفي ظل المنافسة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات فلن يتمكن أي منهم من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة حصولهم على المعلومات وتحليلها قبل غيرهم من المتعاملين الاقتصاديين.

ولأن بورصة عمان تعتبر من الأسواق العربية التي حظيت باهتمام العديد من الباحثين والمستثمرين والمتعاملين في مجال أسواق رأس المال، فقد هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءتها من خلال معرفة مدى تأثير أسعار أسهم الشركات المدرجة فيها بالمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة.

اشكالية الدراسة

شهد مجال الوساطة المالية العديد من التطورات بحيث تعتبر المحرك الرئيسي للأسواق المالية بصفة عامة، فهي تمثل حلقة الربط بين المستثمرين وأصحاب المشاريع فهي تحظى باهتمام بالغ من قبل السلطات، ولازالت تخضع للعديد من التعديلات والتطورات خاصة منها التكنولوجية سعيا منها لتقديم خدمات أفضل تعود بالنفع على أسواق رأس المال بصفة خاصة والاقتصاد ككل بصفة عامة، ومن خلال هذا الطرح يمكن صياغة الإشكالية التالية:

✓ هل تؤثر خدمات الوساطة المالية على كفاءة بورصة عمان - الاردن - ؟

يندرج تحت التساؤل الرئيسي مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ هل يساهم الوسيط المالي في خفض التكاليف في بورصة عمان ؟
- ✓ هل تؤثر المعلومات المنشورة في التقارير المالية من قبل الوسطاء على الأرباح السوقية للأسهم؟
- ✓ هل تنعكس المعلومات المنشورة في التقارير المالية لحظيا على أسعار الأسهم المدرجة؟

الفرضيات

انطلاقا من التساؤلات الفرعية السابقة تم صياغة الفرضيات التالية:

➤ تعمل مؤسسات الوساطة المالية على تقليل التكاليف وإيصال المعلومات في الوقت اللازم.

➤ لا يوجد اختلاف بين متوسط الأرباح السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة قبل نشر التقارير المالية وبعد نشرها.

➤ لا يوجد اختلاف بين متوسط السعر السوقي لأسهم المؤسسات المدرجة قبل نشر التقارير المالية وبعد نشرها.

📌 أهداف الدراسة

يهدف هذا البحث إلى معرفة ما إذا تتمتع بورصة عمان بالكفاءة المالية باستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية لشركات المساهمة العامة والمدرجة في بورصة عمان، لذا تقدم الباحثة عرضاً حول سوق رأس المال والوساطة المالية ومؤسساتها، الكفاءة المالية ومستوياتها. وتهدف أيضاً هذه الدراسة إلى معرفة العوامل التي تزيد من كفاءة سوق رأس المال، وكيف تساهم مؤسسات الوساطة المالية بتحقيق الكفاءة من خلال نشر المعلومات للمستثمرين والمساهمة في التسعير العادل للأوراق المالية.

📌 أهمية الدراسة

إن دراسة كفاءة سوق رأس المال بشكل عام، وبورصة عمان بشكل خاص يوفر للمستثمرين الحاليين والمرقبين معلومات عن الاستراتيجيات الملائمة للاستثمار في هذه الأسواق، بناءً على مستوى الكفاءة التي تعمل فيها، فكلما كانت كفاءة الأسواق المالية مرتفعة كلما كانت ظاهرة احتكار المعلومات غير موجودة وبالتالي لا يستطيع أي من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين. كما تعود أهمية هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير المعلومات الموجودة في القوائم المالية المنشورة على أسعار الأوراق المالية وبالتالي التأثير على سلوك المستثمرين. حيث يعد موضوع كفاءة سوق رأس المال من أهم المواضيع الجدلية التي تناولت أسواق رأس المال نظراً لعلاقته بقدرة وسرعة السوق على عكس المعلومات الضرورية للمستثمرين في أسعار الأسهم وبالتالي إمكانية المستثمرين من تحقيق عوائد غير اعتيادية، كما يعد مؤشراً على تطور أسواق رأس المال من خلال اختبار كفاءة أي سوق لمعرفة مستوى الكفاءة الذي تتمتع به هذه السوق وتطور هذا المستوى مع تطور هذه السوق حجماً واتساعاً وعمقاً، لذا تتجلى أهمية البحث من خلال اختبار كفاءة بورصة عمان على المستوى الشبه قوي للوقوف على التطورات التي طرأت على هذه السوق في هذا المجال.

أسباب اختيار الموضوع

من الأسباب التي أدت إلى اختيار الموضوع ما يلي:

- حداثة الموضوع نسبيا لأن دور الوساطة المالية في تحقيق الكفاءة المالية يعتبر من مواضيع الساعة؛
- الارتباط الوثيق الموجود بين الموضوع وطبيعة الاختصاص " مالية وبنوك " والميول الشخصي لموضوع أسواق رأس المال؛
- محاولة الإسهام في إثراء المكتبة العربية بدراسة تكون قبلة لأهل الاختصاص، والدور الذي تلعبه مؤسسات الوساطة المالية في تحقيق الكفاءة المالية.

المنهجية

لإحاطة بمختلف جوانب الموضوع للإجابة على التساؤل الرئيسي تم استعمال المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، حيث يتبع المنهج الوصفي التعرض لمختلف المفاهيم والاسس النظرية للبحث وجمع الإحصاءات وتبويب البيانات عن طريق أشكال وجداول، أما المنهج التحليلي يستخدم في تحليل البيانات المجمعة وهذا للوصول إلى الهدف المرجو من هذا البحث. بالإضافة الى المنهجين السابقين سيتم استخدام المنهج التاريخي لسرد الأحداث والوقائع التي مرت بها بورصة عمان من حيث نشأتها وتطورها.

محددات الدراسة

تم استخدام الأسعار التاريخية التي سبقت نشر التقارير المالية وأسعار يوم نشرها والأسعار بعد نشر التقارير المالية لأنها تقيس أثر المعلومة على أسعار الأسهم بدقة أكبر وقد واجهت الباحثة مشكلة عدم تداول الأسهم في بعض الأيام أو في تاريخ نشر القوائم المالية، إلا أن تلك المشكلة قد عولجت باعتماد أسعار الأسهم في اليوم السابق الذي لم يتم تداول الأسهم فيه كما أنه واجهت الباحثة مشكلة عدم توفر بيانات تواريخ نشر التقارير المالية لبعض شركات المساهمة واختلاف تواريخ نشر التقارير المالية لبعض الشركات، وبالتالي تم استثناءها من عينة الدراسة.

عينة الدراسة

اشتمل مجتمع الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة عمان التي لها نفس تاريخ نشر التقارير المالية، حيث شملت العينة الأولى 11 شركة من مختلف القطاعات الموجودة في بورصة عمان، أما

العينة الثانية فقد شملت 24 شركة تم استثناء 11 شركة لم يتم تداول أوراقها المالية، وبقيت 13 شركة أيضا من مختلف القطاعات، وبالتالي مجتمع الدراسة مكون من 24 شركة.

جمع البيانات

تم جمع البيانات المتعلقة بأسعار الأسهم لشركات المساهمة وكذلك تواريخ نشر التقارير المالية من النشرات اليومية لموقع بورصة عمان.

الدراسات السابقة

➤ **بن عزوز عبد الرحمان:** " دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية بجامعة منتوري قسنطينة سنة 2012. تدور إشكالية هذا البحث حول "الدور الذي يمكن أن تلعبه الوساطة المالية بغية تنشيط وتطوير المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية؟" حيث تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول تناول الأول منها الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية، وتطرق في الفصل الثاني إلى الإطار النظري للوساطة المالية، أما الفصل الثالث فتناول فيه الوسطاء الماليون كآلية لتنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة للبورصة التونسية. تهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على الدور الفعال الذي يقوم به الوسطاء الماليون في تنشيط الأسواق المالية، وأيضا الى لقاء الضوء على واقع الوساطة المالية في بورصة تونس للأوراق المالية.

➤ **رشيد بوكساني:** "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر سنة 2006. تدور اشكالية الدراسة حول " ماهي المتطلبات الاساسية لاقامة أسواق أوراق مالية فعالة ؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟ حيث قسم الباحث دراسته الى بابين. خصص الباب الأول لدراسة الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية حيث قسم الى ثلاثة فصول الأول تحت عنوان الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، والفصل الثاني بعنوان أسواق الأوراق المالية: كفاءتها، مؤشراتنا وأثر العولمة عليها، أما الفصل الثالث فخصص لدراسة أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما وأسواق الأوراق المالية الناشئة، أما الباب الثاني فخصص لواقع

أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها وتم تقسيمه أيضا الى ثلاثة فصول، الفصل الرابع واقع أسواق الأوراق المالية العربية ، والفصل الخامس معوقات أسواق الأوراق المالية العربية، أما الفصل السادس تحت عنوان تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الربط بينهما. تهدف هذه الدراسة الى توضيح الأسس الواجب توفرها لإقامة أسواق الأوراق المالية لأداء الدور المنوط لها والمتمثل أساسا في تنشيط الاستثمار، والإحاطة اسواق الأوراق المالية العربية من خلال ادائها وتطوراتها ومحاولة عرض مساهمة صندوق النقد العربي في مجال تطوير هذه الأسواق.

➤ **زرقة زهية:** " بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في العمليات البورصية مع دراسة حالة الجزائر " مذكرة ماجستير مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2000. تتلخص إشكالية هذه الدراسة حول " ماهي مكانة البورصة وتأثيرها على الحياة الاقتصادية والمالية للبلد؟ " قسمت الباحثة دراستها إلى ثلاثة فصول حيث تعرضت في الفصل الأول إلى آلية ونشاط الأسواق المالية، أما الفصل الثاني فقد تمحور حول أهمية ودور الوساطة المالية في العمليات البورصية، وتم تخصيص الفصل الثالث لدراسة تطبيقية لحالة الجزائر من خلال التعرف لواقع بورصتها وأنواع الوسطاء المتدخلون فيها. تهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على الوساطة المالية بصفة عامة وفي بورصة الجزائر بصفة خاصة، والوقوف على نقاط ضعف كل من بورصة الجزائر ومؤسسات الوساطة العاملة فيها ومحاولة ايجاد الحلول لتطوير وتفعيل نشاطها.

➤ **هاني أنور صالحة:** " شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية " مذكرة ماجستير مقدمة بكلية التجارة بالجامعة الإسلامية غزة سنة 2007. تتلخص إشكالية هذه الدراسة حول " هل تساهم شركات الوساطة في تنمية وتطوير سوق فلسطين للأوراق المالية؟ " حيث قسم الباحث دراسته إلى أربعة فصول حيث تناول في الفصل الأول سوق فلسطين للأوراق المالية، أما الفصل الثاني فتم فيه دراسة شركات الوساطة المالية في فلسطين والفصل الثالث فخصص لمنهجية الدراسة (الطريقة والإجراءات) والفصل الرابع عني بنتائج الدراسة الميدانية وتفسيرها.

وتهدف هذه الدراسة الى محاولة تسليط الضوء على مؤسسات الوساطة أثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد تم توزيع استبيانه على 250 مستثمر، توزعت بين الضفة الغربية وقطاع غزة، بواقع 150 مستثمر في الضفة الغربية و 100 مستثمر في قطاع غزة.

تقسيم الموضوع

من أجل الوصول إلى الأهداف المرغوبة من هذا البحث والإجابة على التساؤلات السابقة تم تقسيمه إلى أربعة فصول كالتالي:

✓ **الفصل الأول** تم فيه دراسة الإطار النظري لسوق رأس المال حيث قسم إلى ثلاثة مباحث وتم من خلال هذا الفصل التعرف على طبيعة السوق المالية ودورها في الحياة الاقتصادية أيضا تم التطرق إلى مفهوم سوق رأس المال وتقسيماته، أما المبحث الثالث فقد تناول تنظيم سوق رأس المال والتعاملات الحاصلة فيه

✓ **الفصل الثاني** فتناولنا فيه الأسس النظرية لمؤسسات الوساطة المالية حيث تم تقسيمه إلى أربعة مباحث، ففي المبحث الأول تناولنا ماهية الوساطة المالية والتطور التاريخي لها أما المبحث الثاني تم فيه دراسة تصنيف مؤسسات الوساطة المالية بكل أنواعها والمبحث الثالث خصص لدراسة دور مؤسسات الوساطة المالية والاتجاهات الحديثة لها، فيما خصص المبحث الرابع لدراسة وسطاء التداول في سوق رأس المال.

✓ **الفصل الثالث** خصص لدراسة الكفاءة المالية حيث قسم إلى ثلاثة مباحث، الأول تم فيه دراسة ماهية كفاءة سوق رأس المال، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال، والمبحث الثالث تناول علاقة المعلومات بمفهوم كفاءة سوق رأس المال.

✓ **الفصل الرابع** تحت عنوان سوق عمان للأوراق المالية قسم إلى ثلاثة مباحث، تناول المبحث الأول ماهية سوق عمان للأوراق المالية، أما المبحث الثاني فقد تناول الهيكل التنظيمي لسوق عمان للأوراق المالية، وخصص المبحث الثالث لدراسة الوساطة في سوق عمان للأوراق المالية وقياس كفاءته.

الفصل الأول: الإطار النظري

لسوق رأس المال

تمهيد

انتشرت الأسواق المالية في معظم اقتصاديات العالم بسبب دورها الرئيسي في الاقتصاد وأصبح يطلق عليها أيضا بالبورصات مثل بورصة لندن، نيويورك، هونغ كونغ، فرانكفورت... فهي مرت بعدة مراحل قبل أن تصل إلى ما هي عليه الآن، حيث أنشأت هذه الأسواق وبدأت الزيادة المستمرة في حركتها بسبب التسهيلات والخدمات المصرفية البسيطة التي كانت تقدمها، ومن ثم أصبحت تركز على التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل والأوراق التجارية القابلة للتداول لمواجهة احتياجاتها لأغراض التمويل التنموي.

فبالأسواق المالية تؤدي دور مهم جدا في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها بين فئات العجز التي تبحث عن التمويل وبشروط جيدة. ولهذه الأسواق منتجات مالية محددة تتمثل في الأوراق المالية وهي الأسهم والسندات بمختلف أنواعها والمستحدثات المالية، وهنا برزت أكثر أهمية أسواق رأس المال نتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه في توفير السيولة، وأصبحت أداة مهمة للحكم على وضعية الاقتصاد حسب أسعار الأوراق المالية، فهي تحدد حالة السوق إما كساد أو العكس وعليه سيتخصص هذا الفصل في دراسة طبيعة الأسواق المالية من حيث مفهومها ودراسة خاصة لأسواق رأس المال من حيث الأدوات والتقسيمات والمتدخلين فيها. وقصد التعرف أكثر على سوق رأس المال وكذا الأوراق المالية المتداولة فيه قمنا بتقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالية ودورها في الاقتصاد.

المبحث الثاني: مفهوم سوق رأس المال وتقسيماته.

المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال والتعاملات الحاصلة فيه.

المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالية ودورها في الاقتصاد

تمثل الأسواق المالية الوسيلة التي من خلالها يلتقي البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، ووجود هذه الأسواق هام جدا من أجل توفير وتقديم رؤوس الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة لاستثمارها، فهي تقوم بجمع المدخرات وتوجيهها للاستثمار للنهوض بالوضع الاقتصادي في أي بلد فالأسواق المالية تعتبر مرآة اقتصاديات الدول.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية وتقسيماتها

سننتقل في هذا المطلب إلى مفهوم السوق المالية وتقسيماتها

الفرع الأول: مفهوم السوق المالية

للسوق المالية عدة تعاريف سنذكر البعض منها:

تعرف **السوق المالية** بأنها: الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار.¹

أي أن **الأسواق المالية** تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار، إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية وتمتلك القدرة على الاستثمارات.²

ويمكن تعريفها أيضا بأنها: المكان الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المالي من خلال توجيه الادخارات نحو استغلال الفرص الاستثمارية المربحة بما يضمن مصلحة الأطراف المتعاملة.³

وهي مجموعة من المؤسسات التي يتم من خلالها انتقال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين أو من المقرضين إلى المقترضين، ويتم هذا الانتقال من خلال آلية سعر الفائدة، وتمثل المقابل المادي الذي يحصل عليه المقرضون مقابل السماح للمقترضين باستخدام أموالهم لفترة زمنية معينة.⁴

¹ ابن أعمار بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012، ص: 10.

² عاطف وليم اندراوس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق**، شباب الجامعة، مصر، 2005، ص:

3.

³ هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء، الأردن، 2003، ص: 58.

⁴ طارق عبد العال حماد، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 20.

وبتعريف آخر: السوق المالية هي وسيلة يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية، المالية، والنقدية لفترات متباينة طويلة وقصيرة اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات.¹

من خلال التعاريف السابقة يمكننا الخروج بالتعريف الآتي:

السوق المالية هي الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بتوظيف فوائضها لوحدات العجز التي هي بحاجة للأموال بغرض الاستثمار، فهو يعد النظام الأوسع والأشمل للأسواق التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية لذا أصبح من المهم التمييز بين نوعين من الأسواق هما: سوق النقد وسوق رأس المال والاختلاف الأساسي بينهما في آجال الاستحقاق.

الفرع الثاني: تقسيمات السوق المالية

تقسم السوق المالية إلى عدة أقسام وفقا لعدة معايير أهمها:

أولا: من حيث درجة سيولة الأصول المتداولة تنقسم الأسواق المالية الى

1. أسواق نقدية

يقصد بسوق النقد تلك السوق التي يتم تداول الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل الأقل من سنة وتتم ما بين البنوك،² وفي بعض الأحيان أقل من سنة ونصف ليتم بذلك الاقتراض والاقتراض بين المتعاملين فيه من دائن يملك الفوائض النقدية، ويسمى بوحدة الفائض حيث تكمن لديه رغبة توظيف تلك الفوائض النقدية لمضاعفة نمو أمواله بمبادلتها مع الجهة الثانية الممثلة بمن ترغب توظيف الأموال وتحقيق الفوائد التي تفيض عن رأسماله الأصلي محققا بذلك ربحا لصاحبه والذي يسمى بالمدين.³ وتنتشر في اقتصاد التمويل بالاستدانة حيث تضعف الأسواق المالية بينما في الدول حيث الاقتصاديات فيها قائمة على الشراكة بالمساهمة فهي تقسم الأدوار مع البورصات في تمويل الاقتصاد.⁴

¹جميل الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل، الأردن، 1999، ص: 210-211.

²Didier Marteau, **monnaies banques et marchés financiers**, Economica, 2008, paris, p 15.

³أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، عمان، 1999، ص: 174.

⁴عيسى ياحي، أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، مقال مقدم في مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد 5، 2005، ص: 43.

وهي الأسواق التي يتم فيها تبادل الأصول المالية قصيرة الأجل، حيث يتم تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية.¹

ويمكن تعريف السوق النقدي أيضا بأنه: السوق التي يتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية وكذلك من خلال الجهات الحكومية بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.²

ويمكن تعريفها أيضا بأنها سوق رؤوس الأموال القصيرة والمتوسطة الأجل،³ والمؤسسات التي تقوم بتحريك مبالغ كبيرة من الأرصدة قصيرة الأجل خلال مدة محدودة، لمواجهة الطلب عليها وتخصص بالأدوات الشديدة السيولة القصيرة الأجل مثل اذونات الخزينة، وشهادات الإيداع، والأوراق التجارية والقبولات المصرفية.⁴ ذلك السوق الذي يسمح بعملية الإقراض والاقتراض والمتاجرة بالأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل تحقيقا للعائد، وهو بذلك يعتمد المبالغ الضخمة ذات الأحجام الكبيرة.⁵ ومن خلال التعاريف السابقة يمكننا الخروج بالتعريف الآتي:

1. السوق النقدي: هو المكان الذي يلتقي فيه المستثمرون سواء كانوا طالبي لرأس المال أو عارضين له، بغية تحقيق أكبر ربح ممكن بالاعتماد على مجموعة من الأدوات المالية من بينها:

- ✓ **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تفيد بأنه تم إيداع مبلغ معين لديها لمدة محددة تنتهي بتاريخ معين وبفائدة معينة، وهي قصيرة الأجل وتعتبر أداة من أدوات التعامل الهامة في السوق النقدي، حيث توفر الفرصة للمودع للحصول على السيولة قبل تاريخ الاستحقاق وبيعها في السوق.
- ✓ **الأوراق التجارية:** يتم تداول الأوراق التجارية باعتبارها أداة دين قصير الأجل، قابلة للخصم وإعادة الخصم ويتم استخدامها في المعاملات التجارية المختلفة.

¹ عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبوظبي للطباعة، أبوظبي، 2002، ص: 231.

² زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، عمان، 2005، ص: 124 .

³ Christian et Mireille Zambotto, **gestion financière de marché**, Dunod, paris, 1997, P 04.

⁴ عبد الغفار حنفي، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 274.

⁵ ناظم محمد نوري، طاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، الأردن، 1999، ص ص: 174، 176.

✓ **القبولات المصرفية:** هي سندات مسحوبة على البنك من قبل عميل يطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغ محدد مخصص مسبقاً وتستعمل بشكل كبير في تمويل التجارة الخارجية والداخلية ويضمن هذا القبول تعهد المصرف بالدفع في حالة وفاء العميل للدائن في موعد الاستحقاق، الأمر الذي يزيد من قوة وضمأن السند مما يجعله قابلاً للتداول في السوق النقدي.

✓ **اتفاقيات إعادة الشراء:** هي وسيلة إقراض قصيرة الأجل ويتم استخدامها من قبل الجهات المختصة في شراء وبيع الأوراق المالية، ويتم بموجبها الاقتراض بالجوء إلى مستثمر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في إقراضها مقابل أوراق مالية لكن بصورة مؤقتة ويتم عقد إعادة شراء تلك الأوراق مع المستثمر نفسه وبسعر يفوق السعر الذي تم بيع الأوراق المالية به.¹

للتعامل في السوق النقدي مخاطر كثيرة، متمثلة في عدم القدرة على السداد وكثرة تقلب أسعار الفائدة، الأمر الذي يستدعي تصنيف المؤسسات وتقييمها على أساس من المعايير الموضوعية للحد من المخاطر المتعددة ونذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:

✓ **مخاطر عدم القدرة على السداد:** فكثير من المؤسسات النقدية تعاني من صعوبة في وضعها المالي وعجزها في مركزها مما يؤدي إلى نشوء ظاهرة الديون المتعثرة وبالتالي عدم القدرة على تلبية طلبات أصحاب الأموال عند استحقاقها؛

✓ **مخاطر تقلب أسعار الفائدة:** من المعروف أن المدة الزمنية لربط الودائع ترتبط بعلاقة طردية مع مخاطر تقلب أسعار الفائدة ومعنى ذلك أن مخاطر تقلب أسعار الفائدة تزداد طردياً بازدياد مدة الربط نظراً لعدم التنبؤ الدقيق والمعرفة الحقيقية للظروف المستقبلية.²

ولسوق النقد العديد من الوظائف أهمها:

✓ **توفير أدوات يمكن من خلالها أن يعدل الأفراد والمؤسسات مراكز سيولتهم** إذ تمثل السيولة أهمية خاصة لكل من الأفراد والمؤسسات على حد سواء، فالأفراد الذين لديهم مدفوعات في المستقبل القريب يمكنهم من خلال سوق النقد استثمار أموالهم في أدوات قصيرة الأجل، مقابل عائد على أن يتم بيع تلك الأدوات حينما يأتي أجل مدفوعاتهم المستقبلية، كما تلجأ البنوك

¹ بن أعمار بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، مرجع سابق، ص: 16-17.

² ناظم محمد نوري، طاهر فاضل البياتي، مرجع سابق، ص: 174، 176.

والمؤسسات المالية لشراء أدوات سوق النقد مقابل عائد قبل إعادة بيعها لمواجهة سحب الودائع أو عقد قروض جديدة، أيضا يمكن للسلطات النقدية المسئولة عن إدارة العرض النقدي من تنفيذ معظم عملياتها في سوق النقد من خلال تلك العمليات يمكنها تحقيق العائد من الأهداف الاقتصادية؛¹

- ✓ توفير احتياجات الأشخاص من القروض الاستهلاكية؛
 - ✓ تغطية احتياجات قطاع التجارة من الخدمات البنكية اللازمة والاعتمادات السندية المفتوحة لدى البنوك التجارية.²
- وتتفرع الأسواق النقدية إلى:

- أسواق الخصم: حيث يتم خصم وإعادة خصم الأوراق التجارية.
- أسواق صرف العملات: حيث يتم شراء وبيع العملات المختلفة،³ فهي الأسواق التي تسهل العمليات التجارية والمالية بيعا أو شراء للسلع أو الخدمات للأصول الحقيقية أو المالية يتم بموجبها تبادل العملات الأجنبية لتحديد أسعارها، وتتم عن طريق وسائل الاتصال الالكترونية الحديثة من الهاتف أو فاكس وغيرها.⁴
- أسواق النقود تحت الطلب: كالودائع المصرفية والحسابات الجارية المدنية والدائنة على حد سواء.⁵

2. سوق رأس المال

يقصد بسوق رأس المال هو سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل ويطلق عليه البورصة،⁶ ويمكن تعريفه أيضا بأنه ذلك السوق الذي يقوم بتبادل الفوائض المالية مع أصحاب العجز من خلال مجموعة من الأوراق المالية وهي عبارة عن الأسهم والسندات وتنقسم هذه السوق بدورها إلى قسمين سوق أولية وهي سوق الإصدارات الجديدة التي تقوم بها الشركات الراغبة في الحصول على التمويل لاستثماراتها والسوق الثانوية التي يتم فيها تداول الإصدارات الجديدة التي أصدرت في السوق الأولية، وينقسم سوق

¹ حسين هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، 2002، ص: 24 .

² بن أمير بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مرجع سابق، ص: 16-17.

³ نجاح عبد العليم، عبد الوهاب أبو الفتوح، الأصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، دار عالم الكتب، الأردن، 2014، ص: 206.

⁴ Fleuriet Michel et Simon Yves, **Bourse et marchés financiers**, deuxième édition, Economica, Paris, sd, P 47.

⁵ ناظم محمد نوري، طاهر فاضل البياتي، مرجع سابق، ص: 180.

⁶ Luc BENET. Ronald, **principes techniques bancaires**, Dunod, paris 2001, P 320.

رأس المال بالإضافة إلى السوق الأولي والسوق الثانوي إلى سوق العقود الآجلة والأسواق الحاضرة (الفورية)¹ سيتم التطرق إليها بالتفصيل في المبحث الثاني.

ويتعريف آخر سوق رأس المال هو المكان الذي يتم فيه إصدار الأسهم والسندات نيابة عن العملاء.² وهو السوق الذي ينخرط فيه البائعون والمشترون في تجارة الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات.³ من خلال التعاريف السابقة يمكننا الخروج بالتعريف الآتي: سوق رأس المال أو سوق السندات والأسهم هو المكان الذي يساعد على تحويل الأموال الفائضة من المدخرين إلى المؤسسات التي تستثمرها بعد ذلك بغية تحقيق الربح.

ثانيا: من حيث أجل التعامل على الأصل: تنقسم أسواق رأس المال إلى

1. سوق العقود الآجلة: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي تتعامل بالأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، والغرض من هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم.

2. الأسواق الحاضرة الفورية أو العاجلة: فيقصد بها تلك الأسواق التي يتعامل فيها أيضا بالأسهم والسندات، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن تدفع قيمة الورقة أو جزء منها،⁴ وهي بدورها تنقسم إلى قسمين السوق الأولية والسوق الثانوية.⁵

ثالثا: من حيث الأصل المعقود عليه تنقسم أسواق رأس المال إلى

1. الأسواق الأولية: أو أسواق الإصدار وهي جزء من سوق رأس المال تباع فيها المنتجات المالية الأسهم، والسندات وغيرها لأول مرة أي أن العلاقة هنا بين مصدر المنتج المال ومشتريه وبمجرد بيع تلك الأوراق المالية ولو لمرة واحدة تنتقل إلى السوق الثانوية، وأهم إجراء تقوم به السوق الثانوية هو الإدراج في البورصة (IPO)، INITIAL PUBLIC

¹ حسين هاني، مرجع سابق، ص: 24.

² Site internet, <https://www.lesechos.fr/>, Dernière visite: (23:24) (05/05/2018)

³ Site Internet, <https://economictimes.indiatimes.com> , Dernière visite: (23 :29) (05/05/2018)

⁴ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 65.

⁵ رسمية زكي قرياقص، **البورصات والمؤسسات المالية**، دار الجامعة، مصر، 2002، ص: 268.

OFFERING، كما يتم على مستوى هذه السوق بيع إصدارات شركة أسهمها موجودة أصلاً في البورصة.¹

2. **الأسواق الثانوية:** وهي تعرف بأسواق الأوراق المالية أو البورصات ويتم فيها تداول الأوراق المالية وغيرها بعد إصدارها في الأسواق الأولية وتتفرع هذه الأسواق إلى:

✓ **أسواق منظمة:** حيث يتم التعامل من خلال البورصة، والتقيّد بالقوانين واللوائح الخاصة بها وتحت إشراف الجهة المشرفة على البورصة.

✓ **أسواق غير منظمة أو السوق الموازية:** حيث يتم التعامل خارج البورصة على منتجات مالية غير مدرجة بالبورصة، ويتم التعامل على هذه المنتجات من خلال جهات تجمع بينها وسائل اتصال كافية مثل بيوت السمسرة والوسطاء ومجموعات من التجار وتتفرع الأسواق غير المنظمة إلى:

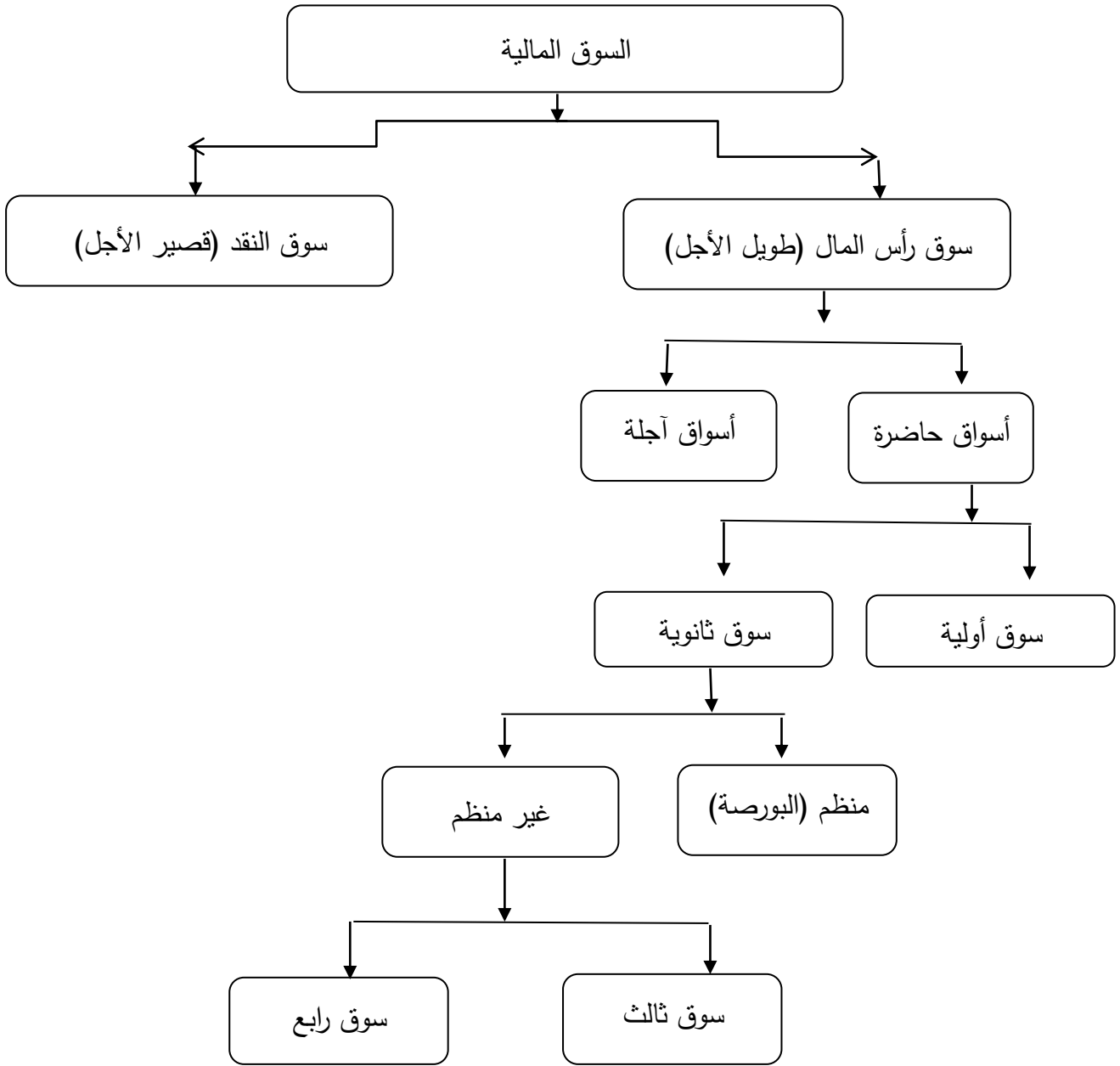
• **السوق الثالثة:** وتتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة وتوفر سوق دائمة للمنتجات المالية.

• **السوق الرابعة:** ما يميزها عن السوق الثالثة هو التعامل المباشر بين أطرافها دون وسيط وتقدم هذه السوق ميزة الحد من تكاليف الصفقات بالحد من عمولات السماسرة.²

¹ Site Internet, <http://www.syriaall.com>, Dernière visite: (17 :48) (10 /04/2017)

² نجاح عبد العليم، عبد الوهاب أبو الفتوح، مرجع سابق، ص: 208.

الشكل رقم: (01-01) تقسيمات السوق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على المرجعين طارق عبد العال وجميل الزيدانين

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن للسوق المالية قسمين، قسم سوق رأس المال وقسم السوق النقدي حيث ينقسم سوق رأس المال بدوره إلى سوقين، أسواق آجلة وأسواق حاضرة حيث تنقسم هذه الأخيرة إلى سوق أولية وهي سوق الإصدار، وسوق ثانوي وهي سوق تداول الأوراق المالية التي أصدرت في السوق الأولي، وتنقسم بدورها إلى سوق منظم وهي البورصة وسوق غير منظم الذي يضم السوق الثالث والرابع.

بعدها تناولنا في المطلب الأول مفهوم السوق المالية وتقسيماتها، نأتي الآن إلى دراسة دورها في الاقتصاد وشروط إنشائها من خلال المطلب الثاني.

المطلب الثاني: دور السوق المالية في الاقتصاد وشروط إنشائها

تكمن أهمية السوق المالية في توفيره لمصادر التمويل للمستثمرين وتنمية الادخار وتوجيهه، وربط النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، من خلال تمويل الاقتصاد الوطني وتطوير الهياكل الإنتاجية وتدنية المخاطر.¹

الفرع الأول: دور السوق المالية في الاقتصاد

للسوق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاد تتمثل فيما يلي:

- ✓ نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية حيث تعوض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون بغرض تمويل مشروعات معينة وهذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع نفس السلوك في الأسواق المالية؛
- ✓ تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دورا فاعلا في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال الاكتتاب في الأسهم والسندات في أسواق الأوراق المالية والنقدية، حيث تشجع المدخرين على ادخار أموالهم وتقوم البنوك من خلالها بتقديم القروض؛
- ✓ تعد الأسواق المالية مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسة، وذلك لتحويل الموارد الى المستقبل أو لإيصال الناتج إلى الاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال الزمن ولربط الأطراف الدائنة ذات الفوائض للأطراف المدينة ذات العجز؛
- ✓ تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل حيث يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية، والأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل، بجانب الأسهم والسندات لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن الأسواق الرأسمالية كما يلاحظ أيضا وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانبا مهما من الأسواق المالية، وهكذا يتعايش النشاط الضروري

¹Marie Henry Gérard, **les marchés financiers**, Armend Colin, Paris ,1999, PP 13-15.

للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة لتسيير مهام الأسواق والمؤسسات المعتمدة عليها في تشغيل عملياتها الجارية وهذا ما يسهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية لتعزيز الطلب في أسواق رأس المال؛

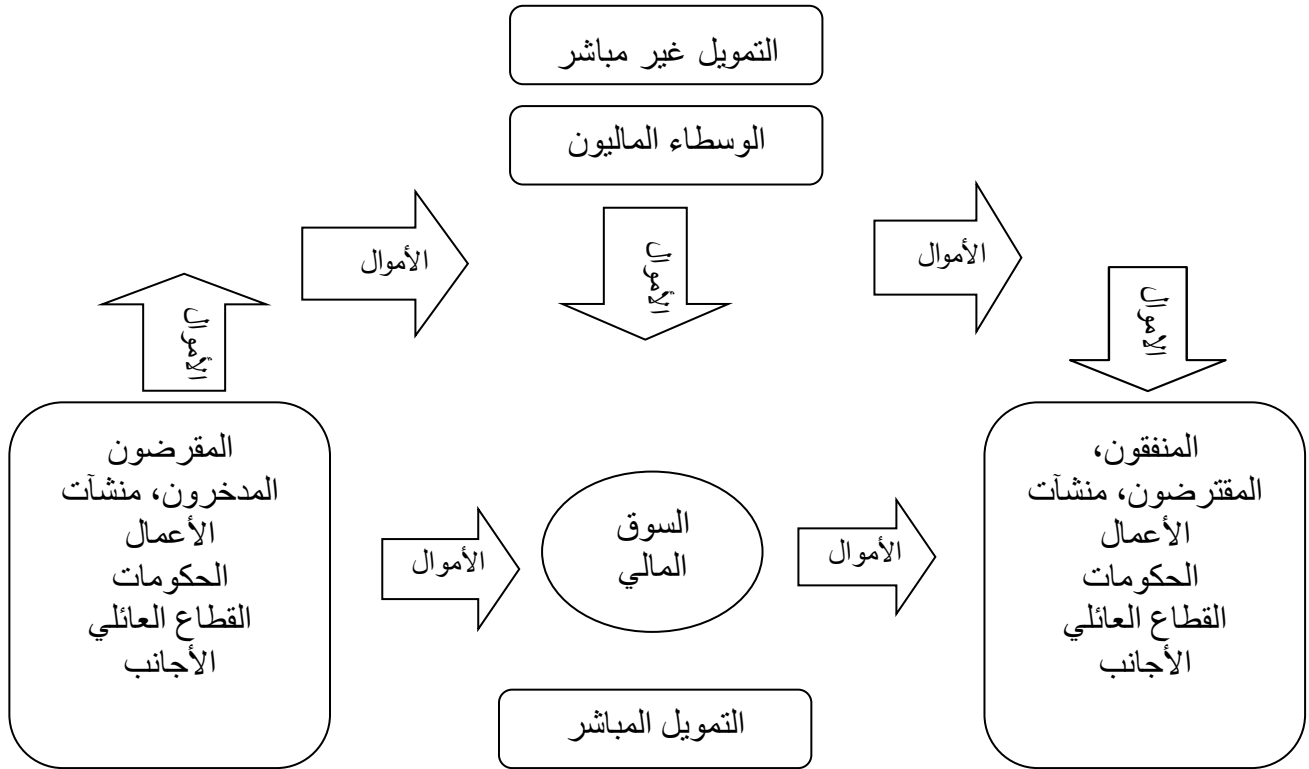
- ✓ تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية؛¹
 - ✓ تلعب الأسواق المالية دورا هاما في عملية التنمية، حيث تقوم بدور رئيسي في تجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، ويتحقق ذلك من خلال السوق التمويلي، والتي تتكون من مجموعة من القنوات التي ينساب فيها المال من أفراد ومؤسسات وقطاعات في المجتمع إلى أفراد ومؤسسات وقطاعات أخرى، حيث تمثل المجموعة الأولى ذوي الفائض من الأموال الذين يرغبون في التخلي عنها، أما المجموعة الثانية فهي تمثل من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت في قطاعات العجز؛²
 - ✓ تحديد الأسعار من خلال التبادلات أو التحويلات بين بائعي ومشتري الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية، وفي نفس الوقت العائد المطلوب من الاستثمار في الأسواق المالية محدد من قبل المشاركين فيها فالمحفز الأول للمستثمرين الذين يبحثون عن الأموال في هذه الأسواق هو العائد الذي يطلبه المستثمرين؛
 - ✓ تخفيض تكاليف التعاملات المالية داخل السوق، المشاركين فيها هم من يتحملون عبئ هذه التكاليف ولذلك وجدت هذه المؤسسات من أجل تخفيض أعباء التعاملات التجارية داخل هذه الأسواق، وتنقسم هذه الأعباء أو التكاليف إلى ثلاثة أنواع هي تكلفة البحث عن المعلومات تكاليف التعاقد، تكاليف الحوافز بين المشتري والبائعين للأصول المالية.³
- والشكل رقم (01-02) يبين دور السوق المالي وأهميته في تحويل الأموال بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، إذ يساهم في التمويل المباشر وغير المباشر للمنشآت والأفراد والحكومات وتغطية الفجوة المالية لهذه القطاعات واستغلال الفائض النقدي لها.**

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 84، 86.

² أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص: 260.

³ Valdoné Darskuviene, **Financial Markets**, Leonardo da Vinci programme Project, Vytautas Magnus, Bulgaria, 2010, PP 7-8.

الشكل رقم: (01-02) دور السوق المالي في انتقال الأموال



المصدر: دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص: 37.
 من خلال الشكل نلاحظ أن السوق المالي يقدم خدماته الى جميع الفئات وبكفاءة، وتتحقق هذه الكفاءة من خلال فاعلية الوحدات العاملة في السوق، ويتوفر عنصر السيولة والمرونة للأموال المطلوبة أو المعروضة في السوق.

الفرع الثاني: شروط انشاء السوق المالية

طبقا لمفهوم السوق المالية وأهميتها، يمكن القول أن العمق الزمني لوجود الأسواق وفعاليتها تستدعي مجموعة مقومات وشروط يجب توافرها وبهذا الصدد يمكن تمييز نوعين من المقومات احداها أساسية وأخرى سائدة تساهم في تدعيم وفعالية السوق المالي وفيما يلي ايجاز لهذه المقومات.¹

أولا: المقومات الأساسية

- ✓ اعتماد آليات السوق الحرة كأساس لعمل النظام الاقتصادي، سواء في توزيع الموارد أو في الأنظمة التشريعية،² لدورها في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، أما التنظيم فينعكس بكفاءة وفعالية السياسات النقدية والمالية وما يلحقها من نظم وتشريعات خاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات؛
- ✓ فلسفة اقتصادية واضحة تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلفة والخاصة، وما يتبعها من أنظمة وقوانين؛
- ✓ تنوع أدوات الاستثمار وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات؛
- ✓ مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها هذا بجانب فعاليتها بتسويق الإصدارات؛
- ✓ حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال إذ وجود السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية.

ثانيا: المقومات السائدة

سميت بالسائدة لأنها تساهم في تطور ونجاح السوق، وإضفاءه صفة العمق والاتساع ومن هذه المقومات:

- ✓ نظم اتصال فعالة ومنطورة وكفئة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار؛
- ✓ أنظمة كفوة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل نشاط الاقتصاد الوطني؛

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة، عمان، 2004، ص: 112.

² توريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 37.

- ✓ تشريعات تضيي صفة المنافسة الكاملة ومنح الاحتكار بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب؛
 - ✓ هيكل مؤسسي منظم يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال؛
 - ✓ تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين وبشكل يعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.¹
- بعدها تناولنا الإطار النظري لسوق رأس المال في المبحث الأول، نأتي الآن الى دراسة مفهومه وهيكله الإداري وتقسيماته من خلال المبحث الثاني.

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص ص: 112-113.

المبحث الثاني: مفهوم سوق رأس المال، هيكله الإداري وتقسيماته

يشكل سوق رأس المال بتنظيماته المختلفة ركنا أساسيا من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص، ويبرز دور هذه السوق كأحدى الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في هذه السوق من أوراق مالية مختلفة.¹

المطلب الأول: مفهوم سوق رأس المال وتعريفه

لقد مرت أسواق رأس المال بالعديد من المراحل لكي تبدو على ما هي عليه الآن، فالتطورات الاقتصادية وحاجات الأفراد إلى وجود هذا النوع من الأسواق أدى إلى ظهورها وتطورها، واستمرارها نتيجة لأهميتها الاقتصادية على كافة الأصعدة.

الفرع الأول: نشأة سوق رأس المال

حتى نصل إلى نشأة وتطور أسواق رأس المال يجب أن نعود إلى دراسة مراحل تطور علم الاقتصاد لأن مفهوم أسواق رأس المال هو مفهوم قديم جدا تطور بتطور الاقتصاد في جميع أنحاء العالم. ترتبط فكرة أسواق رأس المال إلى حد ما بنظرية " آدام سميث " التي تقوم على فكرة تقسيم العمل التي تستوجب كبر حجم السوق الذي يعتمد بدوره على حجم الإنتاج الذي يستدعي نوع من التخصيص في هذا الصدد تنطبق العلاقة القائمة بين تقسيم العمل، حجم السوق وحجم الإنتاج على التطورات المالية عامة وحجم التعامل بالأوراق المالية خاصة، أي الأداة المتعامل بها في هذه السوق، ومن ثم بدأ التعامل بالأوراق المالية، حيث حدث ذلك لأول مرة في الطريق العمومية، في الدول الكبرى مثل WallStreet وبعد ذلك استقر في أبنية خاصة.¹

إن ما دفع الناس آنذاك إلى التعامل بالأوراق المالية هو وجود جماعات تفتقر للأموال وتستطيع الاستثمار والتجارة، وجماعات أخرى تملك الأموال الضخمة وليست على استعداد لممارسة التجارة أو الصناعة ولهذا السبب أصبح هناك عرض للأموال وطلب عليها في أماكن معينة وكانت أداة أو وسيلة التبادل هي الأوراق المالية. والمكان سمي بمفهوم ضيق السوق المالي.²

¹ المرجع السابق، ص: 264.

²Belletante.B, **La bourse : son fonctionnement. Son rôle dans la vie économique**, hâtier, paris,1992, P 9.

وتسمية الأوراق المالية جاءت من مفهوم السوق بصفة عامة والأداة المتعامل بها في هذه السوق، ألا وهي الورقة المالية التي تبين المدخرات التي تم تعبئتها ثم إعادة استثمارها وتوجيهها إلى مختلف أوجه الأنشطة.

ولأن المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية مثل غيره من الحاجات التي تتمثل في سلعة أو خدمة وهو عصب الحياة لأي منظمة أعمال باعتباره المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المنظمة ومن ثم لا بد أن يتوفر المال في المكان والوقت المناسب لتلبية هذه الحاجة، لهذا وجدت أسواق رأس المال ووجودها كان ضروري لتقديم المال للأنشطة المختلفة والتي تتلخص في تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى التمويل.

أما فيما يخص تطور أسواق رأس المال، فيعود إلى ظهور الحشد الكبير من الأفراد الذين يريدون وضع أموالهم في المشاريع الاستثمارية الكبيرة والطلاب لرؤوس الأموال الضخمة للقيام بمشاريعهم الاقتصادية فوجدت الدولة نفسها مجبرة على تنظيم هذه العملية بوضع أماكن خاصة بها لاجتتاب الفوضى وللاستفادة من فوائد هذه المشاريع المتراكمة.¹ ومن ثم بدأت منشآت أسواق رأس المال تتصرع وتتطور وخاصة بعد دخول الحكومة فيها كعضو من أعضاء السوق المالية، عندما بدأت تصدر السندات الحكومية، وبعد ذلك كان من اللازم التفرقة بين الأسواق والأسواق المالية أو بطريقة أخرى بين السوق والبورصة، فالبورصة هي وليدة السوق وكل منهما يلتقي فيه العرض والطلب، إلا أن السوق يمكن أن تتوفر فيه أي نوع من السلع في أي مكان بدفع فوري، لكن البورصة السلعة فيها يجب أن تتميز بخصائص وتتوفر فيها شروط معينة والدفع يكون غالبا مؤجل في مكان محدد، وتتميز البورصة أيضا بأسعار مستقبلية وقد يعقد فيها صفقات على عينة من السلع ليست موجودة فعلا.² تطور سوق رأس المال تم من جانبيين، جانب العرض وجانب الطلب فمن جانب العرض كان ذلك بتشجيع وإنشاء شركات الأموال وخلق أدوات مالية جديدة. أما من جانب الطلب فيكون ذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات العمل المختلفة ونشاطها.²

¹ منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، منشأة المعارف، مصر، 1997، ص: 9.

² زرفة زهية، بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في العمليات البورصية: دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000، ص: 3.

الفرع الثاني: تعريف سوق رأس المال وأهميته

سنتطرق الى أهم تعريفات سوق رأس المال وأهميته بالنسبة للمستثمرين وبالنسبة للاقتصاد.

أولاً: تعريف سوق رأس المال

لسوق رأس المال عدة تعاريف من بينها:

هي ذلك المكان الذي يجمع بين البائعين والمشتريين للتجار أو التعامل بالأصول المالية مثل الأسهم والسندات و سلع معينة وعمولات، والغرض من هذه الأصول هو تحويل السيولة وزيادة رأس المال وتخفيض المخاطر،¹ كالأسهم والسندات وتؤدي هذه السوق دورا كبيرا في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والمشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على غرار شركات المساهمة أو بإصدار سندات دين ونفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل المشاريع الجديدة.²

ويعرف سوق رأس المال³ أيضا بأنه ذلك السوق ذو وجهين كل وجه متصل بالآخر ومكمل له، فالوجه الأول يسمى السوق الأولية أو سوق الاصدارات والوجه الثاني يسمى السوق الثانوية أو سوق التداول. ويمكن تعريفها أيضا بأنها:⁴ الأسواق التي تشمل العناصر ذات الاستحقاق لأكثر من سنة وتقسّم إلى نوعين أسواق أولية وأسواق ثانوية.

وتعرف أيضا بأنها السوق التي تباع وتشتري فيها الحقوق التي تعبر بها عن طريق أسهم، وسندات وأدوات مالية أخرى، والتي تتيح للأوراق المالية عنصر السيولة.⁵ ويمكن أن يكون كل من المقرضين والمقترضين إما شركات أو حكومات أو أفراد.⁶

¹Kristina Zucchi, "**Financial markets: capital vs. money markets**", updated january2,2018, Site Internet <https://www.investopedia.com>, Dernière visite: (04 /04/2018) (13 :37)

²نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، طرابلس، 1998، ص: 27.

³خليل الهندي، انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص: 28.

⁴خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مفاهيم تحليل واستراتيجية، دار المسيرة، عمان، 1999، ص: 8.

⁵رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2006-2007، ص: 15.

⁶Donald Rutherford, "**Routledge Dictionary of Economics**" Second Edition, Taylor & Francis e-Library, New-York and London, 2002, P 4.

ثانيا: أهمية سوق رأس المال

لسوق رأس المال أهمية كبيرة تتمثل في:

- تعبئة المدخرات مع توفير درجة عالية من السيولة لكل المدخرين والمستثمرين، فعملية شراء وبيع الأوراق المالية في سوق التداول ليست استثمارا ماليا، إذ يترتب على عملية التداول تسهيل الأوراق المالية وتحويلها إلى أموال قابلة للاستثمار في مجالات الاستثمار داخل الاقتصاد الوطني؛
- توفير سوق تمويلي لأصحاب العجز من خلال الاكتتاب الذي يسمح لهم بالحصول على الأموال لتمويل استثماراتهم؛
- تعتبر أبرز الآليات الهامة لتجميع الموارد وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية حيث تعتبر قناة من خلالها يتم التقاء أصحاب العجز والفائض؛¹
- توفر أسواق رأس المال مجموعة كبيرة من الفرص الاستثمارية، فهي تشكل قنوات للاستثمارات والدخل للأفراد والشركات أيا كانت الأهداف أو الإمكانيات أو الأحجام؛
- تتمتع الأسواق بقدرة كبيرة على استقطاب الأموال من المدخرين (الذين يحصلون على أموال أكثر مما يحتاجون إليه) وتحويلها للمستثمرين من أجل مشروعاتهم؛
- تمويل الفرص المالية التي لها فوائد اقتصادية حقا، مما يؤدي الى رفع مستوى العمالة والإنتاج.

بعدها تطرقنا في المطلب الأول الى تعريفات سوق رأس المال وأهميته، سنتناول في المطلب الثاني هيكله الإداري ووظائفه الاقتصادية.

المطلب الثاني: الهيكل الإداري والوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال

تشكل أسواق رأس المال جزءا ضروريا من النظام المالي في الاقتصاديات التي تعتمد في معظمها على النشاط الفردي والحرية الاقتصادية، علاوة على ما يعرف باسم السوق المفتوحة ولها عدة وظائف وأدوار رئيسية.¹

¹ ريفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص: 15.

الفرع الأول: الهيكل الإداري لسوق رأس المال

نقصد بالهيكل الإداري التنظيمات التي يتكون منها السوق من لجان وأعضاء وهي عبارة عن هيئة مستقلة مهمتها السهر على تنظيم تسيير العمليات الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية² التي تنظم عمل هؤلاء وترتب العلاقة بينهم وفقا لقواعد ولوائح تكفل الاستمرارية والانضباط.

أولاً: لجان سوق رأس المال

لبورصة الأوراق المالية لجنة تكون في قمة الهرم الإداري للبورصة، ولجان فرعية يتم تشكيلها من قبل اللجنة العليا لمساعدتها في المسائل المختلفة والمتعلقة بعمل البورصة.

1. اللجنة العليا لسوق رأس المال

تعتبر اللجنة العليا أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة البورصة، تتكون من مكتب لجان فرعية ومجموعة أعضاء بمختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى وتقوم بمجموعة من المهام منها:

✓ الاشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها؛

✓ تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها؛

✓ قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء؛

وللجنة البورصة مكتب يتكون من رئيس ونائبه وأمين صندوق، يباشر مهمة السكرتارية، وتنظم أعمال لجان البورصة وتحديد جدول الاجتماعات والاشراف على النواحي المالية الخاصة باللجنة.

2. اللجان الفرعية لسوق رأس المال

عند أول جلسة تعقدها اللجنة العليا للبورصة بعد كل انتخاب دوري تشكل لجانا فرعية لتساعدها في تأدية وظيفتها، وتتكون هذه اللجان من ثلاثة أعضاء على الأقل وهي مسؤولة عن الأعمال المنوطة بها أمام لجنة البورصة، من بين هذه اللجان: لجنة التأديب، لجنة التحكيم، لجنة التسعيرة، لجنة قيد الأوراق المالية، لجنة المقاصة، لجنة المراقبة.

