



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلانة  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع : ...../2016

قسم : علوم التسيير  
الميدان : العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية  
الشعبة: علوم التسيير  
التخصص : إدارة مالية

مذكرة بعنوان:

## دور الوساطة المالية في تنشيط الأسواق المالية

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الليسانس في علوم التسيير (ل.م.د) تخصص " إدارة مالية "

إشراف الأستاذ(ة):

- قبائلي أمال

إعداد الطلبة:

- سعداوي عفاف

- بن عميرة أمال

# شكر وتقدير

"من اجتهد و أصاب فله أجران و من اجتهد و أخطأ فله أجر واحد"

الحمد لله الذي وهبنا نعمة العقل سبحانه و الشكر له على كل نعمه و فضله و حرمة

نتقدم بجزيل الشكر و العرفان إلى كل من قدم لنا يد العون و المساعدة في إنجاز هذا

التقرير

و نخص بالذكر الأستاذة

المحترمة "قبايلي أمال " التي نصحتنا و أرشدتنا من خلال إشرافها على عملنا بكل تفاني

لما نتقدم بالشكر إلى كل من :

أساتذة و عمال قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

و نشكر في الأخير كل من قدم لنا يد العون في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد

الحمد لله الذي تتم به نعمته السالوات

\*إهداء\*

تسير الحياة من بذرة لتشرق منها الأفنان وتتشع منها الأزهار لتموت الأزهار وتحمل في كنفها  
الثمار.

أهدي ثمرة جهدي هذه إلى أعلى الناس وأعلى ما أملك في هذه الحياة المتواضعة إلى عين  
ظلت تراقبني دون أن يغيب لها جفن إلى من سهرت الليالي وكانت لا تبالي وعانت الصعاب  
من أجلي «أمي الحنون» إلى ساعد ظلي يحملي عاليا بلا كلل ولا ملل أبي الغالي الذي أقدم  
له كل شكري وامتناني وسعادتي

إلى جدي الحبيب الذي ساعدني "علي" إلى جدتي الغالية "عائشة"

إلى بلسم روحي إخوتي (حسيبة، شهيناز، عمار، والكتكوت الصغيرة حنان )

إلى أختي الغالية وزوجها وابنتهما الصغيرة المحبوبة «وجدان»

إلى كل من قاسمني أفراحي وأحزاني

إلى كل أعمامي وعماتي وأخوالي وخالاتي

إلى أولاد أعمامي (شيماء، منى، هند، رحمة، أسامة والكتكوتة أمينة )

إلى أولاد عماتي (ندى، وسيم، إيهاب، وائل، سلمى، ملاك، إياد، تاج الدين، أنيس)

إلى كل صديقاتي و اصدقائي وإلى رفيقة دربي آمال وشريكتي في مذكرة التخرج.

والله ولي التوفيق

عفاف

# \*إهداء\*

قال الله تعالى " و قل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا " صدق الله العظيم

إلى من حملتني وهنا على ومن و أرضعتني لبن عطفها وحمرتني ببحر حبا وحنانها إلى التي سمرت الليالي حتى ارتاح و أدام , إلى التي كابدت هموم الدنيا حتى أحل إلى ما أنا عليه الآن التي أشرفت شمسي بين يديها وترعرعت أختاني في أحضانها إلى أمي الغالية والعزيزة , إلى الذي عبد لي طريق النجاح و مهد لي الفلاح ومن علي بدواعي الصلاح , إلى من تركنا و ذهب إلى الدار الآخرة أبي العزيز الذي لم يبخل علينا يوما بعطائه و ناصحه إنني أسأل الله الرحيم أن يتغمد روحه و يدخله فسيح الجنان .

إلى إخوتي الأعمام "مروة,عمار,نهاد" الذين أتمنى لهم التوفيق في حياتهم الدراسية و الاجتماعية.

إلى حلاوة الدنيا «أحمد أنس,رحمة,سلمى,لقمان,يوسف,ريتاج" حفظهم و رباهم الله.

إلى كل عائلتي 'بن عميرة' و 'بغدادجي' و بخصوص الذكر "عمي جمال" الذي أشكره جزيل الشكر.

إلى كل صديقاتي "حفافه, إيناس, زينب, خديجة, ريان, هدى, مريم, روميسة"

إلى كل زملائي و زميلاتي و بخصوص الذكر 'زكي, السعيد, زكريا, تقي الدين, عزو, بلال, أمينة, زينب, فيروز كندة, وفاء, سميلة, كمينة, بدره'

امال

فهرس المحتويات:

الصفحة	المحتوى
	مقدمة
02	الفصل الأول: مدخل للوساطة المالية
03	المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية
03	المطلب الأول: تطور الوساطة المالية
03	المطلب الثاني: تعريف الوساطة المالية وأسبابها
06	المطلب الثالث: أهمية الوساطة المالية
10	المبحث الثاني: مؤسسات الوساطة المالية
10	المطلب الأول: المؤسسات الودائعية
11	المطلب الثاني: المؤسسات الغير ودائعية
13	المبحث الثالث: الوسطاء الماليون في عمليات البورصة
13	المطلب الأول: بنية الوساطة المالية
15	المطلب الثاني: شروط نجاح الوساطة المالية
20	الفصل الثاني: دراسة نظرية للسوق المالي
21	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
21	المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية
23	المطلب الثاني: نشأة وتطور الأسواق المالية
24	المطلب الثالث: مكونات السوق المالي
27	المبحث الثاني: بنية ووظائف الأسواق المالية
27	المطلب الأول: بنية الأسواق المالية
30	المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية
31	المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية
33	المبحث الثالث: الأوراق المالية
33	المطلب الأول: الأسهم

35	المطلب الثاني: السندات
38	المطلب الثالث: الأوراق المهجنة والمشتقات المالية
40	المبحث الرابع: مساهمة الوساطة المالية في تنشيط الأسواق المالية
40	المطلب الأول: كفاءة السوق المالي
42	المطلب الثاني: شروط تحقيق كفاءة السوق المالي
47	الفصل الثالث: الوساطة المالية كآلية لتنشيط بورصة المغرب
47	المبحث الأول: ماهية بورصة المغرب
47	المطلب الأول: عموميات حول البورصة
53	المطلب الثاني: نشأة وتطور بورصة المغرب
54	المطلب الثالث: إصلاحات بورصة المغرب
56	المبحث الثاني: تنظيم بورصة المغرب وتشريعاتها
56	المطلب الأول: تشريعات ونظم بورصة المغرب
58	المطلب الثاني: تنظيم سوق بورصة المغرب
61	المبحث الثالث: ماهية عمليات الوساطة المالية في بورصة المغرب
61	المطلب الأول: تأثير عمليات الوساطة على بورصة المغرب
61	المطلب الثاني: واقع الوسطاء الماليون في بورصة المغرب
66	المطلب الثالث: تطور نشاط الشركات الوسيطة المعتمدة في بورصة المغرب
75	خاتمة
78	قائمة المراجع

فهرس الجداول:

37	الجدول رقم (01): مقارنة بين الأسهم والسندات
59	الجدول رقم (02): سوق الأسهم في المغرب
67	الجدول رقم (03): تطورات عدد الشركات المدرجة لبورصة المغرب [2007_1993]
69	الجدول رقم (04): تطور قيمة التداول وعدد الأسهم في البورصة المغربية [2007_1993]
71	الجدول رقم (05): تطور قيمة الرسملة في البورصة المغربية [2007_1993]

فهرس الأشكال:

04	الشكل رقم (01): الوساطة الميزانية والوساطة السوقية
52	الشكل رقم (02): أهمية البورصات في الاقتصاد الوطني
68	الشكل رقم (03): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة المغرب [2007_1993]
70	الشكل رقم (04): تطور قيمة التداول في بورصة المغرب [2007_1993]
72	الشكل رقم (05): تطور رسملة البورصة المغربية

مقدمة

## مقدمة

لقد أصبح نظام العولمة المالية يحتل مكانة مهمة ضمن إقتصاديات العالم المختلفة، وذلك من خلال ما رفضه من نشر للأفكار وتبادل فاعل للخبرات بالأخص في مجال تنظيم الأسواق المالية ومؤسسات الوساطة المالية، حيث تمثل هذه الأخيرة همزة وصل بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي، أهميتها تزداد من يوم لآخر، نظرا لما توفره من منافع كبيرة للمستثمرين والمدخرين ، كما تلعب مؤسسات الوساطة المالية دورا بالغ الأهمية في إقتصاديات الدول نظرا لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة، وبذلك تنعكس سلامة وحسن الأداء الإقتصادي للدولة بشكل عام، وبالمقابل فإن تدهور وانخفاض كفاءة هذه المؤسسات لا ينصب تأثيره عليها فقط، بل يمتد ليشمل باقي القطاعات الإقتصادية ليؤثر سلبيا على الأداء الإقتصادي ككل.

ولكن هذا يقتصر على وجود أسواق مالية فهي المرآة العاكسة لإقتصاديات الدول، تعمل على توفير التمويل اللازم لشركات والدول على حد سواء، كما أنها تعمل على تنظيم تدفق الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي، فلو تم تصور عدم وجود هذه الأسواق، فإن الوحدات الإقتصادية لن تقوم ببرامجها الإستثمارية إلا في حدود حجم مدخراتها الحالية، وعليه ستؤجل هذه الإستثمارات لحين نحقق مدخرات كافية ومن الناحية الأخرى، قد تكون هناك وحدات إقتصادية لديها مدخرات متراكمة ولكن ليس لديها فرص إستثمارية متاحة، وبالتالي تبقى الأموال لديها راكدة وعاطلة.

أما فيما يخص البورصات الناشئة فهي تسعى لتطوير أنظمتها التشريعية وتحديث بنيتها التكنولوجية لضمان قدرتها على مواجهة تحديات المنافسة العالمية.

وتقدر بورصة المغرب إحدى الأسواق المالية الناشئة، فقد بذلت حكومتها جهودا من أجل تطوير وإصلاح هيكل البورصة، بالإضافة إلى الجهود المبذولة لرفع كفاءة مؤسسات الوساطة المالية، كل هذا يهدف تحفيز الإستثمار المالي وتحقيق تمويل النشاط الإقتصادي وتوفير كفاءة التخصيص للمشاريع الإستثمارية المنتجة.

**أهمية الدراسة:** تكمن أهمية الموضوع من أن:

الوساطة المالية تعتبر أهم وأفضل طريقة يلجأ إليها أصحاب الفائض المالي الذين لديهم أموال ولكن لا يعرفون كيفية إستثمارها والإستفادة منها وأصحاب العجز المالي ليست لديهم أموال ولكن يملكون الخبرة الكافية، غير أن هذا كله يحتاج إلى قنوات جلب التمويل وبالتالي فالأسواق المالية تمثل عنصر أساسي يستطيع أن يلعب دورا إيجابيا في التمويل الإقتصادي.

**أهداف الدراسة:** يمكن درج أهداف الدراسة فيما يلي:

\_ التعرف على الوساطة المالية والأسواق المالية.

\_ إبراز دور الوساطة المالية على بورصة المغرب.

- \_ تحديد تأثير عمليات الوساطة المالية على بورصة المغرب.  
\_ التعرف على تنظيم شركات الوساطة المالية في بورصة المغرب.  
إشكالية الدراسة:

لقد أصبحت الوساطة المالية تحتل مكانة مرموقة في الأسواق المالية عامة والبورصات خاصة، فهي تساهم بقدر كبير في ربط البورصات العالمية، وتمثل حلقة ترابط بين المستثمرين والمدخرين، مما يساعد على زيادة حجم الإستثمارات في الإقتصاد الوطني، وزيادة النمو الإقتصادي، وتحقيق مستوى إشباع أكبر لحاجات الأفراد، وبناءً على المعطيات السابقة يمكن صياغة الإشكالية التي يعالجها هذا البحث على النحو التالي:

### كيف يمكن للوساطة المالية تنشيط الأسواق المالية؟

**1\_ التساؤلات الفرعية:** يتفرع التساؤل الرئيسي إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

- \_ ما هي الوساطة المالية؟ ما هي المؤسسات المدرجة في عملياتها؟  
\_ ما المقصود بالسوق المالي؟ وماهي مختلف الأوراق المتداولة فيه ؟  
\_ كيف تؤثر عمليات الوساطة المالية على بورصة المغرب؟

### 2\_ الفرضيات:

إنطلاقاً من التساؤلات السابقة فإن هذا البحث يقوم على إختبار الفرضيات التالية:

- \_ لا يقف دور الوسطاء الماليين بمجرد التوسط بين البائعين والمستثمرين للأوراق المالية، بل يتعدى هذا الدور إلى تطوير وتحسين هذه السوق، والمؤسسات المدرجة في عملياتها تنقسم إلى نوعين مؤسسات مالية ومؤسسات متعددة الخدمات.  
\_ السوق المالي هو المكان الذي يتم فيه تداول مختلف الأوراق المالية والتي تتمثل في الأسهم والسندات.

### أسباب إختيار الموضوع:

تتمثل أسباب إختيار موضوع البحث فيما يلي:

- \_ إن هذا الموضوع يندرج ضمن مجال التخصص وهو إدارة مالية.  
\_ إعتبار الأسواق المالية معيار أساسي للتطور الإقتصادي.  
\_ قلة البحوث المقدمة في هذا الموضوع نتيجة لحدائته.  
\_ محاولة الإسهام بشكل فاعل في إثراء المكتبة العربية بدراسته تكون قبلة لأهل الإختصاص المتعطشين لمعرفة خبايا البورصة والدور الذي تلعبه مؤسسات الوساطة المالية في تنشيطها.  
**المنهج:** المنهج المستخدم في الدراسة يتمثل في المنهج الوصفي التحليلي وهو منهج يستعمل في الجانب النظري المتبع في الدراسات الإقتصادية المتعلقة بتقديم السوق المالي بشكل عام ودوره في تمويل النشاط

الإقتصادي والوساطة المالية ودورها في تنشيط هذه الأخيرة، ثم يكون تجليها يستخدم في تحليل البيانات المجمعة في الجانب التطبيقي مدعما بدراسة قياسية.

بالإضافة إلى المنهجين السابقين سوف يستخدم المنهج التاريخي للسرد الأحداث والوقائع التي مرت بها بورصة المغرب من حيث نشأتها والإصلاحات التي مرت بها.  
دراسات سابقة:

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

\_ بوكساني رشيد، معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، وهي رسالة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006، وتتمحور إشكالية هذه الدراسة حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق مالية فعالية وعلى وجه الخصوص في الأسواق المالية العربية وسبل تطويرها.  
قام الباحث بتقسيم دراسته إلى بابين، حيث أهتم الباب الأول بدراسة الجوانب النظرية الفنية للأسواق المالية، وفيه تناول ثلاثة فصول بالترتيب التالي: الملامح المالية للأسواق المالية، كفاءة ومؤشرات الأسواق المالية وأثر العولمة عليها، الأسواق المالية الأكثر تقدما والأسواق المالية الناشئة. أما الباب الثاني من هذه الأطروحة فقد درس فيه الباحث واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، حيث نصص الفصل الأول لواقع الأسواق المالية العربية، ثم تناول في الفصل الثاني معوقات هذه الأسواق، وتضمن الفصل الثالث من هذا الباب تفعيل الأسواق المالية العربية والربط بينهما.

\_ عبد الله بن الضب: كفاءة الأسواق المالية وتكاملها، وهي مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير بجامعة قاصدي مرياح - ورقلة 2012.  
وتتمحور إشكالية هذه الدراسة حول مدى كفاءة الأسواق المالية العربية (الأردن، الكويت، المغرب، مصر) وما مدى تكاملها مع بعضها البعض.

قام الباحث بتقسيم دراسته إلى أربعة فصول، حيث إهتم الفصل بدراسة كفاءة الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية 2008، وفيه تناول أربعة مباحث بالترتيب التالي: أساسيات حول نظرية الكفاءة، الإطار التحليلي لكفاءة السوق المالي، الكفاءة المعلوماتية الأزمة العالمية 2008. أما الفصل الثاني إهتم بدراسة الأسواق المالية حيث تناول أربعة مباحث الآتية كالاتي: حقيقة الأسواق المالية، إجراءات التعامل في الأسواق المالية، عقود المعاملات في الأسواق المالية. أما الفصل الثالث من هذه المذكرة فقد درس فيه الباحث تكامل الأسواق المالية والعولمة المالية، حيث نصص المبحث الأول على عولمة الأسواق المالية وعلاقتها بالتنمية في الدول النامية، أما الثالث فتضمن بعض المؤسسات العربية وتكامل الأسواق المالية، أما الثالث فتضمن بعض المؤسسات العربية وتكامل الأسواق المالية العربية.

وأخيرا في الفصل الرابع حيث جاء تحت عنوان إختبار كفاءة وتكامل الأسواق المالية العربية قيد الدراسة، حيث تضمن ثلاث مباحث جاءت كالاتي: نظرت حول الأسواق العربية قيد الدراسة، إختبار كفاءة الأسواق المالية العربية قيد الدراسة، إختبار التكامل المتزامن بين الأسواق المالية العربية.

\_ بن اعمر حاسين: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية وهي أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية بجامعة أبي بكر بلقايد تلمسان سنة 2012، وتتمحور إشكالية هذه الدراسة حول إعتبار الأسواق المالية في الدول النامية فعالة وما هي مختلف متطلبات تفعيلها وعلى الخصوص في الدول العربية.

\_ قام الباحث بتقسيم دراسته إلى ثلاثة فصول، حيث إهتم الفصل الأول بدراسة نظرية للسوق المالية، طبيعة عمليات سوق الأوراق المالية، تقييم وأساليب تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية. أما الفصل الثاني فقد تناول على ثلاثة مباحث يتمثل المبحث الأول في ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية، المبحث الثاني يتمثل في المعلومات وكفاءة الأسواق، أما المبحث الثالث فقد جاء تحت عنوان نظرية المحفظة المالية وأداء الأسواق.

وفيما يخص الفصل الثالث فقد تناول تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية وتضمن هو الآخر أربعة مباحث هي جاءت كالاتي: أسواق الأوراق المالية وتحديات التحرر المالي في الدول النامية، الإطار النظري للأسواق المالية في الدول النامية، أساسيات بناء سوق مالي وأم معوقات نموها في الدول النامية، تقسيم كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية.

### تقسيم الموضوع:

من أجل الإحاطة بكل جوانب دراستنا هذه المسماة بعنوان دور الوساطة المالية في تنشيط الأسواق المالية، ارتأينا تقسيمها إلى ثلاثة فصول، فصلين منها تخص الجانب النظري حيث خصص الفصل الأول لهذه الدراسة للإطار النظري للوساطة المالية، وهذا بغية التعرف على مفهومها، أسبابها ووظائفها وهذا من خلال المبحث الأول، أما المبحث الثاني سوف نتناول فيه مختلف مؤسسات الوساطة المالية، ثم يأتي المبحث الثالث بعنوان الوسطاء الماليين في عمليات البورصة، نتعرف فيه على بنية الوساطة المالية وشروط نجاح الوساطة المالية.

أما الفصل الثاني لقد خصص لدراسة الإطار النظري السوق المالية، حيث سيتطرق هذا الفصل إلى أربعة مباحث، خصص المبحث الأول لمعرفة ماهية الأسواق المالية، أما المبحث الثاني فيتناول مختلف بنية ووظائف هذه الأسواق، وكان لا بد للتطرق الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق، وخصص لذلك المبحث الثالث، أما المبحث الرابع والأخير في هذا الفصل فقد إهتم بدراسة مساهمة الوساطة المالية في تنشيط الأسواق المالية.

أما الفصل الثالث والأخير فقد كان دراسة تطبيقية على بورصة المغرب وواقع الوسطاء فيها، يحتوي على ثلاثة مباحث، المبحث الأول يتمحور حول دراسة عامة للبورصة، نشأة وتطور بورصة المغرب، أما

## مقدمة

---

المبحث الثاني فقد خصص لدراسة تنظيم بورصة المغرب وتشريعاتها، وأخيرا تم التطرق في المبحث الثالث إلى ماهية عمليات الوساطة المالية في بورصة المغرب.

# الفصل الأول

## الفصل الأول: مدخل إلى الوساطة المالية:

### تمهيد:

تحتل الوساطة المالية مكانة هامة ضمن مكونات النظام المالي، وذلك بفضل ما تقدمه من خدمات تساعد على تنشيطه، وما تقوم به أيضا من أدوار في تفعيل هذا النظام، فوجود فئة تمثل الوساطة المالية كان من الأمور الضرورية وخاصة مع كبر حجم المبادلات ونقص المعرفة والمعلوماتية، حيث تقوم هذه الفئة بالتوفيق بين رغبات أطراف التعامل أي بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، وبالتالي فهي تمثل فضاء أمام أصحاب الفائض المالي لتوظيف فوائضهم، وأمام أصحاب العجز المالي لتلبية حاجاتهم إلى التمويل. من أجل التعرف أكثر على الوساطة المالية كان لابد من التطرق إلى تطورها، مفهوما، أسبابها، أهميتها، والمؤسسات التي تمثلها، وتعتبر الوساطة في عمليات البورصة من أهم جوانب الوساطة المالية التي ينبغي التعرض لها، وخاصة أن لها خاصة وأن لها دور فعال في تنمية وتنشيط التعاملات المالية.

وسيتم التطرق إلى كل ما سبق ذكره وذلك عن طريق هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول ماهية الوساطة المالية و يتضمن ثلاث مطالب متعلقة ب: تطور الوساطة المالية، تعريفها، أسبابها، أهميتها ووظائفها،

أما المبحث الثاني جاء تحت عنوان مؤسسات الوساطة المالية، ويتضمن مطلبين هما المؤسسات الوداعية وغير الوداعية، وأخيرا هناك المبحث الثالث يمثل الوسطاء الماليون في عمليات البورصة حيث يتضمن مطلبين إثنين يتمثلان في بنية الوساطة المالية وشروط نجاح هذه الأخيرة.

## المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية.

تتبع الحاجة للوساطة المالية من واقع تفاوت الأفراد من حيث المعرفة والمهارة والثروة أيضا، فهناك الثري الذي لا يعرف كيف ينمي ثروته، وفي الجهة المقابلة يوجد رجل الأعمال الذي يملك المهارة والخبرة التجارية، لكنه لا يملك رأس المال، وهناك تنشأ الفرصة طرف ثالث يقرب بين الطرفين هو الوسيط المالي، وهذا ما سنلخصه في ثلاث مطالب:

### المطلب الأول: تطور الوساطة المالية:

يتم تغطية العجز للوحدات الاقتصادية إما باستعمال مصادر داخلية أو خارجية، وتتجلى أهم صور المصادر الداخلية في التمويل الذاتي، وهذا يعني أن يعود إليها فائض نشاطها الإنتاجي، أما اللجوء إلى التمويل الخارجي يصبح أمرا إجباريا، حيث يتم على مستوى النظام المالي عن طريق التمويل المباشر والتمويل غير المباشر.

نستطيع القول بأن الوساطة المالية وجدت منذ القدم عند الإغريق والرومان الذين كانوا من رواد الفن المصرفي، ولكنها لم تكن بالمفهوم الواسع الذي نعرفه الآن، حيث لم تمارس هذه الهيئات الإقراض للغير بالفائدة<sup>1</sup> حيث كانت العلاقة بين المقترض والمستثمر دون تدخل أو وسيط بنكي أو غير بنكي<sup>2</sup> وذلك من خلال إصدار مستخدم الأموال ( وحدات العجز المالي) الذين يمثلون بالنسبة للوحدات ذات الفائض المالي أوراقا مباشرة للوحدات ذات الفائض وهذا ما يعرف بالتمويل المباشر<sup>3</sup> وهناك بعض الصعوبات الناجمة عن هذا التمويل المباشر نذكر منها<sup>4</sup>:

- 1\_ تظهر هذه العلاقة المباشرة مشكلة أولى تتمثل في صعوبة تعارف طرفي العلاقة، أي كيف لشخص أن يعرف شخصا آخر له فائض مالي.
  - 2\_ صعوبة توافق الرغبات من حيث المبلغ، فقد يكون صاحب العجز المالي يحتاج إلى مبلغ أكبر من الفائض المالي للطرف الآخر.
  - 3\_ عدم قدرة المقرض على تقدير كل الأخطاء المحتملة مما يضعف من فرص التوظيف الجيد للأموال، ويقلل من إمكانيات الاستعمال الأمثل للموارد.
  - 4\_ التمويل المباشر يدفع إلى تجميد الأموال المقرضة إلى غاية تاريخ التسديد، وهو أمر لا يخدم أصحاب الفائض المالي.
- \_ إن هذه الصعوبات لا تمنح بخلق الظروف الملائمة للاستعمالات المثلى لموارد التمويل المتاحة.

(<sup>1</sup>) زياد سليم رمضان، إدارة البنوك، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2005، ص 11.

(<sup>2</sup>) Gillbert Koeming، Analyse mone taire et financiere، Economica، Paris، 2000، p2.

(<sup>3</sup>) Robert Ferrandier، Vicent Koen، Marche de capitaun et techniquedefinancieres، 4' emeedition Economica paris، 1997، p 19.

