



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي لميلت
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع: 2013/2012

قسم: علوم التسيير
ميدان: علوم اقتصادية، التجارة وعلوم التسيير
الشعبة: علوم التسيير
التخصص: مالية

مذكرة بعنوان:

دور الوساطة المالية في تنمية التعاملات المالية

دراسة حالة: المقارنة بين بورصة تونس و الجزائر.

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

إشراف الأستاذ(ة):

* مزهود هشام *

إعداد الطلبة:

- أوزالدين فخرالدين
- صغير لحسن

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

التشكرات

لابد لنا ونحن نخطو خطواتنا الأخيرة في الحياة الجامعية من وقفة نعود إلى أعوام قضيناها في رحاب الجامعة مع أساتذتنا الكرام الذين قدموا لنا الكثير باذلين بذلك جهودا كبيرة في بناء جيل الغد لتبعث الأمة من جديد وقبل أن نمضي تقدم أسمى آيات الشكر والامتنان والتقدير والمحبة إلى الذين حملوا أقدس رسالة في الحياة، إلى جميع أساتذتنا الأفاضل.

نشكر كل من ساعدنا في إنجاز هذا البحث من قريب أو من بعيد و لو بكلمة طيبة أو ابتسامة صادقة.

كما نعود أيضا و نتقدم بخالص الشكر للمؤطر: " **هشام مزهود** " على صبره الجميل و الذي قدم لنا المساعدة المعنوية و لم يبخل علينا بالنصائح و الإرشادات.

إهداء

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك، ولا يطيب النهار إلا بطاعتك ، ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك، ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك، ولا تطيب الجنة إلا برويتك..... **الله جل جلاله.**

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة ونصح الأمة ،إلى نبي الرحمة ونور العالمين **سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.**
إلى من كلله الله بالهيبة والوقار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار، إلى من أحمل أسمه بكل افتخار، إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم، أرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوم أهدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد..... **أبي العزيز.**

إلى ملاكي في الحياة ، إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني، إلى بسمة الحياة وسر الوجود، إلى شمعة متقدة تنير ظلمة حياتي، إلى من عرفت معها معنى الحياة، إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أعلى الحباب **..... أمي الحبيبة.**

إلى من تطلعت لنجاحي بنظرات الأمل، إلى من أرى التفاؤل بأعينهم ، والسعادة في ضحكتهم ، إلى شعلة الذكاء والنور، إلى الوجه المفعم بالبراءة ولمحببتكم اخوتي **عبد اللطيف، عبد الرؤوف، شمس الدين، شوقي و**

البرعم آدم.

إلى الإخوة والأخوات الذين لم تلدهم أمي ، إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء ، إلى ينابيع الصدق الصافي إلى من معهم سعدت ، وبرفقتهم في دروب الحياة الحلوة والحزينة سررت إلى من كانوا معي على طريق النجاح والخير، إلى من عرفت كيف أجدهم وعلموني أن لا أضيعهم **أختي رندا، و الأصدقاء: حسن وليد زكي فوزي.**

وإلى الغالية أسماء و المرحومة الزمردة ميمونة

إلى من علمنا التفاؤل والمضي إلى الأمام، إلى من راعنا وحافظ علينا، إلى من وقف إلى جانبنا عندما ضللنا الطريق..... **الأستاذ مزهود هشام.**

عمر الدين

الإهداءات



أهدي هذا العمل المتواضع الذي تفانيت واجتهدت في إعداده إلى من قال فيهما الرحمن: " و لا تقبل لهما أف و لا تنهرهما وقل لهما قولا كريما" إليك يا صاحب الفضل في نور عقلي و السبب الأول في وصولي إلى ما أنا عليه ، إلى الذي حرم نفسه كل شئ لتقديم الحياة و لتوفير السعادة و لم يبخل على بتشجيعه المادية و المعنوية ، إليك أبي العزيز "عبدالحفيظ".
إلى رمز الحب و الحنان إلى أحب الناس إلى قلبي و التي جعلت لحياتي معنى و ملئت قلبي حبا و امتنانا و غمرتني عطفًا و حنانا ، إلى أغلى و أطيب أم إليك أمي " خدوج".

وإلى الأستاذ: "هشام مزهود" كان لنا بمثابة الأخ الكبير في إنجاز العمل.

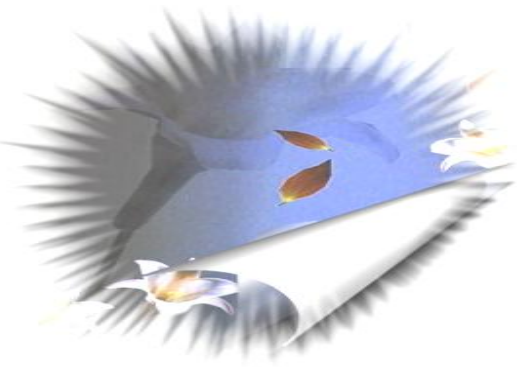
وإلى الغالية (سهام)

إلى كل من الزميلين "فخرالدين و يوسف" المشاركان في إنجاز هذا العمل بكل تفاني وإخلاص جزاهما الله خيرا.

إلى الإخوة (حمزة، سليم) وإلى أختي الوحيدة (سميرة) وكل الأهل والأقارب.

إلى كل الزملاء (عبدة، فوزي، أسامة، أنور) إلى كل الأصدقاء (بلال، زكي، معتز، حمزة) الذين ساعدوني من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل دون استثناء.

"
لحسن
"



إهداء

أهدي هذا العمل إلى:

- من قال فيهما الله سبحانه وتعالى "واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيراً".

* والديا الكريمين *

☞ إلى أخواتي و إلى جدي رحمه الله و جدتي أطال الله في عمرها

☞ إلى كل الأهل و الأصدقاء كل باسمه، كما لا يفوتني أن أتقدم بتحياتي

الخالصة إلى كل المدرسين من الابتدائي إلى الجامعي.

☞ إلى كل من يقدر العلم و يسعى من أجله.

☞ إلى صديقي الذي قاسماني مشقة هذا العمل "الحسن، و فخر الدين".

☞ إلى كل من تمنى لي الخير و التوفيق.

☞ و إلى كل طلبة معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير و

خاصة علوم تسيير فرع مالية.

☞ و إلى الأستاذ المحترم "مزهود هشام".

يوسف

مقدمة:

إن اتساع النشاط الاقتصادي وتحديد أطرافه بشكل استحال مع آليات العمل القيم ،أصبحت الحاجة إلى ظهور أطراف جديدة ،مهمتها جمع الأموال وإعادة توزيعها ،ضرورة حيوية بالنسبة للتطور الاقتصادي استمراره وتوسعه.

من هنا جاءت الوساطة المالية كحلقة ربط بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي وسط هذا المحيط المتغير والمتنوع ، في ذات الوقت يصبح التحكم في القواعد المالية و أدوات العمل البنكية و أدوات التدخل في الأسواق النقدية و المالية و الدولية ضرورة حتمية.

تعتبر أدوات الوساطة المالية عن تلك الوسائل التي يسمح بقيام العلاقة بينهما و بين الآخرين ، كما تعبر أيضا عن وسائل الدفع التي تتم بها التعاملات المالية، و الموارد التي توظيفها في مختلف نشاطاتها ، و بالتالي هي تمثل فضاء أمام أصحاب الفائض المالي لتوظيف فوائضهم و أمام أصحاب العجز المالي لتلبية حاجاتهم ، توسع مصطلح الوساطة المالية حيث في القديم كان يعبر عن جمع الودائع و توزيعها على المتعاملين الاقتصاديين ، لكنه تطور و اتسع إلى تحويل وسائل الدفع الجامدة و الكتابية إلى سائلة ، في إطار السعي الدائم غلى تلبية حاجاتهم و تحقيق أهدافهم.

فالوساطة المالية هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين و المقترضين المتحليين إلى علاقة غير مباشرة بإدخال هيئات مالية و أخرى غير مالية و هذه الأخيرة تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي ، وبهذه الطريقة تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما و أهدافهما المستقبلية أي أن الوساطة المالية هي حلقة ربط مهمتها الأساسية هي إيجاد التمويل اللازم للمؤسسات و حتى الأفراد و مع التطور الحاصل في جميع القطاعات كان لزاما لظهور الوساطة و تنوع خدماتها حتى تكون في مستوى تطلعات متعاملها لتحقيق تعاملات مالية في مستوى تطور الاقتصاد بصفة عامة و القطاعات بصفة خاصة و لأنه قليلا ما نجد مؤسسات أو حتى أفراد لا يتعاملون في الوساطة المالية فإننا نتطلع من خلال هذا الموضوع إلى تسليط الضوء على أهمية الوساطة في الاقتصاد ككل و مساهمتها في تنمية التعاملات المالية في البلدان العربية مع اخذ مقارنة بين بلد من المشرق و آخر من المغرب أي حالة الجزائر و تونس.

و إذا أخذنا موضوعنا بهذه الدراسة فإننا سنجد أنفسنا أمام التساؤلات التالية:

- فيما تتمثل الأسواق المالية؟

__ما المقصود بالوساطة المالية ؟ و ما هي مؤسساتها و أفرادها المتعاملة فيها؟

بناءا على التساؤلات السابقة اعتمدنا الفرضيات التالية:

__الوساطة المالية عملية هامة لتسهيل التعاملات.

__صناعة الوساطة المالية يتم بصناعة الأسواق و المؤسسات المالية.

في الفصل الأول تطرقنا إلى الأسواق المالية من خلال أربع مباحث ، تناولنا في المبحث الأول ماهية الأسواق المالية و نشأتها ،المبحث الثاني ذكرنا فيه الأوراق المالية المتداولة ، و المبحث الثالث تطرقنا فيه إلى تصنيفات الأسواق المالية أما في المبحث الرابع إلى الفاعلين في الأسواق المالية.

أما في الفصل الثاني فقد خصصناه للوساطة المالية و هو بدوره قسمناه إلى ثلاث مباحث ففي المبحث الأول درسنا الوساطة المالية من حيث تعريفها ووظائفها و أسباب ظهورها و في المبحث الثاني أدرجنا أنواع الوسطاء مؤسسات و عرضنا في المبحث الثالث وظائف الوسطاء الماليين فيها.

أما الفصل الثالث فقد قسمناه إلى ثلاث مباحث و تناولنا فيه ، المبحث الأول : الوساطة المالية و البورصة في الجزائر ، أما المبحث الثاني فتطرقنا إلى الوساطة المالية في بورصة وتونس خصصنا المبحث الثالث من أجل المقارنة بين الوساطة المالية المدرجة في كل من المبحث الأول و الثاني.

الفصل الأول : مدخل الأسواق المالية:

تمهيد:

تعد الأسواق المالية عنصراً رئيسياً في النظام المالي فهي المرآة التي تعكس الواقع الاقتصادي لأي ناظر في اقتصاد بلد ما من حيث نجاح سياستها المالية و الاقتصادية ، و ذلك نظراً للدور المتعاظم الذي تلعبه هذه الأسواق من الإبداع و الابتكار المالي المستمر و عوالة الاقتصاديات و إعادة تأهيل التشريعات المنظمة ، الأمر الذي أدى إلى ظهور تجميع المدخرات و تخصيصها إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزاً مالياً بهدف رفع معدلات النمو الاقتصادي.

و لتبسيط الضوء أكثر على الأسواق المالية قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أساسي هي :

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة.

المبحث الثالث: تصنيفات الأسواق المالية.

المبحث الرابع: الفاعلون في الأسواق المالية.

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية.

المطلب الأول :نشأة و تطور الأسواق المالية.

إن أول ظهور للأسواق المالية كان في عهد الرومان بإنشاء كولجيا سيركاتورم colegiakercatorm

في القرن الخامس عشر ، و في العصور الوسطى اعتبر كل من بروج و ليون و أمستردام و لندن المراكز المالية المهمة و قد ظهرت قائمة الأسعار للأسهم سنة 1592¹

لكن هناك من يربط ظهور الأسواق المالية بخمس مداخل ارتبطت بالتطور المالي و الاقتصادي للبنك و هي كمايلي²:

¹ أسواق المال : منتدى التمويل الإسلامي <http://islamirine.go.from.net/montada-fu/topic-38-h6001>

² فليح حسن خلف: " الأسواق المالية والنقدية ": عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، إبداعات ، الطبعة الأولى 2006 ص ص (2018).

1-1 المرحلة الأولى: وهي تمثل بدايات تطور الأسواق المالية و التي تتضمن وجود عدد كبير من البنوك و الصارفة و ارتباط وجودهم

بتحقيق ارتباط نسبي في الدخول ،أتاح ارتفاع نسبي في الادخارات التي أتاح الاستثمار فعدد من المشروعات يستدعي توجيهها نحو البنوك للاقتراض منها تلبية لحالات عجزا عن توفير الموارد اللازمة لعملها.

1-2 المرحلة الثانية: وهي المرحلة التي ارتبطت بالتطور الذي تحقق في المرحلة الأولى والمتمثل بظهور البنوك الذي فرض الحاجة إلى ظهور

السلطات المركزية (البنوك المركزية).

1-3 المرحلة الثالثة: تميزت بتطور النشاطات الاقتصادية عموما والإنتاجية منها خصوصا

وبالذات التي تحتاج لتمويل متوسطات الأجل وهذا أدى إلى ظهور المصارف المتخصصة والتي توفر التمويل المتوسط والطويل الأجل للنشاطات الإنتاجية.

1-4 المرحلة الرابعة: وفيها ظهرت الأسواق المالية النقدية المحلية،والاهتمام بسهم الفائدة وزيادة إصدارات سندات الخزنة لفترات

متوسطة وطويلة الأجل ،زاد نشاط الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول ،وهذا يعتبر بداية لاندماج السوق النقدي في السوق المالي.

1-5 المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية،بحيث تكمل كل الأسواق منها لأخرى

من حيث عرض النقود أو الطلب عليها¹

المطلب الثاني: مفهوم الأسواق المالية:

1-2 تعريف السوق المالي: هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية مشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن

الوسيلة التي يتحقق بها الجميع أو المكان الذي يتم فيه،ولكن

بشرط توفير قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق.

بحيث تجعل الائتمان السائد في أي لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية تتداول فيه².

¹ صلاح الدين حسن السيسي: " بورصات الأوراق المالية "، عالم الكتب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003، (8).

² محمد مطر: " إدارة الاستثمارات " (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثالثة 2004، ص ص (164-165).

- كما يعرف السوق المالي على أنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية و النقدية سواء كانت قصيرة ، أو متوسطة أو طويلة الأجل مثل الأسهم بكافة أنواعها و السندات بكافة أشكالها، و شهادات الإيداع..... الخ. وبذلك فإن السوق المالي هو الذي تباع و تشتري فيه الأوراق المالية و النقدية.¹

- و يمكن تعريف السوق المالي بأنه مكان ما.

- أو نظام معين يتم فيه أو من خلاله خلق الصكوك المالية و تبادلها ، تمثل الأسواق المالي عنصر رئيسيا في النظام المالي حيث يتم فيها تداول الصكوك المالية على اختلاف أنواعها ، لما يوفر المواد المالية اللازمة للمنشآت و الحكومة عند سعر معين و يحقق للمقرضين فرصة الحصول على عائد مقابل تنازلهم على نقودهم²

- و يمكن تعريف السوق المالي بأنه المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأموال مالية من خلال إجراءات قانونية و إدارية و مالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي ، سواء كان البائع و المشتري مدخرا أو مستثمرا للأموال و يحقق الصلة بينهما و يساعد على تمويل المدخرات النقدية للأصول الاستثمارية أو تمويل هذه الأصول النقدية مرة أخرى ، و يتحكم في هذا النظام العرف السائد في السوق المالي و نمط العلاقة بين العرض و الطلب على الموال القوانين و الإجراءات المنظمة.

2-2 خصائص السوق المالي:

ينفرد السوق المالي عن غيره من الأسواق الأخرى بجملة من الخصائص أهمها³:

- تتعامل الأسواق المالية مع ثلاثة أطراف أساسية: بائع، مشتري ووسيط
- جوهر التعاملات فيما هي الأموال في شكل أوراق نقدية أو مالية
- يتأثر السوق المالي بعوامل بزيادة العالقة بين العرض والطلب علي الأموال
- تزداد حركة الأسواق المالية بزيادة العلاقة بين العرض والطلب علي الأموال.

المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية

تتمثل الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية فيما يلي⁴:

¹ فليح حسن خلف : مرجع سابق الذكر ص ص (7-8)

² محمد البنا: " أسواق النقد والمال " (الأسس النظرية والعلمية)، زهراء الشرق ، القاهرة 1996 ص (50)

³ أمين عبد العزيز: " الأسواق المالية " دار قباء الحديثة للنشر، القاهرة، 2007 ص ص (13-14).

⁴ زياد رمضان: مروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، القاهرة 2008 ، ص (51)

1-3 تشجيع الادخار: تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار ، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم

والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائمة.

2-3 المحافظة على الثروة و تنميتها : إن السم و السندات و غيرها من الوراق التي التعامل بها في السواق وسيلة مهمة من

وسائل خفض القيمة حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لاسيما و إن الأوراق المالية لا تستهلك أو تؤول بمرور الزمن بل أنها على العكس تولد أرباح و بذلك فإنها تساعد على نمو ثروة.

3-3 تسهيل الحصول على الإيमान: المقصود به اقتراض النقود مقابل وعد الوعاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات

متعددة للإيمان و الحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم الشروط للحصول عليه.

4-3 تسهيل المدفوعات: بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكسيالات البطاقات الإيمانية و المقبولات) وما شابه و التعامل معها و

التي تستعمل الوفاء بالديون الناشئة عن المعاملة التجارية و الاقتصادية المختلفة.

5-3 المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار: يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

- تأمين: ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحريق و السرقات و تأمين السيارات...الخ و خاصة في مجالات الاستثمارات الحقيقية

- التنوع: أي تنوع المجالات و أوجه الاستثمار عملا ب مبدأ القائل (لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة)وهو أمر واضح و

مفاده أن لا يستمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد شركة واحدة و تساعد الأسواق على التنوع.

- التحويط: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية و أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل

المستثمر في اتفاق على البيع)أو شراء(مقدار معين من العملة) الدولار مثلا أو سلعة معينة(بتاريخ معين وسعر معين متفق عليه من الآن و بغض

النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل و تساعد الأسواق المالية على ذلك كثيرا إذ أنه أصبح من المألوف فيها هذه الأيام وجود مثل هذه العقود.

المطلب الرابع: أشكال الأداء في الأسواق المالية

تعكس صورة الأسواق المالية النظام المالي لأي اقتصاد كونها تعتبر صلة الربط بين مختلف الوحدات الممثلة للاقتصاد القومي، و سواء كانت طريقة التمويل في الأسواق المالية بسيطة أو معقدة فإنها تستهدف في النهاية تحويل الأرصدة من المستعدين للإقراض للقادرين على الادخار باتجاه الراغبين في الاقتراض) الاستثمار (لذلك تأخذ عملية التمويل في الأسواق المالية الشكلين التاليين: ¹ التمويل المباشر\التمويل غير المباشر.

1-4 التمويل المباشر: يجري التعامل المباشر ما بين المقرضين و المقترضين دون وساطة طرف آخر، إذ يتحصل المقترض على موارد

مالية مقابل إصداره أصول مالية مباشرة (أسهم - سندات) لصالح المقترض، و تدعي الالتزامات المالية في حالة التمويل المباشر بالأصول المالية المباشرة أو الأولوية، لأنها من صاحب العجز المالي إلى صاحب الفائض المالي. و يعد التمويل المباشر شكلا مبدئيا عرفت به عملية التمويل تاريخيا، فهو لا ينسجم مع متطلبات التطور الاقتصادي و من أهم معوقات التمويل هي:

- وجوب تطابق رغبة وحدات العجز و وحدات الفائض في تبادل الرصيد نفسه في الوقت نفسه.
- يجب على وحدة الفائض قبول أصول وحدة العجز بغض النظر عن طبيعة المخاطر التي تحيط بها في وقت الاقتراض.
- على وحدة العجز إيجاد وحدة الفائض ذات التمويل المناسب.

2-4 التمويل غير المباشر: بالنظر لعدم كفاية الشكل مباشرة في تدفق الأرصدة بين وحدات العجز و وحدات الفائض، أدى إلى

ظهور نوع آخر يدعى بالتمويل غير المباشر، إذ يعتمد هذا الأخير على المؤسسات المالية الوسيطة، وتساعد هذه المؤسسات الوسيطة على التقاء مرن بين وحدات العجز و وحدات الفائض و قبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز. و تشمل الأصول الغير مباشرة المطروحة من المؤسسات المالية الوسيطة: أدوات تمويل شائعة مثل الصكوك و حسابات الادخار و إن ما يميز هذه الأصول درجة سيولتها المرتفعة و قدرة حائزها على تداولها وما يتيح ذلك من مرونة لوحدة الفائض، فضلا عن انخفاض مخاطرها مقارنة بالأصول المباشرة، إن ما يميز هذا النوع من التمويل القدرة العالية للوسطاء في تعبئة الادخارات المتناثرة، و أيضا يعتبر هذا النوع ذو تكلفة منخفضة للمعلومات لوجود مؤسسات متخصصة في الوساطة و يمكن توضيح آلية هذا الشكل من أشكال التمويل الغير مباشر من خلال المثال الآتي:

من اجل تبسيط عملية أداء السوق المالي لدورها الاقتصادي، نفرض إن الشركة) أ (ترغب في توزيع طاقتها الإنتاجية عن طريق إنشاء خط إنتاجي بتكلفة (1000.000) دينار، تتوقع معدل عائد صافي لهذا الاستثمار (20) بالمائة (و هي لا تملك فائضا يعادل المبلغ المطلوب، يقابل ذلك وجود مجموعة من المدخرين يملكون هذا المبلغ، إلا أن نقص المعلومات و تزايد المخاطر يمنع تدفق الرصيد باتجاه وحدات العجز. الشركة

¹ محمود محمد الداغر: " المؤسسات المالية " (مؤسسات، أوراق، بورصات) دار الشروق للنشر والتوزيع الأردن 2007 ص ص (34- 43).

أ) (و بوجود مؤسسة مالية وسيطة تعرض أصول غير مباشرة على المدخرين ذات معدل عائد 6) بالمائة (تدفعهم لعرض مدخراتهم على المؤسسة المالية ، و تقوم هذه الخيرة بتقديم (1000000) دينار إلى الركة) ا (مقابل حصولها على أصول مباشرة ، إن حصيلة المنافع المتحققة جراء عملية التمويل:

-الشركة) ا (تحقق إيراد إضافي مقداره (200000) دينار نتيح إنشاء خطها الإنتاجي الإضافي و تتحمل تكلفة مقدارها (100000) دينار (باقتراض ثبات العوامل الأخرى المؤثرة في التكلفة (و يكون عائدها الصافي (100000) دينار.

-يحصل المدخرون على (60000) دينار عائد للتضحية باستهلاكهم الحاضر مقابل الادخار.

-تحقيق المؤسسة المالية فرقا بين الإيرادات و التكاليف لوساطتها مقدار (40000) دينار، فلا عن هذا و ذلك الآثار الاقتصادية المتمثلة في تعظيم استغلال الموارد الاقتصادية العاطلة و ما لذلك من تأثير في الرفاهية الاقتصادية و حسن توزيع الموارد.

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة

المطلب الأول: الأسهم

1-1 الأسهم العادية:

1-1-1 تعريف الأسهم العادية: يمثل السهم العادي حصة في الشركة تعطي مالكة نصيب في ملكية الشركة حيث انه عندما

تصدر الشركة أسهم عادية فإنها تبيع جزء من ملكيتها لمشتري الأسهم بعض الحقوق و عليه بعض الواجبات المحددة لكونه مالكا لجزء من

الشركة و تنتج الأسهم العادية عادة الحقوق الثلاثة التالية لعاملها¹

- استلام حصة مستحقة الدفع من أرباح الشركة

- التصويت على القرارات في الاجتماعات العامة للشركة

¹ برايان كويل : " نظرة عامة للأسواق المالية " ترجمة دار الفاروق القاهرة، الطبعة ، 2006 ص (21).

- الحصول على جزء من رأسمال الشركة في حالة تصفيتها و لكن بعد حصول دائني الشركة على مستحقاتهم بالكامل.

و تعد الأسهم العادية مصدر رأسا مال دائم للشركة و يرجع ذلك إلى أنه¹:

- السهم ليس أمامه إلا عرضه في سوق رأس المال.

- و في حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم

- و ليس من حق حامل السهم العادي المطالبة بنصيبه من الأرباح اذ لم تحقق الشركة أرباحا و تقوم بتوزيعها إلى جانب ذلك نجد أن صاحب

السهم العادي له حق نقل ملكيته بالبيع أو التنازل أو بأي طريقة أخرى ، و أيضا له الحق في التصويت في الجمعية العمومية إلى جانب ذلك

مسؤولية محدودة بحصته في رأس المال.

2-1-1 أنواع جديدة من الأسهم العادية : إلى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهر في الآونة الأخيرة أنواع مستحدثة من

الأسهم العادية تتمثل في²:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية أي تربط فيها التوزيعات بكمية الإنتاج أو قيمة الأرباح لقسم معين.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة، أي التوزيعات من الإيراد قبل حساب الضريبة

- الأسهم العادية المضمونة ، أي تعطي الحق لحاملها في العودة على الشركة المصدرة بتعويض الخسارة فيما لو تعرض سهم بيع أسهمها في

السوق إلى انخفاض من خلال فترة محددة

السهم العادي صك ملكي و له ثلاث قيم اسمية، قيمة دفترية و قيمة سوقية.

القيمة الاسمية تتمثل في القيمة المدونة في قسيمة السهم و عادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأمين ، و القيمة الدفترية تعادل قيمة

حقوق الملكية (الاحتياطات ، الأرباح المحتجزة ، الأسهم العادية (مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة ، أما القيمة السوقية

¹ عبد الغفار حنقى رسمية زكي قرياقص : " الأسواق والمؤسسات المالية " ، الدار الجامعية الإسكندرية، 2008 ص ص (252- 253).

² فيصل محمود السراورة: " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار وائل للنشر الأردن، 2008 ، ص (82).

فهي القيمة التي يباع بها السهم في رأس المال و قد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية فهناك أسهم عادية مضمونة و أسهم عادية ذات توزيعات مخصصة و أسهم عادية للأقسام الإنتاجية.

1-2 الأسهم الممتازة:

1-2-1 تعريف الأسهم الممتازة : يمثل السهم الممتاز سند ملكية و له قيمة اسمية و دفترية و سوقية شأنه في ذلك شأن السهم

العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة ، و السهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق ، و لكن من الممكن أن بنص في العقد على استدعائه في وقت لاحق.

و حامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية و له الحق في توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم ، أما إذا لم تحقق المنشأة أرباح في سنة معينة أو حققت أرباح فانه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات¹

1-2-2 خصائص الأسهم الممتازة :

تتمتع بالخصائص التالية:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح و نسبة محددة.

- حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأصول.

- حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية.

- حق تحويلها إلى أسهم عادية.

- حق تحديد مدة زمنية للوفاء بقيمتها الاسمية.