3. عضوية سوق رأس المال

تتكون الجمعية العمومية في سوق رأس المال من ثلاث مجموعات من الأعضاء هي:

¹Roy E. Bailey. "**The Economics of Financial Markets**". Cambridge University Press, Published in the United States of America by Cambridge University Press. New York , 2005 , P 23.

²Gaston Defosse. Paire Balley, **La bourse des valeurs et les opérations de la bourse**, Édition bouchene, alger, 1993, P 13.

✓ **الأعضاء المنضمون:** وهم المصارف والشركات، وصناديق الادخار ... ويتم تعيينهم من قبل اللجنة.

✓ **الأعضاء المرسلون:** وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية، على أن يعمل هذا السماسر المرسل من خلال سمسار محلي، ويشترط المعاملة بالمثل.

✓ **الأعضاء العاملون:** وهم السماسرة ومساعدوهم.

من خلال هذه المجموعات الثلاث من الأعضاء تتم ممارسة العمل في البورصة، حيث يتوقف نشاط وفعالية البورصة على قدراتهم العلمية، وخبرتهم ودرابنتهم بأمور البورصة ومدى تحقيقهم لأهداف المتعاملين فيها وإشباع حاجاتهم.¹

الفرع الثاني: الوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال

وجد سوق رأس المال أساساً لإشباع رغبات وحاجات المتعاملين والقيام بالعديد من الوظائف الاقتصادية التي تخص تمويل وتنشيط ونمو الاستثمار، ومن ثم فقد أصبحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية، ويعمل سوق رأس المال وفق مجموعة من المستلزمات تعمل على تحقيق التوازن بين قوى الطلب وقوى العرض فضلاً عن إمكانية إجراء كافة المعاملات والمبادلات، ويستمد أهميته الاقتصادية من وظائفه العديدة التي يمكن إبرازها كالتالي:

أولاً: تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات

لأسواق رأس المال دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من الأموال غير الموظفة في الاقتصاد الوطني وتحويلها من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية،² حيث توفر مؤسسات الوساطة المالية الفرصة للمدخرين لتتويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية، الملائمة لتفضيلاتهم من حيث المخاطرة، العائد والسيولة، من خلال جمع الأصول المالية الأكثر سيولة وتتويع توظيفها في أكثر من مشروع،³ بحيث ذلك يؤدي إلى تخصيص أكثر عقلانية للموارد لأن الأموال التي كان من الممكن أن يتم صرفها أو الاحتفاظ بها في ودائع غير مستخدمة

¹ شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، لبنان، 2002، ص ص: 50، 53.

² رفيع مزاهدية، مرجع سابق، ص: 15.

³ شذا جمال خطيب، صغق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي، الاردن، 2008، ص: 59.

لدى البنوك يتم تعبئتها وتوجيهها عن طريق استثمار تلك الأموال في مشاريع اقتصادية تسهم في تنمية الاقتصاد الوطني.¹

ثانياً: توفير السيولة

وهي أهم وظيفة تؤديها أسواق رأس المال بعد وظيفة تجميع المدخرات، إذ يوفر سوقاً مستمرة لتداول الأوراق المالية الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة، وتشجع ميزة السيولة للمستثمرين على توظيف مدخراتهم لشراء الأوراق المالية من السوق الأولية أو السوق الثانوية طالما أنه يمكن تحويلها بسرعة إلى سيولة نقدية، دون تحمل خسائر معتبرة، لذلك تساهم سيولة السوق في تمويل الاستثمارات طويلة الأجل مما ينعكس على النمو الاقتصادي، والمستوى المعيشي للأفراد.

ثالثاً: تخفيض مخاطر الاستثمار وتوفير المعلومات على أداء الشركات

يوفر سوق رأس المال فرصاً عديدة لتخفيض مخاطر الاستثمار، من خلال إمكانيات التنوع التي توفرها الأدوات المالية المتداولة حيث تمكن من تكوين محافظ مالية متنوعة لمختلف الشركات المدرجة في السوق ولقطاعات متعددة.²

كما يوفر أيضاً سوق رأس المال المعلومات وتعميمها حول أداء الشركات بحيث تعكس أسعار الأوراق المالية الوضع المالي للشركات، كما توفر مؤسسات التصنيف الائتماني البيانات والمؤشرات عن ملاءة المقترضين وجدوى المشروعات وفرص الاستثمار المربحة الأمر الذي يساعد على اتخاذ القرارات الصحيحة منفعين بمزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عمليات البحث عن المعلومات وتحليلها وتفسيرها.³

رابعاً: الاحتفاظ بالثروة

يقوم سوق رأس المال من خلال الأدوات المالية التي يوفرها بدور مخزن للقيمة، أو مخزون للثروة وذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح والأمان وزيادة الثروة، كما أنها توفر دخلاً للمحتفظ بها، وزيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية يعينان زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار.

¹ حاكم محسن محمد، عدي عباس عبد، تحليل بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية لسوق العراق للأوراق

المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، العدد 11، جامعة بابل، 2014، ص: 113.

² رفيع مزاهدية، مرجع سابق، ص: 15.

³ شذا جمال خطيب، صغق الركبي، مرجع سابق، ص: 60-61.

خامسا: تحقيق الاستقرار الاقتصادي

يعد سوق رأس المال أداة من أدوات السياسة الاقتصادية، لتؤدي الحكومة مهامها للوصول الى الاستقرار الاقتصادي وتجنب التضخم أو الكساد، وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد.¹

بعد ما تم دراسة الهيكل الإداري والوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال في المطلب السابق، سيتم التطرق في المطلب الآتي الى تقسيماته والأطراف المتدخلة فيه.

المطلب الثالث: تقسيمات سوق رأس المال والأطراف المتدخلة فيه

ينقسم سوق رأس المال إلى سوق أولية وسوق ثانوية.

الفرع الأول: تقسيمات سوق رأس المال

ينقسم سوق رأس المال الى قسمين أساسيين هما السوق الأولية والسوق الثانوية، حيث تعتبر السوق الأولية سوق لإصدار الأوراق المالية والسوق الثانوية سوقا لتداول هذه الأوراق، فوجود أي كل من السوقين مرتبط ببعضهما البعض حيث أن السوق الأولي يضمن الاستمرارية لعمل السوق الثانوي ومن خلال هذا الجزء سنتعرف على ماهية كلتا السوقين وآلية عملهما.

أولاً: السوق الأولية**1. مفهوم السوق الأولية**

تسمى أيضا بسوق الاصدار وهي تلك السوق التي تتكفل بخلقها لمؤسسات متخصصة في مجال التمويل والاصدار.²

وهي أيضا المكان الذي تطرح فيه الشركات أو المؤسسات المالية أوراقها المالية الجديدة من أجل الاكتتاب وهذه الإصدارات هي من مسؤولية بنوك الاستثمار من أجل بيعها،³ وهي السوق التي يتم فيها شراء وبيع أسهم وسندات الشركات المساهمة والسندات الحكومية وغيرها من الأوراق المالية التي تصدر لأول مرة من قبل مؤسسات مالية يطلق عليها ببنوك الاستثمار.

¹رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برامج الخصخصة: دراسة مجموعة دول المغرب العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2010، ص: 16-17.

²عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 21.

³Site Internet, <https://www.investopedia.com/> Up dated January 3,2018 ,Dernière visite: (11 :51) (15/04/2018).

وتعرف أيضا بأنها السوق حيث يكون بائع الورقة المالية هو مصدرها أي أن الشركة المصدرة هي البائعة لهذه الورقة.

وهو السوق الذي تطرح فيه أوراق مالية لأول مرة من طرف الشركات التي هي بحاجة الى رأس المال فيقوم المستثمرين بالإكتتاب في هذه الأوراق المالية بواسطة مختصين ويمكن أن يصرف الاصدار كله أو جزء منه فقط.¹

من خلال هذه التعاريف يمكننا الخروج بالتعريف التالي **السوق الأولي** هو: سوق الاصدارات الجديدة حيث يتم بيعها من أجل الحصول على التمويل من جهات مختصة تقدم النصيحة من خلال نوعية الأوراق المصدرة وتوقيت إصدارها.

2. شروط الدخول للسوق الأولية

الشروط الواجب تحقيقها للدخول للسوق الأولية وهي المتطلبات الرئيسية لتهيئة الشركة تنقسم إلى:

متطلبات مالية وقانونية:

- ✓ التحول إلى شركة مساهمة؛
- ✓ قوائم مالية مدققة لثلاث سنوات على الأقل؛
- ✓ التزام الشركة بلوائحها وقوانينها الداخلية؛
- ✓ نظم معلومات مالية فعالة قابلة للتدقيق والفحص؛
- ✓ حصر وتوثيق جميع الدعاوي والنزاعات القانونية في حال وجودها.

متطلبات إدارية:

- ✓ خطة من ثلاث سنوات (نشاط أساسي وإدارة عليا مستقرين)؛
- ✓ خطة واستراتيجية عمل قابلة للتحقيق؛
- ✓ هيكل اداري واضح للشركة وأقسامها الرئيسية؛
- ✓ فريق إداري ومجلس إدارة مكتمل ومؤهل.²

¹Xavier Bradley, Christian Descamps, **Monnaies Banques Financements**, Dalloz ,2005, paris,P 10.

²Annual Report,Capital Market Authority of Arab Saudi, 2012, P 20.

3. التسعير في سوق الإصدار: بهدف جذب أكبر عدد من المستثمرين، فإن الشركة المصدرة

للسندات تقوم بطرحها بسعر أقل من قيمتها الاسمية، وهو نفس الشيء بالنسبة للأسهم المطروحة حيث يسمى السعر الذي تباع به الورقة المالية في السوق الأولية بسعر الإصدار بالطبع تحديد السعر ليس بالأمر السهل لأنه يعتمد على الوضع المالي للشركة وعلى احتمالية تحقيق الشركة للأرباح في المستقبل.¹

عند بدء التداول بهذه الأوراق على مستوى السوق الثانوية، لا يتم بسعر الإصدار، لكن "بسر التداول" أو "سعر السوق" يتحدد هذا الأخير حسب العرض والطلب على الورقة المالية بالبورصة، من المهم معرفة أن سعر السند عند التداول Cotation يتم التعبير عنه بواسطة نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند، أي سعر إصداره وليس بواسطة وحدة نقدية unité monétaire.²

عند بدء التداول فإن سعر التداول قد يكون أعلى من سعر الإصدار، كما قد يكون أقل منه. إن عملية التسجيل في البورصة قد تطرح مشكل تحديد السعر المناسب للأوراق المالية، بحيث إذا كان السعر المحدد منخفضا جدا سيؤدي بالمساهمين القداماء الى التنازل عن جميع أوراقهم المالية وعليه سيحققون خسارة مالية، اما إذا كان السعر المحدد مرتفعا جدا فهذا سيمنع عملية شراء الأوراق المالية من طرف المساهمين الجدد وبالتالي فشل عملية الدخول الى البورصة، فالنتيجة هي أن السعر المناسب لا يجب أن يكون مرتفعا جدا ولا منخفضا جدا.³

4. مراحل الطرح الاولي(الإصدار)

وينقسم سوق رأس المال الى:

إلى سوق السندات التي يتم فيها اصدار السندات وسوق الأسهم وهي خاصة بإصدار الأسهم من قبل مختلف الشركات.

ثانيا: السوق الثانوية

تدعى أيضا بسوق التداول وهي السوق التي يتم فيها تداول كافة الأوراق المالية بعد عملية إصدارها أي بعد قيام بنوك الاستثمار التي تكلفت بعملية الاصدار بتوزيعها،⁴ وهي أيضا المكان الذي يلتقي فيه

¹Site Internet, www.syriaall.com, Dernière visite: (13 :23) (18/08/2017)

² Site Internet, <http://www.edubourse.com/>, Dernière visite: (15 :09) (16/02/2018)

³ Lawrence Guitman et autres , **Investissement et Marchés Financiers** , Pearson Educ.France.9^{ème}Edt, 2005, P 53.

⁴ محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص: 5.

بائعي ومشتري الأوراق المالية وتسمى أيضا بسوق الاصدارات القديمة ومن خلالها يتم تقييم الأوراق المالية للشركات من حيث المعلومات الخاصة بهذه الأخيرة مثل طريقة التسيير التي تتبعها،¹ توفر للمستثمرين السيولة فرصة تحقيق الأرباح الرأسمالية، ولأسواق المالية دورا هاما وإن كان غير مباشر في حركة الاستثمارات للمؤسسات المعنية لأن أي هبوط أو تدهور في نشاطات هذه الشركات بالنسبة لحجم مبيعاتها أو لقيمة أرباحها الموزعة ينعكس على حركة تداول أدواتها ويؤدي ذلك غالبا الى انخفاض قيم هذه الأدوات في السوق الثانوية.² وترتبط السوق الثانوية بالسوق الأولية برابطة كبيرة حيث لو لم تكن السوق الأولية لما وجدت السوق الثانوية كما أنه بفضل المزايا التي تقدمها السوق الثانوية نجحت السوق الأولية في تصريف وتسويق اصدارات الشركات والحكومات، والمستثمرون لا يقبلون على شراء الاصدارات إلا اذا كانوا متأكدون من القدرة على بيعها في السوق الثانوية. وللسوق الثانوية أهمية كبيرة أيضا بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة حيث أن الاسعار السائدة في سوق التداول تعتبر مرشدا لهذه الوحدات عند تسعيرها لأوراقها المالية³ وتتميز السوق الثانوية بالاستمرارية على عكس السوق الأولية التي تتميز بالظرفية.⁴ وللسوق الثانوية أهمية كبيرة للأسباب الآتية:⁵

- ✓ السيولة: تجعل الأسواق الثانوية الأصول أكثر سيولة وتزيد من قيمتها، حيث يتم تداولها في كثير من الأحيان بين المستثمرين الذين يستثمرون فقط في تلك الأوراق المالية في حالة إمكانية بيعها في وقت لاحق؛
- ✓ القيمة: تسمح الأسواق الثانوية بنقل معلومات الأصول لاتخاذ القرارات المناسبة، حيث أن المعلومات المقدمة تعطي تقييما للأصل، مما سيؤدي في نهاية المطاف الى كفاءة اقتصادية.⁶

1. الفرق بين السوق الأولية والسوق الثانوية

بقدر ما تكون السوق الأولية كبيرة وضخمة إلا أنها لا تصل إلى حجم السوق الثانوية، غير أن السوق الأولية تعتبر الدورة الرئيسية للسوق الثانوية، كما أن التداول في السوق الثانوية يتم دوريا

¹Xavier Bradley, opcit., P 10.

²هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 62.

³محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، ص ص: 233 - 234.

⁴عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص: 232.

⁵Site Internet, <https://corporatefinanceinstitute.com/> Dernière visite: (14 : 30) (09/05/2018)

⁶ValdonéDarskuviené, OP.CIT, P 8.

وباستمرار، بينما الطرح في السوق الأولية يتم لمرة واحدة فقط عند بداية الطرح لأول مرة، ويمكننا تلخيص أهم الفروقات بين هذين السوقين في الجدول الموالي.¹

الجدول رقم: (01-01) الفرق بين السوق الأولية والسوق الثانوية

الوظيفة الأساسية	إصدار القيم المتداولة	تبادل القيم المتداولة
المتعاملون	المؤسسات، الدولة الجمهور، المؤسسات المالية المختصة	المؤسسات المالية المختصة والجمهور
الأهمية بالنسبة للمستثمر	توظيف الادخار	توظيف الادخار وإمكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية
طبيعة الإصدارات	سوق الإصدارات الجديدة	سوق الإصدارات القديمة
المؤسسات المختصة في جمع الأموال	الدولة (ممثلة بالخرزينة العمومية، البنوك صناديق الادخار (البريد...))	البنوك، المؤسسات المالية المختصة والوسطاء (من وكلاء الصرف وغيرهم)

المصدر: جبار محفوظ، المرجع سابق، ص: 63.

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن هناك العديد من الفروق بين السوق الأولي والسوق الثانوي، من حيث طبيعة عمل السوقين، ومن حيث شروط قيامهما والفرق الجوهرية هو أن في السوق الأولي يتم شراء الأوراق المالية من مصدرها الأصلي أما في السوق الثانوي فيتم شراء الأوراق المالية ما بين المستثمرين.²

وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة

✓ السوق المنظمة: (أسواق الأسهم المنظمة)

¹ جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة، الجزائر، 2007، ص: 63.

² Site Internet, <https://www.investopedia.com> updated january 3, 2018, Dernière visite: (12 :18) (15/04/2018).

هي سوق موجودة سواء من الناحية المادية أو الكترونياً، حيث يتم تداول الأوراق المالية المختلفة التي يجب أن تستوفي شروط معينة على أساس منتظم وهي سوق لا يمكن إلا لأعضاء متخصصين العمل فيها،¹ فهي تأخذ شكل البورصات، ولها أوقات دورية يلتقي فيها المتعاملون وفقاً لنظم ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين وتتم تحت إشراف مجلس منتخب من أعضاء السوق يساعده أعضاء مختصون مرخص لهم وتنقسم السوق المنظمة بدورها إلى سوق مركزية وسوق إقليمية. ويقصد بالسوق المركزية تلك السوق التي يتعامل بها بالأوراق المالية المسجل لدى لجنة البورصة والأوراق المالية بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة إما السوق الإقليمية ويتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي تعود ملكيتها للشركات الصغيرة المتواجدة في إقليم محدد.²

وإذا ما أدرجت شركة ما في الأسواق المنظمة أصبحت ملزمة بإعلان كافة حساباتها الختامية بشكل سنوي بالإضافة إلى نشره تعلق من خلالها حجم أرباحها ورقم أعمالها بشكل دوري وبذلك تكون قد حازت موافقة إدارة السوق بعد استكمال الشروط كافة.³

✓ السوق غير المنظمة (المفتوحة OTC)

الأسواق التي يتاجر فيها المختصون بالأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمي مثل بورصة نيويورك (NYSE) أو بورصة تورنتو (NYSE MKT)⁴ وتعرف أيضاً بالسوق الموازية أو سوق غير رسمي أو السوق المفتوح ويتم في هذه الأسواق تداول الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية وغيرها أي المعاملات التي تجري خارج البورصات ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية بين السماسرة والتجار والمستثمرين ويتحدد سعر الورقة بالتفاوض ويعتبر كل سمسار في هذه السوق صانع السوق على غرار المتخصصين الذين يحتكرون التعامل في السوق المنظمة وتجري المعاملات على الأوراق الغير مسجلة في البورصة وجدير بالإشارة أن صفة غير المنظمة على هذه السوق لا يعني أنها لا تخضع لأية رقابة قانونية أو إجراءات تنظيمية. في الولايات المتحدة

¹Pietro Millosovich, **Overview of Financial Markets and Instruments**, Dipartimento di Matematica Applicata. ICTP – December 2007, P 6.

²عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص ص: 232-233.

³ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، مرجع سابق، ص: 191.

⁴Site Internet, <https://www.investopedia.com>, Dernière visite: (12 :30) (15/04/2018)

يشترط أن يكون بيت السمسرة الذي يرغب في التعامل في السوق غير المنظمة عضواً في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية ويؤخذ على الأسواق غير منظمة أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب.¹

ويقوم بإدارة هذه السوق مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية الغير مقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية.²

وعلى عكس البورصات توفر بيوت السمسرة للمتعاملين في السوق غير المنظمة إمكانية خفض تكاليف الصفقات بمنح خصم على العمولة، بالإضافة إلى الحصول على أفضل الأسعار فضلاً عن تنفيذ الصفقات بسرعة فائقة بالإضافة إلى تمتعها بالإعفاء من دفع رسوم العضوية كما هو الحال في الأسواق المنظمة ويتضمن السوق الثانوي غير المنظم مجموعة من الأسواق الفرعية هي السوق الثالثة والسوق الرابعة.³

2. **العلاقة بين السوق الأولية والسوق الثانوية:** يتم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية primary market ويطلق عليها سوق الإصدار أو الاكتتاب الأول كما ذكر سابقاً، حيث تقوم الجهة العارضة (بنك، شركة، حكومة، ...) بطرح أوراقها المالية للاكتتاب لأول مرة في البورصة بقيمتها الاسمية Nominal Value وتعرف هذه العملية بالدورة الأولى للإصدار في السوق الأولية حيث تنشأ بموجبها وتدخل أوراق مالية جديدة- أسهم، سندات، صكوك- في البورصة لأول مرة، ويشترط في إصدار الورقة المالية أن تكون عن طريق السمسار أو عضو منظم كبنك أو شركة، ويتم تدوير الأوراق المالية ونقل ملكيتها وحيازتها بين أكثر من شخص في السوق الثانوية secondary market والمخطط التالي يبين العلاقة بين السوق الأولية والثانوية والمتعاملين.⁴

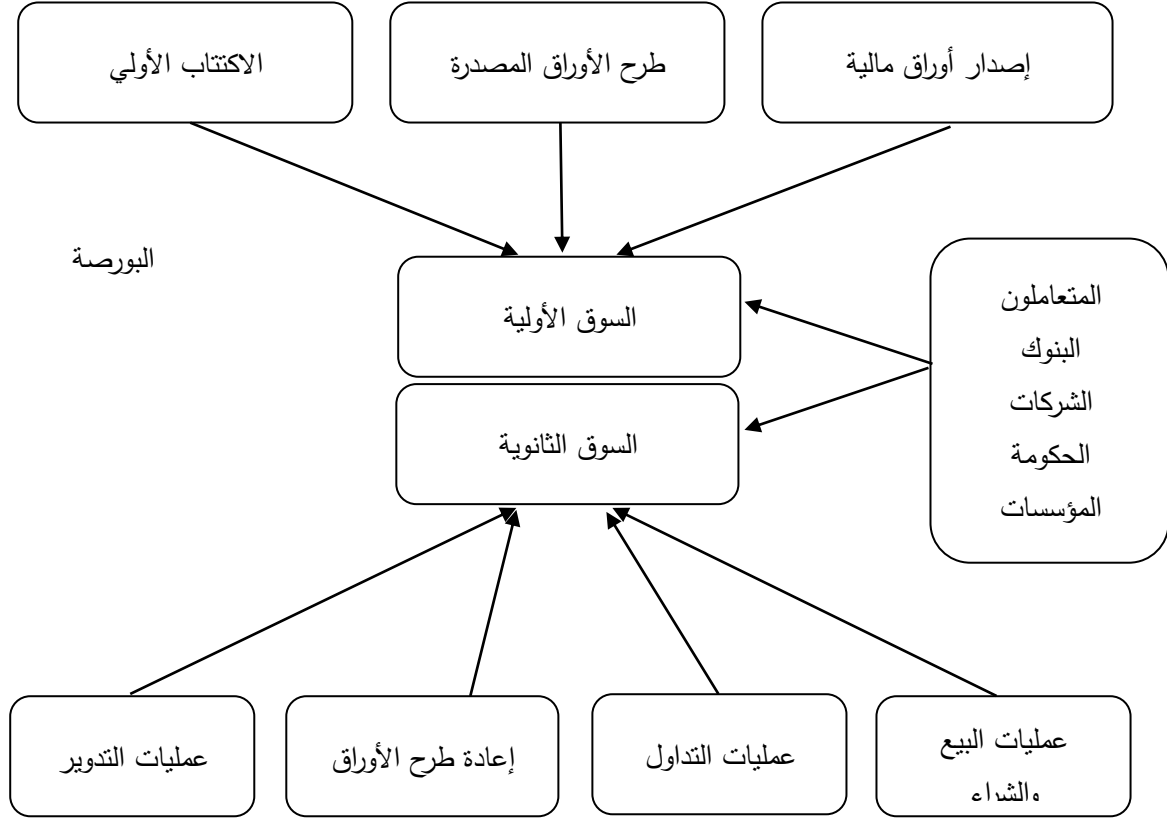
¹ عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص: 232-233 .

² شعبان محمد اسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 38.

³ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي، مصر، 2009، ص: 107.

⁴ شعبان محمد اسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 68.

الشكل رقم: (01-03) العلاقة بين السوق الأولية والسوق الثانوية والمتعاملين



المصدر: شعبان محمد اسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 69.

من خلال الشكل أعلاه يتضح بأنه رغم اختلاف عمل كلا السوقين إلا أنه هناك تداخل كبير بينهما حيث تضمن السوق الأولية استمرارية السوق الثانوية، فكلما تم إصدار أوراق مالية جديدة ينشط عمل السوق الثانوية من خلال عملية التداول واستمرارية شراء وبيع هذه الأوراق.

ثالثاً: السوق الثالثة

يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة وأن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية كانت مهما كبرت أو صغرت وهي تمارس دوراً منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة. أما جمهور العملاء في هذه السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية، إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق

المنظمة ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي تتداولها تلك السوق هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث،¹ ومايفسر وجود هذه السوق عدم القدرة على التفاوض في العمولة لدى الأسواق الأخرى مما يتيح الفرصة لخفض معدلات العمولة من طرف بيوت السمسرة لكون العمليات التي تتم محدودة والسماسرة غير ملزمين بعمولة محددة ناهيك عن ميزة عدم دفع بيوت السمسرة للرسوم كما هو الحال في البورصات ومن يعمل فيها بالالتزام.²

رابعا: السوق الرابعة

يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وبدون وساطة السماسرة، وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة يساعده في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب وهذا لا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المتعامل بها ومن ثم لاتوجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها وفي ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر كما قد يتمخض عن الاتصال المباشر ابرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض اتعاب انهاء الصفقات ولهذه المزايا يعد السوق الرابع منافسا قويا للأسواق المنظمة اضافة للأسواق الغير منظمة خاصة يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق.³

الفرع الثاني: الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال

يمارس سوق رأس المال عملياته بواسطة مجموعة متنوعة من الأعوان الاقتصادية تؤثر وتتأثر بنشاط السوق، إذ بواسطتهم يتحقق لسوق رأس المال استمراريته في أداء نشاطها وإشباع الرغبات التمويلية للأطراف المختلفة، ويعتبر الإلمام الكافي بتصرفات وأعمال هؤلاء الأعوان شرطا أساسيا لفهم آلية نشاط السوق.

أولا: المتدخلين في سوق رأس المال

يوجد في سوق رأس المال العديد من الأطراف والأعضاء الذين يساهمون في قيام السوق واستمراريته من بينهم:

¹ منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص: 107.

² تناظم محمد نوري الشمري، مرجع سابق، ص: 191-192.

³ خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص: 11، 111.

✓ بنك الاستثمار

هو مؤسسة مالية تقوم بتقديم النصح من خلال أنواع الأوراق المالية التي ترغب الشركات في إصدارها أو تقوم بالاكتتاب لها والتوزيع أيضا، أي تعنى بالشؤون المالية التي تخص الأوراق المالية.¹

✓ البنوك التجارية

هي مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تضطلع أساسا بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل قصير والتعامل بصفة أساسية في الائتمان قصير الأجل، ويطلق عليها بنوك الودائع. وجدير بالذكر أن هذه البنوك لا تمارس نشاطا مصرفيا بالمعنى المتعارف عليه إذ لا تقوم بتجميع ومنح القروض والتسهيلات المصرفية للمستثمرين والإشارة إلا أنها بنوك استثمار أمر غير دقيق أيضا غير أن هذه البنوك لا تستثمر أموالها في شراء وبيع الأوراق المالية التي تضمن إصدارها بصورة دائمة بل أن استثمارها مؤقت وينقضي نجاحها في تصريف الإصدار بأسرع وقت ممكن والسرعة هنا أساسية لتحرير أمواله لإعادة شراء إصدار آخر ويمثل الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء العائد الذي يحققه.

✓ نوادي الاستثمار

ظهرت نوادي الاستثمار لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية ثم ما لبثت أن انتشرت في معظم دول أوروبا، والهدف من إقامة هذه النوادي فهو الاستثمار في الأوراق المالية وزيادة الوعي الاستثماري فيها وتوجيه أصحاب المدخرات الصغيرة للاستثمار فيها.

✓ صناديق الاستثمار

تعرف صناديق الاستثمار بأنها تتعامل مع طبقة خاصة، تهدف إلى تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية لقاء عمولة معينة، وقد نشأت هذه الصناديق بسبب حاجة صغار المدخرين للخبرة في اختيار الاستثمارات المناسبة وتطلق عليها تسميات مختلفة. وقد أثبتت التجربة الأمريكية أن إنشاء صناديق الاستثمار كان له أثر فعال في توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة.

وتهدف صناديق الاستثمار إلى خدمة نوعين من المستثمرين:

¹أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، مرجع سابق، ص: 145.

النوع الأول: وهم المستثمرون الذين يصعب عليهم بمفردهم إدارة أموالهم والقيام باستثمار متنوع مبني على تحليل اتجاهات السوق والتنبؤ بالأسعار المستقبلية لتحقيق الأرباح المتوقعة، ولذلك تتجه هذه الفئة الى التعامل مع صناديق الاستثمار.

النوع الثاني: هم أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من المال لتكوين محافظ استثمارية مناسبة تناسب حركة السوق صعودا وهبوطا لتحقيق ما يهدفون للوصول اليه.

✓ الحكومات

تعتبر الحكومات بوزاراته وهيئاتها المحلية من بين المتدخلين الأساسيين في سوق الأولي، سيما في أسواق السندات بل يمكن القول بأن الحكومات تمثل منافسا قويا لبقية المتدخلين وذلك لاستحواذها على مصادر التمويل نظير ما تقدمه من منتجات مالية متنوعة ذات مخاطر متدنية،¹ وغالبا ما يكون لجوء الحكومات إلى إصدار الأوراق المالية نابعا من الرغبة في تحقيق جملة من الأهداف يمكن ايجازها فيما يلي:

- تغطية العجز المتراكم في الميزانية العمومية؛
- التحكم في حجم السيولة في الاقتصاد الوطني لتفادي الوقوع في الأزمات الاقتصادية من خلال التأثير على سيولة البنوك وكيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة؛
- التأثير على معدلات الفائدة في السوق المالية حسبما تقتضي الظروف الاقتصادية للبلد.

✓ الشركات الصناعية والتجارية

تعتبر هذه الفئة من المتدخلين الرئيسيين في سوق رأس المال والأسواق المالية بصفة عامة فهي تلجأ للأسواق للحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها وتوسعاتها، وذلك من خلال إصدارها للأسهم والسندات.

✓ المستثمرون التأسيسيون

وهم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية جمع المدخرات المتدفقة من مختلف القطاعات في الدولة وتوظيفها في شكل أوراق مالية،² ونظرا لاستقرار وثبات قدرتها الادخارية والاستثمارية تعتبر الهيئات من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم مزودي البورصة على الأمد البعيد.

¹ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، عمان، 2004، ص: 76-77.

² محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية - الأوروبية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 8-9 ماي 2004، ص: 5.

وتتكون هذه الفئة من البنوك بفروعها شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع، وشركات الاستثمار.

✓ الوسطاء الماليين

يعد الوسطاء الماليين أو السماسرة من أهم الفاعلين الرئيسيين في أسواق رأس المال لما يقدمونه من خدمات المتعاملين في هذه الأسواق، فالسمسار يقوم بدور حلقة الوصل بين المستثمرين في الأوراق المالية والجهة المصدرة لها وذلك مقابل عمولة يتقاضاها من الطرفين كذلك ينحصر عمل الوسيط في التكفل بتقديم النصائح والمشورة للعملاء بشأن قرارات الاستثمار وعموما يمكن تصنيف الوسطاء الماليين إلى:¹

✓ السماسرة الوكلاء

يتمتع هؤلاء السماسرة بالعضوية في سوق رأس المال، يعملون لحساب بيوت السمسرة أو لحسابهم الخاص ويقومون بتنفيذ أوامر العملاء الخاصة بالشراء والبيع بالسوق الثانوي مقابل عمولة محددة.

✓ سمسرة الصالة

يعملون لدى السماسرة الوكلاء خاصة عندما يعرف السوق زيادة كبيرة في حجم المعاملات ويتعذر على السمسار الوكيل تنفيذها لوحده فيستعين بسمسرة الصالة بحيث يحصلون على جزء من العمولة التي يحصل عليها سمسرة الوكلاء لقاء الخدمات التي يقدمونها.

✓ تجار الصالة

يتمثل دورهم في شراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص ولا يقومون بتنفيذ أوامر المستثمرين بل يقومون بالبحث عن فرص البيع والشراء للحصول على فروقات الأسعار، لذا يطلق عليهم المضاربون.

✓ المتخصصون

يجمع المتخصص بين نشاط السمسرة والتجارة بحيث يتخصص كل منهم في ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق لذلك يعتبر المتخصص محنكر للسوق، ولهم دور في استقرار الأسعار وتحقيق التوازن في السوق من خلال الحفاظ على هامش ربح صغير. (سيتم التطرق لعنصر الوسطاء الماليين بالتفصيل في الفصل الثاني)

¹مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان، سوريا، 2009، ص: 122.

✓ تجار الطلبات الصغيرة

ينحصر نشاط الطلبات الصغيرة في شراء الأوراق المالية في طلبات بكميات كبيرة ثم إعادة بيعها بكميات صغيرة، ويحقق التجار الربح من خلال الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع.¹

بعدما تطرقنا في المبحث الثاني لمفهوم سوق رأس المال وهيكله الإداري ووظائفه الاقتصادية ونقسيته سنتطرق في المبحث الآتي إلى تنظيم سوق رأس المال والتعاملات الحاصلة فيه.

¹ محمد منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص ص: 502، 504.

المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال والتعاملات الحاصلة فيه

يمثل سوق رأس المال مكانا واسعا لتداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها، بحيث يتم التعامل بها من خلال الاصدار والبيع والشراء لتحقيق الغرض منها، ويتم تحديد الأسعار لها من خلال مجموعة من الأعضاء يمارسون دور الوساطة المالية.

المطلب الأول: تنظيم سوق رأس المال

تتميز أسواق رأس المال بمنتجات خاصة بها تتمثل في الأوراق المالية التي تنقسم الى أسهم وسندات تباع وتشتري بين المستثمرين.

الفرع الأول: المنتجات المالية المتداولة في سوق رأس المال

رغم تعدد هذه المنتجات فأنها تندرج تحت مظلة التمويل بالدين أو التمويل عن طريق الملكية ولكل منها خصائصها وتكلفتها، لكن يبقى هدفها واحدا ينحصر في توفير الأموال اللازمة لاستثمارات أي مؤسسة بهدف وصول هذه الأخيرة الى تحقيق أقصى عائد. والى جانب الأدوات المالية التقليدية الأسهم والسندات فقد أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقد الأخيرين من القرن العشرين الى نمو سريع في حجم الأوراق المالية وظهور منتجات مالية جديدة أملت التحولات المالية المتزامنة مع التقدم الهائل الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والحاجة المالية الى مثل هذه المنتجات وسوف يتم التطرق الى أهم المنتجات المالية المتداولة في سوق رأس المال.

أولاً: أدوات الملكية

تلجأ الشركات الى اصدار مجموعة من الأوراق المالية بغرض الحصول على التمويل، ويمكن أن تكون هذه الأوراق إما أسهم عادية أو ممتازة. حيث يعرف السهم بأنه صك ملكية يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم¹ وتعد الأداة الرئيسية لتمويل الشركات وتكون في شكل أسهم عادية وأسهم ممتازة.

¹ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر الى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 20.

1. الأسهم العادية

السهم العادي وثيقة مالية تمثل جزء من رأس مال الشركة وتقسّم إلى قسمين،¹ وتصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية،² لها قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية وقيمة تصفوية وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة مايكون منصوص عليها في عقد التأسيس أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة وقسمة على عدد الأسهم العادية المصدرة وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.³

في حين تتمثل القيمة التصفوية للسهم العادي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة المصفاة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة، والقيمة السوقية للسهم تعتبر هي التقييم الحقيقي للسهم العادي، وهي تتوقف على العائد المتوقع تحقيقه نتيجة الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر.

وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم الذي يعطي المستثمر الحق في الحصول على جزء من سهم كامل، وربما أكثر من ذلك عن كل سهم يملكه وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة وعادة عملية اشتقاق الأسهم لا يترتب عليها أي أثر على القوة الايرادية للمنشأة غير أن الهدف من هذه العملية زيادة الطلب على أسهم الشركة وزيادة قاعدة الملكية.⁴ وللأسهم العادية العديد من الحقوق منها:

✓ حق البقاء في الشركة، فلا يجوز فصله ولا نزع ملكيته لأسهمه دون ارتكابه ما يستوجب ذلك قانونا لأنه حق معلق على إرادته وحده؛

¹Donald Rutherford, OP.CIT, P7.

²هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 92.

³منير ابراهيم الهندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص: 7.

⁴عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص: 286.

- ✓ حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة بالحضور الفعلي أو بالبريد أو بالتوكيل؛¹
- ✓ أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال؛²
- ✓ الحق في نقل الملكية بدون موافقة الشركة أو باقي المساهمين؛
- ✓ الحق في الحصول على قيمة السهم أو جزء منه في حالات التصفية بعد الوفاء بالالتزامات الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة إضافة للالتزامات الأخرى؛
- ✓ الحق في التوزيعات من الأرباح المتحققة ضمن شروط وسياسات التوزيع.³

• الاتجاهات الجديدة في الأسهم العادية:

الى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق الإشارة إليها ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعا عديدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة والأسهم العادية المضمونة القيمة.

- ✓ **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** وهي الأسهم التي ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية بالشركة.⁴
- ✓ **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** وهي الأسهم العادية التي يجري فيها خصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.
- ✓ **الأسهم العادية المضمونة:** هذا النوع من الأسهم يعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم الى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار،⁵ وهنا يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، ولهذا النوع من الأسهم العديد من المزايا منها حماية بنوك الاستثمار وضمان التصريف الكامل للإصدار وتعتبر بديلا مرغوبا للسندات القابلة للتحويل وأيضا لتجنب مشكلات أسهم أقسام الإنتاج.

¹شعبان محمد اسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 89.

²عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص: 17.

³جميل سالم الزيدانين، مرجع سابق، ص: 218.

⁴مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 151.

⁵قيصل محمد الشاورة، مرجع سابق، ص: 82.

2. الأسهم الممتازة:

يطلق عليها بالأوراق المالية المهجنة حيث أنها تجمع في خصائصها بين خصائص كل من الأسهم العادية والسندات وهي مستندات ملكية ولهذا المستند قيمة إسمية وسوقية ودفترية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تحسب بنسبة قيمة الأسهم الممتازة، كما تظهر في دفاتر الشركة الى العدد الاجمالي للأسهم المصدرة بمعنى أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في القوائم المالية للشركة، ولحامل السهم الممتاز مجموعة من الحقوق منها:

- ✓ حق الحصول على الأرباح وبنسبة محددة؛

- ✓ الأولوية في أموال التصفية وحق تجميع الأرباح المقررة من سنة لأخرى؛

وتحقق الأسهم الممتازة العديد من المزايا للشركة المصدرة لها ومن بينها:

- ✓ عدم إلزام الشركة بإجراء توزيعات كل سنة تحقق الشركة فيها أرباحا؛

- ✓ لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت ويعاب عليها ارتفاع تكلفتها مقارنة

بتكلفة التمويل بالاقتراض حيث أن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد

لا تخصم قبل فرض الضريبة ويعني حرمان الشركة من الوفر الضريبي؛

- ✓ أما السبب الثاني ارتفاع تكلفة هذه الأسهم فيتمثل في مطالبة حملة الأسهم

الممتازة بعائد مرتفع، كتعويض عن المخاطر العالية التي يتعرض لها

المساهمون مقارنة بحملة السندات¹ وللأسهم الممتازة العديد من الأنواع منها:

1. الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة

وتتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم وظهر في الولايات المتحدة الامريكية في

سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد

على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزنة على أن يتم التعديل على نصيب

السهم من الأرباح مرة كل 3 شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك

السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم.

¹مروان عطوان، الأسواق المالية والنقدية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص:

2. الأسهم الممتازة التي لها حق في التصويت: هي الأسهم الممتازة التي تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي.

ثانياً: أدوات الدين

تمثل أدوات المديونية إحدى الطرق التي تسلكها الشركات والحكومات للحصول على رؤوس الأموال طويلة الأجل عندما لا تكفي الأموال الخاصة للمساهمين وبخاصة منها المتعلقة بتمويل خطط التوسع وتتميز أدوات المديونية المتداولة في سوق رأس المال بنشاط العائد المترتب عنها وتدني درجة مخاطرتها ومن أهم أدوات المديونية السندات.

1. السندات: يمثل عقد السند القانوني الذي بمقتضاه تتحدد التزامات الشركة المصدرة وحقوق

حملة السندات، ومن أهم البنود التي يشملها هذا العقد مقدار الفائدة التي تدفعها الشركة عند مواعيد سداد تلك الفائدة، وتاريخ استحقاق السند على الشركة المصدرة، والاجراءات القانونية الواجب اتخاذها في حالة الاخلال بأي بند من بنود العقد بالإضافة الى بعض البنود الاجرائية الأخرى الذي يشملها هذا المستند الهام.¹

والسند هو عقد بين الشركة المصدرة للسند والمستثمر وبمقتضى هذا العقد يقرض الطرف الأول مبلغاً محدد للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه، ولحملة السندات العديد من المزايا منها:

✓ الأولوية في الحصول على حقه؛

✓ له دخل ثابت ويحصل على فائدة ثابتة التي تحسب كنسبة مئوية من القيمة الاسمية؛

✓ لها آجال محددة ومع ذلك يمكن اطفائها قبل تاريخ الاستحقاق المحدد؛

✓ ليس لحامل السند الحق في الإدارة؛²

✓ ليس لها حق التصويت.

وللسندات أنواع عديدة منها:

¹ سعيد عبد الحميد مطلوع، الأسواق المالية، 2001، ص: 222.

² رياض دهال، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية: سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، مارس، 2004، ص: 6.

- ✓ **السندات لا تحمل معدل كوبيون:** تباع بخصم على القيمة الاسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.
- ✓ **سندات ذات معدل فائدة متحرك:** وهو نوع استحدث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت الى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.
- ✓ **السندات ذات الدخل:** لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.
- ✓ **السندات الرديئة:** استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق، وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بجعل الاستثمار محفوفا بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبيون مرتفع ليعوض تلك المخاطر.
- ✓ **سندات المشاركة:** تعطي الحق للمستثمر ليس فقط في الحصول على الفوائد الدورية، بل وفي جزء من أرباح المنظمة.¹
- ✓ **سندات قصيرة الأجل:** يتم تداولها بالقيمة الاسمية مع اضافة العمولات والمصاريف ولأننا نتحدث عن الأجل القصير فإن القيم لا تتغير بشكل كبير.
- ✓ **السندات طويلة الأجل:** تزيد آجالها عن خمس سنوات تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل ويمكن للمستثمر تسهيل السند عند حاجته إليه وللسندات طويلة الأجل أنواع مختلفة.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص ص: 285-286.

- ✓ **السندات المضمونة:** تصدرها الجهة المعنية بضمانات محددة سواء كانت برهن موجوداتها أو ما الى ذلك من كفالة وضمانة الحكومة للسندات التي أصدرتها بعض المؤسسات العامة التي تشارك الحكومة في ملكيتها.
- ✓ **السندات الغير مضمونة:** تصدر السندات في هذه الحالة ولكن دون أي ضمانات، مما يسبب لحاملها مخاطرة كبيرة كونها غير مضمونة برهن عقاري أو رهن لبعض الموجودات إلا أن ما يبرر اصدار هذه السندات عن شركات أو جهات ذات ربحية تصنيف ائتماني جيد وتحقيق أرباح عالية مما يدفع المستثمرين لشرائها وهي تحمل فائدة أكبر من غيرها.¹
- ✓ **السندات القابلة للتحويل الى أسهم:** يعطي هذا النوع لحامله الحق في تحويل السندات الى أسهم في رأس مال الجهة المصدرة،² وهي عملية تتطلب المهارة والخبرة والفهم الصحيح لوضعية الجهة المصدرة وأسواق الأسهم والسندات.
- ✓ **السندات القابلة للتمديد والسندات القابلة للدفع المسبق:** ففي حالة السندات القابلة للتمديد يسمح لحاملها أخذ قيمتها بتاريخ استحقاقها أو الاستمرار بالاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها لسنوات قادمة وبنفس سعر الفائدة.
- أما بالنسبة للسندات القابلة للدفع، يعطى المستثمر الحق في تقديمها للجهة المصدرة لدفع قيمتها قبل استحقاقها بعدد من السنوات أو أن يحتفظ بها لحين استحقاقها.
- ✓ **السندات القابلة للاستدعاء:** حيث يحق للجهة المصدرة شراء جزء من سنداتها أو كلها في السوق بسعرها الاسمي ولو بعد سنين على ألا يتجاوز ذلك تاريخ الاستحقاق.
- وهناك:
- ✓ **أيضا سندات ذات ضمان بالتملك:** حيث تصدر بقيمة إسمية محددة وفائدة ثابتة وتاريخ استحقاق معلوم.
- ✓ **السندات عالية المر دودية:** تتميز بمردودية عالية لأن الجهة التي أصدرتها تتميز بملاءة ممتازة.

¹منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص: 6.

²M. Montoussé et al, **100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers**, quatrième édition, Bréal édition, Clamecy, 2010, P 102.

✓ **السندات المباشرة:** تصدر بسعر فائدة ثابت وبتاريخ محدد وتستحق السداد في تاريخها الأصلي.

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين هناك الأوراق المالية المستحدثة وهي المشتقات المالية.¹

ثالثا: المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم العادية والممتازة من مكونات رأس مال الشركة المساهمة المدرجة في السوق الثانوية فهي شركة رأس مالها مقسم إلى أسهم متساوية القيمة، وعليه يتضح أن قيمة الأسهم الممتازة وقيمة الأسهم العادية متساوية ولكن الاختلاف بينهما يكون في الحقوق التي يتمتع بها المساهمين.²

الجدول رقم: (01-02) أهم الفروق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

عامل المقارنة	السندات	أسهم ممتازة	أسهم عادية
من حيث الأسبقية في الحصول على دخل	الدرجة الأولى في السداد	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
من حيث العائد والدخل	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	المتبقي وغير محدد
تاريخ استرداد القيمة	محدد مسبقا وله تاريخ محدد	ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: Site Internet, <https://philarchive.org/archive/REBLMD-3>,

Dernière visite: (10:56) (12/05/2016)

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن كلاهما لا يوجد له تاريخ استحقاق، وكلاهما لا يحقق وفر ضريبي والأسهم العادية تكلفة التمويل فيها عالية بينما الأسهم الممتازة أقل تكلفة من العادية وأعلى من السندات.

كلاهما يعتبران أدوات ملكية والعائد على الأسهم العادية ربح غير ثابت وغير مؤكد بينما الممتازة ربح ثابت شبه مؤكد ويكون على شكل نسبة من القيمة الاسمية.

الفرع الثاني: المشتقات المالية

وتعد من المنتجات المالية المتطورة التي تستمد قيمتها من أداة مالية أخرى ولهذا السبب سميت بالمشتقات¹ في الأصول المالية، وانعكاسا للرغبة في تعظيم العائد فضلا عن تقليل المخاطرة لاسيما

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 6.

² Site Internet, www.maal.com, Dernière visite: (21:42) (24/05/2018)

وأن مدخل العائد للمخاطرة يمثل مرتكزا للمستثمرين في الأسواق المالية وبالتالي فإن ذلك يستدعي توسيع مكونات المحفظة الاستثمارية وإيجاد بدائل ومستحدثات مالية للأصول التقليدية تساعد في تحقيق ذلك² فهي أدوات استثمارية متنوعة وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية مثل الأسهم والسندات وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات.³

أولاً: تعريف المشتقات المالية

هي عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد أسهم سندات وكذلك سلع وعمليات أجنبية وبالتالي فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد. وتعرف أيضا بأنها مطالبات محتملة وانشاء المشتقة كونه خيارا مرنا للمستثمر والمدخر يترتب عليه تكلفة كما سيلاحظ لكنه يعطى في الوقت نفسه فرصة لتحقيق عائد أو تجاوز مخاطر كان يصعب تحقيقها دونما خيار المشتقة المالية.⁴

بدأ استعمال هذه الأدوات المالية المشتقة في أوائل السبعينيات من القرن العشرين، وتطور استعمالها ويمكن تعريفها على أنها عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل المالي محل العقد أي قيمة الأصول المعينة والتي قد تكون أسهم وسندات، سلع، عملات أجنبية... إلخ فهي بمثابة التأمين ضد المخاطر المالية.⁵

ونلخص أن المشتقات المالية هي: عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر لأطراف المشتقة على الأصل المالية محل التعاقد.⁶

ثانياً: أنواعها

1. عقود الخيار: Options

✓ **تعريفها:** يعرف حق الاختيار بأنه: "اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية من طرف ثاني محدد متفق عليه مقدماً".¹

¹Randall Dodd, **Derivatives Markets: Sources of vulnerability in U.S Financial Markets**, Financial Policy Forum. Washington D.C. November 15, 2001. Updated May 10, 2004 , Site Internet, www/economica.com , Dernière Visite: (23:34) (15/05/2018)

²ظاهر فاضل البياتي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 217، 291.

³منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 6.

⁴محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، الأردن، 2005، ص: 124-125.

⁵Christian Descamps, jacques saichet, **gestion financier international**, Litec , 1995, P 45.

⁶محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 124-125.

وهو عقد بين طرفين يعطي لمشتريه الحق في أن يشتري أو يبيع كمية معينة من الأسهم أو من سلعة معينة بسعر تنفيذ معين، خلال فترة سريان العقد، ويدفع مشتري الخيار مقابل هذا الحق مبلغا معيناً يسمى ثمن الخيار (العلاوة) وهو مبلغ بسيط من سعر السهم أو من سعر السلعة وهو ثمننا غير مسترد والفكرة الأساسية للخيارات هي أن أحد الاطراف يرغب في تحمل المخاطر والطرف الآخر يرغب في تجنبها² وقد ينص العقد على تنفيذ الاتفاق في تاريخ أو خلال فترة معينة.³

2. خصائص العقود الاختيارية

تتميز عقود الخيار بعدة خصائص من بينها:

✓ مبلغ التعويض أو المكافئة أو ثمن الخيار يدفع لمحرر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ؛

✓ تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالباً بعد 3 أشهر من تاريخ الاتفاق؛

✓ حقوق الاختيار قابلة للتداول كأى عقود أخرى وعلى أساس عاملي الطلب والعرض للذات يتوقفان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد؛⁴

✓ لا يتطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة؛

✓ للعقود الاختيارية شروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى؛

✓ يتم تداول العقود الاختيارية في الأسواق المنظمة.⁵

3. عناصر عقود الخيار: على ضوء ما تقدم فإن عقود الخيار تشتمل على العناصر الأساسية الآتية:

✓ الأطراف (المشتري والبائع)؛

✓ تاريخ التعاقد؛

✓ نوع الأصل محل التعاقد؛

✓ كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد؛

¹ إبراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 347.

² جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل الأدوات والاستراتيجيات، دار الهدى، الجزائر، 2010، ص: 246، 248.

³ صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة بسكرة، العدد 02، 2002، ص: 210.

⁴ منير إبراهيم هندي، الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص: 605.

⁵ فرنسوا لروا، الأسواق الدولية للرساميل، المؤسسة الجامعية، 1991، ص: 269.

✓ سعر التنفيذ EXERCISE PRICE أي السعر الذي بموجبه ستتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذه، ويسمى أيضا بسعر التعاقد وهو غالبا ما يعادل القيمة السوقية في تاريخ إبرام الاتفاق وهو بذلك يختلف عن سعر السوق الذي تباع به الورقة المالية مثلا لحظة تنفيذ الاتفاق؛

✓ تاريخ التنفيذ أو تاريخ الاستحقاق EXPIRY DATE أو الممارسة (إذا كان الخيار من النوع الأوروبي) أو الفترة الزمنية التي يسري خلالها (إذا كان الخيار من النوع الأمريكي) وهذه الميزة لهذا الأسلوب تؤدي الى زيادة العلاوة المدفوعة من قبل مشتري الحق؛

✓ قيمة العلاوة PREMIUM أو المكافأة التي يحصل عليها محرر الخيار، وتتوقف عادة قيمة هذه العلاوة على عدة عوامل مثل:

✚ القيمة السوقية لأصل المشمول بالخيار وسعر التنفيذ وتاريخ التنفيذ (مدة الاستحقاق وكلما طالت المدة كان السعر أعلى) وأسعار الفائدة السائدة-العرض والطلب على شراء وبيع عقود الخيار - تقلبات الأسعار.

✚ وتمثل العلاوة تكلفة سعر حق الخيار وهي القيمة السوقية لعقد الخيار في احتسابها معدلات رياضية معقدة.

4. أنواع عقود الخيار: تنقسم عقود الخيار إلى نوعين

✓ **خيار الشراء:** يعطي لصاحبه الحق في الشراء وليس الالتزام بالشراء إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، إن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق للاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق للاتفاق عليه.

✓ **خيار البيع:** يعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء الى السوق للبيع بسعر أعلى.

ويتضح مما سبق أنه يلزم في حالة شراء شخص ما إحدى الخيارات ضرورة أن يتوفر ملتزم أمام صاحب الخيار، أي يلتزم توفر طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار، ويسمى هذا الأخير الملتزم أمام صاحب الخيار بكاتب الخيار.

ونشير هنا أنه لا يوجد حد أقصى لعدد خيارات الشراء أو بيع لأصل ما، وذلك على عكس الحال بالنسبة للأسهم، والتي تكون متاحة بكمية محددة وفقا لرأس مال الشركة المصدرة فيمكن في أي وقت خلق خيار جديد طالما وجود الطرف الآخر الملتزم، كما يجوز في أي وقت إنهاء خيار ما والتنازل عنه.

وتسمى عملية انشاء الخيار بعملية الفتح، وعملية إنهاء الخيار بعملية الاقفال، وهنا يمكن للفرد بإنهاء الخيار واقفال العملية بأحد الطرق الثلاثة الآتية:

الطريقة الأولى: بيع الخيار الى شخص آخر عن طريق دخول السوق بعملية عكسية.

الطريقة الثانية: ترك الخيار الى أن ينتهي تلقائيا إذا ما فقد قيمته، حيث يكون سعر السهم في السوق أقل من السعر المتفق عليه في خيار النداء، أو يكون سعر السهم في السوق أعلى من السعر المتفق عليه في خيار الطرح.

