

قراءة نظرية لدور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

طالب دليبة، أستاذة مساعدة "أ"

جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان، t_dalinda@yahoo.fr

الملخص:

شهدت الوساطة المالية تطورات هائلة على المستوى العالمي، كون أنها ساهمت بقدر كبير في ربط البورصات العالمية، فهي تمثل لغة ترابط متينة بين المستثمرين و المدخرين، مما جعلها تشغل حيز لا يستهان به لدى منظري الفكر المالي، ليس هذا فقط بل أصبحت تتبوأ مكانة مرموقة في الأسواق المالية العامة و البورصات خاصة. و في خضم هذا الواقع، لم يتوقف السعي الحثيث للدول على إجراء دف تعديلات فيما يخص عدة جوانب تتعلق بسوق الأوراق المالية، بهدف الرفع من أحجم التداول و ضمان استقرار أسعار الأوراق المالية، و إعطاء دفعة قوية لتنشيط العوائد بما يساعد على تشجيع و انسياب المدخرات في هذه السوق.

الكلمات الدالة: الوساطة المالية، البورصة، سوق الأوراق المالية، الأسهم، السندات.

المقدمة

شهدت الأسواق المالية بومتها تطورا منقطع النظير على جميع الأصعدة و المستويات خصوصا في ظل العقود الأخيرة، حيث أنها أصبحت المرآة العاكسة لاقتصاديات الدول، فما أن ظهرت إلا و تغنن مهندسو النظام المالي في الدول المتقدمة في استخدامها لتوفير التمويل اللازم للشركات و الدول على حد السواء، كما أنها تمثل ملاذا متميزا للمستثمرين و الذين تحذوهم الرغبة الجارحة في الاستثمار و تحقيق الأرباح، إذ تعمل هذه الأسواق على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر فيها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل قياسا إلى حجم خططها الاستثمارية.

إن هذا الانسياب المستمر من الوحدات التي تحقق فائض إلى الوحدات التي تعاني من العجز يساعد على زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، و زيادة معدل النمو الاقتصادي، و تحقيق مستوى إشباع أكبر لحاجات الأفراد.

فوجود هذه الهوة بين أصحاب الفوائض و أصحاب العجز المالي أدى بالضرورة إلى وجود فئة جديدة من المتعاملين تمثل حلقة الربط بين الفئتين السابقتين و تسمى الوساطة المالية، حيث ما لبثت أهميتها تزداد من يوم لآخر، نظرا لما توفره من منافع كبيرة للمستثمرين و المدخرين، كما تلعب مؤسسات الوساطة المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول نظرا لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة، و بذلك تنعكس سلامة و حسن أداء هذه المؤسسات على سلامة و حسن الأداء الاقتصادي للدولة بشكل عام.

يحاول هذا البحث إبراز الدور الحيوي الذي تلعبه الوساطة المالية في تنشيط و تطوير المعاملات في سوق الأوراق المالية وإعطاء دفعة قوية لتنشيط العوائد و انسياب المدخرات في هذه السوق بناءً على ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه الوساطة المالية في تنشيط وتطوير المعاملات في سوق الأوراق المالية؟

- على ضوء ما تقدم، وضعنا الفرضيات التالية للإجابة على إشكالية البحث، و تتمثل في:
- إن قيام مؤسسات الوساطة المالية بدورها في سوق الأوراق المالية على أكمل وجه و تطوير الخدمات التي تقدمها، سيجلب المزيد من المدخرين و المستثمرين.
- وجود مؤسسات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية يؤدي إلى زيادة التنافس بينها، مما سيخفض التكاليف الإجمالية سواء للمدخر أو المستثمر.

من أجل التحقق من صحة أو خطأ الفرضيات الموضوعة في الورقة البحثية هته، ارتأينا تقسيم هذه الأخيرة إلى ثلاث أقسام، بحيث تناولنا في القسم الأول الإطار النظري للوساطة المالية، و تطرقنا في القسم الثاني إلى الأسس

قراءة نظرية لدور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

النظرية لأسواق الأوراق المالية، و في الاخير تناولنا في القسم الثالث دور الوسطاء الماليين في مختلف الأسواق حسب تنظيم الوساطة المالية.

1 الإطار النظري للوساطة المالية

تنبع الحاجة للوساطة المالية من واقع تفاوت الأفراد من حيث المعرفة و المهارة و الثروة أيضا، فهناك الثري الذي لا يعرف كيف ينمي ثروته، و في الجهة المقابلة يوجد رجل الأعمال الذي يملك المهارة و الخبرة التجارية، لكنه لا يملك رأس المال، و هنا تنشأ فرصة لطرف ثالث يقرب بين الطرفين و يملك ثقتهم و هذا خاصة إذا كان الأول بعيد عن الثاني، حيث يقوم الطرف الثالث (الوسيط المالي) بإشباع حاجة كلا الطرفين في مقابل ربح متفق عليه، و بذلك يكون الأطراف الثلاثة قد استفادوا من هذه الوساطة مما ينعكس ذلك بالإيجاب على الاقتصاد ككل.

