

المحور الأول: السوق المالي، المفهوم النشأة، الأدوار و الآليات

1- المفهوم: البورصة بالمعنى الاقتصادي هي مؤسسة عامة عموما تمكن من تبادل جملة من السلع أو جملة من الأوراق المالية المتعارف عليها، و فيها يتم تحديد أسعار تلك الأصول المتبادلة.

ويمكن التمييز بين:

- البورصة التجارية أين يتم تبادل السلع بيعا وشراء (الذهب ، القطن، القهوة ... الخ) .
- بورصة القيم المنقولة (السوق المالي) أين يتم تبادل أوراق مالية مختلفة، مطروحة من طرف المؤسسات الاقتصادية.

2- أصل كلمة بورصة :

ليس هناك اتفاق حول أصل كلمة بورصة أو وقت ظهورها، و لكن تشير الأبحاث إلى أنها قد تعود إلى منطقة تابعة للحضارة القرطاجية بتونس وهذه المنطقة كانت معروفة بـ " بيرسة" .

أما الاصطلاح الحديث فيعود إلى ساحة في مدينة "بروج" "Bruges" بلجيكا اليوم¹ (فلاندر سابقا)، واشتق اسمها من اسم عائلة مرموقة في ذلك الوقت هي عائلة "Van Der Beurse" ، وكانت هذه الساحة مكانا لتبادل مختلف أنواع السلع ، حيث تعارف الناس على أن من يريد تسوية صفقة ما عليه التوجه إلى البورصة أو "BEURSE" في ذلك الوقت².

3- تاريخ نشأة المعاملات في البورصة كمؤسسة لتبادل القيم المنقولة:

في سنة 1409 بدأت المعاملات بشكل منظم في بورصة "bruges" ثم انتقلت إلى مدن مجاورة كـ **Gand و Amsterdam** ، وتم إنشاء أول مبنى للبورصة في بلجيكا بمدينة Anvers وبنيت أول بورصة فرنسية بمدينة Lyon في سنة 1540³.

¹Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, H. Olivier et H. Carpentier, *Titres et Bourse*, vol. I : *Valeurs mobilières*, Bruxelles/Paris, *De Boeck Université*, coll. « Comptabilité, Contrôle & Finance », 1997, 445 p. ([ISBN 2-8041-2345-6](#), [ISSN 1373-0150](#), [présentation en ligne \[archive\]](#), [lire en ligne \[archive\]](#)), p. 22.

² Finances et pédagogie. (2015). « La Bourse », Les fiches pratiques de la finances et pédagogie, p :02.

³ Idem, p :03.

في القرن السابع عشر كان الهولنديون أول من استعمل البورصة لتمويل المؤسسات الاقتصادية، وكانت أول مؤسسة طرحت أسهما وسندات في البورصة هي المؤسسة الهولندية "La Compagnie néerlandaise des Indes Orientales" وكان ذلك سنة 1602، أما في لندن فبدأ التعامل في البورصة في سنة 1688 في بورصة لندن، ثم في سنة 1724 تم إنشاء بورصة باريس، ومنذ انطلاق الثورة الصناعية تطورت البورصة نتيجة الاحتياج المتزايد لتمويل المشاريع الصناعية غير التقليدية و التي باتت تشغل اعداد كبيرة من العمال و تحتاج إلى تدفقات مالية ضخمة مقارنة بالمعامل التقليدية الصغيرة التي سادت حقبة ما قبل الثورة الصناعية⁴. منذ سنة 1970 شهدت البورصة اختفاء الأوراق المالية العينية وتحولها إلى قيم غير مرئية بفعل ثورة المعلوماتية وفي سنة 1984 وصلت هذه الثورة إلى بورصة باريس، و أصبحت المعاملات الرقمية هي الأكثر شيوعا بل باتت اليوم هي السائدة و لا مجال للأوراق العينية بتاتا⁵.

4- دور البورصة في الاقتصاد:

للبورصة دور بالغ الأهمية داخل الاقتصاد ويمكن حصر هذا الأخير في النقاط الأربعة التالية:

- أ- تمويل المتعاملين الاقتصاديين: من خلال تمكينهم من طرح أسهم (زيادة رأس المال....) أو سندات (زيادة الديون)، أو بيع قيم منقولة في محافظهم المالية.
- ب- مكان للادخار: حيث يمكن للمتعاملين الذين لديهم فوائض مالية أن يوظفوها في مختلف الأوراق المالية المتاحة في البورصة وبالتالي الحصول على عوائد على الأسهم أو فوائد على السندات، أو بيع تلك الأوراق المالية وتحقيق أرباح نتيجة الفوارق في الأسعار.
- ج- تقليل المخاطر: حيث تسمح البورصة للمتعاملين الاقتصاديين بالتحوط من المخاطر المتعلقة (بسرع الصرف، أسعار الفائدة، انخفاض أو ارتفاع أسعار الأسهم ، انخفاض أسعار السندات،....) من خلال شراء ما يسمى بالمشتقات المالية (عقود الخيار، العقود الآجلة، عقود المبادلات،.....) "Forwards, Contrat à terme، Options, Swaps".