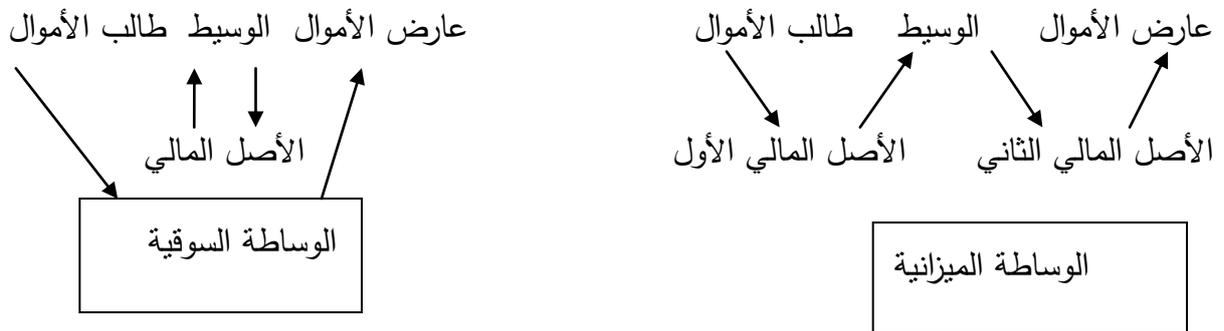
(<sup>4</sup>) الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص ص 5-6.

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، فمن الناحية الأخرى استخدام الصيارفة النقود المعدنية المودع لديهما في إعطاء قروض بعدما تأكدوا من أن أصحابها لن يقوموا بطلبها بصورة جماعية، وذلك انطلاقاً من خيراتهم في هذا المجال. وكانت القروض تزيد من قيمتها على قيمة النقود المعدنية المكسدة لديهم مقابل حصولهم على فوائد من المقترضين، وهم يمثلون الطرف الثاني من الوساطة<sup>1</sup>.

\_ يعد بروز المؤسسات المالية الوسيطة وراء التمويل غير مباشر، حيث تساعد هذه المؤسسات على النقاء بين وحدات العجز ووحدات الفائض وبالتالي يعد الوسيط المالي الحلقة المركزية لآلية التمويل غير المباشر، إذ يمكنه تجميع موارد مالية بإصدار حقوق تكتب من طرف المقرضين النهائيين، وجذب ودائع هؤلاء مقابل التزامات معينة، وهذه الموارد يمكن أن تستكمل بموارد ذات طبيعة نقدية التي يمكن لبعض الوسطاء خلقها<sup>2</sup>.

ويمكن التمييز بين نوعين من الوساطة، وهما وساطة ميزانية ووساطة سوقية، ويختلف تدخل الوسيط في كل منهما كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (1): الوساطة الميزانية والوساطة السوقية.



المصدر: لحر خديجة، دور النظام المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004\_2005، ص24.

\_ من خلال هذا الشكل يمكن شرح الوساطة الميزانية السوقية كما يلي<sup>3</sup>:

1\_ الوساطة الميزانية: ويعمل فيها الوسيط على تحويل مميزات الأصل المالي، فالوسيط يقوم بشراء أوراق مالية أولية ويحتفظ بها في جانب الأصول من ميزانيته وفي المقابل يقوم بإصدارات مختلفة تسجل في جانب الخصوم.

<sup>(1)</sup> زياد سليم رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 11.

<sup>(2)</sup> حمزة محمود الزبيدي، إدارة المصارف، مؤسسة الوراق للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2000، ص 23.

<sup>(3)</sup> لحر خديجة، مرجع سبق ذكره، ص23.

2\_ الوساطة السوقية: ويتدخل فيها الوسيط في سوق الأصول المالية كما يلي:

\_ بتقريب كل من المشتري والبائع في حالة السمسرة مقابل عمولة<sup>1</sup>

\_ عند إجرائه الإصدار لصالح الزبون<sup>2</sup>

\_ الشراء لحسابه الخاص لإعادة البيع مقابل الحصول على هامش<sup>3</sup> ويلاحظ في كل هذه الحالات إنّ إسهام الوسيط يتركز على مستوى تداول الأصول ورفع السيولة.

### المطلب الثاني: تعريف الوساطة المالية وأهميتها:

إن الوساطة المالية نتيجة لتطور آليات التمويل، حيث من الضروري التطرق إليها من خلال محتويات هذا المطلب:

**أولاً: تعريف الوساطة المالية:** هناك العديد من التعاريف الواردة بشأن الوساطة المالية وتطرقنا إلى الأكثر تعبيراً عن الوساطة، ويتعلق الأمر بالتعاريف التالية:

الوساطة المالية تعني: «عملية جلب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد، وذلك بفرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى.»<sup>1</sup> أو «هي مؤسسة تتوسط بين المقرضين النهائيين والمقرضين النهائيين وهكذا تتضمن الوساطة مبادلة ثنائية بين عملية الإقراض والإقتراض.»<sup>2</sup> كما يمكن تعريف الوسطاء الماليين على أنهم: «أشخاص طبيعيين أو معنويين يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار وبين الاستثمارات الباحثة عن الأموال»<sup>3</sup> ومن خلال هذه التعاريف يمكن القول بأن الوظيفة الأساسية للوساطة المالية هي التوسط بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي، ويمكن أن يكون الوسيط المالي شخص معنوي أو طبيعي، حيث يقوم هؤلاء الوسطاء بوظيفتهم إما بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة.

### ثانياً: أسباب الوساطة المالية:

إن الوظيفة الأساسية التي يقوم بها الوسطاء الماليين هي الوساطة بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز وذات الفائض، أي بين المتعاملين المقرضين والمقرضين. ولقد احتلت الوساطة المالية مكانة عالية ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة، وفي الواقع فإن الكثير من الخدمات التي تقدمها هي خدمات مستحيلة بالنسبة للأفراد والمؤسسات فهي بهذا تقدم خدمات مفيدة مختلفة إلى الطرفين.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمد الصالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 203.

<sup>2</sup> عبد المنعم السيد علي، سعد الدين العيسي، النقود والمصارف وأسواق المال، دار الحامد، الطبعة 1، عمان، 2004، ص 67.

<sup>3</sup> حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص 32.

<sup>4</sup> حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي، عمان، 2000، ص 323.

كما يعتبر جمع وتوظيف الأموال من قبل الوسطاء موضوع اقتصاديات الحجم، وتنشأ اقتصاديات الحجم وذلك لثلاثة أسباب:<sup>1</sup>

1\_ كلما ارتفع حجم الصفقات المالية كلما انخفضت تكاليف شراء وبيع الأوراق، ومنه تكون نفقات الوساطة من السندات والأسهم أقل أهمية إذا طبقت على 1000 ورقة مالية منه إذا طبقت على 10 ورقات.

2\_ الوساطة المالية يمكن أن تقضي على عدم قابلية بعض الأوراق الأولية لتجزئة، حيث تشتري مؤسسات الوساطة هذه الأوراق التي تكون قيمتها الإسمية مرتفعة وذات مزايا كبيرة، ثم تصدر أوراقا مالية غير مباشرة ذات قيمة إسمية صغيرة، وهذا ما يعود بالفائدة على أصحاب الادخارات الصغيرة بحيث يحصلون على مزايا الأوراق الأولية التي لا يستطيعون تحمل تلفتها.

3\_ يمكن للوسيط تنويع حافظته باكتسابه لأوراق مصدره من مختلف المقترضين ومنه تخفيض الخطر. وفي ضوء ما تقدم يمكن القول بأن وجود الوسطاء الماليين في النظم المالية المعاصرة يترتب عليه تحقيق أرباح تعمل على تخفيض حجم الضياع الاقتصادي. كما أنها تقلل من حجم المخاطر أمام المستثمرين وتوفر لهم السيولة اللازمة.

### المطلب الثالث: أهمية الوساطة المالية ووظائفها:

تحتل الوساطة المالية مكانة كبيرة في نظم الاقتصاد المعاصرة بفضل ما تقوم به من وظائف هامة، والتي لولاها لكان من الصعب أن يقوم بها الافراد بمفردهم.

فالوساطة المالية لها أهمية بارزة بالنسبة لجميع المتعاملين وللاقتصاد ككل، وإلى جانب وظيفتها الأساسية المتمثلة في عملية تحويل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، لديها وظائف أخرى لا تقل أهمية عن الوظيفة الأولى.

### أولاً: أهمية الوساطة المالية:

يمكن ذكر أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة إلى كل طرف من أطراف التمويل وكذا الاقتصاد القومي ككل وذلك كما يلي:

أ\_ بالنسبة لأصحاب الفائض: بالنسبة لهذه الفئة من المتعاملين سمحت الوساطة بتحقيق مزايا عديدة نذكر أهمها فيما يلي:<sup>2</sup>

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

<sup>1</sup>) Robert Ferrandier، Vincent Koen، Op.Cit، 1997، p: 29.

<sup>2</sup>) نادبة أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2005، عمان، ص 80.

\*مصدقية الوسيط المالي مضمونة، وليس السبب في ذلك يتمثل في حجم السيولة التي يسيرها فحسب، إنما بصفة رئيسية نظرا للقوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين، فأموال المودع هي مأمونة الحفظ.

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

\*يتجنب صاحب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر، فالمؤسسة المالية الوسيطة لها تتوفر عليه من أموال ضخمة، ولما تتمتع به من مركز مالي قوي، تكون في وضعية تسمح لها بتنفيذ كل التزاماتها.

### ب\_ بالنسبة لأصحاب العجز المالي:

يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في الجوانب التالية:<sup>1</sup>

\*تقوم الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة وبشكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي، وهي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة. وبما أن هناك تيارات من الودائع، فإن الأموال المطلوبة من أصحاب العجز المالي دائما متوفرة.

\*وجود الوساطة المالية يسهل للمقترض عملية البحث عن أصحاب الفوائض المالية، على إقراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة.

\* وجود الوساطة المالية يسمح بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا.

### ج\_ بالنسبة للوساطة المالية ذاتها:

تؤدي الوساطة المالية عدة خدمات لأصحاب الفائض والعجز المالي ولكنها في المقابل تستفيد من الكثير من المكاسب، يمكن ذكرها في الآتي:<sup>2</sup>

\* تستفيد أولا من الفائدة على القروض، وتعتبر من المداخل التي تعظم عائدها.

\*استعمال موارد غير مكلفة في الغالب، كالودائع الجارية التي تكون تحت تصرف أصحابها. وهذا النوع لا يكلفها شيئا.

\* حصول الوساطة على ودائع يسمح بتوسيع قدرتها على منح القروض، وبالتالي زيادة الربح.

### د\_ بالنسبة للاقتصاد ككل:

يستفيد الاقتصاد بدوره من وجود الوساطة المالية في الكثير من الجوانب نذكر منها:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> سامي خليل، النقود والبنوك، بدون دار نشر، كلية الاقتصاد، القاهرة، 2008، ص 61.

<sup>2</sup> نادية أبو فخر، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص 83.

<sup>3</sup> سامي خليل، مرجع سبق ذكره، ص 64.

\* يسمح وجود الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة للتمويل.

\* تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد ( ذو الطبيعة التضخمية).

\* تفادي احتمال عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي والعجز المالي، فوجد مثل هذا التعارض يؤدي إلى خلق اختلالات في الأداء الاقتصادي، والوساطة بحد ذاتها تسمح بتفادي كل هذه المشكلات.

**ثانياً وظائف الوساطة المالية:** تقوم الوساطة بعدة وظائف نذكر منها:

### 1\_ تقديم المعلومات المالية وتحليلها:

إن العديد من الأفراد الذين ليست لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الأوراق المالية، قد لا يستطيعون أن يقوموا بجمع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الأوراق المالية غير المباشرة. خصوصاً إذا كانت لديهم مجرد مبالغ نقدية صغيرة يرغبون في استثمارها، ومن هنا يأتي دور الوسطاء الماليين، فهم يستطيعون الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي، وستكون كلفة استخدام هؤلاء الخبراء بالطبع منخفضة جداً إذا ما تم توزيعها على الحجم الكبير والمتنوع من الأصول التي يجمعونها ويحللون المعلومات الخاصة بها، وفضلاً عن ذلك يمكن الاستعانة بالخبراء في اتخاذ قرارات أفضل من قرارات أصحاب المخدرات، والأمر المؤكد هو أنّ كلفة جمع وتحليل البيانات من قبل الوسطاء الماليين تكون غالباً أقل مما لو قام بذلك المدخرون الأصليون.<sup>1</sup>

### 2\_ تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة:

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

فالبنية للناحية الأولى نجد أن الوسطاء يكون حجم عملياتهم كبير وبالتالي توزيع التكاليف على الأصول المتعامل بها يكون صغير.

أما بالنسبة للناحية الثانية فنجد أن عدد المرات التي يقوم فيها الوسطاء الماليون بعمليات الشراء وبيع يكون أقل من عدد المرات التي يقوم بها المدخرون النهائيون لعمليات متشابهة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر للنشر، الإسكندرية، 2007، ص 133.

<sup>2</sup> محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، 2003، ص - ص 121، 122.

### 3 توفير السيولة وتدنية المخاطر:

يتميز الوسطاء الماليون بأنهم يخلقون سيولة حيث يجعلون من الممكن للمقترضين أن يقدموا قروضا قصيرة الأجل للمقترضين، ورغم حقيقة أنهم استخدموا أموال المودعين لتقديم قروض طويلة الأجل فإنهم يستطيعون سحب ودائعهم في أي وقت.

أما الفائدة الأخرى فتكمن في تدنية المخاطر، فالمدخر النهائي مما كانت قيمة الفوائض المتاحة لديه لفرض الاستثمار لن تمكنه إلا من شراء عدد صغير من الأصول غير متنوعة، وبالتالي فإن حجم المخاطرة الذي يواجهه كبير إذا ما حدثوا انخفضت أسعارها السوقية، فإن الوسيط المالي يستطيع شراء أحجام كبيرة ومتنوعة من الأصول، وهو بهذا يحقق قدرا من الأمان ضد مخاطر انخفاض القيمة.<sup>1</sup>

### 4 توفير الائتمان وتقديمه إلى راعيه:

تطورت وظيفة الوسطاء الماليون فلم تعد تنصب فقط على تسهيل عمليات الائتمان المباشر. بل أصبحت تحاول توفير مقادير إضافية جديدة عن طريق إصدار الأصول المالية المباشرة، ومن الواضح أن الوسطاء الماليين يعملون بهذا على سد الفجوة بين الإنتاج والاستهلاك وهو شرط لضمان نمو الدخل القومي بمعدل مستقر.

حيث جاء كينز محاولا جذب الانتباه حول أهمية القطاع المالي، فشرط التوازن في النظرية الكينزية هو توازن سوق النقد وسوق المال وسوق الإنتاج والعمل، وفي الآونة الأخيرة ظهرت كتابات مختلفة تؤكد على أهمية السوق المالي وتظهر بوضوح الكيفية التي يرتبط بها التطور الاقتصادي للسوق بتطوره المالي كما تظهر ارتباط كمية النقود ورأس المال العامل من جهة بحجم الناتج القومي وثروة الأفراد من جهة أخرى.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> (توماس ماير، جيمس إستوستيري، روبرت زدالير، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، النقود والبنوك الإسلامية، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002، ص- ص 60،61.

<sup>2</sup> (محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 124.

## المبحث الثاني: مؤسسات الوساطة المالية:

كانت تتصف مؤسسات الوساطة المالية إلى الوسطاء النقديون والوسطاء الغير النقديون. ولكن نتيجة للتطورات التي حصلت في القرن العشرين بالنسبة لاختصاصات الوسطاء الماليين، أصبحت تصنف إلى مؤسسات ودائعية ومؤسسات غير ودائعية ونحاول التطرق إلى هذه التصنيفات:

### المطلب الأول: المؤسسات الدائعية.

المؤسسة الدائعية هي مؤسسة مالية تصدر حقوق ذات قيمة ثانية على نفسها وتقوم هذه المؤسسات بدور هام في عملية خلق الودائع وتشمل البنوك التجارية، بنوك الادخار والإقراض واتحاد الائتمان.

#### أولاً: البنوك التجارية.

تعتبر البنوك التجارية مؤسسات مالية تقوم بدور الوساطة بين المودعين والمقترضين، تقوم بتقديم نوعين من الخدمات وهما: قبول الودائع وتقديم القروض المباشرة لمنشأة الأعمال والأفراد، ويتميز هذا النوع من المؤسسات باستخدام الشيكات كوسيلة للدفع.<sup>1</sup>

\_ تقوم بالعمل لحسابها الخاص من خلال شراء أوراق مالية وبيعها، وكذلك تسيير المحافظ المالية للغير مقابل عمولات.

#### ثانياً: بنوك الادخار:

هي مؤسسات مالية تعتمد على الودائع الادخارية للحصول على الموارد المالية من أجل استخدامها في تقديم قروض عقارية، ونتيجة اقتصار نشاطها على تقديم قروض عقارية فقط، سمح لها القانون بإصدار ودائع شيكية وتقديم قروض إلى المستهلكين بجانب الرهونات العقارية.

ورغم أن بدايتها كانت بسيطة وذات طابع اجتماعي كونها ملاذا لذوي الدخل المنخفضة والمدخرات البسيطة إلا أنها تطورت تطوراً ملحوظاً.<sup>2</sup>

#### ثالثاً: مؤسسات الادخار والإقراض.

مؤسسات الادخار والإقراض هي المؤسسات التي تعمل على تعبئة الموارد المالية عن طريق قبولها لمختلف أنواع الودائع، كالودائع الادخارية الودائع لأجل والودائع الجارية، وتستخدم هذه المؤسسات الموارد التي لديها في تقديم القروض العقارية بضمان عقارات، تقدم قروض طويلة الأجل وهذا ما أدى على نمو معظم هذه المؤسسات، ولكن بمجرد ارتفاع أسعار الفائدة فقد تعرض عدد كبير من المؤسسات إلى الإفلاس مما سمح لها بإصدار ودائع جارية وتقديم القروض للمستهلكين.<sup>3</sup>

<sup>(1)</sup> مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2000، ص- ص، 196، 197.

<sup>(2)</sup> محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص130.

<sup>(3)</sup> تومايس ماير، جيمس إسدوستيري، روبرت زدالير، ترجمة: السيد أحمد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص155.

**رابعاً: اتحاد الائتمان.**

اتحاد الائتمان هي مؤسسة مالية تعاونية صغيرة للإقراض، تم تشكيلها لتشمل مجموعات اجتماعية معينة، فمثلاً منها اتحاد الائتمان لاتحاد العمال، واتحاد الائتمان للعمال في مؤسسات معينة، تقوم هي المؤسسات بتعبئة الموارد المالية من الودائع التي يقدمها الأعضاء في الاتحاد بشكل مساهمات، ثم تقوم باستخدام هذه الموارد المالية في تقديم قروض استهلاكية.

**المطلب الثاني: المؤسسات الغير ودائعية.**

تعتبر المؤسسات الغير ودائعية مؤسسات متعددة يجمع بينها عامل مشترك يتمثل في تقديم الخدمات المالية ماعدا تلقي الودائع وتشمل شركات الحماية ضد المخاطر، شركات الاستثمار وشركات التمويل.

**أولاً: شركات الحماية ضد المخاطر (شركات التأمين):**

شركة الحماية ضد المخاطر هي مؤسسة مالية تتلقى الأموال من المؤمن لهم، تعمل كوسيط يقبل الأموال التي تمثل في الأقساط التي يقدمها المزمّن من لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين. تقوم هذه الشركات بتجميع فوائض الوحدات ذات الفائض في صورة أسهم وأقساط تأمين تقوم بنقلها إلى وحدات ذات العجز ومن بين الخدمات التي تقدمها: التأمين على الحياة، التأمين ضد الحرائق والحوادث.<sup>1</sup> ويمكن التمييز بين نوعين من الشركات وهما:<sup>2</sup>

**1\_ شركات التأمين على الحياة:** تعمل هذه الشركات على تقديم خدمات مالية عديدة كتقديم مدفوعات طارئة بحكم كونها تقدم تأمين ومعاشات وتدير أيضاً صناديق المعاشات، وتقوم استثماراتها على السندات والأسهم.

**2\_ شركات التأمين ضد الكوارث:** تعمل هذه الشركات على تقديم خدمات التقديم ضد الحوادث، الحرائق، السرقة وغيرها من الخسائر، كما تقدم أيضاً هذه الخدمات لتأمين بعض الحوادث مثل: حوادث السيارات التي تولد مسؤوليات معروفة ومتوقعة، ولكي يستطيع هذا النوع من الشركات تغطية هذه الخسائر فإنها تخور كميات كبيرة من الأصول المالية والأصول ذات السيولة الكبيرة من أصول شركات التأمين.

**ثانياً: شركات الاستثمار:**

شركات الاستثمار هي مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين وبصفة خاصة من صغار المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم موارد كافية لتشكيل محافظ مالية مختلفة، ثم إدارتها من قبل إدارة محترفة.

ويمكن تصنيفها إلى نوعين من الشركات:

<sup>1</sup> (محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 149.

<sup>2</sup> (المرجع نفسه، ص 150.

- 1\_ شركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: يدير هذا النوع من الشركات عددا كبيرا من الصناديق تسمى الصناديق المشتركة، حيث يتم من خلالها إعادة شراء الأسهم من ملاكها في أي وقت يريده حامل السهم، تكون حجم الأموال المستثمرة في هذه الصناديق غير محددة، لأنه يجوز لشركة إصدار المزيد من الأسهم العادية وبيعها، بالإضافة إلى ذلك تقدم حصص من الأسهم بأي كمية للمستثمرين المرتقين في أي وقت. دائم لإعادة شراء ما سبق أن صدرته من أسهم أو لإصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين.<sup>1</sup>
- 2\_ شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة: تشكل هذه الشركات صناديق استثمار يطلق عليها صناديق ذات النهاية المغلقة، وسميت بهذا الاسم لأنه بمجرد إقفال هذه الصناديق لا يمكن شراء وبيع أسهمه إلا من خلال السوق، ويتم التداول هنا على أساس أسعار السوق وعمليات المضاربة فيه.<sup>2</sup>
- تصدر عدد من الأسهم تكون ثابتة لا يتغير باستثناء حالتين هما:
- \_ حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق غير أنه لا تبدي هذه الشركات ذات النهاية المغلقة استعدادها لإعادة شراء أسهمها إذا ما رغب حاملها في التخلص منها.
- \_ حالة إصدار الشركة لأسهم جديدة.<sup>3</sup>

### ثالثا: شركات التمويل:

تعتبر شركات التمويل 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 فتمثل في تقديم قروض قصيرة ومتوسطة الأجل، كما تأجر بعض الأجهزة للمشروعات وتوفر لهم النقود التي تكلفها، ولقد نمت هذه الشركات على نحو سريع وفي الوقت الحالي فإن الحجم الكلي لقروض أعمالها القائمة يساوي ثلث قروض الأعمال التي تقدمها المصارف.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> ( محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1992، ص 28.

<sup>2</sup> (نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص 43.

<sup>3</sup> ( منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 103.

<sup>4</sup> ( محمد سويلم، مرجع سبق ذكره، ص 30.

### المبحث الثالث: الوسطاء الماليون في عمليات البورصة:

حتى تتم عملية الاستثمار في البورصة لا بد من اختيار الوسيط المناسب الذي يستطيع تلقي وتنفيذ الأوامر إما بالبيع أو الشراء، وسوف يتم التعرف أكثر على الوسطاء الماليون في عمليات البورصة.

#### المطلب الأول: ماهية الوسطاء الماليون في عمليات البورصة.

يتم تعيين الوسطاء الماليون في البورصة من أجل تسهيل وإتمام العمليات المبرمة فيها وتعرف هذه الفئة بالوساطة في عمليات البورصة.

#### أولاً: تعريف وسيط عمليات البورصة:

يعرف وسيط عمليات البورصة على أنه: ذلك الشخص الطبيعي أو المعنوي المتخصص في بيع وشراء الأوراق المالية، ويجب أن يكون حاصلًا على ترخيص من لجنة عمليات البورصة تؤهله للقيام بهذه المهمة حيث نشترط لتسجيل الوسيط توفر المعايير التأهيلية المتعلقة بكفاءته ونزاهته وصحته المالية ويشمل الوسيط الفئات التالية:

**1\_ سمسرة الأوراق المالية:** يجب التفرقة بين السمسار الذي يقدم الحد الأدنى من خدمات للعملاء وبين بيوت السمسرة التي تقدم الخدمة الكاملة في هذا المجال. فالأول يسمى بالسمسار الوكيل وقد يطلق عليه اسم سمسار الخصم. وفي نفس الوقت هناك سمسار وكيل الذي يقوم بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدءًا من الإجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم النصح والمشورة لاتخاذ القرار المناسب.<sup>1</sup>

**2\_ صانع السوق:** يعمل صانع السوق كسمسار أيضًا ويغير من ذوي الاختصاص في أسهم بعض الشركات فقط. يمارس أنشطة متعددة منها ما يلي:<sup>2</sup>

\_ أنه يعمل كسمسار من حيث تقيد أوامر الشراء والبيع، وفي مقابل إتمام هذه العملية فإنه يحصل على عمولة تقيد الأوامر هو في ذلك مثل السمسار الوكيل.