1.1 تعريف الوساطة المالية

هناك العديد من التعاريف الواردة بشأن الوساطة المالية، و ارتأينا أخذ جملة منها نراها أكثر تعبيرا عن هذه الوساطة، و يتعلق الأمر بالتعاريف التالية:

الوساطة المالية هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين و المقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي نحو أصحاب العجز المالي. و بالتالي فهي تقوم بتعبئة الإدخارات (الفوائض المالية) الخاصة بالأفراد و المؤسسات من جهة و منح القروض إلى أطراف أخرى.¹

تعني: "عملية جلب موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية و الأفراد، و ذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى، فالمؤسسة المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة".² يعرف الوسيط المالي على أنه: "مؤسسة تتوسط بين المقترضين النهائيين و المقرضين النهائيين، فالوساطة المالية تسمح لعملية الإقراض و الاقتراض بأن تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين، و هكذا تتضمن عملية الوساطة مبادلة ثنائية من الحقوق المالية، حيث يعرض الوسيط حقا على نفسه تجاه دائنيه بمقابل نقدي، مستعملا النقود التي حصل عليها من ذلك في خلق حقوق مالية على المقترضين النهائيين، و بذلك يمكن تعريف الوسطاء الماليين بأنهم وحدات اقتصادية وظيفتها الأساسية هي شراء الأوراق المالية من المقترضين النهائيين، وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقرضين النهائيين". كما يمكن تعريف الوسطاء الماليين على أنهم: "أشخاص طبيعيون أو معنويون يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار و بين الاستثمار الباحث عن الأموال".³

- طاهر لطرش. (2001)، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، ص.06.¹

²- محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام. (1998)، المؤسسات المالية، البورصة و البنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص.203.

³- عبد المنعم السيد علي، سعد الدين العيسى. (2004)، النقود و المصارف و أسواق المال، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، ص.67.

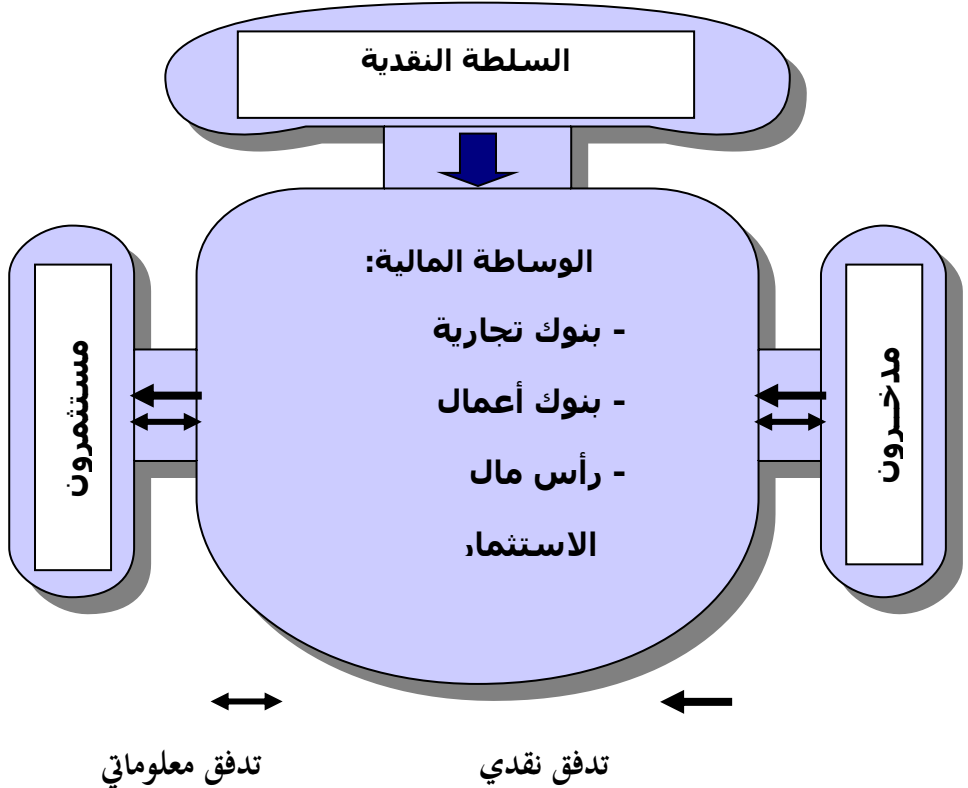
قراءة نظرية لدور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

و في تعريف آخر: " منظمات تصدر التزامات مالية على نفسها (بمعنى أنها تتبع أصول مالية فتترتب التزامات مالية عليها مقابل النقدية التي تحصل عليها)، ثم تستخدم الحصيلة النقدية من هذه الإصدارات بصورة أساسية في شراء أصول مالية من الغير " ⁴.

ولذلك فإن مهمة الوسيط المالي تتمثل في البحث عن الفجوات الموجودة على تلك المستويات الثلاثة واستغلالها بأفضل صورة بما يحقق له أقصى ربح ممكن. فمن الأفراد من لديهم أموال فائضة ولا يرون أين وكيف يستثمرونها، ومنهم، بالمقابل، من لديهم أفكار ومهارات ومعلومات هامة، غير أنهم لا يمتلكون الأموال اللازمة لتثمينها وتحسينها على أرض الواقع. وما بين هؤلاء وأولئك نجد جهات تعمل على التقريب فيما بينها بما يحقق المنفعة لكليهما، وهم الوسطاء الماليين.

ويتمثل هؤلاء الوسطاء في مجموعة من المؤسسات المصرفية والمالية، تتوسط ما بين المدخرين والمستثمرين مقابل عائد متفق عليه. وتشرف على هذه المؤسسات سلطة مركزية هي السلطة النقدية. والشكل التالي يوضح أطراف الوساطة المالية:

شكل 01. أطراف الوساطة المالية



المصدر: د. رحيم حسين، نحو تطوير الوساطة المالية في الجزائر: نموذج مصرف المشاركة المخاطر المركز الجامعي برج بوعريش، ص 04

⁴ حسين بن هاني. (2002)، الأسواق المالية طبيعتها -تنظيمها - أدوا لها المشتقة، دار الكندي، الطبعة الأولى عمان، ص. 32 .