1-2-3 أنواع الأسهم الممتازة:

يمكن تقسيمها إلى:²

مجموعة الأرباح: و تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح لكنها لم تعلن عن

توزيعها و ذلك قبل إجراء توزيعها لحملة الأسهم العادية.

¹ عبد الغفار حنقي: مرجع سبق ذكره ص (19).

² فيصل محمد السراورة، مرجع سبق ذكره ص (82).

مشاركة في الأرباح: وتوفر لحاملها ميزة إضافية كحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل بإعطاء الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم .

القابلة للتحويل: تعطي لحاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي ، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية

القابلة للاستدعاء: تعطي لمصدرها، خصوصا عند ارتفاع أسعار السوقية.

المطلب الثاني: السندات

1-2 مفهوم السندات

1-1-2 تعريف السندات: يمكن تعريف السند بأنه ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة و تطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبهها بسداد القرض و فوائده وفقا لشروط الإصدار.

*السند هو أداة تمويل طويلة الأجل ، فيما يعتمد مصدرها بأن يدفع لحاملها مقدار محدد من الفوائد لفترة زمنية محدودة.

*وأن ترد قيمته في تاريخ استحقاقه و حملة السندات دائنين للشركة المصدرة لها و لهم حقوق ثابتة في أصول الشركة عند التصفية.¹

2-1-2 خصائص السندات: تتمثل أهم الخصائص فيما يلي:²

***الاستحقاق:** حيث تستحق السندات بحلول أجل محدد مسبقا و يذكر في شهادة السند، كما يلعب تاريخ الاستحقاق دورا كبيرا في تحديد سعر الفائدة.

***فئة السند:** معظم السندات بالأسواق المالية تصدر فئات ذات قيمة 100 و مضاعفتها.

***الوصاية:** حيث تتولى جهة معينة شؤون حملة السندات تضمن حقوق حملة السندات و تقييم المركز الائتماني للجهة المصدرة لضمان تنفيذ الاتفاقية.

¹ سعد صادق : " إدارة المشروعات " ، الدار الجامعية الإسكندرية ، 2003، ص(77).

² أرشد فؤاد التميمي : " الاستثمار بالأوراق المالية " ، تحليل وإدارة ، الطبعة الأولى ، دار المسير للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 2004، ص(86).

***السندات المسجلة و سندات الكويون:** قد يكون قد يكون السند اسمي يعمل اسم مالكة أو لحامله ، و عادة تكون الكوبونات

ملصقة بالسند و يسهل فصلها عن الاستحقاق.

***قابلية للاستدعاء:** هذه السمة تعطي الحق للجهة المصدرة للسند استدعائه قبل تاريخ استحقاقه، إذ نصت الاتفاقية على ذلك و قد

يكون الاستدعاء مطلق أو استدعاء محدد بموجبه تحدد مدة من تاريخ الإصدار يحق خلالها للشركة من استرداد السند.

2-2نوع السندات: يمكن تصنيف السندات حسب عدة معايير نذكر منها:¹

أ- من حيث جهة الإصدار:

***حكومية:** تصدر عن طريق الحكومة و المؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية

***غير حكومية:** تصدر عن الشركات المساهمة العامة كالسندات العادية و السندات العقارية

ب- من حيث مدة الأجل:

***قصيرة الأجل:** تستحق خلال عام و تكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيا

***متوسطة الأجل:** تستحق خلال سبع سنوات و تكون معدلات فوائدها عالية نسبيا

ج- من حيث الشكل:

***باسم مالكة:** لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.

***باسم حاملها:** تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام و لا يذكر فيها اسم المستثمر.

د- من حيث الضمان:

***مضمونة:** تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصل أو الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها.²

¹ فيصل محمود الشراورة: " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سبق ذكره ص ص (77- 78).

² فيصل محمود الشراورة ، مرجع سبق ذكره ص ص (77- 78).

***غير مضمونة:** لا تعطي لحاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها و إنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على

الحقوق قبل حملة الأسهم العادية و الممتازة.

***فائدة ثابتة:** تكون عليها الفائدة ثابتة طول المدة.

***فائدة متغيرة:** تكون الفائدة متغيرة و تتغير نسبيا على ضوء تغير أسعار الفائدة في السوق.

- من حيث قابلية التحويل :

***قابلة للتحويل:** تعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين و خلال فترة معينة.

***غير قابلة للتحويل:** لا تعطي لصاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بأسهم عادية للشركة المصدرة.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

• **فائدة ثابتة:** تكون الفائدة عليها ثابتة طول المدة.

• **فائدة متغيرة:** تكون الفائدة عليها متغيرة و تتغير نسبيا على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

و- من حيث قابلية التحويل:

• **قابلة لتحويل:** تعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين و خلال فترة معينة.

• **غير قابلة للتحويل:** لا تعطي لصاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بأسهم عادية للشركة المصدرة.

المطلب الثالث : المشتقات المالية

3-1 تعريف المشتقات المالية: المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل المعين أو الأصول التي تكون موضوع

العقد التي تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو

خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد ومن أهم المشتقات عقود الاختيارات والعقود المستقبلية والعقود الآجلة. ويتضمن

العقد¹

- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها العقد.
- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.
- تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون سعر الفائدة، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر أسعار، تقييم أو مؤشر ائتماني، تغيرات مماثلة.

2-3 المتعاملون في عقود المشتقات: ويتمثلون في :

1/ المتحفظون: يهتم المتحفظون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها ، والمشتقات تسمح بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

2/ المضاربون: ويراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق كسب.

3/ المراجعون: ويدخلون عندما يكون هنالك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر، وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

3-3 أنواع المشتقات المالية: وتتمثل فيما يلي:

1/ العقود الآجلة: وهي مشتقة بسيطة أي أنها اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين، ويكون العقد عادة بين مؤسستين مالتيتين وأحد عملائها من المنشأ ولا يتم تداوله في البورصات عادة.

2/ العقود المستقبلية: على غرار العقد الأجل فإن العقود المستقبلية هي اتفاق بين طرفين على شراء وبيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين ولظن على خلاف العقود الآجلة يتم تداوله في البورصات ومن أجل جعل التداول ممكن تحيد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظرا لان طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة فان البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بان العقد سوف

¹ عبد المال حماد: " المشتقات المالية " ، كلية التجارة جامعة عين شمس الإسخندرية ، 2001 ، ص ص (162 – 165)

يحترم، ومن أجل أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة: أنه لا يتم تحديد موعد دقيق بالضبط للتسليم في العقود المستقبلية ويشار للعقد بشهر تسليم، وتحديد البورصة الفترة أثناء الشهر التي يجب إجراء التسليم فيها.¹

3/ العقود الاختيارية (عقود الخيارات) : هنالك نوعان أساسيان من الخيارات (شراء/بيع) الأجل، ف خيار شراء الأجل يعطي

حائزه الحق في شراء الأصل محل العقد في تاريخ معين ومقابل سعر معين أما خيار البيع الأجل فيعطي حائزه الحق في بيع الأصل محل العقد في ميعاد معين ومقابل سعر معين، ويعرف الثمن في العقد باسم سعر الممارسة، أما التاريخ أو الموعد في العقد فيعرف باسم تاريخ انتهاء سريان العقد أو صلاحيته أو تاريخ الممارسة أو تاريخ الاستحقاق.

ومما يجدر التأكيد عليه أن خيار (الشراء/البيع) الأجل يعطي حائزه الحق في فصل شيء معين ولكن لا يتعين عليه بالضرورة أن يمارس هذا الحق، وهذا هو الفارق الأساسي بين عقود الخيارات من ناحية و العقود الآجلة و العقود المستقبلية من ناحية أخرى، حيث يكون الحائز ملزماً بشراء أو بيع الأصل موضوع العقد أو العمليات الآجلة، نلاحظ أيضاً أنه بينما لا يكلف الدخول في عقد اجل أو مستقبلي شيئاً فإنه يوجد تكلفة الدخول في عقد الخيارات (الشراء/البيع) الأجل وهي العالوة عند عدم الشراء أو البيع.

4/ عقود المبادلة swaps

أولاً: مفهوم عقود المبادلة:

عقد المبادلة swaps هو إتقان بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، فعلى سبيل المثال الطرف (أ) يوافق على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين (فرضا ملين دولار) كل سنة لمدة 5 سنوات وذلك للطرف آخر ليكن (ب)، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائم (أي سوقي ويعتمد على تفاعل قوي العرض والطلب) على نفس المبلغ المحدد وهو مليون دولار وذلك كل سنة لمدة 5 سنوات، والأطراف التي توافق على الدخول في المبادلة تسمى counterparts وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية، ولذلك يوجد نوعان أساسيان للمبادلات هما مبادلات أسعار الفائدة intrest rate swaps ومبادلات العملة currency swaps .

ويمكن إرجاع منشأ عقود المبادلات عام 1970 عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية، أما أو لعقد مبادلة لأسعار الفائدة فقد حدث في عام 1981 نتيجة اتفاق بين شركة IBM مع WOLD BANK ، ومنذ

¹ المرجع السابق ص (18).

ذلك التاريخ نمت هذه السوق بسرعة ويوضح الجدول (1-4) مقدار عقود المبادلات المتداول عن السنوات من عام 1987 حتى عام 1997 ، و يوضح الجدول انه في عام 1997 أن عقود مبادلات أسعار الفائدة كانت تزيد عن 22 تريليون دولار للقيمة الإجمالية الأصلية المتداول و قدرها تريليون دولار وهو ما يعني أنها تمثل نحو 93 % من عقود المبادلات أما بالنسبة الباقية وقدرها 7% فقد كانت لعقود العملات¹ .

جدول (1-4) قيمة عقود المبادلات المتداول (القيمة بالبلليون دولار):

السنة	إجمالي عقود مبادلات أسعار الفائدة	إجمالي عقود مبادلات العملات
1987	682.9	182.8
1988	1010.2	316.8
1989	1539.3	434.8
1990	2311.5	577.5
1991	3065.1	807.2
1992	3850.8	860.4
1993	6177.8	899.6
1994	8815.6	914.8
1995	12810.7	1197.4
1996	19170.9	1559.6
1997	22115.4	1584.8

كما سبق إن ذكرنا فإن عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين ويطلق عليها counterparties لتبادل سلسلة من التدفقات بعملة واحدة

أو بعملات مختلفة، والأنواع الأكثر أهمية من عقود المبادلات هي مبادلات أسعار فائدة ومبادلات العملة.

¹ نفس المرجع السابق ص (213).

وفي المبادلة أسعار الفائدة، فإن أحد الأطراف سوف يدفع فائدة تعتمد على معدل متغير (أو كما نفضل أن نسميه عائم أو معوم) بينما الطرف الآخر سوف يقوم بدفع معدل فائدة ثابت، بينما في عقود مبادلات العملة فإن أحد الأطراف سوف يدفع على الدولار بمعدل متغير (أو عائم) بينما يدفع الطرف الآخر على عملة أخرى الين الياباني بمعدل ثابت.

والتغيرات في معدلات الفائدة تحدد الراجحون والخاسرون في مبادلات أسعار الفائدة في البلدين وكذلك التغيرات في أسعار الصرف بين العملتين تحددان الراجحون والخاسرون في عقود العملة.

والمشاركون في سوق المبادلات لهم دوافع مختلفة فهي تغطي رغبات المضاربين والمراجعين والمتحوظين، ومع ذلك فإن الدافع الأساسي لعقود المبادلات والغرض الرئيسي من سوق المبادلات هو قيام المنشآت بصياغة وإدارة مخاطر سعر الفائدة وسعر الصرف الكامنة في أعمالهم.

و سوف نناقش في هذا النوع الشائع لعقود مبادلة أسعار الفائدة و مبادلة العملات و هو المعروف باسم (مبادلات الفانيلا السادة

vanilla plain swaps)

• مبادلات أسعار الفائدة interest rate swaps

في عقود مبادلات أسعار فائدة الفانيلا السدة، فإن أحد الأطراف الداخلية في المبادلة يوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة و نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة (أو المتغيرة). و هذا الطرف يطلق عليه pay-fixed، و في المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة العائمة (أو المتغيرة) و يطلق على هذا الطرف receive-fixed.

و تغطي اتفاقية المبادلة فترة زمنية و هي التي تحدد لسداد الفوائد و التي تمثل tenor..... عقد المبادلة ، و يتحدد مقدار مدفوعات الفائدة الدورية على أساس مبلغ وهمي أو اعتباري يسمى national principal و هذا الأصل الوهمي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم فقط كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تسدد وفقا لاتفاقية المبادلة .

و للتعرف على طبيعة مبادلة أسعار الفائدة بوضوح، فإننا نقدم مثال نفترض فيه أن عقد المبدلة يغطي فترة خمس سنوات و يتضمن مدفوعات سنوية على مبلغ قدره 1 مليون دولار كأصل اعتباري لحساب مقدار الفوائد فقط ، و دعنا نفترض أن أحد طرفي العقد و هو (أ) يدخل في عقد المبادلة كطرف يدفع فائدة ثابتة 9 % للطرف الآخر (ب) وفي المقابل فإن الطرف (ب) يتسلم الفائدة الثابتة مقابل موافقته على دفع معدل فائدة متغير أو عائم وفقا لسعر الفائدة بين البنوك في الأسواق الدولية و المسمى Labor و ذلك للطرف الآخر (أ).

نلاحظ أن سعر الفائدة Labor هو سعر لندن للفائدة بين البنوك. و هو يعبر عن سعر الفائدة الذي تستخدمه البنوك العالمية الكبيرة لإقراض البنوك الأخرى، و القروض المحددة على أساس سعر Labor تتحدد على أساس تفاوض خاص يغطي فترات متنوعة من تواريخ الاستحقاق ، و معظم فترات الاستحقاق تتراوح ما بين شهر واحد على سنة.

و مقدار أسعار Labor تظهر يوميا في عمود money rates في وول ستريت جورنال و أسعار الفائدة المتغيرة أو العائمة في أسواق عقود المبادلات غالبا ما تتحدد على أساس مساوي لسعر LIBOR و الذي يطلق عليه أيضا LIBOR FLAT. وفي مثالنا فإن اتفاقية المبادلة تقوم على أساس أن يدفع الطرف (أ) 9% على مبلغ اسمي مليون دولار أي 90000 دولار كل سنة إلى الطرف (ب)، بينما يدفع الطرف (ب) إلى الطرف (أ) في المقابل مقدار يعتمد على تحركات أسعار الفائدة المتعلقة بسعر LIBOR و تاريخ استحقاق LIBOR المطبق سوف يعتمد على الفترة المحددة في العقد لمبادلة الفوائد ، و هي في هذا المثال سنة و ذلك لأن المدة المحددة في العقد المبادلة في المثال المذكور تم تحديدها على أساس سنة و إذا افترضنا أن سعر LIBOR عند إبرام عقد المبادلة هو 8.75% و هو سوف يكون مختلفا بصفة أساسية عن السعر الثابت في عقد المبادلة.

ونظريا ، فإن الطرفين يتبادلان أصل المبلغ و قدره مليون دولار ، ومع ذلك فإن من الناحية العملية فإن تبادل نفس المبلغ بين الطرفين لا يكون له قيمة علمية ، و بالتبعية فإن المبلغ الأصلي التي تسدد ، و لكن لن يتم تبادله من طرف إلى آخر ، و هكذا فإن مبلغ المليون دولار يعرف بأنه المبلغ الذي تحسب على أساسه مبالغ التدفقات النقدية المتبادلة بين طرفي المبادلة .

وبصفة عامة ، فإن تحديد سعر LIBOR يحدث في تاريخ تسوية واحد و مع المدفوعات التي تحدث في تاريخ التسوية التالي ، و يوضح الجدول التالي التدفقات النقدية المحددة في اتفاقية المبادلة في الزمن ZERO و أسعار LIBOR المستقبلية تكون غير معروفة و في كل فترة فإن مدفوعات الفائدة الدورية الثابتة سوف تكون 90000 دولار ، و بصفة عامة فإن مدفوعات الفائدة المتغيرة (العائمة) في أي زمن T سوف تعتمد على سعر LIBOR في الزمن (T-1)، وهكذا فإنه في بداية اتفاقية المبادلة فإنه يجب تحديد سعر LIBOR لأنه سوف يكون السعر المطبق على الفترة الأولى من مدفوعات الفائدة ، و ذلك فإن أول مدفوعات فائدة متغيرة بعد سنة من الدخول في عقد المبادلة سوف تكون هي الفائدة على LIBOR في تاريخ إبرام العقد أي 8.75% وهي تعادل مبلغ 87500 دولار ، و بالنسبة لمدفوعات الفائدة المتغيرة في الفترة الثانية أي الفترة T=2 فإنها سوف تتحدد على أساس سعر LIBOR في نهاية المدة المحددة للعقد (أي في نهاية الخمس سنوات) يقع أمامها N/A و هذا معناه أن السعر غير مطلوب لأنه لن يطبق ، و ذلك لأنه لن يستخدم في تحديد أي تدفقات نقدية متعلقة بعقد المبادلة.

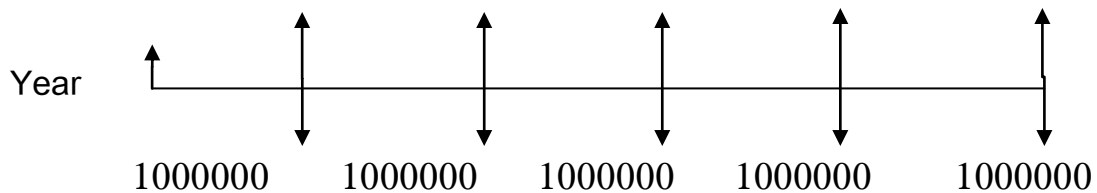
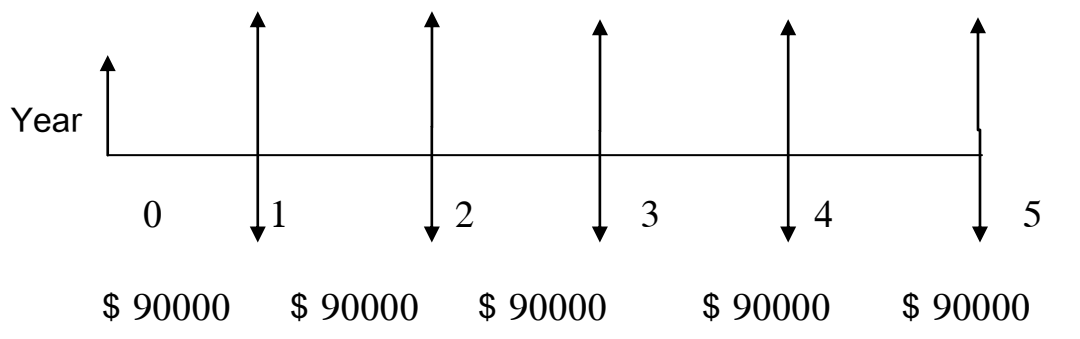
جدول (2) يوضح التدفقات النقدية لمبادلات سعر الفائدة

السنة	LIBOR	التزام الفائدة المتغيرة الذي يدفعه (ب) إلى (أ)	التزام الفائدة الذي يدفعه (أ) إلى (ب)
0	%8.75		90000
1	LIBOR ₁ =?	LIBOR * \$1000000 = 0.0875 * \$1000000 = \$87500	90000
2			90000
3	LIBOR ₂ =?	LIBOR * \$1000000	90000
4		LIBOR * \$1000000	90000
5	LIBOR ₄ =? LIBOR ₅ =?	LIBOR * \$1000000 LIBOR * \$1000000	90000

و يمكن إيضاح ذلك من خلال الشكل التالي:

- الطرف الأول (أ) (pay-fixed)

$$\begin{aligned} & \text{LIBOR}_0 \times \text{LIBOR}_1 \times \text{LIBOR}_2 \times \text{LIBOR}_3 \times \text{LIBOR}_4 \\ & 1000000 \quad 1000000 \quad 1000000 \quad 1000000 \quad 1000000 \\ & = 0.875 * \$1000000 \end{aligned}$$



LIBOR_0	$\times$	LIBOR_1	$\times$	LIBOR_2	$\times$	LIBOR_3	$\times$	LIBOR_4	$\times$
1000000		1000000		1000000		1000000		1000000	

$$= 0.875 * \$1000000$$

$$= \$87500A = \pi r^2_1$$

و بينما معظم عقود المبادلات "تحت مقدما و تدفع مؤخرا" أي $\text{Determined in Advance and paid in Arrears}$ ، إلا أن بعض اتفاقيات المبادلات تتحدد مدفوعات مقدما و مثل هذه المبادلات يطلق عليها In Advance Swaps ، ومثل هذه المبادلات التي تدفع مقدما فان المدفوعات المستحقة تعبر عن القيمة الحالية للالتزام المؤخر¹ و أول مدفوعات سوف تحدث في الفترة $T = \text{Zero}$ ، و المدفوعات بسعر الفائدة الثابت سوف تكون القيمة الحالية لمبلغ 90000 دولار بينما المدفوعات بسعر الفائدة المعلوم (أو المتغير) سوف تعبر عن قيمة حال لمبلغ 87500 دولار و التي تخصم بمعدل LIBOR قدرة 80.75 % و هكذا فان المدفوعات بالمعدل المعلوم سوف تكون 80785.62 دولار و تكون المدفوعات بسعر فائدة ثابت بعد خصمها 82785.62، و سوف يتم تبادل صافي المدفوعات فقط، أي الفرق بين مقداري الفائدة، و المدفوعات في الفترة الأولى سوف تتم من الطرف (أ) إلى الطرف (ب) و تكون $\$82758.62$

$$\$80459.77 = \$2298.85$$

و على نفس المثال دعنا نفترض الآن أننا بعد سنة من إبرام اتفاق المبادلة أي في الزمن $T=1$ و أن سعر LIBOR الآن (أي بعد سنة من إبرام عقد المبادلة) وصل إلى 10 % وفقا لعقد المبادلة المسمى In Advance Swaps فان المدفوعات في السنة $T=1$ سوف تكون كما يلي:

$$10 * 1000000 = \$100000$$

و يتم خصمها بسعر فائدة LIBOR أي بسعر 10 % و هذا يساوي

$$\$90909.09 = \$1000000 / (1.01) \text{ و مدفوعات الفائدة الثابتة التي تكون لها قيمة حالية } \$90000 \text{ ستكون } -\$90000 / 1.01$$

$$\$81818.18 \text{ و هذا يعني أن دافع سعر الفائدة المتغير أي الطرف (ب) سوف يقدم صافي مدفوعات قدرها } 9090.91 \text{ إلى الطرف (أ)}$$

• مبادلات أسعار الصرف ForeignCurrency Swaps

في مبادلات العملة من نوع الفانيليا السادة فانه يوجد طرف يمتلك عملة معينة و يرغب في حيازة عملة مختلفة، و تنشأ المبادلة عندما يقوم احد الأطراف المعاملة بتقديم أصل معينة لطرفه الآخر الداخل في المعاملة و ذلك بغرض تبادل كمية مساوية من عملة أخرى، و كل طرف سوف يدفع الفائدة على العملة التي يتسلمها في المبادلة، و هذه الفوائد المدفوعة يمكن أن تكون إما بأسعار ثابتة أو بأسعار عائمة (متغيرة).

¹ نفس المرجع السابق، ص(221).

فعلى سبيل المثال، الطرف (ج) يملك مارك ألماني و يرغب في مبادلة هذه الماركات بدولارات أمريكية، و أيضا الطرف (د) يملك دولارات أمريكية و يرغب في مبادلة هذه الدولارات بماركات ألمانية، و مع هذه الاحتياطات فان الطرفين (ج)،(د) يكونان على استعداد للدخول في مبادلة عملة، و يوجد أربعة حالات لهذه المبادلة كما يلي:

أ- الطرف (ج) يدفع معدل ثابت على الدولارات المستلمة، و الطرف (د) يدفع معدل ثابت على الماركات المستلمة.

ب- الطرف (ج) يدفع معدل ثابت على الدولارات المستلمة و الطرف(د) يدفع معدل ثابت على الماركة المستلمة.

ت- الطرف (ج) يدفع معدل ثابت على الدولارات المستلمة، الطرف (د) يدفع معدل متغير على الماركات المستلمة.

ث- الطرف (ج) يدفع معدل متغير على الدولارات المستلمة، و الطرف (د) يدفع معدل متغير على الماركات المستلمة.

و مع أن كل الأشكال الأربعة المدفوعات الفائدة في السوق، فان الشكل السائد هو النوع الثاني أي:

دفع معدل متغير على الدولار مقابل دفع معدل ثابت على عملة أجنبية أخرى و هي معروفة باسم عملة الفانيليا سادة: "plain

vanillaCurrency Swaps" و قبل ان نقوم بتحليل مبادلة الفانيليا السادة (أي معدل متغير على الدولار/ و معدل ثابت على عملة

أجنبية أخرى) فإننا سوف نبدأ بحالة مبسطة، و أبسط نوع من مبادلات العملة ينشأ عندما يدفع كل طرف معدل ثابت من الفائدة على العملة

التي يتسلمها، و تتضمن مبادلات العملة القائمة على معدل ثابت مقابل معدل ثابت ثلاث مجموعات مختلفة من التدفقات النقدية و هي:

الأولى: عند بداية المبادلة فان كلا الطرفين يقوم بتبادل فعلي للنقدية، و تختلف هذه المبادلة عن مبادلة أسعار الفائدة في أن كل من الطرفين

يسدد بعملة واحدة، و يمكن أن يسدد فقط صافي القيمة.

الثاني: أن أطراف المبادلة يجعلون مدفوعات الفائدة دورية للطرف الآخر و ذلك خلال الفترة المحددة في اتفاقية المبادلة، و هذه المدفوعات

سوف تكون بالكامل و ليس بالصافي.

الثالث: عند انتهاء المبادل، فان أطراف المبادلة تعيد مرة أخرى تبادل أصل المبلغ.

و كمثال لمبادلة العملة بمعدل ثابت مقابل معدل ثابت، دعنا نفترض أن سعر الصرف الفوري الحالي بين المارك الألماني و الدولار الأمريكي هو

2.5 مارك لكل دولار، و هكذا فان قوة المارك تعادل 40 دولار و بفرض أن سعر الفائدة في الولايات المتحدة هو 10% و أن سعر الفائدة

في ألمانيا هو 80% و أن الطرف (ج) يملك 25 مليون مارك.

و يرغب في مبادلات هذه الماركات بدولارات أمريكية، و في المقابل يوجد في السوق طرف آخر (د) مستعد لدفع 10 مليون دولار للطرف (ج) عند بداية المبادلة، ونفترض أيضا أن مدة عقد المبادلة هي 7 سنوات وان أطراف المبادلة سوف يسددون مدفوعات الفائدة سنويا، و بأخذ أسعار الفائدة الواردة في هذا المثال، فان الطرف (د) سوف يدفع 08% فوائد على مبلغ قدره 25 مليون مارك التي يتسلمها و لذلك فان المدفوعات السنوية من الطرف (د) إلى الطرف (ج) سوف تكون 2 مليون مارك.