\_ يعمل صانع السوق كتاجر من أجل المحافظة على سيولة السوق وتعاملاته وذلك عندما يكون تدفق السوق غير كافي حيث يقوم بالبيع أو الشراء حسب ظروف السوق، وغايته في ذلك المحافظة على استمرارية السوق وكذلك على أن تكون التغيرات السعرية في حدود معينة حتى لا تتضخم المكاسب والخسائر.

**3\_ المتخصصون:** المتخصص ما هو إلا سمسار أختار وقف نشاطه على مجموعة محدودة من الأسهم يتم تداولها في مركز واحد. يقوم بتلقي طلبات السمسرة الآخرين لينفذها نيابة عنهم، ولا يحق لأي وسيط

<sup>(1)</sup> مصطفى رشيد شيخة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، القاهرة، 1993، ص 43.

<sup>(2)</sup> نادبة أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص - ص: 197، 180.

أن يمارس مهنة المتخصص إلا بموافقة لجنة السوق المالي، يشمه التجار كونه يستطيع أن يتاجر لحسابه الخاص، بيعاً وشراءً، تحقيق الربح.

ومنه يمكن القول بأن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين، ونظراً لخطورة الدور الذي يلعبونه في هذا الشأن فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد.<sup>1</sup>

**ثانياً: وظائف وسيط عمليات البورصة.**

يقوم وسيط عمليات البورصة بمجموعة من الوظائف أهمها ما يلي:<sup>2</sup>

**1\_ التفاوض على الأوراق المالية:** ويتعلق ذلك بأمر البيع أو الشراء مقابل عمولة يحصل عليها الوسيط، وتتطلب المفاوضة في الأوراق المالية معرفة دقيقة لأحوال السوق المالية ومعلومات وافية عن الورقة المالية محل التفاوض.

**2\_ تقديم النصح والمشورة:** يمكن أن يقدم الوسيط النصح والمشورة للعملاء، بشأن قراراتهم الخاصة بالاستثمار، وما قد تنطوي عليه عمليات البيع والشراء، للقيم المنقولة، وتبقى حدود النصح والمشورة للعميل تتوفر على الشروط المتفق عليها بين الوسيط والعميل.

**3\_ توظيف الأموال:** يقوم الوسيط بهذه الوظيفة عن طريق البحث عن مُكْتَبِّين جدد للأوراق المالية المصدرة لصالح مصدرها الذي يقوم باللجوء العلي للادخار، وذلك مقابل عمولة يتلقاها الوسيط بموجب عقد يحرر لهذا الغرض من قبل الطرفين.

**4\_ تخصيص التكاليف:** يعمل وسيط عمليات البورصة على تحليل تكاليف التعامل استناداً إلى المعلومات والخبرة والكفاءة والقدرات المتخصصة التي تتاح لديه وبما تحقق استفادة المتعاملين منها.<sup>3</sup>

**ثالثاً: شروط ممارسة دور وسيط عمليات البورصة:**

تتم ممارسة دور الوساطة في عمليات البورصة إلا من خلال جهات معينة تتوفر لديهم الخبرة والمهارات اللازمة. ولهذا فإن معظم البورصات تضع شروطاً صارمة لكل من يرغب في ممارسة هذا النشاط، هذه الشروط يجب أن تتوفر في الشخص المعنوي والشخص الطبيعي، وسوف يتم التطرق إليها فيما يلي:<sup>4</sup>

**1\_ توفر الواجب الشخص المعنوي:** تتعلق هذه الشروط بإنشاء المؤسسات التي تعمل في مجال الوساطة المالية ويجب أن تتوفر فيما يلي:

\_ الحصول على الاعتماد من اللجنة المخولة للعمل داخل البورصة.

\_ توفر أدنى من رأس المال.

\_ اكتساب محل خاص لمزاولة المهنة.

<sup>1</sup> (نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص 181.

<sup>2</sup> (مصطفى رشيد شيخة، زينب عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 45.

<sup>3</sup> (نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص 181، 182.

<sup>4</sup> (فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان، 2006، ص 100.

\_ توفر الوسائل المادية اللازمة لضمان الاتصال الحسن.  
 \_ توفر الموارد البشرية ذات الخبرة والكفاءة اللازمة.  
 \_ القدرة على توفر المعلومات والبيانات اللازمة للعملاء والمحافظة على مصالحهم.  
**2\_ الشروط الواجب توفرها في الشخص الطبيعي:** يجب توفر الشروط التالية للشخص الطبيعي حتى يمارس مهنة الوساطة:

\_ يجب أن يبلغ الوسيط سنًا معينًا.  
 \_ اجتياز دورة متخصصة معدة لتأهيل للوظيفة.  
 \_ الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلا على مؤهل جامعي أو ما شابه ذلك.  
 \_ أغلب التشريعات تشترط الجنسية والأهلية القانونية.  
 \_ وفي الاختيارات الخاصة بالوظيفة يراعى أن يكون الوسيط مُلمًا بالمحاور الأساسية المثالية: التحليل الاقتصادي الكلي والتحليل الاقتصادي الجزئي، المحاسبة المالية وإعداد القوائم المالية، التحليل المالي والأساسي والفني والكمي للأوراق المالية، القوانين المتعلقة بسوق المال، لوائح العمل الداخلية بالبورصة.<sup>1</sup>  
**المطلب الثاني: شروط نجاح الوساطة المالية.**

حتى تكون الوساطة المالية ناجحة لابد من توفر قواعد وأدبيات وشروط لهذه المهنة.

#### **أولاً: الإخلاص الصارم.**

يجب على الوسيط أن يظهر إخلاصاً كاملاً في جميع تعاملاته في العمليات التي تتم في البورصة وذلك من خلال:<sup>2</sup>

**1\_ المعرفة الجيدة للعمل:** وهي قاعدة العمل الأساسية يتم الارتكاز عليها عند قبول تعيد الأوامر أو تقديم النصائح والإرشادات لأي عميل، فيجب على الوسيط أن يبذل كل مجهوداته للاطلاع على الحالة المالية والشخصية وكذا الغاية من التوظيف لكل عميل من العملاء.

**2\_ التحليل المعمق:** لابد أن تقوم كل التوجيهات المقدمة للعميل على أساس دراسته وأساس تحليل معمق لكل المعلومات المتحصل عليها من العميل من جهة، ولكل المعلومات المتعلقة بأي عملية ينوي إنجازها لصالحه من جهة أخرى.

**3\_ أصول العميل ملك له:** رغم وضع الأصول المالية للعميل لدى مؤسسة الوساطة، إلا أنها تبقى دائماً ملكاً له ولا يمكن التصرف فيها إلا وفقاً لإرادته وتتنطبق هذه القاعدة أيضاً على كل العمليات القرض أو الاقتراض التي يمكن إتمامها بين الوسيط وعميله.

#### **ثانياً: سرية المعلومات الخاصة بالعميل:**

<sup>1</sup> (فليح حسن خلف ، مرجع سبق ذكره، ص101.

<sup>2</sup> (محمد سويلم، مرجع سبق ذكره، ص64.

يجب أن يكون الوسيط محل ثقة العميل، فمن واجبه أن يلتزم بالسرية التامة سواء للمعلومات المتعلقة بالعمل أو المعلومات المتعلقة بالأوامر المصدرة من طرفه ويتعلق الأمر فيما يلي:

**1\_ المعلومات الخاصة بحساب العميل:** لا بد أن يكتسي هذا النوع من المعلومات الطابع السري، إذ لا يجب التصريح بها لأي شخص كان إلا إذا سمح العميل بذلك. كما يمس الطابع السري عدم الإفشاء عن شخصية العميل أو القرارات التي يتخذها في مجال التوظيف.<sup>1</sup>

**2\_ المعلومات الخاصة بنوعيه وإصدار الأوامر:** يقوم العميل من خلال تعامله مع مؤسسة الوساطة، بإصدار عدة أوامر شراء أو بيع لقيم مختلفة، ونظرا لعلاقته الثقة التي يجب أن تزرع بين العميل والوسيط، فعلى هذا الأخير أن يخدم العميل إلى أقصى درجة محافظا بذلك على سرية النقاشات والأوامر أو استراتيجيات التوظيف التي يتم إتباعها. إضافة إلى ضرورة استخدام المعلومات المتحصل عليها لصالح العميل فقط دون أي شخص آخر حتى لو كان هذا الشخص هو الوسيط ذاته.<sup>2</sup>

**ثالثا: جلب إحترام وثقة الجمهور المتعاملين.**

من أجل كسب أكبر عدد من العملاء وإنجاز أكبر قدر من العمليات يتخذ الوسيط عدة طرق وتتمثل في:

**1\_ الحساب (بطاقة بيضاء):** يسمح الحساب " بطاقة بيضاء " بإعطاء الحق الكامل للوسيط بتقرير تنفيذ أي عملية بيع أو شراء لصالح العميل إذا ما رأى أن هذه العملية مريحة، بما في ذلك تحديد السعر، الكمية، المكان والزمان. ولا يمكن للوسيط أن يقبل فتح مثل هذا الحساب إلا إذا تمتعت المؤسسة بهذا الحق، وكان الممثل شريكا أو مديرا.<sup>3</sup>

**2\_ مسؤولية الوسيط إتجاه المؤسسة:** يعمل الوسيط لحساب المؤسسة التي توظفه، وتوفر له كل الشروط اللازمة للعمل، لذلك لا بد عليه أن يأخذ بعين الاعتبار ذلك أثناء مزاولته نشاطه، إذ لا يسمح له القوانين بإجراء أية عملية في إطار نشاط المؤسسة دون إعلام الإدارة بذلك، الشيء الذي يضمن مصلحة العملاء والمؤسسة مع الحفاظ على سمعة هذه الأخيرة وثقة الجمهور بها.

**3\_ خضوع الوسيط لقوانين البورصة:** من أجل جلب ثقة الجمهور المتعاملين لا بد على الوسيط القيام كذلك بما يلي:

\_ أن يحرص على تطبيق القوانين واللوائح المقترحة بمزاولة مهنة الوساطة، والابتعاد عن ارتكاب أي مخالفة عمدا، وإلا تعرض إلى عقوبات قد تصل إلى منعه من ممارسة هذه المهنة.....

\_ لا يمكن للوسيط أن يقبل أي أمر شراء أو بيع، إذا ما علم بأن هذا الأمر قايم على أساس معلومات مسبقة، لبست في متناول الجميع حاليا.

<sup>1</sup> محمد سويلم، (إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية)، مرجع سبق ذكره، ص 65.

<sup>2</sup> مجدي محمود شهاب، (إقتصاديات النقود والمال)، مرجع سبق ذكره، ص 199.

<sup>3</sup> نادية أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص 214.

\_ يشترط في الوسيط أن يتمتع بالأمانة والسرية المطلقة، لهذا فلا يحق له أن يشرع بتبليغ أية معلومة مالم يتلقاها من المؤسسة المصدرة لأي شخص كان، ولا أن يتخذ أي قرار توظيف طبقاً لهذه المعلومة مالم تصبح هذه الأخيرة عليه وفي متناول الجميع.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> نادبة أبو فخرة، محمود صبح، شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، صص 212-213.

**خلاصة الفصل الأول**

استخلصنا في بداية هذا الفصل عن طريق المبحث الأول أن الوساطة المالية تعمل على تحقيق الوفورات الاقتصادية، وتقليل حجم المخاطر أمام راغبي الاستثمار، وتبين أنها عملية يقوم بها الوسطاء الماليون، حيث يشكلون حلقة وصل بين وحدات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، في حين أن هؤلاء الوسطاء يمكن أن يكونوا أشخاص طبيعيين أو معنويين، كما اتضح أيضا أن لها أهمية كبيرة بالنسبة لجميع أطراف التمويل بالنسبة لها وللاقتصاد ككل.

في المبحث الثاني تم التعرف على أنواع مؤسسات الوساطة المالية، حيث تم تقسيمها إلى مؤسسات ودائعية وأخرى غير ودائعية، أما في المبحث الثالث فقد تم التعرف على الوسيط في عمليات البورصة وأهم وظائفه المتمثلة في تقديم النصح والمشورة للعميل، وتخفيض تكاليف الحصول على المعلومات، ويجب أن يتحلى وسيط عملية البورصة بالإخلاص الصارم في ممارسة مهنته وإضفاء الطابع السري لتلك المعلومات المتعلقة بالعميل بالإضافة إلى ذلك جلب ثقة واحترام الجمهور المتعاملين، وكل هذا من أجل توفير الجو الملائم للمستثمرين مما يساهم في تنشيط البورصة.

وسوق نتطرق في الفصل الثاني على دراسة نظرية للسوق المالي ومختلف الأوراق المتداولة فيه.

# الفصل الثاني

## الفصل الثاني: دراسة نظرية للسوق المالي.

### تمهيد:

نتج عن التطورات المتلاحقة في كل المجالات الاقتصادية والصناعية والاجتماعية، تغير الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية، حكم توسعها مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية حيث حظيت باهتمام بالغ على جميع المستويات على جميع المستويات وذلك نظرا لما تقدمه من دورهم في تحقيق نمو اقتصادي أمثل.

وأحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي سوق الأوراق المالية، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها وسيولتها، فسينعكس ذلك إيجابيا على الأداء الاقتصادي ككل، ويتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين المذخرين والجهات التي تقوم باستثمار الأموال. وبذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصاديات معظم الدول، وحظيت باهتمام كبير وخاصة من طرف الحكومات والمستثمرين.

من هذا المنطلق استوجب علينا تحديد الإطار العام لفهم وتحليل أسواق الأوراق المالية وقصد التعرف أكثر على هذا الإطار المفاهيمي هذا الفصل إلى أربعة مباحث كما يلي:

المبحث الأول جاء تحت عنوان ماهية الأوراق المالية تضمن ثلاثة مطالب متعلقة ب:

\_ تعريف الأسواق المالية.

\_ نشأة وتطور الأسواق المالية.

\_ مكونات السوق المالي.

أما المبحث الثاني تمثل في بنية ووظائف الأسواق المالية ويتضمن ثلاث مطالب متعلقة ببنية الأسواق المالية ووظائفها وأركانها، وجاء المبحث الثالث بعنوان الأوراق المالية ويتضمن ثلاث مطالب تتضمن الأسهم والسندات، الأوراق المهجنة، والمشتقات المالية، وفي الأخير المبحث الرابع كان بعنوان ماهية الوساطة المالية في تنشيط الأسواق المالية، ويتضمن مطلبين هما: كفاءة السوق المالي، وشروط تحقيق هذه الكفاءة.

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية:

يعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال الذي يعتبر بدوره أحد قسيمي السوق المالي، وهي في أدائها أشبه ماتكون بالجهاز العصبي الذي تنعكس من خلاله كافة القرارات الإدارية والسياسات الاقتصادية.

### المطلب 01: تعريف الأسواق المالية.

أولاً: السوق.

هناك عدة تعريفات للسوق وللسوق المالي وسنحاول التركيز على أهمها. يمكن التمييز بين التعريف اللغوي والاصطلاحي للسوق.

#### 1\_ تعريف السوق لغة:

تطلق كلمة السوق في اللغة ويراد بها: موضع البيع والشراء، قال ابن سيدة: «السوق التي يتعامل فيها تذكر وتؤنث، ولها معان أخرى، وجاء بها المعنى قوله تعالى ﴿وَقَالُوا مَالِ هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَّعَامَ وَيَمْشِي فِي الْأَسْوَاقِ لَوْلَا أَنْزَلَ إِلَيْهِ مَلَكٌ فَيَكُونُ مَعَهُ نَذِيرًا﴾

[ الفرقان 07] والأسواق جمع السوق وهي موضع البياعات والتعامل. وسميت بذلك لأن التجارة تجلب إليها وتساق نحوها المبيعات.

وورد لفظ " السوق " و " الأسواق" في السنة النبوية كثيراً، حتى خصص بعض أصحاب الصحاح والسنن أبوابها.

مما تقدم يتبين أن السوق هو المكان الذي تساق إليه السلع حيث يجتمع فيه الطالبون ( المشترون) والعارضون ( البائعون) فيتبادلون السلع بالسلع أو السلع بالنقود، فكلمة السوق في اللغة تطلق على مكان جغرافي محدد تباع فيه السلع وتشتري، كما تعرض فيه الأعمال والصنائع.

#### 2\_ السوق اصطلاحاً:

السوق هو وسيلة تجمع بين البائعين والمشتريين بغرض انتقال السلع والخدمات من طرف لآخر. السوق "هو الحيز الذي ينتشر فيه بائعو ومشترو سلعة أو خدمة انتشار لا يمنعهم من الاتصال ببعضهم البعض اتصالاتها"<sup>1</sup>

<sup>1</sup> زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة 1، 2009، ص-ص 25، 26، 27.

**ثانياً: سوق الأوراق المالية:**

إن تعاريف سوق الأوراق المالية كثيرة ومتعددة فهناك من يعرفه بأنه: «عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين للأوراق المالية، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي وبالتالي سمحت بالتعامل مع خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول<sup>1</sup>»، أو هو عبارة عن: «السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات وتميئتها، وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي وعادة يجري التمييز بين نوعين من أسواق الأوراق المالية<sup>2</sup>. وكذلك هو: «الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والراغبة بالاستثمار ووحدات العجز المالي التي بحاجة إلى الأموال لاستثمارها عبر فئات متخصصة عاملة في السوق شرط توافر قنوات اتصال فعالة<sup>3</sup>». وأيضاً: «هو الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء<sup>4</sup>».

من خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج أو وضع تعريف ملم وشامل أن سوق الأوراق المالية عبارة عن مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، حيث يقوم بعملية التداول ( بيع أو شراء الأوراق المالية) مجموعة من المتخصصين في هذا النوع من المعاملات، وبذلك تكون هذه السوق حيزاً لالتقاء رغبات البائع والمشتري ومن ثم تتحدد الأسعار وفقاً لقانون العرض والطلب.

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

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 18.

<sup>3</sup> حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداؤها المالي وآثارها في سوق الأوراق النقدية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، طبعة 1، عمان، الأردن، 2011، ص 76.

<sup>4</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار النشر للنشر والتوزيع، طبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009، ص 66.

## المطلب 02: نشأة وتطور الأسواق المالية:

أينما توجد النقد أو الأموال أو الائتمان توجد المعاملات والخدمات المالية. وإن أسواق المال دائماً في طريقها إلى التكامل مع بعضها ويتطلب إجراء المعاملات المالية بكفاءة وجودة أجهزة وساطة مالية وسوق مالية تعمل من خلالها.

### أولاً: النشأة.

تعتبر البنوك أول ما عرف من أجهزة الوساطة المالية.

\_ وفي أثناء التطورات انهارت بعض البنوك وتم إجلال البعض الآخر بمؤسسات تعمل عند مستوى مخاطر عالية، وتبع ذلك ظهور المنافسين للبنوك وهي الشركات المالية<sup>1</sup>

\_ وبعد هذا جاءت مهنة جديدة هي الصرافة أي بيع العملات ببعضها وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان، وبعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية.

\_ اندثرت هذه المهنة في أوروبا النظام الإقطاعي، لكنها عادت مع عصر التنوير في الجمهوريات الإيطالية بفضل تجارتها مع الشرق التي احتلت مركزاً مرموقاً على الصعيد الدولي ولقب العاملون بهذه المهنة ( المصرفيون ) وبعد ذلك احتلت مدينة Bruges البلجيكية في بداية القرن الرابع عشرة المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية.

\_ ولقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجمع العائلات الستة الأكبر العاملة في مجال الصرافة في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع السلع وشرائها ومن ثم كتابة بوليصات التأمين إضافة إلى كل ما يمت بالصلة لعمليات بيع النقود وشرائها.

\_ ويعتبر المؤرخون عام 1339م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البوصة نسبة إلى إسم عائلة السيد أحمد خان. وفي عام 1595م ظهرت بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، إذ أن بورصة باريس لم تخط بالأهمية القصوى إلا بدءاً من عام 1739م.

\_ أما بورصة لندن فلقد وجدت منذ بداية القرن السابع عشرة. أما فيما يتعلق بالبورصات الأوروبية الأخرى وكذلك بورصة وول ستريت الأمريكية فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشرة، ولمدة طويلة بقيت بورصة باريس في المركز الثاني عالمياً بعد بورصة لندن ومع بداية القرن العشرين كانت هناك زيادة ملحوظة للشركات الصناعية المسجلة في البورصة ليس في باريس فقط وإنما أيضاً في كافة البورصات الدولية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص58.

<sup>2</sup> زكريا سلامة عيسى شطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 33، 4.

### ثانياً: التطور:

لم تنشأ البورصات بهيكلها ونظمها وإدارتها كما هي اليوم بصورة فجائية، وإنما هي نتائج تاريخ طويل من التطور 'فأسواق الأوراق المالية قد أنشئت عن بورصات البضائع، كما أنه اليوم لم يكن في الماضي خط يفصل بين بورصات البضائع والأسواق المالية حيث أدى التخصص المتزايد إلى انفصال بعضها عن بعض. ومن آثار ذلك الارتباط أنهما لا يزالان في بناء واحد وفي بعض المدن ومنها الإسكندرية، كما أن المتعاملون في سوق الأوراق المالية في لندن كانوا يجتمعون في البورصة الملكية، وعندما زاد التعامل والضجيج ضايق ذلك المتعاملين في البورصة فانتقل التعامل بالأوراق المالية مبكراً في القرن 13م في فرنسا حيث كان يجري تداول الكميات والسحوبات الأذنية حيث أوجب الملك فيليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول.

\_ تتمثل أهمية هذه المرحلة في أنها طورت عملية تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكمبيالات وعندما انتشرت الشركات المساهمة وأقبلت الحكومات والمؤسسات والأفراد على الاقتراض، نشأة حركة رابحة للتعامل في الصكوك مستمدة من حركة التعامل السابقة في الأوراق التجارية. واستمر التداخل بين الأوراق المالية والتجارية حتى بعد قيام أسواق الأوراق المالية حيث تذكر المصادر أن بورصة باريس في عام 1824م كانت تعتمد عملياتها على سندات بلدية باريس والأوراق المالية والكمبيالات.

حيث صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية المترتبة عليها، ومع نمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة وزيادة الدخل ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية، هذا التطور بالإضافة إلى رواج التعامل في الأوراق المالية ألقى ضرورة قيام الأوراق المالية المستقلة وضرورة تطور نظمها واساليب التعامل فيها.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: مكونات السوق المالي وأنواعه.

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

#### أولاً: سوق النقد.

تعرف السوق النقدية على أنها: " سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول ( أقل من سنة)، وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات. والهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية ومدّها بالقروض وأهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق هي اذونات الخزينة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع.

<sup>1</sup> ( زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص-ص 35،36.

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

\_ الإقراض المباشر للحكومة بأسعار فائدة رمزية.

\_ النيابة عن الحكومة في إصدار وترويج وتغطية الاكتتاب لما تصدره وزارة المالية.

أما البنوك التجارية فإنها تقوم من خلال سوق النقد بنوعين من العمليات:

أولهما: خصم الأوراق التجارية ( الكمبيالات، السندات) حيث تنطوي عمليات الخصم على قرض قصير الأجل، تتحدد مدته بتاريخ استحقاق الورقة، بقيمة أقل من قيمتها الاسمية ويمثل الفرق بين القيمتين ربحا للبنك.

ثانيهما: تقديم القروض قصيرة الأجل إلى العملاء، حيث تشارك البنوك التجارية في هذه العملية البنوك المتخصصة ( الزراعية، الصناعية، الإسكانية...).

أما الخزينة العامة للدولة تشكل طرفا في الإطار المؤسسي لسوق النقد إلى جانب أعضاء الجهاز المصرفي لما تصدره من أدوات قصيرة الأجل وسندات متوسطة وطويلة الأجل على الخزينة العامة<sup>1</sup>.

### ثانيا: سوق رأس المال.

تعرف هذه السوق بأنها: " تلك السوق التي تهتم بالاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضا. ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق أنها أقل اتساعا من السوق النقدي لكنها أكثر تنظيما حيث يتواجد فيها الوكلاء المختصين في الصفقات المالية الكبيرة"<sup>2</sup>.

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

\_ يقوم المدخرون بشراء الأدوات المالية طويلة الأجل المصدرة<sup>3</sup> وبالتالي توفر لشركات الأعمال التمويل اللازم لاستثماراتها.

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

ولما كان هذا التمويل الاستثماري، يمكن عن طريقي الإقراض المباشر أو إصدار أوراق مالية متعددة الأشكال، لذا فإن سوق رأس المال ينقسم إلى قسمين رئيسيين هما: سوق الائتمان وسوق الأوراق المالية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> فليح حسن خلف، النقود والبنوك، جدار الكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، صص 212، 214.

<sup>2</sup> حسين بن هاني، الأسواق المالية ( طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، مرجع سبق ذكره، ص 15.

<sup>3</sup> فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 216

**1\_ سوق الائتمان: يتكون من:**

\_ المؤسسات المصرفية التجارية: البنوك العقارية، البنوك لزراعية، البنوك الصناعية، بنوك الاستثمار والأعمال... إلخ.

\_ المؤسسات المالية غير المصرفية: شركات التأمين، شركات إعادة التأمين، صناديق التأمين والإدخار... إلخ.