الطريقة الثالثة: أن يستفيد صاحب الحق من الخيار في ميعاد استحقاقه، ويحصل الطرف الملتزم الذي كتب الخيار على مقابل من المال يسمى بعلاوة الخيار، ويحصل على هذه العلاوة بمجرد توقيع الالتزام وذلك بغض النظر عما قد يحدث لهذا الخيار في المستقبل.¹

2. العقود الآجلة

وهي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام صفقة بسعر معين، وكمية معينة في موعد لاحق.² تعتبر العقود الآجلة أحد أنواع عقود المشتقات التي يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول (مثل العملات أسعار الفائدة، السلع) ويستعمل المستثمرين هذه العقود الآجلة لتجنب التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية وتدفقات الالتزامات المستقبلية.³

¹ سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة لكتوراه، تخصص تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2015، ص ص: 48،46.

² محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص: 133 -134.

³ بنك مصر، مركز البحوث، التخطيط الاستراتيجي في البنوك في عالم متغير، أوراق بنك مصر البحثية، العدد 06، 1999، ص ص: 31،29.

يتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الاصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر متفق عليه يدعى بسعر التسليم أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصير ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه ويتم تسوية العقد عند استحقاقه، حيث يقوم صاحب المركز القصير بتسليم الأصل لصاحب المركز الطويل مقابل مبلغ يساوي سعر التسليم علما أن الأساس في بناء السعر هو السعر السوقي للأصل توجد أي مدفوعات عند بداية التعاقد أو خلاله.¹

3. العقود المستقبلية

هي عقود نمطية ملزمة بين الباعة والمشتريين تقتضي بأن يسلم البائع أصلا من الأصول الى المشتري ويتسلم منه الثمن المحدد مسبقا وذلك في فترة قادمة متفق عليها في تاريخ استحقاق العقد² وبالتالي فهذه السوق هي سوق عقود مستقبلية للأسهم والسندات ولكن من خلال اتفاقات يتم تنفيذها لاحقا، تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية محددة من أحد الأدوات المالية المعينة بذاتها بسعر محدد في وقت إبرام العقد.³

عرفت أيضا بأنها: عقود متشابهة لشراء أو بيع سلع أو أصول مالية، يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل ويحدد سعرها وقت انشاء العقد، في سوق مالي منظم لهذه الغاية، وعرفت أيضا بأنها التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يتسلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة، في مكان محدد، وزمان محدد وبموجب سعر محدد ...

وعرفت أيضا بأنها: اتفاق على شراء أو بيع كميات من أدوات مالية، عملات ... الخ، لتاريخ محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه بين المتعاملين في سوق رأس المال.

تتميز العقود المستقبلية بنمطيتها ويراد ذلك أن شروط ومواصفات العقود محددة من قبل إدارة السوق وليس لأحد الأطراف وضع شروط أو مواصفات من عنده، بل عليه أن يختار من الشروط والمواصفات ما يناسبه منها ويشمل التتميط ما يلي:

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 133-134.

² جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، مرجع سابق، ص: 248.

³ صالح مفتاح، العولمة المالية، مرجع سابق، ص: 205.

- ✓ **حجم العقد أي:** قدر الشيء المبيع فيما يباع بكيل أو وزن أو نحوهما، كالقمح والذهب أو عدده فيما يباع بالعدد كالأسهم والعملات، أو قيمته فيما يقدر بالقيمة كأذونات الخزانة؛
- ✓ **تاريخ تنفيذ العقود:** وذلك بتحديد الأشهر والأيام التي يتم فيها التسليم؛
- ✓ **تحديد مقدار الحد الأدنى والحد الأقصى:** للتغيير في أسعار العقود، زيادة ونقصانا، وعادة ما تختلف الحدود السعرية باختلاف الأصول محل التعاقد؛
- ✓ **متطلبات التعامل:** ومن ذلك أن يودع كل طرف من أطراف العقد لدى البورصة مبلغا معيناً يسمى الهامش، يتراوح مقداره ما بين 5 و 15 % من قيمة العقد، ويختلف من شخص لآخر؛
- ✓ **صفات الشيء المبيع:** من حيث النوع ومستوى الجودة؛
- ✓ طرق ووسائل التسليم.¹

ثالثاً: أوجه التشابه والاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

للعقود المستقبلية والعقود الآجلة العديد من أوجه التشابه والاختلاف نذكر أهمها في الجدول الآتي رقم

(03-01)

¹ مبارك بن سلمان آل فواز، مرجع سابق، ص ص: 85، 87.

الجدول رقم: (01-03) أوجه التشابه والاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

أوجه الاختلاف	أوجه التشابه
تتنوع المعاملات الآجلة من حيث طبيعة العقد والشروط المقترنة به الى أنواع عدة، أما العقود المستقبلية فهي من هذه الحثية نوع واحد.	يتم إبرام العقد في المعاملات الآجلة والعقود المستقبلية حالا، بينما يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق، يتم تحديده وقت إبرام العقد.
توجد هيئة ضامنة في العقود المستقبلية، وهي بيت التسوية الذي يقوم بدور البائع بالنسبة للمشتري، والمشتري بالنسبة للبائع، ويضمن تنفيذ العقود من خلال نظام الهامش المبدئي، وهامش الصيانة، والتسوية السعرية اليومية، بينما لا توجد مثل هذه الهيئة في المعاملات الآجلة.	عقد البيع لازم لكلا طرفيه في العقود المستقبلية وهو كذلك لازم لكلا الطرفين في أحد أنواع المعاملات الآجلة.
يتعامل في المعاملات الآجلة على الأوراق المالية (أسهم وسندات) فحسب، أما العقود المستقبلية فإنه لا توجد أسواق منظمة للتعامل على الأسهم وإنما يوجد تعامل على السندات.	يمكن لكل واحد من المتعاقدين في -كلا النوعين- إغلاق مركزه والخروج من السوق بإجراء صفقة عكسية في أي وقت، عند حلول الاجل أو قبله.
تعد العقود المستقبلية أداة مالية مشتقة، بصرف النظر عن طبيعة الشيء المعقود عليه، وهو معنى لم يكن ملحوظا في المعاملات الآجلة.	تيرم العقود في كلا النوعين -في الأعم الأغلب- بقصد المضاربة على فروق الأسعار من خلال وجود المضاربين على الصعود والمضاربين على الهبوط.

المصدر: مبارك بن سلمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي

للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2010، ص ص: 87-88.

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن هناك العديد من أوجه التشابه والاختلاف بين العقود المستقبلية والآجلة من حيث العديد من الجوانب من بينها، الزامية كلا النوعين من العقود ومن حيث وقت إبرام العقد حيث يجب إبرامها في الحال أما في حالة التسليم والتسلم فهو في وقت لاحق، أما من حيث أوجه الاختلاف فالعقود الآجلة مختلفة ومتعددة أما العقود المستقبلية فهي نوع واحد، أيضا في المعاملات الآجلة يتم التعامل على الأسهم والسندات أما العقود المستقبلية فيتم التعامل بالسندات فقط.

رابعاً: خصائص العقود المستقبلية

- ✓ إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد؛
- ✓ معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق؛
- ✓ توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية؛
- ✓ يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة وول ستريت بذلك؛
- ✓ إن دور أسواق العقود المستقبلية توفير المعلومات الخاصة بالأسعار حيث قدرة السوق لكثف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق؛
- ✓ يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة.¹

4. المبادلات Swaps

هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية، أو العينية تتحدد وفقاً له قيمة الصفة آتياً على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق وتقوم على مبدأ الحماية المتبادلة بين المقرض والمقترض (السقف و القاعدة)،² وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منهما والمحسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة، أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين بكل منهما والمقومة بعملات مختلفة، وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه، وتتضمن هذه العملية تحرير عقدين متزامنين أحدهما شراء والآخر عقد بيع وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفين وتفصل بينهما فترة زمنية.³

✓ أهمية عقود المبادلات

تتمثل خصائص عقود المبادلات فيما يلي:

- التقليل من حجم المخاطر التي لا تمس عادة الأصول المعتمدة للعوائد العينية لأنها افتراضية؛

¹Franklin R. Edwards , **informational role of future market the new Polgar dictionary of and finance**, Macmillan press LTD-London 1997, P56.

² محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص ص: 245-246.

³ صالح مفتاح، **العولمة المالية**، مرجع سابق، ص ص: 210-211.

- العوائد المالية المتوقعة قد تعود الى جميع الأطراف المعنية بعقود المبادلات وذلك عند توفر ميزة نسبية وبشكل مستقل؛
 - تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الأجنبية من الدخل الذي تتوقعه المؤسسة من الاستثمار في الخارج أو المخاطر الناجمة عن تحرك أسعار الفائدة الأجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية؛
 - عند قيام مؤسسة بتقديم قروض رهون بمعدل ثابت فإن هذه العملية قد تكون مهددة للمخاطر والحماية منها تدخل المؤسسة المعنية بائتمان الرهون إلى مبادلة أسعار ثابتة مقابل معدلات معيارية؛
 - عقود المبادلات هي عقود تربط الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية خاصة وأنها تسمح في تعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق.¹
- ✓ أنواع عقود المبادلات: تنقسم عقود المبادلات إلى نوعين

مبادلات الفائدة INTEREST RATE SWAPS

عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة، على مبلغ محدد، بعملية معينة، دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ.

مبادلة العملات CURRENCY SWAPS

- عبارة عن بيع أو شراء عملة معينة في استحقاق معين، ثم شراء أو بيع نفس العملة (أو عملة مقاربة لها) في استحقاق آخر حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين:
- عملية شراء (أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني (الفوري) بسعر الصرف الآني (الحالي أو الفوري) بين العمليتين؛
 - عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العمليتين.
- وتعتمد عمليات مبادلة العملات على التوقعات المستقبلية للفروق في معدلات فائدة وأسعار صرف بين العمليتين محل التعاقد.

¹ ابن عمر بن أحسين، مرجع سابق، ص ص: 34-35.

المبادلة الخيارية: SWAPS OPTION

عبارة عن خيار للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل، مثال ذلك المبادلة الخيارية للفائدة البسيطة هي أساسا خيار مبادلة سند ذي فائدة ثابتة بسند ذي فائدة متغيرة في وقت معين.

مبادلة الأسهم: EQUITY SWAPS

عبارة عن اتفاق على مبادلة لمعدل العائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم، بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر في تاريخ لاحق.¹

5. الصكوك الإسلامية

هي أدوات مالية موحدة النمط، ومطابقة للشريعة الإسلامية وللمبادئ التي تقوم عليها في تحريم الربا² وهي تقوم على فكرة المشاركة في الربح والخسارة، حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض ولها شخصية معنوية مستقلة، وتتولى اصدار الصكوك اللازمة للتمويل وطرحها للاكتتاب العام، ومن حق كل صك المشاركة في رأس المال والادارة والتداول، ولها أسواق ثانوية للتداول.³

أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عرفتها بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، وزادت أهمية الصكوك الإسلامية نتيجة إلى العديد من العوامل من بينها:

- ✓ أن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي؛
- ✓ إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها؛
- ✓ تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام؛

¹ سميحة محياوي، مرجع سابق، ص: 51-52.

² التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2010، ص: 25.

³ محمد تقي العثماني، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، مجمع الفقه الاسلامي، الدورة العشرون، 2010، ص: 1-2.

✓ تساعد في ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الخزينة ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها؛

✓ تسعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الاقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق. ومن خصائصها أنها تقوم على:

- مبدأ المشاركة في الربح والخسارة: حيث تعطي لمالكها حصة من الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها؛
 - وثائق تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة: تصدر الصكوك الإسلامية بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصاً شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص؛
 - تصدر وتتداول وفقاً للشروط والضوابط الشرعية: تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشاريع تتفق مع الشريعة الإسلامية، وتقوم على عقود شرعية. ومن أنواعها صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة والمرابحة وصكوك الاستصناع صكوك السلم وصكوك الإجارة، صكوك المزارعة وصكوك المساقاة.¹
- بعدها تم دراسة تنظيم سوق رأس المال في المطلب الأول، سيتم في المطلب الثاني دراسة التعاملات الحاصلة فيه من حيث الأوامر وأدوات التحليل.

المطلب الثاني: التعاملات في سوق رأس المال

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم آليات التعامل في سوق رأس المال، ومن ثم فإن دقة صياغتها وضرورة فهمها يمثلان مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة، وهناك مجموعة من التعاملات تخص السوق الأولي وأخرى تخص السوق الثانوي ويمكن إبراز الأوامر فيما يلي:

¹نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين)، مجلة الباحث، عدد 09، 2011، ورقة، ص ص: 254، 256.

الفرع الأول: الأوامر

وهي طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم السماسرة والتي يجري تنفيذها فيما بعد، لذلك فإن الأوامر تشتمل على حجم الطلب والمدى الزمني.¹

أولاً: أنواع الأوامر

ويمكن تقسيم الأوامر إلى:

1. **الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:** يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي من خلالها يحدد المستثمر سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة وفي هذا الصدد يوجد نوعين من الأوامر:
 2. **أوامر السوق:** وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعاً، حيث يطلب المستثمر من السماسر بيع أو شراء عدد محدد من الأوراق المالية بأفضل سعر ممكن في السوق وقت صدور الأمر، وهنا يكون السماسر ملزماً ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أقل الأسعار في حالة أمر الشراء وأعلى الأسعار في حالة أمر البيع وفي هذا النوع من الأوامر يكون المستثمر شبه متأكد من تنفيذ الصفقة طالما أن هناك مرونة في التنفيذ² ومن أهم عيوبه عدم التأكد من سعر التنفيذ نظراً للتذبذبات المستمرة صعوداً أو هبوطاً في الأسعار بشكل قد يلحق الخسائر بالمستثمر الذي يستخدم هذا النوع من الأوامر.³
 4. **الأوامر المحددة:** طبقاً لهذا الأمر يضع المستثمر للسماسر سعراً محدداً لتنفيذ الصفقة، فإذا كان الأمر محدد خاص بالشراء فإن السماسر سينفذ على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه.⁴
 5. **الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:** يقصد بها الأوامر التي يكون فيها الزمن الحد الفاصل في تنفيذها وقد يكون الأمر مفتوحاً أي لأجل غير محدد حيث يبقى ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو الغائه وما يميز هذا النوع من الأوامر أن الظروف المحددة لسعر الورقة المالية تتغير من لحظة لأخرى، وبالتالي على العميل أن يغير أوامره من فترة لأخرى حتى تتناسب مع الأوضاع المتجددة.
 6. **الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:** مثل هذه الأوامر تتعدد بتعدد الحالات.⁵

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 248 - 249.

² Paul jacques Lehmann, **la bourse de paris**, (paris Dunod) 1991, PP 124-125.

³ منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 125.

⁴ محمد صالح الحناوي، تقييم وتحليل الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 23-24.

⁵ محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص: 251.

ثانيا: تسوية الصفقات

بالنسبة لتسوية الصفقات تكون بعد تنفيذ الأمر، ويقوم السمسار بدوره بتسوية المعاملة قيم يتم تسليم الأوراق المالية للمستثمر وبذلك يصبح المالك القانوني للأصل محل الاستثمار مع دفع قيمة الصفقة والعمولة والرسوم وذلك خلال يوم التسوية والتسوية، قد تكون نقدية وقد تكون بائتمان بين المستثمر والسمسار أو ما يسمى التعامل بالمكشوف، أما بالنسبة لشهادة الملكية فيمكن الاحتفاظ بها لدى المستثمر،¹ المالك وإبقائها في بيت السمسرة الوكيل للدلالة على امتلاك هذه الأخيرة أوراقا مالية قابلة للتداول والتسويق.²

ثالثا: تكاليف التنفيذ

تتضمن عملية تنفيذ الأوامر نوعين من التكاليف، تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة، وفيما يلي توضيح لكل نوع من التكاليف:

1. **التكاليف المباشرة:** تتمثل التكاليف المباشرة في تكاليف المعاملات، وتشمل على عدة مكونات أهمها عمولة السمسرة التي تتحدد بالتفاوض مع السمسار والريح الذي يحققه المتخصص أو التاجر ويتمثل في الفرق بين السعر الذي اشترى به الورقة وسعر البيع ويطلق عليه الهامش أو المدى.³

2. **التكاليف الغير مباشرة:** تتمثل أهم عناصرها في:

- ✓ تكلفة الفرصة البديلة والتي تتمثل في العائد الذي كان يمكن الحصول عليه لو تم توظيف تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى؛
- ✓ تكلفة الوقت والجهد المبذول من قبل المستثمر في تقييم وتحليل الأوراق المالية محل الاستثمار؛
- ✓ التكلفة النفسية وهي تلك الحالة من القلق التي تنتاب المتعامل حول الاستثمار واحتمال تدهور قيمته.

¹ محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، مرجع سابق، ص: 90.

² أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002، ص: 115-116.

³ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص: 539.

الفرع الثاني: أدوات التحليل في سوق رأس المال

إن التعامل في الأسواق المالية مرتبطاً أساساً بتحليل تلك الأسواق ومعرفة المتغيرات والعوامل المؤثرة فيها بهدف تزويد المستثمر بالبيانات والمعلومات اللازمة عن المتغيرات المرتبطة بالأداء المستقبلي وبالقيمة السوقية للأوراق المالية والتي يتم من خلالها التوصل إلى أفضل قرارات الاستثمار ومن أبرز وسائل التحليل المستخدمة هي التحليل الأساسي والتحليل الفني.

أولاً: التحليل الأساسي

يعنى التحليل الأساسي بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية الأساسية¹ للشركة المصدرة للفترة السابقة كإيرادات الشركة ومبيعاتها والتدفقات النقدية وتوزيعات الأرباح وكذلك المعلومات والمتغيرات ذات العلاقة المباشرة بالشركة والقطاع الذي يخضع له والبيئة الاقتصادية المحيطة بها² ويهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة.³

حيث يعتمد التحليل الأساسي على تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، والتي تمثل التدفقات النقدية المتوقعة كنصيب للسهم من توزيعات أرباح الشركة والمتوقع الحصول عليها مستقبلاً وللوصول إلى هذه القيمة يعتمد المحلل الأساسي على تحليل المؤشرات الاقتصادية العامة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية.⁴

ثانياً: التحليل الفني

يعتبر التحليل الفني من أهم التحليلات السائدة في سوق الأوراق المالية ويعتمد هذا التحليل على تتبع تغيرات أسعار الأسهم في الماضي ومحاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ على الأسعار، بينما يساعد على التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل الأمر الذي يمكن من تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار لذلك يقال أن التحليل الفني يسمح بالإجابة متى يتم البيع أو الشراء.⁵

¹ سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد، مرجع سابق، ص: 8-9.

² سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم، دار الرابحة، عمان، 2012، ص: 181-182.

³ سامي مباركي، مرجع سابق، ص: 8-9.

⁴ Site Internet, <http://www.Arab-ape.org/> Dernière Visite: (12:23) (13/07/2014)

⁵ منير إبراهيم هندي، الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص: 287-298.

ترجع فكرة التحليل الفني والاعتماد على قراءة البيانات المالية وحدها لاستكشاف مستقبل الأسعار دون ضرورة للاستناد إلى تفسير نظري سابق، ترجع إلى الأمريكي تشارلز داو Charles Dow حيث أسس مع زميله ادوارد جونز Edward Jones شركة داو- جونز عام 1882 في الولايات المتحدة الأمريكية وكان داو قد بدأ ينشر في جريدة وول ستريت The Wall Street Journal مؤشرات عن متوسطات أسعار الأسهم في عدد من الصناعات الأساسية باعتبارها مؤشرا عن اتجاهات أسعار البورصة، وهذه هي بداية مؤشر داو جونز Jones-Dow المشهور عن البورصة الأمريكية وكانت فكرة داو تقوم على التنبؤ بتطور أسعار الأسهم يعتمد على استقراء البيانات المالية المتوافرة عن هذه الأسعار واستخلاص بعض الاتجاهات من ورائها وهذه البيانات كفيلة عن إعطاء صورة لما سيكون عليه المستقبل،¹ من خلال متابعة متخصصة لتلك الأسعار باستخدام الرسوم البيانية أو إجراء بعض المقاييس بهدف التعرف على اتجاه الأسعار في المستقبل وقد يستفيد المحلل الفني من عوامل نفسية وظروف تواجه السوق حاليا قد تكون مماثلة لظروف سابقة يستطيع المحلل من خلالها استخلاص نتائج تمكنه من التنبؤ بما سيكون عليه السعر وهذا هو أساس التحليل الفني.² حيث سيتم التطرق بالتفصيل للتحليل الأساسي والفني في الفصل الثالث.

¹ عبد المجيد المهيلمي، جازم البيلوي، التحليل الفني في الأسواق المالية، البلاغ، الأردن، 2006، ص: 5.

² سهيل مقابلة، مرجع سابق، ص: 186.

خاتمة الفصل

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل توضيح مفهوم السوق المالية ومختلف وظائفها، حيث تبين أن هذه السوق مقسمة لنوعين من الأسواق مختلفة من حيث الأدوات والآجال، حيث سوق النقد هو سوق التمويل قصير الأجل، أما سوق رأس المال هو سوق التمويل متوسط وطويل الأجل حيث تم أيضا إبراز ماهية سوق رأس المال التي تعتبر ركيزة موضوعنا والتعرف على أهم أدواته وآليات التعامل فيه وأهم المتدخلين فيه وإبراز وسائل التحليل التي تنقسم إلى وسائل التحليل الفني والأساسي.

حيث أوضحت الدراسة أن سوق رأس المال هي المكان الذي يجتمع فيه البائع والمشتري لنوع معين من السلع هو الأوراق المالية أي الأسهم والسندات ومن خلال هذه العملية يتم تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية.

كما تبين من خلال هذا الفصل أن سوق رأس المال تنقسم إلى سوقين السوق الأولية وهي سوق الإصدارات ويتم فيها طرح الأدوات المالية لأول مرة و يتم الاكتتاب فيها ومن خلال هاته السوق يتم تمويل الاستثمارات الاقتصادية لمختلف الشركات كما تسمح هذه السوق أيضا للحكومات بطرح أدواتها للحصول على التمويل اللازم لها، أما السوق الثانوية فهي السوق التي تعطي الاستمرارية للسوق الأولية من خلال تداول الأوراق بيعا وشراء من خلال الاعتماد على العديد من المتدخلين في هذه السوق من سماسرة ووكلاء الذين يشرفون على العمليات التي تحصل لحساب زبائنهم ولكي يتم بيع وشراء الأوراق المالية يتم الاعتماد على مجموعة من المؤشرات التي تقوم بدراسة وضعية الشركة المصدرة ووضعية السوق من خلال التحليل الفني والتحليل الأساسي.

الفصل الثاني:

الوساطة المالية في سوق رأس

المال

تمهيد

تلعب الوساطة المالية الدور الرئيسي في أسواق رأس المال، فهي تعتبر عنصر هام من عناصر تطور وقيام هذه الأسواق من حيث الخدمات التي تقدمها سواء على مستوى السوق الأولي من خدمات اكتتاب وتوفير معلومات، وعلى مستوى السوق الثانوي كخدمات شراء وبيع الأوراق المالية و طرحها للتداول ...

فهي تدفع بعجلة الاقتصاد من خلال مجموع الخدمات التي تقدمها للمتعاملين الذين يفتقرون للخبرة المالية، حيث من خلال هذا الفصل سنقوم بالتطرق الى ماهية الوساطة المالية، تطورها ومؤسساتها. وللتعرف أكثر على ماهية الوساطة قسمنا هذا الفصل الى أربعة مباحث:

المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية

المبحث الثاني: تصنيف مؤسسات الوساطة المالية

المبحث الثالث: دور مؤسسات الوساطة المالية وأهميتها، وتصنيف الوسطاء الماليين والاتجاهات الحديثة لهم

المبحث الرابع: وسطاء التداول في سوق رأس المال.

المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية

يلعب النظام المالي الدور الرئيسي في الاقتصاد من خلال تحفيز النمو الاقتصادي وتأثيره على الأداء الاقتصادي من خلال المؤسسات الفاعلة فيه، ويتحقق هذا التأثير بفضل مؤسسات الوساطة المالية مع الجهات التي لديها القدرة التمويلية والجهات التي لديها القدرة على الاستغلال الأمثل لتلك الموارد،¹ فالوسطاء لهم دور حيوي في نشاط سوق رأس المال وتطويره من خلال وساطة مالية كفؤة وقادرة على المنافسة والابتكار، ولذلك فإن وجود مؤسسات وساطة متنوعة في إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة، ما ينعكس إيجابيا على نشاط السوق الذي يحتاج إلى وجود مثل هذه الشركات وتحفيزها، ويعتبر إنشاء جمعية للوسطاء من شروط تطوير الوساطة المالية إذ يساعد على وضع قواعد للسلوك المهني وتنظيم العلاقات وتبادل الخبرات فيما بينهم.²

المطلب الأول: مدخل للوساطة المالية

في أسواق رأس المال تقوم الشركات والأفراد بالاقتراض متوسط وطويل الأجل، حيث يمكن تصنيف الشركات والأفراد على النحو الآتي **وحدات عجز** يرغبون في إنفاق المزيد من دخلهم الحالي **وحدات فائض**، وتشمل الأسواق كلا من التمويل المباشر (إصدار وبيع الأوراق المالية) والتمويل بالوساطة المالية (التعاملات المالية).³ فالوظيفة الأساسية للسوق المالية تتمثل في تيسير حصول هذه الوحدات على الأموال اللازمة لها من وحدات الفائض المالي، إما بطريق مباشر أو بطريق غير مباشر، ومعنى ذلك أن التمويل يتم بطريقتين.⁴

الفرع الأول: التمويل المباشر والصعوبات الناجمة عنه

يتجه بعض الاقتصاديين إلى تقسيم طرق التمويل إلى مباشر وغير مباشر، فالتمويل المباشر يعبر عن علاقة مباشرة بين المقرض والمستثمر.

¹ValdonéDarskuvienne, OP.CIT, P6.

²أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص ص: 90-91.

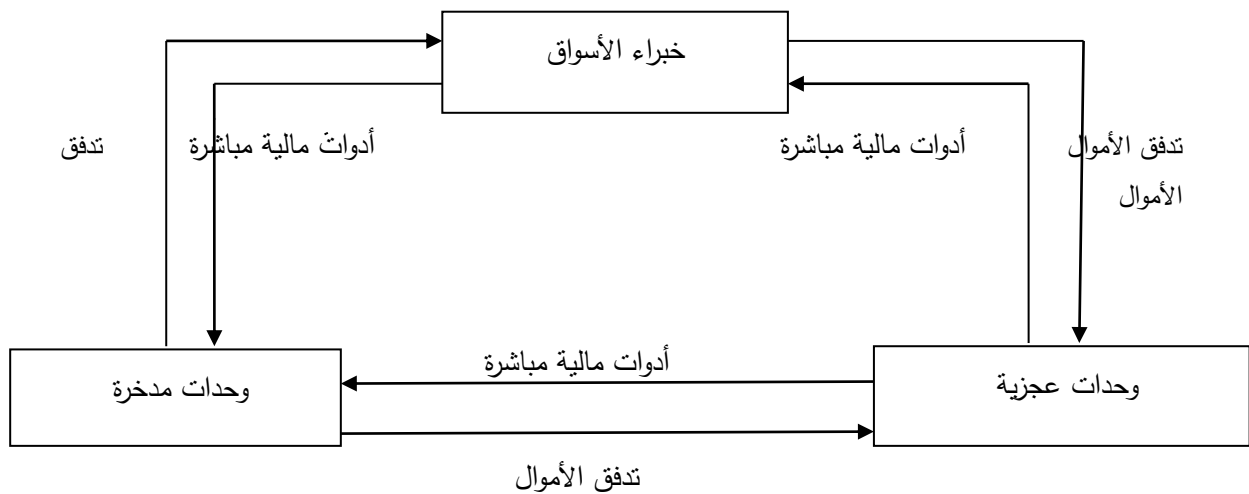
³O.apGwilym, **Financial Intermediation**, under gratuated study in economics, university of London , 2011, P 10.

⁴متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص: 69.

أولاً: التمويل المباشر Direct finance

هو نوع من أنواع التمويل كان يستخدم سابقاً في الدول أنجلو ساكسو Anglo-saxon وفي هذا النوع يتم من خلال الالتقاء المباشر بين المتعاملين الاقتصاديين الذين هم بحاجة إلى الأموال مع المتعاملين الذين لديهم القدرة على التمويل في سوق منظم (السوق المالية)¹، إما عن طريق الاقتراض المباشر وإما عن طريق إصدار أوراق مالية مختلفة مثل (الأسهم والسندات وأذونات الخزنة) بالاستعانة ببعض الأجهزة مثل: بنوك الاستثمار وسماسرة الأوراق المالية.² وتسمى الأدوات المالية المصدرة بالأوراق المالية المباشرة³ Direct Securities، أو تقوم مؤسسات مخصصة أو مؤسسات مالية للعمل كوسيط بين وحدات الادخار (الوكلاء ذوي القدرة التمويلية) ووحدات العجز (الوكلاء المحتاجون إلى التمويل) حيث تقوم هذه المؤسسات بطرح أوراق مالية (قصيرة أو طويلة الأجل) لهذه الفئة الأخيرة لجعل مدخرات الفئة الأولى مريحة.⁴

الشكل رقم: (02-01) طريقة التمويل المباشر



المصدر: عبد المنعم السيد علي، مرجع سابق، ص: 89.

¹M.Benamghar Mourad, la réglementation prudentielle des banques et des établissements financiers en Algérie et son degré d'adéquation aux standards de Bale 1 et Bale 2, mémoire fin d'étude de magister en science économiques, option finance banque, faculté de science économique commerciale et de science de gestion, université Mouloud Mammeri, tizi Ouzou, 2012, P6.

²متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 69.

³عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، مرجع سابق، ص: 89.

⁴Christian Bialés, l'intermédiation financière, Montpellier, France, 2013, P 4.

إن أبسط أنواع التمويل المباشر يتمثل بالجزء السفلي من هذا الشكل حيث يتم الاتصال مباشرة بين الوحدات العجزية ووحدات الفائض المدخرة، وهذا لا يحصل إلا في حالة وجود علاقات شخصية ومعرفة سابقة بين الطرفين، فعندما يقوم صاحب مشروع بالاقتراض من أحد الأصدقاء أو الأقرباء لغرض الاستثمار في توسيع مشروعه مقابل أداة مالية يصدرها المقترض كالكمبيالة مثلا: فإن هذا يعتبر تمويلا مباشرا.¹

يجر التعامل مباشرة ما بين المقرضين (وحدات الادخار) والمقترضين (وحدات العجز) دون وساطة لطرف آخر، إذ يتحصل المقترض على موارد مالية مقابل اصداره أصول مالية مباشرة (أسهم سندات وثائق أخرى) لصالح المقرض.

وتدعى الالتزامات المالية في حالة التمويل المباشر بالأصول المالية المباشرة أو الأولية لأنها تنتقل من صاحب الالتزام الى صاحب الحق، يعد التمويل المباشر شكلا بدائيا عرفت به عملية التمويل تاريخيا إلا أن البساطة المتناهية التي تحيط بهذا الشكل لأداء السوق المالية لا ينسجم مع متطلبات التطور الاقتصادي، والحاجة المتنامية لعنصر رأس المال.

ثانيا: الصعوبات الناجمة عنه

ومن أهم المعوقات لهذا الشكل لأداء السوق المالية هو:

1. يجب تطابق رغبة وحدات العجز، ووحدات الفائض في تبدل الرصيد نفسه وفي الوقت نفسه؛
2. يجب على وحدة الفائض قبول أصول وحدة العجز بغض النظر عن طبيعة المخاطر التي تحيط بها في وقت الاقتراض؛
3. على وحدة العجز ايجاد وحدة فائض ذات التمويل المناسب لاحتياجها، وإلا تطلب اللجوء الى أكثر من وحدة فائض في الوقت نفسه؛²
4. تكلفة البحث وإيجاد فرص الاستثمار المالي والتأكد من مخاطرها قبل المدخرين، وتكلفة البحث تكون مرتفعة في هذا الأسلوب من التمويل قياسا بحجم وعدد صفقات الاقتراض الشخصي.³

لذلك فإن مثل هذه المعوقات المصاحبة للتمويل المباشر تجعل بروز طريقة أخرى أمرا مناسبا.

¹ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، مرجع سابق، ص: 90.

² محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 39.

³ عبد المنعم السيد علي، مرجع سابق، ص: 90.

الفرع الثاني: التمويل شبه المباشر

بالنظر لعدم كفاية الشكل المباشر لإنجاز نموذج لتدفق الأرصدة بين وحدات العجز ووحدات الفائض، بدأ ظهور نوع آخر يدعى بالتمويل شبه المباشر، إذ ينشأ هذا النوع من خلال بروز بعض الوحدات (طبيعية معنوية) لممارسة دور السماسرة والتجار للأصول المالية، والذين يؤثرون بشكل واضح في عملية النقاء وتشكيل السوق المالية، وعلى الرغم من اختلاف دور السماسرة عن دور التجار، في إطار تحمل التجار لمخاطر لا يواجهها السماسرة، إلا أن كلاهما يمارس دورا وسيطا في عملية النقاء تيار الطلب وتيار العرض في السوق المالية.¹ فمؤسسات الوساطة المالية لها القدرة على زيادة فعالية توزيع الموارد بفضل قدرتها على تجميع وتحليل المعلومات حول الأنشطة الابتكارية، وتمويل المشاريع الأكثر ربحية ذات العائد الكبير فهي تسعى لتنويع المحافظ المالية وبالتالي تشجيع التخصيص وبالتالي زيادة الإنتاجية.²

الفرع الثالث: التمويل غير مباشر

حفز قيود التمويل المباشر وشبه المباشر نشوء التمويل الغير مباشر، ويعد البروز الواضح للمؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا الشكل للسوق المالية، وقد يتجاوز دور الوساطة الموقع المحلي باتجاه دور وساطة عالمي، ويشمل مؤسسات اقتصادية مثل (المصارف التجارية، شركات التأمين، شركات التمويل مصارف الادخار، الصناديق المشتركة، مؤسسات الادخار التعاقدية...) ³ تقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من وحدات الفائض بطريقتين الأولى من خلال الودائع بأشكالها كافة جاريه، لأجل، التوفير، وشهادات الاستثمار، ثم تقوم المؤسسات السابقة باستخدام هذه الأموال في تقديم قروض لمن يحتاجها، أو استخدامها في شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها وحدات العجز المالي.⁴

وتساعد هذه المؤسسات الوسيطة على الالتقاء المرن ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض يتجاوز مجرد التوسط (السمسار، التاجر) بل إصدار أصول مالية غير مباشرة من قبلها لصالح وحدات الفائض وقبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص: 39-40.

² Gastonfils LONZO LUBU- Fanny KABWE OMOYI, **Financial Intermédiation and economic growth in DR CONGO**, université de kinshasa, january 2015, P2.

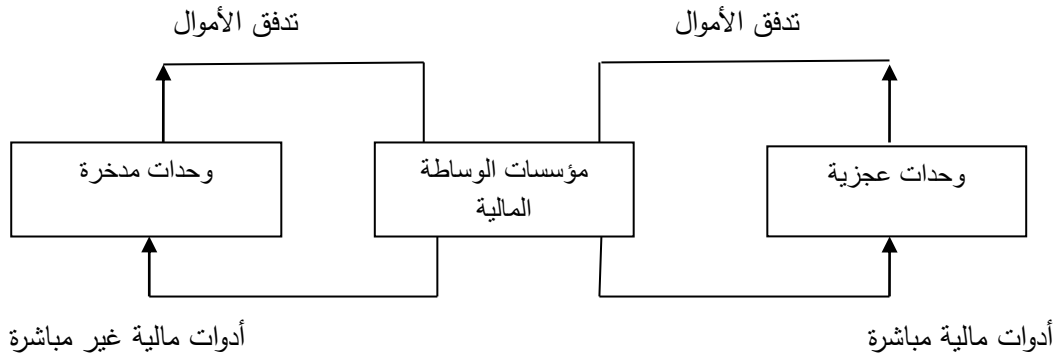
³ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 40.

⁴ متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 69.

وتشمل الأصول غير مباشرة المطروحة من المؤسسات المالية الوسيطة أدوات تمويل شائعة مثل (الصكوك، وحسابات الادخار، وسياسات التأمين والضمان، وحصص الصناديق المشتركة وغيرها) إن ما يميز هذه الأصول درجة سيولتها المرتفعة وقدرة حائزها على تداولها وما يتيح ذلك من مرونة لوحدة الفائض، فضلا عن انخفاض مخاطرها مقارنة بالأصول المباشرة وبطيء التحول منها. وفي هذا النوع يقبل الوسطاء الماليون الأصول المباشرة من وحدات العجز (طالبوا الأموال) وبالمقابل يصدرن أصولا مالية غير مباشرة الى وحدات الفائض لاستخدام تدفقات الأرصدة منهم. وأهم ما يميز هذا النوع من التمويل، القدرة العالية للوسطاء في تعبئة الادخارات المتناثرة فضلا عن قدرتها في تسويق الأصول المالية المباشرة المختلفة لوحدة العجز. فضلا عن ذلك يعد هذا النوع من التمويل ذو تكلفة منخفضة للمعلومات، ولوجود مؤسسات متخصصة في الوساطة ومرونة المقرض والمقترض في تجنب مخاطر الأصل المالي من خلال التداول أو التسييل.¹

والشكل التالي يوضح تدفق الأموال في التمويل غير مباشر.

الشكل رقم: (02-02) طريقة التمويل غير المباشر



المصدر: عبد المنعم السيد علي، مرجع سابق، ص: 92.

يظهر من الشكل أن مؤسسات الوساطة المالية تقوم بدورين منفصلين في عملية تدفق الأموال من الوحدات العجزية فهي تقبل أو تشتري أدوات مالية مباشرة، وتسمى بالأدوات الأولية (Primary Securities) من الوحدات العجزية لقاء منحها المبالغ التي تحتاجها، وهي العملية الموضحة في الجزء

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص: 39، 42.

الأيمن من الشكل (02-02) وبنفس الوقت تقوم بإصدار أدوات مالية خاصة بها تسمى بالأدوات الغير مباشرة أو الثانوية Indirect or secondary securities والتي تتبعها الى الوحدات المدخرة بالمبالغ المتفق عليها في عملية أخرى والتي تظهر في الجزء الأيسر من الشكل (02-02).¹ في المطلب الأول تمت دراسة أنواع التمويل، المباشر وغير المباشر والفرق بينهما، فسنحاول من خلال المطلب الثاني دراسة التطور التاريخي للوساطة المالية ومفهومها.

المطلب الثاني: التطور التاريخي للوساطة المالية ومفهومها

كانت مهنة الوساطة المالية متركزة على القطاع البنكي مع دور ضئيل أو يكاد ينعدم للمؤسسات المالية الغير بنكية، فالمؤسسات المالية هي نتيجة تحرير السياسات المالية فهي تقوم بخلق وتجميع الموارد المالية للالتقاء اليومي للطلب والعرض على الأموال فعملها يتتمثل في جمع الودائع وتقديمها في شكل قروض.²

الفرع الأول: التطور التاريخي للوساطة المالية

نستطيع القول إن الوساطة المالية وجدت منذ القديم عند الاغريق والرومان الذين كانوا من رواد الفن المصرفي ولكنها لم تكن بالمفهوم الواسع الذي تعرفه الآن حيث لم تمارس هذه الهيئات الاقراض للغير بالفائدة إلا في نطاق محدد جدا.

وفي القرون الوسطى حيث كان التجار وغيرهم يقومون بالاحتفاظ بالفائض من النقود المعدنية ذهبية كانت أو فضية لدى الصيارفة مقابل إيصال أو تعهد، حيث يعتبرون هم أصحاب الفائض أي الطرف الأول للوساطة، ومن الناحية الأخرى استخدام النقود المعدنية المودعة لديهم في إعطاء قروض بعد ما تأكدوا من أن أصحابها لن يقوموا بطلبها بصورة جماعية وذلك انطلاقا من خبرتهم في هذا المجال وكانت القروض تزيد في قيمتها على قيمة النقود المعدنية المكدسة لديهم مقابل الحصول على فوائد من المقترضين، وهم يمثلون الطرف الثاني من الوساطة، اعتمادا على أن أصحاب هذه النقود

¹ عبد المنعم السيد علي، مرجع سابق، ص: 92.

² Simon Mabote, **The Role Of Non Bank Financial Intermediation In Lesotho: Challenges And Possible Remedies**, Central bank Of Lesotho, Working Paper N1, 2017, P2 .

(المودعين) لن يطلبوها دفعة واحدة ومن هنا بدأت هذه القنوات أو الهيئات تتنامى وتتفنن في جمع المدخرات واعطاء القروض.¹

الفرع الثاني: مفهوم الوساطة المالية

تتم غالبية التعاقدات والتعاملات في الأوراق المالية بواسطة شركات تعمل في مجال الوساطة والسمسرة، فهي تعتبر وكيل (agent) عن المستثمرين، فإذا كان السمسار وكيلاً فإنه يحصل على سمسرة أو عمولة (commission) مقابل ذلك.

يأخذ الوسيط التاجر a dealer عدة مواقف متباينة، فقد يشتري ويبيع الأوراق المالية لحسابه في الأجل القصير وليس لحساب الغير مثل السمسار، لأنه لو احتفظ بالأوراق المالية لفترة طويلة فإنه يتحمل الخسارة الناتجة عن انخفاض سعرها.

يحصل الوسيط التاجر على الفرق بين سعر شراء الورقة وسعر البيع لطالباها، فهو يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه انتظاراً لتلبية أوامر العملاء لذلك يطلق عليهم صانعي السوق مما يعني أن معظم الشركات تقوم بعمليات السمسرة وتجارة الأوراق المالية فهي تتحمل المخاطر الناتجة عن ذلك بينما يعمل السمسار لحساب الغير مقابل عمولة ولا يتحمل أي مخاطر.²

وهي مؤسسات مالية تقوم باقتراض الأموال من المدخرين وتقوم بدورها بإقراضها للشركات أو المؤسسات التي هي بحاجة إلى موارد من أجل الاستثمارات، وفي المقابل في الأسواق المالية تقوم المؤسسات بالتعاقد مع المستثمرين بصفة مباشرة من خلال الأوراق المالية وأسعارها تحدد وفقاً للطلب والعرض تحت إشراف مؤسسات الوساطة.³

هي العملية التي تقوم بها هيئات مالية متخصصة تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة فهي تخلق قناة جديدة تمرعبرها الأموال من أصحاب

¹ عبد لرحمان بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة

الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، كلية علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011، ص: 71.

² محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، دار الحامد، الأردن، 2006، ص:

62.

³ Gary Gorton, Andrew winton, **financial Intermediation**, handbook of the economics of finance, vol 1, part 1, Orebro university, school of business, 2002, P 1.

الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي وبهذه الطريقة تصل إلى طرفين متناقضين في أوضاعهما وأهدافهما المستقبلية.¹

هم أشخاص طبيعيين أو معنويون يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار وبين الاستثمار الباحث عن الأموال.²

ويمكن أيضا تعريف الوساطة المالية على أنها: آليات تعديل وضبط الاحتياجات والقدرات المالية من خلال تدخل عميل محدد يسمى ب: الوسيط المالي.³

يمكن تلخص طبيعة عمل الوساطة في مجال الاقتصاد بأنها " توفر فرصة الالتقاء بين الوحدات المالية وتوفير المعلومات وغيرها من الخدمات بالنتيجة تقلل وتزيل من تكاليف المعاملات والمعلومات،⁴ وما يترتب على ذلك من تشجيع العمل والإنتاج والتجارة".

أما الحاجة إلى الوساطة فهي تتبع من واقع تفاوت الأفراد في المعرفة والمهارة والثروة، فهناك الثري الذي يهدف إلى أن ينمي ثروته، ولا يستطيع تحقيق ذلك بنفسه بسبب أعمال والتزامات أو نقص خبرة أو مهارة وهناك رجل أعمال الذي يملك الخبرة التجارية والمهارة في استثمار الأموال، لكنه لا يملك رأس المال فإذا كان الأول بعيدا عن الثاني أو لا يستطيع أن يتعرف عليه، تنشأ فرصة لطرف ثالث يتوسط الطرفين ويحظى بثقتهم، يتولى التقريب بينهما ويحقق هدف كل الطرفين في مقابل ربح متفق عليه فجدوى الوساطة تنشأ من حقيقة النقص البشري، في جوانب معرفة فرص الاستثمار والتمويل، ومصادر رؤوس الأموال، والخبرة في تنمية المال وإدارته، ومن هنا يحتاج الناس لمن يسد بعض جوانب النقص هذه، لقاء أجر، لتكون النتيجة تحقيق مصلحة جميع الأطراف.

فالعمل القائم بين الوسيط والمستثمر عمل قائم على علاقة تعاقدية يتحمل مسؤولية ومقدار خطر على نوعية الوساطة المقدمة، ونستطيع أن نصنف الوساطة بناء على العلاقة التعاقدية بين أطراف الوساطة إلى **سمسرة** وهي وساطة السمسار بين البائع والمشتري، وساطة مالية وهي **النموذج الإسلامي المالي** بين ذوي الثروة وذوي العجز وهي قائمة على عقود أمانة وخالية من الصفة العقدية.

¹وفاء أحمد محمد، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية، معهد الإدارة، الرصافة، العدد 201، 2013، ص: 836.

²حسين بن هاني، مرجع سابق، ص: 32.

³Gunther Capelle - BLANCADRO, **Le système Bancaire et financier**, conférences au collège, P 1.

⁴O. AP Gwilym, Op.cit , P10 .

وساطة المصرف التقليدي وهي قائمة على الاقتراض والاقتراض بين ذوي الفائض وذوي العجز التجارية وهي وساطة التاجر بين المنتج والمستهلك وتقوم على عقد البيع، فطبيعة الوساطة المالية في كافة أنواعها وحالاتها يقصد بها إدارة أموال ذوي الفائض وليس تملكها.¹

بعدها تطرقنا للتطور التاريخي للوساطة ومفهومها من خلال المطلب السابق، سنتطرق في المطلب الآتي إلى المؤسسات المالية والنقدية وأهدافها.

المطلب الثالث: المؤسسات المالية والنقدية وأهدافها

هي وحدات مصرفية أو مالية تقوم بتجميع الموارد المالية من مصادر متعددة والقيام بأنشطة اقتصادية (مالية ونقدية) متعددة ويمكن تعريفها على النحو الآتي:

الفرع الأول: تعريف المؤسسات المالية والنقدية

من أهم المؤسسات الفاعلة في الاقتصاد، فهي وحدات مصرفية أو مالية تقوم بجمع الموارد والقيام بنشاطات اقتصادية نقدية.

أولاً: المؤسسات المالية

المؤسسات المالية هم وسطاء ماليين التي تقوم بجمع الاحتياطات لملايين الأفراد وتقوم باستثمارها في الأسواق المالية، مثل البنوك تجمع الاحتياطات في ودائع وتضع مقابلها أسهم وسندات، ثم تقوم بإقراض هذه المبالغ للمؤسسات، وبالطبع فهي تحصل على معدل فائدة يضمن لها حقها وبذلك تكافئ مستثمريها والمودعين لديها، البنوك وصناديق الاحتياط هم أكثر مؤسسات مالية معروفة، هناك أيضا مؤسسات التأمين مؤسسات الاحتياط هم مستثمرين التي تحوز على أكبر المحافظ المالية، من أين تحصل على الأموال..

من خلال بيعها لبواليص التأمين، مثلا سجلنا في شركة تأمين الحرائق، نقوم بإيداع النقود لدى مؤسسة التأمين وتقوم هذه الأخيرة باستثمارها في الأسواق المالية في المقابل نحصل على ورقة مالية. بوليصة التأمين لا تعطي أي فائدة على هذه الورقة، لكن إذا وقع الحريق مؤسسة التأمين تقوم بالتعويض في حدود العقد وهذا يوضح عائد هذا الاستثمار فهذه المؤسسات المالية تساهم بشكل فعال في الاقتصاد.²

¹وفاء أحمد محمد، مرجع سابق، ص: 836.

²R.Brealey ,S.Myers, **Principes De Gestion Financière** , Pearson Education , 2003 , P 438 .

فهي منشأة أعمال سواء كانت بنوكا أو شركات تأمين أو أسواق مالية مثل البورصة، وتعتبر المؤسسات المالية آليات للنمو الاقتصادي ككل، فمعرفة أنواعها وفهم أنشطتها المتمثلة في إقراض العملاء وتسويق الأوراق المالية وتقديم الخدمات المصرفية الأخرى كالتأمين وخطط التقاعد... الخ وكذلك تحديد عناصر أصولها وخصومها.

ثانيا: المؤسسات النقدية

تعرف على أنها وحدات مصرفية اقتصادية تمثل جزء من السوق المالي وبالأخص المؤسسات المالية فهي تقوم بربط العمليات ما بين البنوك وهذا من خلال قبول الودائع ومنح القروض، بهدف تحقيق المنفعة العامة والخاصة مع أعلى أرباح ممكنة، فتعريف هذه المؤسسات يمكننا رؤيته من خلال الدور الذي تلعبه في اقتصاديات المبادلة منذ نشأتها الى يومنا هذا.¹

الفرع الثاني: أهداف المؤسسات المالية والنقدية والفرق بينها

يمكن إجمال الأهداف على النحو التالي:

أولاً: أهداف المؤسسات المالية والنقدية

إن هدف الربحية أو تعظيم ثروة الملاك هو الهدف الرئيسي الذي يجب أن يسعى مدراء هذه المؤسسات إلى تحقيقه فيقع على إدارة هذه المؤسسات الحصول على المدخرات بأقل تكلفة ممكنة، واستخدام الأموال سواء في حالة القروض أو الاستثمار بطريقة تحقق أعلى عائد ممكن أي تدنية تكلفة الموارد وتعظيم عائد الاستخدامات، وأن كان هناك تداخل بين العائد والتكلفة، ولتحقيق هذا الهدف لا بد من الاهتمام بالعديد من مجالات اتخاذ القرارات مثل إدارة الأصول والخصوم، وإدارة رأس المال، وإجراء الرقابة على المصروفات والسياسة التسويقية على النحو الآتي:

1. إدارة الأصول والخصوم

تركز الإدارة هنا على زيادة الفرق بين التكلفة المدفوعة للمدخرين أو المودعين وبين العائد المتحقق من القروض أو الاستثمار، هذا الفرق يسمى هامش صافي الربح أو هامش صافي الفائدة، أي أن: "هامش صافي الربح أو هامش صافي الفائدة = العائد المتحقق من القروض أو الاستثمار - التكلفة المدفوعة للمدخرين أو المودعين" فكل مؤسسة مالية يجوز لها أن تقدم أقل عائد للمدخرين وتحصل على أعلى عائد من المقترضين، تكون مهمة الإدارة هي الحفاظ على هامش موجب بين العائد والتكلفة

¹ خالد أحمد فرحان المشهاني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام، الاردن، 2013، ص: 61.

حتى تظل في السوق وإدارة الأصول والخصوم تتطلب الأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطر التي يمكن التعرض لها مثل خطر السيولة وخطر الإفلاس.

2. إدارة رأس المال

مخاطر الإفلاس تجعل هناك اهتمام متزايد بإدارة رأس المال فيحاول ملاك المؤسسات بقدر الامكان تخفيض رأس المال الى أدنى حد ممكن والاعتماد على أموال الآخرين، لزيادة العائد الذي يحصلون عليه وهو ما يسمى بالمتاجرة بالملكية.

3. الرقابة على المصروفات

تعتبر الرقابة على المصروفات عامل مهم لزيادة الربحية رغم أن المنافسة بين المؤسسات المالية لجذب المدخرات غالبا ما تؤدي الى زيادة المصروفات نتيجة لزيادة معدلات الفائدة، المدفوعة للمدخرين إلا هناك طرق أخرى مثل تقليل العمالة أو المصروفات غير المباشرة وزيادة استخدام أساليب ووسائل التقنية الحديثة والتكنولوجيا المتطورة قد تساعد على تخفيض المصروفات.

4. السياسة التسويقية

والتي تتضمن الخدمات المالية والتركيز على معرفة رغبات العملاء والأسواق الجديدة كوسائل لجذب المدخرات وتقديم القروض.

ثانيا: أهداف المؤسسات النقدية

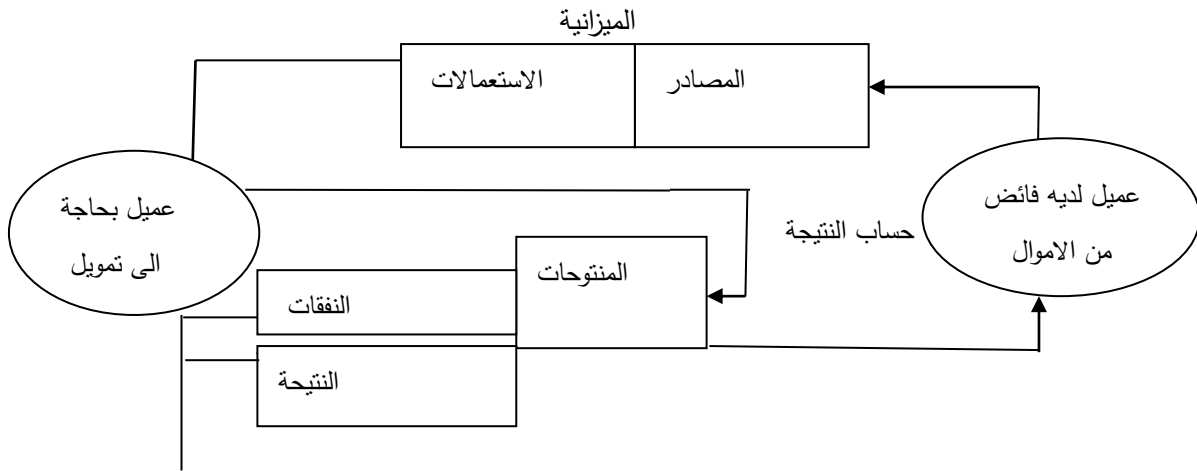
يمكن اجمالها فيما يلي:

- ✓ تحقيق المصلحة العامة للأفراد والمجتمع ككل؛
- ✓ حل المشاكل السياسية النقدية من خلال اعتبارها كمستشار للدولة؛
- ✓ فك الأزمة النقدية من خلال منح القروض وقبول الودائع ومنح الائتمان؛
- ✓ تحقيق أعلى أرباح ممكنة؛
- ✓ القضاء على البطالة بمنح القروض للاستثمارات؛
- ✓ جلب العملة الصعبة.

ثالثاً: الفرق بين المؤسسات المالية والنقدية

مفهوم المؤسسات المالية أوسع من المؤسسات النقدية، وتعتبر المؤسسات النقدية جزء من المؤسسات المالية وأن عمل المؤسسات النقدية يتم ما بين البنوك، أما المؤسسات المالية فهي اقتصاديات المبادلة أي أن المؤسسات النقدية هي محتواه في المؤسسات المالية.¹

الشكل رقم: (02-03) ميزانية وحساب النتائج للوسطاء الماليين



Ressources : Pierre Vermine, Finance D'entreprise, Dalloz ,2010, P 348.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ ان مصادر الوسطاء أو مؤسسات الوساطة المالية من فوائض العملاء لدى المؤسسة التي بدورها تستغلها في استعمالاتها (نشاطها التمويلي) لتقديم القروض للعملاء الذين هم بحاجة لتلك الفوائض.