⁴Site web : journals.openedition.

- Lien complet :
 - o <https://journals.openedition.org/ress/218?lang=en#tocfrom1n3>
- Consulté le : 10-03-2017.

⁵Site web : binck.

- Lien complet :
 - o <https://www.binck.fr/formations-trading/espace-bourse-pratique/les-origines-de-la-bourse>
- Consulté le : 13-03-2017.

د- تلعب البورصة دور المؤشر الاقتصادي: حيث تمكن من عكس صورة حيوية للاقتصاد أو تباطئه، كما تمكن من إعطاء قيمة سوقية لمؤسسة ما أو لورقة مالية معينة أو ، و هي بذلك توفر جملة من المؤشرات الاقتصادية التي عادة ما تكون جد مهمة في صياغة القرارات الاستثمارية للمتعاملين⁶.

5- آلية عمل البورصة:

عموما وفي فرنسا خصوصا يقوم المتعاملون داخل البورصة (بائعون، مشترون) بإعطاء أوامرهم (البيع أو الشراء) من خلال وسطاء ماليين (بنوك، مؤسسات تسيير متخصصة، ، مستشارين ماليين) والذين بدورهم ينقلون تلك الأوامر إلى متعامل رسمي داخل البورصة ويسمى (السمسار، الوسيط، مؤسسة توظيف الأموال...) والذين يتولون عملية تنفيذ تلك الأوامر.

أدى انتشار التكنولوجيا وتطور المعلوماتية إلى تضاعف المعاملات والأوامر داخل البورصة، حيث أصبحت الأموال المتداولة ضخمة جدا ولكل بورصة نظامها المعلوماتي الخاص بتداولاتها، إذ نجد الـ London Stock Exchange-NYSE-Euronext، وتهدف هذه الأنظمة إلى التنسيق بين المتعاملين داخل السوق المالي.

بداية من 01 نوفمبر 2007 تم إنشاء قانون مالي أوروبي جديد يطلق عليه Mifid⁷ يرخص للبنوك التي ترغب في إنشاء بورصة خاصة بها أن تقوم بذلك، و كانت الأهداف الأساسية من هذا القانون هي:

أ- بعث المنافسة بين البورصات المختلفة (بورصة الدولة والبورصات الخاصة).

ب- التقليل من تأثير انهيار البورصات على الاقتصاد الحقيقي.

ج- رفع الفعالية الاقتصادية من خلال فتح فرص وإمكانيات توظيف وتمويل أكثر ملائمة ومردودية.

و قد تلى قانون MIFID قانون MIFID2⁸ و الذي هدف إلى تعزيز فعالية القانون الأول و التركيز على جوانب تتعلق بالشفافية و البنى التنظيمية أكثر من الجانب الهيكلي و الطبيعة القانونية للأسواق المالية، كما

⁶Site web : comprendrelabourse.com.

- Lien complet :
o http://www.comprendrelabourse.com/Initiation/init_11.htm
- Consulté le : 13-03-2017.

⁷Site web : lesechos.fr.

- Lien complet :
o <https://www.lesechos.fr/2018/01/mifid-ii-les-six-cles-dune-reforme-qui-bouleverse-les-marches-financiers-981050>
- Consulté le : 25-03-2017.

⁸ Société Général. « Brochure MIFID 2 », PP :1-6.

أ.د. قاسمي شاكِر/مقياس تسيير المحافظ المالية

كان من أهدافه أيضا التقليل إلى أدنى الحدود من المعاملات الاقتصادية المندرجة في إطار التراضي بعيدا عن المساحات المنظمة و المراقبة للأسواق المالية.

المحور الثاني: هيكل السوق المالي، المتعاملون، الأوامر

تعتبر الأسواق المالية أحد المبتكرات المالية التي عم استخدامها خلال القرن العشرين لما لها من مزايا في تنشيط و دعم الأنشطة الاقتصادية من خلال توفير ما يحتاجه المتعاملون من أموال، و يتمثل دورها الأساسي في توفير مكان يلتقي فيه صنفان من المتعاملين الاقتصاديين من يملك الفوائض المالية و من يحتاج إليها، لتصبح بذلك منافسة للبنوك و ما توفره من إمكانيات تمويل مختلفة التكاليف و الصيغ، من خلال طرح جملة من الأدوات المالية التي تمكن من توفير ما يلزم من أموال أو تحقيق مستويات مختلفة من الأرباح.