**2\_ سوق الأوراق المالية: يتكون من:**

\_ مؤسسات غير مالية منظمة للسوق: ومن أشكالها ( الهيئة العامة لسوق المال، بورصات الأوراق المالية).

\_ مؤسسات مالية متعاملة في السوق: ومن أشكالها: ( شركات المساهمة ، المصارف بأنواعها، الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية مثل التي يتصل نشاطها بعمليات السمسرة أو ترويج وتغطية الإكتتاب في الأوراق المالية"<sup>1</sup>

<sup>1</sup> ( المرجع نفسه، ص116.

## المبحث الثاني: بنية ووظائف الأسواق المالية:

تنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى سوق أولي وسوق ثانوي وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ويتوقف كل منهما على الآخر، وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة وذلك وفقا لالتزامها بالإجراءات القانونية للتداول، من خلال المطلب.

### المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية:

ينهض السوق المالي بحكم وظيفته الاقتصادية والمالية بدور مزدوج في تعبئة الموارد المالية في المجتمع، وضخها في التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى.

#### أولاً: أنواع أسواق الأوراق المالية:

تقسم سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع وفقا للمعايير التي تتحكم فيها وقد إختارنا معيار أجل التداول الذي يعتبر من أهم المعايير والذي على أساسه يقسم السوق إلى قسمين رئيسيينهما:

**1\_ الأسواق الفورية أو الحاضرة:** وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين، تقسم وفقا لطبيعة عملها إلى:

**أ\_ السوق الأولية:** وهي السوق التي تختص بإصدار وطرح الأوراق المالية للاكتتاب فيها من قبل الجمهور لتمويل مشروعات جديدة أو للتوسع في مشروعات قائمة، وذلك من خلال زيادة رأس مالها وهذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب. وتعد الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق حيث الأولى تقوم بوظيفة تعهد إدارة وتغطية الإصدار وتسويقه، بينما يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام نيابة عن الحكومة. وتتميز بأن حسيلة بيع الإصدار تذهب إلى الشركة صاحبة الإصدار والأدوات المالية التي يتم تداولها في السوق الأولى وهي الأسهم والسندات.<sup>1</sup>

**ب\_ السوق الثانوية:** وهي سوق التداول التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية، والعملاء الأساسيون في السوق الثانوية هم المستثمرون وليسو الشركات المصدرة للأوراق المالية وتنقسم السوق الثانوية من حيث درجة تنظيم السوق إلى السوق المنظمة والسوق الغير منظمة.

**ب 1\_ السوق المنظمة:** وهي ما يعرف ببورصة الاوراق المالية، والبورصة هي المكان الذي تجرى فيه المعاملات على الأوراق المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين مخصصين بهذا النوع من العمل وهم الوسطاء.

<sup>1</sup> ( زكريا سلامة عيسى شطاوي، مرجع سبق ذكره، ص-ص 42،40.

**ب\_2 السوق الغير منظمة:** وتعرف بسوق الموازنة وتجري عمليات التداول في هذا النوع من السوق على الأوراق المالية المسجلة في البورصة والغير المسجلة فيها دون وجود زمان أو مكان محددين لإجرائهما، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقا للتفاوض.

**2 الأسواق الآجلة:** وهي الاسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع للأوراق المالية ثم تنفيذها فيميعاد لاحق في المستقبل وتنقسم إلى:<sup>1</sup>

**أ/ أسواق العقود المستقبلية:** وهي أسواق منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية يعود ذات شروط وبنود نمطية موحدة وبأسعار محددة وقت التعاقد على أن يتم التعليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق محدد.

**ب/ أسواق عقود الإختيارات أو الخيارات:** وهو العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو على أن يشري قدرا من الأوراق المالية بسعر محدد سلفا في تاريخ معين أو خلال فترة محددة، على أن يكون له الحق في أن ينقد أولا عملية البيع أو الشراء. فمحل عقد الإختيار هو مجرد الحق في تنفيذ العقد بالشراء أو البيع، أو عدم تنفيذه دون ألتزام قاطع مقابل مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني ( محرر العقد) على سبيل التعويض وعلى هذا فإن محل العقد منا ليس الأوراق المالية وإنما هو إختيار الشراء أو البيع، وتهدف هذه العقود إلى إعطاء المستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها عند تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يريد شراءها في المستقبل.<sup>2</sup>

**ثانيا: مقومات السوق المالي.**

تستمد الوراق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام والسوق هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق هذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي ونميز بين نوعين من المقومات:<sup>3</sup>

### **1 المقومات الأساسية:**

سميت بالأساسية لأنها تمثل بنية الأسواق المالية تشمل على:

\_ مناخ ملائم بالإستثمار القائم على أساس الثقة في النظم الإقتصادية والسياسية القائمة وتنظيم يعكس مدى وضوح السياسة المالية والنقدية وقوانين تشجيع الإستثمار.

\_ فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رؤوس الأموال الخاصة وعدم وجود قيود تمنع نقل رأس المال والمدخرات والثروات.

<sup>1</sup> زكريا سلامة عيسى شنتاوي، المرجع نفسه، صص 45-47.

<sup>2</sup> الأستاذ وليد لطيف، أستاذ محاضر، المؤسسة والأسواق المالية، محاضرة يوم الأحد 15/11/2015، الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية

والتسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، 00:14 إلى 15:30 سا.

<sup>3</sup>، مرجع سبق ذكره، نفس الوقت.

\_ وجود أدوات استثمار متنوعة تساهم في توسيع قاعدة خيارات أمام المستثمرين بشكل نريد منها عمقا وإتساع السوق المالي.

\_ مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة قادرة على أداء مهام الوسيط المالي، وتجميع المدخرات.

\_ حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى سوق المال عبر الأصول المالية المختلفة.

**2\_ المقومات المساندة:** سميت بالمقومات المساندة لان توفرها يساعد على تطور نموذج السوق المالي وزيادة فعاليته وكفاءته ومن هذه المقومات:

\_ تشريعات واضحة لآليات التداول والمتاجرة في السوق المالي بشكل يصنع صفقة المنافسة ومنع الإحتكار.

\_ تشريعات تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب وبشكل يتضمن التصرفات ذات القبول العام ويعزز ثقة المستثمرين بنظام السوق وهيئته.

\_ أنظمة كفاءة للإفصاح المالي والمعلوماتي.

\_ نظم إتصال فعالة ومنتطورة بين عموم المتعاملين في السوق المالي لضمان عمق السوق ( التدفق المستمر في عوامل البيع والشراء) وسرعة إستجابة في معالجة الخلل المحتمل في العرض والطلب.

### المطلب الثاني: خصائص السوق المالي وأركانه.

للسوق المالي بعض الخصائص والأركان التي تتميز عن غيره من الأسواق نظرا لأهميته الكبيرة في تنشيط الاقتصاد.

#### أولاً: الخصائص.

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

1\_ التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

2\_ أنها توفر المعلومات الضروري للمستثمرين.

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

4\_ نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات، فإن ذلك يعطي خاصية الأسواق المالية بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العام في نفس الوقت.

<sup>1</sup> جمال جويدان الجمال، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة 1، عمان، 2002، ص 56.

5\_ أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة، هذا ما يتيح مجالات واسعة للاستفادة منها فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم.

6\_ الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإنّ الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعى في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد.

**ثانياً: أركانه.**

إن عملية تحويل الأموال من الأموال الزائدة عن حاجات المالكين إلى من هم بحاجة لها تتم من خلال وسطاء في السوق المالي، ويتم تحديد أركان السوق المالي إلي سياسته وهي: المقرضون، المقترضون، الوسطاء.

1- **المقرضون:** يعتبر المقرضون في السوق المالي مصدرًا أساسيًا للأموال، بحيث تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تزيد الأموال لديها عن احتياجاتها الاستهلاكية، فتقوم بإستثمار هذه الأموال في السوق المالي، إما بشكل مباشر أو عن طريق البنوك التجارية والمتخصصة ويهتم المقرضون أو المستثمرين بعدة عوامل أهمها: معدل العائد والمخاطرة المصاحبة للاستثمار.

2- **المقترضون:** يمكن الحصول على الأموال في السوق المالي من المقترضين، إمّا عن طريق الإقتراض من البنوك أو عن طريق إصدار الأوراق المالية، ويمكن أن يكون المقترض فرداً أو مؤسسة. وهناك عدة أنواع للإصدارات، فهناك إصدارات أهلية وحكومية هذا من حيث الجهة المصدرة، وإصدارات أولية أو موسمية من حيث القرض من الإصدار. كما تنقسم الإصدارات إلى إصدارات دين وإصدارات ملكية، إصدارات طويلة الأجل وإصدارات قصيرة الأجل، إصدارات مضمونة وغير مضمونة.<sup>1</sup>

**ج/ الوسطاء المليون:** وهم فرد مهم من مؤسسات النظام المالي والكفاء تشمل صناديق التقاعد، شركات التأمين، وبنوك الإدخار، والسامسة، والوكلاء، ومكاتب الإستعلام، والخدمات المالية الأخرى. ومهمة الوسطاء المليون نقل الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز مقابل عمولات وعوائد.<sup>2</sup>

### **المطلب الثالث: وظائفه.**

تقوم سوق الأوراق المالية بأداء وظيفتين اقتصاديتين رئيسيتين، ينبثق عنها عدد من الوظائف الاقتصادية والثانوية، حيث تشمل على الوظائف الاقتصادية لأسواق الإصدار والوظائف الاقتصادية لأسواق التداول.

**أولاً: الوظائف الاقتصادية لأسواق الإصدار.**

(<sup>1</sup>) الأستاذ وليد لطيف،، مرجع سبق ذكره.

(<sup>2</sup>)MrsEliaselhannif• course Business English Financial intermediation and intermediaries• Monday• 11:00h-12:30 centervuninercerAbdLhafidBoussouff•Milla.

شمل الوظائف الاقتصادية لأسواق فيما يلي:<sup>1</sup>

- 1\_ تأسيس شركات مساهمة جديدة وبهذا تعد سوق الإصدار في إحدى الركائز المهمة في إحداث النشاط الاقتصادي والتي يصعب من دونها النهوض بعملية التنمية.
- 2\_ تعتبر هذه السوق آلية أساسية بتجميع المدخرات الفردية، وكذلك نقل حركة رؤوس الأموال الوطنية من قطاعات المجتمع ذات الفائض المالي إلى القطاعات الإنتاجية ذات العجز المالي .
- 3\_ تمثل أسواق الإصدار حلقة بين أصحاب الفائض والعجز المالي ومن خلال هذه الوظيفة تقوم بأداء دورين هما:

أ\_ إتاحة الفرصة للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم، وتوفير مصادر تمويل متعددة للمنتجين وذلك بهدف تمويل مشروعاتهم أو للتوسيع فيها.

ب\_ القيام بتوزيع المدخرات المكتنزة بين أصحاب العجز المالي.

4\_ تلعب هذه الأسواق دورا مهما يتمثل في كونها أداة لتوجيه المدخرات الوطنية إلى الاستثمار الحقيقي من خلال إضافة أو التوسع في أصول رأسمالية منتجة، عوضاً عن مجرد توظيفها في استثمارات سلبية مثل شراء العقارات أو الذهب.

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

#### ثانياً: الوظائف الاقتصادية لأسواق التداول.

وجود سوق للتداول في حد ذاته يعتبر مهم جداً بالنسبة لكفاءة سوق الإصدار، حيث أن المستثمر يستطيع استرداد قيمة الورقة المالية التي يتم اكتسابها في سوق الإصدار من خلال سوق التداول، وذلك ببيعها بالسعر الذي يريده وفي الوقت الذي يريده، فإذا تم تصور عدم وجود مثل هذه السوق فكيف يتسنى لسوق الإصدار أن تعمل في ظل انعدام قدرة المستثمر على بيع ما اشتراه من الأوراق المالية. وعليه يمكن تلخيص الوظائف الاقتصادية لأسواق التداول فيما يلي:<sup>2</sup>

- 1\_ تنهض هذه السوق بتوفير السيولة السريعة للمستثمرين في الوقت الذي يحتاجون إليها، وذلك يتم من خلال تسهيل بيع الأوراق المالية التي بحوزتهم حيث تعتبر هذه المهمة من أبرز الوظائف لهذه السوق.
- 2\_ تمكين المستثمرين من حرية الاختيار فيما يخص تكوين محافظهم المالية.
- 3\_ تعمل هذه الأسواق على ضبط الأسعار المتعلقة الأوراق المالية وفقاً لقانون العرض والطلب، وكذلك الحد من التعاملات الوهمية التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار.

<sup>1</sup> ( بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012، 2013، ص18.

<sup>2</sup> ( المرجع نفسه، ص19.

- 4\_ تقوم هذه الأسواق أيضا بزيادة حجم الإئتمان في المجتمع عن طريق توثيق الديون برهن الأوراق المالية التي يمكن تسيلها بسرعة وبدون خسارة في قيمتها، وكذلك الإقتراض بضمان هذه الأوراق.
- 5\_ للتضخم آثار سلبية كثيرة خاصة تلك التي تعمل على تآكل قيمة النقود المدخرة في أوعية الإدخار النقدية، وتعمل أسواق التداول على تفادي هذه النتائج السلبية بفضل أرباح وعوائد الأوراق المالية.
- 6\_ تؤدي أسواق التداول إلى زيادة سيولة وسلامة قيمة الإستثمار الاصيلي بما تسمح به من بيع وإستهلاك الأوراق المالية المصدرة من طرف المشروعات دون المساس بأصولها الرأس مالية.

# الفصل الثالث

### المبحث الثالث: الأوراق المالية:

تتوفر سوق الأوراق المالية على منتجات متنوعة من أسهم وسندات وأوراق مهجنة، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، لهذا نستطرق إليها في هذا المبحث.

#### المطلب الأول: الأسهم:

تعتبر الأسهم أحد أصناف السلع المتداولة في هذه السوق ويندرج تحت هذا الصنف عدة أنواع وتتميز هذه الأسهم بعدة خصائص حيث جاء هذا المطلب لتوضيح كل ما يخص الأسهم.

#### أولاً: ماهية الأسهم.

يمكن تحديد ماهية الأسهم من خلال بعض التعاريف والخصائص المميزة لها:

#### 1\_ تعريفها:

هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث يُمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها.<sup>1</sup>

وتعريف آخر : " هو أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول ولحامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصة في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم"<sup>2</sup>

#### 2\_ خصائص الأسهم.

هناك مجموعة من الخصائص التي تميز السهم عن غيره من الأوراق المالية ونذكر منها:<sup>3</sup>  
\* الأسهم يمكن أن تكون مملوكة ملكية خاصة عن طريق شخص واحد أو عن طريق مجموعة من المستثمرين، أو تكون مملوكة ملكية عامة من طرف مؤسسات إستثمارية.

\* للسهم قيم مختلفة، القيمة الإسمية التي يتم الإكتتاب بها لأول مرة، والقيمة الدفترية التي يمكن حسابها عن طريق قسمة حقوق المساهمين العاديين على عدد الأسهم القائمة، وكذلك القيمة التصفية للسهم وهي نصيب السهم عند تصفية أصول الشركة.

\* للأسهم حق التصويت لانتخاب مجلس الإدارة وعلى بعض المواضيع الخاصة.

\* لأصحاب الأسهم حق الأفضلية في الإكتتاب بأسهم الشركة الجديدة وتسمح لهم بشراء أسهم إضافية بأسعار أقل من سعر السهم في السوق".

<sup>(1)</sup> وسام ملاك، البورصات والأسواق العالمية، دار المنهل اللبناني، ط1، بيروت، 2003، ص 63.

<sup>(2)</sup> علي توفيق الحاج، إدارة البورصات المالية، المجتمع العربي للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2012، ص 32.

<sup>(3)</sup> فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط 3، عمان، 2010، ص-ص 186، 187.

**ثانيا: تصنيفات الأسهم.**

تصنف الأسهم تبعا لأدائها وسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية:<sup>1</sup>

**1\_ الأسهم المدافعة:** هي الأسهم التي يتوقع بقاء أسعارها مستقرة وآمنة ومنتزعة خلال الركود الاقتصادي وتدهور الأعمال أو خلال التقلبات في أسواق المال وهو النوع المفضل لدى المستثمرين الحذرين.

**2\_ الأسهم الدورية:** هي الأسهم التي تعود لشركات سريعة التأثر بتغير الاقتصاد، وأسعارها تتقلب مباشرة وبدرجة أكبر من معظم الأسهم ويشار إليها بالأسهم المجازفة وتتصف بدرجة خطورة عالية.

**3\_ أسهم المضاربة:** تشتري أسهم المضاربة على أمل تزايد أسعارها مستقبلا، وتميل هذه الأسهم ومضاعفات أرباحها للتقلب كثيرا عند استلام معلومات جديدة تتعلق بمستقبل هذه الشركة.

**4\_ الأسهم الناجحة:** تعود هذه الاسم لشركات توصف بأنها شركات كبيرة وقديمة ومعروفة، وتصدر هذه الأسهم عادة شركات قائمة في صناعتها وتمتاز هذه الأسهم بسعرها المالي وعائدها المرتفع والمستقر.

**5\_ أسهم الدخول:** هي عبارة عن أسهم تعطي شكلا منتظما من توزيعات الدخل ذات مخاطر منخفضة وهي عرضة لتقلبات أقل في أسعارها.

**6\_ أسهم النمو:** هي أسهم شركات لها فرص الحصول على معدلات أعلى من معدل العائد المطلوب، وفي محاولة تعريف سهم النمو تبرز مسألة أنّ ليس هناك تعريف مقبول ومتفق عليه.

**ثالثا: عائد السهم**

يعتبر العائد المكافأة التي يحصل عليها المستثمر كتعويضات على فترة الإنتظار والمخاطرة المحتملة في توظيف الأموال في الأسهم معبرا عن هذه المكافأة بنسبة مئوية من قيمة الإستثمار في بداية الفترة.

**1\_ عائد الاحتفاظ:** يعكس النسبة المئوية للتغير في ثروة المساهمين لهذا ماتم بيع السهم في نهاية فترة

$$HPR = \frac{p1 - p0 + D}{p0}$$

حيث:

p1 سعر السهم في نهاية فترة الاحتفاظ (سعر البيع)

p2 سعر السهم في بداية فترة الاحتفاظ (سعر البيع)

p3 مقسوم الأرباح للسهم الواحد.

**2\_ العائد المتوقع:** يقصد به المتوسط المربح أو الموزون لإحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لإعتقادات متخذ القرار (المستثمر) بطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات

$$E(r) = \sum_{t=1}^n p + R$$

<sup>1</sup> د. محمد علي أبراهيم العامري، إدارة محافظة الإستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، الشارقة، الأردن، 2013، ص-ص 362، 364.

R: هو معدل العائد وفقا للظروف الاقتصادية.

P: إحتمال تحقيق العائد.

**3\_ العائد المطلوب:**وهوذلك المعدل الذي يطلبه المستثمرون لتعويض المخاطر ويعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CRPM من أفضل النتائج تمثيلا للعائد المطلوب وفق الآتي:

$$k = Rf + Bi(Rm - Rf)$$

K معدل العائد المطلوب.

RF معدل العائد الخالي من المخاطرة

Rm معدل العائد لمحفظه السوق المالي.

Bi المخاطر النظامية للورقة المالية.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني : السندات:

تحتاج الشركة لتمويل مشاريعها إلى نوع آخر من التمويل وهو الإقراض ، وهذا من أجل بلوغ أهدافها في مواصلة النشاط وتوسيعه بأعلى كفاءة وبأكبر مردودية. يتم هذا الإقراض عن طريق إصدار مايسمى بالسندات حيث جاء هذا المطلب لإلقاء الضوء على هذه الأداة.

**أولاً: ماهية السندات:**نحاولالتركيز من ماهية السندات على تعريفها وعلى مختلف أنواعها.

#### 1\_ تعريف السند:

هي أداة تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها. ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض بدفع مبلغ معين من المال " القيمة الإسمية" لحامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ معين. ومن جهة أخرى السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة.<sup>2</sup> ومنه نستنتج أن السند ورقة مالية تمثل قرضا طويل الأجل أو متوسطة الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ماتكون نسبة الفائدة ثابتة.

#### 2\_أنواع السندات:

تتنوع السندات باختلاف وجهات نظر مستخدميها، لذلك يمكن التمييز بين السندات وفقا للمعايير التالية:<sup>3</sup>

**أ\_ حسب الجهة المصدرة:** يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين:

<sup>1</sup> أ. لطيف وليد، مرجع سبق ذكره.

<sup>2</sup> بوكسانيرشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسجل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك، نقود ومالية ، جامعة الجزائر، 2006، 2005، ص61.

<sup>3</sup> ) G.Defosse et P.Bolley, La bourse des valeurs ,que sais-je Edition Bouchemme, Alger ,16 eme Edition, 1993, p18.

\***سندات سندات عامة:** وهي سندات صادرة عن الخزينة العمومية، تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائئوها فهم البنوك، شركات القطاع العام والخاص.

\* **سندات خاصة:** وهي سندات تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها.

**ب\_ حسب طريقة السندات:** هناك نوعين:

\* **سندات تسدد عند تاريخ استحقاقاتها:** تسديد حقوق حاملها عند تاريخ الاستحقاق.

\* **سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقاتها:** بهدف التقليل من ديون الشركة.

**ج\_ حسب الحقوق والإمتيازات لمالكها:** وهناك نوعين:

\* **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب في ذلك.

\* **سندات ذات علاوة:** هو مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السندات.<sup>1</sup>

**ثانيا: خصائص السندات:** للسندات خصائص نذكر منها:<sup>2</sup>

\_ يعتبر السند مستدين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.

\_ لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء أخفقت الشركة أرباحا أم تحملت خسائر.

\_ تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.

\_ تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح.

\_ تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من

قبل الجهات المصدر لها عند انخفاض هذه الأسعار، لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.

\_ إن الفترة الطويلة للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.

\_ إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائد يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

**ثالثا: الفرق بين الأسهم والسندات.**

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول أدناه:

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص28.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، الإسكندرية، 1996، ص291.

الجدول رقم (01): مقارنة بين الأسهم والسندات.

السند	السهم
1_ دين على الشركة.	1_ جزء من رأس مال الشركة.
2_ حامل السند دائن بقيمة السند.	2_ حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته
3_ عائد السند ثابت لا يتأثر بالخسارة.	3_ ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4_ حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير بشكل قانوني، إدماج الشركة في أخرى.	4_ حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5_ حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5_ حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية ولا يشترط أن يكون مادفعه هو ما يسترده.
6_ حامل السند تكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند الخسارة أو التصفية.	6_ عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
7_ الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	7_ عائد السهم يعتبر توزيعاً للأرباح خاضع للضريبة.
8_ حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو حضور اجتماعات أو الحصول على بيانات أو معلومات.	8_ للمساهمين حق الإطلاع والحصول على معلومات خاصة بالعمل.
9_ يمكن إصدار السندات بالقيمة الإسمية أو بقيمة أعلى منها وتسد بقيمة أعلى من القيمة الإسمية.	9_ يمكن إصدار السهم بالقيمة الإسمية وهو ما يصرف بالعلو.

**المصدر:** داودي حمزة، أستاذ محاضر، مخاطر الأوراق المالية ، يوم السبت 2015/12/05، الأوراق المالية الأسهم والسندات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف، ، ميله، من سا09:30 إلى سا11:00.

### المطلب الثالث: الأوراق المهجنة والمشتقات المالية

كان الفرض الأساسي من انتشار هذه الأدوات، هو جلب الادخار من جميع شرائح المجتمع وحماية المستثمر ضد مخاطر التغير في السعر، وقد أخذت هذه الأدوات أشكالاً متعددة وهذا ما سنتطرق إليه من خلال العنصرين الآتيين:

#### أولاً: الأوراق المهجنة.

سنحاول التركيز على تعريفها وأنواعها:

**1/ تعريفها:** هي تلك الأوراق التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية وبين خصائص السندات والتي تمثل حق المديونية وهي نوعان سندات المساهمة وسندات الإستثمار.

#### 2/ أنواعها:

**أ/ سندات المساهمة:** وهي سندات تصدر عن شركات المساهمة خاصة أو عامة، من حيث يتحصل صاحبها على عائد، ولا يوجد لها تاريخ إستحقاقاً.

**ب/ سندات الإستثمار:** وهي أسهم عادية دون حق التصويت تقوم بإصدارها مؤسسات القطاع العام والخاص.<sup>1</sup>

#### ثانياً: المشتقات المالية:

وكذلك في هذا الجزء سنحاول تعريف المشتقات ونذكر أنواعها :

**1- تعريفها:** هي أدوات إستثمارية متنوعة وسميت بهذا الإسم لأنها مشتقة من أدوات إستثمارية مثل الأسهم والسندات وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات.

**2- أنواعها:** تنقسم المشتقات المالية إلى أنواع متعددة منها: عقود الخيار، العقود المستقبلية، وعقود المبادلة.

**أ/ عقود الخيار:** هي عبارة على إتفاق يعطى لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدماً، يمتلك حامل الخيار الحق في شراء أو بيع الموجود الأساسي في وقت ما في المستقبل بسعر ثابت.