بعدما تناولنا في المبحث الأول ماهية الوساطة المالية مفهومها، نشأتها وتطورها سنتناول في المبحث الثاني تصنيف مؤسساتها.

¹خالد أحمد فرحان المشهاني، مرجع سابق، ص ص: 62-63.

المبحث الثاني: تصنيف مؤسسات الوساطة المالية

تمارس المؤسسات المالية المختلفة دور الوساطة المالية في الأسواق المالية، لا بل تعد مصدر خلق التعاملات، وانتقال الأرصدة بين أطراف السوق المالية. وتأخذ هذه المؤسسات أشكالاً مختلفة حسب طبيعة أدواتها المستخدمة في تكوين أصولها وخصومها، لذلك لا يوجد شكلاً واحداً لهذه المؤسسات، بل أن التطورات الاقتصادية في السوق المالية انعكست على طبيعة التخصص وتقسيم العمل بين هذه المؤسسات المهمة في الاقتصاديات المعاصرة، كما انعكس التطور على الحصة النسبية التي تشغلها كل مجموعة مؤسسية منها في السوق المالية. يعد الوسطاء الماليين أو السماسرة من أهم الفاعلين الرئيسيين في أسواق رأس المال لما يقدمونه من خدمات المتعاملين في هذه الأسواق، فالسمسار يقوم بدور حلقة الوصل بين المستثمرين في الأوراق المالية والجهة المصدرة لها وذلك مقابل عمولة يتقاضاها من الطرفين كذلك ينحصر عمل الوسيط في التكفل بتقديم النصائح والمشورة للعملاء بشأن قرارات الاستثمار وعموماً يمكن تصنيف الوسطاء الماليين إلى:¹

المطلب الأول: المؤسسات الوداعية

وهي مؤسسات خاصة وعامة وسيطة تقبل الودائع بأشكالها المختلفة من الوحدات الاقتصادية، وتقدم تسهيلات ائتمانية إلى وحدات اقتصادية أخرى.²

الفرع الأول: مؤسسات الائتمان

هي المؤسسات التي تقوم بجمع مواردها المالية بصورة ودائع واستخدامها لشراء الأوراق المالية من أجل منح الائتمان وهي:

✓ البنوك

هي مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تضطلع أساساً بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل قصير والتعامل بصفة أساسية في الائتمان قصير الأجل، وتنقسم إلى بنوك الودائع،³ بنوك الاستثمار، البنوك المركزية، البنوك التجارية.

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 221.

² محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 47.

³ Gunther Capelle – BLANCADRO, OPCIT, P1.

يتلخص دور البنوك في الوساطة المالية بقيامها بوظيفة الوسيط بين المدخرين (المودعين) والمستثمرين (المقترضين) فهي تقبل الودائع من المدخرين بشكل حسابات جارية (ودائع عند الطلب) أو حسابات التوفير (ودائع زمنية) وهذه الحسابات هي في الواقع الأدوات المالية غير المباشرة التي تستخدمها البنوك في تجميع المدخرات وتخلق بواسطتها حقوقا مالية على نفسها.

وجدير بالذكر أن هذه البنوك لا تمارس نشاطا مصرفيا بالمعنى المتعارف عليه إذ لا تقوم بتجميع ومنح القروض والتسهيلات المصرفية للمستثمرين والاشارة إلا انها بنوك استثمار أمر غير دقيق أيضا، غير أن هذه البنوك لا تستثمر أموالها في شراء وبيع الأوراق المالية التي تضمن اصدارها بصورة دائمة بل أن استثمارها مؤقت وينقضي نجاحها في تصريف الاصدار بأسرع وقت ممكن والسرعة هنا أساسية لتحرير أمواله لإعادة شراء اصدار آخر ويمثل الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء العائد الذي يحققه.¹ حيث توجد منافسة بين البنوك التجارية وبنوك الاستثمار وشركات السمسرة في تقديم خدمات السمسرة، وتتنافس أيضا شركات الأوراق المالية في الأوراق التجارية وتقديم المشورة في حالات الاندماج.²

الفرع الثاني: مؤسسات الادخار والإقراض

وهي مؤسسات تعبئ مواردها عن طريق الودائع المختلفة، وخاصة الادخارية منها وتستخدم مواردها في سوق الرهن وخاصة العقارية، ولقد أدى تطور هذه المؤسسات الى دخولها الإقراض الاستهلاكي قصير الأجل والتعامل بالودائع تحت الطلب أيضا لتقترب بذلك من المصارف التجارية في نشاطها.

الفرع الثالث: مصارف الادخار واتحادات الائتمان

أولا: مصارف الادخار

وهي مؤسسات ايداعية تقترب في نشاطها من مؤسسات الادخار والإقراض، لكن هيكلها يشابه التعاونيات من حيث أن المودعين يمتلكون المصرف، كذلك أدت التوسعات إلى تعاملها بالودائع تحت الطلب.

¹عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص: 76، 95.

²فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية (فنون الاستثمار في البورصة)، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص: 132.

ثانيا: اتحادات الائتمان

وهي مؤسسات تستقدم ايداعات صغيرة من الأفراد والمجموعات وتقدم القروض إلى مجموعات اجتماعية معينة، وأعضاء الاتحاد هم العاملون في مؤسسة معينة مثلا. بعدما تعرفنا إلى المؤسسات الوداعية بكافة أشكالها في المطلب السابق، سنتطرق إلى المؤسسات التعاقدية بكافة أنواعها في المطلب الآتي.

المطلب الثاني: المؤسسات التعاقدية

وهي مؤسسات مالية لا وداعية الأساس في مواردها تعاقدية وضمن مدد محدودة ومعروفة نسبيا مقارنة بالودائع، ومثل هذا النوع من الخصوم (الموارد) يتيح لهذه المؤسسات فرصة للاستثمار طويل الأجل نسبيا لذلك فإن أصولها طويلة الأجل وكذلك تتمتع بتأمين أكبر ضد المخاطر، وتمثلها شركات التأمين المختلفة وصناديق التقاعد وتدعى أيضا بمؤسسات الادخار التعاقدية.

الفرع الأول: مؤسسات الاستثمار

وهي مؤسسات مالية وسيطة تعتمد بيع الأصول المالية المختلفة إلى الجمهور والاستثمار في الأسهم والسندات ومن أمثلتها:

أولا: شركات الاستثمار

تقوم هذه الشركات بتجميع الموارد من خلال بيع الأوراق التجارية وإصدار الأسهم والسندات وتقديم القروض للمستهلكين فضلا عن تقديمها القروض إلى منشآت الأعمال الصغيرة، وقد تتفصل بالملكية أو تتبع شركة رئيسية للتمويل.

ثانيا: الصناديق المشتركة

تقوم هذه المؤسسات الوسيطة بتعبئة مواردها من خلال بيع أسهم من الأوراق المالية (أسهم وسندات) وهي تساعد في تخفيض المخاطر من خلال سياسة تنويع محفظة الأصول المالية. ويمكن لحائز السهم استرداد قيمته، علما بأن قيمة السهم تتقلب حسب أوضاعها في السوق وتعد الصناديق بمثابة محفظة استثمارية، وتوسع دورها بشكل ملحوظ بين المؤسسات الوسيطة.

ثالثا: صناديق سوق النقد

وهي شكل من أشكال الصناديق المشتركة، ولكنها تقترب من مؤسسات الإيداع نسبيا، فهي تبيع الأسهم كالصناديق المشتركة لتستخدم الموارد المجمع في شراء أدوات سوق النقد (قصيرة الأجل) ذات

السيولة المرتفعة والمخاطر المنخفضة والفائدة المحققة هي الأساس في دفع عائد حاملي أسهمها ويمكن استخدام الصكوك للتسديد مقابل قيمة الأسهم.

رابعاً: تجمع الاستثمار العقاري وشركات الرهن

وهي مؤسسات تدخل في عداد مؤسسات الاستثمار، حيث تتعامل الأولى بالاستثمار في العقارات التجارية والإسكان، بينما تمارس الثانية تقديم تسهيلات ائتمانية لإنشاء مجمعات الأعمال والسكن.¹

الفرع الثاني: شركات التمويل

على خلاف شركات الاستثمار التي يتمثل حق المستثمر في تشكيله صندوق من صناديقها ويحصل مقابلته على أسهم أو شهادات دالة على ذلك، فإن شركات التمويل تعتبر شركات ترويج مالي، تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات، إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض من البنوك التجارية، أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم القروض القصيرة ومتوسطة الأجل للأفراد ومنشآت الأعمال.

كما توجر بعض الأجهزة للمشروعات وتوفر لهم النقود التي تكلفها، ويسمى بعض هذه الشركات بشركات التمويل المحدودة والمملوكة بواسطة صانعي السلع المعمرة مثل شركة جنرال موتورز، ولقد نمت هذه الشركات على نحو سريع وفي الوقت الحالي فان الحجم الكلي لقروض أعمالها القائمة يساوي ثلثي قروض الأعمال التي تقدمها المصارف.²

الفرع الثالث: شركات الحماية ضد المخاطر

أو كما تسمى بشركات التأمين فهي مؤسسة مالية تمارس دور مزدوج فهي مؤسسة تقدم الخدمة التأمينية لمن يطلبها كما أنها مالية أي تحصل على الأموال من المؤمن لهم، فهي مؤسسات تأمينية ذات سمة مزدوجة،³ تعمل كوسيط يقبل الأموال التي تتمثل في الأقساط التي يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين، فهي مشروعات وظيفتها تأمين الأفراد ضد خطر معين ولكنها تلعب دوراً غير مباشر كواحدة من أهم مؤسسات الوساطة المالية، حيث تقوم هذه الشركات

¹ محمود محمد الداغر، مرجع السابق، ص: 48 ، 50.

² زين عزوز عبد الرحمان، مرجع سابق، ص: 94.

³ Site Internet, <http://www.lawjo.net/vb/showthread.php>, Dernière visite: (11:45) (11/06/2016)

بتجميع فوائض الوحدات ذات الفائض في صورة أسهم وأقساط تأمين وتقوم بنقلها الى الوحدات ذات العجز من المشروعات تحت التأسيس أو مشروعات قائمة بالفعل.¹ سنتطرق في المطلب الثالث إلى بنوك الاستثمار بعدما تطرقنا في المطلب السابق للمؤسسات التعاقدية.

المطلب الثالث: بنوك الاستثمار

هي مؤسسات مالية تقوم بتقديم النصح من خلال أنواع الأوراق المالية التي ترغب الشركات في إصدارها أو تقوم في الاكتتاب لها وتوزيعها أيضا، أي تعنى بالشؤون المالية التي تخص الأوراق المالية.²

الفرع الأول: مهام بنك الاستثمار

تقوم بنوك الاستثمار بعدة مهام عديدة داخل السوق المالية بصفة عامة وسوق رأس المال بصفة خاصة بهدف تحقيق الربح لها وللمستثمرين أيضا من خلال ما تجنيه من فروق الأسعار التي تحدثها من خلال بيع وشراء الأوراق المالية بصفة الوسيط بين الشركة المصدرة لهذه الأخيرة والراغبون في الاكتتاب في هذه الأوراق المالية، بحيث يلعب دور الوسيط الذي سيقدم مجموعة من المهام³ من بينها ما يلي:

أولاً: توجيه النصح والمشورة

وذلك فيما يتعلق بحجم الاصدار ومدى ملائمة توقيتته ووسائل التمويل الأكثر ملائمة وذلك لأن بعض مصدري الأوراق المالية ليست عندهم الخبرة أو الخبراء المتخصصون داخليا أوالمعرفة بشروط السوق وظروفه ووضعها معا في إصدار الورقة المالية في حالات كهذه فإن بنوك الاستثمار أو المعنيين بشؤون الاستثمار يقومون بما يلي:

1. نوع الورقة المالية المعروضة: آخذين بنظر الاعتبار الهيكل المالي للمصدر، أو ظروف سوق الأوراق المالية إذ أن هذه الجهة قادرة على تقديم المشورة والنصح للمصدر لأي نوع من الأوراق المالية (ملكية أو دين) يجب بيعها؛

¹بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سابق، ص: 94.

²أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، مرجع سابق، ص: 145.

³أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية عربية، بحث مقدم لمؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الاقتصادي العربي، الجامعة الأردنية، عمان، 20، 22 سبتمبر، الأردن، 2004، ص: 14.

2. توقيت عرض الأوراق: آخذين بعين الاعتبار شروط أو ظروف السوق الحالية والمتوقعة، فإن المعنيين بالاستثمار يقترحون فيما إذا كان الأفضل بيع الأوراق المالية حالا أو التأخير أملا في أسعار أفضل؛
3. الصفات القانونية للإصدار: فمثلا إذا كان الدين المصدر قد تمت دراسته وأصبحت النية في إصداره فان بنك الاستثمار يقدم المشورة حول معدل الكوبون، الاستحقاق، حماية الاتفاق، القابلية للتحويل؛
4. أسعار الاستدعاء: سعر الورقة المالية وعند الأخذ بنظر الاعتبار الاقتراحات أعلاه عما سبق ذكره من نقاط فان بنك الاستثمار يقترح السعر الذي تباع عنده الورقة المالية، فالمصدرين للأوراق المالية قد يختارون استعمال خدمات النصيحة والمشورة دون غيرها من الاستشارات وبعض المصدرين للأوراق المالية عندهم الخبير المالي الداخلي لاتخاذ كل القرارات الضرورية فمثلا هناك منشآت كبيرة متعددة لا تستخدم بنوك الاستثمار عن خدمات المشورة.¹

ثانيا: القيام بالإجراءات التنفيذية

وذلك فيما يتعلق بالإصدار الفعلي للأوراق المالية وما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بالجهات المتعلقة بالإصدار.

ثالثا: نشرة الاصدار

"نشرة المعلومات" تحتوي هذه الوثيقة على المعلومات التالية:

1. عدد الأسهم المرغوب بإصدارها؛
2. بعض المعلومات المالية والمحاسبية والحسابات الختامية للشركة؛
3. معلومات عن الإدارة؛
4. معلومات عن المشاكل القضائية التي واجهتها في الماضي أو تواجهها في الحاضر إن وجدت؛
5. بيان مفصّل عن حركة الأموال داخل الشركة.²

¹خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص ص: 69-70.

²Site Interent , www.syriall.com, Dernière visite: (23 :56)(16/05 /2016)

رابعاً: التعهد

حيث يتعهد بنك الاستثمار بتصرف كل أو حد أدنى من كمية الأوراق المالية المقرر إصدارها، وقد يدفع البنك مقدماً للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التي يتعهد بتصرفها وفي حالات أخرى قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصرف الإصدار دون التزامه بتصرف قدر محدد منه وذلك مقابل عمولة وإذا تبقى جزء لم يتم تصريفه يؤدي إلى الجهة صاحبة الإصدار.

خامساً: هيئة الرقابة المالية

بعد التوصل إلى اتفاق بين الوسيط المالي والشركة يقوم البنك بإرسال وثيقة المعلومات إلى هيئة الرقابة على الأوراق المالية، هذه الأخيرة تطلب فترة لدراسة الوثيقة، خلالها تجري الهيئة دراسة شاملة عن الإدارة كما تقوم بالتأكد من أن جميع المعلومات الواردة ضمن التقرير.

سادساً: الاكتتاب

وذلك لبيع الأوراق المالية لجمهور المكتتبين أو لعملاء البنك الذين اعتادوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه، وإذا كانت هذه المهام تمثل الدور الرئيس لبنوك الاستثمار إلا أن الواقع العملي يعكس قيام هذه الأدوار من خلال بنوك الاستثمار في الدول ذات أسواق رأس المال الكبرى أما في الأسواق الصغيرة تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار ويقتصر دورها في التعهد على بذل أقصى جهد ممكن دون التزامها بتصرف الإصدار كله أو جزء منه، ويرجع هذا إلى تفادي ما حدث في الكساد العظيم حيث كان من أسباب ذلك الكساد التزام البنوك التجارية آنذاك بتصرف الإصدارات وكان من نتيجة ذلك أن منى بعضها بخسائر فادحة وصل بها إلى نهاية المطاف بخسائر فادحة أدت إلى إفلاسها وقد ظلت البنوك التجارية بعيدة عن الالتزام بتصرف الإصدارات، حتى ظهر في الولايات المتحدة في الثمانينات من القرن الماضي اتجاه جديد سمح للبنوك التجارية بممارسة تلك المهمة بطريقة غير مباشرة من خلال إنشائها شركات مستقلة تمارس وظائف بنك الاستثمار.

وفي بعض الدول العربية تقوم البنوك التجارية بمهام بنوك الاستثمار من حيث التعهد ببذل أقصى جهد لتصرف الإصدار دون الالتزام بتصرف الإصدار كله أو جزء منه.¹

¹ أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص: 15.

وبنك الاستثمار يكون جاهزا لامتناسص أي جزء من مخاطر السعر والتي لا يقبلها المصدر للأوراق المالية ويشار إلى ذلك باكتتاب الإصدار وتستخدم ثلاث درجات رئيسية من الاكتتاب - في تعهد المنشأة - يشتري بنك الاستثمار الكمية بكاملها من الإصدارات من البائع وبسعر متفق عليه بين الطرفين أما مخاطر السوق فقد انتقلت من المصدر إلى بنك الاستثمار، ثم يقوم الأخير بعرض الأوراق المالية إلى عامة المستثمرين بسعر أعلى من السعر الذي دفعه إلى المصدر.

ب- **الاتفاق الجاهز:** في هذه الحالة يوافق المكتتب على المساعدة في بيع الإصدارات الجديدة لوقت محدد وعادة تكون هذه الفترة الزمنية 30 يوما ولكنها لا تضع الورقة المالية في خطر وحالما تنتهي هذه الفترة الزمنية فان المكتتب يشتري الأوراق المالية التي لم يتم بيعها بسعر يحدد مسبقا، وهذا النوع من الاتفاق شائع استخدامه لبيع الأسهم والتي يتم توزيعها من خلال الحق في عرضها.

ج- **في أحسن جهود:** في مبيعات مبنية على هذا الأساس فان بنك الاستثمار ليست عليه التزامات لشراء الأسهم التي تم إصدارها حيث يتصرف هنا كسمسار ويعيد أية أوراق مالية صدرت، ولم يتم بيعها إلى المصدر وأحسن جهد للبيع يستخدم في نوعين من الإصدارات في الحالة الأولى فإن المنشأة المصدرة تريد أحسن جهود للبيع لأنها واثقة من أن جميع الأوراق المالية سيتم بيعها وبالكامل.¹ وفي الحالة الثانية فإن بنك الاستثمار يحقق أحسن جهود بيعية لأن المنشأة المصدرة صغيرة غير ثابتة الإنشاء وذات مخاطر.

وهناك نوعين من الاكتتاب؛ الاكتتاب العام والاكتتاب الخاص.

أ- **الاكتتاب الخاص:** الأوراق المالية ذات الاكتتاب الخاص هي الأوراق المالية التي تعرض لأقل من 25 مشتر، ونتيجة لذلك فلا حاجة لتسييلها مع الأسواق المالية، والفوائد الرئيسية من هذا الاكتتاب أنه يمكن عرض إصدارات جديدة بسرعة وبدون حدوث تكاليف عالية، وبالنسبة لمساوئ هذا النوع هو النقص في القدرة التسويقية عند بيع الإصدارات.

ب- **الاكتتاب العام:** هو طرح الأوراق المالية للاكتتاب من قبل عامة الجمهور.²

¹ خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص ص: 70، 72.

² Site Internet, Http// : www.qfma.org.qa, Dernière visite: (15:45) (09.02.2015)

ومع انتهاء عملية الاكتتاب بين الوسيط والمستثمر يحصل التمويل مباشرة أي حصول المنشأة المصدرة للأوراق المالية على الأموال المرغوب الحصول عليها من أجل مباشرة تمويل استثماراتها وهذا هو هدف السوق الأولي وهو توفير الأموال اللازمة لتمويل الاستثمار.

وللمؤسسات المصدرة حق التفضيل بين إصدار أسهم أو سندات حسب ما تراه مناسباً وتعتبره أداة تمويلية مناسبة بمساعدة الوسيط الذي يقترح مايلزم إصداره من أوراق مالية فيمكن أن يكون التمويل عن طريق أسهم ويمكن أن يكون عن طريق السندات.

الفرع الثاني: سمسرة الأوراق المالية

السمسار مجرد وسيط في البورصة ويعمل وكيلاً للمستثمرين عند البيع والشراء، أما التاجر فيقابل البائع بالمشتري للورقة المالية من خلال كونه مستعداً لشراء أو بيع الأوراق المالية عند سعر معين، لذلك فالتاجر يحتفظ بمخزون من الأوراق المالية لأجل بيعها للمستثمرين، وقد يكون متخصصاً في أوراق معينة أو شاملاً وهو بذلك يتحمل المخاطر التي تصيب تقلب الورقة المالية على عكس السمسار.

ويحصل الوسيط التاجر على الفرق بين سعر شراء الورقة المالية وسعر البيع، لذا فهو يشتري وبييع لحساب انتظار تلبية أوامر العملاء كذلك يطلق عليهم صانعي السوق.

وتمارس العديد من شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية الوظائف الثلاثة (بنكيري، سمسار تاجر) وتدعى منشآت سمسرة.¹

في المبحث الثاني قمنا بدراسة أنواع مؤسسات الوساطة المالية وإبراز الفرق بين كل نوع، وفي المبحث التالي سنتطرق إلى توضيح دورها.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 51.

المبحث الثالث: دور مؤسسات الوساطة المالية وأهميتها، تصنيف الوسطاء الماليين والاتجاهات الحديثة لهم

وجود الوساطة المالية في اقتصاد اليوم أصبح ضرورة حيوية ليس فقط لكونها متعامل اقتصادي مهم بل لكونها قد سمحت بإيجاد حلول للعديد من المشكلات المرتبطة بالتمويل.

المطلب الأول: دور مؤسسات الوساطة المالية وأهميتها

يمكن تلخيص دور مؤسسات الوساطة المالية في الأمور التالية:

الفرع الأول: دور مؤسسات الوساطة

1. توعية العملاء عن كيفية الاستثمار في أسواق المال بصفة عامة، وعن كيفية الاستثمار في البورصات المحلية بصفة خاصة؛
2. تقديم الخدمات الاستشارية للعملاء والهادفة إلى تقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمرين؛
3. نشر الوعي التثقيفي والمعرفي بسوق الأسهم وبالذات لصغار المستثمرين؛
4. تحليل الوضع المالي للشركات المدرجة في السوق المالية؛
5. المساعدة على جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع المستثمرين المحليين؛
6. العمل على بناء الثقة بين المستثمرين والسوق المالي؛
7. توجيه المستثمر إلى الاستثمارات التي تتلاءم مع أهدافه وتطلعاته مع إسداد النصائح والمشورة المبنية على النهج العلمي؛
8. تنفيذ أوامر البيع والشراء المتلقاة من المستثمرين، لإنجاز المعاملات وتعزيز التخصص؛¹
9. المساهمة في النمو الاقتصادي من خلال تسهيل عملية التبادلات؛²
10. تخصيص الموارد في سوق الائتمان من خلال قدرتها على جمع المعلومات بشكل أفضل؛¹

¹هاني أنور صالح، شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، كلية المحاسبة والتمويل، 2007، ص ص: 40-41.

²Mahdi Salehi. "The Role of Financial Intermediaries In Capital Market". Economics Faculty Zagreb, Croatia. Zagreb International Review of Economics & Business, Vol. 11, No. 1, 2008 , PP. 97-109.

11. تخفيض تكاليف التعاملات، من خلال تسهيل الالتقاء بين طالبي الأموال وعارضيه؛
12. تخفيض المخاطر من خلال الضمانات المقدمة للمستثمرين فيما يخص السيولة،² مما يسمح لهم بالتوزيع؛³
13. ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية، وهذا يتضمن أن تقوم بإدارة عملية الترويج وجلب المستثمرين وما قد يتصل بذلك من نشر في وسائل الاعلام، وأن تقوم بالاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة وغير المطروحة للاكتتاب العام، ولها إعادة طرحها في اكتتاب عام وحسب التعليمات المنظمة لذلك؛
14. الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها؛
15. نشاط رأس المال المخاطر، ويتضمن تمويل نشاط الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو دعمها أو تقديم الخدمات الفنية والإدارية، أو المشاركة في المشروعات والمنشآت وتنميتها بقصد تحويلها إلى شركات مساهمة أو توصية بالأسهم متى كانت هذه المشروعات وتلك الشركات عالية المخاطر أو تعاني قصورا في التمويل وما يستتبعه من طول دورة الاستثمار؛
16. المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية؛
17. تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.⁴

الفرع الثاني: أهمية مؤسسات الوساطة

يشكل الوسطاء الماليون جزءا مهما من مؤسسات النظام المالي الكفاء وتشمل هذه الفئة صناديق التقاعد وشركات التأمين وبنوك الادخار والسماسة الوكلاء، ومكاتب الاستعلام والخدمات المالية الأخرى وتكون مهمتهم الأساسية التوسط في نقل أو تحويل الأموال قصيرة وطويلة الأجل من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز في مواردها المالية والنقدية، مقابل عمولات وعوائد يحصلون

¹Peter N. Ireland. Lecture Notes on: **Money, Banking, and Financial Markets**. Boston College. Site Internet, <http://www2.bc.edu/~irelandp/ec261.html>, Dernière visite: (12:43) (17/02/2017)

²Réall Pelland, **Les Organismes D'intermédiation Au Québec : Rôles Et Gouvernances Vers Une Vision « Systémique-Innovation Ouverte »**, une papier présente au conseil de la technologie du Québec, Québec, 25 février 2010, P P 7- 8.

³ Peter N, OP .CIT. P 23 .

⁴عبد الباسط كريم مولود، **تداول الأوراق المالية**، دار الحلبي، لبنان، 2009، ص: 220.

عليها لقاء توسطهم هذا، وتقوم بعض مكاتب الخدمات المالية أيضا بتزويد المتعاملين ببعض المعلومات التي ترشد قراراتهم الاستثمارية.

أولاً: بالنسبة لأصحاب الفائض المالي

قد سمحت الوساطة بالنسبة لهذه الفئة بتحقيق مزايا عديدة نذكر أهمها:

1. مصداقية الوسيط المالي مضمونة ليس السبب في ذلك حجم السيولة التي يسيرها فحسب إنما وبصفة رئيسية نظرا للقوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين فأموال المودع هي مأمونة الحفظ وهو مالا يتوفر في العلاقة المالية المباشرة؛
2. تتيح الوساطة المالية لأصحاب الفائض إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت فالمؤسسة المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة هذه الاحتمالات؛
3. يتجنب صاحب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الاقتراض المباشر فالمؤسسة المالية الوسيطة لما تتوفر عليه من أموال ضخمة ولما تتمتع به من مركز مالي قوي تكون على العموم في وضعية مالية تسمح بتنفيذ التزامها تجاه المودعين الذين تعتبر أموالهم مبالغ صغيرة مقارنة بما تحفظه بحوزتها؛
4. إنفاق الوقت والجهد في البحث عن المقترضين المحتملين، فهم يعرفون مسبقا الجهات التي يودعون فيها أموالهم؛
5. فالوساطة المالية بحكم طبيعة نشاطها تتيح إمكانية مستمرة لقبول الأموال في أي وقت؛¹
6. تتمتع مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك بضمانات قانونية تساعد على حماية المدخرين من مخاطر عدم الدفع Risk Of Default التي يتعرض لها بتعاملهم مباشرة مع المقترضين؛
7. توفر مؤسسات الوساطة فرص ادخار لصغار المدخرين بأية مبالغ يشاءون ادخارها بدون التقيد بحد أدنى للاستثمار في الأوراق المالية المطروحة من قبل المقترضين؛
8. إن الأدوات المالية التي تطرح من قبل مؤسسات الوساطة تتمتع بسيولة أكبر أي يمكن تحويلها إلى نقود بسرعة وبأقل خسارة محتملة للمدخرين؛

¹Site Internet, [Http://\(www.scribbed.com\)](http://www.scribbed.com) Dernière visite: (22:12)(05/09/2014)

9. نتيجة لتجميع الادخار من قبل مؤسسات الوساطة كالودائع المصرفية مثلا، تستطيع هذه المؤسسات تحويل هذه الادخارات إلى استثمارات بأقل تكلفة تبادلية Transaction Cost مما لو قام كل مدخر بهذا التحويل منفردا؛

10. كذلك تقدم مؤسسات الوساطة خدمات أفضل للمقترضين حيث تغطي احتياجاتهم لمبالغ كبيرة وبتكلفة أقل مقارنة بتجميع هذه المبالغ من المدخرين مباشرة التي قد يتطلب تجميعها التعامل مع آلاف المدخرين واقناعهم بشراء الأسهم والسندات المطروحة من قبل المستثمر أو المقترض؛

11. إن من أهم أسباب وجود مؤسسات الوساطة هو عملها كحلقة وصل في توفير المعلومات عن مصادر الاقتراض والكفاءة المالية والائتمانية للمقترضين، حيث تستطيع هذه المؤسسات من خلال حصولها على المعلومات الدقيقة عن فرص الاستثمار، توجيه الأموال إلى أفضل مجالات استخدامها أي تلك التي تعود عليها بأفضل عوائد وتتمتع بأعلى انتاجية.¹ تطرقنا في المطلب السابق إلى دور المؤسسات المالية وأهميتها من خلال مختلف الوظائف التي تؤديه، وفي المطلب الآتي سيتم التعرف إلى مختلف تصنيفاتها.

المطلب الثاني: تصنيف الوسطاء الماليين

يمكن تقسيم الوسطاء في سوق رأس المال إلى العديد من الفئات منها:

الفرع الأول: شركات السمسرة في الأوراق المالية

أولاً: تعريف السمسار

هو شخص مفوض من شركة السمسرة يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية في البورصة بالوكالة نيابة عن عملائه مقابل عمولة، وله دراية كافية بالشؤون المالية كما يجب أن يكون مؤهلاً قانونياً.² ويمكن أيضاً تعريف وظيفة السمسرة على أنها: تعني التوكيل الذي يعطيه العميل للسمسار لبيع أو شراء أوراق مالية معينة نيابة عنه، ومن هذا المنطلق فإن عمل السمسار ومساعديه في البورصة يدخل في باب الوكالة،³ ولا يعمل لحسابه الشخصي.⁴

¹ عيد المنعم السيد علي، مرجع سابق، ص: 75-76.

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 90.

³ شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 60.

⁴Roy E. Bailey, OP.CIT. P

ثانيا: شروط السمسار

إن مهنة السمسرة مهنة قانونية، وإن التعامل في الأوراق المالية في البورصة لا يجوز إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين بالبورصة، ولهذا فقد وضعت ادارة البورصة قواعد ولوائح لتنظيم مهنة السمسار ومعاونه، ونظرا للمهمة التي يقومون بها يشترط أن يتوفر فيهم الشروط الآتية:

1. الأهلية القانونية: حمله جنسية البلد الذي يزاول فيه نشاطه، وسن العمل؛
2. النزاهة التجارية: كعدم إشهار إفلاسه داخليا أو خارجيا، وعدم ادانته لجناية أو تزوير أو مخالفة لقوانين النقد ما لم يرد اليه اعتباره؛
3. الكفاءة المالية: وذلك بأن يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده لجنة البورصة، وذلك لضمان المبالغ التي تكون مطلوبة منه أو للجنة البورصة؛
4. الكفاءة الفنية: أي حصوله على حد أدنى من التعليم، واثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات؛
5. الشروط الإجرائية: كاجتياز الاختبار التحريري والشفوي، والحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة البورصة في اقتراح سري، ودفع رسم وتقدير كفالة مالية أو شخصية.

بتوافر هذه الشروط في المرشح يقبل كسمسار في البورصة، ويقيد اسمه في سجل السماسرة، بعد تسديد رسوم القيد والاشتراك والتأمين، ويجوز أن يقوم السمسار بمهنة السمسرة على شكل شركات سمسرة أيضا وشروط السمسار نفسها.¹

وتقدم شركات السمسرة عدد من الخدمات الهامة مثل:

1. تنفيذ طلبات السوق؛
 2. تحدد عدد الأوامر؛
 3. البيع قصير الاجل للأوراق المالية.
- وتواجه شركات السمسرة عادة مشكلة التوفيق بين هدف التنويع وهدف التركيز في الأوراق المالية محل التداول.²

¹ المرجع السابق، ص: 56.

² فريد راغب النجار، مرجع سابق، ص: 131.

ثالثا: وظائف سمسار بورصة الأوراق المالية

من خلال تعريف السمسار تتبين وظيفته الأساسية، وهي تنفيذ أوامر العملاء ببيع وشراء الأوراق المالية مقابل عمولة تحددها لوائح البورصة، إضافة الى وظيفة السمسار الأساسية، فهناك وظائف أخرى يقوم بها، وهي:

1. تقديم المشورة والنصيحة لعملية السوق، وعن التعامل على أوراق مالية معينة، وعن موقف أي منها في الحاضر واتجاهها في المستقبل، كتطور الأسعار وتقلباتها؛
2. إرسال الأوراق المالية الى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد، والاتصال بالجهات المختصة لتقسيم الأوراق المالية للعملاء؛
3. الاكتتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية الجديدة، والتفويض في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يملكون محافظ الأوراق المالية لدى المصارف؛
4. حفظ أسرار العملاء بعدم اعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة كانت.¹

رابعا: طرق تحديد أجرة السمسار

تتم محاسبة عمولة السمسار في بورصة الأوراق المالية بإحدى الطرق الآتية:

1. تحديد نسبة من مبلغ البيع أو الشراء؛
2. تحديد مبلغ معين عن كل صفقة يبيعها السمسار أو يشتريها؛
3. تحديد مبلغ معين عن فترة زمنية محددة يكون السمسار خلالها مستعدا لتنفيذ أوامر العميل.²

خامسا: أنواع السماسرة**1. السماسرة الوكلاء**

السمسار الوكيل شخص يحمل عضوية البورصة، ويعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة كما قد يعمل تاجرا لحسابه الخاص لبيوت السمسرة الكبيرة مصدرين للسيطرة على هؤلاء الأعضاء، فهناك السيطرة المباشرة والتي تنشأ من جراء قيام بيت السمسرة بإقراض السمسار رسم العضوية ويظل القرض قائما دون الحاجة إلى سداد قيمته طالما ظل السمسار في خدمة بيت السمسرة، وفي غياب السيطرة المباشرة مازال هناك مصدر آخر للسيطرة هو السيطرة غير المباشرة التي تتمتع بها بيوت السمسرة الكبيرة

¹شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 57.

²المرجع السابق، ص: 62.

بسبب ضخامة حجم معاملاتها بشكل يجعل خدمتها موضعاً للمنافسة بين هؤلاء الأعضاء خاصة وهم يعلمون أن بإمكان بيت السمسرة الاستعانة بخدمات سمسرة الصالة لتنفيذ تعاملاتهم.¹ ويقومون بتنفيذ أوامر العملاء الخاصة بالشراء والبيع بالسوق الثانوي مقابل عمولة محددة.

2. سمسرة الصالة

يعملون لدى السمسرة الوكلاء خاصة عندما يعرف السوق زيادة كبيرة في حجم المعاملات ويتعذر على السمسار الوكيل تنفيذها لوحده فيستعين بسمسرة الصالة بحيث يحصلون على جزء من العمولة التي يحصل عليها السمسرة الوكلاء لقاء الخدمات التي يقدمونها.²

3. مساعدو السمسار

يعاون السمسار في تنفيذ الأوامر بالمقصورة مستخدم لديه يدعى المندوب الرئيس ولا يجوز له أن يشتغل إلا باسم السمسار الذي يعمل مساعداً له، ويعمل لحسابه وتحت مسؤوليته، ولا يجوز للمندوب الرئيس أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار.³ ومن بين مساعديه هناك:

✓ **المندوب الرئيسي:** هو مستخدم يعمل بأجر من قبل السمسار، ليعاونه في تنفيذ الأوامر داخل المقصورة، ولا يجوز له العمل إلا باسم السمسار الذي يتبعه وتحت مسؤوليته، ولا يجوز أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار، ولا يعمل لحسابه الخاص؛

✓ **صانع السوق:** يمكن للوسيط أن يقوم بدور صانع السوق، وذلك بقيامه ببيع وشراء الأوراق المالية بعد الترخيص من لجنة البورصة، حيث يحق له أن يعمل لصالح عملائه أو لصالح نفسه؛

ولصانع السوق دور مهم في المحافظة على توازن السوق واستمراريته، فهو مشتر عندما يكون السمسار بائعاً، وهو بائع عندما يكون السمسار مشترياً، ويترتب على ذلك تدفق السيولة في السوق، والمحافظة على توازن العرض والطلب.

✓ **شركات المقاصة والتسوية:** تقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل السمسار أو شركة السمسرة في إتمام صفقات التداول حيث تقوم بما يلي:

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 38.

² منير إبراهيم هندي، الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص: 502-503.

³ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 91.

- ✓ استكمال العمليات التي قامت بها شركات السمسرة من إستلام وتسليم الأوراق المالية؛
- ✓ تسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول بين الأطراف المتعاملة والمقاصة بينها؛
- ✓ الحفظ المركزي حيث يودع العملاء الأوراق المالية عندها مقابل إيصالات وعند إتمام صفقة عليها، تقوم الشركة بفتح ملكية الأوراق لحساب المشتري وخصمها من ملكية حساب البائع وهي مازالت في الحفظ المركزي، مثلما يحدث في البنوك من تسوية حساب عميل الى حساب عميل آخر.¹

الفرع الثاني: تجار الأوراق المالية

وهم أعضاء مسجلون بالسوق، ويقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم، وبيعها عند ارتفاع أسعارها والاستفادة من فروق الأسعار، ويوجد نوعان:²

أولاً: تجار الصالة

يتمثل دورهم في شراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص ولا يقومون بتنفيذ أوامر المستثمرين بل يقومون بالبحث عن فرص البيع والشراء للحصول على فروقات الأسعار، لذا يطلق عليهم المضاربون.

ثانياً: تجار الطلبات الصغيرة

ينحصر نشاط الطلبات الصغيرة في شراء الأوراق المالية في طلبات بكميات كبيرة ثم إعادة بيعها بكميات صغيرة، ويحقق التجار هنا الربح من خلال الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع.³

الفرع الثالث: شركات الاستشارة المالية

وهي شركات مقيدة في البورصة، والمستشار المالي هو شركة أو شخص يلجأ اليه المستثمر لمساعدته في اتخاذ القرار الاستشاري المناسب، ومن ثم فهو شخص محترف يجيد فن اختيار وإدارة الأوراق المالية ويعرف كيف يقرأ البيانات والمعلومات المنشورة عن المراكز المالية والتجارية للشركات المصدرة للأوراق المالية، وكيف يضع الاستراتيجيات الاستثمارية التي تتناسب العميل الذي يرغب في الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، سواء لأول مرة أو عند تغييره لخطط الاستثمار التي تتناسب مع إمكانياته المالية.

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 59.

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 92.

³ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 504.

ويتقاضى المستشار المالي عمولات عن استشارته لعملائه، وتحدد هذه العمولات في نشرات التأسيس عند مزاولته للعمل.¹

من خلال المطلب السابق تمت دراسة مختلف تصنيفات مؤسسات الوساطة المالية، سنحاول في المطلب الآتي التطرق إلى الاتجاهات الحديثة لها.

المطلب الثالث: الاتجاهات الحديثة لمؤسسات الوساطة

على الرغم من أن بعض التقسيمات للمؤسسات المالية كما لاحظنا تذهب باتجاه تصنيفها الى مؤسسات مالية مصرفية وغير مصرفية، وهو اتجاه قد يعززه طبيعة الأصول المالية التي تتعامل بها كل منهما فضلا عن زمن النشاط، إلا أنه هناك اتجاهات معاصرة تعكس لنا تداخل كبير بين هذين النوعين من مؤسسات الوساطة المالية ونشوء مؤسسات مالية شاملة للنشاط أي ذات طابع شمولي من حيث الأصول وطبيعة التعاملات، وزمن النشاط، ومن أهم الملامح البارزة لهذا الاتجاه المعاصر في الأسواق المالية.

الفرع الأول: نزعة متنامية باتجاه الاندماج

يلاحظ اتجاه متزايد في الصناعة المصرفية نحو اندماج أصول مصارف متعددة وبوحدات أقل عددا ولكن أكبر حجما، أي بروز التنظيمات المصرفية العملاقة ... فالولايات المتحدة تعد من الاقتصاديات الحاضنة للمصارف الصغيرة وبصورة واسعة، ولكن بدء الاتجاه ينزع نحو تنظيمات مصرفية كبيرة بسبب الاندماج بهدف الاستغلال الكفاء للموارد المالية (وفرات الحجم)

وفي إطار تحليل مزايا الاندماج، فإن البحوث تشير الى أن الوحدات المصرفية الكبيرة قادرة على تحمل أكبر للمخاطر في السوق المالية، وبالتالي ولوجها الاستثمار في أكثر من نوع من الأصول المالية، وعدم اقتصر نشاطها على الأصول المالية قصيرة الأجل ذات السيولة المرتفعة والمخاطر الأدنى.

الفرع الثاني: الشركات القابضة للمصرف

باتجاه مواز لنزعة الاندماج بين المصارف، فإن تنامي ظهور الشركات القابضة (المالكة) للمصرف، يمثل اتجاها معاصرا في تغيير بنية مؤسسات الوساطة المالية وتمثل الشركة القابضة للبنك تنظيما

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 91.

اداريا يتم بموجبه الامتلاك أو الهيمنة على رأس مال مصرف أو أكثر وكذلك يمكن للشركة السيطرة على أسهم (رأس مال) مشروعات وساطة مالية غير مصرفية أيضا، وهو نموذج نحو مؤسسة الوساطة المالية شمولية النشاط.

وقد ساعد ظهور وتنامي الشركات القابضة للمصارف على الاسراع في الدخول نحو نشاط الوساطة المالية غير مصرفية (تأمين وتمويل منشآت الأعمال، الرهون منشآت الاستشارة المالية)

الفرع الثالث: تعدد أنشطة الوساطة المالية للمصارف

عرفت المصارف التجارية تقليديا بأنها تمارس نشاط قبول الودائع المختلفة وتقديم التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل وتعاملها بأدوات ائتمانية عالية السيولة، متدنية المخاطر، ولكن تزايد خلال السنوات الأخيرة اتجاه نشاط المصارف نحو الاستثمار طويل الأمد، والتداخل مع دور مصارف الاستثمار والتعامل بالأوراق المالية وأدوات الاستثمار طويلة الأجل.

إذن يعد مظهر شمولية وتعدد الوساطة المالية للمصارف، فضلا عن اندماجها ونشوء الشركات المالية القابضة، اتجاهها يغير من طبيعة البنية المؤسسية للوساطة المالية، ويزيل الحدود الفاصلة ما بين نشاط المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية في الاقتصاد المعاصر.¹

من خلال المبحث السابق تطرقنا إلى دور مؤسسات الوساطة، تصنيفها، والاتجاهات الحديثة لها فمن خلال المبحث الآتي سنتطرق إلى وسطاء التداول في سوق رأس المال.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع السابق، ص ص: 53، 55.

المبحث الرابع: وسطاء التداول في سوق رأس المال

من المعلوم أن الأوراق المالية تباع وتشتري في البورصات، أي الأسواق المتخصصة بتداول هذه الأوراق ولكي يتم التعامل على هذه الأوراق في البورصات يجب أن تتوفر فيها شروط معينة، وأن تقيد في جداول تلك البورصات لغرض تداولها سواء بالبيع أو الشراء، وهذا التداول أي البيع والشراء في البورصات، لا يكون صحيحا إلا إذا تم على يد وسطاء (سماسرة) مرخصين وفقا للقانون للقيام بتداول الأوراق المالية المقيدة بالبورصة.

ويختلف وسطاء الأوراق المالية عن الوسطاء الآخرين (سماسرة العقارات أو المنقولات) باختلاف طبيعة عملهم وتعاقدهم، فوسطاء الأوراق المالية عادة يتلقون أوامر عقد الصفقة من عملائهم ويقومون بتنفيذها في حين أن مهمة السماسر طبقا للقواعد العامة هي القيام بأعمال مادية تتمثل في أغلب الأحيان في البحث عن شخص يتعاقد مع العميل الذي وسطه بإقناع شخص معين، عن طريق التفاوض.

يمثل هذا التعاقد ونتيجة لذلكينتهي عمل السماسر تلاقي ايجاب وقبول الطرفين ولا شأن له بتنفيذ العقد لذلك فإن الوساطة في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة تكون قاصرة على الوسطاء المرخص لهم بذلك وهذا من شأنه أن يجعل للوساطة في الأوراق المالية ذات طبيعة خاصة نظرا لارتباطها بالوسيط الذي له وضع خاص من حيث كيفية اكتساب صفة الوسيط وما تترتب من الناحية القانونية على اكتساب هذه الصفة من حقوق والتزامات.

المطلب الأول: ماهية الوسيط وشروط ممارسته لمهنة الوساطة

لأهمية دور الوسيط في تداول الأوراق المالية المقيدة بالبورصة تقتضي دراسة ماهية الوساطة في الأوراق المالية أن نبحت ابتداء في المقصود بالوسيط وتحديد أهم خصائص عقد الوساطة في الأوراق المالية فضلا عن الشروط الواجب توافرها لاكتساب صفة الوسيط.

الفرع الأول: ماهية الوسيط في عمليات البورصة

عرفت بورصة القيم المنقولة الوسيط في القانون: " الشخص المخول بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 بتقديم الخدمات المالية الاستثمارية في سوق الأوراق المالية " ¹.

¹ عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص: 157، 160.

أيضا يمكن تعريف **الوسطاء** على أنهم "مؤسسات مالية وظيفتهم الأساسية الجمع بين طرفين أو أكثر لإبرام عقد أو صفقة "

فالتعامل في أسواق المال عبر دول العالم لا يتم إلا من خلال وسيط، فلن يقوم المستثمر بالدخول عمليا الى البورصة والقيام بنفسه بعملية الشراء أو البيع للأوراق المالية التي يملكها في البورصة، ولكن التعامل يكون من خلال وسطاء فهم السماسرة الذين ينفذون أوامر عملائهم طبقا لاتفاقات مكتوبة بينهم تسمى عقود التفويض.¹

ويمكن أيضا تعريف الوسيط على أنه: هو أداة اتصال بين العميل والسماسر، ويتلقى الأوامر من العميل ويبلغها للسماسر المقيد عنده، مقابل عمولة لا تتجاوز نصف المحصل من عمولة العمليات المعقودة بواسطته، وهو مسؤول عن العمليات التي يتوسط فيها، ولا يجوز للوسيط أن يعقد صفقات لحسابه أو لحساب أحد أقاربه حتى الدرجة الرابعة أو لحساب شريك موصى في بيت السمسرة المقيد عنده، ولا يسمح له بمزاولة العمل إلا بعد أن يدفع تأمينا لدى شركة السمسرة كضمان.

ويختلف الوسيط عن المندوب بعدم أخذه أجرا ثابتا مقابل خدمته، لأنه لا يعمل بصفة دائمة ومستمرة كالمندوب، بل يدفع له مقدارا خاص (نسبة مئوية)

ويشترط في المندوب والوسيط ما يشترط في السماسر، وأن يزكيه السماسر الذي يرغب العمل عنده، ولا يجوز أن يجمع أحد بين صفتي المندوب والوسيط ولا يجوز لهما أيضا بأن يلحق بأكثر من بيت سمسرة.²

وتعرف كتب التمويل **الوسطاء** بأنهم: وكلاء بالعمولة يقومون بالتوسط لبيع وشراء الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى في سوق الأوراق المالية.³

ويمكن تعريف **الوسطاء** بأنهم: وحدات اقتصادية وظيفتها الرئيسية هي شراء الأوراق المالية Securities من المقترضين النهائيين وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقترضين النهائيين.⁴

من خلال ما سبق، يمكن تعريف الوسيط على أنه ذلك الطرف الذي يسعى إلى التقاء المدخرين والمستثمرين، من أجل خلق أدوات مالية التي تلبي احتياجات كلا الطرفين.¹

¹متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 89-90.

²شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 58-59.

³السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 90.

⁴عبد المنعم السيد علي، مرجع سابق، ص: 73.

الفرع الثاني: الشروط الواجب توافرها في الوسيط

يجب أن يتوفر في الوسيط المالي عدة شروط من بينها:

أولاً: الشروط الواجب توافرها في الشخص المعنوي

تتعلق هذه الشروط بإنشاء المؤسسات التي تعمل في مجال الوساطة المالية

وفيما يلي أهم الشروط الواجب توافرها:

1. الحصول على الاعتماد من اللجنة المخولة للعمل داخل البورصة؛
2. توفر حد أدنى من رأس المال؛
3. اكتساب محل خاص لمزاولة المهنة؛
4. توفر الوسائل المادية اللازمة لضمان الاتصال الحسن؛
5. توفر الموارد البشرية ذات الخبرة والكفاءة اللازمة؛
6. القدرة على توفير المعلومات والبيانات اللازمة للعملاء والمحافظة على مصالحهم.

ثانياً: الشروط الواجب توافرها في الشخص الطبيعي

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

أما فيما يخص الميزات التي يجب أن يتحلى بها الشخص الوسيط لإمكانية بروزه في هذا المجال فهي تتمثل فيما يلي:

¹ Bert Scholten, Dick Van Wensveen, **The theory of financial intermediaries**, an essay on what it does, the European money and finance forum, Vienna, 2003, P9.

² بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012، ص: 104.

- ✓ **الحث: Motivation** لابد أن تتوفر في الشخص الوسيط الإرادة القوية للنجاح في هذا النشاط الذي يتطلق بذل مجهودات كبيرة في مجال التنقل، السعي ومتابعة تنفيذ الأوامر؛
- ✓ **L'empathie**: على الوسيط أن يتحلى ويتمتع بقدرة فهم وتفسير الأمور ردود أفعال الغير وطريقة تفكيرهم، حتى يتمكن من كسبهم وتسهيل المعاملات معهم؛
- ✓ **القدرة على البيع**: يعتبر الوسيط قبل كل شيء بائعا، يهدف بالدرجة الأولى إلى تحقيق الأرباح عن طريق جلب أكبر عدد من الأرباح؛
- ✓ **المثابرة أو المواظبة: Persévérance** يعتبر عمل الوساطة في العمليات البورصية عملا دقيقا متأثر كثيرا بعامل الزمن، لهذا فهو يتطلب مثابرة ومواظبة دائمة من أجل استغلال كل الفرص للقيام بالواجبات على أكمل وجه؛
- ✓ **الحيوية**: يتطلب عمل الوسيط مجهودات كبيرة، ومستمرة لضبط واتمام كل العمليات المتعلقة بالبيع، الدراسات المالية، معاملة الملفات، وتسيير حافظات الأوراق المالية، لهذا يجب أن تتوفر في الوسيط حيوية كبيرة للقيام بهذه المهام وكسب العملاء؛
- ✓ **التحلي بروح المؤسسة L'esprit d'entreprise**: إذا كان الهدف الرئيسي للوسيط هو تحقيق أكبر هامش ربح ممكن، فعلى هذا الأخير أن يبدي روحا للإبداع والابتكار من أجل تعيين العملاء المحتملين ووضع الاستراتيجيات اللازمة لكسب هؤلاء؛
- ✓ **التنظيم**: هو مفتاح نجاح أي عمل كان، إذ يسمح للوسيط بشكل خاص بضمان الاستمرارية والكفاءة اللازمة لكل أنشطته؛
- ✓ **حسن الاتصال**: يجب على الوسيط في العمليات البورصية أن يتمتع بكل القدرات اللازمة للتعبير عن أفكاره سواء شفويا أو كتابيا لتسهيل التعامل مع العملاء وكسبهم؛
- ✓ **الاستقلالية**: إن عمل الوساطة في العمليات البورصية عمل جد حساس يتطلب قدر كبير من الاستقلالية في اتخاذ القرارات والتسيير (تحت مراقبة الهيئات العليا)¹؛
- ✓ **عدم التمييز**: من المهم أن تتعامل شركات الوساطة بقدر كبير من العدالة والموضوعية مع جميع العملاء عندما تقوم بتقديم أي نصائح استثمارية، وعند إعلان أي تغييرات جوهرية على التوصيات الاستثمارية المعمول بها سابقا.

¹ زرفة زهية، مرجع سابق، ص: 78.

ثالثاً: متطلبات الترخيص للوسيط

على أي شخص الحصول على ترخيص من الهيئة والتسجيل لدى السوق قبل ممارسة قبل ممارسة أعماله كشركة للأوراق المالية أو مستشار للاستثمار المالي.

يجوز لشركة الأوراق المالية المرخص لها أن تقوم بأعمال مستشار للاستثمار دون ترخيص إضافي ولكن لا يجوز لمستشار الاستثمار القيام بالأعمال الخاصة بشركة الأوراق المالية دون ترخيص إضافي.

على أي شخص الحصول على ترخيص من الهيئة والتسجيل لدى السوق قبل ممارسة عمله كمسؤول اداري أو مستشار مالي أو كمهني آخر في الأوراق المالية.

لا يجوز لأي شركة أوراق مالية أن توظف شخص كمسؤول اداري أو مستشار مالي أو مهني يتعاطى تداول الأوراق المالية ما لم يكن قد رخص له من الهيئة وسجل من قبل السوق.¹

رابعاً: التزامات الوسيط المالي

1. الامتناع عن تقديم خدمات للمستثمرين قبل عقد اتفاقية التداول؛
2. حيازة رأس مال كاف وتقديم ضمان مصرفي وفقاً لتعليمات تصدرها الهيئة؛
3. الالتزام بالتعليمات الصادرة عن الهيئة والسوق التي تنص على فصل التعامل بين الممتلكات الخاصة بالشركة وبين ممتلكات المستثمرين، والامتناع عن استخدام الأوراق والأموال الخاصة بالمستثمرين لأغراض الشركة الخاصة؛
4. إعطاء أولوية لتنفيذ طلبات المستثمرين قبل تنفيذ الطلبات لحسابها الخاص أو لحساب موظفيها؛
5. يجب تقديم الاستشارات للمستثمرين كل حسب احتياجاته الاستثمارية عند تقديم الاستشارة بموجب التراخيص الممنوحة؛
6. الامتناع عن تقديم تسهيلات مالية لمستثمرين من أجل حيازة أموال أوراق مالية فيما عاد ما هو متاح بموجب القانون واللوائح والتنظيمات؛
7. الامتناع عن تقديم ضمانات أو وعد للمستثمرين بأرباح معينة؛
8. الامتناع عن القيام بعمليات شراء وبيع متعددة لحسابات المستثمرين دون تفويض رسمي؛

¹هاني أنور صالحه، مرجع سابق، ص ص: 42، 45.