2.1 التمويل المباشر و التمويل غير المباشر

1.2.1 التمويل المباشر

يتمثل التمويل المباشر من خلال العلاقة بين المقرض و المستثمر دون تدخل أي وسيط بنكي أو غير بنكي،⁵ و ذلك من خلال إصدار مستخدمي الأموال - وحدات العجز المالي - الذين يمثلون بالنسبة للوحدات ذات الفائض المالي - المقرضين النهائيين لأصل مالي - أوراقا مالية مباشرة (تدفق مباشر للأوراق المالية) للوحدات ذات الفائض، و عادة ما يتعهد المدين - المقرض - بدفع سلسلة من المدفوعات للدائن في المستقبل حتى يسترد صاحب الأموال مدفوعات بالإضافة إلى عائد مناسب مقابل مخاطر التسليف أو يحرق له صك ملكية لجزء من القيم الحقيقية للمؤسسة، و تمثل الأصول المالية المتنازل عنها مستند مطالبة لحق الموارد أو الدخل مقابل هذه الأموال، و يطلق على هذه الأصول المالية أوراق مالية مباشرة أو أوراق مالية أولية.⁶

2.2.1 التمويل غير المباشر

يضطلع إدخار العائلات - و هو ذلك الجزء الذي لا يستخدم في الاستهلاك - بدور كبير في الاقتصاد باعتباره القطاع الوحيد الذي تتجاوز مدخراته استثماراته، و لهذا فإن نمو القطاعات الأخرى يعتمد على تحويلات المدخرات في هذا القطاع⁷، حيث تم خلق آليات جديدة للاستفادة من هذه المدخرات، و يعد بروز المؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا الشكل من التمويل، و تساعد هذه المؤسسات الوسيطة على التقاء مرن بين وحدات الفائض و العجز، يتجاوز مجرد التوسط إلى إصدار أصول مالية غير مباشرة من قبلها لصالح وحدات الفائض و قبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز.⁸

و بالتالي يعد الوسيط المالي الحلقة المركزية لآلية التمويل غير المباشر، إذ يمكنه تجميع موارد مالية بإصدار حقوق تكتب من قبل المقرضين النهائيين، و جذب ودائع هؤلاء مقابل التزامات معينة، و هذه الموارد يمكن أن تستكمل بموارد ذات طبيعة نقدية التي يمكن لبعض الوسطاء خلقها، و يمكن التمييز هنا بين نوعين من الوساطة، و هما وساطة ميزانية و وساطة سوقية، و يختلف تدخل الوسيط في كل منهما كما يوضحه الشكل التالي:

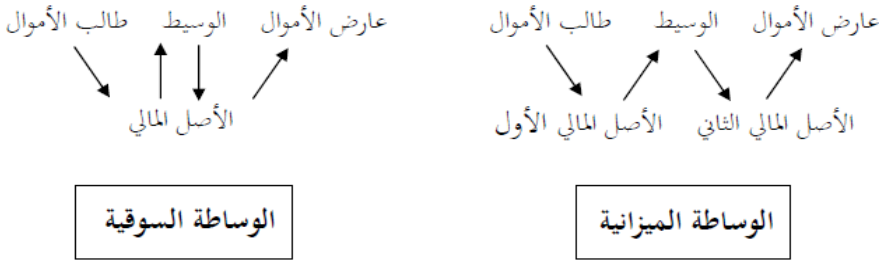
⁵ - محمد صالح الحناوي، جلال العبد. (1998)، مرجع سبق ذكره، ص.80.

⁶ - Gilbert Koenig. (2000), Analyse monétaire et financière, Economica, Paris, p.2.

⁷ - Robert Ferrandier, Vincent Koen., (1997), Marché de capitaux et techniques financières, 4^{ème} édition, Economica, Paris, p.19.

⁸ - حمزة محمود الزبيدي، (2000). إدارة المصارف، مؤسسة الوراق للنشر، الطبعة الأولى، عمان، ص.23.

شكل 2: الوساطة الميزانية و الوساطة السوقية



المصدر: لحمر خديجة، دور النظام المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص.24.

من خلال هذا الشكل يمكن شرح الوساطة الميزانية و الوساطة السوقية كما يلي⁹:

- الوساطة الميزانية: و يعمل فيها الوسيط على تحويل مميزات الأصل المالي، فالوسيط يقوم بشراء أوراق مالية أولية و يحتفظ بها في جانب الأصول من ميزانيته، و في المقابل يقوم بإصدارات مختلفة تسجل في جانب الخصوم.
- الوساطة السوقية: و يتدخل فيها الوسيط في سوق الأصول المالية كما يلي:
- بتقريب كل من المشتري و البائع في حالة السمسرة مقابل عمولة؛
- عند إجرائه الإصدار لصالح الزبون؛
- الشراء لحسابه الخاص لإعادة البيع مقابل الحصول على هامش؛
- و يلاحظ في كل هذه الحالات أن إسهام الوسيط يتركز على مستوى تداول الأصول و رفع السيولة.

3.2.1 أهمية الوساطة المالية

تعد الوساطة المالية ضرورة حتمية و حيوية ليس فقط لكونها متعامل اقتصادي مهم و لكن للدور الفعال الذي لعبته في إيجاد الحلول لمشكلات التمويل و تسجل أهميتها على كل طرف من أطراف علاقة التمويل.