**ب/ العقود المستقبلية:** هي عبارة على إلتزام نمطي إمّا للبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل حيث أن السعر والأصل والكمية يتم الإتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل في المستقبل.

**ج/ عقود المبادلة:** هي عبارة على إتفاق يتم بين طرفين لتبادل تسديدات في مدة يتفق عليها مسبقاً وفقاً لشروط تكون برضى الطرفين. يكون على شكل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد

<sup>1</sup> بن عمر بن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 32.

المبادلة على فترات دورية ويكون ملزم لطرفي العقد. كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> دينا ميكية، أسواق الأوراق المالية، البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم التسيير، جامعة الجزائر، إعداد سامية زيطاري، 2004، ص-ص 20-21.

**المبحث الرابع: مساهمة الوساطة المالية في تنشيط الأسواق المالية:**

تعد نظرية السوق الكفاء إحدى أهم الموضوعات الأدبية في أدبيات السوق المالي. ومنذ أواخر التسعينات وحتى الوقت الحاضر تمثل السوق الكفوة نظرة للأسعار العادلة للأصول المالية وتتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار الأوراق المالية وعليه فإن السوق يكون كفواً اعتماداً على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات.

**المطلب الأول: كفاءة السوق المالي**

أضحى قيام الأسواق المالية ضرورياً وخاصة مع اتساع دائرة النشاط الاقتصادي، بحيث يعمل المستثمرون جاهدين لتعظيم أرباحهم من خلال تداولاتهم التي تقع في البورصة، الأمر الذي يقتضي توفير المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حيث التداول فيها يتصف بالكفاءة، ومن خلال هذا المطلب سنتطرق إلى مايلي:

**أولاً: مفهوم السوق المالية الكفء:**

" هي الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متحيز ويقصد بالانعكاس الكامل استجابة المشاركين للمعلومات الجديدة بسرعة لتحليلها وعكس توقعاتهم"<sup>1</sup>

**ثانياً: أشكال السوق المالي الكفء: لدينا ثلاثة أشكال نذكرها:<sup>2</sup>**

**1\_ كفاءة السوق بالشكل الضعيف:** يشير هذا الشكل على أن الأسعار السابقة للورقة المالية ينظر عليها على أنها معلومات تاريخية ليس لها قيمة للمستثمر للتنبؤ بالأسعار المستقبلية.

**2 \_ كفاءة السوق بالشكل الشبه القوي:** يكتسب السوق المالي الكفاءة الشبه القوي عندما تنعكس جميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع بشكل عام وسريع بالأسعار السوقية، وطبعاً لمفهوم الكفاءة الشبه القوي فإن الأسعار السابقة والمعلومات العامة والمتاحة بشكل علني لا تمنح للمستثمر أي ميزة لتحقيق عوائد غير إضافية.

**3 \_ كفاءة السوق بالشكل القوي:** يقضي أن الأسعار السوقية للورقة المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة للجميع وبشكل علني، وتلك المعلومات التي تتدفق من قنوات خاصة، بمعنى أنه لا يمكن لأي مستثمر من تحقيق عوائد إضافية لأن التغيرات التي تحصل في الأسعار تكون عشوائية ومستقلة. وبصير الإستثمار إلى أن السوق ذات الكفاءة الضعيفة تحظى بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية.

<sup>1</sup> عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص31.

<sup>2</sup> متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص- ص 109- 111.

### ثالثاً: أنواع السوق الكفئ.

يمكن نلخص أهم أنواع سوق الأوراق المالية نلخصها فيما يأتي:

#### 1 \_ الكفاءة الكاملة: يجب توفر الشروط التالية:<sup>1</sup>

- \_ عدم وجود قيود على التعاقد مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها.
  - \_ للمستثمر الحق في بيع وشراء الكمية التي يريد من الأوراق المالية،
  - \_ توفر المعلومات الكاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق بدون تكاليف.
  - \_ وجود عدد كبير من المتعاملين وتمنحهم بالرشد الاقتصادي.
- لا تتحقق هذه الشروط لتجسيد الكفاءة الكاملة في الواقع العملي فهناك بعض القيود التي تصنعها التشريعات والتنظيمات.

2 \_ الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.

#### رابعا أهمية السوق المالي الكفئ: تكمن أهمية سوق الأوراق المالية الكفئ في الآتي:<sup>2</sup>

- \* السوق الكفؤة دالة على أن الأسعار مطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة.
- \* يقوم جميع المتعاملين في السوق بالإنفتاح من جميع المعلومات وبالتالي ليس هناك مصدر للمعلومات الواصلة للسوق لأنها تنعكس بالكامل على السعر.
- \* إن السوق الكفؤة دال لحالة التوازن لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات.
- \* في ظل السوق الكفؤة تتحقق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن بإتجاهها لاستثمارات المنتجة.
- \* يحقق السوق الكفئ تماثل المعلومات وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان الإستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات.
- \* في ظل السوق الكفؤة تتحقق رؤوس الأموال بحرية وإنسيابية عالية فيتحقق التخصيص الكفؤ للموارد.

<sup>1</sup> المرجع نفسه ، ص 106.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، ص 50.

### المطلب الثاني: شروط تحقيق كفاءة السوق المالي.

إن كفاءة السوق المالي تتوقف على مدى توفر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً.

**أولاً: متطلبات تحقيق كفاءة السوق:** يستلزم تحقيق الكفاءة تحقيق كل من:

**1\_ الكفاءة التخصيصة:** تعتبر الكفاءة التخصيصة عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة، مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن. ويرى البعض أن السوق الكفء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلاً بالنسبة إلى المجتمع.<sup>1</sup>

**2\_ كفاءة التسعير:** تدعى بالكفاءة الخارجية، وفي هذا الإطار يجب أن يعكس حسن تسعير الأوراق المالية المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق، وكذا تحقق التوازن بين جانبي العرض والطلب، كما لا يستطيع أي من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية لأن الجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح نظراً لحصولهم على نفس المعلومات في نفس الوقت.

**3\_ كفاءة التشغيل:** تسمى أيضاً بالكفاءة الداخلية، ويمكن القول بأن هذه الكفاءة قد تحققت إذا تم خلق التوازن بين العرض والطلب دون تكبد المتعاملون تكاليف تعامل عالية، وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. أما عن التعاملات وكذا الضرائب فهي تلعب دوراً هاماً في الحد من الكفاءة التسعيرية للسوق فكلاهما قد يقف عائقاً أمام إتمام بعض التعاملات التي من شأنها الوصول بالسعر إلى ما يعكس القيمة الحقيقية لسهم على وجه الخصوص. كما تجدر الإشارة إلى أن وجود عدد كبير من بيوت السمسرة وبيوت الخبرة وصناع السوق من شأنه أن يخلق جواً من التنافس بينهم في السوق مما يؤدي إلى تحسين نوعية الخدمة المقدمة للمتعاملين في السوق.<sup>2</sup>

**ثانياً: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية.**

لنجاح سوق الأوراق المالية هناك مجموعة من الشروط العامة نلخصها كما يلي:

**1- الشروط المتعلقة بالمحيط الاقتصادي العام :**

وهي الشروط التي تتعلق بالمحيط الاقتصادي العام الذي تتواجد فيه سوق الأوراق المالية ومنها:  
\*وجود نظام اقتصادي رأسمالي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد على تنقيح أموالهم أملاً في إنمائها والحصول على أكبر عدد ممكن.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1991، ص45.

<sup>2</sup> عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص-ص 33، 34.

- \* الاستقرار السياسي والاقتصادي وذلك من خلال توافر فلسفة اقتصادية واضحة المعالم.
- \* وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات الأجنبية والاقتصاد الوطني.
- \* وجود عملة وطنية قوية تتمتع بحد مقبول من استقرار قيمتها.
- \* مستوى من الدخل يعطي للأفراد القدرة على الادخار.
- \* تواجد جهاز مصرفي متكامل، سليم وفعال لما له الدور في عملية الوساطة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي.
- \* توافر الوعي الاستثماري والثقافة البورصية لدى الأفراد.

## 2- الدور الذي تلعبه الحكومة:

- يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة في العالم على ما توفره الحكومة من رعاية وحماية لهذه السوق ويتم ذلك عن طريق :
- \* وجود تشريعات قانونية تشجع قيام السمسرة و الوساطة والوكالات لضمان التصريف والتجريد وزيادة الثقة بالنفس عند المستثمرين بالأوراق المالية المتداولة .
  - \* فرض عقوبات شديدة ضد نشرة معلومات مالية مضللة للشركات بهدف التأثير على حركة التعامل في سوق الأوراق المالية المتداولة.
  - \* وجود نظام محاسباتي سليم المحاسبة يوفر القدر الكافي في المعلومات الملائمة.
  - \* ضرورة توفير مؤسسات متخصصة في تحليل البيانات المالية.
  - \* وضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عمليات التبادل في سوق الأوراق المالية على أن تكون هذه التشريعات متماشية مع المجتمع.<sup>1</sup>

**ثالثاً: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية:** ويمكن إيجازها في ثلاث أنواع من الشروط:

### 01: شرط التنافسية: تقوم على ثلاثة مبادئ وهي:

- أ\_ مبدأ تعايش قسيمي السوق:** أي السوق الأولية التي تقوم بإصدار الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب في البورصة فتحصل على الأموال لتمويل المشاريع، أما القسم الثاني فهو السوق التي تسمح للمكتتبين في السوق الأولي بتغطية احتياجاتهم من الدول
- ب\_ مبدأ تعدد المتدخلين:** سواء كانوا بائعين أم مشترين، عارضين أم طالبين، يوفر لبورصة الأوراق المالية حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السير الفعال لها.
- ج: مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة:** من أجل تقليص المخاطر<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة 1، الإسكندرية، مصر، 2006، ص-ص 36-37.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص37.

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

\* مبدأ حرية الدخول والخروج ( إلى السوق).

\* مبدأ عدم إستقرار رأس المال.

\* مبدأ الإستقرارية.

**3\_ شروط الشفافية:**<sup>1</sup> أي يجب أن تتوفر للمدخر كافة المعلومات الدقيقة والصادقة التي يمكن الوصول إليها في أي لحظة لجميع المستثمرين توفر هذه المعلومات عن طريق النشرات الرسمية للبورصة وكذا الملصقات واللوحات الإلكترونية التي تكون مجانية وفرض عقوبات مع ناشر الإشاعات وكذلك شروط أخرى:

\_ وجود إدارة عامة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياد التام.

\_ وجود إطار تشريفي وتنظيمي من يواكب التطورات وتوفير الحماية.

<sup>1</sup> (محمود صبح، التحليل المالي والإقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة والنشر، الطبعة 2، القاهرة، 2000، ص140).

**خلاصة الفصل: الثاني.**

تناول الفصل الأول الذي جاء بعنوان دراسة نظرية الأسواق المالية تعريف هذه السوق وتوضيح مدى أهميتها بالنسبة للاقتصاد، فإعتمد المبحث الأول من هذا الفصل على ماهية السوق المالي، فإتضحأنها تمثل القسم الثاني لسوق رأس المال الذي يعتبر بدوره أحد جناحي السوق المالي، واتضح أن سوق الأوراق المالية تنقسم إلى قسمين هما السوق الأولية والسوق الثانوية.

أما المبحث الثاني فتطرق إلى بنية وخصائص ووظائف السوق المالي لما له من مكانة رئيسية في المحيط الاقتصادي.

كما تم التطرق في المبحث الثالث إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بمختلف أنواعها وأشكالها، وهي عبارة عن صكوك مالية تتداول في هذه السوق وتصنف إلى عدة أصناف وذلك حسب معايير مختلفة تتمثل في طبيعة الورقة المالية، تاريخ الإستحقاق، الجهة التي تصدرها، فتتناول هذا البحث كل من:

\_ الأسهم، وهي أوراق مالية تمثل حقوق الملكية.

\_ السندات، وهي أوراق مالية تمثل حقوق الدين.

\_ الأوراق المهجنة، وهي أوراق مالية تجمع بين حقوق السهم وحقوق السند.

\_ المشتقات المالية، وهي ليست أوراق مالية إنما عقود نابغة أو مشتقة من الأوراق المالية.

أما من خلال المبحث الرابع فقد تم التوصل إلى أن هذه السوق تخضع لتنظيم متكامل، حيث أنها تسير وفق نظام تشغيل يتكون من قاعة للتداول ووسطاء مرخص لهم بالعمل فيها من خلال آليات لتداول هذه الأوراق المالية.

يرتبط تحقيق الكفاءة في هذه السوق بمدى توفر المعلومات لدى المستثمرين وعدالة فرص الإستفادة منها، وتبين كذلك أنه من أجل نجاح هذه السوق فإنه يستوجب تحقيق شروط عامة تتعلق بالمحيط الإقتصادي العام كوجود جهاز مصرفي متكامل، ووجود تشريعات وقوانين تحمي جميع المتعاملين في هذه السوق، كما يجب تحقيق شروط خاصة تتعلق بالسوق في حد ذاتها كشرط الذرية، السيولة والشفافية. وسوف نتطرق في الفصل الثالث على دراسة حالة للسوق المالي المغربي مركزين على ماهية بورصة المغرب، تنظيمها، تشريعاتها، وماهية عمليات الوساطة المالية بها .

**الفصل الثالث: الوساطة المالية كأداة لتنشيط بورصة المغرب****تمهيد:**

بعدما تعرفنا على طبيعة الوسطاء الماليين في البورصة وذلك من خلال الفصلين السابقين، فسوف نخصص هذا الفصل لتوضيح دور الوساطة المالية على مستوى بورصة المغرب، حيث سنتناول في المبحث الأول ماهية بورصة المغرب من حيث النشأة والإصلاحات. أما المبحث الثاني لهذا الفصل فقد خصص لتناول تنظيم بورصة المغرب وتشريعاتها، حيث سنعرض فيه تشريعات ونظم البورصة المغربية وكذلك تنظيم البورصة في المغرب. سوف نتطرق في المبحث الثالث إلى ماهية عمليات الوساطة المالية في بورصة المغرب، وذلك عن طريق إبراز تأثير عمليات الوساطة في بورصة المغرب، وواقع وسطاء المليون فيها بالإضافة إلى تطور نشاط الشركات الوسيطة المعتمدة في بورصة الدار البيضاء.

**المبحث الأول: ماهية بورصة المغرب.**

لكي يقوم المستثمرون بإدخار أموالهم عن طريق البورصة، يجب أولاً إختيار الوسيط المالي المناسب، والذي يستطيع تلقي وتنفيذ الأوامر إما بالبيع أو الشراء، بحيث يستطيع التحكم في هذه الإستثمارات وسوف يتم في هذا المبحث التعرف أكثر على الوسطاء الماليين في عمليات بورصة المغرب وذلك عن طريق إلقاء الضوء على المطالب التالية:

**المطلب الأول: عموميات حول البورصة.**

تعتبر البورصة إحدى الآليات الهامة لنجاح عملية التنمية الإقتصادية والنمو الإقتصادي، من خلال مجموعة من الفعاليات الإقتصادية المؤثرة كالبنوك والمؤسسات والمستثمرون، مما يجعل السوق المالية تعبر عن حالات الإنعاش أو الركود. ومنه سنتطرق إلى مجموعة عموميات حول البورصة سنتعرف عليها أكثر من خلال مجموعة من العناصر:

**أولاً: مقومات إنشاء بورصة:**

تنقسم مقومات إنشاء بورصة إلى مقومات رئيسية ومقومات مساندة ترفع من فعاليتها وتعظم دورها داخل الإقتصاد،

**1\_ المقومات الأساسية:**

ويمكن ذكرها فيما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 21.

\_ توفر فلسفة اقتصادية واضحة تتبناه الدولة، تهدف أساسا لتنظيم وتطوير بورصاتها ضمن رؤيا تؤمن بالحرية الاقتصادية كمنهج عمل ودورا أكبر للقطاع الخاص في قيادة التنمية. ومن المهم أن تتفق هذه الرؤيا مع رغبة واضعي السياسات الاقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره.

\_ مناخ ملائم للاستثمار يتمتع بوضوح السياسات المالية والنقدية، ويضم قوانين مشجعة للاستثمار.

\_ وجود مؤسسات متخصصة تؤدي دور الوساطة المالية.

\_ وجود حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى البورصة من خلال الأصول المالية المتنوعة.

\_ وجود عدد كافي من المتعاملين يضمن التنوع لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة صغيرة.

## 2\_ المقومات المساندة:

وجود هذه المقومات يرفع من فعاليتها وكفاءتها ويطور قدرتها ومن بين هذه المقومات:<sup>1</sup>

\_ وجود إطار تنظيمي تقوده نظم إدارية وتشريعية متكاملة، تحت إشراف هيئة أو لجنة تتكون من أعضاء السوق تتمتع بالكفاءة والنزاهة والحياد.

\_ قوانين تنظم عمليات التداول داخل البورصة بشكل يضمن المنافسة العادلة ويمنع الابتكارات.

\_ تشريعات واضحة تحمي حقوق المتعاملين من الغش والتلاعب، مما يعزز من ثقة المستثمرين.

\_ توفر البورصة على أنظمة إفصاح مالي ذات كفاءة، ووجود أجهزة رقابة فعالة للتحقق من الوجود الفعلي لشركات.

\_ توفر شبكة اتصال متقدمة بين الأعضاء المتعاملين في السوق، لضمان توفر المعلومة بالدقة والزمن المناسب.

## ثانيا: خصائص بورصة الأوراق المالية.

تتميز بورصة الأوراق المالية بعدة خصائص أهمها:<sup>2</sup>

\_ يتم التعامل داخلها على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة على عكس ما هو موجود في الأسواق الأخرى التي تعتمد على وجود السلع المتطورة.

\_ تنتم التعاملات والصفقات المبرمة داخل البورصة بأحجامها الكبيرة مقارنة مع غيرها من الأسواق.

\_ تعتبر أكثر الأسواق اقترابا من النموذج الفكري لسوق المنافسة التامة، لذا فهي تعتبر أكثر الأسواق إتحادا وتجانسا على المستوى المحلي والدولي.

\_ يتم التداول داخلها من خلال وسطاء ذوي خبرة.

\_ تتمتع البورصة بالمرونة اللازمة التي تسمح باستغلال التطور التكنولوجي.

\_ تعتبر أكثر الأسواق تطورا وتمنح للمستثمرين بها فرص عديدة لتعظيم أرباحهم.

## ثالثا: طرق التداول بالبورصة.

<sup>1</sup> (أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص26).

<sup>2</sup> (وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص34).

يتم تحديد سعر الصفقة وبالتالي تنفيذها داخل البورصة من خلال طريقتين<sup>1</sup>:

**1\_ طريقة المفاوضة:** يقوم كل سمسار بوضع سعر الشراء لأوراق مالية معينة في حالة العرض والكميات المتوفرة، ويتم التفاوض على سعر تنفيذ الصفقة لتحديد السعر العادل، وتختلف الأسعار على حسب حجم الصفقة.

**2\_ طريقة المزايمة:** في هذه الطريقة تتم المزايمة على سعر إلى غاية الوصول إلى أحسن عرض للمستثمرين يناسب البائع ويتم الإعلان عن الأسعار النهائية علنا وينتهي التداول بعد عقد الصفقة.

**رابعا: أوامر بورصة الأوراق المالية وأشكالها.**

سننظر أولا إلى مفهوم أمر البورصة وهو كما يلي<sup>2</sup>:

**1\_ مفهوم أمر البورصة:** هو أمر مكتوب أو شفهي أو وسيلة من وسائل الاتصال الحديثة، يعطي للسمسار الأمر بعقد صفقة (بيع أو شراء) على نوع معين من الأوراق المالية أسهم أو سندات أو هما معا. ويتبع فيما بعد بخطابات منفصلة تؤكد هذا الأمر يقف على مدى وضوحه من خلال:

\_ تحديد نوع الورقة.

\_ الجهة المصدرة لها.

\_ السعر والكمية المطلوبة بدقة.

**2\_ أشكال الأوامر:** ونذكرها فيما يلي:

**أ\_ الأمر بالسعر المحدد:** ويقوم من خلال هذا الأمر العميل بتحديد سعر الشراء أو سعر البيع مسبقا، ومن الطبيعي أن يعتبر سعر الشراء الذي يأمر به العميل هو الحد الأعلى، أما سعر البيع الذي يأمر به العميل يمثل الحد الأدنى، لذلك فإن من عيوب هذا الأمر أنه يمكن أن لا تتم الصفقة فقط لوجود فروق طفيفة في السعر.

**ب\_ أمر بالسوق:** هو أكثر أنواع الأوامر إنتشارا في البورصات، ويسمح هذا الأمر للسمسار بالشراء أو البيع وفقا للأسعار أو البيع وفقا للأسعار السائدة في السوق، ما يعطي للسمسار مجالا لإستغلال خبرته في الحصول على أفضل الأسعار.

**ج\_ الأمر بالسعر الأول:** ( سعر الإفتتاح): يفرض هذا الأمر على السمسار تنفيذ الصفقة بسعر الإفتتاح على الورقة المالية ويكون هذا الأمر عادة في بداية الجلسة.

**د\_ الأمر بالسعر التقريبي:** بموجب هذا الأمر يعطي الزبون للسمسار هامش من المرونة في تنفيذ الصفقة أعلى أو أقل من السعر المطلوب.

<sup>1</sup>صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 200، ص32.

<sup>2</sup>أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الإستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004، ص، ص

**هـ\_ الأمر بالسعر الأفضل:** إن هذا الأمر يعطي لسمسار هامش كبير من المرونة في البحث عن السعر الأفضل، حيث يصدر الزبون للسمسار أمر شراء أو بيع ( عدد معين من الأوراق المالية) بأفضل سعر في السوق، وتلعب خبرة السمسار وكفاءته دورا مهما في الحصول على أفضل الأسعار.

**و\_ الأمر بالتوقف عند سعر معين:** يستخدم هذا الأمر من طرف الزبون للحفاظ على مستوى معين من الأرباح أو الحد من الخسائر الرأسالية.

**ي\_ الأمر المحدد بالزمن:** يكون أمر الزبون لسمسار محدد بفترة زمنية لتنفيذ الأمر يوم، أسبوع، شهر ويحدد الزبون هذه الفترة بناءً على توقعاته واحتمالاته تغيرات الظروف الاقتصادية وظروف البورصة.

**ز\_ الأمر بالمبلغ:** يمنح بموجب هذا الأمر الزبون للوكيل الحرية الكاملة في الشراء والبيع بمبلغ معين، فمثلا يخصص الزبون للسمسار مبلغ قدره 20 ألف دولار ويترك له مجال لاختيار نوع الأوراق المالية والكميات المناسبة.

#### **ل\_ الأوامر المحددة بالكمية:**

\_ أمر الكل أو العدم: ويحدد بموجب هذا الأمر الزبون للسمسار كمية معينة للبيع أو الشراء، ولا يستطيع السمسار التنفيذ الجزئي لهذه الصفقة إذا لم تتوفر الكمية المطلوبة، فعليه الانتظار لحين توفر القدرة على تنفيذ الصفقة كاملة وفق ما هو مطلوب.

\_ أمر الجزء أو عدمه: ويحدد بموجب الأمر الزبون لسمسار كمية معينة ( البيع أو الشراء) فإذا توفرت يقوم السمسار بتنفيذ هذا الأمر أما إذا لم تتوفر هذه الكمية فإن السمسار يلغي هذه الصفقة مباشرة.

\_ أمر التنفيذ ولو لجزء من الكمية : يستطيع بموجب هذا الأمر السمسار تنفيذ ولو جزء من الصفقة.<sup>1</sup>

#### **خامسا: مؤشرات نشاط البورصة.**

لمعرفة حجم نشاط البورصة وإذا كانت ناجحة أم فاشلة يتم الاعتماد مع مؤشرات.

**1\_ المؤشر:** هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في البورصة، من حيث الأسعار وحجم التداول، ويقوم على عينة من أسهم المنظمة التي يتم تداولها في السوق، ويتم تحديد قيمة في البداية ثم تتم بعد ذلك المقارنة عند أي فترة زمنية، وهو يعتبر مقياسا شاملا يقيس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم ويعتمد بناء على مبادئ أساسية تتمثل في تقديم العينة وتبسيط وتسهيل الحساب.<sup>2</sup>

#### **2\_ كيفية بناء المؤشر:** وهي تقوم على ثلاثة أسس هي:<sup>3</sup>

**أ\_ ملائمة العينة:** بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم، الاتساع والمصدر، فبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر صدقا لواقع السوق أما بالنسبة

<sup>1</sup> (أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، مرجع سبق ذكره، ص 174.

<sup>2</sup> P.Topscollan، les indices baurisieres en acticien،editioneconomie penIs، 1996،p09.

<sup>3</sup> (د عيسى محمد الغزالي، تحليل أسواق مالية، سلسلة دورية بقضايا التنمية في الأقطار العربية، 2004،ص07.

للاتساع فينبغي مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق، أما المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون مصدر السوق الأساسية حيث يتم تداول الأوراق المالية.

**ب. الأوزان النسبية:** تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر، وهناك الوزن على أساس القيمة السوقية.

**ج. إجراءات حساب قيمة المؤشر:** تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية وأخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون من المؤشر.