9. تزويد المستثمرين بكشف حساب دوري؛

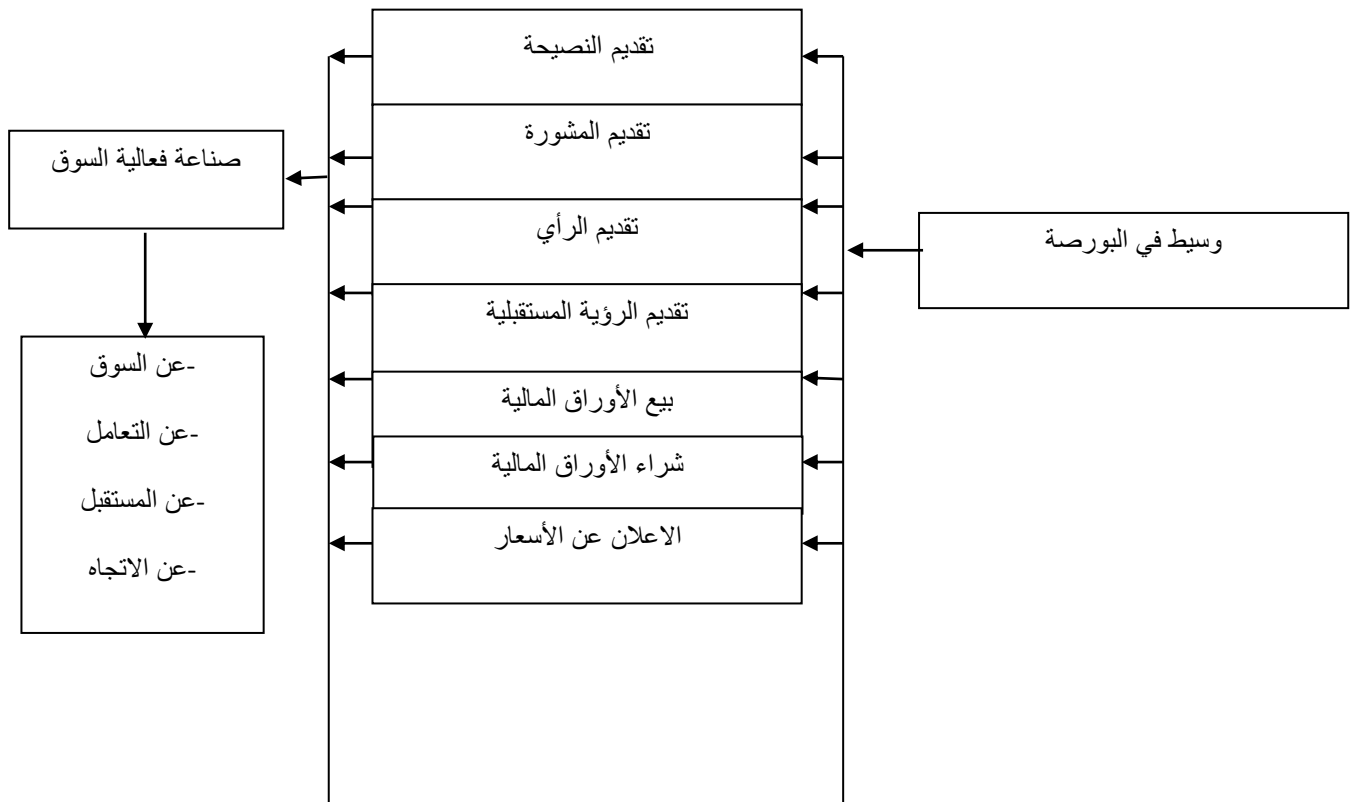
10. الامتناع عن حجب أي من عملياتهم عن السوق أو الهيئة أو الحاق اضرار

بالمستثمرين وبالسوق.¹

الفرع الثالث: الخدمات التي يقدمها الوسيط المالي

الشكل رقم: (02-04) يبين مجموع الخدمات التي يقدمها الوسيط المالي للمتعاملين في الأوراق المالية وهي مجموعة الخبرات التي يتمتع بها وسيط العمليات المالية في البورصة.

الشكل رقم: (02-04) مجموع الخدمات التي يقدمها الوسيط المالي



المصدر: الخضيرى، مرجع سابق، ص: 56.

بجانب الوظيفة الرئيسية للوسطاء الماليين والتي تتمثل في عملية تحويل الأموال بين وحدات المجتمع ذات الفائض المالي ووحدات المجتمع ذات العجز المالي هناك عدة وظائف تعتبر على جانب كبير من الأهمية تتمثل فيما يلي:

¹هاني أنور صالحه، مرجع سابق، ص: 47.

✓ **تقديم خدمة تجميع المدخرات:** واتمام عملية تدفق تلك المدخرات وتوصيلها الى المستخدم النهائي، وتعتبر هذه العملية غير فعالة ومرتفعة التكاليف إن لم تكن مستحيلة في حالة عدم وجود وسطاء ماليين؛

✓ **تسهيل عملية توفير التمويل للمشروعات ذات العجز المالي:** وذلك يرجع إلى كون الاتصال عن طريق الوسطاء هو الأسلوب الوحيد الأكثر فعالية والأقل تكلفة من أي بديل آخر؛

✓ **وظيفة عملية إصدار الأصول المالية:** إذ يقوم بشراء الأصول المالية بما يتلاءم مع رغبات المقترضين في نفس الوقت بمعنى احداث توافق بين تواريخ الاستحقاق التي يرغبها المقترضين؛

✓ **تقديم بعض الخدمات المتخصصة:** من بينها توفير البيانات والمعلومات المالية المختلفة عن المقترضين والقيام بتحليلها وتفسيرها وتخزينها لاستخدامها لخدمة الأغراض المختلفة؛

✓ **العمل على تخفيض المخاطر:** فقد يتعرض المدخرين في محاولتهم للحصول على عوائد مقابل توظيف أو اقراض مدخراتهم الى مخاطر، بهذا يعمل الوسطاء الماليين على تقليل تلك المخاطر وتوزيعها وتنويعها. في المطلب الآتي سيتم التطرق لقواعد وأدبيات مهنة الوسيط.

المطلب الثاني: قواعد وأدبيات مهنة الوسيط

لمهنة الوساطة المالية قواعد يجب اتباعها مع العملاء والمستثمرين لضمان حسن سير العمل وتحقيق النتيجة المرغوبة من بين هذه القواعد نذكر ما يلي:

الفرع الأول: الإخلاص الصارم

يجب على الوسيط أن يظهر إخلاصا كاملا في جميع تعاملاته في العمليات البورصية، وخاصة مع العملاء الذين وضعوا ثقتهم فيه،¹ وساروا وفق توجيهاته الخاصة بالتوظيف في مختلف القيم، ويتجلى

¹ عزوز عبد الرحمان، مرجع سابق، ص: 110.

إخلاص الوسيط في تقديم مصالح العملاء وجعلها في قمة انشغالاته،¹ حيث يتضح هذا الإخلاص في النقاط التالية:

أولاً: المعرفة الجيدة للعميل

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

ثانياً: التحليل المعمق

لابد أن تقوم كل التوجيهات والتوصيات المقدمة للعميل على أساس دراسة وأساس تحليل معمق لكل المعلومات المتحصل عليها من العميل من جهة ولكل المعلومات المتعلقة بأي عملية ينوي إنجازها لصالحه من جهة أخرى.²

ثالثاً: تبرة نمة الوسيط

في حالة اصرار العميل على أوامر قد يرى الوسيط أنها غير صالحة أو أنها تؤدي الى خسائر محتملة وذلك بالتسجيل على وثيقة الأمر "غير ملتمس".

الفرع الثاني: سرية المعلومات المتعلقة بالعميل

يضع العميل ثقته الكاملة في الوسيط عند تصريحه بكل المعلومات الشخصية، كما يتحصل الوسيط عن معلومات دقيقة عن مداخله، فمن الواجب أن يلتزم هذا الأخير باحترام السرية التامة لهذه المعلومات وكل المعلومات الأخرى الخاصة بالعمليات المنجزة أو الأوامر المصدرة، أو سياسات العميل الاستشارية.

¹خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة مقدمة

لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 97.

²بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سابق، ص: 110.

الفرع الثالث: جلب احترام وثقة الجمهور

يتخذ الوسيط في العمليات البورصية عدة طرق وأساليب لكسب أكبر عدد من العملاء، وانجاز أكبر قدر من العمليات ولتحقيق هذه الأهداف من الضروري أن يمارس كل نشاطاته لتكوين صورة واضحة.¹

المطلب الثالث: تنظيم وإدارة مؤسسات الوساطة

إن التطور الكبير الذي عرفته البورصة، وتعدد وتعدد العمليات المبرمة، أدى إلى تزايد عدد وحجم مؤسسات الوساطة ولكي تقوم هذه المؤسسات بدورها على أكمل وجه استلزم عليها توفير تنظيم محكم وإدارة ذات درجة عالية من الكفاءة.

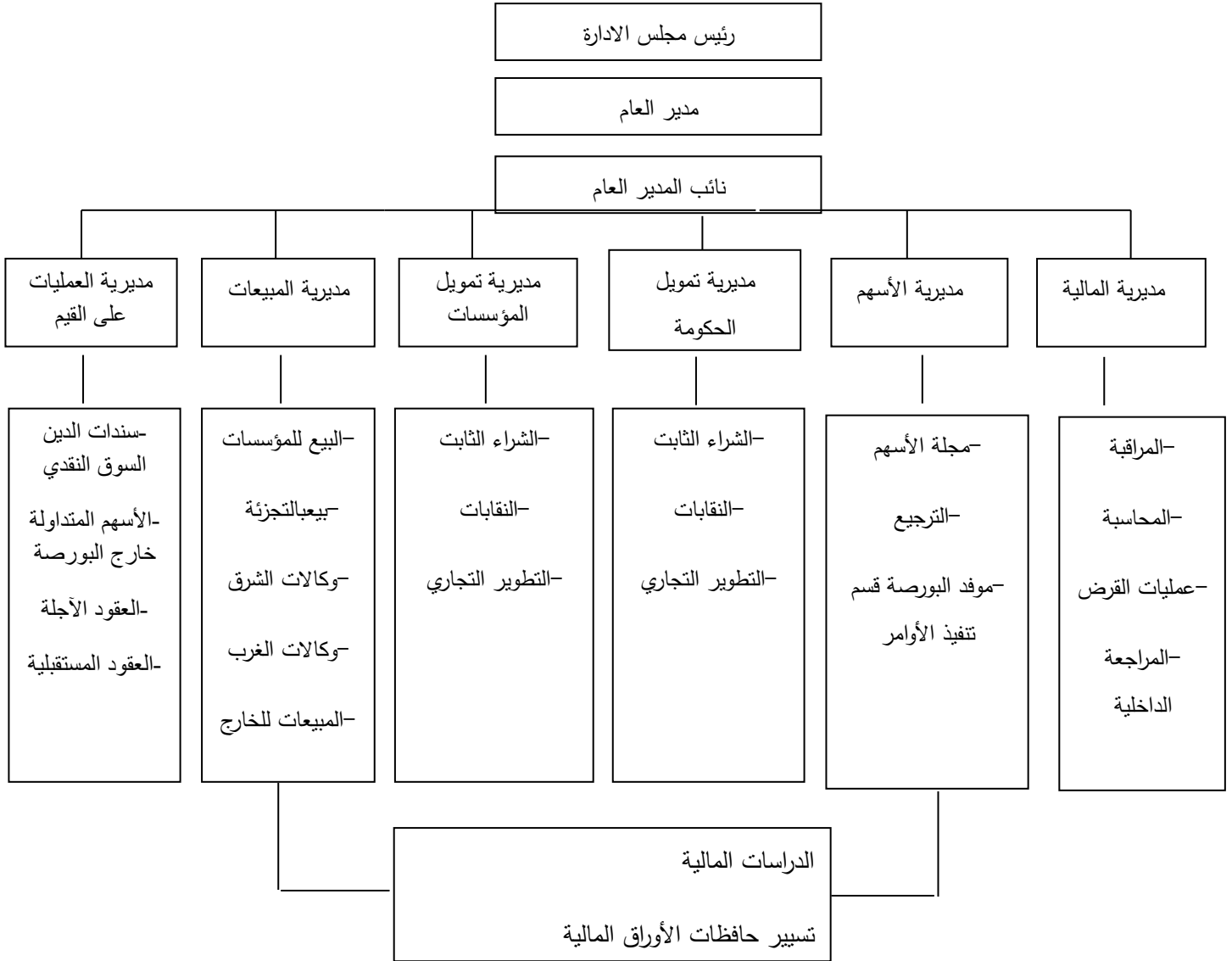
الفرع الأول: هيكل مؤسسات الوساطة

تصنف هياكل مؤسسات الوساطة حسب حجم هذه الأخيرة، عددالعمال، عددالوكالات، نوعية الخدمات التي تقدمها ودرجة تخصصها... الخ

حيث تتبنى كل مؤسسة هيكله تتلاءم مع النشاطات التي تمارسها وحجم العمليات التي تديرها، ورغم هذا الاختلاف إلا أن معظم الهياكل تتضمن نفس التقسيمات الرئيسية التي يجب أن تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع تغيرات السوق والمحيط الخارجي عامة، وفيما يلي سنتطرق الى تقديم نموذج لهيكل مؤسسات الوساطة ذات الحجم الكبير.

¹ خالد عيجولي، مرجع سابق، ص: 97.

الشكل رقم: (02-05) نموذج لهيكله مؤسسات الوساطة ذات الحجم الكبير



المصدر: زهية زرفة، مرجع سابق، ص: 98.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن الهيكل التنظيمي لمؤسسات الوساطة المالية شأنها شأن أي مؤسسة أخرى، حيث التدرج الهرمي للإدارة يشبه إدارات الشركات التجارية حيث نجد في أعلى الهرم رئيس مجلس الإدارة، المدير العام، يليه نائبه ومن ثم تتدرج باقي الإدارات مثل المالية، المبيعات، الأسهم.. الخ

الفرع الثاني: إدارة مؤسسات الوساطة المالية في البورصة

إن المهام المختلفة التي تقوم بها مؤسسات الوساطة المالية من توظيف للقيم وجمع المعلومات ودراسة للسوق المالية والأدوات المالية المتداولة بها، يحتم عليها تقسيم المهام على مجموعة من الأقسام وتتكون عادة من:

أولاً: مجلس الإدارة

ويتكون من رئيس مجلس الإدارة، المدير العام، رؤساء مختلف الدوائر الموجودة على مستوى المؤسسة ويعتبر نجاح أي مؤسسة وساطة يرجع بنسبة كبيرة الى نجاعة القرارات التي تصدر عن هذا المجلس وقدرته على تخطي العقبات التي تواجه المؤسسة في محيط يتسم بسرعة التغييرات فيه.

ثانياً: قسم المبيعات

تعتبر من الإدارات المهمة، حيث يحدد نوعية القيم التي ستعرض للبيع وأسعارها وتساهم 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 وأسعارها وتساهم 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 وتحدد له نوعية القيم المالية وأسعارها، ويكون عمله على مستوى صالة البورصة

خامساً: قسم الدراسات المالية والأبحاث

يعتبر هذا القسم من أهم الأقسام نظراً لأهمية القرارات التي تتخذ بناء عليه، وبالتالي يجب أن تكون الدراسات المالية والأبحاث التي يقوم بها من الدقة والسرعة بمكان، وهو ما يضمن اتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب.¹

الفرع الثالث: تنظيم مؤسسات الوساطة المالية في البورصة

يتطلب العمل في مؤسسات الوساطة درجة تخصص محددة في الوظائف حيث لا يعني هذا انعزال الوظائف عن بعضها البعض وإنما يتطلب تنظيمًا محكمًا أولاً، وطبيعة عمل مؤسسات الوساطة ثانياً

¹عزوز عبد الرحمان، مرجع سابق، ص: 107.

انسجاما كبيرا بين مختلف الوظائف إضافة إلى كيفية تسيير وتنفيذ العمليات على مستوى كل قسم من الأقسام الرئيسية والمتمثلة في:

أولاً: المكتب الأمامي Le front office

وهو القسم الخاص بالتعامل مباشرة مع الزبائن، وتمثل المؤسسة على مستوى مقصورة البورصة لتنفيذ الأوامر المتلقاة من الزبائن.

ثانياً: المكتب الوسطي Le middle office

وهو القسم الرابط بين المكتب الأمامي والمكتب الخلفي، اذ يعمل على نقل الأوامر والتعليمات من القسم الأول الى القسم الثاني.

ثالثاً: المكتب الخلفي Le back office

وهو يتكفل بالقيام بكل العمليات الداخلية للمؤسسة الخاصة بالمحاسبة، إرسال إشعارات تنفيذ العمليات وتحضير تقارير العمليات الشهرية، الثلاثية أو السداسية للزبائن... الخ ويمكن تلخيص أهم المراحل التي يمر بها تنفيذ الأوامر في المخطط التالي:¹

¹ زرقة زهية، مرجع سابق، ص ص: 112،96.

الشكل رقم: (02-06) التنظيم المبسط لمؤسسات الوساطة في البورصة



المصدر: زرفة زهية، مرجع سابق، ص: 112.

من خلال الشكل السابق نلاحظ كيف يتم تنفيذ الأوامر في شركات الوساطة المالية، حيث تبدأ من إرسال الأمر من العميل حتى إنهاء العملية والقيام بالإجراءات التنفيذية.

خاتمة الفصل

تم في هذا الفصل دراسة ماهية الوساطة المالية وضرورة وجودها بين وحدات العجز ووحدات الفائض المالي حسب الشروط المتفق عليها، بحيث تعمل على تقليل حجم المخاطر أمام راغبي الاستثمار، فهي تتميز بمؤسسات خاصة منها المؤسسات الوداعية والمؤسسات التعاقدية، وبنوك الاستثمار باعتبارها متعامل مهم في الأوراق المالية، أيضا تطرقنا الى دور وأهمية الوساطة المالية وتصنيف الوسطاء والاتجاهات الحديثة لهذه المؤسسات، بالإضافة الى وسطاء التداول في بورصة الأوراق المالية من خلال ماهية الوسيط حيث يمكن أن يكون شخص طبيعي أو معنوي حيث يقدم مجموعة من الخدمات للمستثمرين مثل تقديم المشورة فيما يخص الأوراق المالية، تخفيض التكاليف والقواعد التي تحكم نشاطه مثل الإخلاص الصارم، وسرية المعلومات وجلب الاحترام وثقة الجمهور وتطرقنا إلى تنظيم وإدارة مؤسسات الوساطة من خلال هيكل توضيحي.

الفصل الثالث:

كفاءة سوق رأس المال

تمهيد

تعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات الساندة لتطور ونضوج أسواق رأس المال بشكل عام وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص، لابل ان كفاءة هذه الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها لتعكس واقع البيئة ذات العلاقة وآفاقها المستقبلية خدمة للمستثمر وحماية للاقتصاد الوطني وتنشيطه.

فكفاءة الأسواق تتحقق بمدى توفر المعلومات لجميع المستثمرين في نفس الوقت وبأقل تكلفة ممكنة، حيث تسعى مؤسسات الوساطة توفيرها، فارتفاع تكاليف المعلومات تنشأ من خلال عدم تماثل المعلومات في السوق بين المقرضين والمقترضين وبالتالي تساهم الوساطة المالية في تحقيق مفهوم الكفاءة من خلال تخفيض تكاليف المعلومات وتوفيرها والحد من مشكل عدم تماثلها.

في هذا الفصل سنحاول التعرف أكثر على مفهوم الكفاءة وكيف تتحقق من خلال خدمات الوساطة المالية من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق رأس المال

المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال

المبحث الثالث: علاقة المعلومات بمفهوم كفاءة سوق رأس المال

المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق رأس المال

تتفاوت الأسواق المالية فيما بينها من حيث مستوى الكفاءة والفاعلية ويعود ذلك للاختلاف في الامكانيات المتاحة والمتوفرة للاستخدام من قبل المتعاملين مع مثل هذه الأسواق،¹ حيث يمثل سوق رأس المال ركن من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص، وكفاءة سوق رأس المال تنعكس بصورة مباشرة على كفاءة وتطور الاقتصاد ككل، وهو ما يستوجب ضرورة الاهتمام بتحسين كفاءة هذه الأسواق.² فكفاءة سوق رأس المال عنصر هام للنظم الرأسمالية.³

المطلب الأول: نشأة مدلول الكفاءة، تعريفها وأبعادها الاقتصادية

بعد أزمة 1929 أصبح الاهتمام بالاقتصاد القياسي وتطويره ضرورة ملحة كرد فعل على فشل توقع هذه الأزمة فكانت بداية انطلاق الدراسات الامبيرية والإحصائية التي دعمت مبدأ لا توقعية (Principe De L'imprévisibilité) تغيرات البورصة، كما تم تلاحم نموذج المشي العشوائي لتغيرات الأسعار بالاقتصاد القياسي خاصة بعد تأسيس لجنة كولز (Cows Commission) عام 1932 التي قدمت الدعم المالي لجمعية الاقتصاد القياسي (Econometric Society) ومجلتها (Econometrica) بهدف تطوير الطرق الرياضية والإحصائية في الاقتصاد .

نشر ألفريد كولز Alfred Cows 1933 أول مقال له في المجلة طرح فيه التساؤل التالي: هل الأسعار قابلة للتنبؤ؟ وإجاب عليه " الأمر مشكوك فيه".

وقد حاول في هذا المقال تحديد فيما إذا كان في إمكان محترفي الأسواق المالية من محللين أساسيين (Fundamentalistes) ومحللين فنيين (Chartistes) التنبؤ بتغيرات البورصة .

توالى بعد ذلك أعمال أخرى كثيرة لباحثين أمثال موريس كاندال (M.G.Kendall) و (F.M.Osborn) 1959 فتوصل الأول وهو عالم إحصاء بريطاني بعد تحليل إحصائي لعدة سلاسل

¹وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الأردن، 2012، ص: 16.

²محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، دار الحلبي، لبنان، 2004، ص: 30.

³Andrew W. Lo, EFFICIENT MARKETS HYPOTHESIS. The New Palgrave: A Dictionary of Economics, L. Blume, S. Durlauf, eds., 2nd Edition, Palgrave Macmillan Ltd., 2007, P 8.

أسعار بورصة لندن 1928 1938 أن الارتباط الذاتي (L'autocorrélation) هو ضعيف كما لاحظ غياب اتجاه الأسعار بالإضافة إلى أن مدى ذاكرة السوق لا يتعدى الأسبوع .

نشر **أوجين فاما E.Fama** عام **1965** أي بعد عام من مناقشته أطروحته ملخصاً في (Journal of business) محتوى أفكاره على نظرية كفاءة المعلومات Informational Efficiency Theory كمضمون نظري لنموذج المشي العشوائي لتغيرات أسعار البورصة .

ثم قدم أول تعريف للسوق الكفئة Efficient Market بأنها السوق التي يكون فيها السعر الجاري للسهم في كل لحظة مقدار جيد للقيمة المحورية أي أنه عندما تكون السوق كفئة فإن سعر الأصل المالي لا يمكنه الابتعاد بشكل دائم عن القيمة الحقيقية، ثم تخلى **Fama** عام **1970** من أجل تعميم نظريته وتوافقها مع إجراء اختبارات امبيرية عن كل دلالة مباشرة للقيمة المحورية وأيضاً مسألة عدد المقايضين الحذرين اللازم للحصول على الكفاءة فأصبحت السوق كفئة إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعكس أنياً وكليا كل المعلومات المتاحة أي أن أسعار سوق رأس المال تكون كفئة إذا كانت جميع المعلومات المتاحة منعكسة كليا Fully Reflected في أسعار الأوراق المالية.

وعندما يتحقق هذا الشرط فإنه لا يمكن لأي متعامل (مستثمر) أن يقوم باستغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي Anormal Rendement أي التغلب على السوق "Beat The Market" ذلك لأنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق بشكل غير منتظم وعشوائي واستخلاص نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية أو المحورية للورقة المالية مما يترتب على ذلك تساوي القيمة الأخيرة مع القيمة السوقية، وهذا يعني أن القيمة السوقية للورقة المالية هي قيمة عادلة Fair Value تعكس تماماً القيمة المحورية وبالتالي من جهة يحقق جميع المتعاملين في السوق نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر ومن جهة أخرى لا يمكن توقع نمط معين لاتجاه تغيرات الأسعار ويصبح بالإمكان إجراء اختبارات لفرضية كفاءة المعلومات بواسطة نموذج يعتمد على اللعبة العادلة Fair Game.¹

¹ رابح شحماط، كفاءة الأسواق المالية بين المدخلين: التحليل الأساسي والتحليل الفني، المجلة العلمية للتواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، جامعة باجي مختار، العدد 35، 2013، عناية، ص ص: 85، 87.

الفرع الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية

عرف الكتاب السوق الكفوة بأنها تلك السوق التي يتعامل فيها عدد كبير من الباعة والمشتريين للأوراق المالية ضمن آلية كفئة مما تجعل الأسعار تعكس بصدق وبسرعة المعلومات المتعلقة بالشركات التابعة لها تلك الأوراق،¹ سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو في تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفو تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة fair value تعكس تماما قيمته الحقيقية Intrinsic Value التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه.²

يقصد بكفاءة الأسواق المالية هي تلك التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة³ بصفة أخرى يمكن القول أن في السوق الكفاء جميع الفرص الغير مستغلة في تحقيق الأرباح قد تم اقصاءها،⁴مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين وأن تصل إلى المستثمرين داخل وخارج السوق في الوقت نفسه وبنفس النوعية والكمية وبكلفة منخفضة، والسوق الكفو هو الذي يجعل تخصيص وتوجيه الموارد المالية المتاحة الى المجالات الأكثر ربحية وانخفاض الكفاءة يعني عدم توفر

¹ جبار محفوظ، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 03، سطياف، 2004 ص: 84.

² صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، ورقلة، 2009، ص: 182.

³ Eugene F. Fama Efficient Capital Markets: A Review and Empirical Work, The Journal Of Finance, Vol 25, No 02, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), PP. 383,417.

⁴ Frederic Mishkin, Monnaie banques et marchés financiers, traduction : Christian bordes et al, neuvième édition, édition Pearson Education, Paris, 2010, P179.

المعلومات أو البيانات ويؤدي الى تحقيق عائد غير طبيعي وغير اعتيادي يزيد مع العائد الذي يتساوى مع درجة الخطر للسوق المالي.¹

ويعتبر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية امتداداً للنظرية الاقتصادية الكلاسيكية والتي تفترض انعدام العوائد الفائضة في ظل شروط المنافسة التامة، فلو أن هناك مجموعة من المعلومات موزعة بشكل عادل على جميع المتعاملين فإنه يتوقع في ظل ظروف المنافسة السائدة في السوق أن يكون معدل العائد الفعلي Effective Return مطابقاً أو قريباً من معدل العائد المتوقع، مما يعني تحقق سمة العدالة لما يتداول في السوق، وذلك بتخفيض العائد Excess Return الناتج عن عدم تماثل المعلومات وبالتالي فإنه من أجل تحقيق العوائد الزائدة لا سبيل أمام بعض المستثمرين، سيما مدراء الشركات وكبار العاملين ومؤسسات الوساطة والمحليلين الماليين، إلا الانفراد بميزة الحصول على المعلومات قبل الآخرين، وبالتالي اكتشاف ما إذا كانت الأوراق المالية مسعرة بشكل خاطئ في ظل ورود المعلومات الجديدة بما يمكن من اتخاذ قرار استثماري استباقي وتحقيق مستوى من الأرباح غير متاح للآخرين، ويعتبر هذا ادعاء مقبول من أغلب مناصري فرضية السوق الكفوءة، إلا أن ذلك نادر الحدوث ولا يستمر إلا ما لا نهاية في السوق الكفوءة كفاءة كاملة سيما في ظل افتراض عدم وجود أية فرصة لأي مستثمر كان في الحصول على معلومات مباشرة من شركة ما يمكن في ظلها تحقيق أرباح غير عادية دون أن تكون هناك فرصة متاحة للآخرين، وإن حدث واخترق هذا الافتراض وحقق بعض المستثمرين أرباحاً غير عادية فإن مفعول كفاءة السوق أو تأثير اليد الخفية للسوق لا يلبث أن يدفع الأسعار لأن تعادل بسرعة ودون فاصل زمني إزاء المعلومات الجديدة على نحو لا يستبقي لهؤلاء المستثمرين فرصة للتمادي في جني الأرباح الزائدة خارج اقتضاءات دالة التبادل بين العائد والمخاطرة المتوقعة، ومما يمكن أن يدعم من قوة هذا الادعاء وجود سلطات رقابية على مستوى البورصة يمكن أن تحول دون تسريب المعلومات أو تكوين بؤر احتكارية في مجال الحصول على المعلومات وتحليلها وذلك باستخدام سلطة التنظيم لإعادة التوازن.²

¹أريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 70-71.

²رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق الاسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2006، ص: 93.

الفرع الثاني: الأبعاد الاقتصادية للسوق المالي الكفؤ

إن سوق المالي الكفؤ ذو أهمية بالغة لكل من الاقتصاد والمجتمع الاستثماري ويتجلى ذلك عموماً من خلال ما يؤديه من أهمية اقتصادية وهي كالاتي:

أولاً: توجيه وإرشاد المستثمرين نحو الخيارات الاستثمارية بشكل صحيح

إذ أن أسعار الأوراق المالية المحددة في ظل السوق المالي الكفؤ تعكس كلياً جميع المعلومات المالية المتوفرة، وبالتالي فهي بمنزلة إشارات دقيقة للقيم الحقيقية (تقييم الأوراق المالية)

ثانياً: توفير معلومات السوق للجميع

في ذات اللحظة ومن دون تكاليف أو بعدها الأدنى مما يضمن انسيابية تدفق أوامر البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة فيه، ومن ثم يتجه رأس المال نحو المجالات الاستثمارية المنتجة أو المرحة.

ثالثاً: التسعير العادل Fair Pricing

للأوراق المالية المتداولة ففي ظل فرضية EM (السوق الكفؤ) Efficient Market فإن مشتري الورقة المالية يتوقع أن يدفع السعر العادل مقابل الورقة المالية التي يشتريها، وبالمقابل فإن البائع يتوقع الحصول على السعر العادل مقابل ما قام ببيعه وبالتالي فليس هناك مشتري أو بائع بإمكانه تحقيق عوائد غير عادية من معاملاته المتداولة مما يعني أن السوق الكفؤ هو الذي يعكس تماماً القيم الحقيقية للأصول المتداولة.

رابعاً: حالة التوازن مستمرة في ظل السوق الكفؤ

طالما أن الأسعار السوقية فيها تكون مساوية للقيم الحقيقية لها، وذلك بسبب توافر المعلومات بشكل رخيص ويسير وواسع مما يسمح لجميع المتعاملين أو المستثمرين من الحصول عليها (المعلومات) واستخدامها في صياغة توقعاتهم المستقبلية للأسعار.

خامساً: الحد من حالات المضاربة المالية Financial Speculation

إذ أن أسعار السوق المالية الكفؤ تستجيب للمعلومات الجديدة والصحيحة ولا تستجيب للمعلومات الغير الصحيحة التي ربما يستخدمها المضاربون لتحقيق عوائد غير عادية، فإذا كان مقدار الاستجابة للمعلومات صحيحاً وموضوعياً فإن ذلك يؤدي إلى استقرار الأسعار وانخفاض المخاطرة الكلية وازدياد

الثقة بالسوق المالية بما يسهل عملية تدفق رؤوس الأموال وتمويل الاستثمارات الجديدة وبالتالي فإن الكفاءة في السوق المالي تتسبب في إعادة توزيع الدخل والثروة بشكل عادل بين المشاركين فيه.¹ تم في المطلب السابق دراسة نشأة مدلول الكفاءة وأبعادها الاقتصادية، وفي المطلب التالي سيتم دراسة سمات كفاءة سوق رأس المال.

المطلب الثاني: سمات كفاءة سوق المال

يحقق سوق رأس المال هدفه في التخصيص الكفؤ للموارد الاقتصادية وتوجيهها نحو الاستخدامات ذات المنفعة القصوى من خلال توافر سمتين أساسيتين لكفاءة السوق وهي سمات الكفاءة الداخلية (كفاءة التشغيل) وسمات الكفاءة الخارجية (كفاءة التسعير)

الفرع الأول: الكفاءة الخارجية External Efficiency (كفاءة التسعير Price Efficiency)

يكتسب سوق رأس المال سمة الكفاءة هذه عندما تتحقق الأسعار السوقية شرط الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات المناسبة المتوفرة للمشاركين بكلفة زهيدة ومناسبة (كفاءة التسعير) لتقييم الأسهم، أي السمة التي تجعل من أسعار الأسهم السوقية مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة للجميع وإن هذه الأسعار تمثل في أي وقت القيمة الحقيقية (العادلة) للسهم وبهذا يصبح السوق لعبة عادلة Fair Game إذ للجميع فرصة لتحقيق الأرباح الاعتيادية لذلك يطلق على هذه السمة بكفاءة التسعير Price Efficiency² وهي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى كافة المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح.³ وعلى كل حال إذا توفرت في السوق سمة الكفاءة الخارجية فإنه لا يمكن تخصيص الموارد بشكل كفؤ ما لم تمتلك تلك السوق الكفاءة الداخلية.⁴

الفرع الثاني: الكفاءة الداخلية Efficiency Internal (كفاءة التشغيل Operational) أو ما يعرف

بها بكفاءة التشغيل، وهي مقدرة السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد

¹ عباس كاظم الدعوي، السياسات المالية والنقدية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء، عمان، 2010، ص ص: 202-203.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 140.

³ عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم الى المؤتمر العلمي الدولي الخامس، اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية في الفترة الممتدة من 16-18 مارس 2004، جامعة الزيتونة، ص: 9.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 140.

المتعاملون تكاليف عالية عن العملات للوسطاء الماليين ودون أن يتاح لصناع السوق فرصة تحقيق هامش ربح مغالى فيه.

وبذلك فإن كفاءة الأسعار تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل إذ ينبغي أن تكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة مقارنة بفرصة الحصول على العائد المتحقق، وأن تكون كلفة اتمام الصفقات عند حدها الأدنى وبالسرية المحددة تقاس كفاءة التشغيل بعدد الأوامر المفقودة أو التي تفشل لعدم صحتها والوقت المستغرق بين اصدار الأمر وتنفيذه.¹

إن السبب الأساسي للاهتمام بالقيمة الحقيقية لأسعار الأسهم هو منع تحويل السوق المالي كوسيلة لنقل الأموال والعوائد من مستثمر إلى آخر بدون عدالة وبالتالي تحويل السوق المالي من واسطة لتعظيم ثروة المجتمع إلى واسطة لإغماء بعض الأفراد وإفقار الآخرين دون وجه حق، وتتحقق كفاءة الأسعار في السوق المالي عند وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية ومعلومات متوفرة للجميع وبتكلفة منخفضة، وأن تكون المعلومات صادقة وصحيحة وضمان بأن يحصل عليها الجميع في الوقت نفسه وأن تصل إلى كل المتعاملين بسرعة وبالتالي يضمن السوق بأن تنعكس المعلومات على سعر الورقة في الوقت نفسه، وأن الأسعار تتحرك دون إمكانية التأثير عليها أو تخليقها أو السيطرة عليها من قبل أي من المتعاملين مهما كانت قدرته الاستثمارية أن ذلك يعني أن التغيرات المتتالية التي تحدث في أسعار الأوراق المالية لا توجد بينها علاقة Random Walk وأنه من غير الممكن تحقيق أرباح غير عادية Abnormal Returns في ظل وجود سوق كفاءة.²

ولكي تكون الأسواق المالية كفاءة تشغيليا يقتضي:

✓ قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من الكلفة، وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم، وبالتالي فإنه يجب أن تكون الأوراق المالية جميعها قابلة للتسويق بشكل مباشر؛

✓ لا بد من التنافس بين صناع السوق وبين السماسرة وهذا التنافس يدفع بمعدلات العمولة والهوامش باتجاه الانخفاض المستمر، مما يزيد من كفاءة السوق المالية التشغيلية.³

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 75.

² دريد كامل آل شبيب، المرجع السابق، ص: 75.

³ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص: 210.

الفرع الثالث: الكفاءة الفنية للسوق والأمان

أولاً: الكفاءة الفنية

وتتحقق من خلال:

- ✓ تداول أنواع مختلفة من المنتجات المالية كان يتداول بالسوق إلى جانب الأسهم أدونات الخزانة، والصكوك وشهادات الاستثمار، وذلك لتنوع المخاطر وتجنب السوق هزات تدهور أسعار نوع معين من الأصول المالية؛
- ✓ إجراء المعاملات بنظام المزاد الموثق لتفعيل دور قوى العرض والطلب في تحديد الأسعار وتجنب ضغوط الوسطاء.

ثانياً: الأمان

بمعنى توفير أكبر قدر ممكن من الحماية ضد المخاطر المختلفة في التعاملات مثل الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الفرقاء.¹ في المطلب السابق قمنا بدراسة سمات كفاءة سوق رأس المال وفي المطلب التالي سيتم ادراج مفهوم الكفاءة الاقتصادية والكاملة في سوق رأس المال.

المطلب الثالث: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال

يمكن القول بأن السوق الكفاء هو الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول الى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة وغير سارة، هذا بالطبع بحمل في طياته أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات.²

الفرع الأول: الكفاءة الكاملة

يطلق مفهوم الكفاءة الكاملة على السوق عندما تتوفر الشروط التالية:

- ✓ توفر المعلومات التامة حول حالة السوق؛
- ✓ تماثل توقعات المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم؛

¹ نجاح عبد العليم، عبد الوهاب أبو الفتوح، الأصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، دار عالم الكتب، الاردن، 2014، ص: 248.
²Site Internet, www.issfb.com, Dernière Visite: (11 :51) (16 /05/2018)

✓ تمتع المستثمرين بحرية تامة داخل السوق، نظرا لانعدام وجود أي قيود على التعامل داخل السوق فلا تكاليف ولا ضرائب على المعاملات ويستطيع المستثمرون التعامل بأي كمية شاءوا يبيعا وشراء، كما لا توجد قيود تشريعية على حرية دخول وخروج المتعاملين من وإلى السوق؛

✓ يفترض توفر حالة الرشد عند المستثمرين أي أنهم يسعون إلى تحقيق أكبر ربح ممكن من صفقات البيع والشراء داخل السوق.¹

الفرع الثاني: الكفاءة الاقتصادية للسوق

تعني الكفاءة الاقتصادية وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأسهم، بمعنى انه في ظل الكفاءة الاقتصادية لأسواق رأس المال علينا أن ننتظر بعض الوقت بعد حصولنا على المعلومات حتى تظهر آثار هذه المعلومات على أسعار الأسهم وهو ما يعني أنه سيكون هناك فرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمه الاستثمارية أو الحقيقية لفترة زمنية معينة غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل، ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن تحقق الكفاءة الاقتصادية في أسواق رأس المال يتطلب توافر شرطين أساسيين هما: كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير.² في المطلب التالي سنتم دراسة مقومات والخصائص للسوق المالي الكفؤ

المطلب الرابع: مقومات والخصائص التنظيمية للسوق المالي الكفؤ

بدأ الاهتمام بكفاءة أسواق الأوراق المالية نتيجة لقيام العديد من المختصين بتحليل المعلومات الواردة الى هذه الأسواق بهدف التوصل إلى القيمة السوقية التي تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية، ويمكن وصف سوق الأوراق المالية بالكفاءة إذا كانت أسعار الأسهم المتداولة فيه تعكس تماما المعلومات المتوفرة، بحيث تتفاعل هذه الأسعار وبطريقة غير متحيزة مع أي معلومة جديدة مما يؤدي إلى صعوبة تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على تلك المعلومات.

¹ ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال وأدواتها)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005، ص: 9.

² سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009، ص ص: 85-86.

الفرع الأول: مقومات كفاءة السوق المالي

تتسم السوق الكفؤة بمجموعة من المقومات نذكر منها ما يلي:

✓ **السيولة:** يقصد بها أن يقوم كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت آخر صفقة على تلك الورقة المالية حيث أن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى¹؛

✓ **استمرارية السعر:** تعتبر أحد المكونات الرئيسية للسيولة وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدّة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة؛

✓ **عمق السوق:** تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) والمستثمرين (أوامر الشراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أدنى وأعلى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب دخل هؤلاء البائعون والمشترون المحتملون إلى السوق؛

✓ **شمولية السوق:** تتميز السوق بالشمولية إذا نتج عن عوامل العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من المشتريين في السوق قليلا وكان حجم التداول الناتج صغيرا فإن السوق تكون ضيقة؛

✓ **حيوية السوق:** عندما يختل التوازن بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن وعندما تنهمر الأوامر على السوق أي تغير طفيف في الأسعار فإن ذلك يدل

¹ ابن أعرم بن حاسين، لحسين جديدين، وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2012، ص: 237.

على حيوية السوق، والحيوية تكون عندما يكون الفرق بين أسعار العرض والطلب صغيرا ويتم انجاز أي صفقة بيع وشراء بسرعة كما يكون حجم التداول كبيرا؛

✓ **كفاءة المعلومات (التسعير):** يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها الى كافة المستثمرين المحتملين في آن واحد بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق المالية وهذا يعني أن أي تغيير في المعلومات حول العرض والطلب سيؤدي إلى تغيير مقابل في أسعار الأوراق المالية، إن التبدل السريع في الأسعار على ضوء أي معلومة جديدة عن العرض والطلب يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية أو كفاءة المعلومات؛

✓ **انخفاض تكاليف التداول:** لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص رأس المال السائل بكفاءة إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة معقولة، وهذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية وأن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فوراً فإذا توفرت هذه الشروط يمكن القول إن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية (التشغيلية)¹.

✓ **كفاءة التخصيص:** وهي تعتمد على توجيه الأموال المتاحة نحو الأصول المتمسمة بأعلى قيمة صافية (بعد طرح هامش المخاطرة) وذلك توافقاً مع هدف المستثمر في توفير أدوات ذات أسعار أعلى وبيعها عند هبوط الأسعار أو بشراء أدوات ذات أسعار منخفضة قبل أن تبدأ هذه الأسعار بالارتفاع وإن الأهم في كل ذلك هو الحصول على أدوات تضمن عوائد مستقرة أو متنامية.²

الفرع الثاني: الخصائص التنظيمية للسوق المالي الكفؤ

يجب أن تتوفر مجموعة من الخصائص التنظيمية التي تساعد على جعل السوق ذات كفاءة عالية وأهم هذه الخصائص مايلي:

✓ وجود إدارة مركزية في السوق ومجلس إدارة يمثل الجهات المتعاملة في السوق وتعتمد هذه الإدارة على القوانين والتعليمات النافذة وتطويرها بما يتلاءم مع التطورات المالية والاقتصادية والتقنية ومراقبة عمليات التداول أولاً بأول؛

¹ تسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها-تاريخها-مستقبلها-ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية)، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2012، ص ص: 282، 284.

² هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، 2015، ص ص: 75، 77.

- ✓ إيجاد نصوص قانونية وتنظيمية فعالة لعمليات التداول في السوق المالي من خلال تحديد شروط إدراج الأسهم وتنظيم دخول الشركات إلى البورصة ومتابعة تطبيق هذه الشروط مع كافة الشركات باستمرار وإيقاف التعامل مع أسهم الشركات التي لا تلتزم بهذه الشروط؛
 - ✓ منع المضاربة في السوق المالي من خلال الرقابة المستمرة على الأسعار والسوق؛
 - ✓ التأكد من دقة وسلامة البيانات التي تنشرها الشركات وإيجاد آلية للإفصاح عن كافة المعلومات الخاصة والعامة ولجميع الشركات، وتوفير العدالة وتكافؤ فرص الحصول على المعلومات والبيانات المالية وتحقيق الحماية للمتعاملين وتنظيم طريقة التعامل في السوق مع إيجاد آلية لتداول الأوراق المالية من قبل المتعاملين من الداخل ومراقبة تعاملات هؤلاء والتأكد من صفقات البيع والشراء التي تنفذ من قبلهم والأرباح التي يحققونها على هذه الصفقات واتخاذ الاجراءات التصحيحية للأخطاء والتغيرات غير النظامية لحماية المستثمرين؛¹
 - ✓ الرقابة الفعالة من لدن الأجهزة الفنية المختصة، إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة وفي الوقت المناسب أعمال السوق؛
 - ✓ تنظيم مهنة الوساطة إذ تؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء والسماسة وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات، وقيامهم بدورهم في خدمة المتعاملين بالسوق والاعلان عن أسعار العرض وطلب الأسهم لتفادي أية أزمات يمكن أن تحدث فيه؛²
 - ✓ أن يسود السوق المالي المنافسة الكاملة وبالتالي تحقق هذا الشرط مرتبط بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين، وأن يكون لهم حرية الدخول والخروج من السوق؛
 - ✓ أن يوفر السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه، ومن خلال توفر السيولة يستطيع المستثمر سواء كان بالشراء أو البيع للأوراق المالية بسعر التكلفة وبالوقت والسرعة المناسبة ويوفر هذا الشرط خاصية استمرارية الأسعار السائدة.
- في المبحث السابق قمنا بدراسة ماهية كفاءة سوق رأس المال بمختلف أبعادها، وفي المبحث الآتي سندرس مختلف الصيغ لمفهوم الكفاءة المالية.

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 88.

² عباس كاظم الدعي، مرجع سابق، ص: 211.

المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال

تعتبر الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقا لذلك يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات¹ المستوى الضعيف (يتضمن المعلومات التاريخية) والمستوى المتوسط (يتضمن المعلومات الحالية المتاحة للجمهور) والمستوى القوي أو الصيغة القوية (وتتضمن جميع المعلومات بما فيها المعلومات التاريخية).²

المطلب الأول: الصيغة الضعيفة (التحليل الفني)

تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية أن سعر التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط كالتغيرات في أسعار وأحجام المعاملات، وعوائد الأوراق المالية للفترات السابقة وأسعار الفائدة، وعليه فإن المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة عديم الجدوى للمستثمر،³ بمعنى أنه في إطار فرض الصيغة الضعيفة لسوق رأس المال لن يستطيع أي مستثمر الاعتماد على المعلومات الماضية الخاصة بالسهم، من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم مستقبلا ذلك لأن القيمة الحالية للسهم تعكس فقط المعلومات الماضية الخاصة بهذا السهم، أو بعبارة أخرى فإن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي رابط أو ما نعبر عنه بالحركة العشوائية.⁴

ويعني هذا أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي، وتعرف هذه الظاهرة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية بين لحظة وأخرى Brealey, Richard and Myers, Stewart 1996 كما أنه لدينا طريقتين لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق؛

¹Brigham. F. Eugene, Ehrhardt. C. Michel, "**Financial Management Theory & Practice**", 11th edition, South western, USA, 2005, PP 270-271.

²Corporate Finance" - compendium. Ventus Publishing. Site Internet, [www. Bookboon.com](http://www.Bookboon.com), Dernière Visite : (12 /06 /2015)

³بن عمر أحسين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب)، مرجع سابق، ص: 239.

⁴سميرة لطرش، مرجع سابق، ص: 97.

الفرع الأول: اختبار الأنماط

يعتمد على استخدام الأسلوب الاحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة وذلك بوضع اشارة لكل نوع من التغيرات وتظهر كما يلي:

+ : تعني حركة سعرية بالزيادة؛

- : تعني حركة سعرية بالانخفاض؛

0 : تعني عدم وجود حركة.

الفرع الثاني: اختبار سلسلة الارتباط

يعتمد هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، حيث في المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ويرجع هذا الاختبار إلى Fama في الخمسينيات، عندما قام باختبار 30 سهما متكون لمؤشر داو جونز، وذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية لفترة من يوم إلى أيام، وقد بين أن نسبة ضئيلة من السهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة، وتصبح هذه النتيجة بمثابة تأكيد واقعي، لفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار.¹

الفرع الثالث: التحليل الفني

يكون سعر الورقة المالية تابعا لتأثير عوامل خاصة بالورقة المالية ذاتها وعوامل أخرى تتعلق بمجمل السوق، ويركز التحليل الفني للأوراق المالية على دراسة تحركات الأسعار في السوق في محاولة لتحديد أوقات الدخول الى السوق والخروج منه وهو بذلك ليس بديلا عن التحليل الأساسي للأوراق المالية، بل مكملا له وداعما لتنفيذ عمليات الشراء والبيع في سوق الأوراق المالية.

إن التحليل الفني يحاول أن يوظف العوامل السلوكية في أسواق الأوراق المالية وهي عوامل مؤثرة ولا يمكن تجاهلها،² ويمكن تطبيقه سواء على المستوى الكلي (على مستوى سوق الأسهم ككل أو متوسطات الصناعة)، أو على مستوى السهم الفردي لذا يستخدم التحليل الفني الأشكال والرسوم

¹ بن أحمد بن حاسين، لحسين جديدين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب)، مرجع سابق، ص: 239.

² عبد الرؤوف رابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، مارس، 2006، ص: 19.

والمؤشرات وقواعد التعامل الفني في الأسهم.¹ وبعد دراسة الصيغة الضعيفة لمفهوم الكفاءة، سنتعرف في المطلب التالي المستوى المتوسط للكفاءة.

المطلب الثاني: سوق متوسطة الكفاءة (التحليل الأساسي)

وهي السوق التي تؤثر فيها البيانات التاريخية وكذا البيانات الحالية لأداء الشركة ومركزها المالي،² وأن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع والسبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات الحالية المتاحة والتاريخية قد أثرت بالفعل على أسعار الأسهم.³

الفرع الأول: التحليل الأساسي

يعني التحليل الأساسي الذي يطلق على ممارسيه بالأساسيين بتحليل بيانات الشركة وأرباحها وادارتها والمنافسة وظروف السوق وعوامل أخرى عديدة ومعلومات ذات صلة بالشركة،⁴ بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المؤسسة بالإضافة الى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية وتتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المؤسسة، كما يهتم التحليل الأساسي بتحليل المعلومات والبيانات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي تنتمي اليه المؤسسة بالإضافة الى ظروف المؤسسة ذاتها مصدرة الأوراق المالية بهدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب على ضوء حجم المخاطر.

في سبيل اجراء التحليل الأساسي يعمد الكثير من المحللين إلى أن تكون نقطة البداية في التحليل الأساسي هي الظروف الاقتصادية العامة وأن تكون نقطة النهاية هي تحليل ظروف المؤسسة ذاتها وهو ما يطلق عليه التحليل من أعلى الى أسفل ويركز هذا التحليل على عنصرين أساسيين هما:

عنصر التحليل الاقتصادي وعنصر تحليل ظروف القطاع (تحليل الصناعة أو النشاط)⁵

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 244.

² محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية (موقعها من الأسواق أحوالها، مستقبلها)، دار الوفاء، الاسكندرية، 2000، ص: 78.

³ محمود محمد سمير، محمود المصري، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011، ص: 28.

⁴Madiha Latif etAl. “**Market Efficiency, Market Anomalies, Causes, Evidences, and Some Behavioral Aspects of Market Anomalies**”. Research Journal of Finance and Accounting. Vol 2, No 9/10, 2011

⁵ بن عمر احسين، لحسن جديدين، كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان تونس، المغرب)، مرجع سابق، ص: 241-242.

الفرع الثاني: التحليل الاقتصادي

للتحليل الاقتصادي أهمية كبيرة لما لهذه الظروف من تأثير على الاقتصاد الوطني ومن ثم على المنشآت التي تعمل داخل هذا الاقتصاد فحالة الانكماش أو التوسع التي يمر بها الاقتصاد العالمي ستعكس لا محال على اقتصاديات الدول خاصة في إطار التجارة الخارجية، بمعنى أنه سيتأثر نشاط الشركة المصدرة بوضعية اقتصاد الشركة المستوردة وبمستوى الأسعار في ذلك الاقتصاد، بالإضافة إلى ذلك فإننا سنجد فرقا كبيرا بين وضعية منشأة في اقتصاد يمر بمرحلة انتعاش عن منشأة أخرى يكون الاقتصاد الوطني فيها يمر بمرحلة ركود أو انكماش الى جانب ذلك لا يمكننا أن نتجاهل مدى تأثير العوامل السياسية على اقتصاديات الدول لأن الاستقرار السياسي يلعب دورا هاما في جلب الاستثمارات الأجنبية والتي تساهم بدور فعال في تحقيق التنمية الاقتصادية ورفع الانتاج وتحسين نوعيته نتيجة المنافسة.¹

الفرع الثالث: تحليل الصناعة أو النشاط

من خلال التحليل الاقتصادي يمكن تحديد أي من الأنشطة أو الصناعات سوف تستفيد مما يحدث في المستقبل، حيث توجد بعض الصناعات أكثر استجابة لأي تغيرات اقتصادية أكثر من غيرها، وبهذا يمكن القول بأن الصناعات أو الشركات التي تتحرك في نفس اتجاه التغيرات الاقتصادية هي صناعات فصلية، فبذلك من الضروري تحديد مرحلة النشاط الاقتصادي التي يمر بها المجتمع كمدخل لتوقيت الاستثمارات في الشركات التي تتصف بالفصلية، فمثلا قد لا ترغب في الاستثمار في شركات السيارات إذا كانت المرحلة التي تمر بها الصناعة هي عند قمة التوسع لأن أسهم هذه الشركات عند حدوده القصوى مما يعني أنه قد يحدث بعد ذلك انخفاض في الأرباح إذا ما اتجه الاقتصاد إلى مرحلة التدهور البطيء.² وسيتم التعرف على المستوى الثالث للكفاءة في المطلب التالي.

المطلب الثالث: سوق مرتفعة الكفاءة

وهي السوق التي تؤثر فيها البيانات التاريخية والبيانات الحالية وكذا البيانات المستقبلية التي تعكس التوقعات المستقبلية للشركات في السوق من حيث فرص البيع، وفرص تحقيق الأرباح وفرص تحديث أساليب الإنتاج،³ ومنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية انطلاقا من تحليله لهذه

¹ سميرة لطرش، مرجع سابق، ص: 119-120.

² عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2007، ص: 221.

³ محمود أمين زويل، مرجع سابق، ص: 78.