و الطرف (ج) يستلم 10 مليون دولار و يدفع فوائد بمعدل 10% و لذلك فان الطرف (ج) سوف يدفع 1 مليون دولار في كل سنة للطرف (د)، و لان هذه المدفوعات سوف تتم بعمولات مختلفة، لذلك فان إيجاد الصافي لن يطبق في الواقع العلمي، و بدلا من ذلك فان كل طرف سوف يؤدي مدفوعات الفائدة بالكامل.

و في نهاية السبع سنوات، فان الطرفين سوف يتبادلان أصل المبلغ مرة أخرى، و في مثالنا فان الطرف (ج) سوف يدفع 10 مليون دولار للطرف (د).

المبحث الثالث: تصنيفات الأسواق المالية

تختلف تصنيفات الأسواق المالية باختلاف المعيار المقدم ، طبيعة الأسواق و درجة تقييم السوق.

المطلب الأول: حسب أجل الأوراق المالية:

و تقسم الأوراق المالية حسب اجل الأوراق المالية إلى:

1-1 **أسواق رأس مالية:** يعرف سوق رأس المال بسوق الصفقات المالية طويلة الأجل و التي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل، تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها عن عام سواء أوراق ملكية أو دين ، أسعار هذه الأوراق حساسة بدرجة كبيرة لمخاطرة سعر الفائدة ، أي التغيرات في أسعارها تكون بدرجة كبيرة من التغيرات في أسعار الأوراق المالية القصيرة الأجل التي تتداول في سوق النقد و تعد أسواق رأس المال كمحرر لصحة اقتصاد السوق وهي تعكس مستوى الركود أو الانتعاش في الاقتصاد و تمثل أسواق رأس المال محور للعمليات الاستثمارية في الأسواق المالية ، حيث تتحول السيولة النقدية إلى أدوات تستثمر لفترات طويلة نسبيا وتحمل عوائد مستقرة ومنتظمة غالبا.¹

¹ السيد عبد الفتاح إسماعيل عبد الغفار علي حنفي : " الأسواق المالية" الدار الجامعية الإسكندرية 2009، ص (74).

2-1 **أسواق النقد:** يقصد بالسوق النقدي ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق قصيرة الأجل حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين و صكوك مديونية مدون عليه ما يؤكد بأن لعاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر و هذه الأدوات تكون قابلة للتداول و نظرا لقصر فترات أدوات الأسواق النقدية فان الاستثمار في هذه الأدوات قد يكون أكثر أمانا من الاستثمار في أدوات سوق رأس المال و تتوسط فيها المصارف التجارية بغرض تحقيق العوائد المالية على الأموال الفائضة المتوقعة من قبلها بشكل مؤقت و تتميز الأسواق النقدية عن غيرها من الأسواق المالية بأنها أسواق جملة تحمل عادة تعاملات بأحجام كبير و التي تحدد قيمتها بمليون دولار فأكثر ، و عدد المتعاملين في الأسواق كبيرة جدا ، و هي الأسواق العميقة ، و نظرا لتحول أدواتها السريعة إلى السيولة فإنها تعد أسواق سائلة ، و تعتبر أسواق النقد مصدر التحويل طويل الأجل ، فهي توفر الفرصة للمقترضين بالحصول على القروض على قصيرة الأجل و ذلك من أموال المستثمرين اللذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة.¹

المطلب الثاني: حسب المجال الجغرافي

قسمت الأسواق المالية وفقا لهذا المعيار إلى:²

1.2 أسواق مالية دولية : لقد عرف هذه الأسواق بأنها أسواق أسواق الديون المقومة بالمعاملات المختلفة و إن كان الدولار أهمها ، و الصادرة عن الحكومات و المؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات و التي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية و المالية لأي من الدول و عرف انطلاقا من دورها حيث أن دور أسواق رؤوس الأموال الدولية هو تمويل العمليات الدولية ، كالصادرات من سلع و خدمات و العمليات الداخلية كقروض الشركات الوطنية . و تنقسم الأسواق المالية الدولية إلى :

1. سوق النقد الدولي: تشبه هذه السوق بالخزان الذي يحتوي على رؤوس الأموال السائلة قصيرة الأجل من العملات الصعبة .

2. سوق رأس المال الدولي : لقد عرفت بأنها تلك الأسواق التي يقوم فيها المقرضون و المستثمرون بفرض القروض المالية متوسطة و طويلة الأجل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقترضون ، و المتعاملين هنا و هناك و هم بنوك و مؤسسات مالية و دولية و شركات متعددة الجنسيات و غيرها من الشركات العالمية.

¹ عبد النافع عبد الزرري : غازي عزح ، " الأسواق المالية" دار وائل للنشر، عمان ، طبعة 2001 ص 36.

² جيار محفوظ ، " البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية" ، الجزء الأول، دار حومة ، الجزائر، الطبعة الأولى 2002، ص ص (92-104، 94).

2. أسواق المال الإقليمية: هي تلك الأموال التي يشترك في التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصرفية ،

كما هو الحال لدول العربية مجتمعة أو البعض منها كالدول الخليجية أو غيرها من الاتحادات القائمة.

المطلب الثالث: حسب طبيعة الأوراق

وتنقسم إلى:¹

1.3 أسواق مالية أولية: و هي السوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية، و كذلك يطلق عليها سوق الإصدار و هذا كتعريف مختصر

و تعرف بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة لأول مرة و بذلك تنشأ علاقة مباشرة بين مقدمي هذه الأموال و تلك المتطلبات

في صورة صك حيث يكون البائع هبة المصدر للورقة المالية و يتم هذا من خلال بنك أو أكثر أو الشركات المتخصصة التي تتولى عملية الترويج

أو الاكتساب ، يتضح من هذا أن الشركات المصدرة طرف أساسي في التعامل.

2.3 أسواق مالية ثانوية: و هي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراء أو بيعها، عبر السماسرة و الوسائط و كذلك يطلق

عليها سوق التداول

ويمكن تعريفها بأنها تلك السوق التي أصدرتها السوق الأولية حيث تتحدد الأسعار وفقا لمبادئ العرض و الطلب و التي تشمل على الأوامر

الصادرة من العملاء بالبيع أو الشراء و عموما فإن التعامل في السوق الثانوية يتم إما بشكل منظم أي داخل الأسواق غير المتصلة . و تنقسم

عموما الأسواق الثانوية إلى نوعين

المطلب الرابع : حسب درجة التنظيم

وتنقسم إلى :

1.4 أسواق منظمة: و هي السوق التي تتبع فيها القواعد و الإجراءات و التعليمات المتعددة في الأسواق المركزية الرسمية²

و يقصد بها أسواق منظمة و مراقبة من طرف الجهات العليا و الرقابية..... الأوراق المالية و التي يجري فيها تداول الأوراق المالية ، و يطلق عليها

أيضا مصطلح البورصة و بمعنى أن هذه الأسواق أسواق متزايدة حيث يعرض فيها كافة أوامر البيع و الشراء على كافة المشتريين في آن واحد ،

و يتم فيه التداول الأوراق المالية المسجلة في البورصة و لها مكان محدد.

¹ اقتصاديات الأسواق المالية: http://etudiant.Dz-com/vb/t8870hml: LA DATE 15 /03/15 2013 34H:34

² السيد عبد الفتاح إسماعيل ، عبد الغفار علي حنفي : مرجع سبق ذكره ص (75).

2.4 أسواق غير منظمة: و هي الأسواق التي لا تخضع للمحددات و الأساليب و التنظيمات إلى تبناها الأسواق المنظمة.

تسمى أحيانا ما فوق الكاونترل و يطلق عليها مصطلح السوق الموازية و تسمى أيضا السوق غير الرسمية و غير المركزية و يجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار السوق المنظمة (البورصة) و بالتالي هي أسواق تتم فيها خارج نطاق البورصة و ليس لها مكان محدد ، و تنقسم الأسواق غير المنظمة إلى نوعين هما:

السوق الثالثة: تمثل هذه السوق الثالثة سوق غير منظمة و تتكون هذه السوق من بيوت سمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة و

بالتالي فهي سوق غير رسمية يتم التمويل فيها على الأوراق مالية مفيدة في السوق المنظمة.

السوق الرابعة: تعتبر السوق الرابعة سوق غير منظمة، تقوم بين الشركات الكبيرة و منشآت الأعمال، و يقتصر فيها بينهم و يقصد هنا

الأفراد الأثرياء الذين يملكون تلك الأعمال، و يقتصر دور الوسيط في هذه على تسهيل المعاملات بين الأطراف¹

المبحث الرابع: الفاعلون في الأسواق المالية

المطلب الأول : فئة المستثمرين²

تعتبر هذه الفئة مصدر للأموال المستثمرة في السوق المالي ، و تشمل الأفراد و المؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية فترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي إما في عمليات إقراض مباشرة أو في المتاجرة بالأوراق المالية ، و مما يجدر الذكر أنه و إن كان بإمكان المؤسسات المالية كالبانوك التجارية و المتخصصة ، و شركات التأمين و الاستثمار أن تقوم بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي ، إلا أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للاستثمار ذلك لأن الفوائض النقدية المجمعة لدى هذه المؤسسات ليست سوى محصلة لمدخرات الأفراد فيها و أيا كانت صفة المقرض أو المستثمر في السوق المالي ، و عامل السيولة و تاريخ الاستحقاق.

إن غرض الاستثمار هو كسب عائد في صورة فوائد أو أرباح ، و قد يأخذ هذا العائد أيضا شكل ربح رأس مالي ناتج عن إعادة بيع الاستثمار بمبلغ يزيد عن سعر شرائه الأصلي يكون الربح الذي يتوقع المستثمرين الحصول عليه في المستقبل عاملا رئيسيا في القرارات التي يتخذونها للاكتساب في إصدار ما دون غيره ، و ذلك قد يلزم في بعض الأحيان تحديد معدل الفائدة على إصدار السند يزيد عن المعدل الذي يرغب في إصداره ، و في هذه الحالة لا يتم طرح الإصدار تقريبا تنخفض معدلات الاستثمار في السوق وبالرغم من إن المستثمرين يسعون إلى

¹ عبد الغفار حنفي: "الأسواق المالية" الإسكندرية، الدار الجامعية 2006 ص (38).

² السيد عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي : مرجع سبق ذكره ص ص (95- 96).

العائد المرتفع ، نجد إن هناك عوامل أخرى تؤثر على اتخاذ قرارات الاستثمار في إصدار يعينه ، و هذه العوامل هي عوائد مقارنة مخاطرة الاستثمار ، سيولة السوق المالي الثانوي ، يجب إن يكون العائد المتوقع للاستثمار مقاربا للعائد المتوقع للأوراق المالية المماثلة في السوق ، ولابد أن يقبل المستثمرين شيئا من مخاطرة الخسارة فقد تنخفض قيمة الأسهم عن سعر الإصدار أو سعر الشراء ، وفي هذه الحالة يعاني المستثمرين من خسارة في رأس المال

المطلب الثاني : فئة المصدرين¹

تشمل هذه الفئة الأفراد و المؤسسات التي تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم من الموال اللازمة إما لأغراض الاستهلاك أو لأغراض التوسيع ، ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالي إما بطريقة الاقتراض المباشر أو عن طريق مباشر إصدار الأوراق المالية ، وإذا كان يشترط في المصدر إن يكون مؤسسة مالية أو هيئة حكومية فان يمكن للمقترض إن يكون فردا مثلما إن تكون مؤسسة و متى تتخذ الدين في السوق المالي صورة المقترض المباشر من الضروري إن تثبت في هذا العقد المبرم بين المقرض و المقترض جميع الشروط الأساسية للقرض كقيمة القرض الاسمية و سعر الفائدة و تواريخ دفع إقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض و ينطوي تحت فئة المؤسسات و الهيئات الأصلية و الحكومية إذ يمكن أن يكون المصدر شركة أهلية ليتخذ الإصدار في هذه الحالة إما صورة السندات أو صورة الأسهم العادية أو الممتازة وتختلف أنواع الإصدارات باختلاف الزاوية التي ننظر من خلالها إلى الإصدار فنجد .

أ- من حيث طبيعة الجهة المصدرة: نجد إصدارات أهلية و إصدارات حكومية

ب- من حيث زاوية عرضه: إصدارات أولية و يتم عند تامين شركة لتمويل رأس مالها وإصدارات موسمية تهدف إلى زيادة رأس مال الشركة أو إلى التوسيع في إصدارات موسمية

ت- من حيث الحقوق المترتبة للإصدار بالنسبة للمصدر: هناك إصدارات دين ترتب لحاملها حق الدائنة و ينقضي هذا الحق بانقضاء الدين ، و هناك إصدارات ملكية ترتب لحاملها نفس حقوق الملاك في جهة الإصدار

ث- من حيث اجل استحقاق الورقة المالية: هناك إصدارات قصيرة الأجل و أخرى طويلة

ج- من حيث الضمان: إصدارات مضمونة وإصدارات غير مضمونة

¹ محمد مطر: مرجع سبق ذكره ص ص (181 - 184).

ح- من حيث النطاق الجغرافي للإصدارات: إصدارات محلية وإصدارات أجنبية.

المطلب الثالث: فئة الوسطاء¹

يقوم الوسطاء في السوق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة و الجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى.

و يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بموجب قانون السوق المالي أو أنظمتها و تعليماته، و تنظم فئة الوسطاء ثلاث مجموعات هي: السماسرة، و صانعو الأسواق، و متعهدون و تغطية الإصدارات المالية.

و يمكن توضيح مهام الوسطاء حسب فئاتهم على النحو التالي:

- إذا كان الوسيط بالعمولة، تتحدد مهمته في شراء أو بيع الأوراق المالية الصالح العميل و بناء الأوامر محددة منه و ذلك مقابل عمولة محددة من قبل لجنة إدارة السوق.

- إذا كان الوسيط مشتري و بائع لصالح بموجب ترخيص خاص فهو يقوم حينئذ صانعا للأسواق.

- و يمكن أن يقوم الوسيط بدور المعطي لإصدارات الأوراق المالية الجديدة. و ذلك بشكل حلقة وصل بين مصدري الأوراق المالية الجديدة

كالأسهم و السندات و بين الجمهور عامة و ذلك مقابل عمولة تحدد في اتفاقية التغطية ، و التي تكون لضمان التسويق الكامل للإصدار ،

تجدر الإشارة هنا إلى أن الوسيط الذي يقوم بدور المعطي للإصدارات الجديدة يلعب دور الوكيل الذي يتعهد بتسويق الإصدار الجديد لكنه

يمكن أن يقصر دوره في حدود بيع أو تسويق هذه الإصدارات وذلك دون أن يضمن تغطيتها.

- كما يمكن الوسيط أيضا خصوصا إذا ما كان مؤهلا كذلك أن يقوم بدور المستشار المالي للمستثمرين في الأوراق المالية، وتغلب على الوسيط

الذي يقوم بهذا الدور أن يكون شركة استثمار.

- أما طبيعة وحدود الاستشارة التي يقدمها للعميل فتتوقف على شروط الاتفاقية، و في هذا المجال يوجد نوعان من الاتفاقات:

- الاتفاقية الاستشارية: و يمارس الوسيط بموجبها دور المستشار بالنسبة للعميل فيتعهد بإشراف المستثمر على استثماراته، أو يقوم

بتقديم توصيات محددة بشأن أوجه الاستثمار أو بشأن سياسيات استثمارية محددة.

- الاتفاقات الإدارية: و يمارس الوسيط بموجبها مسؤولية إدارية ، و ذلك في إطار إستراتيجية الاستثمار الخاصة بالعميل .

¹ زياد رمضان شحوط: مرجع سبق ذكره ص ص (135 - 136).

3-1 أنواع الخدمات التي يقدمها الوسيط: يمكن حصر الخدمات التي يقدمها الوسيط للمتعاملين في السوق المالية بشكل

عام في ثلاثة أنواع هي:

***السمسرة:** عندما يقوم الوسيط بدور السمسار يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليها العميل ، و تختلف الأوامر

التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة أو الوسيط تبعا لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر و التي تكون في أغلب الأحيان محكومة بعنصرين هما : سعر التنفيذ ، و وقت التنفيذ.

***صناعة الأسواق:** يمكن للوسيط في السوق المالية أن يقوم بدور صانع الأوراق و ذلك لممارسة مهنته في بيع و شراء الأوراق المالية

بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق ، و يمارس صانع السوق نشاطه في السوق الثانوي بشقيه النظامي و الموارد و ذلك إما لصالح

عملائه أو لصالحه ، و بممارسته لمهامه يؤدي صانع السوق خدمات على درجة كبيرة من الأهمية للسوق المالي ¹.

***التعهد بتغطية الإصدارات الأولية:** يمكن للوسيط أن يلعب أيضا بالإضافة لدوره كسمسار أو صانع أسواق دور المتعهد لتغطية

إصدار معين سواء كان في صورة أسهم أو في صورة سندات. إذ يتعهد الوسيط و الذي يكون في هذه الحالة مؤسسة مالية مثل بنك استثمار أو

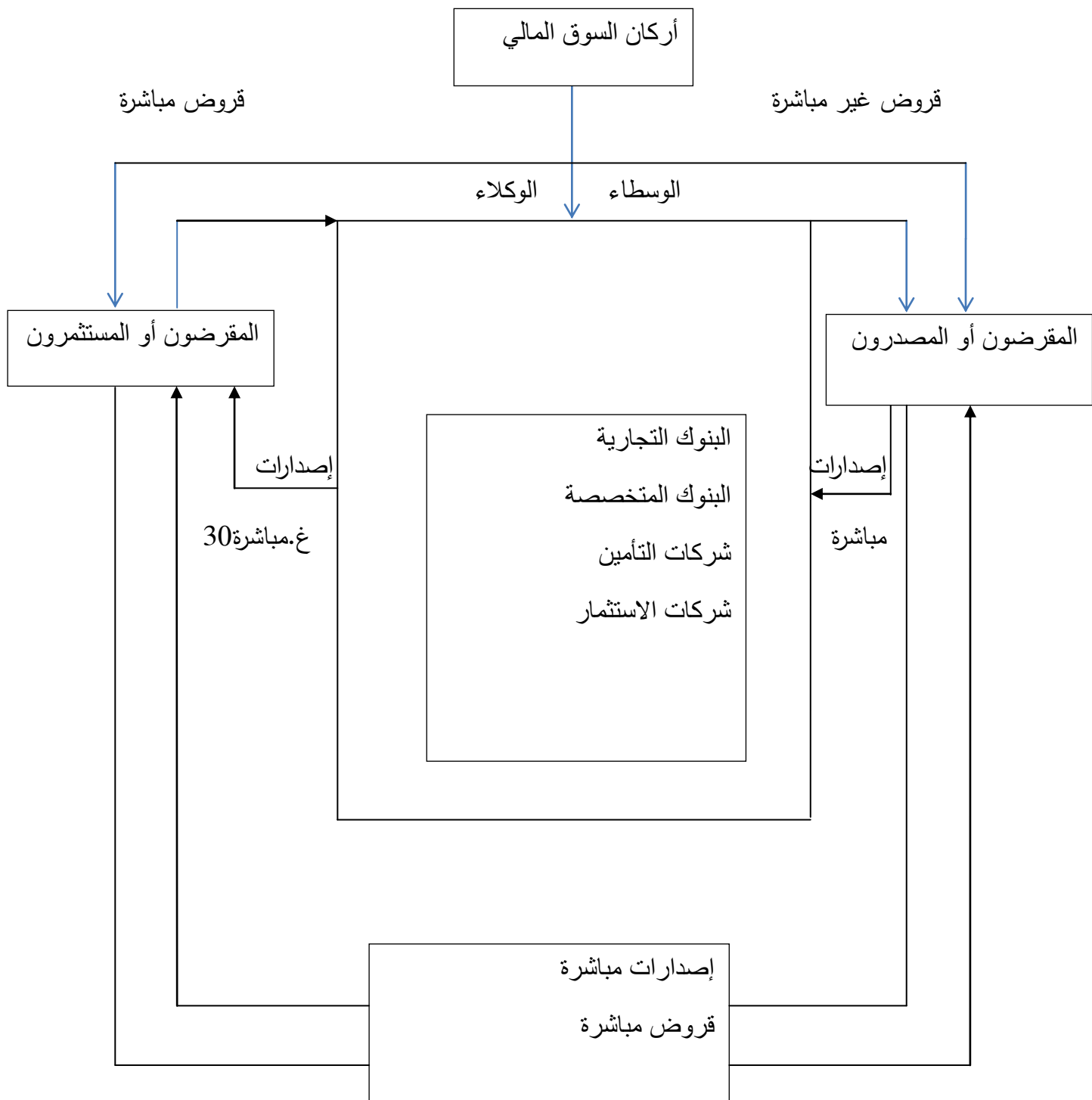
شركة استثمار للجهة المصدرة بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة و في هذه الحالة يتوجب عليه شراء ما يعجز عن تسويقه في هذه

الإصدارات و يمكن توضيح أركان السوق المالية في المخطط الموالي: ²

¹ زياد رمضان شموط: المرجع السابق، ص (138-139).

² محمد مطر : مرجع سبق ذكره ، ص (192).

الشكل رقم 2: أركان السوق المالية:



المصدر : محمد مطر ، المرجع السابق ص 181 .

خلاصة الفصل الأول:

تناول الفصل الأول من خلال أربع مباحث حيث وضحنا مفهوم الأسواق المالية و الأوراق الموجودة فيها و تصنيفاتها و أركانها لأن هناك العديد من المصطلحات المستعملة في عالم المالية و التي تبدو و لأول مرة وهلة عند العامة لأنها مترادفات أو على الأقل متقاربة المعاني ، من الأمثلة على ذلك السوق المالية ، السوق النقدية ، سوق رأس مال و غيرها من المصطلحات و بهدف رفع الالتباس لجأنا إلى تصنيف أسواق العمليات المالية إلى مجموعات الاستناد إلى معايير محددة عند تقسيمها حسب آجال العمليات نجد السوق النقدية و سوق رأس المال حيث تقيد هذه التقسيمات السلطات في وضع خط بين كل سوق و أخرى بغرض وضع ميكانيزمات الضرورية لتنظيم و مراقبة كل سوق على حدا ، و كذلك تساعد المستثمرين التوجه إلى السوق الملائم لإتمام صفقاتهم و توظيفاتهم التي يرون أنها تدر عليهم أرباحا أكثر أو تمويل أفضل.

الفصل الثاني : الوساطة المالية .

تمهيد : في عالم النقود و الأعمال هناك حاجة مستمرة إلى تداول الأموال بمبالغ تختلف بحسب طبيعة الأعمال و حجمها مع

تطور النشاط الاقتصادي و اتساع آفاقه كافة و تشعب قنواته فلم يعد التبادل يكفل بين مجموعة من الأشخاص تعرف بعضها

البعض أو بين عدد من المجموعات البشرية التي يسهل بينها التبادل , ومع ظهور عصر إنتاج السلع

ظهرت حاجات جديدة إذن اللجوء المباشر إلى أفراد آخرين لطلب هذه الموارد في حالة عدم كفاية الذاتية و بالتالي الحاجة إلى

ظهور أطراف جديدة مهمتها جمع الأموال و إعادة توزيعها ضرورة حتمية ومن هنا جاءت الوساطة المالية كحلقة ربط بين أصحاب

الفائض المالي و أصحاب العجز المالي فهل يحتفظ أصحاب الفائض المالي بأموالهم في بيوتهم ؟ هل يقرضونه مباشرة إلى أولئك الذين

يعانون من العجز المالي ؟ غير أن ظهور الوساطة كمؤسسات جديدة في المنظومة الاجتماعية و الاقتصادية كان من الضروري أن

يرافقه ظهور قواعد جديدة تضبط عملها و آليات توسيع أدائها ومن هذا تظهر الحاجة إلى الوسطاء الماليين الذين يقومون بجمع

الأموال بكميات مختلفة و شروط يقبلها المدخرون و المستثمرين .

وهذا ما سنتطرق إليه في فصلنا من خلال إدراج المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية.

المبحث الثاني: أفراد الوساطة المالية.

المبحث الثالث: أفراد الوساطة المالية.

المبحث الأول : ماهية الوساطة المالية

المطلب الأول : مفهوم الوساطة المالية .

تناول الباحثون موضوع الوساطة المالية من منازر مختلفة بالتالي تمايزت التعاريف المقدمة من قبلهم .

1-1 تعريف الوساطة المالية:

هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة. فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي , تقوم هذه الهيئات بتعبئة الادخارات و الفوائض المالية الخاصة بالافراد و المؤسسات من جهة , أو القيام بمنح قروض الى أطراف أخرى , و بهذه الطريقة فهي تصل الى بين طرفين متناقضين في أوضاعهما الحالية أهدافها المستقبلية.¹

و تعرف أيضا على أنها عبارة عن مؤسسات تقوم بجمع المدخرات من الجمهور بسعر فائدة محدد. وتقرضها على المحتاجين للتمويل لاسيما المؤسسات بسعر فائدة أعلى لتغطية مصاريف التسيير و تخلق أرباح وراء ذلك.²

أو هي مجموع تعاملات الوسطاء في الأسواق المالية و النقدية التي يتم فيها شراء أو بيع الأسهم و السندات , و تمويل عمليات الوساطة المالية عن طريق رؤوس الأموال المملوكة أو الاقتراض من البنك .

1-2 التعريف الثاني للوساطة المالية :

الوساطة المالية تعني الحصول على موارد مالية من احد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات و المؤسسات الحكومية و الأفراد و ذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى.³

¹ الطاهر لطرش "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 2001، ص 67.

² جيار محفوظ " البورصة و موقعها من الأسواق العمليات المالية" ، دار هومة للنشر، الجزائر، الطبعة الأولى 2002، ص 08.

³ السيد عبد الفتاح عبد السلام- محمد الصالح المنأوي -"

و تعني الوساطة المالية أيضا عملية تجميع إيداعات صغيرة و متناثرة و تقوم بإعادة توزيعها على الذين هم في حاجة إليها في شكل قروض كبيرة و مركزة و ذات فترة طويلة .

و هي العملية التي يتم من خلالها إتباع متطلبات كل من الوحدات الاقتصادية سواء ذات الفائض او العجز المالي .

كما تعتبر العملية التي فيها إقراض الأموال ثم اقترضها من قبل , و تقوم بهذه المهمة المؤسسات المالية البنكية و غير بنكية , حيث تقيم العلاقة غير المباشرة بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي .

3-1 التعريف الثالث للوساطة المالية: الوساطة هي نشاط إنتاجي تقوم فيه الوحدات المؤسسة بتدبير الأموال من

خلال تكبد خصومها على حياتها الذاتي بغرض توجيه هذه الأموال إلى وحدات مؤسسة أخرى.¹

2- أهمية الوساطة المالية:

يعد وجود الوساطة المالية في الاقتصاد اليوم أمرا ضروريا ليس فقط لكونها متعامل اقتصادي , ولكن كونها قد سمحت بإيجاد حلول للعديد من المشكلات المرتبطة بالتمويل , و في الحقيقة يمكن تشكيل أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لكل أطراف علاقة التمويل².