**سادسا: طرق تسعير الأوراق المالية.**

يمكننا اللجوء إلى عدة طرق من أجل تحديد سعر:<sup>1</sup>

**1. طريقة المناذاة:** تتم التسعيرة عن طريق المناذاة وذلك بأن يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم عند نهاية العروض والطلبات التي بحوزتهم حتى يتم التوازن، ونظرا للضجيج الذي يحدث باعتماد هذه الطريقة فإن المتفاوضين يلجئون إلى الإشارات.

**2. طريقة المعارضة:** في هذه الطريقة يدون في سجل خاص وفي كل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراءه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.

**3. طريقة التوازن:** يلجأ إلى هذه الطريقة لما يكون عروضهم للبيع وطلباتهم للشراء في سوق الأوراق المالية كثيرة ومتعددة، يعتمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، وتعتمد لجنة إلى حساب العروض والطلبات ثم تحديد أسعار البورصة ما يتضمنه الصندوق من العروض والطلبات.

**سابعا: أهمية البورصة.**

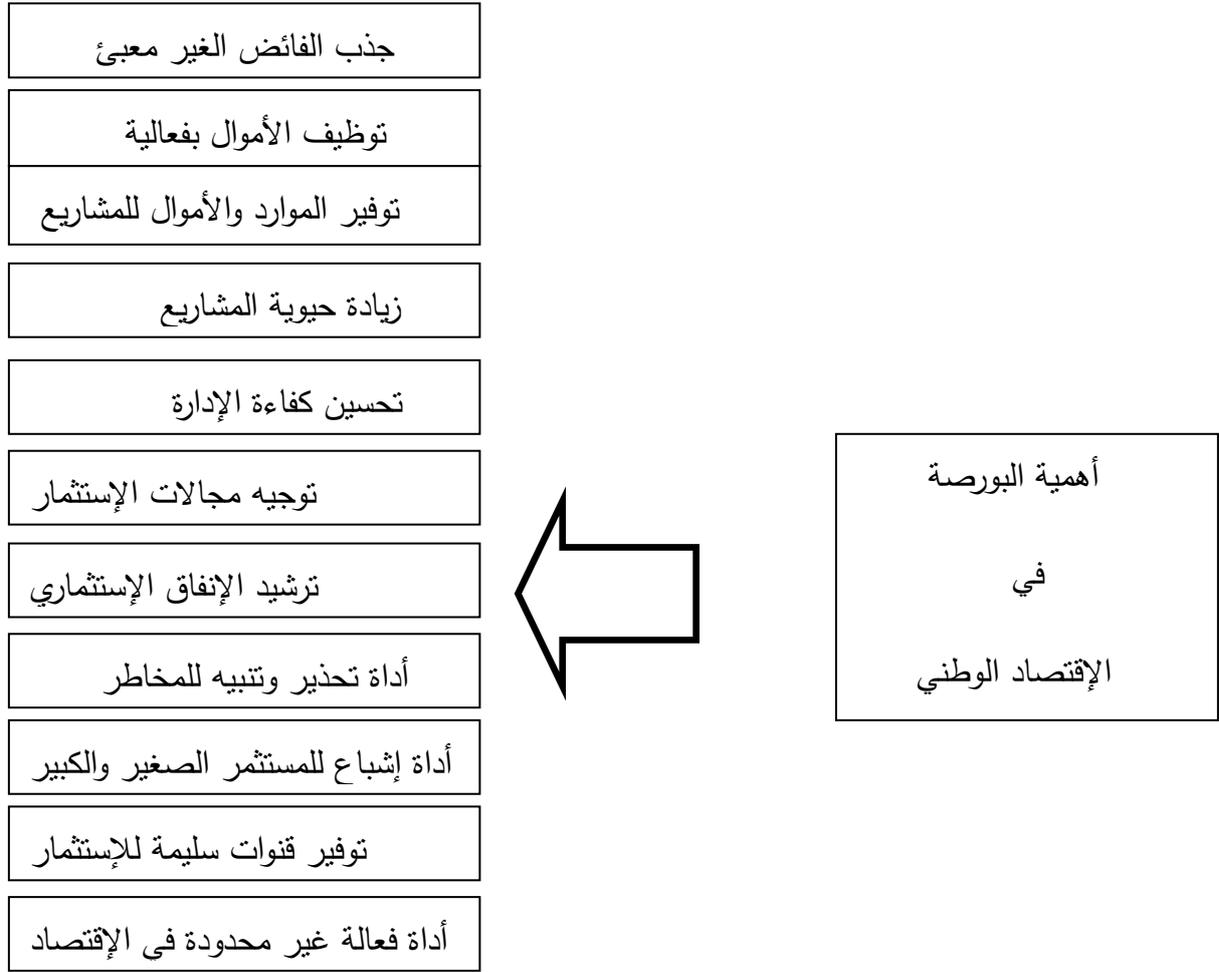
إستمدت بورصة الأوراق المالية أهميتها بشكل أساسي من خلال دورها الهام في توفير الموارد المالية للاقتصاد وتنقسم أهمية البورصات إلى قسمين:

**1- أهمية البورصة في الإقتصاد الوطني:**

يمكن توضيح أهمية البورصة في الإقتصاد الوطني من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup> بن عمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص63.

شكل ( 02 ) يوضح أهمية البورصات في الإقتصاد الوطني:



**المصدر: صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص 14.**

## 2- أهمية البورصة بالنسبة للأفراد والمؤسسات:

للبورصة أهمية كبيرة بالنسبة للأفراد تتمثل في<sup>1</sup>:

أ- سهولة إستثمار رؤوس الأموال: إن الإستثمار في البورصة أسهل بكثير من الإستثمار في مجالات الإستثمار الأخرى، كونه لا يشترط وجود مبالغ كبيرة جدا وفترات طويلة وخبرات خاصة، ويستطيع أي شخص لديه مدخرات وإن كانت صغيرة إستثمارها في شركات تجارية أو صناعية أو خدمية رائدة والإستفادة من أرباحها، إضافة إلى الإستفادة من الأرباح الناتجة عن إرتفاع أسهمها كما تنتج للمستثمرين فرص تنويع محافظهم.

ب- بيع الحقوق وشراءها: إن التعاملات داخل البورصة تتم من خلال تداول الحقوق بيعا وشراء فلا يتطلب إنسحاب أحد المستثمرين من الشركة تصفية أصل الثروة ويكفي أن يعرض ما في حوزته من أوراق مالية للبيع في بورصة الأوراق المالية.

<sup>1</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سبق، ص 15.

- ج- تعتبر أداة إتباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع إنشاء مشروع برأسماله.
- د- يشجع وجود بورصة نشطة بنوك الإستثمار على ضمان إصدارات كثيرة.
- هـ- تستخدم في كثير من الأحيان الأوراق المالية داخل الدول المتقدمة كأداة ضمان لدى الدائنين ( ولا يتم ذلك إلا في وجود بورصة نشطة وذات كفاءة).
- ومن خلال ما سبق يتضح أنّ البورصة توفر العديد من قنوات الإستثمار أمام الأفراد وتعتبر أداة مهمة تستخدم لتشجيع التنمية الإقتصادية.

### المطلب الثاني: نشأة وتطور بورصة المغرب.

يعد إنشاء البورصة المغربية قديما نوعا ما، إلا أن دور البورصة في تمويل الإقتصاد ظل محدودا نظرا لسيطرة الدولة والبنوك على قطاع التمويل، كما طغى على نظام ملكية الشركات المغربية القطاع العائلي الذي بالرغم أنه يعتمد على إقتصاد السوق إلا أنه لا يشجع التطور المستمر والدائم للبورصة المغربية، مما أدى بالدولة إلى التدخل وذلك بالقيام بإصلاحات إقتصادية شاملة.

بورصة الدار البيضاء هي شركة خفية الإسم مكلفة بتنظيم وتسيير سوق البورصة، حصص رأسمالها تحوز عليها شركات الوساطة في البورصة بالتساوي، تسيير ووظائف البورصة يحددها دفتر أعباء وهي تخص أساسا تنظيم عمليات الدخول إلى البورصة، تسيير جلسات التسعير، نشر الأسعار والمؤشرات كما تسهر على تطوير البورصة.<sup>1</sup>

تأسست سنة 1929 وقد مرت بعدة مراحل، حيث بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة، وتتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لاسهم الشركات المغربية، وفي المرحلة الثانية تغير إسم مكتب المقاطعة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فقد صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وتنظيم السوق الأولية لقانون الشركات الصادرة في 1992، وكذلك قانون السندات في 1991 ولا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف، كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في السوق إلا من خلال وسيط يكون مراسل له، كما لا يسمح إلا للمغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباةة إلى بنك المغرب، وأيضا لا يسمح للمواطنين المغاربة بالإستثمار في الخارج.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الهندي خليل أنطوان الناشر، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 251.

<sup>2</sup> كريمة منصر، السوق المالية نشأتها وإجراءات تحسين يسر عملها في الدول المغاربية، مذكرة ماجستير تخصص علوم السير، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2002، ص 85.

### المطلب الثالث: إصلاحات بورصة المغرب

شهدت بورصة الدار البيضاء مجموعة من الإصلاحات منها إصلاحات سنة 1993، 1997 وكذلك إصلاحات تحفيزية لسنة 2001.

#### أولاً: إصلاحات بورصة الدار البيضاء لسنة 1993:

إتصف سوق الإصدار للقيم المنقولة بالمغرب بضيق معاملاته، حيث كان إصدار السندات من طرف المؤسسات الخاصة يكاد يكون معدوماً، كما أن أغلب الأفراد يفضلون توظيف أموالهم في مؤسسات مالية أخرى للتوظيف قصير الأجل نظراً لما تميزت به أوراق السوق المالية من قلة التنوع وضعف السيولة، أما السوق الثانوية فقد إتصفت بصغر حجمها ومعاملاتها مما خلق عدم التوازن بين العرض والطلب.<sup>1</sup> وبناءً على ما تقدم ارتأت السلطات المغربية ضرورة إصلاح سوق البورصة وإعادة النظر في القواعد والقوانين، التي تحكم وتسير هذه السوق، وتم هذا الإصلاح من خلال النصوص القانونية التالية:<sup>2</sup>

– الظهير رقم 1-93-211 المتعلق ببورصة القيم.

– الظهير رقم 1-93-213 المتعلق بهيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة أما عن أهداف الإصلاح تتصل في:<sup>3</sup>

– توسع الأوراق المالية من خلال وضع منتجات مالية جديدة.

– خلق تحفيزات ضريبية للتشجيع على التوظيف في القيم المنقولة.

– ترقية نموذج التسيير الجماعي للمحافظة وفتح آفاق جديدة للإدخار.

– تفعيل السوق المالية يجعلها تساهم بشكل أكبر في تمويل الإقتصاد.

– تسهيل شروط إدخال قيم منقولة جديدة.

– تحديد المعلومات التي يجب توفرها من طرف المؤسسات المقيدة.

– خلق هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

#### ثانياً: إصلاحات بورصة الدار البيضاء لسنة 1997.

أهم ما جاء به هذا الإصلاح هو تأسيس المؤتمن المركزي، ووضع نظام عام للتسجيل في الحساب الجاري الخاص بالقيم المنقولة المسجلة في تسعيرة البورصة، وأوراق هيئات التوظيف الجماعي وسندات الخزينة، حيث يسهر المؤتمن المركزي على الحفاظ على هذه الأوراق وتسهيل تبادلها، ويتم هذا الإصلاح من خلال القانون رقم 34-96 المعدل والمتمم للقانون رقم 1-93-211 المتعلقة ببورصة الدار البيضاء ثم تعديل الأول من خلال القانون رقم 35-96.

<sup>1</sup> ) Berrada Mohammed Azzedin : le système financier face au redeploiement lilerale de l'economie marocaine, maroc, 1991, pp 66, 67

<sup>2</sup> ) Boures de casablanca : historique, <http://www.casababca-boures.com> , 21/03/2016, 10:30

<sup>3</sup> ) Minister de l'economie des finances et de la privatisation au Maroc : érelution récent du secteur financier , 2001, p16

**ثالثاً: الإصلاحات التحضيرية لسنة 2001.**

نص قانون المالية لسنة 2001 على منح إمتيازات ضريبية للمؤسسات التي تقوم بطرح جزء من رأسمالها للإكتتاب، حيث يتم تخفيض 25% من الضريبة على أرباح الشركات خلال الثلاث سنوات المتتالية إبتداء من السنة المالية التي تلي عملية الإدراج، وفي حالة رفع في رأس المال بنسبة 20% على الأقل عند دخول البورصة يكون التخفيض الضريبي على الأرباح 50% ويهدف التشجيع الضريبي هذا إلى تحفيز الشركات لدخول إلى البورصة، وتنتهي العمل بهذه التحفيزات في سنة 2004، إلا أنه مدد العمل بها إلى نهاية سنة 2006.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> (بورصة الدار البيضاء على الموقع 10:16; 21/03/2016; www- casablansa- bourse. com)

توجه هذه الدول إلى زيادة دور القطاع الخاص في تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية وتطوير أسواقها المالي.

**المجموعة الرابعة:** وتمثل في كل من جيبوتي، والصومال، والسودان، وموريطانيا، حيث أن حجم النشاط الاقتصادي لهذه الدول لا يسمح بعد إنشاء أسواق مالية متطورة بالرغم من وجود سوق مالية في بعضها.

وبالنسبة للسوق المالي المغربي فإنه يقع ضمن المجموعة التي تملك أسواق أولية منظمة وأسواق ثانوية بشكل كامل حيث يوجد قانون خاص يتعلق بالسوق المالية. في حين تعالج الأنظمة والقوانين الأخرى كقانون الشركات الأحكام التي يتعلق بالشركات المساهمة العامة.<sup>1</sup>

### **ثانيا: الإطار المؤسسي للسوق المالية المغربية.<sup>2</sup>**

تتشابه السوق المالية العربية من حيث الإطار المؤسسي والتنظيمي الذي تعمل بموجبه، حيث يلاحظ بأن معظم أنظمة الأسواق المالية العربية تسمح لهذه الأسواق القيام بدورين رئيسيين: الدور التقليدي والدور الرقابي:

**1- الدور التقليدي للبورصة:** والتمثل في توفير خدماتها ونشر المعلومات والأسعار بصورة مباشرة، كما تقوم بتنظيم وتسوية عمليات شراء وبيع الأوراق المالية، ومتابعة مدى تطبيق الوسطاء لإجراءات وعمليات التداول المقررة.

**2- الدور الثاني:** التي تقوم به هذه الأسواق على أساس العمل الوقائي، حيث تؤدي هذه الأسواق وظيفة هيئة الرقابة، إذ تقوم بإحكام الرقابة على عمليات التداول والتأكد من أن المتعاملين يحصلون على أقل الأسعار، كما تقوم بمراقبة الوسطاء والتأكد من ملاءمتهم المالية والتزامهم بالقوانين.

كما تقوم بعض هذه الأسواق بالرقابة على أقسام المساهمين لدى شركات المساهمة العامة والتأكد من أنها تعمل على حفظ السجلات اللازمة للمساهمين، أما السوق المالي المغربي فيفصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن دور البورصة التقليدي، حيث أسند دور البورصة التقليدي إلى بورصة الدار البيضاء، والدور الرقابي إلى مجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> مرجع نفسه، ص 205.

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، أبو ظبي، 2001، ص124.

<sup>3</sup> صندوق النقد العربي، مرجع سبق ذكره، ص 125.

### ثالثا: الإطار التنظيمي لسوق المالية المغربية.

يقصد بالإطار التنظيمي للأسواق المالية طبيعة الهياكل الإدارية والتنظيمية التي تحكم عمل الأسواق المالية من حيث إدارة شؤون هذه السوق والصلاحيات المخولة لكل جهة من الجهات التنظيمية، وتتكون سوق البورصة في المغرب من الأطراف الرئيسية التالية:<sup>1</sup>

**1\_ بورصة الدار البيضاء:** عرفت بورصة الدار البيضاء منذ سنة 1993 إطارا جديدا ومحيطا آخر للسوق المالية، وهذا بعد إصدار مجموعة اللوائح التي أعطتها إطارا تنظيميا وتقنيا أساسيا لتطورها، فهي شركة خصبة الإسم مكلفة بتنظيم وتسيير السوق.

**2\_ شركات البورصة:** تقوم هذه الشركات بإستثمار في الأوراق المالية لحسابها الخاص والعملاء، تقديم المشورة وتوجيه الأشخاص المعنويين والمساعدة في إعداد الوثائق اللازمة للإستثمار في البورصة، كما تقوم بإبرام الصفقات والإحتفاظ بالأوراق المالية، ويبلغ عددها حاليا خمسة عشرة شركة.

**3\_ مجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة:** أنشأ هذا المجلس فعلا في جويلية 1994 بعد أن تمت الصادقة على القانون 01\_ 93\_ 2012. الصادر في 1993 وهو مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والإستقلالية يمثل سلطة السوق ويقوم بحماية إخبار المستثمر في البورصة مهما كان شكله أو مصدره.

### المطلب الثاني: تنظيم سوق البورصة.

يمكن دراسة تنظيم بورصة الدار البيضاء من خلال معرفة مكونات السوق، أسواق التسعير والوساطة المالية من حيث المكونات والمهام.

**أولا: مكونات سوق البورصة:** يتكون سوق بورصة الدار البيضاء مما يلي:<sup>2</sup>

**1\_ السوق المركزية:** منحت الهيكل الجديدة لسوق الدار البيضاء السوق المركزية دور القائد، إذ أن أي صفقة مالية مصغرة تتم في بورصة الدار البيضاء لا بد أن تمر بالسوق المركزي، وهي سوق تحكمها الأوامر التي يجمعها الوسطاء والخاصة بطلبات بيع أو شراء الأوراق المالية.

**2\_ سوق الكتل:** تم إنشاءها في 1998/11/2 وهي سوق التعامل بالتراضي، يتم فيها التفاوض على كتل من الأوراق المالية ذات الحجم الكبير التي لا يمكن تداولها في السوق المركزية، وعلى شروط الأسعار الناشئة في السوق المركزية.

<sup>1</sup> رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، مذكرة مقمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، كلية العلوم الإقتصادية، قسنطينة، 2010، ص 23.

<sup>2</sup> مرجع نفسه، ص 24.

**ثانياً: أسواق التسعير:** يوجد هناك خمسة أسعار للتسعير في البورصة، ثلاثة منها الأسهم وواحد للسندات، وهناك سوق خامس في طور الإنجاز هو سوق الصناديق والجدول التالي يوضح الفروقات بين أسواق الأسهم الثلاثة<sup>1</sup>.

جدول رقم (02): سوق الأسهم في المغرب.

نوع السوق	السوق الرئيسية	سوق التطور	سوق النمو
حجم المؤسسات	الشركات الضخمة	شركات متوسطة	شركات في نمو متزايد
المبلغ الأدنى الواجب إصداره	75 مليون درهم	25 مليون درهم	10 مليون درهم
الحد الأدنى للأوراق المالية الواجب إصدارها	250000 سهم	1000000 سهم	30000 سهم
الحد الأدنى للأموال الخاصة	50 مليون درهم	-	-
الحد الأدنى لرقم الأعمال	-	50 مليون درهم	-

Soures : boures de casablanca : <http://www.casablance-bourse.com>, 22:15 , 24/3/2016 .

نلاحظ من خلال الجدول أن السوق الرئيسية للأسهم يتداول فيها أدوات الشركات ذات الحجم الكبير فقط والتي يصل الحد الأدنى للمبلغ الناجم عن إصدار الأوراق المالية 75 مليون درهم، وأن لا يقل عدد الأسهم المصدرة عن 250000 سهم، ويشترط مساهمة المال الخاص بمبلغ قيمته 50 مليون درهم. أما عن سوق التطور فيتضمن شروطاً مرنة نسبياً مقارنة بالأول حيث تتم فيه تداول أوراق الشركات متوسطة الحجم التي لا يقل رقم أعمالها عن 50 مليون درهم، وأن لا يقل مبلغ الإصدار عن 25 مليون متأتية من إصدار 100000 سهم.

وفيما يخص سوق النمو فهو السوق الأكثر مرونة وتداول فيه أسهم الشركات الصغيرة الحجم والتي هي في نمو متزايد وتشرط وصول حد أدنى بقيمة مبلغ 10 مليون درهم ناتجة من إصدار 30000 سهم كحد أدنى.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، مرجع سبق ذكره، ص 118.

**ثالثاً: الوساطة المالية في السوق المالية المغربية.**

إن القانون المغربي يعطي حق إمتلاك الوساطة في البورصة لشركات البورصة فقط، وهذه الشركات لا بد وأن تتحصل قبل ممارسته نشاطها على ترخيص من الوزير المكلف بالمالية بعد موافقة المجلس الأخلاقي للقيم المالية، وبلغ عدد الوسطاء المعتمدين في بورصة الدار البيضاء عشرون وسيطاً.

ويمكن حصر سهام الوسيط والوسطاء في بورصة الدار البيضاء فيما يلي:

\_ ضمان حفظ الأوراق المالية.

\_ تبسيط القيم المنقولة المسعرة في بورصة دار القيم.

\_ إدارة المحفظة المالية للعملاء وفق وكالة من طرف هؤلاء العملاء.

\_ مساعدة الأشخاص المعنويين المقيمين على عرض عمومي للإدخار على تحضير وثائق المعلومات التي تخص الجمهور.

\_ مساعدة الشركات الراغبة في إصدار القيم المالية في الدخول إلى السوق.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية \_ دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة ماجستير، تخصص بنوك: كلية العلوم الإقتصادية، الجزائر، 2006، ص107.

**المبحث الثالث: ماهية عمليات الوساطة المالية في بورصة المغرب.**

يلعب الوسطاء الماليون دوراً أساسياً في تسيير عمليات البورصة، حيث يتعين على مؤسسات معينة فقط للقيام بهذا الدور وبترخيص من هيئات السوق المالية، وذلك وفق لمجموعة من الشروط والضمانات الكافية التي تتعلق بتنظيماتهم، وكذلك الرقابة الدقيقة على جميع معاملاتهم وهذا ما يؤكد أيضاً على حساسية هذا الدور، وسنحاول من خلال هذا المبحث إضمار عمليات الوساطة على بورصة المغرب وكذلك واقع هؤلاء الوسطاء الماليين في هذه الأخيرة.

**المطلب الأول: تأثير عمليات الوسطاء على بورصة المغرب.**

يتفق الإقتصاديون على مجموعة من المعايير لتقدير درجة تقدم السوق المالي ونضجه، ومن هذه المعايير والمؤشرات يمكن الوصول إلى تأثير عمليات الوساطة على البورصة وهذا من خلال:<sup>1</sup>

**أولاً: عدد الشركات المدرجة:** من أهم عوامل التنشيط سوق البورصة عدد الشركات المسجلة فيها، مما يخلق تنوعاً في الأوراق المالية المتداولة وتنشيط حركية السوق المالي.

**ثانياً: قيمة التداول:** وهو مجموع الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المؤثر يقيس التداول المنتظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي. إذن فهو يعكس ويعبر عن سيولة الإقتصاد بصفة عامة.

**ثالثاً: رسملة البورصة:** يقصد بالرسملة القيمة السوقية لمجموع الأوراق المالية المتداولة حيث تفسر لنا النسبة المحصل عليها من الناتج المحلي الإجمالي وتصرفات المستثمرين وسنتطرق إلى مختلف الإحصاءات والتحليل المتعلقة بتأثير هذه العمليات في بورصة المغرب في المطلب الثالث.

**المطلب الثاني: واقع الوسطاء الماليين في بورصة المغرب.**

تمر جميع العمليات في بورصة القيم المنقولة المغربية عن طريق وسطاء رسميين، بحيث لا يمكن إجراء أي مفاوضة تداول أوراق مالية إلا داخل البورصة ومن خلال هؤلاء الوسطاء الذين قد يكونوا أشخاصاً طبيعيين أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصاً لهذا الغرض، وسيتم توضيح ذلك عن طريق هذا المطلب حيث سنلقي الضوء على وسطاء بورصة المغرب.

**أولاً: تنظيم الوسطاء الماليين في بورصة المغرب.**

تخضع الوساطة المالية في البورصة المغربية إلى تنظيم وتشريع صارم يوضح لنا مختلف المتدخلين في البورصة وأهم الفاعلين فيها.

إن نشاط وساطة البورصة في المغرب يخضع لتنظيم تسهر على ضبطه هيئة السوق المالية والمتعلق بضبط النظام الأساسي بوسطاء البورصة، حيث يشترط المزاولة نشاط الوساطة المالية في بورصة

<sup>1</sup> الطاوس حمداوي، رهانات وتحديات التنمية الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية، تخصص علوم التسيير، جامعة برج باجي مختار، عناية، جوان، 2013، ص38.