المعلومات، لقد اختير هذا الشكل من خلال المقارنة بين أداء أفراد ومؤسسات لديهم القدرة على الحصول على مثل هذه المعلومات الخاصة مع أشخاص عاديين ليس لديهم القدرة على الحصول على مثل هذه المعلومات الخاصة، والشكل القوي هو أعلى درجات الكفاءة للأسواق المالية، ويمكن أن نؤكد أنه غير محقق في الواقع العملي، مادامت هناك فئة من المستثمرين تتفوق على غيرها في الحصول على المعلومات وتحليلها وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين لا تتاح لهم هذه المعلومات وعليه فإن حركة الأسعار في ظل هذا الشكل من أشكال التعامل تكون غير عشوائية باعتبار أن فئة من المستثمرين يمكن لهم التنبؤ بالأسعار في الفترة القريبة المستقبلية.¹

الفرع الأول: نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم

تعني النظرية أن أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطا معيناً لتسلكه باستمرار أو يمكن التنبؤ به بل تتخبط تخبطاً عشوائياً ولذلك يصعب التنبؤ بسلوك هذه الأسعار وبما ستكون عليه في المستقبل بسبب هذا السلوك العشوائي.

ويقدم Bearly- Myrers عام 1988 شرحاً منطقياً لحركة الأسعار في السوق الكفاء ففي ذلك السوق تعكس الأسعار الحالية للمعلومات المتاحة، ولا يتوقع أن تتغير تلك الأسعار إلا بورود معلومات جديدة ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن أن تكون جديدة إذا كان من الممكن التنبؤ بها مقدماً، فإن التغير في الأسعار قد يحدث في أي لحظة وفي أي اتجاه اعتماداً على طبيعة المعلومة (سارة أو غير سارة) الجديدة التي سترد إلى السوق والتي لا يعلم عنها شيئاً،² وتعكس على السعر

$$P^t = E(p^{(t+1)}/I^t) \text{ بالشكل التالي:}$$

$$P_t: \text{سعر الورقة المالية في الزمن } t$$

$$P(t+1): \text{سعر الورقة المالية في الزمن } t+1$$

$$I_t: \text{تمثل المعلومات المتاحة سواء كانت حقيقية أو متوقعة في الزمن } t$$

فمن خلال هذه المعادلة يتضح أن السعر الذي يسود في المستقبل هو تقدير غير متحيز للسعر الحالي يعكس جميع المعلومات المتاحة مع التوقعات المستقبلية السائدة في الفترة الحالية، أما السعر

¹شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، سطيف، 2010، ص: 144.

²هنى محمد نبيل، غراية زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الاسهم في إطار كفاءة الاسواق المالية في البورصات العربية الناشئة (دراسة حالة بورصة المغرب والكويت)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، جوان، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012، ص: 53-54.

في فترة مستقبلية فإنه يعكس المعلومات المتوفرة عن تلك الفترة، مع التوقعات السائدة عن ظروف مستقبلية أيضا في تلك الفترة وبالتالي فلن يكون هذا السعر المستقبلي مرتبطا بالسعر الحالي على اعتبار أن المعلومات التي تؤثر عليه تأتي في نمط عشوائي، ومنه يمكن القول أن السوق يتبع حركة عشوائية إذا كان فقط:

$$P_t - P_{t+1} = ET$$

حيث: ET تمثل ضوضاء بيضاء ناتجة عن التغير في السعر والعوائد مرتبطة به نتيجة ورود معلومات حقيقية إلى السوق المالي، أي تمس الأسعار وعوائدها فعلا.¹

الفرع الثاني: أدبيات نظرية السير العشوائي لحركة الأسهم

تمثلت الأدبيات التي عالجت موضوع الكفاءة في ثلاثة تيارات أو مدارس هي:

✓ المدرسة الأمبيرية أو النفعية؛

✓ المدرسة النظرية أو مقارنة التضعيف الحصري؛

✓ تيار عدم تماثل المعلومات؛

• رائد التيار الأول والثاني Louis Bachelier، ويمثل Fama المدافع الأول عن المدرسة

النفعية، حيث يقدم هذا التيار تعريفا تطوريا للكفاءة ؛

• التيار الثاني الذي يمثله Paul Samuelson الذي يدافع عن مدلولات التوقعات الرشيدة؛

• التيار الثالث وهو نظري وقد بدأ مع مقال Grossman وتطور في منتصف التسعينات

مع ما يعرف ب: Paradoxes de Grossman–Stiglitz.²

بعدها تم التعرف على مختلف مستويات الكفاءة المالية، سيهتم المطلب التالي بكيفية تحديد أسعار الأسهم وفق فرضية كفاءة الأسواق.

المطلب الرابع: تحديد أسعار الأسهم وفق فرضية كفاءة الأسواق

استنادا إلى ما سبق يمكن تحديد الأسعار السوقية للأسهم في السوق الكفؤ وفقا للمعلومات والبيانات المتاحة من بيانات سابقة أو حالية أو مستقبلية وتشمل هذه البيانات كافة السياسات الاقتصادية والسياسية المتعلقة بالاقتصاديات الوطنية والتغيرات التي تطرأ عليها والظروف السائدة بالسوق وعلاقتها بهذه السياسات والنتائج المالية للشركات المدرجة وأية معلومات أو تقارير أو تحليلات أخرى

¹شوقي بورقية، مرجع سابق، ص ص: 142-143.

²هنى محمد نبيل، غراية زهير، مرجع سابق، ص ص: 53-54.

مرتبطة بتلك الشركات، والجهات المصدرة لها ووفرة المعلومات لجميع المتعاملين بالسوق فكفاءة السوق تتحدد بشكل أساسي من خلال ثقة المستثمرين بالمعلومات المتاحة والمتدفقة من قبل الوسطاء الماليين ومدى فاعلية التجاوب مع هذه المعلومات وما يتمخض عنها من أسعار عادلة.

الفرع الأول: أهمية كفاءة الأسواق

إن كفاءة الأسواق من خلال الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الأسهم تعني ثلاثة أمور مهمة:

- ✓ اقتراب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها، أي أن المعلومات المتاحة عن الورقة المالية في تاريخ محدد هي التي تحدد قيمتها السوقية؛
- ✓ المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي قد استوعبتها السوق وتفاعل معها وليس لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية؛
- ✓ إن المعلومات تصل إلى جميع المتعاملين في نفس الوقت وأن قدراتهم على التحليل متقاربة وهذا يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية بناء على معلومات خاصة.¹

الفرع الثاني: فرضيات نموذج السوق المالية الكفوة

- ✓ وجود عدد كبير من المشاركين المتنافسين في السوق، يبحثون عن تعظيم الأرباح ويقومون بتحليل ظروف السوق وقيمون الأدوات بشكل مستقل عن الآخرين،² فالكفاءة تعتبر عاملاً من عوامل المنافسة بين مختلف الوسطاء كلما كان لديهم جديد حول المعلومات؛³
- ✓ عدم تحكم أي من المشاركين في الأسعار السائدة بل في كميات تعاملهم بأدوات الاستثمار المتداولة؛
- ✓ توافر الشفافية التامة في السوق وذلك حيث تنتشر كافة المعلومات بالأدوات المتداولة بصيغة عشوائية وبشكل واضح ومستقل عن غيرها من البيانات؛

¹سهيل مقابلة، مرجع سابق، ص: 224-225.

²هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، 2015، ص: 75، 77.

³Kadir Can Yalçın. “**Market Rationality: Efficient Market Hypothesis versus Market Anomalies**”. European Journal of Economic and Political Studies. Ejepps-3 (2), 2010.

- ✓ يجري اعداد وتحليل ونشر المعلومات بتكاليف زهيدة نسبيا، ولا يظهر أي تمايز وبأي شكل من الأشكال في إيصال المعلومات حتى تكون في متناول جميع الراغبين في الاستثمار والمتعاملين والوسطاء والعاملين في السوق المعنية؛
- ✓ يقوم المستثمرون المتنافسون بتعديل أسعار الأدوات المتداولة بسرعة لتعكس تأثير المعلومات الجديدة ودون أن يترتب على المعلومات السابقة مثل هذا التأثير؛
- ✓ كما لا يمكن التنبؤ بتغيرات الأسعار المستقبلية وبالتالي لا يجري التحضير المسبق لأي تعديلات في هذه التغيرات؛
- ✓ لا يشترط في التعديلات المتأثرة بالمعلومات الجديدة أن تكون كاملة غير أن من الضروري في هذه التعديلات إلا تحمل اتجاهات شاذة تهدد بتقلبات بعيدة عن التوازن أن المنافسة ستكون كفيلا بتعديل الأسعار في النهاية.¹

الفرع الثاني: أهمية الإفصاح في كفاءة الأسواق المالية

يعرف الإفصاح Disclosure بأنه الكشف عن المعلومات التي تهم المتعاملين بأسواق الأوراق المالية وهذه المعلومات قد تكون مالية أو غير مالية وتتم عملية الإفصاح من خلال العديد من الوسائل، منها شبكة الانترنت وإعلام الهيئة الرقابية أو السوق عن طريق المؤتمرات الصحفية أو من خلال الصحف اليومية أو التصريح لأية وسيلة إعلامية أخرى وقد يكون الإفصاح دوريا ومحدد مسبقا كل ثلاثة أشهر أو بشكل سنوي مثلا وقد يكون فوريا حالما تتوفر المعلومة عند حدوث أمر جوهري ومهم.

وبما أن كفاءة الأسواق ترتبط ارتباطا جوهريا مباشرة بتوفر المعلومات فإن عملية الإفصاح عن المعلومات تعتبر جوهر وروح الأسواق المالية لأن المعلومة تشكل العمود الفقري لأي قرار استثماري سليم، كما أن ضعف الإفصاح يساهم بانتشار ظاهرة التلاعب والتغريب بالمستثمرين وفقدان الثقة بالأسواق المالية ومن هنا تأتي أهمية الإفصاح في كفاءة الأسواق المالية.

أولا: أنواع الإفصاح

هناك نوعين من الإفصاح هما: الإفصاح الدوري والإفصاح الفوري

1- الإفصاح الدوري:

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 75، 77.

يشمل الإفصاح الدوري البيانات التي يجب الإفصاح عنها بشكل دوري ومحدد مسبقاً، وتشمل البيانات المالية وغير المالية وتحدد الهيئة مدة أقصاها ثلاثين يوماً للإفصاح عن البيانات المالية للجهات المصدرة أو خمسة وأربعين (45) يوماً بالنسبة للشركات القابضة وفيما يلي توضيح لهذه البيانات:

✓ البيانات المالية:

وتشمل البيانات المالية الفصلية الغير مدققة وبالتحديد تشمل الميزانية العمومية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية وبيان التغيرات في حقوق المساهمين والايضاحات حول البيانات المالية، وبحالة البيانات المالية السنوية المدققة يجب أن تتضمن البيانات بالإضافة إلى ما سبق التقارير التالية:

1. تقرير مجلس الإدارة؛
2. تقرير مناقشة الإدارة وتحليلاتها؛
3. تقرير تنظيم وإدارة الشركة؛
4. تقرير مراقب الحسابات حول تقرير تنظيم وإدارة الشركة؛
5. تقرير مراقب الحسابات بشأن البيانات المالية المدققة؛
6. الإيضاحات.

✓ البيانات الغير مالية:

وتشمل العديد من المعلومات والبيانات الأساسية حول الشركة ومنها ما يلي:

1. بيان بأسماء أعضاء مجلس الإدارة، والإدارة التنفيذية العليا؛
2. بيان بأسماء كبار مالكي الشركة؛
3. وصف أنشطة الشركة الرئيسية وفروعها والشركات التابعة؛
4. الوضع التنافسي للشركة في السوق وحصتها السوقية؛
5. وصف لأي قرارات حكومية أو دولية تؤثر على عمل الشركة؛
6. بيان انجازات الشركة والمخاطر التي تتعرض لها؛
7. أرباح الشركة أو الخسائر المحققة خلال سلسلة زمنية كافية؛
8. رؤية الشركة المستقبلية ومشاريعها الجديدة؛

9. نشاطات الشركة في مجال المسؤولية الاجتماعية.

2- الإفصاح الفوري

ويعني الإفصاح عن كافة المعلومات الجوهرية المالية وغير المالية المتعلقة بالجهة المصدرة فور حدوثها وإرسالها عبر نظام الإرسال الإلكتروني ومن الأمثلة عن المعلومات الجوهرية التغيرات الهامة التي تطرأ على أصول الشركة نتيجة البيع أو الشراء أو تعرضها إلى الكوارث أو الحريق، تخفيض رأس المال أو زيادته، استحداث منتج جديد أو إلغاء منتج حالي، الصفقات والعقود الهامة، الشروع بالاندماج وتوزيعات الأرباح والأسهم المجانية، التصفية، تشكيل مجلس إدارة جديد، والنزاعات القانونية وغيرها من أمور جوهرية أخرى.¹ في المبحث التالي سندرس علاقة المعلومات بمفهوم كفاءة سوق رأس المال، بعدما تطرقنا لماهية الكفاءة ومختلف جوانبها التنظيمية.

¹سهيل مقابلة، مرجع سابق، ص: 225-228.

المبحث الثالث: علاقة المعلومات بمفهوم كفاءة سوق رأس المال

تمثل المعلومات دور مهم في سوق رأس المال، فالأوراق المالية تمثل السلعة في هذه الأسواق ويستخدم المتعاملون المعلومات فقط لتحديد جودة هذه السلعة ولتحديد عروض الأسعار حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت فيتقرر بناء عليها سعر الورقة المالية،¹ فهي تعد من أهم الأركان السائدة لنجاح وتطور أسواق رأس المال فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفؤ للموارد.

المطلب الأول: أنواع المعلومات وأهميتها في كفاءة السوق المالي

المعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات الاستثمارية لاسيما على صعيد الاستثمار بالأوراق المالية.

تتبع أهمية المعلومات (مالية واقتصادية) في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية، درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أرخص ومنفعة أعلى بشرط ان تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها اضافة الى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني.

ان ترويج المعلومات ذات العلاقة بمناخ البورصة وظروفها يجنب المتعاملين في السوق التسعير الخاطئ للورقة لمالية مع ايضاح مستقبل أداء الاستثمارات.²

تشكل البيانات والمعلومات المالية جزءا من التقارير المالية، وتشمل المجموعة المتكاملة للبيانات المالية قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التغيرات في المركز المالي، بالإضافة الى الملاحظات والبيانات الأخرى والتفسيرات التي تعتبر جزء لا يتجزأ من البيانات المالية، وقد تتضمن أيضا جداول ومعلومات إضافية مستمدة من تلك البيانات وقد تتضمن تلك الجداول والمعلومات الإضافية معلومات مالية عن قطاعات النشاط والإفصاح عن آثار تغيرات الأسعار بالإضافة إلى بنود أخرى كتقرير مجلس الادارة أو أية بيانات تحليلية أخرى قد يضمنها التقرير المالي السنوي، بالإضافة

¹ مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 2 ، 2014، ص: 9.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 132.

إلى عرض المركز المالي ونتائج الأعمال والتغيرات في المركز المالي فالبيانات والمعلومات المالية تهدف أيضا إلى تقييم قدرة الشركات على توليد السيولة النقدية وكذلك تقييما لتوقيت الحصول على تلك النقدية ودرجة التأكد المرتبطة بها وتحدد تلك المقدرة في النهاية إمكانية قيام الشركة بدفع أرباح الأسهم إلى المساهمين، كما يتأثر المركز المالي للشركة بمقدار الموارد الاقتصادية الخاضعة لسيطرتها وهيكلها التمويلي وما تتمتع به من سيولة ويسر مالي، وتعتبر المعلومات المتعلقة بهيكل التمويل مفيدة في التنبؤ باحتياجات الشركة من القرض في معرفة كيف سيتم توزيع الأرباح على حملة الأسهم والنفقات النقدية المستقبلية بين أصحاب المصلحة في الشركة، وتفيد المعلومات المتعلقة بأداء الشركة وبصفة خاصة المعلومات الخاصة بالربحية في تقييم التغيرات المحتملة في الموارد الاقتصادية التي يتوقع أن تسيطر عليها الشركة في المستقبل.

الفرع الأول: أنواع المعلومات

حتى يوصف السوق المالي بالكفؤ عليه أن يوفر الأشكال التالية:

أولاً: المعلومات التاريخية

وتشمل كافة البيانات والمعلومات عن السنوات الماضية لأسهم الشركات المتعاملة في السوق، من حيث أسعار الأسهم، عوائدها، والأرباح المتحققة والموزعة خلال الفترات الماضية.

ثانياً: المعلومات العامة

هي البيانات والمعلومات عن الظروف والبيئة الاقتصادية العامة المحيطة أو ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة أو ظروف الشركة نفسها.

ثالثاً: المعلومات الخاصة

هي تلك البيانات والمعلومات الخاصة عن الشركة والتي يطلع عليها العاملين في الشركة ولا تكون متاحة إلا لفئة معينة من كبار الموظفين أو المتعاملين مع الشركة وأن الحصول عليها يحقق أرباحاً غير اعتيادية على أسهم هذه الشركة في حالة اخفائها.¹

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 133.

الفرع الثاني: مفهوم المعلومات ومصادرها

تعد من أهم الأركان الفعالة لنجاح وتطور أسواق رأس المال، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفء للموارد. وهناك عدة تعاريف حول مفهوم المعلومات، على سبيل المثال حسب (2001 Twalm) " فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات "

كما ويمكن النظر إلى المعلومات من حيث خصائصها من جوانب مختلفة حسب احتياجاتها واستخداماتها من طرف المستفيدين منها وتندرج تحت ثلاث أبعاد:

- ✓ خصائص التوقيت؛
- ✓ خصائص المحتوى؛
- ✓ خصائص الهيكل أو الشكل.

ومن مصادر المعلومات

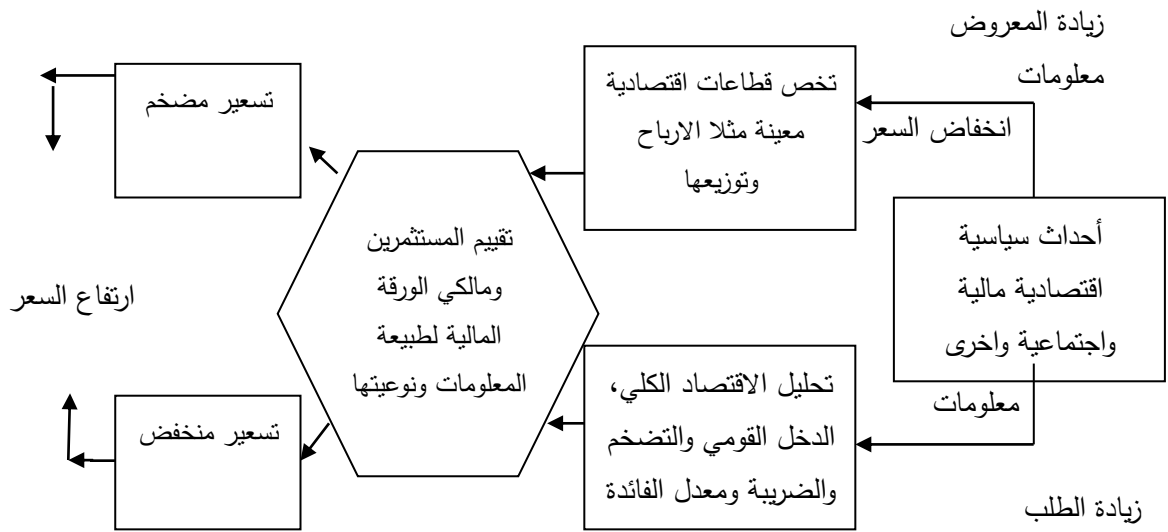
- ✓ التقارير التي تنشرها الشركات وتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها... الخ بشكل سنوي أو ربح سنوي أو في شكل نشرات إخبارية؛
- ✓ التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية؛
- ✓ المعلومات مدفوعة الثمن: وتتمثل في الصحف، المجالات، وخدمات الإرشاد الاستثماري؛
- ✓ قواعد البيانات: تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغيير في سعر الأوراق المالية المتداولة ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم دليل المستثمر عن طريق شبكة الكمبيوتر التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.¹

¹ بن أعمار بن حاسين، لحسن جديدين، كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مرجع سابق، ص: 241.

الفرع الثالث: أهمية المعلومات

تمثل المعلومات الأساس الذي ترتكز عليه نظرية كفاءة الأسواق المالية، حيث تعتبر هي المادة الأولية في الأسواق المالية، حيث يمثل الشكل التالي مدى أهميتها وانعكاسها على سلوك المستثمرين.

الشكل رقم: (03 - 01) أهمية المعلومات ومدى انعكاسها في سلوك المستثمرين



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 133.

يتضح من الشكل أن دراية المستثمر وحملة الأوراق المالية بظروف سوق رأس المال والبيئة الاقتصادية العامة يساهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل الاستثمارات والعوائد المتوقع استلامها، فإذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات طبقاً لطبيعة المعلومات المستلمة فإن الأسعار المطروحة في السوق وفي لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار بالأوراق المالية مما يدفع المتعاملين بعرض كميات كبيرة محاولة للحد من الخسائر المحتملة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى تفاؤل المستثمرين بمستقبل الاستثمارات وعوائدها وفقاً لطبيعة المعلومات المستلمة سواء المتعلقة بالاقتصاد ككل أو على مستوى القطاع أو الشركة المصدرة للورقة المالية فإن الأسعار المطروحة في

السوق تعتبر منخفضة من وجهة نظر المتعاملين أي لا تعكس القيمة الحقيقية للورقة فيزداد الطلب وترتفع الأسعار رغبة من المستثمرين بشراء التدفقات النقدية المتوقع استلامها مستقبلاً.¹ سنتطرق في المطلب الثاني لميكانيزمات ووسائل الحصول على المعلومات بعدما تطرقنا في المطلب الأول الى أنواع المعلومات ودورها في كفاءة السوق المالي. وبعد التطرق لأنواع المعلومات سنحاول التطرق لميكانيزمات ووسائل الحصول عليها في المطلب الآتي.

المطلب الثاني: ميكانيزمات ووسائل الحصول على المعلومات

هناك العديد من الوسائل للحصول على المعلومات، سواء من خلال نشر التقارير المالية أو من خلال المحللين أو من خلال الوسطاء الماليين.

الفرع الأول: ميكانيزمات الحصول على المعلومة

كانت هذه الميكانيزمات محور بحوث جادة نذكر منها بحوث D.dianond في 1985، الذي اهتم بالاتصال المالي الأمثل للمؤسسات، ويفترض هذا الباحث أولاً وقبل كل شيء أن إعداد المعلومات من طرف المؤسسة يكون أقل تكلفة مقارنة بإعدادها من طرف المستثمرين، وتخفيض حجم الأرباح الناتجة عن المضاربة.

كما عولجت إشكالية تحديد سياسة اتصال مالي من طرف R.Merton في عام 1987 في مقال اهتم فيه بتحديد سعر الأصول المالية في ظل عدم تماثل المعلومات بالنسبة لمختلف المساهمين، وبالتالي تم تقسيمهم إلى مجموعتين الأولى تتمثل في المساهمين الذين تتوفر لديهم معلومات كافية تمكنهم من وضع تقديرات كافية ومرضية عن المردودية المنتظرة من الورقة المالية، والثانية تتمثل في المساهمين الذين لديهم نقص في المعلومات وبالتالي لا يمكنهم إجراء أي تقديرات ومنه استنتج R.Merton أن القيمة السوقية للمؤسسة تكون أكبر في حالة ما اذا كان عدد المساهمين الذين تتوفر لديهم معلومات معتبرة والعكس صحيح، وأن القيمة السوقية للمؤسسة تحت فرضية عدم تماثل المعلومات هي أقل من القيمة السوقية في حالة سوق مالي كفاء.

¹أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص:133.

الفرع الثاني: الوسائل المساعدة على تخفيض عدم تماثل المعلومات

يمكن التطرف الى مضمون النظرية المالية فيما يخص تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال نوعين من النماذج: نماذج بإشارات مالية، ونماذج بمكانيزمات محرصة.

أولاً: نماذج بإشارات مالية

تتمثل في النماذج المستعملة عندما تكون المؤسسة مدركة جيداً لنوعية مشاريعها وبالتالي تعمل على بعث إشارات لمختلف الأعوان للتعريف بالميزات الجيدة للمؤسسة فمن خلال متغير مالي (الإشارة) المؤسسات الجيدة لها مصلحة في الإفصاح للعامة عن معلومات تسمح للأعوان (مساهمين ومستثمرين ودائنين) بالتفريق بين مشاريعها والمشاريع الأقل نوعية.

وهناك من يقترح استعمال الخيارات أو المشتقات كأداة لتخفيض المخاطر الناجمة عن عدم تماثل المعلومات أو استعمال السندات القابلة للتحويل الى أسهم.

ثانياً: نماذج بمكانيزمات محرصة

ضمن شروط العقد الذي يربط المؤسسة بمختلف الأعوان، يشترط معرفة نوعية المؤسسة على حقيقتها ويتعلق الأمر بالضمانات ومعدل الفائدة والعلاقة مع العملاء ولعل أهم النماذج التي طورت في هذا المجال كانت من قبل Wett في 1983 و Bensanko و Thakor في 1987 و Chan و Kamatas في 1985 و Stiglitz و Weiss في 1981 و Bester في 1987، حيث أبرزت حقيقة الدور الذي تلعبه الضمانات بصفقتها سلطة مقنعة تحد من الخطر المعنوي من جهة، ومن جهة أخرى الضمان ومعدل الفائدة باعتبارهما سلطة تقريرية ذاتية بالنسبة للمؤسسة وعلاقتها مع العملاء، كما يشجع المحيط القانوني من الرفع من كفاءة الأسواق المالية بإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات المتميزة، وبصفة عامة لا يمكن تطوير السوق المالي والرفع من كفاءته إلا بتوفر معلومات كافية وملائمة في الوقت المناسب التي تسمح باتخاذ قرارات، لهذا يعتبر تشجيع وإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات وتحليلها من المؤشرات المهمة المساعدة على رفع كفاءة الأسواق المالية.¹

¹شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، سطيف، 2010، ص: 147-148.

الفرع الثالث: نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية

في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر، مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع الى المعلومات المتدفقة ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل تلك المعلومات الاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة فنظام المعلومات يعرف على أنه مجموعة من القواعد والاجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة الى المستثمر لاتخاذ القرار الكفاء أو التصرف الأحسن في وقت معين، ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق رأس المال فالمعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق، وتبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي بها الشركة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية وتعرض في الوقت المناسب، وغالبا ما يعمل على ربط الإفصاح بالمجال المحاسبي.¹

بعدما قمنا بمعرفة ميكانيزمات ووسائل الحصول على المعلومات في المطالب السابق سيتم في المطالب الآتي دراسة علاقة الوساطة المالية بمفهوم الكفاءة المالية

المطلب الثالث: علاقة الوساطة المالية بمفهوم الكفاءة المالية

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي الى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فينتقل سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة وهذا أهم عنصر من عناصر تطبيق وتحقيق الكفاءة في الأسواق المالية وهو توفير المعلومات، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين (الوسيط المالي) المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية.

¹ معارفي فريدة، مفتاح صالح، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، عدد 07، ورقة، 2010، ص: 183، 184.

الفرع الأول: شروط الواجب توافرها لتحقيق الكفاءة المالية

تتمثل في مجموعة من الخطوات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة في سوق رأس المال والتي تتمثل أساسا في:

أولاً: يفترض وجود عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين والعلاقة طردية بمعنى أنه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق.

ثانياً: في ظل المناخ التنافسي للسماحة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة فورية لتعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول وما يميز هذه الاستجابة استحالة انفراد أي من المستثمرين بميزة السبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم.

ثالثاً: فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض ولإشارة أنه لا وجود لفواصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها.

رابعاً: وحتى نقول أن السوق كفاء فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا وهبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

الفرع الثاني: متطلبات كفاءة سوق رأس المال

إن السوق الكفاء هي السوق التي تحقق تخصيصا كفاء للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ووفقا لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.

أولاً: الدور المباشر

يقوم على حقيقة مؤاها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الاصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

ثانياً: الدور الغير مباشر

يعد اقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركات بمثابة مؤشر أمان للمقترضين مما يعني امكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال اصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول.¹

الفرع الثالث: أثر عدم تماثل المعلومات على كفاءة سوق رأس المال

تكشف أهمية نظام المعلومات عن أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق رأس المال من جهة أخرى، فحيازة كبار الملاك في الشركة insiders لمعلومات وبيانات لا يمتلكها الآخرون يمكن أن يؤدي إلى آثار وخيمة على الأطراف المشاركة في السوق، فشعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفيلاً بأن يؤدي إلى أحجام المستثمرين عن التعامل فيها مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق وتناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما، ومن المؤكد أن اللاتساق في المعلومات informationly asymmetry يمكن أن يعكس في عدم تجانس التوقعات heterogeneous expectations وأيضاً في شكل اتساع مدى السعر وهو الأمر الذي يؤدي إلى تزايد تكلفة الصفقات وتناقص السيولة، وبالتالي تراجع عدد المتعاملين في السوق كحصلة لسعي الأطراف النافذة في السوق لتحقيق عوائد مميزة على حساب المستثمرين الآخرين، وبالتالي فإن عدم توفر المعلومات أو توزيعها بشكل غير عادل على المستثمرين يمكن أن يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية تقود إلى تسعير خاطئ misprice لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى التخصيص الغير كفؤ للموارد المالية المتاحة، وقد تعزى عدم الكفاءة في نظام المعلومات المالية إلى التأخر في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فائدة ما تتضمنه من معلومات للمتعاملين، ويتوقع في هذه الحالة أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تؤدي إلى تحقيق البعض لعوائد زائدة يمكن أن تسبب في حدوث ظواهر سلبية للغاية، أما العامل الآخر الذي يمكن أن يكون وراء عدم كفاءة نظام المعلومات المالية فيتمثل في نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة بحيث يفشل المتعاملون في اتخاذ قرارات

¹ معارفي فريدة، مفتاح صالح، مرجع سابق، ص ص: 185-186.

استثمارية ناضجة بسبب عدم حصولهم على جميع المعلومات الضرورية، أو لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، ومن المؤكد أن نظام المعلومات الغير الكفؤ يمكن أن يجعل سوق الأوراق المالية غير الكفؤة بالتبعية، ولا شك أن العديد من الآثار الاجتماعية والاقتصادية السلبية ستبرز حينئذ كنتيجة لذلك، حيث يعزف العديد من المدخرين عن توظيف أموالهم من خلال سوق الأوراق المالية، وبالتالي تعقيد مسعى الشركات الراغبة في الحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو من خلال هذه الأسواق بتكلفة مناسبة لذلك فإن أفضل السبل لتفادي مثل هذه الآثار هي ضرورة اعتماد هيئة السوق المالية لمبدأ الإفصاح الإلزامي لإجبار الشركات على نشر المعلومات التي تنتشر عنها، انطلاقاً من أن إدارة الشركة لن تفصح بالكامل عن كل المعلومات الخاصة بنشاطها إذا تركت لها الحرية التامة في الإفصاح عن المعلومات، وبشار في هذا الصدد إلى أنه في حالات اللاتساق القوي للمعلومات يمكن أن تكون الآثار الناجمة كنتيجة وخيمة على السوق وقد يؤدي ذلك في بعض الحالات إلى الانهيار الشامل collaps ليس لسوق الأوراق المالية فحسب، بل للمنظمة المالية برمتها.¹ في المطلب التالي ستنم دراسة دور الوساطة المالية في تحقيق شروط الكفاءة بعدما تمت دراسة علاقة الوساطة المالية بمفهوم الكفاءة المالية .

المطلب الرابع: دور الوساطة المالية في تحقيق شروط الكفاءة المالية

بعد تعرفنا على وظيفة الوسطاء الماليين في سوق رأس المال وتوضيح كيفية مساهمتها في تنشيط وتفعيل المعاملات المالية في الفصل سنتعرف الآن على كيفية تحقيق الكفاءة المالية عن طريق الوساطة وتتحقق على حسب ومدى توفر المعلومات فبدون وجود معلومات لا يمكن تحقق كفاءة السوق، وبالتالي هنا تنشأ العلاقة بين الوساطة ومفهوم الكفاءة من خلا قدرة الوسيط المالي في توفير المعلومات، تحليلها وتفسيرها. حيث تتشكل الحوافز المالية عادة من عدد من الأسهم، السندات أو الاثنتين معاً، وقد تتغير أسعار الأوراق المكونة للحفاظ بصفة مستمرة مما يؤثر على مردودية هذه الأخيرة بشكل عام حيث يتم التسيير الجيد للحفاظ إذا بالتنبؤ الجيد للأسعار المستقبلية للأوراق المالية، ولن يأتي ذلك إلا عن طريق توفير المعلومات الصحيحة والكاملة في الوقت المناسب.

¹ رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص: 114، 115.

تمثل المعلومات التي يتم توفيرها والتي تخدم طوائف مختلفة، قاعدة أساسية يمكن الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الرشيدة فيما يخص شراء وبيع القيم المنقولة أو توجيه المستثمرين في هذا المجال ولا تتوقف الحاجة إلى المعلومات إلى حد توفيرها وتجميعها فقط، إنما تتمثل المرحلة الموالية لهذه المرحلة والتي تعتبر في غاية الأهمية في تفسير وتحليل هذه المعلومات تحليلاً دقيقاً ثم استخدامها في المجالات المناسبة.

الفرع الأول: توفير المعلومات وتخفيض تكلفتها وتكلفة المعاملات

يعتبر الوسيط في العمليات البورصية أكثر الأطراف ارتباطاً بسوق رأس المال وتغيراته، إذ يشكل هذا الأخير حلقة الوصل بين بائعي ومشتري الأوراق المالية إضافة إلى صفته كمرشد أساسي لكافة المستثمرين بالمنتجات المتداولة بالبورصة ودوره الفعال فيما يخص تسيير حوافز الأوراق المالية لصالح عملائه.

تتوقف ربحية أو خسارة المستثمرين بالقيم المنقولة إذاً على نجاعة، كفاءة وحسن تقدير الوسيط في العمليات البورصية الذي يتكفل بتمثيل عملائه على مستوى سوق رأس المال وتحقيق رغباتهم الخاصة بالتوظيف.

للقيام بمهامه يحتاج الوسيط في العمليات البورصية إلى معلومات مختلفة بصفة مستمرة لتقييم فرص الاستثمار المتاحة والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية واتخاذ القرارات المتعلقة بتوظيف الموارد بصورة ناجحة، كما يحتاج إلى المستمرة لتقلبات الأسعار واتجاهات سوق رأس المال وتقدير الاحتمالات المستقبلية.¹

العديد من الأطراف في سوق الأوراق المالية مؤسسات، وسطاء ماليين، مؤسسات التقييم ومستثمرين عادة ما تكون لديهم مجموعة من المعلومات أو قدرات تمكنهم من معرفة قيمة الأوراق المالية في سوق رأس المال، مثلاً مؤسسة مالية تقوم بإصدار أوراق مالية تكون لديها معلومات أكثر حول التدفقات النقدية لتلك الأوراق أكثر من المستثمرين الآخرين، أو هناك بعض المستثمرين الذين لديهم معلومات أكثر حول الأوراق المالية أو قدرتهم على التنبؤ بها، أو بعض من المستثمرين لديهم اطلاع أكثر من المستثمرين الآخرين، فالمستثمرين يقومون بحماية أنفسهم من خلال مؤسسات الوساطة لتوجيههم لاتخاذ قرارات

¹ زرقة زهية، مرجع سابق، ص: 116، 134.

استثمارية صائبة،¹ حيث تقوم فعالية الوساطة المالية على تخفيض تكاليف المعلومات والمعاملات وعلى محاربة عدم تماثل المعلومات Information asymmetry عن طريق تجميع الاستثمارات المتنوعة لتسهيل تكوين المحافظ المالية وضمان العائد للمستثمرين فتخفيض تكاليف المعلومات ناتج عن محاربة عدم تماثل المعلومات ما بين المقرضين والمقترضين فهي تسهل قيام كفاءة الأسواق من خلال تخصيص الكفاء للموارد، لكن حسب الاقتصادي (Cetorelli et al) فيزعمون أن فعالية الوساطة المالية تتحقق اذا ما تم الربط الجيد والحسن بين الطلب والعرض على الأموال، أما (Allen and Santomiro) يزعمون أن أسواق العقود المستقبلية والخيارات هي أسواق الوسطاء بدلا عن الأفراد أو الشركات، فقد زعم (Gary and Andrew) بوجود علاقة عكسية ما بين الوساطة وانخفاض تكاليف المعاملات والمعلومات والحد من عدم تماثلها أي كلما كان ارتفاع في الوساطة تنخفض تكاليف المعلومات والمعاملات.²

الفرع الثاني: المعلومات التي يسعى الوسيط الى توفيرها

أولاً: المعلومات

تختلف المعلومات المراد الحصول عليها باختلاف الاهداف التي نسعى إلى تحقيقها ونوعية التوظيف المختار، وبصفة عامة يمكن حصرها كالتالي:

✓ الاتجاهات العامة للأسواق المالية والتي يمكن أن يعبر عنها من خلال المؤشرات البورصية التي تعطي لمستعملها نظرة شاملة على تطور أسعار سوق رأس المال في وقت معين، وعادة ما يكون الأساس الحسابي لمؤشر محدود على عينة من القيم المتداولة التي لها تمثيل على مستوى السوق؛

✓ نوعية الأوراق المالية المسعرة بالبورصة؛

✓ مردودية مختلف الأوراق المالية المسعرة بسوق رأس المال خلال السنوات الأخيرة؛

✓ أسعار الفائدة السائدة في السوق؛

✓ معدلات التضخم؛

✓ مستويات العرض والطلب بالنسبة لكل قيمة؛

¹Janet Mitchell, **Financial Intermediation Theory And Implications For The Sources Of The Value In Structured Finance Markets**, Working Paper document, National Bank Of Belgium, N 71,2007, PP 3,5.

²Simon Mabote, OP.CIT, PP 5-6.

✓ معلومات خاصة عن الشركات المقيدة في البورصة والمتعلقة ب:

- الأصول الثابتة؛
- الاستثمارات في الأوراق المالية، الدمج والاندماج؛
- المخزون؛
- الديون طويلة الأجل؛
- رأس المال؛
- ربحية السهم الواحد؛
- المسيرين وسياسات التسيير المتبعة؛
- الخطط الانتاجية والصناعية؛
- العملاء الرئيسيون للشركة؛
- الأفق المستقبلية للشركة.

ثانيا: مصادر المعلومات المالية

يمكن الوسيط الحصول على كافة المعلومات سابقة الذكر استنادا الى مصادر مختلفة يمكن تصنيفها إلى:

✓ مصادر داخلية.

✓ مصادر خارجية.

➤ **المصادر الداخلية:** تتمثل المصادر الداخلية في المعلومات المتواجدة لدى الوسيط والخاصة

بالسنوات الماضية، إذ يلتزم هذا الأخير بالمتابعة المستمرة للأسعار، الكميات المتبادلة، الرسملة

البورصية، تغيرات المؤشرات وجل المعطيات الخاصة بالسوق؛

➤ **المصادر الخارجية:** إضافة إلى المصادر الداخلية يمكن للوسيط أن يستعين بمصادر خارجية

نذكر من بينها:

✓ النشرات والتقارير الرسمية؛

✓ الصحف والمجلات المالية؛

✓ تصريحات الشركات المقيدة.

الفرع الثالث: تحليل وتفسير المعلومات

تعتبر مرحلة تجميع المعلومات مرحلة مهمة، إلا أنها لا تفيد في شيء ما لم تستغل استغلالاً فعالاً من أجل تفسير وتحليل جل المعلومات المتحصل عليها.

في هذا الإطار من الأنجح أن يبدأ التحليل بتقييم الظروف الاقتصادية الواسعة والاتجاهات العامة المالية الدولية والمحلية إذ تطلب الأمر ذلك، ثم الوصول إلى تحليل وتفسير المعلومات الخاصة المسجلة بالبورصة وبتطورات أسعار أوراقها المالية، ويمكن اختصار أهم التحليلات التي يمكن القيام بها في هذا المجال بالتحليل الاقتصادي، التحليل البورصي، التحليل المالي، والتحليل الفني (الصيغة الضعيفة)

أولاً: التحليل الأساسي

تطرقنا في السابق لمفهوم التحليل الأساسي، فهو مفهوم واسع يهتم بدراسة حركات الأسهم على المدى المتوسط والطويل خاصة، مرتكزا في ذلك على فحص التنبؤات والتغيرات المستقبلية للاقتصاد عامة، لمختلف القطاعات الاقتصادية، الشركات معدلات الفائدة وأوضاع الأسواق المالية، بحثا عن تقييم فعالية مختلف المؤسسات المسعرة في البورصة واكتشاف الأسهم التي تتميز بالإفراط في تقييمها، ولما كانت مصداقية الشركات أو تدهور صحتها المالية هي العوامل الرئيسية المحددة لجودة أو رداءة الأسهم أو تغيير أسعارها على مستوى السوق فإن التحليل الأساسي يعتمد بشكل رئيسي على تجميع وتحليل كل المعلومات المتعلقة بمختلف الشركات المسعرة والتي ترتبط ب:

1. تغطية الفوائد وعوائد الأسهم؛
2. مستوى الديون؛
3. القدرة على تسديد الديون؛
4. هوامش الربح؛
5. الربح المحقق بالنسبة بسهم الواحد؛
6. رقم الأعمال؛
7. حصتها بالسوق؛
8. مستوى الابتكار والابداع؛
9. نوعية التسيير سياسة التشغيل.

يمكن الحصول على هذا النوع من المعلومات من خلال عدة مصادر من بينها لجنة تنظيم عمليات البورصة، المنشورات الرئيسية والتقارير السنوية أو عن طرق الوسائل المستخدمة لتقييم الأسهم في مجال التحليل الأساسي فهي تتمثل في طريقتين بالغتي الأهمية تتمثلان في:

- نموذج رسملة الأرباح الموزعة أو ما يسمى أيضا صيغة "قوردن وشابيرو"

Modèle d'actualisation des dividendes ou formule de GordonShapiro

- نسبة السعر الجاري إلى الأرباح $ratio\ cours_bénéfice^1$

¹ زرفة زهية، مرجع سابق، ص ص: 116، 134.

خاتمة الفصل

في هذا الفصل قمنا بإجراء دراسة مفصلة حول مفهوم الكفاءة والكفاءة المالية وأهميتها في تطور أسواق رأس المال، حيث إن توفر مفهوم الكفاءة على أرض الواقع أي في البورصات أو أسواق رأس المال فهذا يساعد المستثمرين للانتقاء الأمثل للمشاريع ذات الربحية الحتمية وتجنبيهم الخسارة بما في ذلك تخفيض تكاليف المعاملات وتسهيل الحصول عليها من خلال خدمات الوسطاء الماليين ذوي الخبرة الكافية في مجال الأسواق المالية، وتطرقنا بالتفصيل إلى مستويات الكفاءة في الأسواق، أنواعها وشروط تحقيق وتجسيد أسواق رأس مال كفؤة على أرض الواقع

الفصل الرابع:

أثر الوساطة المالية على كفاءة

بورصة عمان

تمهيد

تعد بورصة عمان للأوراق المالية من أكثر أسواق المنطقة العربية تطوراً وتنظيماً، ولعل الدليل الأبرز على مدى تطور هذه السوق وتنظيمها هو قيام الحكومات التونسية والعمانية بالاستعانة بالخبرات الأردنية في إنشاء أسواق رأس المال وتنظيمها في كل من تونس ومسقط، وكذلك المساعدة الفنية التي وفرتها سوق عمان للسلطة الفلسطينية بهدف تأسيس القدس للأوراق المالية.

يقوم الوسطاء بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، فقد تم إصدار تعليمات جديدة خاصة بالبورصة وتم تحديد المعلومات والبيانات والسجلات التي يتوجب على البورصة الإفصاح عنها. من خلال هذا الفصل سيتم التطرق إلى ماهية سوق عمان وقياس كفاءتها من خلال إسقاط ما جاء في الدراسة النظرية على سوق عمان للأوراق المالية حسب المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية سوق عمان للأوراق المالية

المبحث الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق عمان للأوراق المالية

المبحث الثالث: الوساطة في سوق عمان للأوراق المالية وقياس كفاءتها

المبحث الأول: ماهية سوق عمان للأوراق المالية

يعتبر سوق عمان المالي متقدم ومتميز تشريعياً وتقنياً على المستوى الإقليمي ومرتقياً إلى أحدث المعايير تشريعياً في مجال الأسواق المالية، مما يوفر بيئة جذابة للاستثمار إلى جانب البنية التقنية المتطورة التي تضاهي مثيلاتها في الأسواق المتقدمة.

المطلب الأول: التطور التاريخي لبورصة عمان

إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة قد دفع إلى التفكير الجاد في إنشاء سوق مالية في العاصمة عمان فقام البنك المركزي خلال العامين 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي بتقنين مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 سنة 1976، والذي بموجبه أنشأت سوق عمان المالية والتي باشرت نشاطاتها في 01 جانفي 1978 وقد جاء في الهدف المحدد في هذا القانون تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية، وذلك بما يضمن شفافية التعامل وسلامته، عدالته، سهولته وسرعته. وفي هذا الصدد سيتم تناول التطور التاريخي لسوق رأس المال في الأردن على ضوء المراحل التالية:

المرحلة الأولى: الفترة الممتدة من سنة 1930 إلى سنة 1960؛

المرحلة الثانية: الفترة الممتدة من سنة 1961 إلى سنة 1975؛

المرحلة الثالثة: الفترة الممتدة من سنة 1976 إلى سنة 2010¹؛

المرحلة الرابعة: الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى 2018.

الفرع الأول: الفترة الممتدة من 1930 إلى 1960

إتصفت هذه المرحلة بوجود أدوات مالية محددة الغرض والإنتشار، كما إتصفت بعدم وجود أنظمة وقوانين تحكم العمل بهذه الأدوات وتنظيمها، فقد شهد عقد الثلاثينيات إنشاء عدد محدود من شركات المساهمة في الأردن²، حيث تم تأسيس سنة 1930 البنك العربي وتلى ذلك تأسيس شركة التبغ والسجائر الأردنية سنة 1931، ثم تبعها تأسيس شركة الكهرباء الأردنية سنة 1938، وقد شهد عقد

¹ Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (18:14) (12/05/2017)

² عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص: 154.

الخمسينيات إنشاء شركة الاسمنت الأردنية سنة 1951، ورغم إنشاء هذه الشركات واكتتاب المتعاملين بأسهمها، إلا أنه لم يجري تنظيم قانون لهذه الشركات أو تداول أسهمها الأمر الذي أدى إلى ظهور سوق غير منظمة لتداول أسهم هذه الشركات من خلال مكاتب غير متخصصة.

الفرع الثاني: الفترة الممتدة من سنة 1961 إلى سنة 1975

عرفت هذه المرحلة أول عملية لإصدار السندات وذلك سنة 1961، حيث شهدت تطورا ملحوظا خاصة بعد وضع الخطة الخماسية للبرنامج التنموي في الأردن وللمدة (1962-1967)، فقد تضمنت هذه الفترة طرح سندات لمجموعة من المشاريع الحكومية وإصدار قانون الشركات سنة 1962، وفي سنة 1966 تم وضع وإصدار قانون الدين العام والذي يهدف إلى انشاء سوق لرأس المال في الأردن لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وفي سنة 1969 تم إصدار أودونات الخزينة لسد العجز ما بين إيرادات الحكومة ونفقاتها، وقد شهدت الفترة 1969 و 1971 وضع خطة ثلاثية هدفها الرئيسي هو زيادة الادخار الخاص في المملكة وجذب المدخرات الأجنبية إلى الأردن لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، كما شهدت الفترة انتشار بعض الشركات المالية.

الفرع الثالث: الفترة الممتدة من سنة 1976 إلى نهاية 2010

أدى غياب سوق منظمة لتداول أسهم شركات المساهمة العامة والسندات الحكومية إلى التفكير جديا بإنشاء سوق للأوراق المالية تقوم على تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل معها والرقابة عليها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وكذلك حماية صغار المدخرين من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر الحقيقي للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب لذلك دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة إلى انشاء السوق المالية في الأردن، ونتيجة لذلك قام البنك المركزي الأردني خلال سنتي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC التابعة للبنك الدولي بإجراء دراسات حثيثة تبين من خلالها أن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه يبرر إنشاء السوق المالية ونتيجة لهذه الدراسات قد صدر في تاريخ 1 جوان 1976 القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976 والذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالية، حيث باشرت السوق أعمالها منذ مطلع سنة 1978.

كما شهدت هذه المرحلة وضع خطة خماسية للسنوات (1976-1980)، تضمنت الخطة فصلا كاملا عن الإطار التنظيمي للسوق المالية والدعوة إلى مشاركة أكبر في الاقتصاد الوطني من قبل

القطاع الخاص، حيث بلغ عدد شركات المساهمة سنة 1978 إلى 66 شركة، وقد شهدت هذه المرحلة تطورات عديدة خصوصاً بعد سنة 1980.¹

الفرع الخامس: الفترة الممتدة من 2010 الى سنة 2017

إلغاء السوق الثالث اعتباراً من 16 أبريل 2017 صرح المدير التنفيذي لبورصة عمان بأنه استناداً لأحكام المادة (29) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2016، فإنه سيتم إلغاء السوق الثالث في البورصة، وأضاف بأن أسعار أسهم 6 شركات من شركات السوق الثالث سيتم نقلها للسوق الثاني وذلك لتحقيقها شروط الإدراج في السوق الثاني.

تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة الأردنية كشركة مساهمة عامة لدى دائرة مراقبة الشركات برأس مال مقداره (4,774,525) دينار أردني بتاريخ 20 فيفري 2017 أوضح المدير التنفيذي لبورصة عمان بأنه قد تم تسجيل أسهم الشركة لدى هيئة الأوراق المالية بتاريخ 06 مارس 2017، وأن البورصة ستستمر بأعمالها كسوق مالي مرخص اعتباراً من تاريخ تحولها إلى شركة مساهمة عامة.

سننظر في المطلب الآتي للإصلاحات الهيكلية لبورصة عمان، بعدما تطرقنا للتطور التاريخي لها في المطلب السابق.

المطلب الثاني: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني

بموجب القانون الأخير في العام 1997 (قانون الأوراق المالية) تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسة تتمتع باستقلال مالي وإداري، وذلك للقيام بتنظيم وتوجيه ورقابة وتوثيق التبادلات في الأوراق المالية، وفي إطار تم خلاله فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي وثم الدور التوثيقي بعد أن كانت سوق عمان تمارس هذه الأدوار معا وإن هذه المؤسسات الثلاث هي:

- ✓ هيئة الأوراق المالية؛
- ✓ سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)؛
- ✓ مركز ايداع الأوراق المالية.

¹Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (17:10) (21/06/2017)

الفرع الأول: هيئة الأوراق المالية

هي مؤسسة رقابية ترتبط مباشرة برئيس الوزراء، وتعمل على توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل وحماية المتعاملين وضمان الكفاءة الاستثمارية والشفافية في المعلومات مع نشر الوعي الاستثماري وتشجيع التبادل في السوق المالية، بالإضافة إلى منح التراخيص المصدرة بموجب القانون وتحديد حدود للعمليات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية وأعضاء المركز، كذلك اعتماد المعايير المحاسبية والتدقيق للجهات الخاضعة لرقابتها وكذلك المعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين للتدقيق على الجهات الخاضعة لرقابتها، وتهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية، وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة ومركز الإيداع، ومعتدي المهن المالية، كما تهدف الهيئة إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين.

الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)

تعد سوق الأوراق المالية مؤسسة خاصة تنفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامية ولا تهدف إلى الربح ولا تخضع لقانون الشركات وتضم الوسطاء الماليين كأعضاء في الهيئة العامة ويديرها مجلس إدارة يتكون من سبعة أعضاء، ثلاثة منهم يمثلون شركات الخدمات المالية كوسطاء ماليين وعضوين يمثلان البنوك التي تمارس شركات الخدمات المالية والوساطة المملوكة من قبل البنوك أو التابعة لها، وأخيراً عضوين تعينهما هيئة الأوراق المالية من ذوي الخبرة القانونية والمالية.

الفرع الثالث: مركز ايداع الأوراق المالية

هو مؤسسة توثيقية أنشأت عام 1990 وتتولى مهام تسجيل ونقل ملكية الأوراق المتداولة في البورصة، وتعمل على تسوية أثمان تلك الأوراق ما بين الوسطاء الماليين، كما وتهيئ هذه المؤسسة المناخ الملائم للاستثمارات المالية هذا فضلا عن دورها في تخفيض تكلفة الاستثمار وفي رفع كفاءة تسوية الاثمان.

وعلى أي حال تمر نشاطات مركز إيداع الأوراق المالية بالمراحل التالية:

✓ مرحلة نظام تسجيل الأوراق المالية؛

- ✓ مرحلة إيداع الأوراق المالية؛
- ✓ مرحلة نظام تسوية أو نقل الملكية؛
- ✓ مرحلة نظام تسوية أثمان الأوراق المالية؛
- ✓ مرحلة الخدمات المساندة.¹

بعد معرفة الاصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني، سنتطرق بالتفصيل للبورصة في المطلب الآتي.

المطلب الثالث: بورصة عمان

تم إنشاء بورصة عمان بغية تحقيق العديد من الأهداف من بينها تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني.

الفرع الأول: نشأة بورصة عمان

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة إدارياً ومالياً، وتدار من قبل القطاع الخاص ولا تهدف إلى الربح، ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة تدار من قبل القطاع الخاص وأوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية تحت رقابة هيئة الأوراق المالية، كما أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب القانون كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص وكجهة وحيدة مصرح لها بالحفظ لملكية الأوراق المالية والاشراف على عمليات التسوية والتقاص. حيث تسعى لأن تكون أهم وأحدث البورصات في المنطقة وفي العالم من خلال توفير كافة الوسائل التقنية والتشريعية اللازمة لجعلها محط اهتمام وجذب المستثمرين المحليين والأجانب من خلال توفير سوق عادل للتعامل بالأوراق المالية يمتاز بدرجة عالية من الشفافية والكفاءة والسيولة والعمق.