للأسف بالنسبة لأصحاب الفائض المالي: لقد سمحت بتحقيق جملة من المزايا أهمها:¹⁰

⁹ - محمود محمد الداغر، (2005). الأسواق المالية، مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، ص.41.

¹⁰ - لحمر خديجة، (2004/2005)، مرجع سبق ذكره، ص.23.

قراءة نظرية لدور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

- ← ضمان مصداقية الوسط المالي، و يظهر هذا في حجم السيولة التي يسيروها و القوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودع و أمواله.
 - ← إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فمؤسسات الوساطة المالية مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة الطلب.
 - ← تجنب مخاطر عدم التسديد، فالمؤسسات الوسيطة مجبرة على تنفيذ جميع التزاماتها اتجاه المودعين لما تتوفر عليه من أموال ضخمة و مركز مالي قوي.
 - ← إمكانية قبول الأموال في أي وقت و بدون جهد للبحث عن المقترضين المحتملين.
- للأسف بالنسبة لأصحاب العجز المالي: توفر جملة من الخدمات أهمها:¹¹
- ← توفير الأموال اللازمة بشكل كافي و في الوقت المناسب، و هذا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة.
 - ← تقديم أصحاب الفوائض المالية، و بالتالي تجنبهم مشقة البحث عنهم.
 - ← توفير قروض بتكاليف أقل نسبيا عكس التمويل المباشر.
- للأسف بالنسبة للوساطة المالية ذاتها: فإذا كانت هذه المؤسسات تؤدي كل هذه الخدمات و المزايا، فهي تقوم بما بمقابل يتمثل في:¹²

- ← الاستفادة من الفائدة على القروض، حيث تعتبر من المداخل التي تعظم عائداتها.
- ← استعمال موارد غير مكلفة في الغالب، فالودائع الجارية هي الموارد الهامة لها، حيث لا تكلفها شيء، فهي تمنح منح فوائد عليها في الغالب.
- ← توسيع قدرتها على منح القروض، و ذلك بإنشاء نقود الودائع و بالتالي فهي تستطيع أن تمنح قروضا أكثر مما تتحصل عليها من الودائع.

للأسف بالنسبة للاقتصاد ككل: فالالاقتصاد بدوره يستفيد من هذه المؤسسات بالشكل التالي:¹³

- ← تفادي احتمالات عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين طرفي علاقة التمويل.
- ← توفير الأموال اللازمة للتمويل.
- ← تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد بتعبئة السيولة الموجودة.

11 - نادية أبو فخر، محمود صبح، (2005). شامل الحموي الأسواق و المؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص.80.

12 - سامي خليل، (2008). النقود و البنوك، بدون دار نشر، كلية الاقتصاد، القاهرة، ص.61.

13 - نادية أبو فخر، محمود صبح، (2005). شامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص.83.

2 الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية الجناح الثاني من سوق رأس المال الذي يعد بدوره أحد جناحي سوق المال في أي بلد، ويمكن الآن من تقديم التعاريف التي تساعدنا في التدقيق في مفهومها، كما يتم تناول تطورها.

1.2 تعريف سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعريف لسوق الأوراق المالية نستعرض منها ما يلي:

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها: "السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، و قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار و السماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت و الهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتتداول فيها أوراق مالية للمنشآت و هيئات من دول أجنبية".¹⁴

و تعرف أيضا على أنها: "أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، و معلن عنها على الأوراق المالية، و ذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين و متخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع".¹⁵

و يمكن تعريف سوق الأوراق المالية وظيفيا بأنه: "السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية، و الأسهم الممتازة و السندات، و هو بهذا يمثل الحيز أو الإطار الذي يجمع بائع الورقة المالية بمشتريها، أيا كانت وسيلة هذا الجمع أو مكان التقاء طرفي هذه العلاقة، مادام هذا الحيز أو الإطار يوفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في هذه السوق، بحيث توحد هذه القنوات الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية لأية ورقة مالية متداولة في السوق".¹⁶

14 - سامي خليل، (2008)، مرجع سبق ذكره، ص.64.

15 - ضياء موسوي، (2005) البورصات، أسواق المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ص.6-7.

16 - وليد أحمد صافي و أنس البكري، (2002)، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، ص.62.

قراءة نظرية لدور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

و قد عرفت أيضا على أنها: "شبكة تمويل طويلة الأجل مبنية على أساس إصدار الأوراق المالية و من ثم تداولها مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي"¹⁷.

نستنتج من هذه التعاريف أن سوق الأوراق المالية عبارة عن مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم و السندات، حيث يقوم بعملية التداول (بيع أو شراء الأوراق المالية) مجموعة من المتخصصين في هذا النوع من المعاملات، و بذلك تكون هذه السوق حيز لالتقاء رغبات البائع و المشتري و من ثم تتحدد الأسعار وفقا لقانون العرض و الطلب.