2-1 بالنسبة لأصحاب الفائض المالي:

بالنسبة لهذه الفئة من الأفراد، سمحت الوساطة المالية بتحقيق مزايا عديدة نذكر منها:

- يقلص وجود الوساطة المالية لأصحاب الفائض المالي من إنفاق الوقت و الجهد في البحث عن المقترضين المعتمدين، فهم يعرفون مسبقا الجهات التي يودعون فيها أموالهم.

يتجنب أصحاب الفائض المالي المخاطرة بعدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر.

¹ صندوق النقد الدولي: دليل الإحصاءات النقدية و المالية. 2000، ص 16.

² طاهر لطرش: مرجع سبق ذكره، ص 09.

وجود الوساطة المالية يسهل لأصحاب الفائض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت .

2-2 بالنسبة لأصحاب العجز المالي :

أن الوساطة المالية لا توفر مثل هذه الخدمات لأصحاب الفائض المالي فقط بل تؤدي خدمات .. إلى أصحاب العجز المالي , وليس مبالغة إذا قلنا إن هؤلاء (لأصحاب الفائض و أصحاب العجز)

هم المبرر لوجود الوساطة المالية، ولا معنا في الوقائع لهذه الأخيرة في الجوانب التالية:

توفر الوساطة الأموال اللازمة بشكل كافٍ و في الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي, نظرا لما توفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بهذه الطريقة مستمرة.

تجنب وجود الوساطة المالية للمقترض مشقة البحث عن أصحاب الفائض باعتبارهم هيئة قرض بنكية تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم.

كما إن وجود الوساطة المالية يسمح بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا , فعلاقة التمويل المباشر تدفع المقترضين الى فرض فوائد مرتفعة ترتبط بحجم المخاطر المالية , ولكن نظرا إلى للتقنيات العالمية المستعملة من طرف الوساطة المالية تجعل الفوائد المفروضة على القروض ليست مرتفعة بالشكل الموجود في علاقة التمويل المباشر .

2-3 بالنسبة للوساطة المالية نفسها :

إذا كانت الوساطة تؤدي كل هذه الخدمات لأصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي , ماذا تستفيد وراء ذلك .

في الواقع لا تقوم الوساطة المالية بذلك من دون مقابل. وإنما تستفيد كثير من المكاسب يمكن ذكر

أهمها في مايلي : ¹

¹ المرجع السابق، ص 09.

تستفيد أولا من الفائدة على القروض , وذلك من المداخل التي تنظم عائداتها التي تحققها أولية تقوم عليها نشاطاتها .
استعمال موارد غير كافية في الغالب , فالودائع الجارية هي الجزء الغالب في موارد الوساطة المالية , ويجب أن نعلم أن هذا النوع من الفوائد على هذا النوع من الودائع .

يسمح على الحصول على ودائع للوساطة المالية بتوسيع قدرتها على منح القروض و ذلك بإنشاء عقود الودائع.

4-2/ بالنسبة للاقتصاد ككل:

- إن الاقتصاد يستفيد من وجود الوساطة المالية في الكثير من الجوانب أهمها:
- تفادي احتمالات عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات من أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي سواء من حيث الوقت أو المبلغ. و الوساطة المالية وحدها قادرة على إلغاء التناقض من خلال تفادي كل هذه المشكلات.
 - يسمح وجود الوسائط المالية بتوفير الأموال الأزمة للتمويل بواسطة جميع الادخارات الصغيرة و تحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.
 - تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد (ذو الطبيعة التضخمية) بتعبئة السيولة الموجودة. ولكن القدرة على هذه التعبئة إلى حد كبير بمدى فعالية الوسائط المالية ذاتها في أداء دورها كجامعة للأموال.
 - فأصحاب الفائض المالي هم الذين تفوق مداخيلهم مجموع النفقات التي يقومون بها و تبعا لذلك فهم يمثلون الطرف الذي له القدرة على التمويل، و الأهداف التي تحركهم هي محاولة البحث عن أفضل التوظيفات لهذه الفوائض.
 - إما أصحاب العجز المالي فهم من يفوق فيض نفقاتهم في العادة مجموع المداخل التي يحصلون عليها، وبالتالي يجدون أنفسهم بحاجة مستمرة لأموال لتغطية عجزهم و لذلك فهم يمثلون الطرف له الحاجة إلى التمويل.

المطلب الثاني: وظائف الوساطة المالية:

توجد وظيفتين هامتين يقوم بها الوسطاء الماليين و هما الحفاظ على الأموال المودعة لديهم من قبل الأفراد و المؤسسات و الوحدات الاقتصادية الأخرى من الأموال، إضافة إلى هاتين الوظيفتين، فإن تجمع مجموعة كبيرة من الأموال عند الوسطاء الماليين يمكنهم إن يحققوا إشكالا مختلفة من الوافرات الاقتصادية، ويقوموا بأداء عدد متميز من الوظائف و من أهم وظائف الوسطاء الماليين مايلي:¹

2-1/ تقديم المعلومات المالية و تحليلها:

وذلك لان الوسطاء الماليين يستعينون بخبراء في ميدان التحليل المالي، وبالتالي تكون تكلفة جمع المعلومات وتحليلها، مما قام بذلك المدخرون أنفسهم. وبالتالي اتخاذ القرار المناسب لمساعدة المدخرين في استغلال فرص استثمارية مناسبة، خاصة ما يتعلق منها بالأوراق المالية. إن العديد من الأفراد الذين ليست لهم المعرفة الكاملة بشؤون الأوراق المالية، قد يجدون من المهرق (سواء في صورة ضياع المال أو الوقت) إن يقوموا بجمع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الأوراق المالية غير المباشرة خصوصا إذا كانت ما لديهم مجرد مبالغ نقدية صغيرة يرغبون استثمارها ومن هنا يأتي دور الوسطاء الماليين ، فهم يستطيعون الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي (وهو ما لا يستطيع المدخر العادي عمله بإمكانيته) و ستكون تكلفة استخدام هؤلاء الخبراء بالطبع منخفضة جدا إذا تم توزيعها على الحجم الكبير و المتنوع من الأصول التي يجمعونها و يحللون المعلومات الخاصة بها ، و فضلا عن ذلك يدعي بعض الوسطاء أن الاستعانة هؤلاء الخبراء يمكنهم من اتخاذ قرارات أفضل كثيرا من تلك القرارات التي كان أصحاب المدخرات سوف يتخذونها بأنفسهم و غالبا أقل مما لو قام بذلك المدخرون الأصليون.

2-2 تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة:

و يقصد بها التكاليف التي تنطوي عليها عمليات شراء الأصول المالية المباشرة و الاحتفاظ بها أو بيعها، و هنا يستطيع الوسطاء الماليون تحقيق وافرات اقتصادية من ناحيتين:

- ناحية العمليات المالية التي يقومون بها.

- ناحية عدد مرات قيامهم بهذه العمليات.

¹ د- عبد النعيم مبارك. أحمد الناقه " النقود و الصيارفة و النظرية النقدية"، الدار الجامعية. الإسكندرية، 1997م، ص ص (76.80).

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

- أما بالنسبة للناحية الثانية فنجد أن عدد المرات التي يقوم فيها الوسيط الماليون بعمليات شراء أو بيع أصول مالية و يكون أقل عدد المرات التي يقوم ، و السبب في انخفاض عدد العمليات التي يقوم بها الوسيط الماليون كما يقوم بها المدخرون النهائيون هو أن المدخر النهائي يتعين عليه بيع قدر من الأصول المالية التي في حوزته كلما اضطرت حاجته إلى السيولة إلى تحرير جزء من أرصده المحبوسة في تلك الأصول و طبعاً يتوقع أن يتكرر ذلك كثيراً، أما الوسيط المالي فلا يقوم بمثل هذه العمليات عدد كبير من المرات ، لأن حاجته إلى السيولة لا تكون مفاجئة و متكررة ، فضلاً عن أنه يتوقع باستمرار أن التيارات النقدية المتدفقة إليه (متحصلاته الكلية) تكون كافية لسد حاجاته إلى السيولة ، من ثم لا يضطر إلى إحداث نقص صافي في أصول الكلية.¹

3-2 توفير الائتمان وتقديمه إلى رغبه:

و هذا من خلال تعبئة الأموال من المنشآت ذات العجز، و لم يقف دور الوسيط الماليون عند هذا الحد، بل تجاوزوه إلى توفير مقادير إضافية جديدة عن طريق خلق الأصول المالية الغير مباشرة.

يتميز الوسيط الماليون بأنهم يخلقون سيولة حيث يجعلون من الممكن للمقرضين أن يقرضوا قصير الأجل و المقرضين طويل الأجل، و رغم حقيقة أنهم استخدموا أموال المودعين لتقديم قروض طويلة الأجل فإنهم يستطيعون أن يعدوا المودعين بأنهم يستطيعون سحب ودائعهم في أي وقت.

المستثمرين و المستهلكين (الوحدات ذات العجز) ثم مع تزايد الحاجات الاقتصادية إلى الائتمان ، تطورت وظيفة الوسيط الماليين فلم تعد تنصب فقط على تسهيل عمليات الائتمان المباشر بل أصبحت تحاول توفير مقادير إضافية جديدة (خلق دين جديد) عم طريق خلق (إصدار) الأصول المالية المباشرة، و من مصادر القول أن الوسيط الماليين يعملون بهذا على سد الفجوة بين الإنتاج و

¹ توماس ماير، جيمس اس دومميري، روبرت زدالير، "النقد و البنوك و الاقتصاد"، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق دار النشر، 2002، ص 60.

الاستهلاك و هو كما رأينا شرط لضمان نمو الدخل القومي بمعدل مستقر و لقد كان هذا التحول في الطبيعة وظيفة الوساطة المالية من الناحية العلمية مقترنا بتحويل على مستوى الفكر النظري أيضا فلقد كانت النظرية الكلاسيكية تنظر إلى القطاع المالي، بصفة عامة، على أنه مجرد قطاع محايد كل من يقوم به هو مجموع الموارد المالية ليمول بها القطاعات الإنتاجية حسب إنتاجها و لقد ظل الفكر الاقتصادي أسير هذه التعاليم. حتى ظهر كينز و حاول مرة جذب الانتباه حول أهمية القطاع المالي ، فشرط التوازن العام في النظرية الكينزية هو توازن سوق النقد و المال و سوق الإنتاج و سوق العمل. و قي الآونة الأخيرة ظهرت كتابات مختلفة تؤكد على أهمية السوق المالي و تظهر و تظهر بوضوح الكيفية التي تربط بها التطور الاقتصادي للسوق بتطوره المالي كما تظهر ارتباط النقود و رأس المال العامل من جهة و بحجم الناتج القومي من جهة أخرى.

2-4 توفير السيولة:¹

يحتفظ الوسطاء بجزء من الودائع في شكلها النقدي، وهذا الأخير عادة ما يكون منخفضا في حالة حيالة الأصول المالية المباشرة قصيرة الأجل، لذا فالوسطاء الماليون ب'مكانهم تحقيق السيولة سواء لأنفسهم أو لحائزي الأصول المالية غير المباشرة و ذلك بتكلفة أقل مما يستطيع تحقيقه المدخرون.

و يتميز الوسطاء الماليون بأنهم يخلقون سيولة حيث يعملون من الممكن للمقرضين أن يقرضوا قصير الأجل و المقرضين طويل الأجل و رغم حقيقة أنهم استخدموا أموال المودعين لتقديم قروض طويلة الأجل فإن هم يستطيعون أن يعدوا المودعين بأنهم يستطيعون سحب و دائعهم في أي وقت لو أن لديها عدد من المودعين الأفراد الصغار ذوي القرارات المفصلة حول ما إذا كانوا سيسحبون ودائعهم أولا. حيث لا ترتبط قراراتهم حول سحب الودائع أولا. و من ثم يستطيع البنك مثلا أن يتنبأ على نحو جيد بالتوزيع الإجمالي لمسحوبات الودائع في أي وقت و يحتفظون باحتياطات صغيرة الحجم لمواجهة المسحوبات.

2-5 تدنية المخاطر:

¹ المرجع السابق، ص 61.

الوسيط المالي بإمكانه شراء كميات كبيرة ومتنوعة من الأصول المالية، فهو يحقق وفرة في تكلفة الشراء، كما أن تنوع الأصول الموجودة بالمحفظة المالية يعطيه قدرا من الأمان ضد مخاطر انخفاض بعض الأوراق المالية نظرا لاحتمال أن ترتفع قيمة البعض الآخر و بالتالي فالأكثر الثاني يحذف الأثر الأول.

أما فائدة تدنيت المخاطر، فالمدخر النهائي مهما كانت قيمة الفوائض المتاحة لديه لغرض الاستثمار لن يتمكن إلا من شراء عدد صغير من الأصول غير المتنوعة، و بالتالي فإن المخاطر التي تواجهه كبيرة ما إذا حدث و انخفضت أسعارها السوقية وراء التخلص منها قبل استحقاقها.

المطلب الثالث: أسباب الوساطة المالية:

الوظيفة الأساسية التي يقوم بها الوسطاء الماليون هي الوساطة بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز و الوحدات الاقتصادية ذات الفائض، أي بين مجموعتين من الأشخاص المقرضين و المقترضين، و هنا قد يتساءل البعض.

هل تستطيع كل مجموعة من المجموعتين القيام بالخدمات التي يقدمها الوسيط بنفسه دون الحاجة إلى تدخله و بعبارة أخرى هل الوساطة المالية تكلفة إضافية يمكن الاستغناء عنها ؟ و مقدما لابد أن نتوقع منطقيا أن تكون الإجابة على هذا السؤال بالنفي، و إلا لما احتلت وظيفة الوساطة المالية هذه المكانة العالية ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة، و في الواقع فإن الكثير من الخدمات التي تقدمها هي خدمات يجد الأفراد العاديين و المؤسسات أنه من الصعب أن لم يكن من المستحيل قيامهم بها بأنفسهم، و الكثير من المشروعات تجد نفسها عاجزة على الحصول مباشرة على المبالغ الكبيرة التي تحتاجها و للتغلب على تلك الصعوبات تستطيع اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية، التي تتوسط لها لدى الجمهور ولو كانت مساهمتهم قليلة، إلا أنها تستطيع تجميع هذه المساهمات لتؤمن في الأخير المبالغ المالية التي تحتاجها هذه المشروعات، و هي بهذا تقدم خدمات مختلفة و مفيدة إلى الطرفين.¹ كما يعتبر جمع توظيف الأموال من قبل الوسطاء موضوع اقتصاديات الحجم، مثل عدد كبير من النشاطات الاقتصادية يعني هذا أن التكلفة

¹ حسين بن هاني: "اقتصاديات البنوك و النقود". الإسكندرية. الطبعة الأولى، 2008، ص، 323.

الوحدوية لإنتاج سلعة أو حزمة ما تنخفض كلما ارتفعت الكمية المنتجة و تنشأ اقتصاديات السلع في الوساطة من مبلغ الأموال المسيرة و ذلك للأسباب التالية:¹

أولاً: كلما ارتفع حجم الصفقات المالية كلما انخفضت تكاليف شراء و بيع الأوراق المالية و منه تكون نفقات الوساطة من السندات و الأسهم نسبياً أقل أهمية إذ طبقت على 1000 ورقة مالية منه إذا طبقت على 10 وراقات.

ثانياً: الوساطة المالية يمكن أن تقضي على عدم قابلية الأوراق الأولية للتجزئة حيث تشتري مؤسسات الوساطة هذه الأوراق الأولية مثل سندات الخزينة إلا غالباً ما تكون قيمتها الاسمية مرتفعة، و ذات مزايا كبيرة، ثم تصدر أوراقاً مالية غير مباشرة ذات قيمة اسمية صغيرة، وهذا ما يعود بالفائدة على أصحاب الإدخارات الصغيرة بحيث يحصلون على مزايا للأوراق المالية التي لا يستطيعون تحمل تكلفتها بشراء الأوراق الغير مباشرة ذات القيمة الاسمية ، كما تعود أيضاً بالفائدة على أصحاب الإدخارات الصغيرة بحيث يحصلون على مزايا للأوراق المالية التي لا يستطيعون تحمل تكلفتها بشراء الأوراق غير المباشرة ذات القيم الاسمية الصغيرة، كما تعود أيضاً بالفائدة على المؤسسات و المشاريع المصدرة لأوراق الأولية، و ذلك بتصريف أوراقها.

و من أجل تطوير الوساطة المالية على التمويل غير المباشر أن يضمن للمقرض و المقترض خدمات مالية و غير مالية مهمة أكثر من التمويل المباشر، يجب أن يسمح الفرق بين مردود الأوراق الأولية و الأوراق غير المباشرة للوسيط بتغطية تكاليف الاستخدام، و الحصول على ربح.²

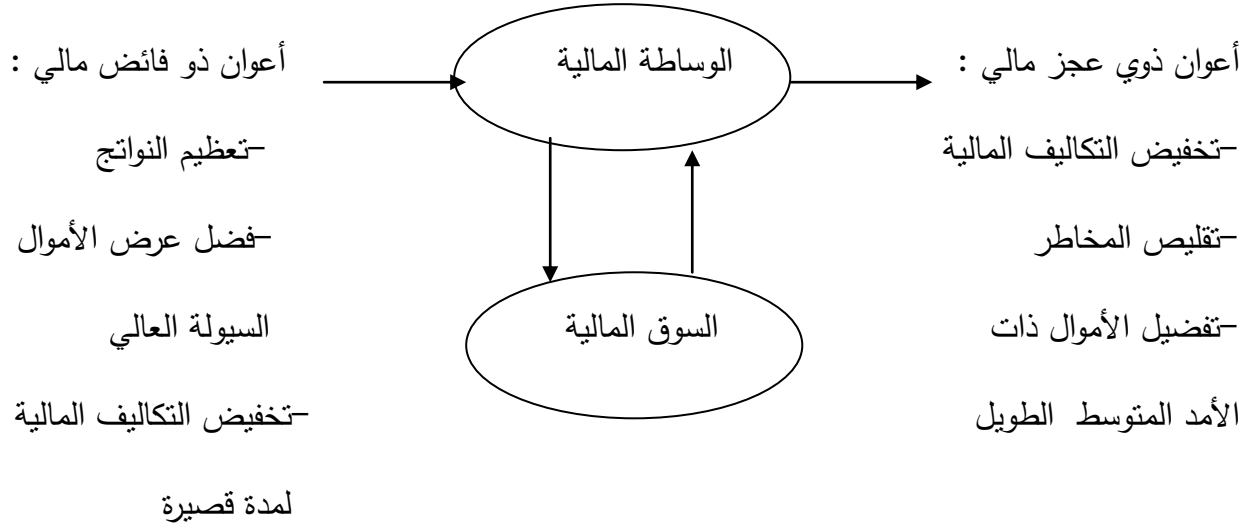
الشكل 1 : يوضح ميزانية مختلف الاعوان الاقتصاديين :

أ الوسيط		أ المقرض		أ المقترض	
خ	أوراق مالية	خ	أوراق مالية	خ	أوراق مالية
أوراق غ مباشرة	+	الثورة الصناعية	+	أوراق غ	+
+		+		مباشرة *	

¹ مرجع سبق ذكره، ص 16.

Source : André certains. Les marché finnas internationaux édition la découverte . paris.2004 ;P ²

الشكل الثاني 2 : يوضح عمل الوساطة المالية :



المبحث الثاني : مؤسسات الوساطة المالية .

ستعرف من خلال هذا المبحث إلى مؤسسات الوساطة المالية و المتمثل

المطلب الاول : المؤسسات النقدية : وتضم هي الأخرى نوعان:

1-البنك المركزي :

1-1 مفهوم البنك المركزي :

تعريف البنك المركزي : البنك المركزي هو ذلك المؤسسة التي تشغل مكانا رئيسيا في سوق النقد و هو الذي يقف على قمة الهرم المصرفي . ويهدف أساسا إلى خدمة الصالح الاقتصادي العام في ظل مختلف النظم النقدية و المصرفية و البنك المركزي يتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة و يستمد وجوده كمؤسسة عامة ويقدم جميع إحكامه وفقا لأحكام القانون وله الحق في إن يمتلك و

يتصرف في ممتلكاته و إن يتعاقد وان يقيم الدعاوي و تقام عليه باسمه و يكون له خاتم خاص به و يعفى من كافة الضرائب و الرسوم و عادة ما يكون البنك المركزي مملوكا للدولة وتكون وظيفته الأساسية إدارة أنشطة النشطة البنوك التجارية و رسم السياسة الاقتصادية العامة للحكومة.¹

2-1-1 خصائص البنك المركزي : يقوم البنك المركزي على أوجه عدة من التمايز توضح الطبيعة الخاصة له ، و

تعكس لنا أهميته كبنك مركزي ، تتمثل هذه الخصائص فيما يلي :

يقوم البنك المركزي بإصدار ما يسمى بالنقود القانونية أي تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية و تحويل الأصول النقدية إلى أصول حقيقية.² حيث تنشأ النقود القانونية من طرف البنك المركزي الذي فوضته الدولة لأداء هذه العملية و نظرا لاحتكاره لمثل هذا الامتياز فهو يمثل الملجأ الأخير للاقتراض .

النقود القانونية التي يصدرها البنك المركزي تختلف عن أنواع النقود الأخرى (نقود، ودائع) إطار رؤى الشمولية للوضع النقدي و تصوره لتطورات المستقبلية فهي تتميز بخصائص معينة كونها نقود مقبولة عامة ولها قوة إبراء غير محدودة و تتميز بسيولتها التامة عكس نقود الودائع التي تصدرها البنوك التجارية بشكل متعدد .

لا توجد مصادر معتمدة و مستقلة مصدرة للنقود بل هناك وحدة مركزية واحدة تشرف على الائتمان مع إمكانية وجود فروع البنك المركزي لتسهيل مهامه وتكون أكثر دقة.

على اختلاف البنوك التجارية لا يتعامل البنك المركزي حيث انه يهتم بتنظيم و رقابة عمليات البنوك التجارية.

يختلف هدف البنوك المركزية عن هدف البنوك التجارية أو المشروعات الخاصة من حيث تحقيق الربح فان من المسلم به هدف البنك هو خدمة الصالح الاقتصادي.

يتمتع البنك المركزي بسلطة قانونية باستخدام وسائل معينة يستطيع من خلالها أن يلزم البنوك التجارية بتنفيذ السياسة النقدية التي يرغبها.

¹ صبحي تاديس قويسة: مدحت محمد العقاد. "النقود و البنوك و العلاقات الاقتصادية الدولية" (دار النهضة العربية، بيروت - 1989) ص 25.

² مصدق رشدي شيحة: "الاقتصاد النقدي و المصرفي" (الدار الجامعية، مصر، الطبعة 1985)، ص 178.

يحتل البنك المركزي الصدارة و قمة الجهاز المصرفي و ذلك لقدراته على إصدار النقود و الرقابة على أصول الائتمان في البلاد من خلال رقابته على البنوك التجارية و التأثير في قدراتها على خلق النقود و هناك علاقة وثيقة بين الحكومة و البنك المركزي حيث يعتبر هذا الأخير احد أجهزة الدولة ز يعد مستشارها في المسائل السياسية النقدية , فهو بنك الدولة.¹

2-1 وظائف البنك المركزي: إذا كان لكل بنك مركزي في دولة معينة سمات خاصة تميزه عن غيره من البنوك المركزية في

الدول الأخرى إلا انه يمكن تحديد سمات أو وظائف البنك المركزي في دول مختلفة ، فهذه البنوك تتمتع بامتياز الإصدار ومن ثمة فهي التي توجد النظام المصرفي كما تجتمع لديها اغلب عمليات السوق المصرفي فان النقود الورقية التي يصدرها البنك المركزي تمثل في الواقع جزء هام من النقود المتداولة الأمر الذي دفع بالبنوك التجارية إلى التعامل مع البنك المركزي أو الاحتفاظ لديه بأموالها كوديع لديه، وبذلك ازدادت أهمية البنك المركزي في مواجهة البنوك التجارية كما أن البنك المركزي في كثير من الحالات يقدم قروض للحكومة و ائتمان لتسيير البنوك الأخرى فهو في قمة النظام المصرفي و من ثمة يتولى رسم السياسة النقدية لما تقتضيه الظروف الاقتصادية الخاصة لدولة ، بالإضافة إلى ما تقدم فان البنك المركزي يعتبر الرقيب على الائتمان في الاقتصاد الدولي خاصة فان الوظائف الأساسية للبنك هي :

البنك المركزي هو بنك الحكومة .

البنك المركزي هو بنك البنوك

البنك المركزي هو الرقيب على الائتمان

2- البنك التجاري:

2-1 / مفهوم البنك التجاري :

2-1-1 / تعريف البنك التجاري:

هو مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تصطلح أساسا بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد اجل قصير و التعامل بصفة أساسية في الائتمان قصير الأجل و يطلق على هذه البنوك اصطلاح بنوك الودائع فلا يمكن إن تعتبر بنوكا تجارية ما لم

¹ مجدي محمود شهب: "اقتصاديات النقود و المال" (الدا الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000). ص 218.

توفر على قبول الودائع القابلة لسحب لدى الطلب عن المؤسسات الائتمانية او ما ينحصر في النشاط الأساسي المتمثل في القيام بعمليات الائتمان ذي الأجل طويل كبنوك الادخار و البنوك الرهان العقاري.¹

2-1-2 / خصائص البنك التجاري :

تعمل البنوك التجارية على تحقيق قدر كبير من الأرباح كغيرها من المؤسسات المالية التجارية و تتميز عدة خصائص:²

تختص البنوك دون غيرها من المؤسسات و المشاريع التجارية بان معظم أصولها تشكل حقوق على مؤسسات و أشخاص، في شكل ودائع مختلفة.

تختص هذه البنوك بالقدرة على الإقراض، و هذا يتم بالوساطة بين المدخرين و المستثمرين أو بخلق مصادر تمويل و إقراضها، و لهذا السبب تمارس البنوك أمر فعال على حجم الائتمان و توزيعه بين مختلف القطاعات.

تتعامل البنوك التجارية في الأصول النقدية و المالية فقط كالودائع و القروض و الأوراق المالية و لا تتدخل في مجالات الاستثمارات المباشرة في الأصول الحقيقية بحيث إن قوانين البنوك في كثير من دول العالم تمنع البنوك بالتدخل في استثمارات أصول حقيقية إلا بقدر الذي تحته طبيعة العمل مع البنك التجاري.

وأهم ما تختص به البنوك التجارية هي قدرتها على خلق النقود فعندما تقوم البنوك التجارية باقتناء أية أصول مالية تدر عائدا فإن ناتج بيع أو تحويل هذه الأصول ينعكس في شكل زيادة ودائع البنوك التجارية.

2-2 وظائف البنوك التجارية: إن مباشرة البنوك التجارية لمختلف نشاطاتها يعود أساسا لما تمليه وظائفها، فقد عرفت

هذه الأخيرة تطورات عديدة اختلفت باختلاف المراحل التاريخية التي مرت بها و لأن البنوك مجدت بغرض المحافظة على الأحوال. و نتيجة التطورات الحاصلة على مستوى البنوك فقد برزت وظائفها بشكل كبير و أعمق و تنوعت من القديمة منها إلى الحديثة و لهذا سنتطرق لهاته الوظائف.³

¹ زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي "أساسيات الاقتصاد النقدي و المعرفي" (منشورات الحلبي الحقوقية) ص (99-100).

