

## المحاضرة الخامسة: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية

### تمهيد:

تحكم سوق الأوراق المالية آلية معينة تميزها عن غيرها من الأسواق، حيث تضم أطراف مختلفة تتعامل على بضاعتها المتمثلة في الأوراق المالية المتداولة فيها، والتي تعقد عليها عدة عمليات تدعى الأوامر يتم تنفيذها بواسطة هؤلاء الأطراف، كما نجد فيها عدة طرق لتحديد الأسعار. يصعب القول أن هناك قواعد نمطية ثابتة لآلية قيام الوسطاء بإنجاز تعاملات المستثمرين في الأسواق جميعا، إلا أن ذلك يمكن تقريبه من خلال توضيح جانبي الأوامر والتنفيذ التي يقوم بها الوسطاء الماليون في السوق المالية (وأحيانا المستثمرين بأنفسهم كما هو الحال في السوق الرابعة، والمتعاملين بشبكات الانترنت لصالحهم حاليا) لصالح المستثمرين. سوق الأوراق المالية كأى سوق لابد أن يتوفر فيها عدة أطراف لكل منهم دور محدد لإتمام عملية تداول الأوراق المالية بسهولة وبسرعة، فهناك من ينظر للمتدخلين في عمليات سوق الأوراق المالية على أنهم ثلاثة أطراف رئيسية هم المصدرين، المستثمرين، والوسطاء أو السماسرة. وفي المقابل هناك من يعتبر الوسطاء بين الأطراف المسهلة والمساعدة على حسن سير سوق الأوراق المالية أكثر مما هم من المتدخلين الحقيقيين، وذلك باعتبار أن دورهم الاستثماري قليل الأهمية نسبيا. وبصورة عامة يمكن تجميع الأطراف المتدخلة في عمليات البورصة في الأطراف التالية:

### 1. الوسطاء الماليون (سماسرة الأوراق المالية وتابعيهم):

يقتصر امتياز التعامل في أسواق الأوراق المالية على المحترفين، حيث لا تقبل فاتورة عن الأوراق المالية إلا إذا كانت صادرة عن سمسار معتمد طبقا للقانون، فالعمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق السماسرة المقيدين في القائمة المعتمدة من طرف لجنة السوق، والسماسرة ما هم إلا فئة من الأخصائيين في الشؤون المالية ذوي خبرة وكفاءة في التعامل على الأوراق المالية، وطرق تداولها وطرق تحصيل كوبيوناتها،

وهم مسئولون أمام القانون الذي يشترط فيهم توافر شروط خاصة قبل اختيارهم للعمل في هذا الجهاز المالي<sup>(25)</sup>.

فالسمسار هو شخص له دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية، يقوم بعقد عمليات بيع وشراء عليها، وينفذ الأوامر في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة محددة يتلقاها من البائع والمشتري، ويعتبر السمسار مسئولاً وضامناً لصحة كل عملية<sup>(26)</sup>. وينقسم الوسطاء في البورصات الأمريكية والبريطانية إلى نوعين أساسيين: الأول يتكون من الوسطاء الذين يحملون أوامر المتعاملين وينفذونها لصالح هؤلاء المتعاملين مقابل عمولة محددة من قبل هيئات سوق الأوراق المالية، ويعرف هذا النوع باسم Brokers، أما النوع الثاني فيتكون من الوسطاء الذين يقومون بالاتجار في الأوراق المالية لحسابهم الخاص، ويعرف هذا النوع باسم Dealers.

ومن حيث المهام التي يقوم بها وسطاء سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية، فقد توسع نشاط هذه الفئة ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في السوق، ومن هنا فإن وجود الوسطاء أو السماسرة يساعد على تنشيط السوق من جهة، وإفادة المستثمرين بالمعلومات والإرشادات من جهة ثانية، فهناك المئات وربما الآلاف من البدائل الاستثمارية بخصائص متنوعة ومخاطر وعوائد مختلفة، وأنه من مهام الوسطاء مساعدة المستثمرين على تكوين محافظهم المالية التي تحقق لهم أكبر عدد ممكن من الأهداف المسطرة.

## 2. الجمهور:

يتمثل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون في سوق الأوراق المالية، سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة (من خلال الصناديق الجماعية للاستثمار). ولقد عرف عدد الأفراد المستثمرين في البورصة تطوراً هائلاً منذ نهاية السبعينات، ويرجع هذا التطور إلى موجة

<sup>(25)</sup> - زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان: بيروت، 2003، ص 193.

<sup>(26)</sup> - سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره: ص 192.

الخصوصية، وبرامج انتقال ملكية الاستثمارات من القطاع العام إلى القطاع الخاص التي اعتمدها أوروبا آنذاك، كما كان للإعفاءات الضريبية الأثر الحسن في زيادة الادخار المالي وزيادة عدد المدخرين. إضافة إلى تشجيع خطة شراء العمال لأسهم الشركات التي يعملون بها.