2.2 نشأة سوق الأوراق المالية:

يرجع تاريخ نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء (Collegin marcaterum) في القرن الخامس قبل الميلاد. و كذلك أنشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا، و كانت هناك أسواق عرب في الجاهلية، حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن، و صيفية إلى الشام. كما كان هناك حي للتجار في المدن الكبرى يسمونه بازار (Bazar) يعرض فيها التجار أمتعتهم و يتفقون فيها على الأسعار. أما البورصات ففي نهاية القرن الثالث عشر ميلادي بدأت بيوت التجارة و الصرافة بالهجرة من إيطاليا إلى بلاد الفلندر ببلاد الفلمنك، و أقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن و المراكز التجارية العالمية في ذلك الحين و هي مدينة بروج (Bruge) البلجيكية. و أصبح هذا المكان مهبطا للتجار و رجال الأعمال. ففي عام 1300 م أقيمت بورصة في مدينة بروج، و احتفظت بمركز الصدارة في المال و التجارة إلى سنة 1485م، إلى أن أقيمت بورصة أنفرس (Anvers) في مدينة أنتورب (Antorp) الفلندرية، حيث تم توسيعها عام 1531 م، فاستوعبت التجارة من كل مكان.¹⁸

3.2 متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توافر المعلومات و البيانات حيث سرعة توفرها و عدالة فرص الاستفادة منها و تكاليف الحصول عليها. كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا،¹⁹ و يستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من:

17 - محمد بن علي العقلا، (2007). الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق و تحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى، ص.08.

18 - P.Conso, (1989), La gestion financière de l'entreprise, Edition Dunod, Deuxième édition, Paris, p.387.

19 - صلاح الدين حسن السيسي. (2003)، بورصات الأوراق المالية الأهمية - الأهداف - السبل - مقترحات النجاح، عالم الكتب للنشر والتوزيع و الطباعة، الطبعة الأولى، القاهرة، ص.5-6.

1.3.2 الكفاءة التخصيصية

تعتبر الكفاءة التخصيصية عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، و يرى البعض أن السوق الكفاء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفاء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلا بالنسبة للمجتمع، و يعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات. و في هذا الإطار يمكن القول أن السوق يلعب دورين أساسيين، الأول مباشر و الثاني غير مباشر. فمن خلال الدور المباشر فعندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما فهم يشتركون في حقيقة الأمر العوائد المستقبلية المنتظر أن تحققها هذه المؤسسة، و هذا يعني أن المؤسسات التي تعمل في مجالات تتوافق و تفضيلات المستهلكين سوف تحقق عوائد أعلى بما ينعكس على ارتفاع ربحيتها و زيادة العائد التي سوف تعطيه لحملة أسهمها، هذا ما يجعل المؤسسة في وضع يسمح لها من إصدار المزيد من الأسهم بسهولة، كما يسمح لها بالاقتراس و هي في ظروف جيدة تؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة الأموال بالنسبة لها، أما الدور غير المباشر الذي تقوم به فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها²⁰.

2.3.2 كفاءة التسعير

تدعى بالكفاءة الخارجية، و في هذا الإطار يجب أن يعكس حسن تسعير الأوراق المالية المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق و كذا تحقق التوازن بين جانبي العرض و الطلب، كما لا يستطيع أيا من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية لأن الجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح نظرا لحصولهم على نفس المعلومات في نفس الوقت، كما أن كفاءة السوق قد لا تمنع بعض المستثمرين عديمي الخبرة الذين تتراوح قراراتهم بشأن البيع و الشراء مع إيقاع السوق من تحقيق خسائر نتيجة لبطء رد فعلهم أو لعدم خبرتهم، فلا يمكن القول إذا بأن ذلك يتنافى مع كفاءة السوق²¹.

3.3.2 كفاءة التشغيل

تسمى أيضا بالكفاءة الداخلية، و يمكن القول أن هذه الكفاءة قد تحققت إذا تم خلق التوازن بين العرض و الطلب دون تكبد المتعاملون تكاليف تعامل عالية، و بالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. أما عن التعاملات و كذا الضرائب فهي تلعب دورا هاما في الحد من الكفاءة التسعيرية للسوق فكلاهما قد يقف عائقا أمام إتمام بعض التعاملات التي من شأنها الوصول بالسعر إلى ما يعكس القيمة الحقيقية للسهم على وجه الخصوص، كما تجدر الإشارة إلى أن وجود عدد كبير من بيوت السمسرة و بيوت الخبرة و صناع السوق

20 - صلاح الدين حسن السيسى، (2003). مرجع سبق ذكره، ص. 25.

21 - عبد الغفار حنفي. (1991)، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص. 45.

قراءة نظرية لدور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

من شأنه أن يخلق جوا من التنافس بينهم في السوق، مما يؤدي إلى خفض تكلفة التعاملات كما يؤدي بنتائج التحليل و الأبحاث إلى مستويات أعلى من الدقة أو بمعنى آخر يحسن من نوعية الخدمة المقدمة للمتعاملين في السوق²².

4.2 الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تتوفر سوق الأوراق المالية على منتجات متنوعة من أسهم و سندات بمختلف أنواعها و أدوات المستحقة كالأوراق المهجنة و المشتقات المالية، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، و ذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوية فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري²³.

3 دور الوسطاء الماليين في مختلف الأسواق حسب تنظيم الوساطة المالية

يلعب الوسطاء الماليون دورا أساسيا في تسيير عمليات البورصة، حيث يتعين على مؤسسات معينة فقط للقيام بهذا الدور و بترخيص من هيئات السوق المالية، ذلك وفق مجموعة من الشروط و من الضمانات الكافية التي تتعلق بتنظيمهم و كذا الرقابة الدقيقة على جميع معاملاتهم ، و هذا ما يؤكد أيضا على حساسية هذا الدور .