1- هيكل السوق المالي:

تتشترك الأسواق المالية عموما في هيكلها العام و تختلف من سوق لأخرى من الناحية التنظيمية إلا أن هناك بنية شبة مشتركة يمكن اعتمادها كنموذج هيكل موحد، و هي مبينة فيما يلي:

- أ- **السوق الأولي:** و هي السوق التي يتم فيها طرح الأوراق المالية على اختلاف أنواعها للاكتتاب.
 - ب- **السوق الثانوي:** و هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين مختلف المتعاملين.
 - ت- **سوق التراضي:** و هي السوق التي يلتقي فيها صغار المتعاملين ليتبادلوا مختلف الأوراق المالية بشكل مباشر و من دون القيود المفروضة في السوق الثانوي⁹.
- و الشكل التالي يبين البنية الهيكلية للسوق المالي عموما.

شكل (z): البنية الهيكلية للسوق المالي حسب عمليتي الإصدار و التداول.



المصدر:

[http://www.guide-](http://www.guide-finance.ch/ica_french/les_marches/tout_savoir_sur_les_marches/les_marches/wcga4.html)

[finance.ch/ica_french/les_marches/tout_savoir_sur_les_marches/les_marches/wcga4.html](http://www.guide-finance.ch/ica_french/les_marches/tout_savoir_sur_les_marches/les_marches/wcga4.html)

⁹Philippe DEMILLY. (2015). « Le financement des activités économiques », Autorité des marchés financiers, pp :21-26.

2- المتعاملون داخل السوق المالي:

فيما يتعلق بالمتعاملين داخل السوق المالي فيمكن تصنيفهم إلى نوعين أساسيين هما:

أ- **الباحثون عن التمويل:** و هم عبارة عن أشخاص اعتباريين، مؤسسات اقتصادية أو دول تقوم بطرح أشكال مختلفة من الأوراق المالية بغية الحصول على تمويلات معينة، إذ يتقدم المتعاملون بعد عملية طرح الأوراق المالية و يقومون بشراء تلك الأوراق مقابل مبلغ معينة، تعطيتهم مجموعة من الحقوق التي تتباين من ورقة إلى أخرى، و سيم تفصيل طبيعة الأوراق التي يمكن طرحها وتداولها في العناصر القادمة.

ب- **الباحثون عن الربح:** و هم فئة من المتعاملين قد يكونون أشخاصا اعتباريين "مؤسسات، صناديق... " أو طبيعيين "أشخاص"، يقومون بشراء الأوراق المالية و تكوين محافظ استثمارية بغية إعادة بيعها بحثا عن أرباح ناتجة عن الفوارق السعرية.

و منه فليجاء المتعاملين إلى البورصة أو ما يسمى بالسوق المالي يتراوح بين من يبحث عن توفير تمويل معين و بين من يبحث عن تحقيق ربح محتمل.

3- الأوامر:

تعتبر الأوامر الآلية الأساسية التي من خلالها يتم تحريك الأوراق المالية و الأموال داخل السوق المالي و هي على عدة أنواع:

تعريف الأوامر: هي تلك التعليمات التي تصدر من طرف المتعاملين إلى الوسطاء للقيام بعمليات داخل البورصة و يجب أن تتضمن اسم العميل، اسم الوسيط، اتجاه العملية (بيع أو شراء)، اسم الورقة المالية، الكمية، السوق الذي تتواجد فيه الورقة المالية، و قد تتخذ الأوامر أشكالا عدة منها:

• حسب المدة:

✓ **الأمر المؤقت:** ويكون محددًا بفترة تداول واحدة فقط.

✓ **الأمر المطلق:** ويستمر هذا الأمر إلى غاية نهاية الشهر.

• حسب السعر:

✓ **الأمر بالأفضل:** ويعني التنفيذ بأفضل سعر موالى للأمر في فترة تداول معينة.

✓ **الأمر المحدد:** ويعني التنفيذ عند سعر محدد للبيع أو الشراء.

و قد تتخذ الأوامر أشكال أخرى كالتفويض المطلق الذي يكون بين المستثمرين من جهة و شركات توظيف الأموال أو صناديق الاستثمار التي تقوم بإدارة الأموال المودعة لديها وفقا لاستراتيجيات محددة حيث يكون لها الأولوية على الأوامر الفردية.

4- القيم المنقولة – الأسهم و السندات

في هذا الجزء سيتم التطرق لأنواع الأوراق المالية المتداولة داخل السوق المالي، و من الشكل (z) المبين في المحور السابق اتضح وجود عدة أنواع من الأوراق المتداولة داخل سوق الأوراق المالية، و فيما يلي تفصيل تلك الأنواع.

1- القيم المنقولة الأكثر تداولاً داخل البورصة:

من بين الأوراق المالية الأكثر تداولاً داخل البورصة نجد.