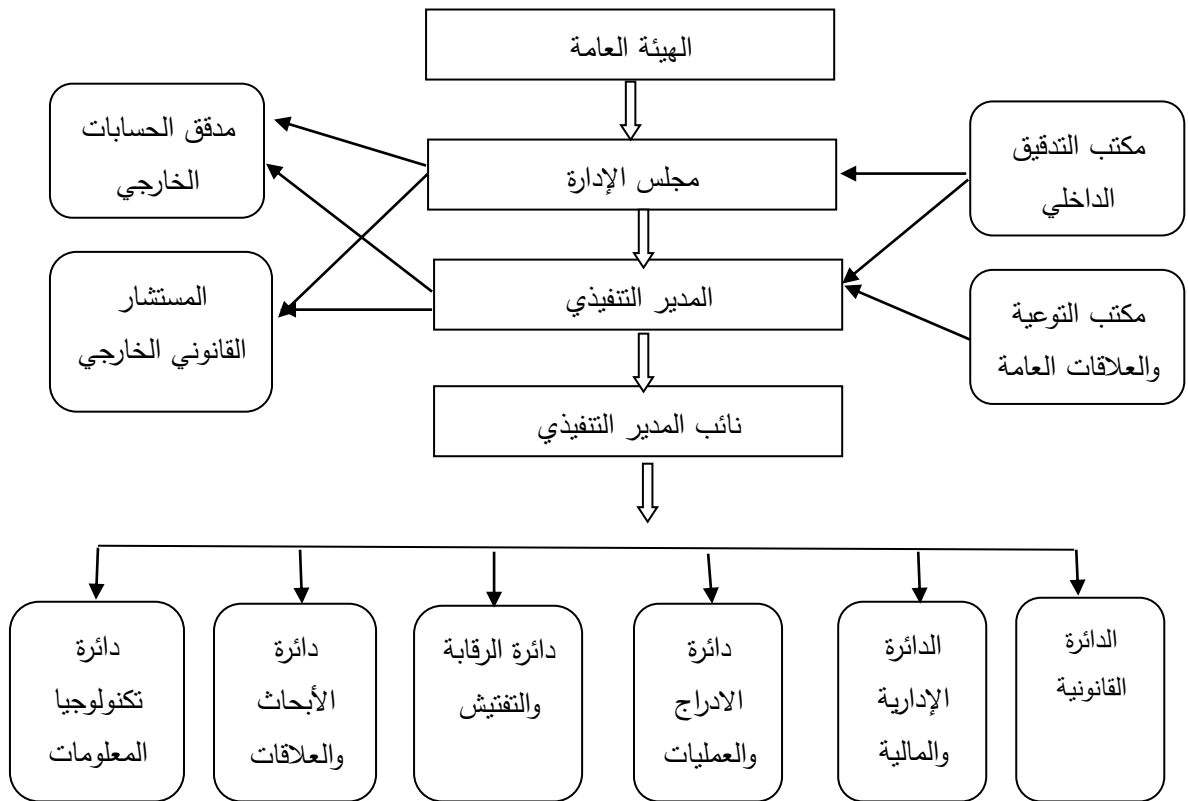
لتحقيق غاياتها تضع الشركة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة.

تتكون بورصة عمان من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مفوضي هيئة الأوراق المالية والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة، ويتألف مجلس إدارة البورصة من سبعة أعضاء،

¹Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (13:31) (17/02/2017)

عضوين يمثلان البنوك المرخصة كوسطاء والوسطاء المملوكين من قبل البنوك التابعين لها وعضوين يمثلان الوسطاء من غير البنوك، ثلاثة أعضاء من القطاع الخاص من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهم مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية فهي تهدف بشكل رئيسي إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وترسيخ أسس التداول العادل.¹

الشكل رقم: (01-04) الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر:

Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (14:10) (12/01/2017)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه التدرج الإداري لبورصة عمان، حيث نجد في قمة الهرم الهيئة العامة يليها مجلس الإدارة، المدير التنفيذي تم نائبه وتتفرع على هذه الأخيرة إلى مجموعة من الدوائر منها الدائرة القانونية وهي التي تعنى بالشؤون القانونية للبورصة بما فيها النزاعات وما إلى ذلك، الدائرة الإدارية والمالية، دائرة الإدراج والعمليات، ومن ثم دائرة الرقابة والتفتيش التي تفرض على كل من المستثمرين

¹Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (14:29) (16/03/2017)

والوسطاء لفرض النظام لتحسين نوعية الخدمات المقدمة، دائرة الأبحاث والعلاقات وتليها دائرة تكنولوجيا المعلومات، حيث تسعى بورصة عمان لمشاركة تجربتها مع مختلف البورصات العربية والأجنبية بما فيها جلب مختلف التكنولوجيات لتطوير البورصة ومواكبة مختلف التطورات الحاصلة في المجال.

الفرع الثاني: أهداف بورصة عمان للأوراق المالية

تهدف بورصة عمان إلى تحقيق عدد من الأهداف نذكر منها ما يلي:

- ✓ إيجاد بيئة استثمارية جاذبة وآمنة ومنافسة تتسم بالشفافية والمصداقية؛
- ✓ زيادة عمق وشفافية السوق وتنويع الأدوات المالية للمستثمرين؛
- ✓ تطوير العمل في البورصة¹؛
- ✓ وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفو وشفاف؛
- ✓ تنظيم أنظمة الكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة؛
- ✓ مراقبة عمليات التداول في السوق، والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات؛
- ✓ فرض عقوبات تأديبية على أعضائها والأشخاص المرتبطين بهم المخالفين لأحكام القانون والتعليمات الصادرة بمقتضاه؛
- ✓ وضع معايير للسلوك المهني؛
- ✓ وضع معايير التدريب والخبرة والكفاءة الإدارية لأعضائها؛
- ✓ اعداد التقارير ونشر المعلومات عن أنشطة البورصة؛
- ✓ إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها؛
- ✓ تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي.²

¹ Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (13:54) (28/06/2017)

² صبري الخطيب، أداء بورصة عمان خلال العامين 2004 و 2005 والنصف الأول لعامي 2006 و 2005، غرفة تجارة عمان، وحدة الدراسات والاتفاقات الدولية، 2006، ص ص: 3، 5.

الفرع الثالث: الجهات المتعاملة في بورصة عمان للأوراق المالية

يمكن التركيز على بعض الجهات المتعاملة في السوق المالي، وفق ما ينص عليه القانون حيث ركز القانون والأنظمة والتشريعات الحكومية على بعض الأعضاء لهذا السوق ومن الأعضاء:

✓ البنوك التجارية المحلية؛

✓ البنوك المرخصة؛

✓ مؤسسات الإقراض الزراعي المتخصصة؛

✓ كل الشركات المساهمة العامة الأردنية التي يبلغ رأس مالها المدفوع مائة ألف دينار دينار وأكثر؛

✓ جميع الشركات المساهمة العامة غير العضو في السوق وعليها أن تقوم بتسجيل عمليات بيع وشراء أسهمها في السوق.

حيث تقوم هذه الشركات بتوضيح أسعار التعامل للجنة لتسجيلها في سجل خاص، ولا يجوز للجنة أن تسجل أو تعلن عن المعلومات الواردة في هذا السجل الخاص إلا من الناحية الإحصائية والاجمالية. إذا تم التعاقد على بيع وشراء أوراق مالية مسجلة ومقبولة لدى السمسار خارج حدود المملكة فلا يعتبر هذا التعامل نافذاً إلا إذا اقترن بتسجيل التعامل في السوق خلال مدة أقصاها ثلاثة أشهر من تاريخ التعاقد.

على كل شخص طبيعي أو معنوي يرغب بأن يكون وسيطاً في السوق أن يقدم طلب إلى اللجنة للحصول على الترخيص اللازم على أن تصدر اللجنة قرار للموافقة أو الرفض.

الفرع الرابع: الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان

تعتبر الأسهم والسندات هي المنتجات الرئيسية لهذا النوع من الأسواق، فهي متعددة ومختلفة ولكل منها مزايا وخصائص حيث سيتم التطرق لها بالتفصيل.

أولاً: الأسهم العادية

قد تكون أسهم الشركة العامة المساهمة نقدية أو عينية وتعطى هذه الأسهم للشركات المساهمة العامة أرقاما متسلسلة متساوية الحقوق والواجبات، ويقوم مجلس إدارة الشركة بإصدار وثائق مؤقته للمساهمين

تثبت فيها حق ما يملكه كل منهم في أسهم الشركة ليسدد من قيمتها، وغالبا تتضمن هذه الشهادات المصدرة من مجلس إدارة الشركة البيانات التالية:

✓ اسم الشركة ومركزها الرئيسي؛

✓ أسهم المساهم وعددها ونوع مساهمته؛

✓ الأرقام المتسلسلة لشهادات ملكية السهم.

ويكون سهم شركة المساهمة العامة بعد تسديد ما لا يقل عن 50 % من قيمته الاسمية قابلا للتداول في السوق الثانوي، ولا يجوز لشركة المساهمة العامة شراء أسهمها لحسابها الخاص، إلا إذا آلت إليها باندماج شركة أخرى بشرائها لأسهم شركة أخرى كانت تملك أسهمها في رأس مالها. ويكون تداول الأسهم باطلا في السوق في الحالات التالية:

✓ إذا كان السهم مرهونا أو محجوزا أو مؤشرا عليه بأي قيد يمنع التصرف به؛

✓ إذا كانت شهادة الأسهم مفقودة؛

✓ إذا كان من الأسهم التأسيسية.

في حالة حظر ومنع القوانين والأنظمة المعمول بها في السوق بتداول الأسهم في شركة مساهمة في السوق المالي.¹

ثانيا: اسناد القرض

هي أوراق مالية ذات قيمة اسمية قابلة للتداول وتصدرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لا تقل مدته عن (05) سنوات، وتتعهد الشركة بموجب هذا الاسناد بسداد هذا القرض وفوائده طبقا لشروط الإصدار وتنقسم هذه الاسناد إلى:

✓ **الاسناد الاسمية:** وتكون باسم المالك وتنتقل الملكية حسب قانون السوق وتوثق في

سجلات الشركات؛

✓ **الاسناد لحاملها:** وتكون الحقوق المترتبة عليها للشخص الذي يحوز عليها وتنتقل

ملكيتها من شخص إلى آخر بالاستلام والتسليم مباشرة.

تكون القيمة الاسمية للإسناد في كل إصدار ثابتة لكنها بفئات مختلفة، وذلك لغايات تسهيل عملية التداول وقد تباع بقيمتها الاسمية أو بعلاوة إصدار أو بخصم ولكن في الحالات جميعها يكون التسديد بتاريخ الاستحقاق بالقيمة الاسمية، وعليه فإن السند يتضمن البيانات التالية:

¹ جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر، عمان، 2002، ص ص: 77، 82.

- ✓ إسم وشعار وتاريخ تسجيل الشركة؛
- ✓ قيمة ونوع رقم السند بالإضافة لمدته وسعر الفائدة؛
- ✓ أي شروط أخرى بما لا يتعارض مع نشرة الإصدار؛
- ✓ وقد تكون بالدينار الأردني أو بالعملات الأجنبية وتقوم بتسويقها الشركات المالية وحسب الشروط التي يتضمنها الاتفاق، ويجوز قيام إحداها بتغطية الإصدار هذا ولا بد من توفر الشروط التالية في الشركة التي ترغب في الإصدار:
 - تنسيب مجلس الإدارة أو موافقة الهيئة العامة؛
 - أن يكون رأس المال مدفوعا بالكامل؛
 - ألا يزيد الإصدار عن رأس مال الشركة؛
 - ألا يكون الاسناد بكامل قيمتها مضمونة برهن له الأولوية على موجودات الشركة؛
 - موافقة لجنة الإصدارات.

كما أن الشركة الراغبة في الإصدار تقوم بإعداد نشرة إصدار مع الإشارة إلى أن هذا النوع من الأوراق المالية بدأ التعامل به في عام 1979 أي بعد مضي عام على إنشاء سوق عمان المالي، حيث كان الإصدار لصالح شركة الاسمنت الأردنية بمبلغ 5 مليون دينار، وبفائدة سنوية تقدر بحوالي 8,5 % مع إمكانية الاستثمار فيها من قبل البنوك.

ثالثا: سندات المقارضة

هي أداة من أدوات التمويل وفقا لقواعد التمويل الإسلامي وتختلف عن مثيلاتها في الاقتصاد الوضعي لكونها عبارة عن علاقة بين مصدر ومكتتب تأخذ معنى لرد الأصل وليس المديونية، أي أن الفائدة لا تحدد سلفا وإنما يترك أمرها لمدى الربح المحقق، ولا يوجد أي ضمان لرد الأصل وذلك لاحتمال وجود خسائر ولكونها وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله لتحقيق الربح فإن إصدارها يتم بإحدى الطريقتين التاليتين:

- ✓ أن تصدر لأجل معين للمشاركة في تمويل الاستثمار المزمع إقامته، ويطلق عليها حين ذاك سندات المقارضة المشاركة؛

✓ أن تصدر لهدف معين للمشاركة في تمويل الاستثمار، ويتم استردادها من خلال الدخل المتوقع عنه بالإضافة للمشاركة في الربح، وفي كلا الحالتين لا تخضع الأرباح المحققة عنها ضريبة الدخل، وكذلك الحال بالنسبة لأصل القرض؛

هناك عدة شروط ينبغي توفرها في الشركات الراغبة في إصدار مثل هذا النوع من السندات وهي كالتالي:

- أن يكون المشروع أو الاستثمار له جدوى اقتصادية؛
- أن يكون المشروع أو الاستثمار مستقلا عن المشاريع الأخرى؛
- أن يمول المشروع أو الاستثمار شخصية مستقلة عن بقية المشاريع من حيث السجلات والتقارير المالية، أما لجنة الإصدار التي تقوم بإصدار مثل هذه المستندات فهي تتكون من التالي:

✚ وكيل وزارة المالية؛

✚ وكيل وزارة الصناعة؛

✚ وكيل وزارة الأوقاف؛

✚ مدير السوق المالي عضوين من القطاع الخاص.

ويتم عرض نشرة الإصدار على مجلس الوزراء للموافقة عليها بعد تعيبتها بكافة البيانات والمعلومات المطلوبة.¹

الفرع الخامس: إجراءات التداول في بورصة عمان

تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، صادرة بالاستناد لأحكام المادة (70/أ) من قانون الأوراق المالية رقم (18) لسنة 2017 والمادة (08) من النظام الأساسي لشركة بورصة عمان المساهمة العامة المحدودة، والمقرة من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية بموجب قراره رقم (224/2018) من المادة (03) لا يجوز التداول في البورصة إلا بواسطة عقود تداول تبرم بين الوسطاء مدونة في سجلات البورصة لحسابهم أو لحساب عملائهم، وفقا للأنظمة الداخلية للبورصة وتعليماتها الملزمة لجميع الأطراف المعنية بالتداول، ويحظر الاتفاق على سعر يخالف ما ورد في عقد التداول.

للمدير التنفيذي الحق في الحالات التي تقتضيها مصلحة السوق إيقاف جلسة التداول أو إيقاف تداول ورقة مالية أو أكثر لمدة محددة خلال جلسة التداول وإعلام الهيئة والمركز والوسطاء بذلك فوراً.²

¹ Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com Dernière Visite: (15:53) (17/02/2018)

² Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com Dernière Visite: (23:23) (15/02/2018)

يتم تداول الأوراق المالية في بورصة عمان باستخدام التداول الإلكتروني منذ الربع الأول من عام 2000، وتطبيق نظام التداول الإلكتروني حيث يعتبر نقلة نوعية لمواكبة التطورات التي تمر بها البورصات في العالم، وضعت بورصة عمان جدولاً زمنياً منذ مطلع عام 2000، تتضمن تدريب الوسطاء وإجراء العديد من جلسات التداول التجريبية واختبارات نظرية وعملية للوسطاء الذين سيتعاملون مع النظام، وعملت البورصة على نقل الشركات من التداول اليدوي إلى النظام الإلكتروني بشكل تدريجي ففي 26 مارس 2000 تم التداول بأسهم عشر شركات، ثم تم نقل بقية الشركات على شكل مجموعات تضمنت آخر مجموعة 100 شركة مساهمة عامة وذلك في 15 جوان 2000 أصبح عندها التداول الإلكتروني بديلاً عن قاعة التداول التقليدية باستخدام الحاسوب لمقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، وتحديد السعر وتنفيذه إلكترونياً، طبقاً لما تقدم اقتضت الضرورة لعرض المزايا المتحققة من استخدام التداول الإلكتروني وكيفية معالجة أوامر التداول وتسويتها باستخدام هذا النظام.

أولاً: مزايا استخدام التداول الإلكتروني

يقدم نظام التداول الإلكتروني العديد من المزايا للبورصة والمستثمرين والمتعاملين والوسطاء كما يلي:

- ✓ رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية؛
- ✓ مرونة عالية في تنفيذ الصفقات بعدالة وشفافية وأمان؛
- ✓ سهولة التعرف على العمليات المنفذة وغير المنفذة؛
- ✓ إمكانية تحليل أوضاع الشركات المتداولة أسهمها بشكل آني؛
- ✓ تفعيل عملية الرقابة على عمليات التداول؛
- ✓ إمكانية نشر المعلومات بشكل فوري، مما يساعد على زيادة عمق وسيولة السوق.

وقد قام سوق عمان للأوراق المالية بتطبيق نظام التداول عن بعد Remotetrading وإلغاء قاعة التداول التقليدية والتي أصبح يقتصر استخدامها على حالات الأعطال الفنية في حال عدم تمكن شركات الوساطة من الاتصال بنظام التداول الإلكتروني بواسطة خطوط مؤجرة Leased Links، حيث أصبح التداول يتم من خلال مكاتب شركات الوساطة المالية المرخصة، وذلك بغرض تسهيل التداول ورفع كفاءة الوسطاء العاملين في البورصة بالإضافة إلى إعطاء الوسطاء والمتعاملين في الأوراق المالية المزيد من المرونة والسهولة بالتداول وقد قامت شركات الوساطة بتجهيز قاعات خاصة لعملائها لتمكينهم من متابعة عمليات التداول بشكل مباشر.¹

¹ Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (18:34) (12/05/2017)

ثانيا: معالجة أوامر التداول في النظام

يتم إدخال أوامر التداول البيع والشراء من قبل الوسيط على نظام التداول، إذ يتعرف النظام على الوسيط من خلال شاشته التي يتم تعريفها من قبل دائرة الكمبيوتر في البورصة، بحيث يعطي لكل وسيط شاشة ورقم للتعرف على مصدر الأمر المدخل للنظام. تقسم أوامر التداول إلى نوعين:

✓ أوامر من حيث السعر

- أوامر السعر المفتوح، ويدخل فقط في مرحلة ما قبل الافتتاح؛
- أمر سعر السوق، ويدخل في مرحلة التداول المستمر؛
- أمر السعر المحدد، ويدخل سعر محدد عند إدخال الأمر وليس بالضرورة أن يكون ضمن الحدود العليا أو الدنيا.

✓ أوامر من حيث مدة الصلاحية

- أمر ليوم واحد، ويتم إزالته من النظام عند نهاية الجلسة؛
- أمر لتاريخ محدد، ويتم تحديد تاريخ لاحق لبقاء الأمر على النظام؛
- أمر صالح لغاية إزالته، ويبقى على النظام لآخر يوم بالشهر، حيث يتم شطبه قبل ذلك من قبل النظام.

ثالثا: نظام التقاص والتسوية الإلكتروني

يعتمد مركز إيداع الأوراق المالية النظام الإلكتروني لتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية لتعزيز الشفافية والفاعلية لنظام التداول الإلكتروني وخلق بيئة آمنة للمستثمرين في البورصة، وقد قام المركز بنقل ملكية أسهم اثنتي عشر شركة أردنية عبر نظام اكويتر المتطور للتقاص والتسوية، وهذه الشركات هي الأكثر نشاطا وتشكل حوالي 60% من حجم التداول في البورصة.

مع تطبيق مركز إيداع الأوراق المالية هذا النظام، فقد دخلت بورصة عمان مرحلة مهمة تهدف إلى تطبيق معايير دولية خاصة بالأنظمة الإلكترونية المتطورة لضمان توثيق ملكية الأوراق المالية وزيادة سيولتها، هذا بالإضافة إلى الأثر الإيجابي على أداء مؤسسات سوق رأس المال والوسطاء الماليين من خلال جذب المزيد من الاستثمارات التي تساهم في نمو السوق وتوسعه.

تجدر الإشارة إلى أن نظام اكويتز يعد أحد أنظمة التقاص والتسوية المتطورة في العالم ويستخدم في كثير من البورصات مثل: هولندا، بوخارست، شيكاغو لعقود الخيارات وبورصة كندا وبوسطن، وأما على صعيد البورصات العربية فإن كل من بورصة قطر، أبو ظبي، دبي البحرين، والسعودية، على سبيل المثال لا الحصر تستخدم هذا النظام لأغراض التقاص والتسوية.¹

بعدها تطرقنا للهيكل التنظيمي لبورصة عمان في المبحث السابق، سنتطرق في المبحث التالي للهيكل التنظيمي لها.

¹ Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com Dernière Visite: (12:34) (18/09/2017)

المبحث الثاني: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان

بورصة عمان هي مؤسسة مستقلة ماليا وإداريا، ولا تهدف إلى تحقيق الربح مهمتها العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في بورصة عمان، وقد جاء القانون رقم 76 لسنة 2002 ليسمح بإنشاء أسواق أخرى لتداول الأوراق المالية ويعيد هيكلة وتنظيم بورصة عمان¹، حيث يتكون السوق من 175 شركة تتوزع على ثلاثة قطاعات منها 91 شركة في القطاع المالي و 41 شركة في قطاع الخدمات 43 في قطاع الصناعة.²

المطلب الأول: الإطار المنظم للبورصة

تمثل البورصة سوق ذو إطار قانوني وتشريعي، ويجب أن يكون مطابق للمواصفات العالمية لضمان السير الحسن ولتحقيق الأهداف المرجوة منه.

الفرع الأول: الهيئة العامة

تتألف الهيئة العامة للبورصة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب للبورصة ورسوم الاشتراك السنوية فيها، ويكون لكل عضو صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة التي تجتمع الهيئة العامة اجتماعا عاديا في كل سنة على ألا يتجاوز نهاية شهر أفريل.

تجتمع اجتماعا غير عادي عند الحاجة للنظر في أمور معينة بدعوة من مجلس الإدارة أو بناءً على طلب خطي موقع من أكثرية أعضائها، وعلى مجلس الإدارة دعوة الهيئة العامة لذلك الاجتماع خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ تسليم الطلب، تكون صلاحيات الهيئة العامة في اجتماعاتها النظر في الأمور المتعلقة بالبورصة ومناقشتها وإتخاذ القرارات المناسبة بشأنها، بما يلي:

- ✓ مناقشة تقرير مجلس الإدارة عن أعمال البورصة وخططها المستقبلية؛
- ✓ الاستماع إلى تقرير مدقق حسابات البورصة عن ميزانيتها وحساباتها الختامية وأوضاعها المالية؛
- ✓ مناقشة الميزانية السنوية وحسابات الإيرادات والمصاريف والتدفقات النقدية للسنة المالية المنتهية والموافقة عليها؛

¹Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com , Dernière Visite: (20:08) (02/04/2017)

²Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (22:23) (01/06/2017)

✓ انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وفقا لأحكام هذا النظام.¹

ويمثل العضو في اجتماعات الهيئة العامة شخص طبيعي ويشترط أن يكون:

- ✓ رئيس أو أي أعضاء من مجلس الإدارة أو المدير العام أو أحد المدراء التنفيذيين أو مدير مكتب الوساطة إذا كان العضو شركة مساهمة عامة أو شركة مساهمة خاصة؛
- ✓ رئيس أو أي من أعضاء هيئة المديرين أو المدير العام أو مدير مكتب الوساطة في الشركات الأخرى.

الفرع الثاني: مجلس الإدارة

يتألف مجلس إدارة البورصة من سبعة أشخاص، أربعة يمثلون الوسطاء، ثلاثة أعضاء من القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهم المجلس، تكون مدة عضوية أعضاء مجلس الإدارة المنتخبين ثلاث سنوات، ولا يجوز انتخابهم لأكثر من دورتين متتاليتين ينتخب مجلس الإدارة في أول جلسة يعقدها رئيسا له ونائبا للرئيس من بين الأعضاء المعينين من قبل المجلس، يمثل العضو داخل الإدارة شخص طبيعي تتوفر فيه الشروط التالية:

- ✓ أن يكون متمتعا بالأهلية الكاملة؛
- ✓ أن يكون قد اتم الثلاثين من عمره؛
- ✓ أن يكون حاصلا على الشهادة الجامعية الأولى كحد أدنى؛
- ✓ ألا يكون قد صدر بحقه حكم بجناية أو جنحة مخلة بالشرف أو الثقة أو بعقوبة تأديبية لأسباب تمس الشرف، وألا تكون خدمته في أي وظيفة أو عمل قد انقطعت صلته بأي سبب.

يفتح باب الترشيح لعضوية مجلس الإدارة قبل خمسة عشر يوما من تاريخ اجتماع الهيئة العامة المحدد للانتخابات ويغلق قبل أسبوع من ذلك التاريخ، يكون رئيس مجلس الإدارة الممثل الرسمي للبورصة لدى جميع الجهات وله أن يفوض أيًا من صلاحياته إلى نائبه أو أحد أعضاء المجلس.

أما بالنسبة للإفصاح في سوق عمان المالي فيتم الإفصاح عن المعلومات عن طريق الصحف اليومية وذلك من خلال التصريح أو إعلان من الجهة صاحبة العلاقة.

ويكون الإفصاح على شكلين:

أفصاح دوري: ويتم خلال فترات محددة مرتبطة بالسنة المالية للجهة صاحبة العلاقة.

¹Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (19:08) (10/05/2017)

افصح فوري: ويتم عند حدوث المعلومة وبأسرع وقت ممكن.¹

الفرع الثالث: المدير التنفيذي

يتم اختيار المدير التنفيذي من بين الأشخاص ذوي الكفاءة والخبرة في المجالات الاقتصادية والمالية، على أن تتوفر فيه الشروط التالية:

- ✓ أن يكون أردني الجنسية؛
- ✓ أن يكون متمتعا بالأهلية الكاملة؛
- ✓ أن يكون لديه خبرة لا تقل عن خمسة عشر سنة في المجالات المالية والاقتصادية؛
- ✓ أن يكون حاصلًا على الشهادة الجامعية الأولى كحد أدنى؛
- ✓ ألا يكون قد صدر بحقه حكم بجناية أو جنحة مخلة بالشرف.

ويتولى المدير التنفيذي جميع الشؤون الإدارية والمالية والفنية للبورصة، ويكون مسؤولاً أمام مجلس الإدارة عن ذلك والمهام المتمثلة في:

- متابعة تنفيذ أحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه، والأنظمة الداخلية والتعليمات الصادرة عن البورصة؛
- تنفيذ القرارات الصادرة عن مجلس الإدارة؛
- الرقابة على عمليات التداول المنفذة في البورصة بما في ذلك الغاء أو تعديل أي عملية جرت خلافاً للقانون أو الأنظمة أو التعليمات المعمول بها؛
- التوقيع على كافة الوثائق والمراسلات لتسيير أعمال البورصة؛
- تعيين الموظفين في البورصة وفقاً لأحكام نظام موظفي البورصة؛
- متابعة حسن سير الأعمال في البورصة وحسن أداء موظفيها وجهازها الإداري؛
- تحضير مشروع موازنة البورصة وتقديمه إلى مجلس الإدارة قبل الثلاثين من شهر تشرين الثاني من كل سنة؛
- تقديم الحسابات الربع سنوية إلى مجلس الإدارة؛
- يتولى نائب المدير التنفيذي صلاحيات المدير التنفيذي في حال غيابه أو شغوره.²

¹ Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (23:43) (12/12/2017)

² Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (15:23) (23/02/2017)

بعدما تطرقنا في المطلب السابق للإطار المنظم للبورصة، سنتطرق في المطلب التالي لهيكل السوق وأدواته.

المطلب الثاني: هيكل السوق وأدواته

تنقسم بورصة عمان إلى قسمين السوق الأولي والسوق الثانوي، فالسوق الأولي أو سوق الإصدار الأول يتم فيه تصريف الإصدارات الجديدة الواردة للبورصة، والثانوي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراءً وفقاً لأحكام وقوانين وأنظمة وتعليمات منصوص عليها في النظام الداخلي.

الفرع الأول: هيكل البورصة

كغيره من الأسواق يتألف سوق عمان المالي من أسواق فرعية تشكل في مجموعها سوق منظم على قدر من الكفاءة، يتم تداول الأوراق المالية فيه من خلال ثلاثة أسواق:

أولاً: السوق الأولي

هي التي تتداول فيها أوراق الشركات التي تتوفر فيها الشروط الآتية:

- ✓ ألا يقل رأسمالها عن مليوني دينار أردني، أي حوالي 2,8 مليون دولار؛
- ✓ لا يقل صافي الحقوق المساهمين فيها عن رأس المال المدفوع؛
- ✓ تحقيق أرباح صافية قبل دفع الضريبة، وذلك في عامين متتاليين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة؛

✓ توزيع أرباح أسهم مجانية مرة واحدة على الأقل خلال آخر الأعوام الثلاثة؛

✓ مضي عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثانوية.

ثانياً: السوق الثانية

ويشترط التداول في هذه السوق ما يلي:

✓ لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 50 % من رأس المال المدفوع؛

✓ مضي عام كامل على منحها ترخيص العمل.¹

وتنقسم إلى ثلاثة أسواق فرعية كالتالي:

- **السوق الموازية:** تعتبر السوق الموازية سوق تمهيدية لشركات المساهمة العامة التي تسعى للإدراج على لوائح السوق النظامية، وتم استحداث هذه السوق في الأردن سنة 1982، وقد بلغ

¹ Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (20:16) (04/01/2018)

حجم التداول في سنة 1982، 16 مليون دينار أردني، وذلك نتيجة للارتفاع المستمر الذي حدث في زيادة الطلب على الأسهم المتداولة وحجم تداولها في السوق النظامية، ولتغطية هذا الفائض من الطلب ثم عرض الأسهم في السوق الموازية من أجل تقليل فائض الطلب على الأسهم في البورصة النظامية.

• **السوق النظامية:** وهي ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله تنظيم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات التي تحكمها شروط إدراج خاصة، تحددها لجنة إدارة السوق حيث نصت هذه الشروط على أن:

✚ لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 50 % من رأس المال المدفوع؛

✚ مضي عام كامل على منحها ترخيص العمل؛

✚ أن تبدأ الشركة بممارسة نشاطها الطبيعي على ألا يقل عدد أيام التداول عن 20 % من عدد أيام التداول الكلي خلال آخر 12 شهر، وأن يكون خلال نفس الفترة قد تم تداول 10 % على الأقل من الأسهم الحرة للشركة؛

✚ أن تقدم الشركة الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وعرضها على الجمهور؛

✚ أن تكون الشركة قد حددت أرباحا صافية قبل الضريبة في سنتين متتاليتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج؛

✚ ألا تقل الأسهم الحرة في الشركة على عدد الأسهم المكتتب بها بتاريخ انتهاء سنتها المالية عند:

▪ 5 % اذا كان رأسمالها 50 مليون دينار فأكثر؛

▪ 10 % اذا كان رأسمالها أقل من 50 مليون دينار.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن معظم الشركات المدرجة على لوائح بورصة عمان يتم التداول بأسهمها من خلال السوق النظامية، واحتل قطاع الصناعة المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم ثم قطاع البنوك ثم قطاع الخدمات ففي سنة 1996 كانت القيمة السوقية للسوق النظامي 3, 3 مليار دينار أردني.

✓ **سوق السندات:** تقوم إدارة السوق حاليا بدراسة كل الطرق لزيادة نشاط سوق السندات في

الأردن، وذلك بمراجعة القضايا التشريعية المرتبطة بهذا الموضوع.¹

¹Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (19:23) (22/01/2018)

ثالثا: السوق الثالثة

يسمح للشركات المرخصة بالتعامل في هذه السوق مباشرة ودون أي شرط زمني¹، وعلى أية حال أن انفتاح بورصة عمان على الاستثمار الأجنبي قد أسهم في بلوغ نسبة مساهمة غير الأردنيين في هذه البورصة إلى حوالي 42 % من القيمة السوقية للتبادلات الجارية.²

الفرع الثاني: الأدوات الاستثمارية الجديدة في بورصة عمان للأوراق المالية

يعمل سوق عمان للأوراق المالية على تنشيط السوق وذلك من خلال إدخال أدوات مالية جديدة من بينها:

أولاً: صناديق الاستثمار المشتركة

ذلك عن طريق تشجيع انشاء شركات أو صناديق استثمار وهي تقوم بدور تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، وهذا الصندوق سيسهم إلى درجة كبيرة في تجميع المدخرات وتحويلها نحو الاستثمار في الأسهم.

ثانياً: شركات التغطية

تقوم شركات التغطية بضمان عمليات إصدارات الأسهم في السوق المالي الأولي للأسهم حيث تقوم بتشجيع الشركات وبنوك الاستثمار للقيام بالتغطية، وذلك لما له من أهمية في توجيه رأس المال نحو الاستثمار.

ثالثاً: صانعو الأسواق والمتخصصون

تقوم الشركات صانعة السوق بدور توفير سوق دائم للأسهم وخاصة ذات التداول المحدود، حيث تقوم بتوفير عرض مناسب من هذه الأسهم، وأيضاً القيام بشراء عروض البيع لهذه الأسهم، أما ما يتعلق بالمتخصصون فيقومون بالتدخل في عمليات البيع والشراء للأسهم المحدودة وذلك لضمان تحقيق سوق منظم ومستقر.

رابعاً: مركز الإيداع والتحويل

إن إنشاء مركز الإيداع والتحويل يضم أقسام المساهمين لكافة الشركات المساهمة التي تعتبر من التحديات العامة التي تواجه السوق في المرحلة القادمة ومنها عدم وجود مكان مناسب لهذه الغاية.

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 305.

² أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 202.

الفرع الثالث: شروط ومتطلبات الإدراج

هناك العديد من الشروط لإدراج الشركات المساهمة العامة الأردنية في السوق النظامي ومنها:

- ✓ أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهمها في السوق الموازي، مادة رقم (09)؛
- ✓ أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر، مادة رقم (10)؛
- ✓ ألا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن % 75 من رأس المال المدفوع، مادة (11) ؛
- ✓ أن يكون قد تداول 10% من مجموع الأسهم المكتتب بها على الأقل خلال عام كامل في السوق الموازي، ويؤخذ بعين الاعتبار حالات زيادة أو تخفيض رأس المال خلال هذه الفترة، مادة رقم (13)؛
- ✓ ألا ينطبق على الشركة أي من حالات النقل إلى السوق الموازي أو شطب الإدراج للشركات المدرجة في السوق النظامي مادة رقم (14)؛
- ✓ على الشركة تقديم طلب الإدراج مرفقا به جميع الوثائق الثبوتية مادة رقم (15)؛
- ✓ ويتطلب من كل شركة مساهمة عامة تقديم المستندات التالية عند قيامها بطلب إدراج أسهمها في السوق النظامي وهذه المستندات هي:
 - طلب الإدراج المقرر من قبل السوق؛
 - نسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة؛
 - كشف بأسماء المساهمين قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج؛
 - كشف بأسماء أعضاء مجلس الإدارة والمركز، وطلب إجراء التعديلات عليها؛
 - النظر في الاعتراضات على القرارات الصادرة عن البورصة أو المركز وعلى الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بهما.¹

الفرع الرابع: المتعاملون في سوق عمان للأوراق المالية والتوجهات المستقبلية له

يضم سوق عمان المالي العديد من القطاعات العاملة من بينها قطاع الخدمات، قطاع التأمين، قطاع الصناعة، والقطاع المالي.

¹Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (23:24) (16/03/2018)

أولاً: المتعاملون في سوق عمان للأوراق المالية

تتعامل جهات مختلفة في سوق عمان المالي منها البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية والشركات العالمية وجميع الشركات العامة التي يبلغ رأسمالها 100 ألف دينار أردني وأكثر، إضافة إلى الشركات الاستثمارية وهي الشركات المساهمة العامة التي يقوم بعمليات الاستثمار في الأوراق المالية بما يزيد عن 50 % من موجودات الشركة.

بذلك تكون الجهات السابقة الذكر إما جهات مقترضة أو جهات مقرضة، يتوسط تلك الجهات الوسطاء الماليون، فهم من يقومون بحلقة الوصل ما بين المستثمرين ومصدري الأوراق المالية، وقد حددت المادة (08) من قانون بورصة عمان إلى مهام وسطائهم حسب فئاتهم على النحو التالي:

✓ إذا كان الوسيط بالعمولة تتحدد مهمته في شراء وبيع الأوراق المالية لصالح العميل بناء لأوامر محددة منه، وذلك مقابل عمولة محددة من قبل لجنة إدارة السوق تحسب من القيمة السوقية للأوراق المالية لعمليتي الشراء والبيع والجدول؛

✓ إذا كان الوسيط يشتري أو يبيع لصالح محفظته فهو يقوم بدور صانع السوق؛

✓ يمكن للوسيط أن يقوم بدور المغطي لإصدارات الأوراق المالية الجديدة، وبذلك يشكل حلقة الوصل بين مصدري الأوراق المالية كالأسهم والسندات وبين الجمهور عامة، وذلك مقابل عمولة محددة في إتفاقية التغطية، والتي تكون لضمان التسويق الكامل للإصدارات، وتجدر الإشارة إلا أن الوسيط الذي يقوم بدور المغطي للإصدارات الجديدة يلعب دور الوكيل الذي يتعهد بتغطية الإصدار الجديد؛

✓ كما يمكن للوسيط أن يقوم بدور المستشار المالي للمستثمرين في الأوراق المالية، ويغلب على الوسيط بهذا الدور أنه يكون شركة استثمار؛

✓ أما طبيعة وحدود الاستشارة التي يقدمها للعميل فتتوقف على شروط الإتفاقية وفي هذا المجال يوجد نوعان من الإتفاقيات وهما:

• الإتفاقيات الاستشارية

يمارس الوسيط بموجبها دور المستشار بالنسبة للعميل في تعهده بالإشراف على استثماراته كما يمكن أن يتخطى ذلك إلى تقديم توصيات محددة بشأن أوجه الاستثمار المناسبة، وكذلك سياسات استثمارية محددة دون أن يصل دوره في ذلك إلى اتخاذ القرار.

● اتفاقية إدارية

يمارس الوسيط بموجبها مسؤولية إدارة المحفظة للعميل، وذلك في إطار استراتيجية الاستثمار الخاصة بالعميل، ويلاحظ هنا أن الوسيط سيتعدى دوره في ظل الاتفاقية الاستشارية إذ يمكن لاختصاصاته هنا أن تكون تصل إلى عقد الصفقات الخاصة لمحفظة المالية، ويتقاضى الوسيط مقابل خدماته للعميل عمولة تحدد فئاتها بمعرفة مدير السوق، ويتقاضاها إما من البائع أو من المشتري أو من كليهما معا إذا ما قدم خدماته للطرفين معا في عملية تداول واحدة.

ونظرا لتزايد أهمية دور الوسطاء في تنشيط الأسواق المالية فقد تأسست أول جمعية لوسطاء سوق عمان المالي في عام 1983 وهناك قواعد يجب مراعاتها من قبل الوسيط للحفاظ على شرف المهنة من هذه القواعد ما يلي:

✚ أن يحرص الوسيط على انجاز الصفقات المالية التي يتوسط فيها على أرضية البورصة وليس خارجها؛

✚ أن يتعهد بالحفاظ على سرية معلومات العميل؛

✚ أن يتعهد بعدم جني أرباح سرية من الصفقات التي ينفذها للعميل عن طريق بيعها أو شرائها بأسعار مخالفة لتلك المعلنة؛

✚ أن يلتزم بعدم القيام بدور السمسار والوكيل معا، وذلك لقطع الطريق عليه للقيام بصفقات لحسابه الخاص؛

✚ الاحتفاظ بسجلات ودفاتر منظمة حسب الأصول على أن تخضع جميعها لموافقة الجهات المختصة بالسوق، وقد حددت المادة 09 من قانون بورصة عمان رقم 01 لسنة 1990 مجموعة من الشروط الواجب توافرها في الوسيط.¹

ثانيا: التوجهات المستقبلية لبورصة عمان

تعاظم دور بورصة عمان في خدمة الاقتصاد الأردني، خاصة وبعد الإجراءات التصحيحية التي بدأت الأردن بإنجازها منذ عام 1989 مما أدى إلى التفكير جيدا لتطوير السوق بما يتلاءم مع الدور الهام التي تقوم به، وأهم هذه التوجهات ما يلي:

¹Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (19:01) (23/02/2018)

✓ تعليمات التداول

لقد انتهت إدارة السوق من مراجعة تعليمات التداول المتعلقة بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية، وقد رأت تعليمات التداول الجديدة أهمية إجراءات التسوية وتنفيذ عملية التداول وحل كل الاختناقات الناجمة عن الإجراءات المتبعة، وكذلك لمتابعة ومراقبة تحركات أسعار الأسهم ولمنع استغلال أية معلومات داخلية لتحقيق مصالح ذاتية¹، ووفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لعام 2016 فإنه يتوجب على جميع الشركات المدرجة في البورصة تزويد البورصة بالتقرير المالي المرحلي المراجع من قبل مدقق حساباتها، وذلك من خلال شهر واحد من إنتهاء الفترة المعينة، وأن البورصة قامت بتعميم جميع التقارير على شركات الوساطة العاملة في البورصة، بالإضافة إلى توفيرها للمستثمرين من خلال موقع البورصة الإلكتروني ضمن التعاميم والافصاحات (بيانات ربع سنوية)²

✓ شركات الوساطة

تعمل إدارة السوق على دراسة وضع الشركات وذلك للعمل على تحقيق الأهداف التالية:

- وضع تصور عام حول أوضاع شركات الوساطة العاملة في السوق، وذلك لتحسين أدائها ولتحقيق أهداف السوق؛
- التعرف على الوضع المالي الحقيقي للشركات؛
- تحديد الشركات التي تعاني من أوضاع مالية صعبة؛
- تحديد النسب المالية التي يمكن تطبيقها على شركات الوساطة؛
- مراجعة موضوع رؤوس أموال شركات الوساطة؛
- عمل برنامج تدقيق للتأكد من مدى التزام شركات الوساطة بالتعليمات والأنظمة والقوانين.

✓ إدخال التقنية الحديثة على أعمال السوق

لقد تم إدخال التقنية الحديثة على مرحلتين لمكنة أعمال السوق، فالمرحلة الأولى تم إنجازها عام 1991 حيث تم إدخال أجهزة الحاسوب إلى دائرتين من دوائر السوق، وتم انشاء نظام الأسهم والسندات وإدخاله الى الحاسوب في قاعة التداول، ويتيح هذا النظام عملية إستخراج النشرات اليومية والدورية لأسعار الفائدة وأسعار الأسهم وأحجام التداول، أما المرحلة الثانية فهي عملية ادخال نظام الحاسوب إلى

¹Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (12:34) (15/02/2018)

²Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (22 :45) (19/01/2018)

بقية دوائر السوق، وأيضاً إنشاء بث تلفزيوني كامل لعملية التداول داخل السوق¹، من بين التقنيات الحديثة:

• إصدار المنشور التعريفي حول الإفصاح الإلكتروني باستخدام لغة XBRL

في ظل حرص مؤسسات سوق رأس المال في الأردن على تطبيق أحدث الممارسات الدولية في مجال الأسواق المالية، فقد شرعت بورصة عمان بالتعاون مع هيئة الأوراق المالية خلال عام 2016 بالسير في خطوات تطبيق مشروع نظام الإفصاح الإلكتروني باستخدام لغة XBRL في سوق رأس المال الأردني.

فهو مشروع مهم وحيوي يخدم جميع الجهات ذات العلاقة بالسوق، حيث سيشكل نقلة نوعية في طريقة الإفصاح عن البيانات المالية وغير المالية للشركات، وسيؤدي إلى تطوير عملية الحصول على جميع المعلومات والبيانات الإفصاحية، كما يرفع مستوى الإفصاح والشفافية في السوق ويزيد من سرعة الحصول على هذه المعلومات، كما أنه يتيح الحصول على المعلومات باللغتين العربية والانجليزية.

• المشاركة في مبادرة البورصات ذات التنمية المجتمعية المستدامة الخاص بتعزيز الشفافية

والإفصاح

شاركت بورصة عمان ممثلة بمديرتها التنفيذي كمتحدث رئيسي في اجتماع الطاولة المستديرة لمبادرة البورصات ذات التنمية المجتمعية المستدامة الخاصة بتعزيز الشفافية والإفصاح المنظم من قبل الأمم المتحدة ومؤسسة التمويل الدولية IFC وبورصة لندن الذي عقد في مدينة لندن -المملكة المتحدة- خلال شهر كانون الثاني 2018، حيث تم مناقشة أهم القضايا المتعلقة بتعزيز مستوى الاهتمام بالاستدامة في القطاع المالي وضرورة إشراك جميع القطاعات في السوق من مستثمرين ومؤسسات وشركات الخدمات المالية ومنظمي الأسواق، وستقوم بورصة عمان بإصدار أول تقاريرها حول الاستدامة في عام 2020.

• توقيع اتفاقية لتطوير الموقع الإلكتروني لبورصة عمان مع شركة VARDOT

وقعت شركة بورصة عمان مع شركة VARDOT اتفاقاً لتحديث وترقية وإعادة تصميم الموقع الإلكتروني الخاص بالبورصة عمان باللغتين العربية والإنجليزية، حيث هذا التحديث يأتي مع الخطة الاستراتيجية لبورصة عمان للأعوام (2018 - 2020)، وتطوير البيئة التقنية وتعزيز البيئة الاستثمارية في البورصة.²

¹Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite : (19:22) (31/12/2017)

²Bourse De Oman, Site Internet, <https://www.ase.com.jo/ar/2018>, Dernière Visite: (15:57) 18 /03/2018

سنحاول من خلال المبحث الثالث الإجابة على إشكالية الدراسة من خلال محاولة الربط بين الوساطة والكفاءة داخل بورصة عمان، ومحاولة إثبات أو نفي الفرضيات المطروحة.

المبحث الثالث: الوساطة والكفاءة داخل بورصة عمان

لم يميز بين عمل الوسطاء والسماسرة في سوق بورصة عمان، وقد عرّف القانون الأردني الوسيط بأنه " الشخص المرخص بموجب قانون السوق وأنظمتها وتعليماته للقيام بأعمال محددة تهيئه لأن يكون حلقة وصل فعالة بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية من أسهم وسندات وسواها، يتقاضى عمولة محددة لقاء خدماته عند تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بعملاته ولقاء تغطية وتسويق الإصدارات ".¹

المطلب الأول: الوساطة في بورصة عمان

الوساطة في بورصة عمان قد تكون شخص طبيعي أو شخص معنوي (شركة خاصة أو شركة مساهمة تكون متخصصة ومخولة بالقيام بأعمال الوساطة المالية بموجب أحكام نظامها وعقد تأسيسها).¹

الفرع الأول: دور الوسطاء في بورصة عمان

يتم داخل القانون الخاص بالوسطاء تحديد عدد الوسطاء وصفة الوسيط ونوع العمل الذي يقوم به الوسيط بقرار اللجنة داخل بورصة عمان.

أولاً: عمل الوسطاء

- ✓ وسيط بالعمولة؛
- ✓ وسيط يشتري ويبيع لصالح محفظته؛
- ✓ وسيط مغطي لإصدارات الأوراق المالية الجديدة؛
- ✓ وسيط بائع لإصدارات الأوراق المالية الجديدة؛
- ✓ وسيط مستشار مالي للاستثمارات في الأوراق المالية.

¹Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (12:12) (23/01/2018)

الفرع الثاني: شروط قبول الوسيط

يجب توفر مجموعة من الشروط في الوسيط الذي يتقدم لعضوية البورصة:

أولاً: الشخص الطبيعي

- ✓ أن يكون أردني الجنسية لا يقل عمره عن 30 سنة؛
- ✓ متمتع بالحقوق المدنية؛
- ✓ ألا يكون قد أعلم افلاسه أو الحكم بجناية؛
- ✓ ألا يقل رأس المال المدفوع 10.000 دينار أردني.

ثانياً: الشخص المعنوي

- ✓ شركة أردنية؛
- ✓ يكون أكثر الشركاء بها من جنسية أردنية؛
- ✓ ألا يكون مديرها محكوم أو الشركاء المفوضين قد أعلنوا عن إفلاسهم؛
- ✓ أن يكون مديرها حائزاً على شهادة الثانوية العامة؛
- ✓ أن يجيد الشركاء المفوضين بإدارة الشركة القراءة والكتابة باللغة العربية؛
- ✓ ألا يقل رأس مال الشركة عن 10.000 دينار أردني.

الفرع الثالث: واجبات الوسطاء

تتمثل أهم واجبات الوسيط كالاتي:

- ✓ الامتناع عن المس بسمعة أي وسيط آخر أو الإنقاص من مكانته المهنية؛
- ✓ تقوم العلاقة بين الوسطاء على قواعد التعاون والمنافسة الشريفة؛
- ✓ على الوسيط الذي يعتقد أن سلوك أحد الوسطاء الآخرين لا يتفق مع أحكام النظام، أن يعلم المدير العام بذلك؛
- ✓ لا يجوز السعي وراء المستثمرين بجلب الزبائن؛
- ✓ يجب أن يقوم بإعلام السوق قبل الإعلان عن نفسه بأي وسيلة من وسائل الإعلام؛
- ✓ لا يجوز شراء الأوراق المالية المتنازع عليها؛
- ✓ الالتزام بالانتساب إلى جمعية الوسطاء التي ينشئها السوق؛

✓ الالتزام بالاشتراك في عضوية صندوق التأمين الذي ينشأ في السوق.

✓ تسقط العضوية عن عضو في السوق في حالة:

- إذا فقد أحد الشروط اللازمة لعضوية السوق؛
- إذا تقرر إسقاط العضوية عنه من قبل اللجنة أو إدارة السوق؛

✓ تسقط صفة الوساطة عن الوسيط في السوق في حالة:

- إذا فقد أحد الشروط اللازمة لممارسة عمل الوسيط في السوق؛
- إذا تقرر إسقاط صفة الوسيط عنه وفق القانون.

في المطلب الآتي سنقوم بإدراج أنواع الوسطاء في بورصة عمان بعدما تطرقنا لعنصر الوساطة فيها.

المطلب الثاني: أنواع الوسطاء في بورصة عمان وقياس كفاءتها

سنتناول في هذا المطلب أنواع الوسطاء في بورصة عمان، وسنحاول قياس كفاءتها عند المستوى شبه القوي.

الفرع الأول: أنواع الوسطاء في بورصة عمان

تختلف مهنة الوسطاء حسب نوعية التعامل مع المستثمرين.

أولاً: وسيط بالعمولة

يقوم الوسيط بشراء أو بيع الأوراق المالية لصالح العملاء مقابل عمولة محددة من كل البائع والمشتري.

ثانياً: وسيط يبيع ويشترى لصالح محفظته

يتم ذلك بموجب ترخيص خاص وهو في هذه الحالة يقوم بدور صانع الأسواق بحيث يقوم بوظائف مالية هامة تخدم مصلحة السوق، وبالتالي الاقتصاد الوطني من خلال المحافظة على توازن أفضل ما بين قوى العرض والطلب في السوق بما يحقق السيولة اللازمة للأوراق المالية وتسعيها بشكل عادل.

ثالثاً: وسيط مغطي لإصدار الأوراق المالية الجديدة

يكون الوسيط في هذه الحالة حلقة وصل بين الشركة والمؤسسة أو الجهة المصدرة للأوراق المالية الجديدة وبين الجمهور عامة، ويأخذ على عاتقه مهمة تسويق هذه الإصدارات الجديدة مقابل عمولة محددة وتفاوت هذه العمولة بحسب اتفاقية التغطية.

رابعاً: وسيط بائع لإصدارات الأوراق المالية الجديدة

يقوم بعملية تسويق الأدوات المالية المصدرة (من أسهم وسندات وغيرها) نيابة عن الجهة المصدرة ويتقاضى لقاء عمله هذا عمولة بدون أي التزام بتغطية وشراء أي من الإصدارات الجديدة.

خامساً: وسيط مستشار مالي للاستثمار في الأوراق المالية

بحيث يقوم فقط بتقديم الاستشارات المالية الفنية.¹

الفرع الثاني: أسلوب الحدث لقياس كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي

تعتبر القوائم والتقارير المالية المنشورة لشركات المساهمة العامة إحدى أهم مصادر المعلومات اللازمة لإتخاذ القرارات الاقتصادية الرشيدة نظراً لتنوع المعلومات التي تحتويها وما توفره من إفصاح عادل للمعلومات، وتحتوي هذه التقارير المالية معلومات تؤدي عند معرفتها إلى تغيير في سلوك المستثمر ينعكس على أسعار الأسهم، أو تغيير في وضع المحافظ الاستثمارية وبالتالي زيادة حجم تداول هذه الأسهم.

بما أن القوائم المالية المنشورة لشركات المساهمة العامة هي معلومات عامة Public information ومتاحة للجميع، فإن هذه الدراسة تحاول إظهار تأثير هذه المعلومات على أسعار أسهم تلك الشركات التي قامت بنشر قوائمها المالية، وبالتالي فهي إختبار لكفاءة السوق عند المستوى شبه القوي.

حسب فرضية السوق الكفاء فإنه من المتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين، يكون من شأنها تغيير نظرتها للشركة المصدرة للسهم، بحيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة عن بعضها البعض.²

بهدف التعرف على مدى كفاءة بورصة عمان تم إستخدام أسلوب دراسة الحدث، وهي المنهجية الأساسية لقياس التغيرات في سعر الأوراق المالية إستجابة للأحداث المنفصلة ذات الصلة الوثيقة بالأسهم الشخصية³، فهي تطبق على الدراسات التطبيقية التي تهدف إلى بحث العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والأحداث المالية مثل قياس مدى تأثير أسعار الأسهم بأحداث معينة مثل الأحداث

¹Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (09:30) (05/03/2017)

²محمد حسين أبو نصار وعلى عيد القادر الذنبيات، أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 32، العدد 1، ص: 116-117.

³Site Internet, www.eventstudytools.com, Dernière Visite: (21:31) (19/05/2018)

السياسية والاقتصادية، كالأزمة المالية إذ أنه في يوم الحدث يكون هناك معلومات غير عادية هي التي يراد قياس تأثيرها على أسعار الأسهم، فدراسة الحدث تمر بالخطوات التالية:

تحديد الحدث موضوع الدراسة: وهو نشر التقارير المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان، ويطلق عليه حدث نوعي type of event وهو مختلف حسب كل مؤسسة.

تحديد نافذة الحدث event window: وفيها يتم تحديد الأيام التي تسبق الحدث، والأيام التي تليه أي الفترة التي تدور حوله.

تحديد فترة الاختبار test period: وهي الفترة التي تشمل يوم الحدث، ونافذة الحدث.

تحديد فترة التقدير estimation period: وهي فترة تسبق نافذة الحدث، وفيها تكون الأحداث سارت بشكل طبيعي كما يتم من خلالها تقدير معلمات النموذج.¹

من خلال تحديد يوم الحدث الذي يتمثل في تاريخ نشر التقارير المالية للشركات المدرجة فيه وفترة الحدث التي تمثل 15 يوم قبل وبعد نشر هذه التقارير²، وهي فترة كافية ومناسبة كفترة إختبار، بحيث لا تمتد طويلاً لتشمل أحياناً أحداث أخرى قد تؤثر في نتائج الدراسة وليست قصيرة حيث تهمل أياماً قد يكون التأثير فيها بالحدث واضحاً، وذلك كفترة تقدير لمعالم النماذج المستخدمة في فترة الدراسة.³ من ثم تم استخراج أسعار أسهم كل شركة وتحديد الوسط الحسابي لها قبل وبعد نشر التقارير المالية وذلك لمعرفة ما إذا كان هناك فرق بين متوسط أسعار الأسهم قبل نشر التقارير المالية ومتوسط أسعار الأسهم بعد نشرها.