² خريف بشري و آخرون: "وظائف المصارف التجارية" (مذكرة لنيل شهادة الدراسات الجامعية التطبيقية، محمد خيضر بسكرة) ص 10.

³ مرجع سبق ذكره، ص 222.

أ_ الوظائف التقليدية : تقوم البنوك بثلاث وظائف تقليدية و هي :

أ-1 / قبول الودائع : فالوديعة لدى البنك هي بالأحرى نوع من الائتمان بمنحة المودع للبنك و يعني قبول البنك لها بأن

يدفع له أي مبلغ في شكل نقود قانونية و يترتب على عملية الإيداع فتح ما يسمى بالحساب المصرفي .

أ-2 / خلق الودائع : هو أن تقوم مجتمعة بتقديم قروض لعملائها و تزيد قيمتها كثيرا عن قيمة الودائع الأولية لأن المبالغ

المودعة لديها من الأصل ، أي أنها تخلق هذه الودائع.

أ-3 / خصم الأوراق التجارية : و هي تمثل أساسا الكمبيالة التي تعتبر أداة مهمة للائتمان التجاري و تؤدي إلى

تنشيط و تسيير المعاملات و قد تكون هذه الأوراق قابلة للدفع بعد فترة من الزمن في حين أن المستفيد يحتاج إلى نقود حاضرة

لمباشرة أعماله فيتقدم بها إلى أحد البنوك التجارية يقوم بخصمها أي قيمتها بعد استئزال الخصم و هو يمثل الفوائد الباقية قبل

استحقاقها بالإضافة إلى عمولة يحصلها البنك قبل قيامه بهذه العملية .

ب / الوظائف الحديثة : نتيجة لمراحل تطورات النشاط الاقتصادي و التحول الجذري من مرحلة القيام و الإيداع على

مستوى الدولة إلى الدخول إلى عالم الاستثمارات و امتلاكها للعديد من المشروعات الصناعية و الخدمة التجارية هذا ما أدى

بظهور وظائف حديثة تتماشى مع التطورات الحاصلة على مستوى البنوك التجارية و نذكر منها ¹:

__ الاستثمار في الأوراق المالية من خلال بيع و شراء الأسهم .

__ تمويل التجارة الخارجية إذ تقوم البنوك بدور الوسيط في المعاملات الخارجية .

__ تحليل الشيكات المحلية عن طريق غرفة المقاصة و صرف الشيكات المحسوبة عليها .

__ المساهمة في إصدار الأسهم و السندات لشركات المساهمة .

¹ عبد المطلب عبد المجيد: "النظرية الاقتصادية و تحليل جزئي و كلي للمبادئ"، (الدار الجامعية للنشر و التوزيع الإسكندرية. 2003) ص 346.

— شراء و بيع الأوراق المالية لحساب العملاء.

— تحصيل الأوراق المالية لصالح العملاء و إصدار الشيكات السياحية .

— خدمات بطاقات الائتمان و بطاقات الصرف الآلي .

المطلب الثاني: المؤسسات غير النقدية :

هي المؤسسات المالية التي ليس لها القدرة على خلق النقود و تتمثل في البنوك الإسلامية و بنوك الاستثمار، شركات التأمين،

مؤسسات الضمان الاجتماعي و البنوك المتخصصة، البنوك الشاملة.¹

1-2 البنوك الإسلامية : لقد نشأت البنوك الإسلامية و انتشرت في العالم الإسلامي و غير الإسلامي استجابة لتطلعات

الأفراد و الشعوب التي أدركت مدى خطورة النظم الربوية المدمرة لكيانها لقوى الفعل الاقتصادي فيها .

1-1-2 مفهوم البنوك الإسلامية : البنك الإسلامي هو مؤسسة مالية هدفها تجميع الأموال و المدخرات من كل

من لا يرغب في التعامل بالربا ثم العمل على توظيفها في مجالات النشاط الاقتصادي المختلفة و كذلك توفير الخدمات المصرفية

المتنوعة للعملاء بما يتفق مع الشريعة الإسلامية و يحقق دعم أهداف التنمية الاقتصادية و له مجموعة من الخصائص تتمثل في :²

— عدم التعامل بالفائدة ، باعتبارها ربا في الشريعة الإسلامية .

— تجميع الأموال المعطلة و دفعها إلى مجال الاستثمار .

— ربط التنمية الاقتصادية بالتنمية الاجتماعية و ذلك من خلال القروض الحسنة .

— إحياء نظام الزكاة.

¹ شيقري نوري موسى آخرون : " المؤسسات المالية المحلية و الدولية"، دار المسير للنشر و التوزيع و الطباعة، الطبعة الأولى، عمان 2009، ص 117.

² عبد الله خبابة: " الاقتصاد المصري"، الدار الجامعية، الإسكندرية 2007 – 2008 ص 145.

2-2-2 أهداف البنوك الإسلامية : للبنك الإسلامي أهداف يسعى إلى تحقيقها هي :

— تعميق الروح لدى الفرد.

— السعي إلى إيجاد مناخ مناسب لجذب رأس المال الإسلامي الجماعي .¹

— العمل على توظيف الأرصدة الإسلامية داخل الوطن الإسلامي .

— العمل على توسيع قاعدة العاملين في المجتمع و القضاء على البطالة .

— رعاية أبناء المسلمين والعجزة والمعوقين عن طريق صناديق الزكاة.

2-2-2 بنوك الاستثمار: بنوك الاستثمار هي بنوك متخصصة بتوفير الائتمان طويل الأجل اللازم للاستثمار سواء من خلال

إقامة المشروعات أو توسيع نشاط هذه المشروعات وقد قد تم هذا من خلال تمويل عمليات الاستثمار هذه عن طريق اقتناء

المشروعات والتي هي في الغالب طويلة الأجل ،وتعرف بأنها تلك البنوك التي تقوم بعمليات تتصل بتجميع وتنمية المدخرات لخدمة

الاستثمار وفقا لخطط التنمية الاقتصادية وسياسات دعم الاقتصاد القومي ،ويمكن تعريفها بأنها الوسيط بين جمهور المستثمرين

الحاملين للورقة المالية وبين الجهة التي قررت إصدارها.²

2-2-1 المهام الرئيسية للبنك الاستثماري : وتتمثل في :

-توجيه النصح والمشورة للشركة المعنية بشأن حجم الإصدار ومدى ملائمة توقيته وما إذا كان هناك وسائل تمويل أكثر ملائمة .

تسجيل الوثائق:يقوم بنك الاستثمار بمساعدة الشركات في تسجيل الوثائق المطلوبة.

التعهد بالتغطية:يقوم المتعهد بالتغطية بشراء الأوراق المالية من مصدرها سحباً لإعادة بيعها بسعر أعلى لقاء استلامهم رسوم عن

تقديم هذه الخدمة.

¹ المرجع السابق، ص 146.

² مرجع سبق ذكره، ص 199.

2-3 البنوك المتخصصة :

2-3-1 مفهوم البنوك المتخصصة :

هي وحدات مصرفية أو مالية تقوم بتجميع الموارد الادخارية من الأفراد و المشروعات أو من القطاع العام و تضعها تحت تصرف نفس هذه الوحدات، إذا احتاجت لها لغرض التوظيف الاستثماري.

و يمكن تعريفها أيضا بأنها مؤسسات مالية هدفها الأساسي ليس الربح، و إنما تهدف إلى تطوير قطاع إنتاجي معين، أو خدمة شريحة معينة من المجتمع و للبنوك المتخصصة بعض الخصائص نذكر منها:

__ هدفها الأساسي ليس الربح و إنما تنمية القطاعات الإنتاجية لدى بنوك التنمية .

__ تخصص بتقديم القروض المتوسطة و الطويلة الأجل لأن ذلك يتلاءم مع أهدافها .

__ علاقاتها بالدولة قوية (في أغلب الدول النامية) أو مختلطة.

__ أسعار الفائدة على قروضها معتدلة تتماشى مع غاياتها .

__ تعتمد أساسا على موارد المالية الذاتية .

__ تلقى الدعم و الحماية من الدولة .¹

__ تتعرض للخطر أكثر من المؤسسات المالية الأخرى ، لاعتمادها الاقتراض طويل الأجل .

2-3-2 أنواع البنوك المتخصصة : كما ذكرنا سابقا إن هذه البنوك يطلق عليها بنوك التنمية حيث هدفها تطوير

القطاعات الإنتاجية المختلفة و عليه فهناك عدة أنواع :

¹ عبد الله الطاهر : موفق علي الخليل، " النقود و المؤسسات المالية"، مركز يزيد للنشر، الطبعة الثانية، الأردن 2004، ص (301 - 302).

البنوك الزراعية : و هي البنوك التي تخصص بخدمة القطاع الزراعي من أجل المساهمة في تطويره و تنميته و بالتالي فإن أهمية

البنوك الزراعية تأتي من أهمية القطاع الزراعي في الاقتصاد و يحظى هذا القطاع باهتمام بالغ من طرف حكومات الدول النامية .

البنوك الصناعية : و هي مؤسسات مالية تقوم بالائتمان للقطاع الصناعي و يتمثل هذا الائتمان في القروض و التسهيلات

الائتمانية التي تقدمها هذه البنوك بقصد تنمية القطاع الصناعي سواء بإنشاء أو توسيع و تطوير الصناعات ، و هي قروض متوسطة و طويلة الأجل .

البنوك العقارية : و هي مؤسسات مالية تقدم الائتمان للقطاع العقاري و يتمثل في تقديم القروض والسلف لغرض تشجيع

الحركة العمرانية وتتميز هذه القروض أيضا بأنها متوسطة و طويلة الأجل.¹

البنوك التعاونية : انتشرت الحركة التعاونية في دول العالم المختلفة المتقدمة منها والنامية، كرد فعل للاستغلال الذي كان

يعاني منه صغار المزارعين والصناعيين والمستهلكين فاخذ أصحاب المجتمع الواحد، بالاتفاق فيما بينهم في تشكيل جمعيات

متخصصة ويقوم أعضاء الجمعية الواحدة بجمع المبالغ المتكونة من مساهمات الأعضاء و استخدام هذه المبالغ لتمويل الأعضاء

حسب احتياجاتهم مع أخذ هامش ربح أو فائدة حيث الغرض من هذه الجمعيات هو خدمة الأعضاء و ليس تحقيق الربح هذا

الأمر هو ما يميزها .

البنوك الشاملة : و تعرف بأنها تلك الكيانات المصرفية التي تسعى دائما وراء تنوع مصادر التمويل أكبر قدر ممكن من

المدخرات من كافة القطاعات و توظيف مواردها و تمنح الائتمان المصرفي :

__ جمع القطاعات ، كما تعمل على تقديم كافة الخدمات المتنوعة و المتجددة التي قد لا تستند إلى رصيد ومن وظائفها نجد:

. إصدار شهادات إيداع قابلة للتداول.²

. الإقراض الطويل الأجل من خارج الجهاز المصرفي.

¹ فليح حسن خلف ، "النقد و البنوك"، بدار الكتاب العالمي ، الطبعة الأولى، عمان 2006. ص 371.

² عبد المطلب عبد الحميد: "العولة و اقتصاديات البنوك"،الدار الجامعية،الإسكندرية 2005، ص 52.

. اتخاذ البنوك الشاملة لشكل الشركة القابضة المصرفية.

. **التوريق :** ويقصد به تحويل الأصول غير السائلة والمتمثلة في القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

2-5 الشركات التأمين: تمثل شركات التأمين احد مكونات النظام المالي.

ويمكن تعريف التأمين بأنه عمل يسعى إلى توزيع أكبر الخطر على أكبر عدد ممكن من الأفراد مقابل مبلغ بسيط من المال يسمى قسط التأمين يدفع المؤمن إلى الهيئات المتخصصة والتي تقوم بدورها بتحمل نتائج الخطر مقابل الأقساط التي تجمعها، وذلك بدفع تعويض للجهة المتضررة ويتكون عقد التأمين من العناصر التالية:

. **عقد التأمين :** وهو عقد بين المؤمن له والمؤمن يلتزم بمقتضاه المؤمن بدفع تعويض للمؤمن له او المستفيد.

. **وثيقة او بوليصة التأمين:** هو الشخص الذي يعطي تكلفت التأمين.

. **المؤمن :** هي هيئة او شركة التأمين.

قسط التأمين هو المبلغ النقدي الذي يلتزم المؤمن له بدفعه.

. **مبلغ التأمين:** وهو الحد الأقصى للمبلغ الذي يلتزم المؤمن بدفعه اذا ما تحقق الضرر الناجم عن وقوع الخطر المؤمن ضده.

2. 6 مؤسسات الضمان الاجتماعي¹

2. 6. 1 تعريف مؤسسات الضمان الاجتماعي : هي عبارة عن مؤسسات تعمل على تطبيق أنظمة

الضمان الاجتماعي ، حيث تقوم بتأدية الخدمات التالية :

. التأمين ضد إصابات العمل و أمراض المهنة أو تشمل تقديم العلاج الطبي الذي يحتاجه المريض حسب حالته المرضية .

¹ مرجع سبق ذكره، ص ص (209 – 210).

. التأمين ضد العجز المؤقت بسبب المرض و الأمومة.

. تأمين الشيخوخة و العجز و الوفاة.

2. 6. 2 أهداف الضمان الاجتماعي : تتمثل فيما يلي :

. تأمين الحاجات الأساسية للعامل و أفراد أسرته من خلال تأمين دخل ثابت خلال فترة تعطل قدراته بشكل مؤقت او دائم او

بلوغه السن القانوني أو وفاته .

. تحقيق الاستقرار الوظيفي للعامل كحافز لمزيد من العمل المخلص البناء.

. إعادة توزيع الدخل بين أفراد الجيل الواحد وبين الأجيال المتعاقبة.

. تكون إدارة ادخارية تساهم في تمويل المشاريع الاستثمارية لتحقيق معدلات النمو الايجابية في الدخل القومي .

. تعميق قيم التكافل بين أفراد المجتمع.

المطلب الثالث : المؤسسات غير الوداعية :

هي مؤسسات متعددة يجمع بينها خيط مشترك يتمثل في تقديم الخدمات المالية في ماعدا تلقي الودائع، لأي مشروع يتكون بالطبع

من أكثر من نوع من المؤسسات ونذكر من أهم هذه المؤسسات:

1. شركات الاستثمار : هي شركات معروفة بتخصصها في شراء وبيع الأوراق المالية مثل الملكيات والسندات، يشتري

المستثمرون حصصا في شركة استثمار ونجاح الشركة في شراء وبيع الأسهم و حصص في شركات أخرى وفي نشاطات ذات علاقة بها

سوف تؤثر بدورها على ربحية شركة الاستثمار ولذلك على قيمة قصصها على عكس الوسطاء الماليين الآخرين الذين يتصفون

بنهايات مفتوحة تسمح لمدخرين جدد إن يستثمروا رأس مال جديد دون أموال مغلقة حيث إن المدخرين يستطيعون فقط شراء

أسهم من حاملي الأسهم الحاليين للشركة. إن الكمية الكلية للحصص في شركة الاستثمار ثابتة إن لم تصدر الشركة حصص

جديدة، إن الحصص في شركة الاستثمار الثابتة العرض في نقطة من الزمن تتقرر على نحو أولي عبر الطلب و طبعا فإن هذا الطلب

يقرر في جزء كبير منه من خلال قيمة الأرصدة الأساسية التي تحتفظ بها شركة الاستثمار، ولكن عناصر أخرى مثل نوعية الإدارة والنشاطات الممكنة للأموال يمكن أن تكون مهمة.

بالفعل فإن شركات الاستثمار هي شركات وساطة مالية تباع حصص للجمهور وتستثمر فيها تعتمد على الأهداف الموضوعة من قبل الشركة، يستفيد المستثمرين شركات الاستثمار من تنوع الحافظة والإدارة المعنية أو المحترفة للأموال، إن شركات استثمار لمدة تحتفظ بكميات كبيرة من أسهم أجنبية وهذه الأسهم تمكن المحتفظين بحصص في الشركة (القطاع الخاص) إن يسكبوا منافذ على فرص الاستثمار الأجنبي عند الكلفة المنخفضة نسبياً.¹

طالما إن شركات الاستثمار هي شركات محدودة فأنها تقع في إطار التشريع المتعلق بالشركات المحدودة كما أن شركات الاستثمار خاضعة لضريبة الأرباح المتحققة، فضلاً عن إن شركة الاستثمار يجب أن تحقق معياراً معيناً يوضع من قبل السلطات الضريبية للتأهل لمعاملة فضلى بخاصة في حالة موضوع ضريبة مكاسب رأس المال على الأرصدة المباعة. إن شركات الاستثمار لديها مجلس مدراء والذي يقرر حول إستراتيجية استثمار عام و أهداف والتنفيذ بعد ذلك غالباً ما يحصل من خلال شركات إدارة استثمار متخصصة. على كل حال فإن شركات الاستثمار هي نوع غير اعتيادي من الوسيط المالي وذلك لأنه ليس من مدخرين جدد تتدفق أصول إلى المقترضين فالمستثمرين الجدد ينجذبون فقط في بداية تأسيس الشركة و بالنتيجة تتدفق أموالهم إلى مدخرين ، تحصل شركات الاستثمار على دخل بصيغة أو على شكل فائدة ومكاسب أسهم أو ملكية من استثماراتهم و جزء من هذا الدخل او نسبة منه لا تكون عائد فوري في المستثمرين ولكن يحتف ضبه في الاحتياطات لأغراض استثمارات جديدة .

ليس على شركات الاستثمار ان تحافظ على نسبة كبيرة من أموالهم في أدوات سوق النقد إلا أن مدراء شركات الاستثمار يجب أن يهتموا كثيراً حول انخفاض قيمة حصص شركات الاستثمار ذلك الأمر الذي يجعلها عرضة أن تكون هدفاً .

3-2 شركات التمويل:

¹ محمد صالح القرشي: " اقتصاديات النقود و البنوك" داراثرء للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2009 ص 119.

3-2-1 تعريف شركات التمويل: هي مؤسسات مالية نشأت حديثا لتلبية الاحتياجات المالية للأفراد مثل بنوك

تجارية والاتحادية الائتمانية وجمعيات الادخار و الأغراض و غيرها من المؤسسات و بالمثل فهي تتعرض لمنافسة شديدة من قبل مؤسسات خاصة و تلك التي تمتلك فروعاً منتشرة في أنحاء البلاد.¹

3-2-2 أنواع شركات التمويل :

يمكن تصنيف شركات التمويل إلى ثلاث أصناف و هي شركات تمويل الأفراد وتمويل المبيعات و تمويل تجاري. و بالرغم من أن البعض لا يرى ضرورة لهذا التقسيم حيث انه في الواقع العملي نجد معظم شركات التمويل تقدم خدماتها الائتمانية في المجالات الثلاث:

أ . شركات التمويل الافراد أو المستهلكين :

هذا النوع من الشركات التمويل يعتبر مؤسسة مالية متخصصة في منح القروض الصغيرة للأفراد والأسرة بغرض تمويل مشترياتهم من السلع المعمرة، مثل السيارات والمنازل المتحركة والقوارب والأثاث والأجهزة المنزلية، أيضا منح الائتمان بغرض تغطية المصروفات الضخمة مثل مصاريف العلاج والإصلاحات والترميمات والقيام بالرحلات وقضاء العطل وهذه القروض تمنح أساسا على الضمان الاجتماعي (الشخصي) للمقترض.

ب . شركات تمويل المبيعات:

تتشابه شركات تمويل المبيعات وشركات تأمين المستهلك، في أن كليهما يقدم القرض مباشرة للأسر و الأفراد، غير أن الدور الأساسي لشركات تمويل المبيعات هو قيام هذه الشركات بتقديم أموال للمقترض لشراء السلع المعمرة مثل السيارات، والمنازل المتحركة من خلال التعامل مع متاجر التجزئة والمعارض المختلفة التي تباع فيها تلك الأصناف.

ج . شركات التمويل التجارية:

¹ منتدى التمويل الإسلامي قسم المحاسبة و التحليل المالي: "مبادئ المحاسبة"، ص 45. اليوم 23 أبريل 2013 . س 10:30.

إن هذه الشركات تعتبر من أقدم أنواع الشركات في مجال التمويل وإذا تدارسنا التاريخ الصناعة، نجد أن هناك علاقة وثيقة بين نشاط التمويل المبيعات وأنشطة التمويل التجاري، أغلب الشركات التي بدأ بتمويل المبيعات سرعان ما أضاف خدمة التمويل التجاري إلى أنشطتها والعكس بالعكس.

والدور الرئيسي والتي تمتاز به هذه الشركات هو تقديم منح ائتمانية لقطاع الأعمال الذي يحتاج إلى رأس مال عامل استثماري طويل الأجل أو كليهما ويشكل المخزون السلعي العنصر الأساسي المطلوب تمويله ضمن عناصر رأس المال العامل.

3. 2. 3 أنواع الائتمان الذي تقدمه شركات التمويل :

أ . أشكال تمويل الأعمال:

أ. 1 الاستئجار : من أهم التطورات البارزة في تمويل قطاع الأعمال هو اتجاه أنشطة التمويل نحو الاستئجار فالتوسع والنمو في استخدام التمويل بالاستئجار ما هو إلا انعكاس للجهود المبذولة في مجال تمويل للأعمال من خلال شركات التمويل.

أ. 2 قروض تمنح لتجار الجملة و التجزئة:

وقد كانت هذه القروض هي النوع الغالب الذي تقدمه شركات التمويل لقطاع الأعمال وخاصة خلال و بعد الحرب العالمية الثانية وبالرغم من إن أهمية هذا النوع بدأت تقل في أوائل السبعينات وذلك بسبب ظهور أشكال جديدة لتمويل

ب . ائتمان المستهلك :

ب. 1 قروض بغرض شراء السيارات : إن هذا النوع من القروض هو الأكثر استخداما في قروض المستهلك لما

تحققه هذه القروض من مكاسب لشركات التمويل التي تستخدم لتمويل شراء السيارات الركوب الأفراد وتمثل البنوك التجارية أكبر منافس لشركات التمويل.

ب . 2 قروض لشراء المنقولات: كانت لهذه القروض أهمية متزايدة في خلال السبعينات نظرا لطبيعة المساكن المتحركة غير أن أهميتها استقرت في أوائل الثمانينات لاختلاف نمط السكن وبعد إن أصبحت ثابتة وأكثر يسرا و سعرها مناسب عن ذي قبل.

ب . 3 مرهونات عقارية من الدرجة الثابتة:

كان الائتمان المقدم من خلال القروض العقارية يمثل بنسبة مئوية ضعيفة جدا من قروض الشركات التمويل حيث أنها لم تتجاوز 8 %، وذلك في عام 1985م، غير إن هذه النسبة تضاعفت خلال عقد واحد وقد تمثلت معظم هذه الزيادة في الإقراض القائم على رهن بعض الممتلكات على المرهونات العقارية من الدرجة الثانية بينما الرهونات العقارية من الدرجة الأولى لم تشكل إلا نسبة صغيرة جدا والسبب في اتجاه معظم الزيادات إلى النوع الأول .

ب - 4 القروض الشخصية: في حين أن القروض بضمان العقارات تزايدت بسرعة، نجد على العكس أن قروض شركات التمويل الموجهة للمستهلك في شكل قرض نقدي شخصي قد تناقصت و تقلصت بشكل كبير جدا و يرجع ذلك إلى رغبة شركات التمويل الاستهلاكي.

3- 2- 4 مصادر أموال شركات التمويل:

من الغرض السابق تبين لنا أن هناك تغيرا كبيرا في استخدامات شركات التمويل لمواردها، فقد لاحظنا تغيرا في أنماط و أشكال القروض تحولت من القروض الشخصية إلى القروض بضمانات عقارية.

أ - السندات طويلة الأجل: و تعتمد هذه الشركات أساسا على القروض كمصدر من مصادر الأموال ،بينما حجم أموال الملكية لا يمثل إلا نسبة ضعيفة جدا . و قد استمر الاعتماد على هذا المصدر ، بل أن أهميته زادت خاصة عندما بدأت شركات التمويل في تنويع أنظمتها و تعدد خدماتها الائتمانية الجديدة .

ب - الأوراق التجارية : تمثل الأوراق التجارية أكثر مصادر التمويل أهمية لشركات التمويل ، لأن أعباء الفائدة على الأوراق التجارية عادة ما تكون أقل من معدلات الفائدة التي تمنحها البنوك على القروض ليس هذا فحسب بل أن الأوراق التجارية عكس الأوراق المالية تعتبر أكثر جاذبية للمستثمر ، فأغلب الأوراق التجارية التي تصدرها شركات التمويل يتم بيعها بأسلوب الإحلال المباشر الذي ينطوي على قيام المستثمر بالشراء مباشرة دون اللجوء إلى السوق المفتوح و من ثم تجنب تكاليف العمولات و السمسرة .

المطلب الرابع : المؤسسات الوداعية :

تعتبر مؤسسات تصدر طلبات أو حقوق ذات قيمة ثابتة على نفسها، و هذه تشمل الودائع تحت الطلب (الشيك) و الودائع لأجل .

4-1 بنوك الادخار:

4-1-1 المعنى اللغوي : تحبته الشيء لاستخدامه عند الحاجة .¹

4-1-2 المعنى الشرعي : البنوك التي تقبل ودائع بمبالغ صغيرة و تحسب فائدة عليها ، و الهدف منها تشجيع أصحاب

الدخول المنخفضة على الادخار، و المثال الواضح على هذا النوع من البنوك : بنوك البريد للادخار بعض الدول ، و التي أصبحت تقوم بخدمات كثيرة لعملائها بعد إدخال نظام الجيرو ، و هي تقرب من الخدمات التي تقوم بها البنوك التجارية لعملائها.

- بنوك الادخار نشأت أساسا بغرض تجميع المدخرات الشعبية وهي بالتالي بنوك شعبية تتكون من وحدات صغيرة منتشرة جغرافيا لكي تكون قريبة من الفئات ذوي الدخل المحدودة وتتميز أساسا بانخفاض الحد الأدنى للإيداع حتى تتمكن من جذب مدخرات القاعدة الشعبية العريضة وبالتالي تعتبر هذه البنوك أقرب وسيلة للمدخرات من ذوي الدخل الصغيرة لإيداع أموال فيها وهي البنوك

¹ د- عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات النقود و البنوك"، الدر الجامعية، الإسكندرية 2009، ص ص (130 - 131).

الشعبية ضخمة في مختلف دول العالم .ووجدت مؤازرة من لأفراد تؤمن الحكومات التي تؤيدها وتدعمها وتمنحها تسهيلات لا توفرها لغيرها من وحدات الجهاز المصرفي كان أحدث صورة لها ما يسمى ببنوك الفقراء وذلك لعدة أسباب :

- الانتشار الكبير والقرب البالغ من المدخرين.

. استثمار الجزء الأكبر من إرادتها في المنطقة التي يقع البنك فيها مما تشعر أفراد المنطقة بالولاء إلى البنك.

. تعمل على تنمية الوعي الادخاري لدى أفراد الشعب عموما بالذات في تلك الأماكن التي لم يتطرق إليها الجهاز المصرفي.

. تؤدي إلى منع التضخم واستقرار القوة الشرائية للعملة نتيجة لتجميعها للملايين من المبالغ صغيرة الحجم والمشتتة جغرافيا.