1.3 أنواع أسواق الأوراق المالية حسب تنظيم الوساطة

تختلف أسواق الأوراق المالية باختلاف تنظيم الوساطة المالية فيها، فهناك أسواق تسيير بالأوامر وأخرى تسيير بالأسعار كما توجد أيضا أسواق مختلطة، و سوف يتم عرض هذه الأنواع كما يلي²⁴:

1.1.3 أسواق مسيرة بالأوامر

يستعمل نظام التسيير بالأوامر حاليا العديد من البورصات العالمية كبورصة وول ستريت الأمريكية، بورصة طوكيو في اليابان و بورصة تورنتو الكندية، هذه الأخيرة كانت السبابة عالميا في إدخال المعلومات عن طريق تقنيات الإعلام الآلي للحصول على سعر التوازن، و تضمن السيولة في هذا النوع من الأسواق الأوامر ذات السعر المحدد، لذلك تصل أوامر البيع و الشراء إلى مكان مركزي وحيد، و يتحدد بذلك سعر لتسديد الصفقات عن طريق مجموعة من القواعد و التي من بين ما تحدده أفضلية التنفيذ بين أوامر البيع و أوامر الشراء المختلفة، هذه القواعد

²² - محمود محمد الداغر، (2005). مرجع سبق ذكره، ص. 287 .

²³ - Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart., (2010), Dictionnaire des marchés financiers, Traduit par Amel Leila Serbis, Edition Pages Bleues, Bruxelles, p.12.

²⁴ - فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية. (2006)، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان، ص.124.

قراءة نظرية لدور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

هي الآلية المتحركة في نظام تسعير الأوراق و الذي اقتبست منه معظم الأنظمة الحالية في باقي البورصات.

إن مبدأ نظام التسيير بالأوامر يعتمد على مواجهة أوامر البيع (العرض) بأوامر الشراء (الطلب) مباشرة، و هو بذلك أكثر تعقيدا من تلك التي نجدها في باقي الأسواق، لأنه لا يمكن للمشتريين المحتملين معرفة العرض حينما يصدر أوامرهم، و تتم في مثل هذه الأسواق مراكمة أوامر الشراء و أوامر البيع و مواجهتها في زمن معطى لتحديد سعر وحيد و هو سعر التوازن الذي يسمح بتعظيم الكميات المتبادلة.

إضافة إلى الأسواق الكبرى هناك بعض الأسواق الأصغر حجما (خاصة الأسواق الناشئة) التي تعمل حسب مبدأ هذه الأسواق مرة أو عدة مرات في الأسبوع، و هناك تقنيتان لتنظيم الصفقات في هذا النوع من الأسواق و هما: السوق العلني و السوق الآلي.

السوق العلني: و هو السوق الأكثر شهرة، توجه الأوامر فيه إلى مقر وكلاء البورصة قبل أن يتم عرضها من قبل وسطاء البورصة.

السوق الآلي: أكثر المتعاملين في هذا السوق هم من المهتمين بالإعلام الآلي، يحدد نظام الإعلام الآلي في هذا السوق التسعيرة و يقوم بتقريب أوامر الشراء و البيع باعتبار خصائصهما من الناحية الكمية و السعرية و منه تحديد أسعار التوازن بطريقة آلية، فبورصة باريس مثلا تنتمي إلى هذا النوع من الأسواق فلم يعد تسعير الأسهم و السندات يتم عن طريق المناقشة، و التي حفظت منها الذاكرة الشعبية صراخ و إشارات العاملين في البورصة بل يتم عن طريق نظام آلي متواصل مما أدى إلى القضاء على البعد الفيزيائي للبورصة.

من مساوئ نظام السوق بالأوامر هو أن أوامر بعض الزبائن التي أدخلت في هذا النظام قد لا تجد حالا لما يقابلها من أوامر الزبائن الآخرين لتتم الصفقة بنفس السعر (سعر السوق) و بالتالي قلة السيولة.

2.1.3 أسواق مسيرة بالأسعار

تمنح الأسواق المسيرة بالأسعار أو أسواق المقابل دورا رئيسيا للوسطاء إذ أنهم الركيزة التي تقوم عليها هذه الأسواق فهم الضامنون لسيولتها.

يوجد في هذه الأسواق نوع خاص من الوسطاء هم ماسكو السوق يقترحون سعرا مزدوجا بالنسبة لكل قيمة يفاوضونها، السعر الأول هو السعر الذي يشترون به، أما السعر الثاني فهو السعر الذي يبيعون عنده و الذي هو دوما أكبر من السعر الأول، عند هذه الأسعار المعلنة يكون كل وسيط مجبرا على شراء أو بيع كمية دنيا من القيم و التي تبقى محددة من طرف سلطات البورصة.

قراءة نظرية لدور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

إن مهمة هؤلاء الوسطاء في ظل هذا التنظيم هي إيجاد في أحسن الظروف و في أسرع الأوقات مقابلا للأمر الذي يقومون بتلبيته، أما الفارق الموجود بين أسعار البيع و الشراء فيدعى بالهامش و هو أجرة ماسك السوق و يتعلق حجم الهامش أساسا بحدة المنافسة الموجودة في السوق، إذ كلما كانت هذه الأخيرة شديدة كلما كان الهامش أقل و حجم الصفقات المبرمة كبيرا.

و كنتيجة لهذا المنطق نجد في بعض البورصات كبورصة لندن مثلا هوامش متغيرة حسب الكميات المعروضة أو المطلوبة و ذلك بالأخذ بعين الاعتبار أنه كلما كان الأمر يتعلق بكمية كبيرة كلما كان تنفيذه أصعب لأنه سيكون من الصعب على الوسيط أن يجد مقابلا له، إضافة إلى بورصة لندن، تعمل حسب هذا النظام كل من الأسواق التالية:

-الناسداك (الشبكة الالكترونية للوسطاء في الولايات المتحدة الأمريكية)

-السوق الثانوي لبورصة سنغافورة.