### 3. المستثمرون المؤسسيون:

يمكن التمييز بين ثلاث فئات من هذه المؤسسات، لدينا مؤسسات القرض وتضم البنك المركزي والبنوك التجارية، مؤسسات الادخار وتضم مؤسسات التأمين على الحياة وصناديق التقاعد، مؤسسات الإيداع أو ما يطلق عليها بشركات الاستثمار وتضم صناديق الاستثمار الجماعي والمؤسسات المالية. وتعتبر هذه المؤسسات من المتدخلين المهمين والرئيسيين في أسواق الأوراق المالية الأوروبية والأمريكية، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخار نحو سوق الأوراق المالية. حيث تعتبر هذه المجموعة من أهم مزودي سوق الأوراق المالية برؤوس الأموال على المدى الطويل، لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدرتها الادخارية والاستثمارية. وعليه يلعب المستثمرون المؤسسيون دورا فعالا في تنشيط سوق الأوراق المالية، مما يجعلهم يمتصون مدخرات ضخمة يقومون بضخها في الاقتصاد مرة أخرى.

### 4. الشركات الصناعية والتجارية:

تعتبر الشركات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية، فهي تلجأ لهذه السوق من أجل الحصول على رؤوس الأموال الضرورية، بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها أو التوسع فيها. ويتم ذلك عن طريق إصدار الأسهم والسندات، من أجل الحصول على تمويل متوسط أو طويل الأجل. هذه الأوراق المالية التي يصبح بالإمكان تداولها بعد إصدارها، وحتى يتسنى لهذه الشركات الحصول على التمويل من سوق الأوراق المالية، يجب أن تكون مدرجة في سوق الأوراق المالية، وإذا لم تكن كذلك

فيجب أن تدخل سوق الأوراق المالية،<sup>(27)</sup> وهناك جملة من الشروط التي يجب أن تتوفر في الشركة المرشحة للتسجيل في سوق الأوراق المالية، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن سوق لأخرى داخل نفس الدولة، ويمكن تلخيص أهم هذه الشروط في النقاط التالية<sup>(28)</sup>:

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى سوق الأوراق المالية، أن يكون شكلها القانوني من شركات الأموال، أي شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم.

- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين بنسبة تتراوح ما بين 20 إلى 25%، حيث يتم طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية، وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم وسندات.

- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات.

- أن تكون قد حققت أرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.

- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

- تقديم القوائم المالية الختامية، كجدول حسابات النتائج والميزانية الختامية للسنوات الثلاث الأخيرة مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

## 5. الدولة:

تعتبر الحكومة أيضا من المتدخلين في سوق الأوراق المالية وخاصة في أسواق السندات، حيث عادة ما تلجأ الحكومات إلى إصدار عدة أنواع من السندات من أجل تغطية

(27) - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره: ص 96.

(28) - P monnier, les marchés boursiers, verreuil, paris, 3<sup>ème</sup> édition, 1997, pp28-29.

أنظر: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.

العجز في الميزانية العمومية، أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة، وخاصة منها ذات الطابع الاجتماعي أو من أجل التحكم في معدلات التضخم<sup>(29)</sup>.

## 6. الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق:

وتتمثل في هيئات الإشراف والرقابة وتسيير سوق الأوراق المالية.<sup>(30)</sup> بالنسبة للجنة الإشراف على سوق الأوراق المالية هي عبارة عن سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية تتولى مهمة السهر على حماية الادخار المستثمر في الأوراق المالية، وكذا ضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها. أما شركة تسيير وإدارة سوق الأوراق المالية هي شركة ذات أسهم، مكونة من وسطاء عمليات سوق الأوراق المالية، الذين ينفردون بحق التفاوض في الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لحساب عملائهم أو لحسابهم الخاص. فهي إذا مطالبة بتسهيل التبادلات بين الوسطاء، وتطوير سوق الأوراق المالية بتعريفه للجمهور على أنه هيئة تحظى بالثقة اللازمة، ويكون القيام بمهام هذه الشركة تحت إشراف لجنة السوق. نخلص من كل هذا إلى أن الأطراف المتدخلة في البورصة متعددة ومتفاوتة، سواء من حيث الطبيعة والإمكانيات، إذ تتراوح بين الفرد المدخر لجزء بسيط من دخله، إلى بيوت السمسرة الضخمة والمستثمرين المؤسساتيين، بما في ذلك البنوك والشركات العملاقة، وتنتهي بالحكومات المتدخلة في البورصات المحلية والأجنبية لتمويل عملياتها، تتنافس هذه الأطراف كلها في البورصة فمنها من يطلب مصادر للتمويل ومنها من يوفرها.

(29) - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره: ص 97.

(30) - جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص 6.