. توفر لصغار المدخرين مالا تستطيع البنوك الأخرى توفيره ، وبالذات البنوك التجارية ، من ظروف استثمار تلاءم صاحب الدخل المحدود.

4 . 2 جمعيات الادخار والإقراض: تشكيل الجمعية طوعية من مجموعة تختار نفسها بنفسها، وتدخر المال من خلال

شراء الأنصبة، يتم استثمار المدخرات في صندوق للإقراض يمكن للأعضاء الاقتراض منه ويتم السداد من خلال إضافة مقابل، و تعد جمعيات الادخار والإقراض شكل من أشكال جمعيات الائتمان والادخار المتراكم، وهو مصطلح يصف نوعية المؤسسات المالية التي يريدها المجتمع على نطاق صغير.

4 . 2 . 1 الهدف الأساسي من إقامة جمعيات الادخار و الإقراض :

هو تقديم وسائل إقراض وادخار بسيطة لمجتمع لا يملك القدرة على الحصول على خدمات مالية، يمكن أيضا إن تقدم القروض في شكل تأمين شخص للأعضاء يكمله الضمان الاجتماعي يقدم منح صغيرة و لكنها ضرورية للأعضاء الذين يواجهون أزمات.

- هذه الجمعيات مستقلة و تدار ذاتيا، و هذا أساسي لأن هدف الجمعية هو استقلال المؤسسي و المالي، و يجب ألا

يسعى الترويج للمؤسسات لإدارة شؤون الجمعية نيابة عن أعضائها.

- تتم كل المعاملات في الاجتماعات أمام كل أعضاء الجمعية، لضمان الشفافية و المساءلة، و يستخدم صندوق نقدي له قفل لمنع الحركة النقدية غير الشرعية و المخاطرة لعدم التلاعب في عمليات التسجيل و هذا لضمان عدم حدوث أي معاملات تجارية خارج الاجتماعات المنتظمة.¹
- و دور الادخار و الإقراض محددة بوقت في نهاية الفترة المتفق عليها (الدورة) يتم تقسيم الرسوم المضافة على الخدمات و المدخرات المتراكمة بين الأعضاء بنسبة القيمة التي أدرها كل عضو على مدار الدورة، وهذا أمر أساسي لحل القضايا المتعلقة و لأجل الشفافية و الحفاظ على ثقة الأعضاء، و يجب أن لا تطول الدورة لأكثر من سنة قبل توزيع الأسهم.
- تتكون جمعية الادخار و الإقراض من 10 – 25 عضو، و هذا يزن ما بين أن تكون كبيراً بالدرجة الكافية لكي يكون هناك كم مفيد من رأس المال و صغير في ذلت الوقت بما يسمح بإدارة الاجتماع، و يختار الأعضاء أنفسهم، و عادة ما يكون من السكان مناصب عامة يجب أن لا يكونوا مؤهلين لمنصب في اللجنة.
- تجمع الجمعيات بصفة منتظمة على فترات فاصلة، أو أسبوعياً، أو كل أربع أسابيع أثناء الدورة الأولى حسبما يتفق الأعضاء ، و في الدورات المستقبلية، بمجرد أن تستقل الجمعيات ربما تقل الاجتماعات.
- تتكون الجمعيات من جمعية عمومية، لجنة إدارة، و تقوم الجمعية العمومية بانتخاب لجنة الإدارة، و كل عضو من الجمعية العمومية صوت.
- تتكون لجنة الإدارة من خمس أفراد، ألا وهم : الرئيس، والمسجل، و أمين الخزانة، و اثنان مسؤولان عن عد النقود، و يجب إعادة لجنة الإدارة في بداية كل دورة.
- تضع كل جمعية ميثاق مكتوب يوقعه كل عضو، و يقوم هذا الميثاق بعملين أولاً إطار للحكم الداخلي و حل الخلافات و الإجراء التأديبي، ثانياً يحدد الشروط الخاصة ب شراء و ادخار الأسهم، الحصول على المزايا المدفوعة من الصندوق الوطني الاجتماعي، ربما يحدد كل عضو قاعدة أو أكثر لكي يتذكرها لأنه يريد أن يسأل عنها في الاجتماعات و سيظهر أثر هذا بعد عدة شهور حيث سيعرف الجميع اللوائح عن ظهر قلب.

تتفق الجمعيات على طول دورة التشغيل ويسجل هذا في الميثاق ويجب إن لا تكون الدورة اقل من 9 أشهر أو أكثر من سنة.

¹ المعجم الوجيز ص 63. تاج العروس 3 – 321. مصباح مادة "دخر" 1 – 245 موسوعة المصطلحات الاقتصادية و الإحصائية ص 740.

يدخر كل أعضاء الجمعية من خلال أسهم الشراء.

2- تحدد الجمعية قيمة السهم، وتحدده على مستوى يسمح لأفقر الأعضاء إن يشتري بانتظام على الأقل سهم واحد كل اجتماع ولكن لا يجب أن لا يحدد قيمة السهم أو تقليله في بداية الثورة الجديدة و بموافقة كل أعضاء الجمعية.

تأجيل الشراء، ادخار السهم يجوز للجمعية أن تسمح للعضو الذي يمر بمشكلات مالية التوقف عن الادخار (شراء الأسهم) ولكن هذا لفترة محدودة نقد يكون من الصعب الادخار في بعض الأوقات وقد لا يكون هناك وقت لحضور الاجتماعات وعلى الرغم من انه المهم أن تضمن النظام المالي، و الانتظام في الشراء، ولكن هذه الحقيقة إن الدخول غير ثابت، و حتى لو توقفت الجمعية عن شراء أسهم الادخار، لا بد من الاستمرار حتى يتم سداد القروض و يمكن استمرار حتى توزيع القرض

المبحث الثالث :أفراد الوساطة المالية:

ينص هذا المبحث لدراسة الأفراد الذين يعملون في الوساطة المالية حيث تطرقنا إلى:

المطلب الأول: صناع السوق:

1-1 تعريف صناع السوق: هي جهات مرخص لها العمل باستمرار على تحديد سعر السهم ينص به أو أكثر بهدف

تحقيق طلب و عرض (سيولة) دائمة ومستمرة على ذلك السهم أو تلك الأسهم صناع السوق لا يهدف إلى الربح وإنما يحققه من خلال القيام بمهمته . ويلتزم صناع السوق في كل يوم من الأيام التداول بوضع أسعار معلنة لشراء وبيع ورقة مالية معينة أو أكثر وبحيث يفصل هامش صغير بين السعيرين ويتاح للسماسرة عبر شاشات التداول ومتابعة الأسعار المعلنة من كافة صناع السوق، وتكون هذه الأسعار معلنة بالنسبة للصفقات التي تتم على عدد محدود من الأسهم ناما بالنسبة للصفقات الكبيرة فيكون السعر المعلن قابل للتفاوض، وتعتد جميع الصفقات عبر الهاتف مع نشر الأنباء الخاصة به، وفي السنوات الأخيرة، أصبح لدى الأسواق أكثر تقدما نظما تسمح بتنفيذ الطلبات الكبيرة بواسطة الهاتف مع تأكيدها الكترونيا مع استمرار التفاوض بشأن الأسعار تنفيذ الطلبات الكبيرة بواسطة الهاتف مع تأكيدها الكترونيا وكما ذكرنا فان رأس المال صانع الأسواق معرض لمخاطر ويسمح له بتقاضي عملات عن البيع و الشراء. وإنما يحقق أرباح من خلال الفرق بين السعر الذي يدفعه لشراء الأسهم و السعر الذي يبيعها به، وهذا

ما يعرف بالفارق وفي ضوء دور صانعي السوق فان تداول الأوراق المالية خارج البورصة يعتمد علي سعر المقلب هو الذي يتم التفاوض عليه مع صانعي السوق مستقبلا ،وفي الأسواق التي تعتمد على المزادات.

1-2 الشروط الواجب توفرها في صناع السوق:

هناك شروط لا بد من توفرها في صانع السوق.

1-صانع السوق جزء من عملية التداول.

2-إن يتواجد علي المدى الطويل.

3-إن تكون لديه القدرة على تأمين كمية الأسهم المطلوبة.

4-إضافة إلى إن يكون لديه نظام إشرافي وتنفيذي.

5-هم عبارة عن مؤسسات مالية قوية ومتعددة ومستعدة للشراء والبيع.

6-يجب أن تكون علاقة صناع السوق عكسية مع اتجاه السوق، وذلك إن صناعة السوق هي خلق استقرار واضح للسوق.

1-3 كيفية عمل صانع السوق:

يقوم صانع السوق بتحديد سعر السوق المتعامل فيه فيجد نفسه أمام حالته.

الحالة الأولى: العرض الكبير من الطلب ومنه يقوم صانع السوق بشراء لسحب المعروض

الحالة الثانية: الطلب أكبر من العرض ومنه يقوم صانع السوق ببيع لتوفير السيولة.

1-4 أهمية صانع السوق: تظهر أهمية وجود صناع السوق المالية خاصة عندما تكون أسعار هذه الشركات المدرجة

بالسوق مرتفعة بنسب كبيرة اعتمادا على المضاربات ، ومن دون مبررات منطقية، بحيث تصبح الأسعار هذه الشركات لا تتناسب

ومستوي أدائها أو القيمة الحقيقية لأصولها ، ويلعب صانعي السواق المالية دورا باغ الأهمية في كل من السواق الوراق المالية العلمية

،والبعض لا يتصور إن كان الاستغناء عنهم من دون التسبب في تعطيل حركة التداول والتهميش آليات السوق وانخفاض كفاءاتها ،فلا يمكن في وجود صناع السوق أن تتدفق عروض بيع من دون أن يقابلها طلب للشراء،أو وجود طلبات شراء من دون أن يقابلها في الجانب الآخر طلبات بيع وبالتالي تحتفظ الأسواق دائما بحال من التوازن بين العرض والطلب وانحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء،ويتحقق لهذه الأسواق أهم وظائفها وهي القدرة على تسهيل الأوراق المالية بسرعة،وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب ،مما يعد من تقلبات الأسعار صعود أو نزولا ويؤدي إلى استقرارها واقتربها من الثمن العادل فضلا عن ضمان استمرارية السوق في القيام بواجباتها وتحقيق أهدافها .

1-5المزايا التي يحققها صانعي السوق :

- توفير الطلبات والعروض للأسهم غير المتداولة في السوق الرئيسية.
- توفير أسعار بشكل مستمر وحقيقي.
- توفير الكميات اللازمة سواء في حالة الشراء أو البيع .
- صناعة السعر من خلال إدخال طلبات على سهم معين دون الإشارة إلى السعر .

المطلب الثاني:المضاربون

هم أشخاص يرغبون في اتخاذ مركز في السوق وهم إما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو سينخفض ،ويمكن استخدام العقود الآجلة للمضاربة والمستثمر الذي يعتقد أن قيمة الإسترليني سترتفع بالنسبة للدولار الأمريكي يمكنه أن يضارب عن طريق اتخاذ مركز طويل في عقد اجله مدة 90 يوما للإسترليني افترض انه في موقف المذكور في الجدول .

ثبت أن سعر صرف الإسترليني الفعلي الفوري في 90 يوما هو 1.7000 ان المستثمر الذي يدخل في مركز طويل في عقد اجله مدة 90 يوما سوف يكون قادرا على شراء الجنيهات مقابل 16065 حيث أن قيمة الإسترليني 17000 دولار وبذلك يحقق مكسب قدره 944 في الجنيه الإسترليني الواحد ويوجد فرق مهم بين المضاربة لاستخدام الأسواق الآجلة والمضاربة عن طريق شراء الأصل ،في هذه الحالة الأصل هو العملة في السوق الفورية ،وهو ان شراء قدر معين من الأصل في السوق الفورية يتطلب دفعة نقدية مبدئية

مساوية للقيمة الكلية لما يتم شراؤه، أما الدخول في العقد أجل بنفس مقدار الأصل فانه لا يتطلب أي دفعة نقدية مبدئية، وهكذا فان المضاربة باستخدام الأسواق الآجلة يوفر إذا للمستثمر مستوى أعلى بكثير من الرافعة المالية مقارنة باستخدام الأسواق الفورية وكذلك فان خيارات (البيع-شراء) الأجل تعطي المزيد من الرافعة المالية عندما تستخدم، ولتوضيح هذه النقطة افترض إن سعر سهم ما هو 32 دولار وان هناك مستثمر يشعر انه سينتفع لذلك فانه يشتري خيار الشراء اجل بسعر 35 دولار بعلاوة 50 دولار للخيار الواحد وفي ظل هذا العقد فان السعر لم يرتفع عن 35 دولار في الخيار الواحد ومع ذلك إذا ارتفع سعر إلى 40 دولار فسوف يحقق المستثمر ربحا قدره 4.5 دولار في الخيار الواحد.¹ وهذا الربح الصافي يعادل نسبة 90 بالمائة من استثمار المبدئي في العلاوة والذي كان 50 دولار.

المطلب الثالث: السماسرة.

تقوم السمسرة على أساس الإيجار، وعقد الإيجار والمبادلة يشترط فيهما أن يكون العمل المقصود بالعقد معلوم الصفة، ثم قد يكون العمل مجهول الحصول (مبادلة) أو معلوم (إجازة)

فالوساطة هنا تنشأ بمجرد العقد بين الوسيط والوسيط حيث يحدد الأول نوع العمل المطلوب من الوسيط كان يطلب منه البحث عن مشتري أو بائع لقاء اجر معلوم أو يتعاقد معه على أنه إن وجد من يشتري السلعة فله كذا، دون أن يفوضه بتصرف عنه لكن ليس هناك علاقة تعاقدية بين الوسيط والموسط لديه، فحقيقة عمل الوسيط هنا أنه دلالة حيث يدل البائع عن المشتري أو العكس، ولهذا يسمى دلالة وتسمى هذه الوساطة السمسرة أو الدلالة، وبمنظار الاقتصاد المعاصر فان السلعة (المنفعة بعبارة أدق) التي يقدمها الدلال هي المعلومات المتعلقة بوجود بائع أو مشتري، أو مقدار ثابت ونحو ذلك فإذا كانت المعلومات هي المقصود الأصلي للعقد، كان العمل سمسرة أو دلالة حي لو انظم إليه تبعا عمل آخر، كان يوكل الموسط الدلال البيع والشراء.

فالسمسار لا ينوب عن موسطه في إجراء العقد وإتمام الصفقة بمجرد عقد الوساطة ولا يملك السمسار إمضاء العقد إلا إذا وكله موسطه بهذا العمل، فيكون جامعا بين الوساطة والوكالة.²

¹ طارق عبد العالي حماد، "المشتقات المالية"، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، 2001 ص 30.

² الصفحة 12، اليوم 29 أبريل 2013، الساعة 15:40، <http://www.kantakji.com/figh/file/economics/202.htm>

الشروط الواجب توفرها في السمسرة

نظرا لأهمية الدور الذي يلعبه السمسار وفريقه في تنشيط حركة التعامل في البورصات ، فقد رأى المشرع ضرورة أن يتوافر فيهم مجموعة من المؤهلات من أهمها:

1 - أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية

2- أن يكون حسن السمعة، و أن لا يكون قد سبق فصله تأديبيا من الخدمة أو منعه بصفة نهائية من مزاولة مهنة السمسرة ، أو أي مهنة حرة أو حكم عليه بعقوبة جنائية أو جنحة في جريمة ماسة بالشرف أو الأمانة، أو حكم يشهر إفلاسه.

3 - استفاء الخبرة أو اجتياز الاختبارات أو الدراسات التي يصدر بشأنها أو بتنظيمها قرار الهيئة.

4 - أن يكون متفرغا لا يعمل في شركة سمسرة أخرى أو في الأعمال التجارية.

و من الأمور الجديرة بالذكر أنه يخطر على شركة السمسرة إتباع سياسة أو إجراءات عملية لحسابها الخاص أو لحساب أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين أو أحد العاملين بها ، و أخيرا فلا بد لشركة السمسرة أن تجهز مقرها بالوسائل اللازمة لمباشرة نشاطها.

كما أنه يجدر بالإشارة إلى أنه توجد شركات تعمل في مجال السمسرة و التي تؤدي المهام التالية تحت اسم بنوك الاستثمار :

1- إدارة عملية الترويج و تغطية الاكتساب في الأوراق المالية و جلب المستثمرين و ما قد يحصل من نشر في وسائل الإعلام.

2-الاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة و غير المطروحة الاكتتاب العام و للشركة إعادة طرحها في اكتساب عام أو عن طريق

الاكتساب العام بذات الشروط و الأوضاع الواردة بنشر الاكتساب و هنا يجب بالضرورة أن تأخذ شركة السمسرة شكل الشركة المساهمة و شركة التوصية ب الأسهم.

خلاصة الفصل الثاني:

- من خلال هذا الفصل المكون من ثلاث مباحث تناولنا الوساطة المالية باعتبارها مرآة عاكسة لمدى تطور العلاقات الاقتصادية حيث تعرفنا في لحظة عامة عن مفهومها ثم وضعنا دورها و أبرزنا أهميتها التي تميزت كما تطرقنا أيضا لمختلف أنواع مؤسسات الوساطة المالية سواء كانت نقدية أو غير نقدية، ودائعية أو غير ودائعية مع توضيح مختلف مفاهيمها ووظائفها و هذا نظرا للأهمية الكبيرة لها فيما يخص الوساطة بالإضافة إلى التطرق إلى أفراد الوساطة المالية باعتبارهم ركيزة من ركائز المعاملات المالية في البورصة.

الفصل الثالث: الوساطة المالية في تونس و الجزائر و دراسة حالة مقارنة

بينهما

تمهيد: تطرقنا في الفصلين السابقين إلى الأسواق المالية و الوساطة المالية ، و انطلاقا من واقع أن تطور التعاملات المالية لأي

بلد مرتبط بتطور الوساطة فيها ، و من بينها البورصة التي تمثل قطاعا لا يستهان به و تكملة لدراستنا لهذا الموضوع فلقد قمنا

بإجراء دراسة مقارنة بين الوساطة المالية في الجزائر و الأخرى في تونس.

و لقد حاولنا من خلال هذا الفصل أن نركز على الوساطة المالية في البورصة و ذلك لكل بلد و هذا من خلال ثلاث مباحث

كالتالي:

المبحث الأول: الوساطة المالية في بورصة الجزائر

المبحث الثاني: الوساطة المالية في بورصة تونس

المبحث الثالث: دراسة مقارنة بين الجزائر و تونس.

المبحث الأول: الوساطة المالية و البورصة في الجزائر

بعد الاستقلال مباشرة اتبعت الجزائر نمودجا للتنمية الاقتصادية مرتكزا على التخطيط المركزي للاقتصاد و على نمودج الصناعات المصنعة، و قد قامت هذه الإستراتيجية على التمويل غير المباشر و الإصدار النقدي المسيرين، و لم تكن هناك الحاجة لا إلى سوق مالي و لا إلى البورصة. و عندما اضطرت الجزائر إلى التخلي عن هذا المنهج إثر أزمة 1986 (انخفاض أسعار البترول) و زيادة حجم المديونية، و اللجوء إلى برامج التصحيح الهيكلي المرسومة و المدعومة من قبل صندوق النقد الدولي، كان لابد من إنشاء سوق مالي و بورصة لتواكب التطورات الحاصلة على المستوى الاقتصادي، و هو ما تجسد بإنشاء شركة القيم المالية في 1990 و التي أصبحت فيما بعد بورصة القيم المنقولة و التي لم يبدأ عملها الحقيقي حتى سنة 1998.

المطلب الأول : السوق المالية في الجزائر

1-1 تنظيم السوق المالية في الجزائر :

• السوق النقدي :¹

السوق النقدية في الجزائر بدأت في سنة 1990، عن طريق سبعة متعاملين فقط، خمسة بنوك عمومية و صندوق التوفير و بنك استثمار. حاليا عدد المتدخلين في السوق النقدية 38 متدخلا:

22 بنك تجاري

05 هيئات مالية

11 مؤسسة مالية غير بنكية

مؤطر بالقوانين التالية :

المرسوم رقم 03-11 الصادر بتاريخ 26 أوت 2003

القانون رقم 91-08 الصادر بتاريخ 14 أوت 1991

الأمر 28-95 الصادر بتاريخ 22 أفريل 1995

الأمر 02-2002 الصادر بتاريخ 11 أفريل 2002

¹ Marches des capitaux. Des recherches, BNA, 2004

• سوق رأس المال:

الإصلاحات التي عرفتتها المؤسسة العمومية في أواخر الثمانينات و التي نتج عنها نشأة صناديق المساهمة و التي تملك أسهم المؤسسات بأقساط متساوية ، و كذلك تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة بإصدار قانون جانفي 1988 . و مع النظام التأسيسي لشركات المساهمة (مؤسسات عمومية) ، استوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات ، عملت السلطات العمومية سنة 1990 بتحضير شروط قيام سوق مالية ، حيث قررت الحكومة و من خلال هيئة مؤهلة "الجمعية العامة لصناديق المساهمة" ، إنشاء هيئة يعطى لها اسم شركة القيم المنقولة و حددت مهامها على أساس المهام التي تقوم بها البورصة في الدول المختلفة، و التي أصبحت فيما بعد بورصة القيم المنقولة.

و اليوم سوق رأس المال في الجزائر يتكون من ¹:

أ- سوق أولية : و تضم مجموعة من البنوك العمومية و التي تعمل على مساعدة المؤسسات على الدخول إلى البورصة و ذلك بتحديد القيم المنقولة المناسب طرحها في السوق و التوقيت المناسب ... الخ

ب- سوق ثانوية : السوق المنظمة : و تتمثل في بورصة القيم التي فتحت أبوابها في شهر جويلية من عام 1999.

السوق غير المنظمة : و يتم بها إلى حد الآن تبادل سندات الخزينة.

1-2 نشأة و تطور البورصة في الجزائر :

و شروط القبول في البورصة نوعان :

▪ الشروط العامة : لا بد للشركة الطالبة للتسجير قيمها في السوق أن:

- يكون شكلها شركة بالأسهم كما ينص عليه القانون التجاري.
- تكون قد نشرت القوائم المالية المصادق عليها لثلاث دورات سابقة لسند طلب التسعيرة في البورصة.
- تقدم تقريرا لتقييم أصولها قام به عضو من جمعية الخبراء المحاسبين.
- تحقق أرباحا خلال السنة التي سبقت طلب التسعيرة.
- تضع خلية للمراقبة الداخلية خلال السنة التي تلي تاريخ القبول في البورصة.
- تقدم تقرير مفتش الحسابات حول المراقبة الداخلية للمؤسسة.
- تضم عمليات تحويل الملكية للقيم.
- تقدم وثيقة للإعلام.

¹ شمعون شمعون. "البورصة"، الأطلس . النسر الجزائر 1999 ص

■ الشروط الخاصة :

فيما يخص قيم رأس المال :

- أن لا يقل رأس مال الشركة المعنية عن مائة مليون دينار جزائري.
- أن تنشر على الأقل 20% من رأس مالها على الجمهور.
- أن يكون لديها 300 مساهم على الأقل.¹

فيما يخص قيم الحقوق :

أن لا يقل مبلغ القرض عن مائة مليون دينار جزائري.

أن يكون هناك على الأقل 100 حامل سهم.

1-3 الأطراف المتدخلة في بورصة الجزائر :

● لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة :

لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية ، أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، المعدل و المتمم و تتكون اللجنة من رئيس و ستة (6) أعضاء و يعين الرئيس بمرسوم رئاسي لعهددة مدتها (4) سنوات ، يعين أعضاء اللجنة بقرار من وزير المالية لمدة أربع (4) سنوات حسب التوزيع الآتي :

- قاض يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي و يختار لكفاءته في المجال المالي أو البورصة.
- عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين المصدرين قيما منقولة.
- عضو يقترحه المصرف الوطني للخبراء المحاسبين.

و تتولى مهمة السهر على ما يلي :

● حماية المستثمرين في القيم المنقولة :

¹ نفس المرجع السابق ص 80

تسهر اللجنة على حماية المدخرين بتسليم تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي يعدة كل مصدر يلجأ للدخار علنا عند إصداره قيما منقولة ، عند إدخال سندات في البورصة أو عند عملية عرض عمومي . لا تتضمن تأشيرة اللجنة تقديرا لجدوى العملية المقررة من طرف مصدرها أو لنوعية السندات المصدرة ، فهي تعني فقط أن الإعلام الذي تضمنته المذكرة الإعلامية مناسب ، مترابط و شامل ، ما يسمح للمستثمر باتخاذ قراره للاكتتاب في قيم منقولة أو لاقتنائها ، عن دراية.

• السير الحسن للسوق و شفافيتها :

تتمثل المهمة الرئيسية من مراقبة السوق في ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة و شفافيتها من خلال رقابة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، و المؤتمن المركزي للسندات، و هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة. و تسمح هذه المراقبة لسلطة ضبط السوق بالتأكد من :

- أن الوسطاء في عمليات البورصة يحترمون القواعد الرامية إلى حماية السوق من أي سلوك احتيالي أو مححف¹.
- أن السوق تشتغل حسب القواعد التي تضمن الشفافية و حماية المستثمر.
- أن إدارة السندات و تسييرها تسييران وفق القواعد التي حددته سلطة ضبط السوق.
- و ترمي هذه المراقبة أيضا إلى ترصد أي جنحة في البورصة ، أو جنحة استعمال المعلومات السرية أو التلاعب بالأسعار ، أو المعلومات الخاطئة أو المضللة.

2- أعضاء السوق :

1-2 المنظمات الوظيفية للبورصة :

• شركة تسيير بورصة القيم بالجزائر :

مهام شركة بورصة القيم الجزائرية محددة بالفقرتين رقم 15 و 18 من القانون رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993 ، حيث يحدد الوسائل و القدرة على أخذ القرارات المعطاة لهذه الشركة بغرض السماح لها بالقيام بمهامها على أحسن وجه . تقوم هذه الشركة بنشر النشرة الرسمية طبقا لما تنص عليه المادة 18 من القانون المذكور آنفا و يحدد القانون العام للبورصات المعلومات الأساسية التي يجب أن تحتويها النشرة الرسمية للبورصة ، و يمكن إجمال مهام شركة تسيير بورصة القيم في :

■ ضمان سير الصفقات على القيم المالية المقبولة في البورصة.

■ تنظيم الصفقات و حصص البورصة.