-أسواق Matif و Monip في فرنسا

كما أن أغلبية أسواق السندات تنتمي إلى هذا النوع من الأسواق، يشاهد الأمر النهائي الهوامش المعطاة من طرف ماسكي السوق و يختار من يمنحه أحسن الشروط قبل أن يصدر أمره، و لأن ضمان سيولة السوق مناط بماسك السوق فإن هذا الأخير يقوم ببيع أو شراء قيم لصالحه بغية القضاء على الاختلالات الظرفية بين العرض و الطلب، و بالتالي فالسوق المسير بالأسعار يعمل بالتواصل.

إذا ففي سوق مسير بالأسعار تتمركز السيولة لدى بعض ماسكي السوق بينما نجد أن السيولة هي لامركزية لدى كل المستثمرين، هذا ما يجعل هذا النوع من الوسطاء يتحمل أخطار كبيرة إذ أنهم لمواجهة حاجات السيولة لدى المستثمرين قد يجدون أنفسهم في مواقف لن يكونوا واثقين من قدرتهم على بيعها مباشرة مما سيجعلهم لا محالة عرضة لخطر انخفاض الأسعار، من جهة أخرى فإن ماسك السوق حينما ينشر أسعاره يمنح المستثمرين معلومات مميزة يمكنهم استعمالها على حسابه لذلك فإن الهامش أو العمولة التي يتحصل عليها الوسيط يأخذان بعين الاعتبار هذه الأخطار، أما عمليا فغالبا ما تعقد الصفقات في مثل هذه الأسواق عن طريق الهاتف.

3.1.3 أسواق مختلطة التنظيمات

بعض الأسواق هي أسواق مختلطة أي أسواق مسيرة عن طريق الأسعار و مسيرة عن طريق الأوامر في نفس الوقت، و أحسن مثال على ذلك هي بورصة نيويورك أين نجد أنه من أجل كل قيمة يحرك السوق تحريكا مزدوجا،

قراءة نظرية لدور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

فمن جهة فإن الوسيط هو الذي يتكفل بضمان سيولة السوق كأى ماسك سوق كلاسيكي، و من جهة أخرى هو الذي يسير دفتر الأوامر سواء وصلت إليه عن طريق نظام الآلي Routage أو عن طريق السماسرة الموجودين في المقصورة بالنسبة للأوامر ذات الحجم الكبير.

في الوقت الحالي، صارت الحدود بين الأسواق المسيرة بالأسعار و تلك المسيرة بالأوامر شبه منعدمة إذ أن كل نوع من الأسواق يتبنى قواعد تتقارب مع التنظيم المختلط كما هو الحال مثلا في بورصة باريس بالنسبة لعمليات المقابل بالكتل.

2.3 دور الوسطاء الماليين في البورصة

يختلف دور الوسطاء الماليين حسب نوع السوق التي ينشطون فيها فنجد ما يلي²⁵:

1.2.3 دور الوسطاء الماليين في البورصة المسيرة بالأوامر

يتمثل دور الوسطاء في هذه البورصة في جمع أوامر الشراء و البيع، مقابلتها ثم فرزها، بعبارة أخرى ينحصر دوره في الوساطة فقط في البورصات الأمريكية، يكلف الوسطاء بتنظيم و تنشيط الصفقات المتعلقة بالقيم التي أوكلت إليهم خصوصا محاربة التحركات أو التغيرات المفاجئة للأسعار في الآجال القصيرة بالقيام بدور المستثمر الآخر مع العلم بأنهم لا يستطيعون الشراء بسعر مرتفع من سعر آخر عملية بيع، و قد أظهر الانخيار المالي في سوق القيم الأمريكية في 19/01/1987 حدود هذا التنظيم لعدم قدرة الوسطاء في توفير السيولة الكافية التي يحتاجها السوق.

2.2.3 دور الوسطاء الماليين في البورصة المسيرة بالأسعار

يقترح الوسطاء المعروفون باسم صناع السوق باستمرار سعر الشراء و سعر البيع للأوراق المالية، مخلفين بذلك عمليات التبادل يمثل الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع مكافأة المؤسسات المتحكمة في السوق و منه كلما كان الفرق ضعيفا كانت المكافأة التي يحصل عليها الوسطاء ضعيفة، لكن حجم الصفقات يكون مرتفعا، بينما كلما كان حجم الأوراق كبيرا كلما ارتفع الفرق بين سعر العرض و سعر الطلب نظرا للصعوبة التي يجدها الوسيط في توظيفها في السوق، و بمجرد إجراء الصفقات و الاتفاق عليها، على الوسيط عرضها في السوق باحترام شروط المدة اللازمة.

25 - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006، ص 65

تنهض الوساطة المالية بدور مهم في تنشيط و تفعيل المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية، و يظهر هذا الدور الذي تقوم به من خلال ما يلي:

- الوساطة بين المشتري و البائع و بالتالي المساهمة في خلق السوق الأولية.
- تسعيرة الورقة المالية و التي تعتمد على عدة تقنيات مثل التسعير بالمناداة، التسعير بالدرج، التسعير بالصندوق و التسعير بالمقابلة . حيث يتم الوصول إلى سعر التوازن عن طريق التثبيت أو التواصل.
- تلقي و تنفيذ أوامر العملاء، حيث تلقى على عاتق الوسطاء الماليين أوامر متنوعة، تختلف خصوصياتها من أمر لآخر، تتم بعد ذلك عملية المفاوضة على الأوراق المالية، ثم يقوم الوسيط بتنفيذ العملية و التأكد من تسويتها و تنتهي بتحويل الملكية للمشتري و تحويل الأموال للبائع.
- ثم الوصول من خلال الإجابة على الإشكالية المطروحة و كذا التحقق الفرضيات المطروحة سلفا، إلى النتائج التالية:

- تعتبر سوق الأوراق المالية من الآليات التي تساهم في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد إلى الاستثمارات الأكثر ربحية، و هو ما ينتج عنه نمو و ازدهار الاقتصاد ككل، كما أنها تحد من معدلات التضخم و ذلك راجع للوظيفة الأساسية التي تقوم بها و هي جذب مدخرات الأفراد و المؤسسات.
- يقع على عاتق مؤسسات الوساطة المالية دور رئيسي في جذب المستثمر المحلي و الأجنبي للاستثمار في سوق الأوراق المالية، باعتبار أن هذه المؤسسات هي المدخل الأول للمستثمرين، حيث تقوم هذه المؤسسات بالمساهمة في خلق السوق الأولية من خلال العروض التي تقدمها لطالبي الأموال من أجل الاكتتاب.
- يعتبر وجود مؤسسات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية أحد المقومات الهامة لنجاح و نمو هذه السوق، و هذا نظرا للدور الذي تقوم به هذه المؤسسات من حيث توعية المجتمع المحلي بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية و العمل على بناء الثقة بين المستثمرين و سوق الأوراق المالية.
- لا يمكن إتمام كل من عمليات البيع أو الشراء للأوراق المالية دون اللجوء إلى الوسطاء في عمليات البورصة.
- تتطلب مهنة الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية شروطا معينة سواء بالنسبة للشخص الطبيعي أو بالنسبة للشخص المعنوي، و هذا من أجل حماية أموال المتعاملين.
- توفير المعلومات المالية باستمرار و تحليلها بدقة من طرف الوسطاء الماليين من شأنه المساهمة في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية.

قراءة نظرية لدور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

- إن دور مؤسسات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية لا ينحصر فقط في مجرد التوسط، بل يتعدى ذلك إلى تطوير كفاءة و فاعلية هذه السوق، فأغلب مؤسسات الوساطة تقوم بطرح أسهمها في هذه السوق مما يساعد على زيادة عمقها.
- إن وجود وساطة كفأة في عمليات البورصة تقوم بعملية التغطية و الترويج و تسهيل المعاملات و تنوع هذه المؤسسات و زيادة التنافس بينها يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوساطة.
- ضمان استمرارية سوق الأوراق المالية و تطوره يرجع بقدر كبير إلى قوة مؤسسات الوساطة المالية و قدرتها على القيام بعمليات التغطية و الترويج و تسهيل المعاملات و السرعة في تنفيذها .
- يتضح الدور الرئيسي للوسطاء الماليين في البورصة من خلال تنفيذهم لأوامر العملاء و التأكد من تسويتها، و كذلك من خلال قيامهم بمختلف تقنيات التسعير و خاصة التسعيرة الدورية و المستمرة.

فهرس المراجع و الكتب باللغة العربية

- أبو فخرة نادية ، محمود صبح.، (2005). شامل الحموي الأسواق و المؤسسات المالية ، كلية التجارة. جامعة عين شمس .
- الحناوي محمد صالح ، عبد السلام عبد الفتاح. (1998)، المؤسسات المالية ،البورصة و البنوك التجارية،الدار الجامعية، الإسكندرية.
- الداغر محمود محمد.، (2005). الأسواق المالية،مؤسسات - أوراق -بورصات ،دار الشروق للنشر و التوزيع، . عمان..
- السيد علي عبد المنعم ، العيسى سعد الدين. (2004)، النقود و المصارف و أسواق المال، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان.
- الزبيدي حمزة محمود.، (2000). إدارة المصارف، مؤسسة الوراق للنشر، الطبعة الأولى، عمان.
- السيسي صلاح الدين حسن. (2003)، بورصات الأوراق المالية الأهمية - الأهداف - السبل - مقترحات النجاح، عالم الكتب للنشر والتوزيع و الطباعة، الطبعة الأولى، القاهرة، ص ص.5-6.
- بن علي العقلا محمد.، (2007). الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق و تحديات، كلية الشريعة و القانون، جامعة أم القرى.
- بن هاني حسين. (2002)، الأسواق المالية طبيعتها -تنظيمها - أدوا تها المشتقة، دار الكندي، الطبعة الأولى عمان.
- حنفي عبد الغفار. (1991) ، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية.

قراءة نظرية لدور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

- لطرش طاهر. (2001)، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر.
- موسوي ضياء، (2005) البورصات، أسواق المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
- صافي وليد أحمد و البكري أنس، (2002)،، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان.
- فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية. (2006)، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان.
- محمد الصيرفي، (2006)،. البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية،
- د. حسين رحيم ، نحو تطوير الوساطة المالية في الجزائر: نموذج مصرف المشاركة المخاطر المركز الجامعي برج بوعرييج.

فهرس المراجع و الكتب باللغة الأجنبية

- Antoine Joseph, Capiou-Huart Marie-Claire., (2010), Dictionnaire des marchés financiers, Traduit par Amel Leila Serbis, Edition Pages Bleues, Bruxelles, p.12.
- Conso P., (1989), La gestion financière de l'entreprise, Edition Dunod, Deuxième édition, Paris.
- FerrandieRobert r, Vincent Koen., (1997), Marché de capitaux et techniques financières, 4^{ème} édition, Economica, Paris,
- Koenig Gilbert. (2000), Analyse monétaire et financière, Economica, Paris.