إستخدمت في هذه الدراسة مجموعة من الأساليب الإحصائية منها: مجموع الأرباح، الوسط الحسابي، واختبار معامل "ويلكوكسن" Wilcoxon.

المطلب الثالث: الدراسة الوصفية

تتكون بورصة عمان من أربعة قطاعات (قطاع البنوك، قطاع الصناعة، قطاع الخدمات، قطاع التأمين) إذ تدرج فيه 182 شركة مختلفة بإختلاف القطاعات ونوع السوق المنتمية له، حيث توجد 85

¹مزوزي خيرة، بخالد عائشة، أثر الإفصاح عن توزيعات الأرباح على كفاءة سوق دبي المالي دراسة حديثة خلال سنة 2011، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 11، 2017، ص: 196.

²حكيمة بوسلمة، مرجع <tnw:rPr

شركة في السوق الأولي، وفي السوق الثانوي 97 شركة، ونظرا لإحتمال الربح والخسارة لأسهم هذه الشركات تبين وجود عوامل خارجية وعوامل داخلية مؤثرة على عوائد الأسهم:

تتمثل عينة الدراسة في الشركات التي تتوفر فيها الشروط الآتية:

✓ أن تكون مدرجة في السوق الثانوي لمدة لا تقل عن 04 سنوات؛

✓ ألا تكون قد أوقفت عن التداول خلال فترة الدراسة، وأن يتم تداول أسهمها بصورة منتظمة ونشطة؛

✓ ألا تكون هذه الشركات قد لجأت للاندماج أو تحويل نشاطها لمدة لا تقل عن 04 سنوات.

بحيث ارتفعت أرباح 163 شركة مدرجة أسهمها في بورصة عمان خلال النصف الأول من العام 2018، بنسبة 23 % مقارنة بالفترة نفسها من العام 2017، وبحسب دراسة تجميعية لشركة سنابل الخير لنتائج أعمال النصف الأول فقد بلغ مجموع أرباح الشركات 477,7 مليون دينار أردني في عام 2018، مقابل 364,3 مليون دينار أردني، للفترة نفسها من عام 2017 .

الفرع الأول: شركات العينة الأولى محل الدراسة

تم أخذ مجموعة من شركات المساهمة العامة التي أصدرت تقاريرها المالية في نفس اليوم 14 ماي 2018 وكان عددها 25 شركة، حيث تم إقصاء 14 شركة من الدراسة لعدم توفر الأسعار التاريخية لهذه الشركات، والجدول التالي يبين شركات المساهمة العامة محل الدراسة.

الجدول رقم: (04-01) شركات العينة الأولى محل الدراسة

القطاع	الرمز الحرفي	إسم الشركة
القطاع المالي- البنوك -	BOJX	بنك الأردن
القطاع الصناعي- الصناعات الإستخراجية -	JOPH	مناجم الفوسفات الأردنية
القطاع المالي- البنوك -	AHLI	البنك الأهلي الأردني
القطاع المالي- العقارات -	AMON	عمون الدولية للاستثمارات المتعددة
القطاع المالي-الخدمات المالية المتنوعة-	SANA	السنايل الدولية للاستثمارات الإسلامية (القابضة)
قطاع الخدمات - الخدمات الصحية -	ICMI	الدولية للاستثمارات الطبية
قطاع الخدمات - الخدمات التجارية -	SECO	الجنوب للإلكترونيات
قطاع الخدمات - الفنادق والسياحة -	SURA	سرى للتنمية والاستثمار
القطاع المالي - العقارات -	VFED	الشامخة للاستثمارات العقارية والمالية
القطاع الصناعي - صناعة الملابس والجلود-	ELZA	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة
القطاع الصناعي- الصناعات الاستخراجية -	JOST	حديد الأردن

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على موقع بورصة عمان:

www.ase.com (16 :52) (01/05/2018)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن هناك 05 شركات تنتمي للقطاع المالي، و 03 شركات أخرى تنتمي للقطاع الصناعي، و 03 شركات تنتمي لقطاع الخدمات، بحيث تنتمي كلها للسوق الثانوي.

الفرع الثاني: شركات العينة الثانية محل الدراسة

تم اختيار مجموعة من الشركات نشرت قوائمها المالية في نفس اليوم وهو 13 ماي 2018، وكان عددها 24 شركة تم استثناء 11 شركة من الدراسة بسبب عدم توفر المعلومات الكافية بخصوص الأسعار التاريخية لها، أما الشركات التي توفرت فيها الشروط فهي مذكورة في الجدول التالي رقم (02-04)

(04)

الجدول رقم: (04-02) شركات العينة الثانية محل الدراسة

القطاع	الرمز الحرفي	اسم الشركة
القطاع المالي - التأمين -	JJC	الأردنية الدولية للتأمين
القطاع الصناعي - صناعة الملابس والجلود-	CEIG-RUMM	مجموعة العصر للاستثمار
قطاع الخدمات - النقل -	RUMM	مجموعة ر م للنقل والاستثمار السياحي
القطاع المالي - العقارات -	PHNX	فينكس العربية القابضة
القطاع المالي - بنوك -	AHLI	البنك الأهلي الأردني
القطاع المالي - بنوك -	ABCO	بنك المؤسسة العربية المصرفية
القطاع الصناعي - الصناعات الاستخراجية -	JOST	حديد الأردن
القطاع الصناعي- الصناعات الاستخراجية -	IPCH	الصناعات البتروكيمياوية الوسيطة
القطاع الصناعي - الصناعات الكيماوية -	JOIR	الموارد الصناعية الأردنية
القطاع المالي - العقارات -	MSKN	مساكن الأردن لتطوير الأراضي والمشاريع
القطاع الصناعي - صناعة الملابس والجلود -	CEIG	مجموعة العصر للاستثمار
القطاع المالي- العقارات -	ATTA	المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار
قطاع الخدمات - الخدمات التجارية -	MANE	آفاق للطاقة

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على موقع بورصة عمان:

www.ase.com (00 :48) (29/05/2018)

من خلال الجدول رقم (04-02) نلاحظ أن هناك 05 شركات تنتمي للقطاع المالي، وأيضا نفس الشيء بالنسبة للقطاع الصناعي، أما قطاع الخدمات فتتنتمي له شركتين. وتتنتمي كلها للسوق الثانوية. تمثل شركات الدراسة في العينة الأولى والثانية نسبة 24 % من النسبة الاجمالية لمجموع الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، حيث عددها 24 من مجموع 97 شركة. موزعة على القطاعات كما هو موضح في الجدولين رقم (04-01) و (04-02)

الفرع الثالث: أوضاع بورصة عمان

سيتم التطرق إلى حجم التداول وحركة الأسعار في بورصة عمان خلال فترة الدراسة

أولاً: حجم التداول

بلغ المعدل اليومي لحجم التداول في بورصة عمان خلال الأسبوع الثاني من شهر ماي 2018 حوالي 5,2 مليون دينار أردني مقارنة بالأسبوع السابق، بحيث بلغ المعدل اليومي لحجم التداول 5,3 مليون دينار أردني، وقدرت نسبة الانخفاض 2,8 % وقد بلغ حجم التداول الاجمالي للأسبوع الثاني من شهر ماي حوالي 25,9 مليون دينار أردني مقارنة بالأسبوع السابق من نفس الشهر، حيث بلغ 27,7 مليون دينار أردني.¹

في بورصة عمان هناك شروط عامة لتنفيذ الصفقات كما هو مبين في الجدول التالي رقم (04)-

(03)

الجدول رقم: (03-04) الشروط العامة لتنفيذ الصفقات

السوق الثالث	السوق الثاني	السوق الأول	
200 ألف دينار			الحد الأدنى
5 % من اغلاق اليوم		7,5 % من اغلاق اليوم	الحدود السعرية
12:45 – 12:30			أوقات التنفيذ

Source: Bourse De Oman, Site Internet, www.ase.com, Dernière Visite: (20:02) (17/11/2017)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن الحدود السعرية للصفقات تكون محددة من قبل مجلس الادارة لهذه الأوراق المالية، وتخضع الصفقات لنفس نسب العمولة التي يتقاضاها الوسيط وتستوفيها مؤسسات سوق رأس المال.²

ثانياً: حركة الأسعار

أما عن مستويات الأسعار فقد إرتفع الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم في بورصة عمان ليصل للنصف الأول من عام 2018 إلى 1960.9 نقطة بارتفاع نسبته 0,24 % مقارنة بالنصف الأول لعام

2017، وعلى الصعيد القطاعي فقد ارتفع الرقم القياسي للقطاع المالي بنسبة 0,89 % وانخفض الرقم القياسي لقطاع الصناعة بنسبة 1,5 % وأيضا سجل قطاع الخدمات انخفاضا في رقمه القياسي بنسبة 0,2 % للنصف الأول من عام 2018.

ثالثا: نموذج الدراسة

✓ **الفرضية الصفرية:** يوجد اختلاف بين متوسط الأرباح السوقية لأسهم الشركات المدرجة قبل وبعد نشر التقارير المالية.

✓ **الفرضية البديلة:** لا يوجد اختلاف بين متوسط الأرباح السوقية لأسهم الشركات المدرجة قبل وبعد نشر التقارير المالية.

• المجموعة الأولى

لتأكيد صحة الفرضية الأولى تم جمع أرباح شركات عينة الدراسة الأولى 15 يوم قبل نشر التقارير المالية من تاريخ 29 أبريل 2018 إلى غاية تاريخ 13 ماي 2018، وبعد نشر التقارير المالية من تاريخ 15 ماي 2018 إلى غاية تاريخ 29 ماي 2018 ومقارنة النتائج، ومن ثم إستنتاج قدرة الوسيط المالي على ترشيد القرار الاستثماري حيث يبين الجدول رقم (04-04) مجموع أرباح شركات العينة الأولى.

الجدول رقم: (04-04) مجموع الأرباح قبل وبعد نشر التقارير المالية لشركات العينة الأولى

الشركات	مجموع الأرباح قبل نشر التقارير المالية	مجموع الأرباح بعد نشر التقارير المالية
ش 1	7,23	1,33
ش 2	12,85	171,98
ش 3	0,82	1,52
ش 4	1,04	1,06
ش 5	4,47	-0,21
ش 6	29,6	15,86
ش 7	0,22	-0,03
ش 8	13,08	5,03
ش 9	- 0,03	14,18
ش 10	- 0,06	0,7
ش 11	0,5	0,84

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامًا على موقع بورصة عمان:

www.ase.com (12/05/2018) (21:58)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن هناك تغيير في مجموع أرباح الشركات قبل وبعد نشر التقارير المالية، فنلاحظ في الجدول إرتفاع مجموع أرباح 06 شركات ضمن عينة الدراسة، في المقابل نلاحظ إنخفاض مجموع أرباح 05 شركات، ومن هنا نستنتج أن شركات الوساطة لا تساهم في ترشيد القرارات الاستثمارية.

• المجموعة الثانية:

تم حساب مجموع أرباح شركات العينة الثانية 15 يوم قبل نشر التقارير المالية من تاريخ 24 أبريل 2018 إلى تاريخ 12 ماي 2018، و15 يوم بعد نشر التقارير المالية من تاريخ 14 ماي 2018 إلى تاريخ 28 ماي 2018، ومقارنة النتائج ومن ثم إستنتاج إذا ما كان الوسيط يساهم في ترشيد القرارات الاستثمارية أم لا

حيث يبين الجدول رقم (04-05) مجموع أرباح شركات العينة الثانية قبل وبعد نشر التقارير المالية.

الجدول رقم: (04-05) مجموع الأرباح قبل وبعد نشر التقارير المالية لشركات العينة الثانية

الشركات	مجموع الأرباح قبل نشر التقارير المالية	مجموع الأرباح بعد نشر التقارير المالية
ش 1	0,05	0,01
ش 2	1,61	-0,27
ش 3	28,08	8,93
ش 4	0,65	0,38
ش 5	0,01	-0,04
ش 6	4,47	-0,21
ش 7	0,86	0,84
ش 8	-14,01	8,04
ش 9	0,21	0,04
ش 10	15,74	22,79
ش 11	1,81	0,36
ش 12	1,37	6,36
ش 13	-4,06	6,74

المصدر: من إعداد الطالبة إعتماذاً على معطيات بورصة عمان:

www.ase.com (21/05/2018) (20:58)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أنه هناك تغيير في مجموع الأرباح قبل وبعد نشر التقارير المالية حيث نلاحظ ارتفاع مجموع أرباح 05 شركات، وإنخفاض مجموع أرباح 08 شركات ضمن عينة الدراسة، حيث نستطيع أن نستنتج أن الوسيط لا يقوم بوظيفته المتمثلة في ترشيد القرارات الإستثمارية للعملاء إعتماذاً على المعلومات التي بحوزته. ولتأكيد صحة الفرضية إستخدمنا معامل "ويلكوكسن" "Wilcoxon"

وهو إختبار لا معلمي لعينتين غير مستقلتين (مرتبطتين)، أي بيانات العينة الأولى تعتمد على بيانات العينة الثانية عند مستوى معنوية 5 % وكانت النتائج كما هو مبين في الجدول رقم (04-06) وقد إستهدفت هذه الفرضية معرفة مستوى كفاءة بورصة عمان من خلال تحديد مدى تأثير المعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة على أسعار أسهم الشركات المدرجة فيه، ولإختبار صحة هذه الفرضية قمنا بإختبار معامل "ويلكوكسن" (Wilcoxon)، وكانت النتائج كما هو موضح في الجدول أدناه.

رابعا: إختبار الفرضيات

✓ إختبار الفرضية الأولى

الجدول رقم: (04-06) نتائج معامل "ويلكوكسن" لمجموع أرباح العينتين قبل وبعد نشر التقارير المالية

Rangs			
	N	Rang moyen	Somme des rangs
Rangs negatives	8 ^a	5,81	46,50
Rangs positifs	5 ^b	8,90	44,50
Ex aequo	0 ^c		
Total	13		

Test ^a	
	x2 - x1
Z	-,070 ^b
Signification asymptotique (bilatérale)	,944

a. Test de Wilcoxon

b. Basée sur les rangs positifs.

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS 20 بالاعتماد على معطيات الدراسة نلاحظ أن القيمة المعنوية المحسوبة لإختبار معامل "ويلكوكسن" (Wilcoxon) تساوي 0.944 وهي أكبر من القيمة المعنوية 0.05، مما يدل على عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين الأرباح السوقية للأسهم قبل نشر التقارير المالية وبعدها، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة، وهذا يعني أن إصدار البيانات في تاريخ 13 ماي 2018 أثر على الأرباح السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالنسبة لشركات العينة الأولى محل الدراسة، وشركات العينة الثانية تاريخ 14 ماي 2018.

✓ اختبار الفرضية الثانية

الفرضية الصفرية: لا يوجد اختلاف بين متوسط السعر السوقي لاسهم المؤسسات المدرجة قبل وبعد نشر التقارير المالية.

الفرضية البديلة: يوجد اختلاف بين متوسط السعر السوقي لاسهم المؤسسات المدرجة قبل وبعد نشر التقارير المالية.

المجموعة الأولى:

تم حساب متوسط أسعار أسهم شركات العينة الأولى 15 يوم قبل إعلان التقارير المالية و15 يوم بعد نشرها، مع تسجيل متوسط أسعار الأسهم يوم نشر التقارير المالية كما هو موضح في الجدول التالي رقم (06-04) تم اعتماد الرموز ش1، ش2.. كرموز مختصرة لتسمية الشركات محل الدراسة

الجدول رقم: (04-06) متوسط أسعار أسهم شركات العينة الأولى محل الدراسة

رمز الشركة	متوسط أسعار الأسهم	أسعار الأسهم يوم نشر	متوسط أسعار الأسهم
	قبل نشر التقارير	التقارير المالية	بعد نشر التقارير
	المالية		المالية
ش 1	2.68	2.60	2.58
ش 2	2.96	2.94	3.2
ش 3	1.092	1.22	1.118
ش 4	0.84	0.88	0.877
ش 5	0.69	0.69	0.56
ش 6	1.48	1.79	1.76
ش 7	0.12	0.12	0.12
ش 8	0.44	0.49	0.48
ش 9	0.80	0.81	0.82
ش 10	0.18	0.19	0.20
ش 11	0.53	0.53	0.52

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على موقع بورصة عمان:

www.ase.com (31/05/2018) (17:01)

نلاحظ من خلال الجدول أن الوسط الحسابي لأسعار الأسهم الشركات بعد نشر التقارير المالية يختلف عن الوسط الحسابي لها قبل نشر التقارير المالية، حيث سجلت أسعار أسهم 07 شركات إرتفاعا، في المقابل انخفضت أسعار أسهم 03 شركات بينما بقيت شركة واحدة أسعار أسهما ثابتة.

مما يعني أن أسعار أسهم الشركات في بورصة عمان تتأثر بالمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة، وللتأكد من صحة وتحديد ما إذا كان هذا التغير في أسعار الأسهم بعد نشر التقارير المالية يعبر فعلا عن استجابة الأسعار للمعلومات المفصح عنها، مما يعني كفاءة بورصة عمان في شكلها شبه القوي، أو أن هذا التغير ناتج عن عوامل أخرى ليس لها علاقة بنشر التقارير المالية للشركات وبالتالي لا بد من تحديد مدى معنوية هذا الفرق ودلالاته الإحصائية من خلال اختبار معامل "ويلكوكسن" (Wilcoxon).

• المجموعة الثانية:

تم حساب متوسط أسعار أسهم الشركات محل الدراسة 15 يوم قبل وبعد نشر التقارير المالية مع تسجيل أسعار الأسهم يوم نشر التقارير المالية، وكانت النتائج كما هو موضح في الجدول رقم (07-)

(04)

الجدول رقم: (04-07) متوسط أسعار أسهم شركات العينة الثانية محل الدراسة

رقم الشركة	متوسط أسعار الأسهم قبل نشر التقارير المالية	أسعار الأسهم يوم نشر التقارير المالية	متوسط أسعار الأسهم بعد نشر التقارير المالية
ش1	0,428	0,42	0,434
ش2	2,296	2,29	2,255
ش3	0,76	0,78	0,767
ش4	0,264	0,27	0,271
ش5	1,212	1,22	1,23
ش6	1,058	1,04	1,04
ش7	0,532	0,53	0,528
ش8	0,639	0,52	0,55
ش9	0,128	0,12	0,124
ش10	2,607	2,54	2,329
ش11	2,295	2,29	2,255
ش12	0,749	0,73	0,749
ش13	2,175	2,11	2,082

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على موقع بورصة عمان:

www.ase.com, (30/05/2018) (45: 23)

يتضح من خلال النتائج الواردة في الجدول أعلاه أن الوسط الحسابي لأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان بعد تاريخ نشر التقارير المالية يختلف عن الوسط الحسابي لها قبل نشر التقارير، حيث سجلت ثلاث شركات إرتفاعا في أسعار أسهمها، وانخفضت أسعار أسهم 07 شركات وبقيت أسعار أسهم 03 شركات ثابتة.

نستنتج أن أسعار أسهم الشركات تتأثر بالمعلومات الواردة في التقارير المالية، ومن أجل التأكد من صحة الفرضية تم استخدام إختبار "ويلكوكسن" (Wilcoxon)، وكانت النتائج كما هو موضح في

الجدول التالي رقم (04-08)

الجدول رقم: (04-08) نتائج معامل "ويلكوكسن" للعينة الأولى والثانية قبل وبعد نشر التقارير المالية

Rangs				
	N	Rang moyen	Somme des rangs	
x3 - x1	Rangs negatives	8 ^a	7,44	59,50
	Rangs positives	4 ^b	4,63	18,50
	Ex aequo	1 ^c		
	Total	13		

a. $x_3 < x_1$

b. $x_3 > x_1$

c. $x_3 = x_1$

Test ^a	
	x3 - x1
Z	-1,610 ^b
Signification asymptotique (bilatérale)	,107

a. Test de Wilcoxon

b. Basée sur les rangs positifs.

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS 20 اعتماداً على معطيات الدراسة

نلاحظ أن القيمة المعنوية المحسوبة لمعامل "ويلكوكسن" (Wilcoxon) تساوي 0,107 وهي أكبر من القيمة المعنوية 0,05، مما يدل على عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط أسعار الأسهم قبل نشر التقارير المالية وبعد نشرها في بورصة عمان، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة، وهذا يعني أن إصدار البيانات في تاريخ 13 ماي 2018 لم يؤثر على حركة الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة، مما يعني أن مؤسسات الوساطة المالية لا تساهم في تحقيق الكفاءة عند المستوى شبه القوي، لأن التغير الحاصل في أسعار الأسهم لبعض الشركات لا يعكس إستجابة هذه الأخيرة للمعلومات المفصح عنها في التقارير المالية المنشورة للشركات.

نستنتج أن الوسيط المالي أو خدمات الوساطة المالية للمستثمرين داخل البورصة لم تساعد المستثمر في تحقيق أرباح اعتماداً على المعلومات المتوفرة، أي أن المعلومات لم تعكس لحظياً على الأسعار، ويمكن إرجاع هذا إلى العديد من الأسباب من بينها:

- ✓ ضعف مؤسسات الوساطة المالية في بورصة عمان وعدم قيامها بدورها على أكمل وجه؛
- ✓ تسرب المعلومات الواردة في التقارير المالية للشركات قبل نشرها،
- ✓ ضعف الإجراءات الرقابية وعدم قيام الهيئات المعنية بأداء دورها على أكمل وجه مما يؤدي إلى عدم إدراك المتعاملين في بورصة عمان لأهمية المعلومات المفصح عنها في التقارير المالية المنشورة للشركات؛
- ✓ قلة عدد الصفقات في بيع وشراء الأوراق المالية؛
- ✓ سيطرة كبار المتعاملين عليها وتأثيرهم على أسعار الأسهم المتداولة فيه؛
- ✓ تأثر أسعار أسهم الأوراق المالية في بورصة عمان بعوامل أخرى، حيث أن في السوق الكفوة سعر الورقة المالية في تاريخ معين يعكس كافة المعلومات المتاحة عن تلك الورقة حتى هذا التاريخ، وأن أي معلومات جديدة عن هذه الورقة ستعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحة هذه المعلومات للمتعاملين في السوق؛
- ✓ الانقطاعات في التداول لبعض الأوراق المالية وعدم توفر المعلومات عليها.

خلاصة الفصل

تعتبر مؤسسات الوساطة المالية جزء من النظام المالي الذي يخدم المجتمع، فالوظيفة الأساسية لهذه المؤسسات تحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين، أو من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، فمهنة الوساطة المالية في بورصة عمان تحكمها شروط وقوانين من قبل هيئة السوق، بحيث ينقسم الوسطاء في بورصة عمان إلى أنواع مختلفة من بينها وسيط بالعمولة، وسيط يبيع ويشري لصالح محفظته، وسيط مغطي لإصدار الأوراق المالية الجديدة، يبلغ عددهم 55 وسيط، ومن ثم تم إسقاط ما جاء في الدراسة النظرية على بورصة عمان وإختبار كفاءتها عند المستوى شبه القوي اعتماداً على إختبار معامل "ويلكوكسن" وكانت نتيجة الإختبار بأن مؤسسات الوساطة المالية لا تؤثر على كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومات المنشورة في التقارير المالية، وهذا راجع للعديد من الأسباب من بينها تأثير أسعار الأوراق المالية بعوامل مختلفة.

الخاتمة العامة

تعتبر أسواق رأس المال المحرك الرئيسي لتمويل الإقتصاد والمساهمة في دفع عجلة التنمية الإقتصادية من خلال تمويل الإستثمارات لجذب المدخرات نحو الفرص الإستثمارية المفيدة للمجتمع لزيادة رفاهيته وبالتالي فهي تحظى بإهتمام كبير في العديد من الدول من خلال قدرتها على التخصيص الأمثل للموارد.

يتم في سوق رأس المال تداول الأوراق المالية بين المستثمرين لتلبية رغبتهم الإستثمارية ويقوم بهذه المهمة فئات متخصصة سميت بالوسطاء الماليين الذين لديهم خبرة في مجال بيع وشراء الأوراق المالية نظرا للمعلومات التي بحوزتهم، يعملون حسب قانون السوق الذي يحكم مجال الوساطة المالية شهدت هذه المؤسسات تطورات على مر الزمن جعلتها تقوم بمهنتها في أكمل وجه ومساهمتها في تنشيط السوق وزيادة كفاءته.

لصعوبة القيام بإستثمارات في الأسواق المالية نظرا لعدم المعرفة الكاملة للمستثمرين توجب إختيار وسطاء متخصصين لتولي بيع وشراء الأوراق المالية فمهام الوسيط المالي متعددة ومنها في السوق الأولي القيام نيابة عن العملاء بالإكتتاب في الأوراق المالية بالنسبة للمستثمر الذي يرغب في شراء الأوراق المالية أما بالنسبة للشركات أو الراغبة في إصدار أوراقها المالية فتضمن لها تصريف الإصدار كاملا ما يسمى بضمان تصريف الإصدار، ولمزاولة مهنة الوساطة المالية يجب أن يتوفر في الوسطاء شروط خاصة لقيامهم بنشاطهم كشركات أو كأفراد لضمان تحقيق مهامها من بينها التسعير العادل للورقة المالية وترشيد القرارات الإستثمارية إعتماذاً على المعلومات المتوفرة لديها، ونظرا لخبرتها المالية في هذا المجال وهذا ما يجهله الكثير من العملاء وبالتالي تحقيق الكفاءة المالية من خلال توزيع معلومات متمثلة في نشر التقارير المالية للمؤسسات تؤثر على أسعار الأسهم.

نتائج البحث

سمح لنا التعرض لمختلف النقاط الواردة في هذا البحث للإجابة على الإشكالية المطروحة، مع التركيز على مدى تحقق الفرضيات المذكورة في المقدمة، ومن ثم الوصول إلى النتائج التالية:

✓ تعتبر مؤسسات الوساطة المالية أحد أهم المقومات الرئيسية للنهوض بأسواق رأس المال، بحيث تساهم في الربط بين المستثمرين وتنشيط السوق؛

- ✓ إن وجود مؤسسات وساطة مالية كفؤة يؤدي إلى السير الحسن للبورصة من خلال المساهمة في تسهيل عمليات البورصة من إكتتاب، ترويج، تغطية، تكوين محافظ إستثمارية ناجحة، وبالتالي تعم الفائدة على المستوى الفردي والعام.
- ✓ تساهم مؤسسات الوساطة المالية في نشر الوعي الإستثماري من خلال تحسين الخدمات الإستثمارية لتشجيع المستثمرين للدخول للأسواق المالية عامة، وأسواق رأس المال خاصة؛
- ✓ تم تأكيد صحة الفرضية الأولى بحيث تعتبر مؤسسات الوساطة المالية المحرك الرئيسي لنشاط سوق رأس المال من خلال المهام التي تقوم بها وهي تقليل التكاليف وإيصال المعلومات لجمهور المتعاملين في الوقت اللازم، وبالتالي إلغاء احتمال تحقيق أرباح غير عادية
- ✓ النسبة لمستثمرين على غرار مستثمرين آخرين، وتساهم أيضا في تقديم النصح والمشورة فيما يخص الأوراق المالية؛
- ✓ وجود مؤسسات وساطة فعالة يسمح بإستمرارية السوق من خلال مهامها التي تسمح بتنشيط السوق، وزيادة فعاليته؛
- ✓ تعتبر المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم مقومات قيام الأسواق، من خلال بعث الثقة في جمهور المتعاملين وتوفير عنصر الأمان؛
- ✓ يختلف الوسطاء الماليين في بورصة عمان بإختلاف وظائفهم، بحيث تفرض هيئة السوق العديد من الشروط على مهنة الوساطة، فيمكن أن يكون الوسيط شخص طبيعي أو شخص معنوي؛
- ✓ يبلغ عدد الوسطاء في بورصة عمان 60 وسيط؛
- ✓ لا يمكن التعامل بالأوراق المالية في بورصة عمان دون اللجوء للوسطاء؛
- ✓ تساهم مؤسسات الوساطة المالية في ترشيد القرارات الإستثمارية من خلال إختبار الفرضية الثانية وكانت النتائج أن متوسط أرباح الأسهم بعد نشر التقارير المالية مرتفعة مقارنة بمتوسط الأرباح السوقية قبل نشر التقارير ولإثبات صحة الفرضية قمنا بإختبار معامل "ويلكوكسن" Wilcoxon وكانت النتيجة قبول الفرضية الصفرية التي تنص على أنه يوجد إختلاف بين متوسط الأرباح السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة قبل نشر التقارير المالية وبعدها؛

- ✓ بعدما قمنا بإختبار الفرضية الثالثة كانت النتيجة تأكيد صحة الفرضية الصفرية أي بعدم وجود إختلاف بين متوسط السعر السوقي لشركات المساهمة العامة قبل نشر التقارير المالية وبعد نشرها من خلال إختبار معامل "ويلكوكسن" Wilcoxon أي أن أسعار الأوراق المالية لا تتأثر بصدور المعلومات؛
- ✓ بالتالي نستنتج من إختبار الفرضيات أن مؤسسات الوساطة المالية لا تأثر على كفاءة بورصة عمان في المستوى شبه القوي؛
- ✓ لا يمكن إستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية لإختبار كفاءة سوق رأس المال.

التوصيات

إعتمادًا على النتائج المستوحاة من هذه الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الإقتراحات قد تساهم إلى حد ما في تجاوز تلك العقبات التي مازالت تقف أمام تطور سوق رأس المال وكفاءته وذلك من خلال:

- ✓ نشر الوعي الثقافي فيما يخص الإستثمار في الأسواق المالية عامة، وفي سوق رأس المال خاصة بتشجيع توجيه الإدخارات نحو هذه الأسواق، من خلال التعريف أكثر بهذه الأسواق وإظهار مزاياها المتعددة؛
- ✓ إعداد قوانين وإجراءات صارمة خاصة بمؤسسات الوساطة المالية للقيام بدورها بشكل أفضل، وإدخال التقنيات الحديثة على مجالها لمساعدة أصحاب الخبرة وتشجيعهم على ممارسة مهامهم بطريقة صحيحة تساعد المستثمر الذي يفتر للخبرة في هذا المجال وتوجيهه توجيهها صائبًا نحو أصول إستثمارية تعود بالنفع عليه وعلى الوسيط وعلى السوق ككل؛
- ✓ تعزيز الشفافية والإفصاح على المؤسسات لضمان السير الحسن لعمل السوق من خلال تزويد سوق رأس المال بالتقارير المالية التي تساعد على إتخاذ القرارات الصائبة؛
- ✓ العمل على تعزيز الدور الرقابي الذي تقوم به هيئة السوق المالية وذلك لحماية المستثمرين والمساعدة على ضمان الإستقرار وتقليل المخاطر؛
- ✓ وضع نظام جديد للمعلومات يتناسب مع الظروف الجديدة.

* آفاق البحث

كغيره من البحوث والمواضيع والدراسات يبقى هذا البحث لا يخلو من النقائص حيث يحتاج جهودا إضافية من قبل باحثين حتى يكتمل، فرغم محاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة في هذه الدراسة إلى أنه برزت في الختام مجموعة أخرى من التساؤلات والتي يمكن أن تشكل مواضيع جديدة لدراسات وأبحاث أخرى في المستقبل من شأنها أن تكون مكملة لهذا البحث:

- ✓ هل كفاءة سوق رأس المال متوقعة على خدمات مؤسسات الوساطة المالية؟
- ✓ ما هو دور المدقق المالي والمحاسبي في تحقيق الكفاءة المالية؟
- ✓ هل تتمتع مؤسسات الوساطة المالية في الجزائر بالمقومات التي تسمح لها بزيادة كفاءة البورصة؟
- ✓ هل تعتمد بورصة الجزائر على أنظمة الإفصاح التي تساهم في تعزيز الشفافية للتسعير العادل للأوراق المالية؟

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: الكتب

١: الكتب باللغة العربية

1. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002.
2. أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية والتقليدية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة، لبنان، 2006.
3. أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، عمان، 1999.
4. أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.
5. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة، عمان، 2004.
6. إبراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
7. جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الطبعة الأولى، الجزائر، 2002.
8. جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة، الجزائر، 2007.
9. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل والأدوات والاستراتيجيات) دار الهدى، الجزائر، 2010.
10. جميل الزيدانين، أساسيات الاستثمار في الجهاز المالي، دار وائل، الأردن، 1999.
11. جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
12. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء، عمان، 2002.
13. حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي، عمان، 2000.
14. حسين هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، ادواتها المشتقة) دار الكندي، عمان، 2002.

15. خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة، لبنان، 2000.
16. خالد وهيب الراوي، الاستثمار مفاهيم تحليل واستراتيجية، دار المسيرة، عمان، 1999.
17. خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام، الأردن، 2013.
18. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، الأردن، 2012.
19. رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
20. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، الطبعة الثانية، عمان، 2000.
21. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار العيني والحقيقي، دار وائل، عمان، 2005.
22. زينب حسن عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1994.
23. سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم، دار الرابية، عمان، 2012.
24. شعبان محمد اسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، لبنان، 2002.
25. شذا جمال خطيب، صعقق الركيبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي، الأردن، 2008.
26. عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005.
27. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
28. عباس كاظم الدعيمي، السياسات المالية والنقدية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء، عمان، 2010.
29. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دار الحلبي، لبنان، 2009.
30. عبد المجيد المهيلمي، جازم الببلاوي، التحليل الفني في الأسواق المالية، دار البلاغ، الأردن، 2006.
31. عبد الغفار حنفي، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.

32. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
33. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
34. عبد الغفار حنفي، ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، (بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية-شركات التأمين-شركات الاستثمار) الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
35. عبد الغفار حنفي، ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، (بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية-شركات التأمين-شركات الاستثمار) الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
36. عبد المنعم السيد علي، سعد الدين عيسى، النقود والمصارف وأسواق المال، دار الحامد، عمان، 2004.
37. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبي، 2002.
38. فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية (فنون الاستثمار في البورصة) الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
39. فرنسوا لوروا، الأسواق الدولية والرساميل، المؤسسة الجامعية، مصر، 1991.
40. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، 2006.
41. مبارك بن سلمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2010.
42. متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010.
43. محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة
44. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2005.
45. محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، 2005.
46. محمد منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، مصر، 2002.
47. محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص الحكم) دار الحلبي، بيروت، 2004.
48. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان، سوريا، 2009.

49. محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق-أحوالها ومستقبلها- دار الوفاء، الإسكندرية، 2000.
50. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، (مؤسسات-أوراق-بورصات) دار الشروق للنشر، عمان، 2005.
51. محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة(أسهم-سندات-أوراق مالية)، دار الحامد، عمان، 2006.
52. مروان عطوان، الأسواق المالية والنقدية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) أدوات وآليات البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
53. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
54. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي، مصر، 2009.
55. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
56. منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، منشأة المعارف، مصر، 1997.
57. ناظم محمد نوري، طاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، الأردن، 1999.
58. نجاح عبد العليم، عبد الوهاب أبو الفتوح، الأصول المصرفية والأسواق المالية، دار عالم الكتب، الأردن، 2014.
59. نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة(ماهيته-تاريخها-مستقبلها-ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية) المكتب الجامعي، الإسكندرية، 2012.
60. نوزاد الهيبي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، طرابلس، 1998.
61. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، الأردن، 2003.
62. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، الأردن، 2015.
63. طارق عبد العال حماد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005.

64. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدارالجامعية، مصر، 2005.
65. طاهر فاضل البياتي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال.
66. ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال وأدواتها) مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
67. وليد أحمد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل، عمان، 2012.

ب: الكتب باللغة الأجنبية

68. Andrew W. Lo, EFFICIENT MARKETS HYPOTHESIS. The New Palgrave: A Dictionary of Economics, L. Blume, S. Durlauf, eds., 2nd Edition, Palgrave Macmillan Ltd., 2007.
69. Belletante.B, La bourse : son fonctionnement. Son rôle dans la vie économique, hâtier, paris,1992.
70. Bert Scholten, Dick Van Wensveen,The theory of financial intermediaries, an essay on what it does, the European money and finance forum, Vienna ,2003.
71. Brigham. F. Eugene, Ehrhardt. C. Michel, “Financial Management Theory &Practice”, 11th edition, South western, USA, 2005.
72. Christian et Mireille Zambotto, gestion financièrede marché, Dunod, paris,1997.
73. Christian Descamps, jacques saichet, gestion financier international, Litec,1995.
74. Christian Bialés, l’intermédiation financière, Montpellier, France, 2013.
75. Didier Marteau, monnaies banques et marchés financiers, Economica, 2008.
76. Donald Rutherford, “Routledge Dictionary of Economics” Second Edition, Taylor & Francis e-Library, New-York and London, 2002.
77. Eugene F. FamaEfficient Capital Markets: A Review and Empirical Work, The Journal of Finance, Vol 25, No 02, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969May, 1970.
78. Fleuriet Michel et Simon Yves, Bourse et marchés financiers, deuxième édition, Economica, Paris.

79. Franklin R. Edwards, informational role of future market the new Polgar dictionary of and finance, Macmillan press LTD-London 1997.
80. Frederic Mishkin, Monnaie banques et marchés financiers, traduction : Christian bordes et al, neuvième édition, édition Pearson Education, Paris, 2010.
81. Gaston Defosse. Paire Balley, La bourse des valeurs et les opérations de la bourse, Édition bouchene, alger,1993.
82. Gary Gorton, Andrew winton , financial intermediation, handbook of the economics of finance, vol 1, part 1, Orebro university, school of business, 2002.
83. Gastonfils LONZO LUBU- Fanny KABWE OMOYI, Financial intermédiation and economic growth in DR CONGO, université de kinshasa, january 2015.
84. Gunther Capelle - BLANCADRO, le système bancaire et financier, conférences au collège.
85. Janet Mitchell, Financial Intermediation Theory And Implications For The Sources Of The Value In Structured Finance Markets, Working Paper document, National Bank Of Belgium, N 71,2007.
86. Kadir Can Yalçın. “Market Rationality: Efficient Market Hypothesis versus Market Anomalies”. European Journal of Economic and Political Studies. Ejeps-3 (2), 2010.
87. Luc BENET. Ronald, principes techniques bancaires, Dunod, paris 2001.
88. Lawrence Guitman et autres, Investissement et Marchés Financiers, Pearson Educ.France.9^{ème}Edt, 2005.
89. Mahdi Salehi. “The Role of Financial Intermediaries in Capital Market”. Economics Faculty Zagreb, Croatia. Zagreb International Review of Economics & Business, Vol. 11, No. 1, 2008.
90. Marie Henry Gérard, les marchés financiers, Armend Colin, Paris ,1999.
91. M.Benamghar Mourad, la réglementation prudentielle des banques et des établissements financiers en Algérie et son degré d’adéquation aux standards de Bale 1 et Bale 2, mémoire fin d ’étude de magister en science économiques, option finance banque, faculté de science économique

- commerciale et de science de gestion, université Mouloud Mammeri, tizi Ouzou, 2012.
92. Madiha Latif et Al. "Market Efficiency, Market Anomalies, Causes, Evidences, and Some Behavioral Aspects of Market Anomalies". Research Journal of Finance and Accounting. Vol 2, No 9/10, 2011.
 93. M. Montoussé et al, 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, quatrième édition, Bréal édition, Clamecy, 2010.
 94. O.apGwilym, Financialintermédiation, undergratuatedstudy in economics, university of London , 2011.
 95. Paul jacques Lehmann, la bourse de paris, (paris Dunod)1991.
 96. Pietro Millosovich, Overview of Financial Markets and Instruments, Dipartimento di Matematica Applicata. ICTP – December 2007.
 97. Pierre Vermine, FinanceD'entreprise, Dalloz ,2010.
 98. Randall Dodd, Derivatives Markets: Sources of vulnerability in U.S Financial Markets, Financial Policy Forum. Washington D.C. November 15, 2001.
 99. R.Brealey ,S.Myers,Principes de gestion financière , Pearson Education , 2003.
 100. RéallPelland, les organismes d'intermédiation au Québec : rôles et gouvernances vers une vision « systémique-innovation ouverte », un papier présente au conseil de la technologie du Québec, Québec, 25 février 2010.
 101. Roy E. Bailey. "The Economics of Financial Markets". Cambridge University Press, Published in the United States of America by Cambridge University Press. New York, 2005.
 102. Simon Mabote, The Role of Non-Bank Financial Intermediation in Lesotho: Challenges And Possible Remedies Central bank Of Lesotho, Working Paper N1, 2017.
 103. ValdonéDarskuvienne, Financial Markets, Leonardo da Vinci programme Project, Vytautas Magnus, Bulgaria, 2010.
 104. Xavier Bradley, Christian Descamps, Monnaies Banques Financements, Dalloz ,2005, paris.

الرسائل والأطروحات:

105. بلجيلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لاسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.
106. بن أعر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012.
107. حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات "دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008 و 2013)"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2014.
108. خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، 2006.
109. رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برامج الخصخصة: دراسة مجموعة دول المغرب العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2010.
110. رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2007.
111. زرفة زهية، بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في العمليات البورصية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2000.

112. سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة لدكتوراه، تخصص تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2015.
113. سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009.
114. عبد الرحمان بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، كلية علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011.
115. محمود محمد سمير، محمود المصري، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011.
116. هاني أنور صالح، شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، كلية المحاسبة والتمويل، 2007.

ثالثاً: المؤتمرات والتقارير

أ: المؤتمرات

117. أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية عربية، بحث مقدم لمؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الاقتصادي العربي، الجامعة الأردنية، عمان، 20، 22 سبتمبر، الأردن، 2004.
118. عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق وارتباطها باقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي الخامس، اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية في الفترة الممتدة من 16-18 مارس، 2004.
119. صبري الخطيب، أداء بورصة عمان خلال العامين 2004 و2005 والنصف الأول لعامي 2006 و2005، غرفة تجارة عمان، وحدة الدراسات والاتفاقات الدولية، 2006.

120. محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية - الأوروبية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 8-9 ماي 2004.

ب: التقارير

121. التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2010.

122. Annual Report, Capital Market Authority of Arab Saudi, 2012

رابعاً: المجالات والدوريات والأوراق البحثية

123. حاكم محسن محمد، عدي عباس عبد، تحليل بين كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للأسهم، دراسة تطبيقية لسوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، العدد 11، جامعة بابل، 2014.

124. رياض دهال، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، مارس، 2004.

125. صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة بسكرة، العدد 02، 2002، ص: 210.

126. بنك مصر، مركز البحوث، التخطيط الاستراتيجي في البنوك في عالم متغير، أوراق بنك مصر البحثية، العدد 06، 1999.

127. محمد تقي العثماني، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، مجمع الفقه الاسلامي، الدورة العشرون، 2010.

128. نوال بن عمارة، الصكوك الاسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الاسلامية (تجربة السوق المالية الاسلامية الدولية البحرين)، مجلة الباحث، عدد 09، 2011.

129. وفاء أحمد محمد، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية، معهد الإدارة، الرصافة، العدد 201، 2013.

130. رايح شحات، كفاءة الأسواق المالية بين المدخلين: التحليل الأساسي والتحليل الفني، المجلة العلمية للتواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، جامعة باجي مختار، العدد 35، 2013.
131. جبار محفوظ، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 03، سطيف، 2004.
132. صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، ورقلة، 2009.
133. بن أمير بن حاسين، لحسين جديدين، وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2012.
134. عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، مارس، 2006.
135. هني محمد نبيل، غراية زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الاسهم في إطار كفاءة الاسواق المالية في البورصات العربية الناشئة (دراسة حالة بورصة المغرب والكويت)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، جوان، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012.
136. شوقي بورقبة، دور نظرية الاشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، سطيف، 2010.
137. مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 2، 2014.
138. معارفي فريدة، مفتاح صالح، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، عدد 07، ورقلة، 2010.
139. حكيم بوسلمة، اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي: دراسة سوق عمان، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 5، ديسمبر 2016.
140. سام سعد محمد، عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 2، 2014.

141. محمد حسين أبو نصار وعلى عيد القادر الذنبيات، أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 32، العدد 1.
142. مزوزي خيرة، بخالد عائشة، أثر الإفصاح عن توزيعات الأرباح على كفاءة سوق دبي المالي دراسة حديثة خلال سنة 2011، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 11، 2017.
143. رتاب سالم الخوري وممسعود محمد بلقاسم، أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على أسعار الأسهم وحجم التداول دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية، المجلة الأردنية في دراسة الأعمال، المجلد 2، العدد 2.

خامسا: مواقع الانترنت

144. <http://www.Arab-ape.org/> (13/07/2014)
145. www.ase.com (01/06/2018) الموقع الرسمي لبورصة عمان
146. Corporate Finance - compendium. Ventus Publishing. [Online] (2008) available at:
147. www.Bookboon.com (June 2015)
148. <https://www.ase.com.jo/ar/2018>(18 /03/2018)
149. www.ase.com (19/05/2018)
150. <https://corporatefinanceinstitute.com/>(09/05/2018)
151. <https://economictimes.indiatimes.com> (05/05/2018)
152. <http://www.edubourse.com/>. (16/02/2018)
153. www.eventstudytools.com (19/05/2018)
154. <https://www.investopedia.com> (15/04/2018) updated january 3 ,2018
155. www.issfb.com (16 /05/2018)
156. Kristina Zucchi, Financial markets: capital vs. money markets, updated january2,2018 .
157. <https://www.investopedia.com>(04 /04/2018)<https://www.investopedia.com/> (15/04/2018).Updated January 3, 2018.
158. <https://www.investopedia.com> (15/04/2018)
159. <http://www.lawjo.net/vb/showthread.php>(11/06/2016)
160. <https://www.lesechos.fr/> (05/05/2018)
161. www.maal.com(24/05/2018)
162. Peter N. Ireland. Lecture Notes on: Money, Banking, and Financial Markets. Boston College. Available at: <http://www2.bc.edu/~irelandp/ec261.html>
163. <https://philarchive.org/archive/REBLMD-3> (12/05/2016)
164. : www.qfma.org.qa(09/02/2015) الموقع الرسمي لبورصة قطر:

165. <http://www.syriaall.com> (10 /04/2017)
166. www.syriaall.com (18/08/2017)
167. www.syriaall.com. (16/05 /2016)
168. [Http //: \(www.scribd.com\)](http://www.scribd.com)(05/09/2014)
169. www.tunusia-sat.com (01/06/2018)

الملاحق

NPAR TESTS
 /K-S(NORMAL)=x y
 /MISSING ANALYSIS.

Tests non paramétriques

[Ensemble_de_données0]

Test de Kolmogorov-Smirnov à un échantillon

		x	y
N		24	24
Paramètres normaux ^{a,b}	Moyenne	4,4379	11,0929
	Ecart-type	9,53695	34,80315
Différences les plus extrêmes	Absolue	,275	,372
	Positive	,275	,362
	Négative	-,235	-,372
Z de Kolmogorov-Smirnov		1,348	1,823
Signification asymptotique (bilatérale)		,053	,003

- a. La distribution à tester est gaussienne.
 b. Calculée à partir des données.

NPAR TESTS
 /WILCOXON=x WITH y (PAIRED)
 /MISSING ANALYSIS.

Tests non paramétriques

[Ensemble_de_données0]

Test de Wilcoxon

Rangs

		N	Rang moyen	Somme des rangs
y - x	Rangs négatifs	14 ^a	10,89	152,50
	Rangs positifs	10 ^b	14,75	147,50
	Ex aequo	0 ^c		
	Total	24		

- a. $y < x$
 b. $y > x$
 c. $y = x$

Test^a

	y - x
Z	-.071 ^b
Signification asymptotique (bilatérale)	.943

a. Test de Wilcoxon

b. Basée sur les rangs positifs.

NEW FILE.

DATASET NAME Ensemble_de_données1 WINDOW=FRONT.

NPAR TESTS

/WILCOXON=x WITH y (PAIRED)

/MISSING ANALYSIS.

Tests non paramétriques

[Ensemble_de_données1]

Test de Wilcoxon

Rangs

		N	Rang moyen	Somme des rangs
y - x	Rangs négatifs	11 ^a	12,50	137,50
	Rangs positifs	11 ^b	10,50	115,50
	Ex aequo	2 ^c		
Total		24		

a. y < x

b. y > x

c. y = x

Test^a

	y - x
Z	-.357 ^b
Signification asymptotique (bilatérale)	.721

a. Test de Wilcoxon

b. Basée sur les rangs positifs.

DATASET ACTIVATE Ensemble_de_données0.

NPAR TESTS

/WILCOXON=x WITH y (PAIRED)

/MISSING ANALYSIS.

Tests non paramétriques

[Ensemble_de_données0]

Test de Wilcoxon

Rangs

	N	Rang moyen	Somme des rangs
y - x			
Rangs négatifs	14 ^a	10,89	152,50
Rangs positifs	10 ^b	14,75	147,50
Ex aequo	0 ^c		
Total	24		

a. y < x

b. y > x

c. y = x

Test^a

	y - x
Z	-.071 ^b
Signification asymptotique (bilatérale)	.943

a. Test de Wilcoxon

b. Basée sur les rangs positifs.

```
SAVE OUTFILE='G:\Sans titre1.sav'  
/COMPRESSED.  
DATASET ACTIVATE Ensemble_de_données1.
```

```
SAVE OUTFILE='G:\Sans titre2.sav'  
/COMPRESSED.
```

```
GET  
FILE='G:\Sans titre1.sav'.
```

```
>Avertissement # 67. Nom de la commande : GET FILE  
>Le document est déjà utilisé par un autre utilisateur ou un autre process  
us.  
>Si vous apportez des modifications au document, elles risquent d'écraser  
les  
>modifications apportées par d'autres utilisateurs, ou vos modifications  
>risquent d'être écrasées par celles d'autres utilisateurs.  
>Fichier G:\Sans titre1.sav ouvert  
DATASET NAME Ensemble_de_données2 WINDOW=FRONT.  
DATASET CLOSE Ensemble_de_données2.
```

ملخص:

يقوم سوق رأس المال بدور بالغ الأهمية من خلال جذب الاستثمارات والمساهمة في التنمية الاقتصادية على كافة المستويات من خلال الربط بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز، وللوصول لهذا الهدف يجب أن يتمتع سوق رأس المال بالنشاط والكفاءة، التي يتحقق جزء منها من خلال خدمات الوسطاء الماليين الذين يوفرون قاعدة استثمارية للمتعاملين بفضل توفير عنصر الأمان للعملاء، وإتباعهم للقوانين والضوابط التي تفرضها هيئة السوق لضمان استمراريتها.

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على دور الوساطة المالية في تحقيق الكفاءة المالية عند المستوى شبه القوي في بورصة عمان، لمعرفة مدى تأثير المعلومات على أسعار الأسهم من خلال نشر التقارير المالية للشركات المدرجة في السوق باستخدام أسلوب دراسة الحدث حيث تم تحديد نافذة الحدث 15 يوم قبل نشر التقارير المالية وبعد نشرها ويوم الحدث وهو يوم نشر التقارير المالية، واقتصرت الدراسة على مجموعتين تضم 24 شركة مساهمة عامة مقسمة ضمن مجموعتين الأولى تضم شركة والثانية 13 شركة لها نفس تاريخ نشر التقارير المالية، بحيث تعالج تأثير حدث معين أو 11 مجموعة من الأحداث على أسعار الأسهم.

توصلت هذه الدراسة إلى عدم كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي لأن أسعار الأسهم المتداولة فيه لا تستجيب للمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة من قبل مؤسسات الوساطة المالية وإنما تتأثر بعوامل أخرى.

الكلمات المفتاحية: وساطة مالية، كفاءة، سوق رأس المال ، بورصة عمان

Abstract:

Capital markets play an important role by attracting investments and contributing to the economic development in all levels through linking between savers who are the surplus units, and investors who are deficit units.

To reach these goals, a capital market must be characterized by transactions and efficiency, which are accomplished through the services of the financial intermediaries who provide the investment platform for the investors thanks to providing the safety element for the clients, and to following the rules and restrictions imposed by the markets committee in order to ensure its continuity.

This study aims to shade some light on the role of the financial efficiency at the low level, exactly in Amman Jordan stock exchange its objective is to determine the level of the information impact on the stocks prices by publishing the financial reports of the companies listed in the market, by using the event study method.

The event window was set 15 days before and after the publication of the financial reports, the event day was the day of the publication. The study was limited to two groups that included 24 stock companies, split into two groups, the first one includes 13 companies and the second one includes 11 companies, all with the same publications date of the financial reports.

This study processes the impact of specific event or a set of events, on the stocks prices. The study has come to the conclusion that the Amman Jordan stock market is inefficient at the Para-strong level, because the stocks prices in circulation do not respond to the informations published by the financial intermediation companies in their reports stock but are influenced by other factors.

key words: financial intermediation, efficiency, capital market, Amman,

Résumé:

Les marchés de capitaux jouent un rôle important en attirant des investissements et en contribuant au développement économique à tous les niveaux en reliant les épargnants qui sont les unités excédentaires aux investisseurs qui sont les unités déficitaires.

Pour atteindre ces objectifs, un marché des capitaux doit se caractériser par des transactions et une efficacité qui sont accomplies grâce aux services des intermédiaires financiers qui fournissent la plateforme d'investissement aux investisseurs grâce à la fourniture de l'élément de sécurité pour les clients et au respect des règles et restrictions imposées par le comité des marchés afin d'assurer sa continuité.

Cette étude vise à faire la lumière sur le rôle de l'efficacité financière au niveau bas, exactement à Amman Jordan Stock Exchange, son objectif est de déterminer le niveau de l'impact de l'information sur les cours des actions en publiant les rapports financiers des sociétés cotées en bourse. le marché, en utilisant la méthode d'étude des événements.

La fenêtre de l'événement a été fixée 15 jours avant et après la publication des rapports financiers, le jour de l'événement était le jour de la publication. L'étude a été limitée à deux groupes comprenant 24 sociétés par actions, répartis en deux groupes, le premier comprend 13 sociétés et le second comprend 11 sociétés, toutes avec la même date de publication des rapports financiers.

Cette étude traite de l'impact d'un événement spécifique ou d'un ensemble d'événements, sur les cours des actions.

L'étude est parvenue à la conclusion que la bourse d'Amman en Jordanie est inefficace au niveau para-fort, car les cours des actions en circulation ne répondent pas aux informations publiées par les sociétés d'intermédiation financière dans leurs rapports boursiers mais sont influencés par d'autres facteurs .

Mots clés: intermédiation financière, efficacité, marché des capitaux, Amman