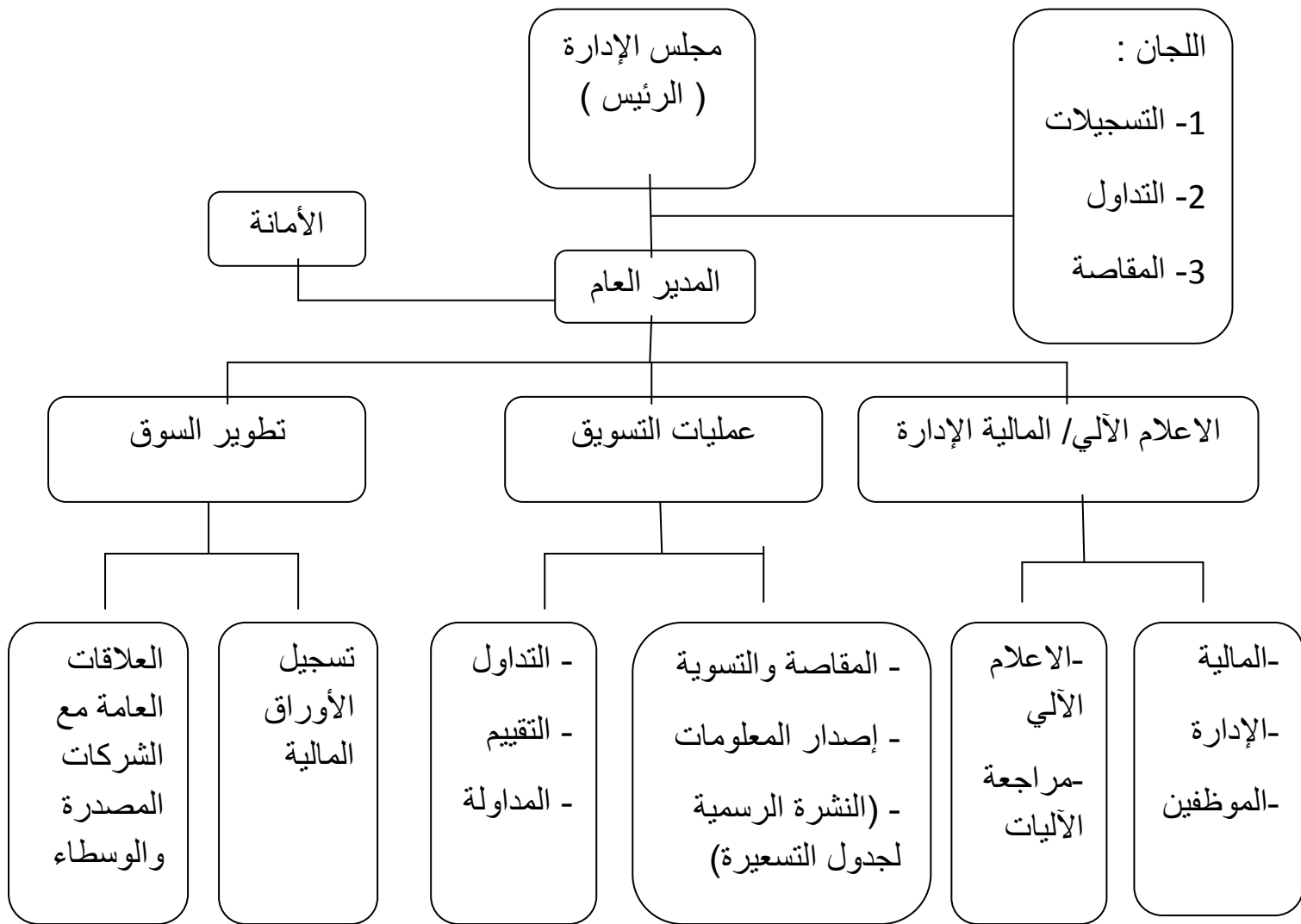
¹ نفس المرجع السابق ص 89

■ تسيير نظام المفاوضات و التسعيرة.

■ إصدار النشرة الرسمية للتسعيرة تحت رقابة اللجنة.

هذه الشركة منتظمة على شكل شركة خفية رأسمالها موزع على الوسطاء فقط، و هيكلها العام موضح في الشكل الموالي:

شكل 14 : الهيكل العام لشركة تسيير بورصة القيم في الجزائر



المصدر: لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، المؤتمر المركزي.

- المؤتمر المركزي على السندات : (الجزائر للتسوية / Algérie clearing)

وظائف المؤتمر المركزي : يفتح و يدير حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحسابات الحافظين المنخرطين فيه ، و يركز بذلك حفظ السندات و يسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى آخر.

ينفذ العملية على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأي المال ...) ، ينشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

من هم المساهمون فيه ومن يمكن أن يكونوا مساهمين فيه ؟

المساهمون المؤسسون : خمسة بنوك عمومية (البنك الوطني الجزائري ، بنك الفلاحة و التنمية الريفية ، الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط ، القرض الشعبي الجزائري ، بنك الجزائر الخارجي) و ثلاث شركات مسعرة (صيدال ، الأوراسي ، المؤسسة الجهوية للصناعات الغذائية و مشتقاتها -سطياف) .

المساهمة في الرأس مال مفتوحة فقط للوسطاء في عمليات البورصة، و للشركات المصدرة للسندات، و لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة الخزينة العمومية و بنك الجزائر مساهمان بقوة القانون.

المساهمة الدنيا في رأس مال الشركة محددة بـ 2 مليون دينار.

شكل 15 : انتقال الحسابات إلى المؤتمر المركزي

المؤتمر المركزي لسندات الجزائر كليرينغ

ماسك الحساب
حافظ السندات
المؤهل 4

ماسك الحساب
حافظ السندات
المؤهل 3

ماسك الحساب
حافظ السندات
المؤهل 2

ماسك الحساب
حافظ السندات
المؤهل 1

المصدر : لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، المؤتمر المركزي

يفتح المستثمرون لدى ماسكي الحسابات -حافظي السندات حسابات سندات تأوي أرصتهم في شكل سندات.

2- يفتح المؤتمن المركزي لماسكي الحساب -حافظي السندات حسابات جارية تقيد فيها كل الأرصدة من سندات المستثمرين الذين أسندت إليهم إدارتها.

3-2-2: الوسطاء في عمليات البورصة :

إن الوسطاء في عمليات البورصة مكلفون ب:¹

- تجميع أوامر العملاء من أجل تنفيذها ، و بالتالي ضمان نشاط البورصة.
- مرافقة الشركات الراغبة في الدخول إلى البورصة في عمليات الإصدار ، وإدخال قيمهم المالية .
- تسيير محافظ الأوراق المالية للعملاء في حالة تفويضهم بذلك.

و الوسطاء المعتمدون حتى الآن هم:²

- بنك التنمية المحلية
- البنك الوطني الجزائري
- بنك الفلاحة و التنمية الريفية
- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة :

و تهدف إلى تكوين حافظة للقيم المنقولة و المنتوجات المالية الأخرى و تسييرها لحساب الغير و هي مؤهلة لجمع الإدخار مهما كان صغيرا لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة.

و تصنف إلى :

- ذات الأسهم : 60 % من الحافظة تتكون من أسهم.
- ذات سند الدين : 60 % من الحافظة تتكون من سندات دين و سندات أخرى مشابهة لها.
- النقدية : 60 % من الحافظة تتكون من أدوات السوق النقدية.
- المتنوعة : و لا تحدد بها أية نسبة ، فهي تخضع إلى مبدأ التسيير النشط للحافظة وفق الفرص التي يتيحها

السوق.

¹ M.Rahni Directeur Général de la SGBV, La bourse d'Alger, Forum International de la Finance, du 15 au 18 mai 2006

² COSOB, Guide des valeurs mobilières, Aout 2004.

يتم التمييز بين عائلتين قانونيتين كبيرتين هما : شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير و الصناديق المشتركة للتوظيف ، و لا يوجد أي فرق في طريقة عملها ، و يمكن الاختلاف الوحيد في طبيعتها القانونية.

من مزايا الاستثمار في هيئات التوظيف الجماعي القيم المنقولة :

- إمكانية الشراء و البيع في أي وقت.
- المساهمة في حافظة متنوعة و تسيير يقوم به محترفون.
- قواعد استثمارية واضحة.
- إطار قانوني و تنظيمي مأمون فيما يخص المكتبتين.

- ماسك الحسابات (حافظ السندات) :¹

و يمكن أن يكون إما : البنوك و المؤسسات المالية ، الوسطاء في عمليات البورصة ، الشركات المصدرة فيما يخص السندات التي تصدرها و التي تسييرها مباشرة.

و يجب أن تتوفر فيه الشروط التالية :

- أن يكون معتمدا من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.
- أن تتوفر لديه الوسائل البشرية و المادية الكافية.
- أن يمثل لمبادئ المحاسبة الخاصة بالسندات و قواعدها.
- أن تكون لديه ترتيبات لحماية أرصدة الزبائن.
- أن يكون لديه ترتيب للرقابة الداخلية.
- أن ينخرط في المؤتمر المركزي للسندات -الجزائر كليرينغ.

يقدم ماسك الحسابات الخدمات التالية :

- يتولى حفظ و إدارة السندات التي يعهد له باسم أصحابها.
- ينفذ التعليمات التي يستلمها (التداول و الرهن و النقل و التحويل ...)
- يطبق العمليات على السندات (دفع الأرباح و الفوائد و نقل الحقوق ...)
- يعلم أصحاب السندات بما يأتي :
- تنفيذ تعليماتهم (الإشعار بالتنفيذ)

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها ، سلسلة الاستعلام عن : ماسك الحسابات (حافظ السندات) ، الجزائر ، 2004 ،

- حركات حساباتهم (كشف الحساب ، كشف الحافظة)
- العمليات على السندات التي تتعلق بسندات يؤتمن عليها و التي يمكن أن يمارس عليها صاحبها حقا ما (إشعار بالعمليات على السندات).
- و أهم الخدمات الجديدة التي يوفرها :
- أمن الحفاظ على السندات.
- وضع السندات المشتراة و النقود المطابقة للسندات المباعة تحت التصرف بسرعة أكبر.
- تحصيل الفوائد و أرباح الأسهم (التي تصب مباشرة في حسابهم النقدي).
- و ماسكو الحسابات المعتمدون حتى الآن هم :
- بنك التنمية المحلية.
- البنك الخارجي الجزائري.
- القرض الشعبي الجزائري.
- الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط.
- بنك الفلاحة و التنمية الريفية.

المطلب الثاني : الوساطة المالية في بورصة الجزائر

1- مهام الوسيط في بورصة الجزائر :

- يمكن تلخيص أهم المهام التي يقوم بها الوسيط ب:¹
- تقديم التوصيلات اللازمة لعملائه ، فيما يخص شراء أو بيع القيم المنقولة.
- تنفيذ أوامر الشراء و البيع المعطاة من طرف الزبائن.
- التأكد من تسليم عقود الشراء أو البيع للعملاء في الآجال المحددة.
- التأكد من تسجيل القيم المشتراة باسم العملاء ، و أن هذا الأخير يتمتع بالحقوق الناتجة عن عملية الشراء.
- التحقق من أن العميل يتمتع دائما بالحقوق الغير محولة من جراء عملية البيع.
- التأكد من حصول العميل على الأرباح الموزعة و الفوائد المحصلة في المواعيد المناسبة.
- الإحاطة المستمرة للعميل بكل المعلومات و المستجدات المرتبطة بالقيم التي بحوزته.
- تتبع كل الأحداث الاقتصادية و التطورات على مستوى سوق الأوراق المالية بهدف توجيه أمثل للاستثمار.

¹ زرفة زهمية ، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية الدار الجامعية ، ص 88.

- مسك ، إتمام ، و ضبط ملفات العملاء.
 - فتح حسابات للعملاء الجدد ، و محاولة جلب آخرين.
- هذا بالإضافة إلى العديد من المهام العديدة الأخرى ، و التي تتطور بتطور رغبات و احتياجات العملاء ، بالإضافة إلى تطور السوق المالية و خاصة من حيث تنوع المؤسسات المدرجة بها من ناحية القطاعات و كذا تنوع القيم المالية المتداولة.

2- شروط اعتماد الوسيط في بورصة الجزائر :

فيما يخص شروط اعتماد الوسيط في البورصة فقد حددتها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة كالتالي:

- بالنسبة للأشخاص الطبيعيين :
 - أن لا يقل عمرهم عن 25 سنة.
 - أن يكون لديهم محل واضح و ملائم لممارسة نشاطهم.¹
 - التمتع بالأخلاق الحسنة و النزاهة لضمان حماية المدخرين.
 - التمتع بتكوين عال في هذا المجال.
 - تقديم ضمانات كافية لطبيعة النشاط ، تقدر بـ 500000 دج.
- بالنسبة للأشخاص المعنويين :
 - امتلاك على الأقل 1000000 دج.
 - امتلاك محل ملائم لممارسة النشاط و لضمان أمن الزبائن.
 - توفير كل الشروط اللازمة في المكلف بإدارة شؤون الشركة (شروط اعتماد الوسيط الطبيعي) .

3-الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر :

رغم أن القوانين التشريعية الخاصة بالوسطاء في البورصة كانت جاهزة منذ سنة 1993 غير أن الوجود الفعلي لهؤلاء لم يتجسد إلى في سنة 1997 ، حيث وكلت هذه المهمة في البداية للبنوك و شركات التأمين و التي نذكر منها :

- بنك الفلاحة و التنمية الريفية.
- البنك الخارجي الجزائري.
- بنك التنمية المحلية.
- البنك الوطني الجزائري.

¹ نفس المرجع السابق ص 90

- الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط.
- الشركة الجزائرية للتأمين و إعادة التأمين.

الشركة الجزائرية للتأمين الشامل وقد قام كل واحد من هؤلاء باختيار ثلاثة إلى خمسة أشخاص تتوفر فيهم الكفاءات اللازمة لمزاولة هذا النشاط ، حيث بلغ عدد الوسطاء 39 وسيط تكفلت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بتكوينهم في هذا المجال ، بالاستعانة بالخبرة الكندية في هذا المجال ، حيث كانت هذه الإعتمادات ذات صفة انتقالية فقط (5 سنوات) ، شريطة أن تثبت هذه المؤسسات وجود قسم مستق بما يحقق و يضمن الفصل بين أنشطة الوساطة و الأنشطة الأخرى.

بعد انقضاء الخمس سنوات سحبت الإعتمادات و كونت بالمقابل شركات أسهم تعمل خصيصا لهذا الغرض ، رأس مال كل منها 3000000 دج ، حيث منح الاعتماد لخمسة شركات تحصلت على الاعتماد و هي :

- 1- شركة الراشد المالي : البنك الخارجي ، الصندوق الوطني للتعاون ، شركة التأمين و إعادة التأمين.
- 2- المؤسسة المالية العامة : القرض الشعبي الجزائري ، الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط ، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل.
- 3- المؤسسة المالية للإرشاد و التوظيف : البنك الوطني الجزائري ، بنك التنمية المحلية ، الشركة الجزائرية للتأمين.
- 4- مؤسسة توظيف القيم المنقولة : البنك الجزائري للفلاحة و التنمية الريفية ، الشركة الجزائرية للتأمين و إعادة التأمين.
- 5- يونيون بنك بروكرايج : و هو الوسيط الوحيد ذو رأس المال الخاص حيث قدر بـ 1000000 دج إلا أن هذه العملية لم تؤتي بشمارها ، فبورصة الجزائر مافتتحت تتدهور.

و حاليا الوسطاء الحاصلون على الاعتماد:

- بنك التنمية المحلية.
- البنك الوطني الجزائري.
- بنك الفلاحة و التنمية الريفية.

المطلب الثالث : أهم الإصدارات التي عرفتها بورصة الجزائر و آفاق الوساطة المالية بها :

1- القرض السندي لمؤسسة سوناطراك¹ : كانت هذه أول عملية تم القيام بها في فترة إنشاء السوق

المالية الجزائرية حيث تمثلت في إصدار هذا القرض السندي من طرف مؤسسة سوناطراك و كذا بأي تجربة جديدة ، كان يجب أن تترك هذه العملية أثرا طيبا في أذهان المتعاملين الاقتصاديين ، و لم يكن اختيار هذه المؤسسة وليد الصدفة فلقد ارتبطت سوناطراك في أذهان الناس بكونها عماد الاقتصاد الوطني ، ضف إلى ذلك كونها المؤسسة الوطنية الأكثر نجاعة و الأكثر مردودية و بالتالي فقد تم تنفيذ هذه العملية بهدف تربوي أكثر منه مالي خاصة إذا ما قمنا بمقارنة معدلات الفائدة التي منحها القرض بمعدلات الفائدة الحالية للسوق آنذاك ، حيث كان يبدو جليا لعيان أن أسعار الفائدة كانت ستخفض بصفة محسوسة على إثر برنامج التصحيح الهيكلي مما يدفعنا إلى القول بأن هذه العملية من جانب اقتصادي و مالي ليست ذات مردودية بل على العكس.

و قد كانت خصائص هذا القرض كالتالي :

الشركة المصدرة : شركة سوناطراك (الشركة الوطنية للبحث و الاستكشاف و الإنتاج و النقل و التحويل و تسويق المحروقات)

قرار الإصدار : رقم 805 بتاريخ 1997/11/09 من طرف وزير الطاقة و المناجم.

مبلغ القرض : الابتدائي : 50000.000.000 دج.

الاضائي : 7126.000.000 دج.

عدد السندات : 115.000 سند تتوزع كما يلي : 25000 سند بقيمة 100000 دج

40000 سند بقيمة 50000 دج

50000 سند بقيمة 10000 دج

سعر الفائدة 13 % ثابتة سنويا و معفاة من كل ضريبة.

تاريخ الإصدار : 1998/01/04 (تأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 97/001 بتاريخ 1997/11/18).

مدة القرض : 05 سنوات ابتداء من تاريخ إصدارها.

¹ M . Rahni Directeur Général de la SGBV, OPCIT

و قد تم الاتفاق مع البنك الخارجي الجزائري كمقدم صف مع العديد من البنوك و شركات التأمين الأخرى ، لتصريف هذه السندات ، مع ضمان 100% من طرف البنك الخارجي الجزائري.

كما يدفع المصدر فائدة رأس المال دوريا و يسدد رأس المال المقترض في نهاية المدة.

تكاليف العملية :

- **تكاليف الوسطاء :** عمولة مقدم الصف 0,25 %

عمولة التسيير 0,20 %

عمولة التوظيف 1,50 %

- **نفقات الطبع :** 12 دج للسند

- نفقات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة : 0,075 %

و لم تسعر سندات سوناطراك في البورصة حتى 1999/10/18 حيث كان تخضع للتسعير خارج البورصة من طرف لجنة اعدت لهذا الغرض ، و أصبحت المفاوضات تتم عن طريق شركة إدارة البورصة و ذلك يوم الاثنين صباحا من 9:30 حتى 10:30 و ذلك وفق التسعيرة الثابتة.

2- أسهم رياض سطيف :

أنشأت سنة 1983 بعد إعادة هيكلة المؤسسة العمومية للسמיד ، المطاحن ، العجائن الغذائية SEMPAC ، حيث أصبحت شركة ذات أسهم قدر رأسمالها الاجتماعي ب 100 مليون دج ، ارتفع فيما بعد إلى 4 مليار دج و في إطار برامج الخوصصة للمؤسسات العمومية تم الدخول إلى البورصة عن طريق اللجوء العلني للادخار ، حيث تم رفع رأس المال إلى 5 مليار دج و ذلك بزيادة قدرها 1 مليار دج موزعة على 1000000 سهم ، قيمة كل سهم 1000 دج للسهم.

خصائص العملية :

مبلغ الإصدار : 10000,000 سهم بقيمة 1000 دج للسهم.

أسهم إسمية

رقم التأشير : تأشير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 98/01 المؤرخة في 1998/06/27

و تمت أول تسعيرة للأسهم يوم 13/09/1999 و يعتبر إنطلاقة البورصة الحقيقي باعتبار أسهم رياض سطيف أول شركة تسعر أسهمها في البورصة ، إلا أن هذه العملية لم تحض بقبول كبير لدى المتعاملين حيث تم تصريف 51 % من الإصدار و اضطرابات البنوك المشكلة لنقابة التوظيف و على رأسها بنك الفلاحة و التنمية الريفية إلى الاكتتاب في الباقي ، و يمكن تفسير هذا الفشل بانعدام ثقافة البورصة في المجتمع الجزائري أساسا ، و بفشل النظام البنكي و المالي الذي عجز عن خلق ثقافة مالية معينة لدى المجتمع و لم يستطع إقناعهم بالاستثمار في هذا المجال.

و لم تكن البورصة تعكس الحقيقة المالية للشركات المتداولة فيها ، حيث نبهت "صيدال" مرارا إلى أن القيمة الاسمية لأسهم الشركة تناقض الوضعية المالية للمؤسسة ، فقد سجلت أسهم الشركات تراجعاً في وقت كانت تعرف فيه حصيلة إنتاجية تحقق أرباحاً ، و فسر الخبراء ذلك بقلة تداول الأسهم و عدم خضوعها لقانون العرض و الطلب ، و اعتماد أصحاب الأسهم على الاحتفاظ بها على غرار السندات لجني أرباح تظل هامشية ، و أدى هذا في الأخير إلى انسحاب رياض سطيف من البورصة و قد تم اتخاذ هذا الإجراء بهدف استعادة حصة من رأس مال الشركة سبق لها أن تنازلت عنها من أجل خصوصتها كلياً ، و قد تم الترخيص بالعرض العمومي للسحب الذي يتمثل في إعادة شراء الأسهم من أصحابها خلال شهر ماي 2006 ، من طرف لجنة مراقبة عمليات البورصة ، عقب القرار الذي أصدرته الجمعية العامة الاستثنائية للرياض - سطيف - . و قد حدد سعر المناقصة العمومية الممتدة من 30 جويلية إلى 18 سبتمبر 2006 بـ 1500 دج للسهم.¹

3-مجمع صيدال :

انبثق المجمع الصناعي صيدال عن إعادة هيكلة المؤسسة العمومية الاقتصادية صيدال ، و ذلك بتاريخ 02/02/1998 ، و تهتم هذه المؤسسة عموماً بإنتاج ، استيراد ، تصدير و تسويق المنتجات الصيدلانية و المواد الكيميائية.

دخولها إلى البورصة كانت عملية تدخل ضمن خصوصية المؤسسات العمومية وذلك عن طريق عرض عمومي للبيع و ذلك بقرار من اللجنة الوطنية لمساهمات الدولة بتاريخ 18/06/1998 ، هذا العرض خصص 20% من الرأسمال الاجتماعي ، بما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2000.000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دج للسهم.

خصائص الإصدار :

- مبلغ الإصدار : 500.000.000 دج
- عدد الأسهم : 2000.000 سهم
- سعر الإصدار : 250 دج/السهم

¹ الخبر ، صفحة الاقتصاد ، 26/07/2006.

- **رقم التأشيرة :** تأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة 98/04 بتاريخ 1998/12/24
- الوسيط المكلف بمرافقة الاصدار : المؤسسة المالية العامة SOGEFI
- حدود الطلب : موظفو مجمع صيدال : 40 سهم على الأكثر.
- أشخاص طبيعيين آخرون : 2000 سهم على الأكثر.
- أشخاص معنويون : 300.000 سهم على الأكثر و 4000 سهم على الأقل
- تم البدء في تسعيرة أسهم المجمع في البورصة بتاريخ 1999/05/24 و هذا بسعر إدخال 800 دج.

4-فندق الأوراسي :

طبقا لقرار من اللجنة الوطنية لمساهمات الدولة في يوم 1998/02/05 ، المصادق عليه من طرف الجمعية العامة غير العادية للأوراسي بتاريخ 1998/06/12 تقرر فتح 20% من رأس مال هذه المؤسسة ص (1.5 مليار دج) للمساهمة الخاصة ، بما يعادل 300.000.000 دج.

خصائص الإصدار :

- مبلغ الإصدار : 300.000.000 دج
- عدد الأسهم : 1.200.000 سهم
- سعر الإصدار : 250 دج
- الوسيط المكلف بمرافقة الإصدار : الراشد المالي.
- حدود الطلب :
- أشخاص طبيعيين : موظفو الفندق : 100 سهم على الأكثر
- أشخاص طبيعيين آخرون : 200 سهم على الأكثر.
- أشخاص معنويون : المؤسسات العمومية : 10.000 سهم على الأقل و 20.000 سهم على الأكثر.
- أشخاص معنويين آخرون : 200 سهم على الأقل و 20.000 سهم على الأكثر
- تم التسعير الرسمي لأسهم الأوراسي في البورصة في 2000/02/14 بسعر 400 دج للسهم.

5-سندات سونالغاز :

و قد كانت خصائص هذا القرض كالتالي :

- الشركة المصدرة : المؤسسة الجزائرية للكهرباء و الغاز.
- مبلغ القرض : 15.000.000 دج.
- عدد السندات : 1500 سند.
- سعر الفائدة : 3,5 % في السنة الأولى و تصل إلى 7%,
- تاريخ الإصدار : ماي 2005.

و في 2006/05/29 تم التسعير الرسمي لسندات سونالغاز في بورصة الجزائر ، و ذلك بعد حصول الشركة على موافقة الهيئة الخاصة بتنظيم و مراقبة عمليات البورصة . و ستطبق التسعيرة على السندات التي صدرت في ماي 2005 ، وحددت لجنة التفاوض لشركة تسير بورصة القيم ، السعر المرجعي لسندات سونالغاز خلال حصة التفاوض الأولى ب 10,101 بالمائة من قيمة تسعيرها في البورصة.

6-سندات اتصالات الجزائر :

خصائص هذا القرض كمايلي :

تاريخ القيام بالعملية : من 2006/09/17 إلى 2006/10/17:

الشركة المصدرة : شركة اتصالات الجزائر مبلغ القرض : 20 مليار دينار عدد السندات : 2 مليون أي بسعر 10 آلاف دينار للسهم الواحد مع اكتتاب أدنى من سندي سعر الفائدة : فترة استحقاق إجبارية من خمس سنوات و سعر فائدة متزايدة مقسم كالآتي : 4% في السنتين الأولى و الثانية ، 4,5 % في السنتين الثالثة و الرابعة ، 7,9% في السنة الخامسة تشترك في إنجاز هذه العملية 08 بنوك ، ستة منها عمومية و بنكان خاصان هما : البنك الوطني الفرنسي و سوسيتي جنرال ، و قد تم اعتماد البنك الوطني الجزائري كمقدم صف ، كما يقوم مكتب الاستشارة التقنية و المالية "ستراتيجيكا" بالإشراف المباشر على هذه العملية.

المبحث الثاني : الوساطة المالية و البورصة في تونس :

تم افتتاح أول مقر للبورصة التونسية في فيفري 1969 ، حيث تولى العاملون فيها تجميع ما يتم تداولها يوميا من أسهم ثم إصدار النشرة اليومية بعدد الأسهم المتداولة و أسعارها و عدد الصفقات ، و في نوفمبر 1994 م صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة التونسية و في شهر نوفمبر من عام 1995 م تم افتتاح بورصة الأوراق المالية التونسية حيث تم ذلك في صيغة شركة خفية الإسم للأوراق المالية حيث ظل هذا السوق يعمل بإشراف وسطاء البورصة بالتساوي.

المطلب الأول : السوق المالية التونسية

1- الإطار التشريعي لسوق تونس للأوراق المالية¹ : تأتي الإجراءات الجديدة التي تضمنها قانون

المالية 2011 والرامية إلى ترشيد إعفاء القيمة الزائدة المتأتية من التفويت في السندات لتعزز دور البورصة كآلية مثلى لتعبئة موارد مالية طويلة المدى وبكلفة منخفضة و يقصد بالأوراق المالية في تطبيق أحكام نفس المرسوم أسهم و سندات الشركات المساهمة التونسية و السندات و الأدوات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة التونسية أو أية أوراق مالية أخرى تونسية و غير تونسية مرخص بتداولها من لجنة السوق.