المغرب الحصول على ترخيص لا يتم الحصول على ترخيص من مجلس السوق المالي، هذا الترخيص لا يتم الحصول عليه إلا إذا توفرت الشروط التالية:

**1 بالنسبة للأشخاص الطبيعيين:** يجب أن يتوفر فيهم مايلي:

- \_ الجنسية المغربية.
- \_ مقر إقامتهم موجود في المغرب.
- \_ يتمتعون بحقوقهم المدنية والسياسية.<sup>1</sup>
- \_ الحصول على شهادة ليسانس أو ما يعادلها.
- \_ خبرة مهنية تقدر بخمسة سنوات على الأقل في هذا الميدان.
- \_ أن يختار الإمتحان المهني الذي تنظمه هيئة مختارة من طرف مجلس السوق المالي وتحت رقابته.
- \_ نتعهدوا بالقيام بنشاط المفاوضة والتسجيل في البورصة للقيم والمنتجات المالية.
- \_ يكونوا حائزين على الوسائل المادية والمالية الضرورية للقيام بنشاط الوساطة في البورصة يحدد حجمها مجلس السوق المالي.

**2 بالنسبة للأشخاص المعنويين:** ويشترط ما يلي:<sup>2</sup>

- \_ يجب أن تكون من جنسية مغربية.
- \_ يكون موضوعها الأساسي الوساطة والتسجيل في بورصة القيم والمنتجات المالية
- \_ تكون مالكة للوسائل البشرية والمادية الضرورية للقيام بنشاط الوساطة والتي حجمها مجلس السوق المالي
- \_ يكون رأسمالها المحرر على الأقل مليون درهم مغربي إذا ما أرادت الترخيص للقيام بالعمليات التالية: النصح المالي وتيسر محافظ القيم وضمان حسن سير الإصدارات للقيم المالية.
- \_ إضافة إلى ذلك فإن الرئيس المدير العام لشركة الوساطة لا بد وأن يتمتع بكامل حقوقه المدنية والسياسية وأن تكون لديه خبرة لا تقل عن ثلاثة سنوات في ميدان الوساطة في البورصة.
- \_ يتكون ترخيص الوساطة في بورصة المغرب من ترخيص مبدئي وترخيص نهائي يمنحان له من طرف مجلس السوق المالي، ولكي يبدأ نشاطه في البورصة لا بد وأن يحصل على موافقة كل من بورصة القيم وشركة الإيداع والمقاصة وتسديد القيم المالية للدخول في نظامها. وللحصول على الترخيص، يودع الشخص المعني ملفه داخل ظرف يرسل إلى المجلس مع إشعار بالوصول، وتتم دراسة هذا الملف خلال أجل لا يتعدى ثلاثة أشهر وخلال هذه المدة تتم إستشارة جمعية وسطاء البورصة، كما يطلب من الوسيط

<sup>1</sup> ربحان الشريف، بومود إيمان، أسواق الأوراق المالية الناشئة وعلاقتها بتمويل التنمية الاقتصادية، رسالة دكتوراه، تخصص علوم التسيير، كلية والعلوم الاقتصادية، جامعة برج باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2009، ص58.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص60

معلومات أو وثائق أخرى إضافية، في هذه الحالة يتم تجميد مدة الثلاثة أشهر حتى وصول هذه المعلومات أو الوثائق.

\_ بعد الحصول على الترخيص المبدئي لا بد أن يكمل الوسيط ملفه بتقديم الوثائق اللازمة للحصول على الترخيص النهائي خلال مهلة ستة أشهر التي يلي تاريخ أعلامه بالموافقة على الترخيص المبدئي، ويتعهد مجلس السوق بالرد خلال أجل لا يتعدى شهرين من تاريخ إستلامه لهذه الوثائق، هذا الرد قد يكون:

\_ قبول منح الإعتماد النهائي للوسيط بكامل النشاطات التي يريد ممارستها.

\_ قبول منح الإعتماد النهائي للوسيط بغض النشاطات التي يريد ممارستها دون غيرها.

\_ رفض منح الإعتماد النهائي.

\_ في الحالتين الأخيرتين يكون المجلس ملزم بتبرير قراره.

### ثانيا: مهام الوسيط في بورصة المغرب.

تتمثل الأنشطة التي يقرها القانون والتي يمارسها وسطاء البورصة فيما يلي:<sup>1</sup>

\_ المصفاي المالي.

\_ الإستشارة المالية ( المؤسسة الراعية).

\_ إدارة محافظة الأوراق المالية لفائدة الغير.

\_ التخصص في صناعة السوق: والذي يمثل اساسا في جلب السيولة لسوق ورقة مالية معينة بالخصوص عن طريق النشر المستمر لسعر شراء وسعر بيع لعدد أدنى من الأوراق المالية.

للسيط في بورصة المغرب عدة واجبات عليه القيام بها تتمثل في:<sup>2</sup>

#### 1 واجباته العامة التي يقوم بها.

يجب على الوسيط في البورصة أن يقوم بالمهام التالية:

فتح حساب لكل زبون يدون فيه كل النقود والقيم المتعلقة بالعمليات التي يجريها لهذا الزبون، كما فيها العمليات التي تدخل ضمن إتفاقية تسير محققة القيم المالية، هذا الحساب الذي يتم تشخيصه إذ أنه يحمل رقما واحدا يجب أن يظهر على كل الوثائق التي يرسلها الوسيط من التأكد من هوية الزبون، قبل فتح هذا الحساب لا بد على الوسيط من التأكد من هوية الزبون، أهليته القانونية وعنوانه إذا كان هذا الحساب لشخص طبيعي، أما إذا كان لشخص معنوي فلا بد من التأكد أن الشخص الطبيعي الذي يمثله مخول قانونيا لذلك، كما لا بد له من معرفة القدرات المالية والخبرة والأهداف المالية تربونه وأن يعلمه بكل الأخطار المرتبطة بالعمليات التي يستمدها له، أما بالنسبة للعمليات المنفذة في إطار تسير محافظ القيم

<sup>(1)</sup> المرجع نفسه، ص 64.

<sup>(2)</sup> بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العالمية في دعم التكامل الإقتصادي العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012، ص 116.

فإن الوسيط على ضوء الاستنتاجات التي يصل إليها من خلال المعلومات التي تدلي له بها زيونه يضع هذا الأخير ضمن إحدى المجموعات الثلاثة التالية:

- \_ زبائن حذرون في توظيفهم.
  - \_ زبائن يقبلون خطر متوسط في توظيفهم.
  - \_ زبائن يقبلون خطر كبير في توظيفهم.
  - \_ جنب يضع هذا التصنيف على إستمارة فتح الحساب.
  - \_ في حالة ما إذا الزبون أن ينفذ عملية ما يرغب نصائح وتحذيرات الوسيط فلا بد أن يضع هذا الأخير على أمر الزبون ملاحظته عملية تنفذ بطلب من الزبون.
  - \_ يسلم كل زبون سلم العمولات التي يأخذها في عملياته.
  - \_ ويرسل إلى كليه في غضون خمسة أيام مفتوحة بعد تاريخ التنفيذ.
  - \_ عدد القيم المشتراة أو المباعة.
  - \_ السعر الذي يتم التقيد بها.
  - \_ مبلغ العمولات التي أخذها الوسيط
  - \_ المبلغ الصافي الذي أضيف أو حذف من رصيد حساب الزبون
- هذا ويمنع القانون المغربي منعا باتا أي وسيط في البورصة من اللجوء إلى خدمات وسيط آخر قصد تنفيذ عمليه مفاوضة في البورصة لحسابه الخاص.

## 2 واجباته من حيث الدفاتر والقوائم المالية: يجب على الوسيط أن يفتح الدفاتر التالية:

- \_ دفتر أوامر الشراء أو البيع التي وصلته من زبائنه أو إصدارها هو في إطار نشاطي المقابل ومسك السوق.
- \_ دفتر خاص تسجل فيه عمليات المقابل.
- \_ دفتر لتسجيل العمليات التي يجري لحساب الأشخاص الموضوعيين تحت وصايته.
- \_ دفتر لتوظيفاته ومساهمته العادية.
- \_ دفتر يخص العمليات المنفذة لحساب المدينين الذين يمتلكون أكثر من 30% من رأسماله.

## 3 أصول قواعد مهنة وسيط البورصة في المغرب:

- بالنسبة لقواعد أصول المهنة فيتوجب على وسطاء البورصة القيام بما يلي:
- \_ ممارسة النشاط بأمانته وبدون إنحياز مع الحرص على إحترام مصداقية السوق.
- \_ تجنب كل تصرف من شأنه إيقاع الغير في الخطأ.
- \_ تجنب كل سلوك من شأنه الإخلال بشرف المهنة.

- \_ برهنته خلال ممارسة النشاط على بذل الصيانة والحرص المنتظرين من شخص محترف ومتمكن موضوع في نفس الظروف.<sup>1</sup>
- \_ السهر على أن تلقى الأوامر المسلمة له التنفيذ الأفضل فيما يتعلق بالآجال وبالأسعار .
- \_ أن تتمتع أوامر الحرفاء في كل الحالات بالأولوية على الأوامر المقدمة لفائدة وسيط البورصة ومسيرته والأشخاص العاملين تحت سلطته بأي عنوان كان.
- \_ العمل على تفادي تضارب المصالح وفي صورة إستحالة تفاديها عليه أن يحصل بينها ترجيح مصلحته التحريف.
- \_ الامتناع عن الاستفادة لحسابه الخاص من المعلومات التي لم تنشر به للعموم.
- \_ وضع تنظيم وهياكل تمكن من تحقيق الفصل بين مختلف الأنشطة التي يتعاطاها ومن تفادي التسرب غير المشروع للمعلومات.
- \_ وضع الوسائل الضرورية لتفادي الممارسات التي يمكن أن تعيق السير العادي للسوق أو التي تمكن من تحقيق الفصل بين مختلف الأنشطة التي يتعاطاها ومن تفادي التسرب غير المشروع للمعلومات.
- \_ لا يمكن لوسيط البورصة استعمال الأموال والأوراق المالية الراجعة لحسابه الخاص.
- أما فيما يتعلق بالقواعد الاحتياطية التي يجب أن تعيد بها وسطاء البورصة فهي كالاتي:
- \_ توفر بشكل دائم أموالا ذاتية صافية تساوي أو تفوق جملة الأموال الذاتية الصافية المخصصة لتغطية المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المكونة لمحفظته وذلك بالنسبة لمساهمته وتوظيفاته في الأوراق المالية وكذلك لأنشطته المتعلقة بالتدخل للحساب الخاص والتخصص في صناعة السوق وتغطية الإصدارات وحمل الأسهم.
- \_ تقدر المخاطر المرتبطة بأصناف الأوراق المالية بنوع السوق حسب نسب مخاطر تحدد بقرار عام تتخذه هيئة السوق المالية.
- \_ عندما يلاحظ وسيط البورصة نقص في الأموال الذاتية الصافية مقارنة بالمبالغ المطلوبة لتغطية المخاطر يتعين عليه إعلام هيئة السوق المالية في أول يوم عمل موال لذلك، وتعين عليه تسوية وضعيته خلال 48 ساعة إلا إذا منحته السوق المالية أجلا أطول من ذلك.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص118-112.

<sup>2</sup> المرجع نفسه ، الصفحة نفسها.

### المطلب الثالث: تطور نشاط الشركات الوسيطة المعتمدة في بورصة المغرب.

نظرا للقوانين والقيود التي تضبط نشاط وسطاء البورصة في المغرب، يصبح من المؤكد أن كل من يحاول مزاوله نشاط وسيط البورصة أن يتمتع بالكفاءة العالية والإمكانيات الكبيرة التي لا يمكن توفرها إلا عند الشركات خفية الاسم وسنحاول أن نتناول في هذا المطلب :

\_ قائمة الشركات الوسيطة المعتمدة في بورصة المغرب، وتحليل وتطور نشاط الشركات لوسيطه في بورصة المغرب.

#### أولاً: قائمة الشركات الوسيطة لمعتمدة في بورصة المغرب.

الوسطاء الماليون المعتمدون في البورصة المغرب هم:<sup>1</sup>

\_ أكريد

\_ مجموعة الضحى

\_ ألمنيوم المغرب

\_ أوطوهال

\_ التجاري وفابنك

\_ باليما

\_ البنك المغربي للتجارة والصناعة

\_ القرض العقاري والسياحي

\_ البنك المغربي للتجارة الخارجية

\_ البنك الشعب المركزي

\_ برليني المغربي

\_ يرانوما

\_ مصرف المغرب

\_ مركز الحليب

\_ إسمنت المغرب

\_ شركة كولورادو

\_ كوسومار

\_ شركة النقل بالمغرب

\_ إفريقيا غاز

\_ إتصالات المغرب

<sup>1</sup><http://ar.wikipedia.org/wiki>، بورصة الدار البيضاء، يوم 2016/03/24، على الساعة 21:10.

- \_ المغربية للإيجار
- \_ شركة ماد أولماس
- \_ تأمين الوفاء
- \_ الشركة الوطنية للإستثمار
- \_ براسري المغرب
- \_ الشركة الوطنية للحديد
- \_ صوناسيد
- \_ شركة الإنجازات الميكانيكية

### ثانيا: تحليل وتطور نشاط الشركات الوسيطة لبورصة المغرب.

إن من بين أهداف إنشاء السوق المالي هو حصول الشركات على تمويل طويل الأجل، وفي المقابل نجد أن من أهم عوامل تنشيط السوق المالي هو إدراج الشركات الجديدة، مما يؤدي إلى تنوع هذه الأوراق المالية المتداولة وخلق ديناميكية وحركية جديدة وبالتالي يؤدي هذا إلى تنشيط عمليات الوساطة وزيادة الطلب عليها أكثر.

#### 1 عدد الشركات المدرجة في البورصة المغربية:

بلغ إجمالي عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء 73 شركة سنة 2007، بعدما كان العدد 65 شركة سنة 1993، أي زيادة قدرها 8 شركات فقط، هذا الإستقرار في عدد الشركات خلال طول هذه المدة راجع إلى عمليات الشطب التي مست الكثير منها، نتيجة عدم التكيف مع الإصلاحات التي عرفتها البورصة.<sup>1</sup>

ويوضح الجدول التالي تطورات عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة ( 1993-2007).

الجدول رقم ( 03) تطورات عدد الشركات المدرجة في بورصة المغرب ( 1993 - 2007).

السنوات	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
عدد الشركات	65	61	44	47	49	53	54	53	55	55	52	53	54	63	73

المصدر: 30:16 ; 25/03/2016 ; www.casablanca-bourse.com

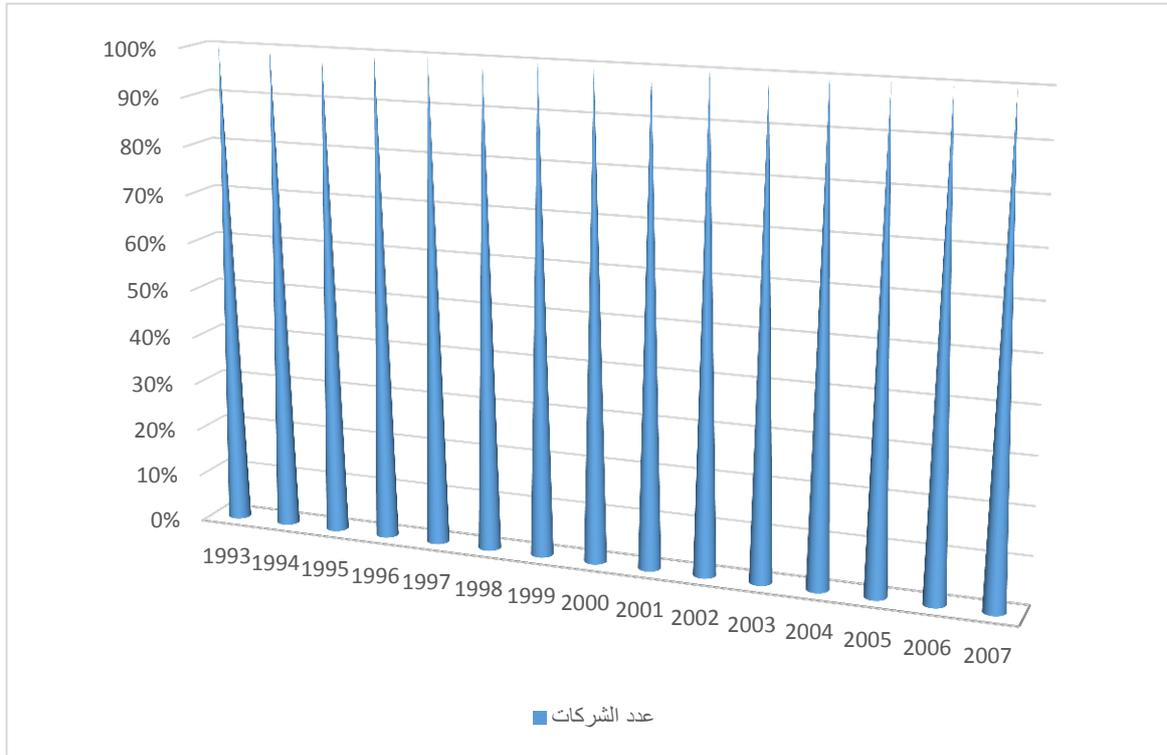
\_ من خلال الجدول السابق يتبين التغير النسبي في عدد الشركات المدرجة التي عرفتها بورصة الدار البيضاء، فبعدما كان العدد 65 شركة سنة 1993 انخفض العدد إلى 49 سنة 1997 نتيجة الإصلاحات

<sup>1</sup> هولي رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 119.

التشريعية والتنظيمية التي قامت بها السلطات المغربية، ففي هذه المرحلة تم شطب 30 شركة بين 1993 و1994 وفي نفس هذا الوقت تم إدراج 9 شركات.

أما في سنة 1998 وحتى 2005 فقد إستقر عدد الشركات المدرجة بين 53 و 54 على التوالي رغم الحملة الإعلامية الضخمة التي قامت بها السلطات بهدف الوصول إلى 100 شركة مدرجة، وفي هذه المرحلة تم شطب 15 شركة لم تستطع الوفاء والتكيف مع الشروط الجديدة وإدراج 25 شركة أخرى.<sup>1</sup> أما مرحلة 2006 و 2007 وحتى 2009، فقد إرتفع العدد إلى 63 شركة مدرجة سنة 2006 نتيجة لتمديد التحفيزات الضريبية الممنوحة سنة 2001 إلى نهاية 2006، والمتضمنة منح تخفيضات ضريبية على الأرباح بنسبة 25% بعد الدخول إلى البورصة وتصل إلى 50% و إرتفع العدد إلى 73 شركة سنة 2007.<sup>2</sup>

شكل رقم (03) تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء (1993 - 2007).



المصدر: رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص 121.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، مرجع سبق ذكره، ص 98.

<sup>2</sup> بنك المغرب، التقرير السنوي 2005، ص 154.

**2\_ قيمة التداول:** يبين سنة 2007، أن هذا المؤشر الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في نجاح عمليات الوساطة، كما يمكن من خلاله معرفة حصيلة إضافة أو شطب أو اندماج الشركات في البورصة. عرفت قيمة التداول في المغرب تغيرات هامة إذا كان حجمها 4,8 مليار درهم سنة 1993، ليصل إلى 122,1 مليار درهم أي بزيادة قدرها 117,3 مليار درهم، هذه الزيادة راجعة إلى إدراج شركات من الحجم الكبير في البورصة، أما عن تغيرات حجم التداول فقد ارتفع من 4,77 مليون سهم سنة 1997 إلى 178,70 مليون سهم سنة 2007 أي بزيادة قدرها 173,93 مليون سهم.<sup>1</sup>

والجدول التالي يوضح أهم التطورات التي شهدتها بورصة الدار البيضاء من حيث قيمة وحجم التداول:

جدول رقم (04) تطور قيمة التداول وعدد الأسهم في البورصة المغربية (1993 - 2007)

السنوات	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة التداول (مليار درهم)	4.8	8.5	23.2	20.4	32.3	58.2	94.3	37.8	26.5	22.5	53.7	71.8	150.7	166.4	122.1
عدد الأسهم (مليون)	-	-	-	-	4.77	9.40	15.47	16.45	15.83	22.44	35.24	179.6	438.7	178.7	28.36

المصدر: بورصة الدار البيضاء على الموقع: [www.casablanca\\_bourse.com](http://www.casablanca_bourse.com)

26 /03 /2016 :30

يتضح من خلال الجدول التطورات التي حدثت في الأسهم المدرجة فيها وما تركته من أثر في قيمة التداول:<sup>2</sup> حيث تضاعف عدد الأسهم أربعة مرات تقريبا بين سنتي 1997 - 1999، إذ إنتقل العدد من 4,77 مليون سهم إلى 15,47 مليون سهم، في حين تضاعفت قيمة التداول تقريبا ثلاثة مرات، إذ إنتقلت قيمة التداول من 4,8 مليار درهم سنة 1993 إلى 32,3 مليار درهم سنة 1997 لتصل إلى 94,3 مليار درهم سنة 1999 وهذا راجع إلى إنخفاض سعر السهم الواحد المدرج في التداول.

في سنة 1998 بلغ عدد الشركات المدرجة 53 شركة، نتيجة قيام هيئة الأوراق المالية بخفض عمولة إصدار الأسهم بحوالي 42%.

أما في سنة 2000 و 2001 فقد إنخفض عدد الأسهم بنسبة 6,04% بسبب شطب وإلغاء أسهم شركات معينة من البورصة.

أما خلال الفترة 2002 إلى 2005 فقد زاد عدد الأسهم المتداولة بوتيرة مرتفعة ومنتازعة نتيجة تخفيض العمولات على الإصدار ونتيجة إلغاء كافة القيود على الإستثمار الأجنبي في الأوراق المالية

<sup>1</sup> رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص 121.

<sup>2</sup> بنك المغرب، التقرير السنوي 1997 - 1999، ص 116.

حيث إنتقل من 22,44 مليار سهم إلى 438,75 مليون سهم أي بزيادة 416,31 مليون سهم في حين زادت قيمة التداول من 22,5 مليار سهم إلى 150,7 مليار درهم<sup>1</sup>

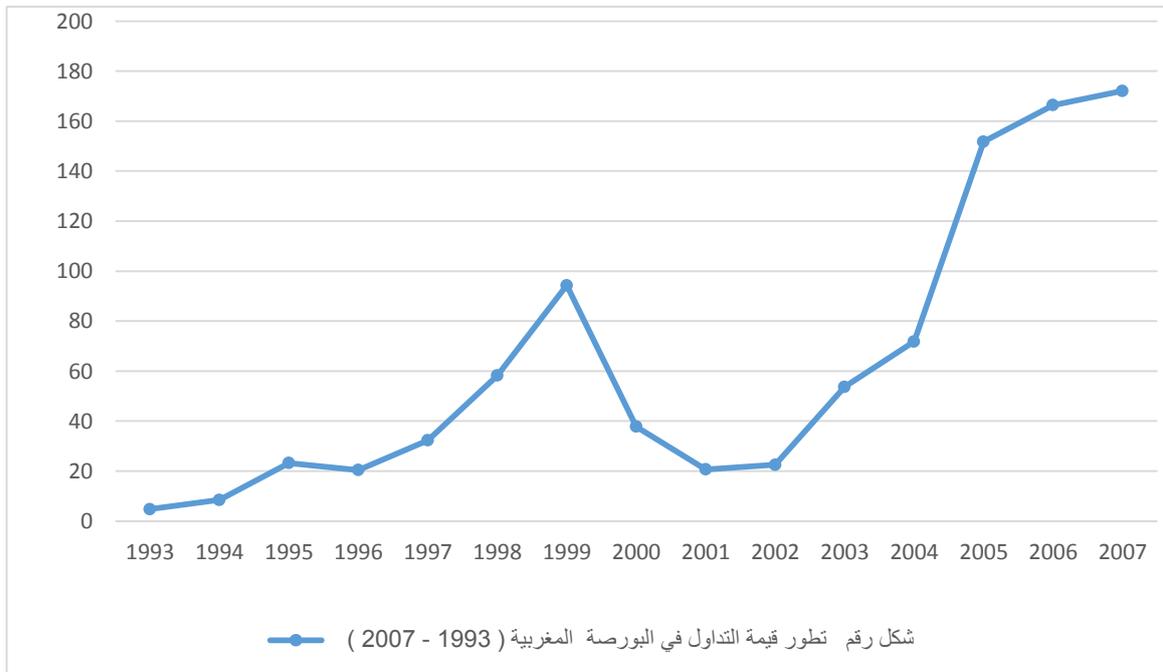
أما سنة 2006 فقد إنخفض عدد الأسهم من 438,7 مليون سهم سنة 2005 إلى 178,70 مليون سهم أي إنخفض بنسبة 59,27٪، في حين كان التغير في قيمة التداول عكس عدد الأسهم حيث زادت من 150,7 مليار درهم سنة 2005 إلى 166,4 مليار درهم أي بنسبة زيادة قدرها 10,41٪ نتيجة إرتفاع أسعار الأسهم المتداولة لتتخفص مجددا إلى 122,1 مليار درهم سنة 2007.<sup>2</sup>

هذا التراجع في الأداء العام للسوق المالي المغربي راجع إلى عدة عوامل منها:

\_ الإرتفاع في أسعار الأسهم إلى مستويات قياسية.

\_ صنف الدور الرقابي على السوق المالي.

الشكل رقم ( 04 ) التقلبات التي حدثت في قيمة التداول في بورصة المغرب (1993 - 2007).



المصدر: رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص 124.