و تبين اللائحة الداخلية للسوق القواعد و الأحكام التي تنظم قيد و قبول هذه الأوراق حيث تصدر هذه اللائحة خلال ثلاث شهور من تاريخ العمل بهذا المرسوم بقرار من وزير المالية و الاقتصاد بناء على اقتراح لجنة السوق ، و إلى أن تصدر هذه اللائحة يتولى وزير المالية و الاقتصاد وضع القواعد المؤقتة اللازمة لسير العمل فيه و تبين هذه اللائحة الداخلية بوجه خاص سلطات كل من رئيس لجنة السوق و مدير السوق و نظام انعقاد لجنة السوق و إجراءات العمل بها و الأغلبية اللازمة لصحة انعقادها و إصدار قراراتها.

2-إدارة السوق :

يتولى إدارة السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية و الاقتصاد و عضوية كل من :

- مدير السوق و يكون نائبا للرئيس و متفرغا للعمل.
- عضو عن وزارة المالية و الاقتصاد.
- عضو يمثل بنك الونسي المركزي.
- إثنين من ذوي الخبرة و الكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية و الاقتصاد.
- أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة و صناعة تونس و يكون بينهم أحد الوسطاء.

و يصدر بتشكيل لجنة السوق قرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية و الاقتصاد و لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد ، كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافأتهم ، و يكون تعيين مدير السوق بمرسوم بناء على عرض وزير المالية و الاقتصاد و لمدة أربع سنوات قابلة للتجديد ، و تحدد مكافأته و جميع حقوق المالية بقرار من مجلس الوزراء.

¹ قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالمهنة المصرفية ، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي ، اتحاد المصاريف العربية تاريخ الاطلاع 21 جانفي 2006

www.uabarablaw.org

- و تمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق و تكون مسؤولية بصفة خاصة عما يلي :
- وضع القواعد التشغيلية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق و الرقابة على تطبيقها و الإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.
- اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها و ذلك طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية.
- النظر في طلبات قيد الوسطاء و قيد أسهم الشركات المساهمة التونسية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق و البت فيها.
- وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل و انتظامه.
- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق على الحسابات الختامية و تعيين مراقبي الحسابات.
- كما يقدم رئيس هذه اللجنة إلى مجلس الوزراء تقريراً مفصلاً كل ثلاث أشهر عن أعمال السوق و أوضاع المستثمرين يتضمن ما تحقق من أداء في ضوء السياسة العامة للدولة على المدى الطويل.

3- عضوية السوق : تشمل عضوية السوق:

- الشركات التونسية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
- الشركات المساهمة التونسية المقفلة التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها.
- وسطاء الأوراق المالية لدى السوق و تحدد اللائحة الداخلية إجراءات قيد الوسطاء و معاونتهم و تنظيم أعمالهم و أحكام الرقابة عليهم.
- يلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم الاشتراك السنوي طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.

4- لجنة التحكيم : تنشأ داخل السوق لجنة تحكيم تشكل بقرار من لجنة السوق برئاسة أحد رجال القضاء يختاره

مجلس القضاء الأعلى ، و تكون مهمتها الفصل في جميع المنازعات المتعلقة بالمعاملات التي تتم في السوق ، و يعتبر التعامل في السوق إقرار بقبول التحكيم ، و يثبت ذلك في أوراق هذه المعاملات ، و تكون القرارات الصادر عن اللجنة ملزمة لطرفي النزاع و يبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات التي تتبع لرفع النزاع و الفصل فيه.

5- لجنة التأديب : يكون للسوق لجنة تأديب تتولى الفصل فيما ينسب للوسطاء و الشركات المتعامل في أوراقها في

السوق من مخالفات لأحكام هذا المرسوم و اللوائح و القرارات المنظمة للسوق ، وكذلك المخالفات لأحكام هذا المرسوم و اللوائح و القرارات المنظمة للسوق و القواعد و الأصول المتعلقة بمزاولة المهنة.

- و تشكل هذه اللجنة بقرار من لجنة السوق و يكون لها توقيع الإجراءات التالية :
 - التنبيه الإنذار.
 - مصادرة أي كفالة تقررها اللائحة الداخلية.
 - إيقاف التعامل بالنسبة للشركات أو وقف العمل بالنسبة للوسطاء لمدة لا تزيد عن أربع أشهر.
 - شطب العضوية.
 - و يبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات الواجب اتباعها أمامها و كيفية إصدار قراراتها و إعلانها ذوي الشأن في وسائل النشر اليومية و ذلك قبل السماح بتداول اسمها في السوق¹:
 - أن تلتزم الشركة بما جاء في اتفاقية الإدراج شركات مساهمة و كذا إصدار ميزانيتها نصف السنوية.
- أما فيما يخص في إجراءات مقاصة و التسوية تتم في السوق عملية المقاصة و التسويات التي تسمح للمستثمرين بتسوية حساباتهم خلال يومي عمل في أيام التداول $2+T$ إذ يجب على المستثمرين أن يسددوا قيمتها و يجب على البائعين أن يسلموا شهادات أو بطاقة الأسهم خلال هذه الفترة.

المطلب الثاني : الوساطة المالية في بورصة تونس :

- 1- بورصة تونس :** أثبتت بورصة تونس رغم صغر حجمها مقارنة بنظيراتها في المنطقة قدرتها على الصمود أمام مختلف الأزمات التي عصفت بكبرى أسواق المال في العالم فبعد تحقيقها لنسبة نمو إيجابية خلال سنة 2009 واصلت نسقتها التصاعدي خلال سنة 2010 ليرتفع المؤشر التونداكس بنسبة تناهز 20 بالمائة.
- كما حققت قيمة التداول بالتسعيرة ارتفاعا بنسبة 50 بالمائة لتبلغ 2702 م د في سنة 2010 مقابل حوالي 1800 م د خلال سنة 2009 .
- وأثبتت بورصة تونس قدرة هامة على استيعاب الإدراجات الجديدة حيث تم تغطية العرض بالنسبة لعمليات الإدراج التي شهدتها سنة 2010 ب 27 مرة لتأمينات سليم و 31 مرة بالنسبة للشركة التونسية لإعادة التأمين و 21 مرة للعصرية للإيجار المالي و 22 مرة للنقل للسيارات و 13 مرة لشركة اسمنت قرطاج.
- ولئن تعتبر هذه النتائج إيجابية فإنها تبقى متواضعة مقارنة بحاجيات الاقتصاد الوطني الى التمويل المباشر. فنسبة رسملة السوق التي تفوق في البلدان الصاعدة والمتقدمة 50 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي لا تتجاوز في تونس حاليا 25 بالمائة.

¹ <http://www.thegulfbiz.com/vb/showthread.php?t=707948goto=nextnewest01/06/2012/H10:30/P15>

برنامج هام لإدراج مؤسسات جديدة في البورصة

ويتطلب الرفع من مساهمة البورصة في الاقتصاد الوطني تحفيز الشركات على إدراج أسهمها في البورصة واعتمادها كمصدر أول

لتمويل الاستثمار في البلاد.

وتستعد مؤسسات عمومية حاليا للانخراط في السوق المالية في إطار البرنامج الرئاسي الذي يرمي إلى إدراج 30 مؤسسة عمومية

في البورصة في أفق 2014.

وقد شرعت "اتصالات تونس" في هذا الإطار في تنفيذ المرحلة الأولى من مسار اندراجها المزدوج بكل من بورصتي تونس وباريس

وذلك بعد النجاح الذي حققته عملية إدراج مؤسسة "النقل للسيارات" في كل من بورصتي تونس والدار البيضاء.

كما تعكف الشركة التونسية للملاحة على الإعداد لإدراج أسهمها في البورصة من خلال فتح 25 بالمائة من رأس مالها للعموم

بما يتيح لها فرصة تنويع مواردها المالية ومواكبة مقتضيات التطور الاقتصادي وتنفيذ مخططاتها الاستثمارية وتعزيز مكانتها في سوق

النقل البحري. ويتنظر أن يتم الإدراج في نهاية الثلاثي الأول لسنة 2011 بعد استكمال عمليات التقييم.

وكالة تونس إفريقيا لأبناء.

2- الوسطاء المعتمدون في بورصة تونس :

هناك عدت وسطاء معتمدون في بورصة تونس منها شركات و أخرى بنوك؟

أولا : الشركات :

و يتمثل الدور الأساسي لهذه الشركات في شراء و بيع الأسهم و السندات ونذكر منها ما يلي:

1- شركة بيت الأوراق المالية - ش.م.ت.م

2- شركة التونسية لإعادة التأمين.

3- شركة التونسية للتأمين.

4- الشركة التونسية للملاحة.

5- شركة العصرية للإيجار المالي.

6- مشاريع التونسية الاستثمارية للإدارة الأصول.

7- المركز المالي التونسي .ش.م.ت.م

ثانيا : البنوك :

و يتمثل الدور الأساسي لهذه البنوك في استقبال الودائع و إعادة استثمارها في شكل قروض نذكر منها ما يلي :

1-بنك المركزي التونسي :

بنك المركزي التونسي يوفر الخدمات المصرفية التجارية بما فيها الودائع و القروض ، و بطاقات الائتمان و الخدمات المصرفية الاستثمارية و إدارة الأصول و الاستثمارات الأجنبية في الأسهم الخاصة و خدمات الوساطة المالية مباشرة أو من خلال الشركات التابعة في جميع أنحاء منطقة المغرب العربي و تركيا و الصين و فرنسا و إيطاليا و سويسرا.

2- البنك التجاري الوطني¹.

3- البنك الفلاحي التونسي.

4- بنك تونس الدولي.

5- بنك الإسكان.

6- بنك تونس و الإمارات.

المطلب الثالث: أهم الإصدارات التي عرفتها بورصة تونس و آفاق الوساطة

المالية بها :

- شركة قرطاج للإسمنت.

شارع 8002 قطعة تونس بلوك h- 1073 تونس

إجمالي رأس المال 172,134,413 دت

¹ <http://www.thegulfbiz.com/vb/archinve/index.php/t47164.html03/06/2012H 14:30> P12

- الشركة العصرية للحزف للوساطة المالية

منزل حياة - 533 رومادين منستير - تونس.

إجمالي رأس المال 6.375.000 : د.ت

- شركة النقل

المنطقة الصناعية الشرقية 2 - تونس

إجمالي رأس المال 30,001,779 : د.ت

- تونس لمنجبات الألمنيوم

شارع أوزين - المنطقة الصناعية - تونس.

إجمالي رأس المال 440,000,000 د.ت

- شركة الإستثمار و التنمية الصناعية و السياحة

شارع بولفار دو لاتيير - 1800 تونس

إجمالي رأس المال 26,800,000 : د.ت

- شركة التبريد و معمل الجعة 5 شار مستشفى بابا سعدون - 1005 تونس إجمالي رأس المال 80,000,000 د.ت

- شركة الخطوط التونسية

شارع 7 نوفمبر - 2035 تونس - قرطاج

إجمالي رأس المال 530,969,400 د.ت

- شركة الصناعات العامة للمصافي

شارع سوسي الكيلو 35 - 8030 تونس

إجمالي رأس المال 10.000.000 : د.ت

- شركة المعامل الآلية بالساحل 4018 شارع ابن خلدون - تونس رأس المال الإجمالي 26,828,020 د.ت

- شركة آتيك شارع الحبيب بورقيبة - 8054 تونس رأس المال الإجمالي 27,987,900 : د.ت.

المبحث الثالث: مقارنة بين تونس و الجزائر في الوساطة المالية:

المطلب الأول: تونس:

توفرت لدينا المعلومات عن الوساطة المالية في تونس تتضمن شركات و بنوك حيث يجب توفر عدة شروط فهذه الشركات و البنوك مثل الحد الأدنى لرأس المال المعمول به. و معدل التداول اليومي في الشهر .

المطلب الثاني: الجزائر:

توفرت لدينا المعلومات عن الوساطة المالية في الجزائر تتضمن دخول شركات و بنوك البورصة الجزائرية مكن أجل بيع و شراء السندات و توفرت كذلك لدينا معلومات عن حجم التعاملات المالية في كل دول و تم إدراجها ف يجداول مقارنة كما يلي :

جدول رقم (1) : مقارنة لأعداد الوسطاء و أحجام التداول بين الدولتين :

يعطي الجدول التالي مقارنة بين أوضاع شركات الوساطة في تونس و الجزائر من حيث عدد شركات الوساطة و عدد الشركات المدرجة كما أيضا تطرقنا إلى متوسط حجم التداول اليومي و أيضا حصة الوسيط الواحد من التداول اليومي في المتوسط حيث نجد في دولة تونس عدد شركات الوساطة 10 شركة بينما بلغ عدد الشركات المدرجة 102 شركة و يقابله حجم التداول اليومي 550 مليون و بلغت حصة الوسيط الواحد من التداول اليومي في المتوسط 39.9.

أما في دولة الجزائر هناك 08 شركات ضمن الوساطة المالية بينما بلغت عدد الشركات المدرجة 80 شركة في حين متوسط حجم التداول بلغ 950 مليون دينار جزائري و أما حصة الوسيط الواحد من التداول اليومي في المتوسط فهو 11,158

جدول رقم (1) : مقارنة لأعداد الوسطاء و أحجام التداول بين الدولتين :

عدد الشركات الوساطة	عدد الشركات المدرجة	متوسط حجم التداول اليومي بالمليون	حصة الوسيط الواحد من التداول اليومي في المتوسط
تونس	10	550 م دت	39,9
الجزائر	08	950 م د. جزائري	11,158

المصدر: من إعداد الطلبة

خلاصة الفصل :

من خلال هذا الفصل المكون من ثلاث مباحث خصصنا الوساطة المالية في بلدين الأول تونس و الثاني الجزائر ففي هذه الأخيرة تطرقنا إلى الوساطة المالية و البورصة فيها و كذلك في تونس حيث تعرفنا عن سوقها المالي و الوساطة المالية فيها و في الأخير قمنا بمقارنة بين هذين البلدين من أجل إبراز أهم أوجه الاختلافات.

خاتمة:

الوساطة المالية هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر إلى علاقة غير مباشرة فهي تخلق خامات جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي لتقوم بإقراضها إلى أطراف أخرى تكون في حاجة إلى التمويل.

أي أن الوساطة المالية حولت علاقة التمويل من علاقة ثنائية بين المقرض و المقترض إلى علاقة ثلاثية حيث دخلت الوساطة المالية كطرف ثالث و اكتسبت أهمية بالغة لما توفره من جهد و وقت بالنسبة لأصحاب العجز المالي فهي تريحهم عناء البحث عن المقرضين المحتملين ، كما تذهب مخاطر عدم التسديد عن أصحاب الفائض المالي هذه المخاطر تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر ، و هي بذلك تستفيد من الفائدة على القروض الممنوحة كما أن مواردها تتكون في الغالب من الودائع الجارية التي لا تكلفها أي شيء حيث أن معظم الأنظمة النقدية العالمية تمنع منح فوائد على هذا النوع من الودائع.

و يختلف الوسطاء الماليون باختلاف السوق الذي يعملون به حيث يوجد وسطاء سوق النقد و الذي تكون فيه التعاملات قصيرة الأجل و من بين وسطاء هذا السوق نجد المصارف التجارية، بيوت القبول مصارف الادخار.

أما النوع الثاني فيتمثل في وسطاء سوق رأس المال و تكون تعاملاتهم في الغالب طويلة الأجل و من أهم وسطاء هذا السوق بنوك الاستثمار، شركات التأمين، المصارف العقارية، المصارف الزراعية و الصناعية.

إلى جانب ذلك يوجد وسطاء أفراد تكون تعاملاتهم في الغالب وفق تشريعات يلتزمون بها تنص من طرف البورصة و من أهم هؤلاء الوسطاء المضاربون ، السماسرة ، المتحوطون ، صناع السوق.

حيث تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة في الوساطة المالية حيث تقوم بدورها الأساسي المتمثل في تنمية التعاملات المالية من خلال تجميع و توجيه الموارد المالية و توظيفها في المشروعات الاستثمارية ، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين و بين الجهات المصدرة للأوراق المالية كما تمنح من جهة أخرى للأفراد و صغار المستثمرين فرص متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

كما تمس خدمات البنوك إطار الوساطة المالية من خلال القيام بأدوار مختلفة مثل شراء و بيع العملات الأجنبية للزبائن ، إصدار الشيكات السياحية للزبائن ، صرف الحوالات الواردة من الخارج لصالح المستفيدين في الداخل و تحويل النقود للمستفيدين إلى الخارج ، بينما يتمثل أهم دور تقوم به البنوك في إطار وساطتها المالية في تنمية العملات المالية هو استقبال الودائع و إعادة منحها على شكل قروض متضمنة الفوائد ، و هي بهذا تكون وسيط بين أصحاب العجز المالي و أصحاب الفائض المالي.

و تنمة لدراستنا هذه فقد قمنا بمقارنة بين دولتين من المغرب العربي تونس، الجزائر.

قائمة الجداول والأشكال:

أ_ قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
16	قيمة عقود المبادلات المتداولة	01
19	التدفقات النقدية لمبادلات سعر الفائدة	02
89	مقارنة لأعداد الوسيط وأحجام التداول بين الدولتين	03

ب_ قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
22	التدفقات النقدية لمبادلات سعر الفائدة	01
30	أركان سوق المال	02
41	ميزانية مختلف الأعوان الاقتصاديين	03
42	عمل الوساطة المالية	04
71	الهيكل العام لشركة تسيير بورصة القيم في الجزائر	05
72	انتقال الحسابات إلى المؤمن المركزي	06

قائمة المراجع :

أ- باللغة العربية :

- 1- أ.د عبد المطلب عبد الحميد . "اقتصاديات النقود و البنوك" ، الدار الجامعية الاسكندرية 2009.
- 2- أرشد فؤاد التميمي . "الاستثمار بالأوراق المالية"، تحليل و إدارة ، الطبعة الأولى ، دار الميسر للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن 2004.
- 3- أمين عبد العزيز . "الأسواق المالية" ، دار قباء الحديثة للنشر ، القاهرة 2007.
- 4- بوايان كويل . "نظرة عامة للأسواق المالية" ترجمة دار الفاروق ، القاهرة ، الطبعة 2005.
- 5- توماس ميز جيمس . إس دو سنبري . روبرت زدالبير . "النقود و البنوك و الاقتصاد" ، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق ، دار المريخ للنشر 2002.
- 6- جيار محفوظ . "البورصة و موقعها في أسواق العمليات المالية" الجزء الأول دار هومة . الجزائر ، الطبعة الأولى 2002.
- 7- حسين بن هاني . "اقتصاديات البنوك و النقود" . الاسكندرية . الطبعة الأولى 2008.
- 8- خريف بشرى و آخرون . "وظائف المصارف التجارية" ، (مذكرة لنيل شهادة الدراسات التطبيقية الجامعية) ، محمد خيضر ، بسكرة.
- 9- د.عبد المنعم مبارك . أحمد الناقة . "النقود و الصيرافة و النظرية النقدية" ، الدار الجامعية ، الاسكندرية 1997.
- 10- زياد رمضان ، مروان شموط . " الأسواق المالية" ، الشركة العربية المتحدة للتسوق و التوريدات القاهرة 2008.

- 11- زينب عوض الله . أسامة محمد الفولي . "أساسيات الاقتصاد النقدي و المصرفي" ، منشورات الحلبي الحقوقية.
- 12- زرفة زهية . "اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية" الدار الجامعية.
- 13- سعد صادق . "إدارة الشروعات " ، الدار الجامعية ، الاسكندرية 2003.
- 14- السيدة عبد الفتاح اسماعيل . عبد الغفار علي حنفي . " الأسواق المالية" ، الدار الجامعية ، الاسكندرية 2009.
- 15- السيدة عبد الفتاح عبد السلام . محمد الصالح الحناوي . " المؤسسات المالية و البنوك التجارية" ، الدار الجامعية الاسكندرية.
- 16- شقيري نوري موسى و آخرون . " المؤسسات المالية و المحلية و الدولية" ، دار الميسر للنشر و التوزيع و الطباعة ، الطبعة الأولى ، عمان 2009.
- 17- صبحي تاديس ، قريصة . مدحة محمد العقاد ، "النقود و البنوك و العلاقات الاقتصادية الدولية" (دار النهضة العربية ، بيروت 1983).
- 18- صلاح الدين حسن السيسي . "بورصات الأوراق المالية" ، عالم الكتب ، القاهرة ، الطبعة الاولى 2003
- 19- طارق عبد العالي حماد . "المشتقات المالية" ، الدار الجامعية للطباعة و النشر و التوزيع 2001.
- 20- الطاهر لطرش . "تقنيات البنوك" ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، الطبعة الاولى 2001،
- 21- عبد العال حماد . "المشتقات المالية" . كلية التجارة ، جامعة عين الشمس ، الاسكندرية 2001.
- 22- عبد الغفار حنفي . رسمية زكي قرياقص . "أسواق المال و تمويل المشروعات" ، الدار الجامعية الاسكندرية 2005.

- 23- عبد الغفار حنفي . رسمية زكي قرياقص ، "الأسواق و المؤسسات المالية" الدار الجامعية الاسكندرية 2008.
- 24- عبد الغفار حنفي وآخرون."الأسواق المالية"، الاسكندرية،الدار الجامعية 2006.
- 25- عبد الله الطاهر ، موفق علي الخليل. " النقود و المكؤسسات المالية" ، مركز يزيد للنشر ، الطبعة الثانية ، الأردن 2004.
- 26- عبد الله خبانة. "الاقتصاد المصرفي"، الدار الجامعية الاسكندرية 2007-2008
- 27- عبد المطلب عبد الحميد . " العولمة واقتصاديات البنوك" ، دار الجامعية ، الاسكندرية 2005.
- 28- عبد المطلب عبد المجيد . "النظرية الاقتصادية و تحليل جزئي و كلي للمبادئ" ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع الاسكندرية 2003.
- 29- عبد النافع عبد البري . غازي عزح . "الأسواق المالية" ، دار وائل للنشر و التوزيع ، عمان ، الطبعة 2001.
- 30- فليح حسن خلف . النقود و البنوك" ، الجدار للكتاب العالمي ، الطبعة الاولى ، عمان 2006.
- 31- فليح حسن خلف . "الأسواق المالية و النقدية" ، عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع ، إربد ، عمان الطبعة الأولى 2006 .
- 32- فيصل محمود الشواورة . "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" ، دار وائل للنشر ، الأردن 2008.
- 33- مجدي محمود شهليب . "اقتصاديات النقود و المال" ، الدار الجامعية الجديدة للنشر ، الاسكندرية 2000,

34- محمد البنا , "أسواق النقد و المال (الأسس النظرية و العلمية)" ، زهراء الشرق ، القاهرة 1996.

35- محمد صاله القويشي . "اقتصاديات النقود و البنوك" ، إثراء للنشر و التوزيع ، الأردن ، الطبعة الأولى 2009.

36- محمد مطر . "إدارة الاستثمارات (الإطار النظري و التطبيقات العملية)" ، دار وائل للنشر ، عمان الطبعة الثالثة 2004.

37- محمدمو محمد الداغر . "المؤسسات المالية (مؤسسات . أوراق ، بورصات)" ، دار الشروق للنشر و التوزيع ، الأردن 2007.

38- مصطفى رشدي شيحة . "الاقتصاد النقدي و المصرفي" ، الدار الجامعية ، مصر ، الطبعة 1985.

ب- باللغة الفرنسية:

1- Andrécatrapanis, lesmarchés financiers internationaux édition la découverte. Paris . 2004.

2- Robert ferrandier . opcit.p28

ج- المنتديات :

1- أسواق المال ، منتدى التمويل الاسلامي.

[http://islamfime . Go.form.net/Montada_fu/tonic-38htm](http://islamfime.Go.form.net/Montada_fu/tonic-38htm)

2-اقتصاديات المالية الأسواق.

<http://etudiant.dz.com/rb/t8870HLML>

3-منتدى التمويل الاسلامي قسم المحاسبة و التحليل المالي : منتديات المحاسبة.

<http://www.fustat.com/muaua/tomuol.quadah.pdf>.

<http://www.kantakji.com/fiqh/files/economics/202.htm>

المعاجم :

- صندوق النقد الدولي . دليل الاحصاءات النقدية و المالية 2000.
- المعجم الوجيز 63. تاج العروس 3
- 322 المصباح مادة "دخر" 1/245 موسوعة المصطلحات الاقتصادية و الاحصائية.

قائمة الجداول و الأشكال

01.....	مقدمة
	الفصل الأول: مدخل للأسواق المالية
03	تمهيد
03.....	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
03.....	المطلب الأول: نشأة و تطور الأسواق المالية
04.....	المطلب الثاني: مفهوم الأسواق المالية
05.....	المطلب الثالث : وظائف الأسواق المالية
06.....	المطلب الرابع: أشكال الأداء في الأسواق المالية
08.....	المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة
08.....	المطلب الأول: الأسهم
11.....	المطلب الثاني: السندات
13.....	المطلب الثالث: المشتقات المالية
23.....	المبحث الثالث: تصنيفات الأسواق المالية
23.....	المطلب الأول: حسب أجل الأوراق المالية
24.....	المطلب الثاني: حسب المجال الجغرافي
25.....	المطلب الثالث: حسب طبيعة الأسواق
26.....	المبحث الرابع: الفاعلون في الأسواق المالية
26.....	المطلب الأول: فئة المستثمرين
27.....	المطلب الثاني: فئة المصدرين

المطلب الثالث: فئة الوطاء 28

الفصل الثاني: الوساطة المالية

تمهيد

المبحث الأول: ماهية الوساطة المالية..... 33

المطلب الأول: مفهوم الوساطة المالية..... 33

المطلب الثاني: وظائف الوساطة المالية..... 36

المطلب الثالث: أسباب الوساطة المالية 40

المبحث الثاني: مؤسسات الوساطة المالية..... 42

المطلب الأول: المؤسسات النقدية..... 42

المطلب الثاني: المؤسسات غير النقدية..... 47

المطلب الثالث: المؤسسات غير الوداعية..... 52

المطلب الرابع: المؤسسات الوداعية..... 57

المبحث الثالث: أفراد الوساطة المالية..... 60

المطلب الأول: صناع السوق..... 60

المطلب الثاني: المضاربون..... 62

المطلب الثالث: السماسرة..... 63

الفصل الثالث: الوساطة المالية في الجزائر و تونس ودراسة حالة مقارنة بينهما

تمهيد 66

المبحث الأول: الوساطة المالية في بورصة الجزائر..... 67

المطلب الأول: السوق المالية الجزائرية 67

المطلب الثاني: الوساطة المالية في بورصة الجزائر..... 75

المطلب الثالث : أهم الإصدارات التي عرفتها بورصة الجزائر وأفاق الوساطة المالية بها..... 77

المبحث الثاني : الوساطة المالية في بورصة تونس..... 82

المطلب الأول : السوق المالية التونسية..... 83

المطلب الثاني: الوساطة المالية في بورصة تونس..... 85

المطلب الثالث: أهم الإصدارات التي عرفتها بورصة تونس و آفاق الوساطة المالية بها..... 87

المبحث الثالث : دراسة مقارنة بين الجزائر و تونس..... 88

المطلب الأول: تونس..... 89

المطلب الثاني :الجزائر..... 89

الخاتمة .

قائمة الأشكال.

قائمة المراجع.