الشركات التي تستحوذ على أكبر حصة من البورصة، من حيث حركة وقيمة التداول، فتركز حركة التداول في بورصة الدار البيضاء بين عشرة شركات، بنسبة 65,64٪ سنة 2001، 68,7٪ سنة 2006 من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في البورصة المغربية. في حين بلغت قيمة التداول للشركات العشرة نسبة 72,81٪ من القيمة الإجمالية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> بنك المغرب، التقرير السنوي، 2002، ص 126.

<sup>2</sup> رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص 124.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، نفس الصفحة.

3\_ رسملة البورصة: يقصد بالرسملة القيمة لمجموع الأوراق المتداولة حيث تفسر لنا النسبة المحصل عليها من الناتج المحلي الإجمالي تصرفات المستثمرين.<sup>1</sup>

والجدول التالي يبين تطور قيمة الرسملة في البورصة المغربية [ 1993 \_ 2007 ]

جدول رقم (05): تطور قيمة الرسملة في البورصة المغربية. (1993 - 2007).

السنوات	الرسملة	السنوات	الرسملة
1993	30,28	2001	104,71
1994	48,06	2002	78,18
1995	50,47	2003	115,51
1996	75,63	2004	206,5
1997	118,56	2005	252,3
1998	145,14	2006	417,1
1999	138,07	2007	575,57
2000	114,76	2008	-

المصدر: رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص125.

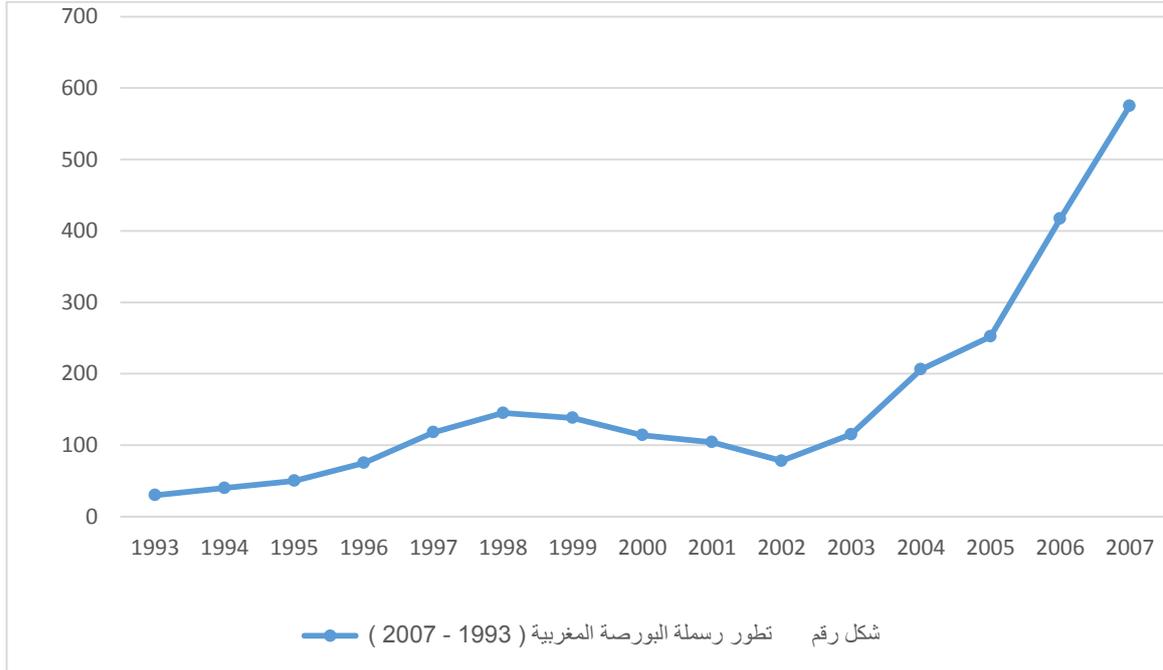
عرفت الرسملة تطورات هامة في السوق المالية المغربية إذ ارتفعت من 30,28 مليار درهم سنة 1993 إلى 118,56 مليار درهم سنة 1997 ثم 145,14 مليار درهم سنة 1998 أي بزيادة قدرها 114,86 مليار، وهذا راجع إلى زيادة تدخل الوطاء في السوق المالي المغربي.

ومنذ عام 1998 عرفت الرسملة انخفاضا مستمرا من قيمة 145,14 مليار درهم إلى 78,18 مليار درهم سنة 2003، ويفسر هذا الانخفاض بانعدام ونقص عمليات الوساطة في السوق المالي.

وفي سنة 2003 عرفت الرسملة ارتفاعا نسبيا وصل إلى 115,5 مليار درهم أي بزيادة قدرها 47,74%، لتعرف الرسملة نموا متصاعدا حيث بلغت قيمة 206,5 مليار درهم سنة 2004 والنمو هذا قد مس السنوات القادمة إلى أن بلغ 575,57 مليار درهم عام 2007، وتنتضح العلاقة من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup> (المرجع نفسه، ص124).

شكل رقم ( 05): تطور رسملة البورصة المغربية (1993\_2007).



المصدر: . 30 : 21/03/2016, 24 . www . casablanca-Bourse . com

وفي الأخير يمكن القول بأن مساهمة بورصة الدار البيضاء في تنفيذ عمليات الوساطة مقبولة ومعقولة في اقتصاد يعتمد بشكل كبير على تصدير المواد الأولية وعلى قطاع السياحة.

**خاتمة الفصل:**

أدت الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتھا الدولة المغربية إلى ضرورة تكيف السوق المالية بما يتماشى مع التغيرات المحلية والدولية، وتوفير الإمكانيات المادية التي تسمح بجعل سوق البورصة أكثر تداولاً وأكثر شفافية، ويساهم في تنفيذ برنامج الخصصة.

وبالنسبة لسوق المالي المغربي فإنها تملك أسواقاً أولية منظمة، وأسواقاً ثانوية بشكل كامل، حيث يوجد قانون خاص ، يتعلق بسوق الأوراق المالية، في حين تعالج الأنظمة والقوانين الأخرى الأحكام التفصيلية التي تتعلق بشركات المساهمة العامة، من حيث تأسيسها وإدارتها، ورأسمالها وتصفياتها، وتم الفصل بين الدور التقليدي ( التسيير) والدور الوقائي الرقابي، في حين يعطي حق امتلاك الوساطة في بورصة المغرب للذين يحصلون على تراخيص من هيئات التسيير والرقابة.

خاتمة

## خاتمة

شهدت الوساطة المالية تطورات ملحوظة من خلال نوعية وحجم الخدمات التي تقدمها، وكذلك خبرتها المكتسبة في المجال المالي، مما جعلها تساهم في تطوير السوق المالي وتلعب دورا بارزا في تنشيط المعاملات المالية فيه، ولكن عملية ادخار المستثمرين لأموالهم لا تتم إلا عن طريق الأسواق المالية التي تعبر أحد الآليات الهامة لتجميع المواد المالية وتوجيهها نحو قنوات استثمارية تعمل على دعم الإقتصاد الوطني وتزيد من معدلات الرفاهية للأفراد، فهي بذلك تلعب دورا هاما في تمويل التنمية الإقتصادية.

إن السوق المالي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمستثمرين للأوراق المالية ومن أجل مقابلة طلبات المشترين بعروض البائعين والتفاوض على الأوراق المالية، لا بد من إختيار الوسيط المالي المناسب، الذي من خلاله يتم إصدار أوامر مختلفة، إما بالبيع أو بالشراء وتمثل المهام الأساسية له في تقديم النصح والمشورة لمساعدة المتعاملين في السوق، ويجب أن تتوفر في الوسيط المالي مجموعة من الخصائص، وحتى تقوم الوساطة المالية بدورها في السوق المالي على أكمل وجه، تقوم الهيئات المنظمة لهذه السوق على تحسين ظروف الوساطة المالية من خلال وضع شروط خاصة بالوسطاء كأشخاص طبيعيين ومعنويين بمزاولة مهنتهم داخل هذه السوق.

إستطاعت مؤسسات الوساطة المالية أن تخطو خطوات عملاقة في السنوات الأخيرة وخاصة فيما يتعلق بتطوير الأسواق المالية، وقد ساعدها في ذلك تطور وسائل الإتصال، حيث أصبح لأي شخص أن يستثمر أمواله في البورصة وهي بيته أو مكان عمله أو في أي وقت يشاء.

**النتائج:** من خلال هذا البحث تم الوصول إلى النتائج التالية:

- 1\_ لا يمكن إتمام كل عمليات البيع أو الشراء للأوراق المالية دون اللجوء إلى الوساطة.
- 2\_ تتطلب مهنة الوساطة المالية في السوق المالي شروط معينة سواء بالنسبة للشخص الطبيعي أو المعنوي.
- 3\_ يعتبر وجود مؤسسات الوساطة المالية في السوق المالي أحد المقومات الهامة لنجاح ونمو هذه السوق، وهذا نظرا للدور الذي يقوم به هذه المؤسسات من حيث نوعية المجتمع بالأهمية للإستثمار في الأوراق المالية.
- 4\_ يقوم السوق المالي بجذب مدخرات الأفراد والمؤسسات وهو ما ينتج عنه نمو إزدهار الإقتصاد ككل.
- 5\_ إن دور مؤسسات الوساطة المالية في السوق المالي لا ينحصر فقط في مجرد التوسط، بل يتعدى ذلك إلى تطوير كفاءة وفعالية هذه السوق، فأغلب مؤسسات الوساطة تقوم بطرح أسهمها في هذه السوق مما يساعد على زيادة عمقها.
- 6\_ ضمان إستمرارية السوق المالي وتطوره يرجع بقدر كبير إلى قوة الوساطة المالية وقدرتها على القيام بعمليات الترويج وتسهيل المعاملات والسرعة في تنفيذها.

- 7\_ مرت بورصة المغرب منذ نشأتها 1929 بعدة مراحل وإصلاحات.
- 8\_ إن قيام مؤسسات الوساطة المالية في السوق المالي بتحسين نوعية الخدمات المقدمة للزبائن يساهم بشكل كبير في جعلهم أوفياء.
- التوصيات:** إعتادا على النتائج المستوحاة من هذه الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الإقتراحات قد تساهم في تجاوز العقبات التي تقف أمام تطور الأسواق المالية وذلك من خلال:
  - 1\_ العمل على توفير المناخ المناسب من خلال تفعيل الأنظمة والقوانين داخل السوق المالي بشكل يكفل حماية مصالح ومستثمرات الأفراد والشركات ويضمن إستمرارهم داخل السوق ويشجع دخول مستثمرين جدد.
  - 2\_ ضرورة تشديد مراقبة أداء الشركات في السوق وإتخاذ إجراءات صارمة بشأن الشركات الفاشلة تحسن من وضعيتها.
  - 3\_ ضرورة توسيع قاعدة السوق وزيادة حجم القرض للمستثمرين من خلال التوسع في القطاعات والمؤسسات.
  - 4\_ ضرورة العمل على توفير الكفاءة المعلوماتية للسوق وخلق الثقة فيه من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة.
  - 5\_ ضرورة توفر الوعي الإستثماري والأساليب العلمية في تحليل المعلومات عن طريق الأوراق المالية ونشرها لجميع المستثمرين
  - 6\_ تشجيع الإدخار وتوجيهه نحو الأسواق المالية من خلال حماية المدخرين ومنحهم إعفاءات ضريبية وتشجيعهم بكل الوسائل المتاحة.
  - 7\_ على مؤسسات الوساطة في البورصة تطوير وتحسين الخدمات التي تقدمها للمستثمرين، كما أن عليها إعطاء أهمية أكبر لمسألة تدريب وتأهيل موظفيها.
  - 8\_ إعطاء مؤسسات الوساطة المالية الحق في المشاركة في صنع القوانين والقرارات المتعلقة بالسوق المالي.
  - 9\_ العمل على تعزيز الدور الرقابي الذي تقوم به هيئة السوق المالية، وذلك بحماية المستثمرين والمساهمة في تحقيق الإستمرار وتقليل المخاطر.

### أفاق الدراسة:

كغيره من البحوث و الدراسات يبقى هذا البحث لا يخلو من النقائص؛ فرغم محاولة الإجابة على الاشكالية المطروحة الا انه برزت في الختام مجموعة اخرى من التساؤلات ومن بينها : هل نشاط سوق الاوراق المالية متوقف على تطور مؤسسات الوساطة المالية فقط؟ ماهو دور مؤسسات الابحاث في تطوير الاسواق المالية ؟ و هل تستفيد الاسواق المالية الناشئة من تكوين هذا النوع من المؤسسات ؟

# قائمة المراجع

### قائمة المراجع :

#### أولاً: الكتب

#### أ- الكتب باللغة العربية

- 1- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009.
- 2- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
- 3- الهندي خليل أنطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
- 4- ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل و إدارة)، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، 2004.
- 5- ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 6- توماس ماير، جيمس استندوشبيرري، روبرت زدالير، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، النقود و البنوك الإسلامية، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002.
- 7- جمال جويدان الجمل، الدراسات و الأسواق المالية و النقدية، دار الصفاء للنشر التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
- 8- حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
- 9- حسين بن هاني، اقتصاديات النقود و البنوك، دار الكندي، عمان، 2000.
- 10- حمزة محمود الزبيدي، إدارة المصارف، مؤسسة الوراق للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2000.
- 11- حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية، أدائها المالي و أثرها في سوق الأوراق النقدية، دار اليازوري للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009.
- 12- زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009.
- 13- زياد سليم رمضان، إدارة البنوك، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، 2005.
- 14- سامي خليل، النقود و البنوك، بدون دار نشر، كلية الاقتصاد، القاهرة، 2008.

## قائمة المراجع

- 15-سمير عبد الحميد رضوان, أسواق الأوراق المالية و دورها في تفعيل التنمية الاقتصادية, دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي, الإسكندرية, 1996.
- 16-صلاح السيد جودة, بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا, مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية, مصر, 2000.
- 17-عاطف وليم أندراوس, أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها, دار الفكر للنشر, الإسكندرية, 2007.
- 18-عبد المنعم السيد علي, سعد الدين العيسي, النقود و المصارف و أسواق المال, دار الحامد, الطبعة الأولى, عمان, 2004.
- 19-علي توفيق الحاج, إدارة البورصات المالية, المجتمع العربي للنشر و التوزيع, الطبعة الأولى, عمان, 2012.
- 20-عصام حسين, أسواق الأوراق المالية (البورصة), دار أسامة للنشر و التوزيع, عمان, الأردن, 2009.
- 21-عبد الغفار حنفي, الإدارة المالية المعاصرة, دار الجامعية للنشر و التوزيع, الإسكندرية, 1991.
- 22-فايز سليم حداد, الإدارة المالية, دار الحامد للنشر التوزيع, الطبعة الثالثة, عمان, 2010.
- 23-فليح حسن خلف, النقود و البنوك, جدار للكتاب العالمي للنشر و التوزيع, عمان, الأردن, 2006.
- 24-فليح حسن خلف, الأسواق المالية و النقدية, عالم الكتب الحديثة للنشر, عمان, 2006.
- 25-مجدي محمود شهاب, اقتصاديات النقود و المال, دار الجامعة الجديدة للنشر, الإسكندرية, 2000.
- 26-مصطفى رشدي شيحة, زينب حسن عوض الله, الاقتصاد و البنوك و بورصات الأوراق المالية, المطبعة الحديثة, الطبعة الأولى, القاهرة, 1993.
- 27-محمد أحمد عبد النبي, الأسواق المالية الأصول العلمية و التحليل الأساسي, زمزم للنشر و التوزيع, الأردن, 2009.
- 28-محمد الصريفي, البورصات, دار الفكر الجامعي, الطبعة الأولى, الإسكندرية, 2006.
- 29-محمود صبح, التحليل المالي و الاقتصادي لأسواق المالية, البيان للطباعة و النشر, الطبعة الثانية, القاهرة, 2000.
- 30-محمد صالح الحناوي, عبد الفتاح عبد السلام, المؤسسات المالية (البورصة و البنوك التجارية), الدار الجامعية للنشر, الإسكندرية, 1998.
- 31-محمد سويلم, إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية, الشركة العربية للنشر و التوزيع, القاهرة, 1992.

- 32-محمد علي إبراهيم العامري, إدارة محافظ الاستثمار, إثراء للنشر و التوزيع,الشارقة,الأردن,2013.
- 33-محمد يونس, عبد النعيم مبارك, مقدمة في أعمال البنوك و الأسواق المالية,الدار الجامعية,الإسكندرية,2002-2003.
- 34-منير إبراهيم هندي,أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال,المكتب العربي الحديث,الإسكندرية,2003.
- 35-وسام ملاك,البورصات و الأسواق المالية,دار المنهل اللبناني,الطبعة الأولى,بيروت,2000
- 36-وليد صافي,أنس البكري,الأسواق المالية و الدولية,دار المستقبل للنشر و التوزيع,الأردن,2009.
- 37-نادية أبو فخرة,محمود صبح,شامل الحموي,الأسواق و المؤسسات المالية,عمان,2005.

### ب-الكتب باللغة الأجنبية:

- 38-Berrada Mohammed Azzedine ,Le système financière face au redéploiement libérale de l'économie Marocaine,Maroco,1991.
- 39-Gilbert Koenig,Analyse monétaires et financière,Economica,Paris,2000.
- 40-G.Defosse et Belley ,la bourse des valeurs que sais je, Édition Bouchène,Alger,1993 .
- 41-Ministère de l économie des finances et de la privatisation au Maroc ,évaluation récent de secteur financière ,2000 .
- 42-P .Topscallan,les indices baurisières en acticien ,Edition économique pens ,1996 .
- 43-Robert Ferrandier,Vincent Koen ,Marché de capitaux et technique financières,4ème édition ,Economica ,Paris ,1997 .

### ثانياً: الأطروحات و الرسائل الجامعية

#### أ-رسائل دكتوراه:

- 44-الشريف ربحان,بومود إيمان,أسواق الأوراق المالية الناشئة و علاقتها بتمويل التنمية الاقتصادية,رسالة دكتوراه,تخصص علوم التسيير,كلية العلوم الاقتصادية,جامعة باجي مختار,عنابة,2009.
- 45-بن عمر بن حاسين,فعالية الأسواق المالية في الدول النامية,أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية,تخصص نقود,بنوك و مالية,جامعة أبي بكر بلقايد,تلمسان,2012-2013.

## قائمة المراجع

- 46- بوكساني رشيد, معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها, رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية, تخصص علوم التسيير, جامعة الجزائر, 2005-2006.
- 47- سامية زيطاري, ديناميكية الأسواق المالية في البلدان الناشئة, أطروحة لنيل شهادة دكتوراه, في العلوم الاقتصادية, تخصص علوم التسيير, جامعة الجزائر, 2004.
- 48- وليد أحمد صافي, الأوراق المالية العربية (الواقع و الأفاق), أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية, تخصص علوم التسيير, جامعة الجزائر, 2003.

### ب- رسائل ماجستير

- 49- الطاوس حمداوي, رهانات و تحديات التنمية الاقتصادية, مذكرة ماجستير, كلية العلوم الاقتصادية, تخصص علوم التسيير, جامعة باجي مختار, عنابة, 2009.
- 50- بن دحان الياس الأزهر, دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي, مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير, جامعة محمد خيضر, بسكرة, 2013.
- 51- خالد عيجولي, وظيفة الوساطة المالية في البورصة و دورها في تنمية التعاملات المالية-دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي, مذكرة ماجستير, تخصص بنوك, نقود و مالية, كلية العلوم الاقتصادية, الجزائر, 2006.
- 52- رشيد هولي, مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برامج الخصخصة, مذكرة ماجستير في علوم التسيير, كلية العلوم الاقتصادية, جامعة منتوري, قسنطينة, 2016.
- 53- كريمة منصر, السوق المالية نشأتها و إجراءات تحسين سير عملها في الدول المغربية, مذكرة ماجستير, تخصص علوم التسيير, كلية العلوم الاقتصادية, جامعة الجزائر, 2002.
- 54- لحر خديجة, دور النظام المالي في تمويل التنمية الاقتصادية, مذكرة ماجستير في علوم التسيير, كلية العلوم الاقتصادية, جامعة الجزائر, 2004-2005.

### ثالثا: المحاضرات و التقارير

#### أ- المحاضرات

- 55- داودي حمزة, أستاذ محاضر, المؤسسة و الأسواق المالية, الأسواق المالية, كلية العلوم الاقتصادي و علوم التسيير, المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف, ميله, 2015-2016.
- 56- لطيف وليد, أستاذ محاضر, مخاطر الأوراق المالية, الأوراق المالية (الأسهم و السندات), كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير, المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف, ميله, 2015-2016.

57-Ellias elhanni F, course business English, financial intermediaries, centre universel ABD LHAFID BOUSSOUF, Mila .

### ب-التقارير

- 58-بنك المغرب,التقرير السنوي,1997-1999.
- 59-بنك المغرب,التقرير السنوي,2002.
- 60-بنك المغرب,التقرير السنوي,2005.
- 61-بنك المغرب,التقرير السنوي,2007.
- 62-صندوق النقد العربي,التقرير الاقتصادي العربي الموحد,أبو ظبي,2001.

### رابعاً:الدوريات

- 63-عيسى محمد الغزالي,تحليل أسواق مالية,سلسلة دورية بقضايا التنمية في الأقطار العربية,2004.

### خامساً:مواقع الانترنت

64-Bourse de casa blanca,historique,<http://www.Casablanca-bourse.com>.

65-[www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)

66-[http://ar.wikipedia.org/wiki/بورصة\\_الدار\\_البيضاء](http://ar.wikipedia.org/wiki/بورصة_الدار_البيضاء)

### الملخص

تقوم سوق الأوراق المالية بدور بارز في الاقتصاد، فهي تعتبر من الآليات التي تضطلع بتعبئة المدخرات و من ثم توجيهها إلى المشاريع الاستثمارية المنتجة، و التي تساعد في رفع معدلات الرفاهية للأفراد، و لبلوغ هذه الأهداف الاقتصادية المهمة يجب أن تتمتع هذه السوق بنوع من النشاط و التطور.

نقول عن هذه السوق إنها نشيطة و متطورة عندما توفر الحماية للمستثمر، و تتوفر فيها العدالة، الكفاءة، الفعالية، الشفافية و تتخفف فيها مخاطر المنظومة. و من أجل تنشيط و تطوير هذه السوق توكل جميع المهام و الواجبات إلى هيئة السوق المالية، هذه الأخيرة نقلت هذا العبء إلى الوسطاء الماليين من خلال إلزامهم باللوائح التنفيذية التي تفرضها.

وتهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الدور الفعال الذي يقوم به الوسطاء الماليون في تنشيط هذه السوق، و اتضح بعد معالجتنا لهذا البحث إن الوسيط المالي يتخذ شكل شركة مساهمة أو شكل الوكيل الذي يعمل لدى الشرك، و يتلخص دوره في بذل أقصى جهد في التوسط بين البائعين و المشترين للأوراق المالية و هو بذلك يساهم في خلق السوق الأولية، كما يقوم بتلقي الأوامر و المفاوضة عليها ثم ينتقل إلى عمليتي التسوية و التنفيذ و التي تكتمل بتحويل الملكية للمشتري و تحويل الأموال للبائع. و لكي يقوم بذلك على أكمل وجه يجب أن يتحلى بالإخلاص الصارم اتجاه عملائه.

كما تهدف هذه الدراسة على واقع الوساطة المالية في بورصة المغرب، و من أهم النتائج التي توصلنا إليها إن نشاط البورصة المغربية في تزايد مستمر. و يرجع ذلك بالأساس إلى التشريعات التي وضعتها هيئة السوق المالية المغربية.

### Résumé

Le marché boursier joue un rôle prépondérant dans l'économie, il est considéré parmi l'un des mécanismes qui sert à charger l'épargne, puis diriger vers des projets d'investissements productifs, qui contribuent à élever le taux de bien-être des individus. Pour atteindre ces objectifs économiques importants il faudrait pour cela que le marché doit être plein d'activités et du développement.

On peut dire pour ce marché qu'il est actif et sophistiqué surtout s'il existe une protection pour l'investisseur (le client), et il est conditionné par l'efficacité, l'efficacité, la transparence et un système à faible risque. Et pour les raisons d'activité et de développement de ce marché toutes les tâches et les obligations seront attribuées au conseil du Marché Financier, ce dernier a transféré le fardeau aux intermédiaires financiers en vertu de la réglementation imposée par ce conseil.

Le but de cette étude a pour objet de faire ressortir au clair le rôle efficace joué par les intermédiaires financiers dans la promotion de ce marché. Et après étude on peut constater que l'intermédiaire financier prend la forme d'une société actionnaire ou la forme d'un agent qui travaille pour la société, son rôle se détermine en exerçant un effort maximal de servir de médiateurs entre les vendeurs et les acheteurs de titres et contribue ainsi à la création du marché primaire, comme il reçoit également les ordres et il procède à la négociation puis se déplace au processus de règlement et d'exécution, et contribue à la conversion de la propriété à l'acheteur et le transfert de fonds au vendeur. Et pour accomplir strictement son devoir il doit jouir d'une bonne conduite envers ses clients.

Le but de cette étude est de mettre en lumière la réalité de l'intermédiation financière dans la Bourse de Maroc, et avec ça l'activité boursière continue à augmenter, et cela revient principalement aux législations déterminées par l'Autorité du marché financier Marocain et concernant l'organisation de ces sociétés dans la Bourse.