1-1- الأوراق المتعلقة بالمساهمة في رأس المال¹⁰:

و تتمثل هذه الأوراق في الأسهم عموماً و هي على عدة أنواع:

- أ- الأسهم العادية: و هي أوراق تمثل جزءاً من رأس مال الشركة و تعطي لحاملها باعتباره مالكا جزئياً الحق في حضور الجمعية العمومية و انتخاب من يمثله في مجلس إدارة الشركة.
- ب- الأسهم الممتازة: و لها نفس مزايا الأسهم العادية مع بعض المميزات الأخرى كارتفاع قيمة العائد الموزع أو مضاعفة حق التصويت... الخ.

1-2- الأوراق المتعلقة بصفة الدائن¹¹:

و تتمثل في ما يسمى بالسندات على اختلاف أنواعها و التي سنبينها فيما يلي:

- أ- السندات العادية: و هي أوراق مالية تمثل جزءاً من قيمة معينة من ديون المؤسسة الاقتصادية، يتم إصدارها بغية الحصول على تمويل معين و هي بذلك تلعب دور البديل عن القروض التقليدية لدى البنوك.

- ب- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: و تتميز هذه السندات عن سابقتها بكونها تعطي الحق لحاملها بأن يصبح مالكا جزئياً، بعد فترة معينة حسب ما تقتضيه شروط عقد الإصدار، و هي بذلك تمكن المستثمر من امتيازات أخرى غير تلك المتاحة من خلال ملكيته لجملة السندات.

¹⁰ Pierre CLAUD. (2012). « Finance de Marché : Une Introduction à la Gestion des Risques et de la Performance », ENSAI, pp :14-17.

¹¹ Idem.

ت- سندات المساهمة: و هو نوع من السندات قليل الانتشار و تتباين مستويات استخدامه من دولة إلى أخرى، و يتميز هذا النوع من السندات بطول فترة استحقاقه التي تتجاوز في بعض الأحيان 7 سنوات، كما أن الفائدة المقدمة على هذا النوع من السندات تعتبر فائدة مركبة من حيث كونها تحتوي على جزء ثابت من معدل الفائدة إضافة إلى جزء متغير حسب الظروف المالية و مستويات الأرباح التي تحققها المؤسسة.

2- مقارنة بين مزايا و نقائص كل من الأسهم و السندات:

أ- الأسهم : وهي أوراق مالية تعبر عن حصة في رأس مال الشركة الخاص ولها أربعة مزايا :

• المزايا :

- 1) تعطي الحق في ملكية جزء من رأس المال.
- 2) تعطي الحق في التصويت واختيار مجلس إدارة الشركة المنتخب في الجمعية العمومية.
- 3) تعطي الحق في عوائد (جزء من الأرباح المحققة) إذا قررت (مجلس الإدارة) توزيعها.
- 4) تعطي حق استرجاع قيمة السهم في حالة الإفلاس بعد تسديد حق الدائنين.

• النقائص :

- 1) تخضع أسعارها لتقلبات السوق صعودا و نزولا.
- 2) الحق في العوائد ليس ممكنا إلا في حالة تحقيق الأرباح وحتى في هذه الحالة يبقى الأمر معلقا بقرار مجلس الإدارة بتوزيعها.
- 3) تعطي مرتبة متأخرة في حالة تصفية المؤسسة بالنسبة لاسترجاع الأموال.

ب- السندات: وهي أوراق مالية تعبر عن مال مقرض لمؤسسة ما، فهو دين وليس جزءا من الأموال الخاصة للشركة ولها جملة من المزايا والنقائص نذكرها فيما يلي:

• المزايا :

- 1) تعطي الحق في نسبة فائدة محددة ومضمونة بعد نهاية مدة معينة.
- 2) قابلة للتداول وتحقيق أرباح سوقية.
- 3) تعطي الحق في استرجاع قيمتها الأساسية (الأصلية) في حالة التصفية وقبل الأسهم.

• النقائص :

- 1) مردوديتها ضعيفة مقارنة بمردودية الأسهم (الفائدة اقل من العائد).
- 2) التداول عليها أضعف من التداول على الأسهم وبالتالي حركتها في الأسواق أبطئ ومردود الفوارق السعرية أقل.

3-الانتقادات الموجهة للبورصة:

على الرغم من أن للسوق المالي جملة من المزايا و المنافع الواضحة في مجال تنشيط عجلة الاقتصاد و توفير السيولة إلا أنه تعرض لجملة من الانتقادات التي وجهت له من طرف كبار الاقتصاديين.

أ- قدم الاقتصادي " **John Maynard Keynes** " نقدا لاذعا للبورصة كهيئة مالية وشبهها بمكان (لإجراء مسابقة للتجميل)، حيث يرى أن من يريد أن يربح داخل البورصة عليه الاستثمار في المؤسسة التي يعتقد الجميع أنها رابحة وليست تلك التي تريح وتحقق هوامش إيجابية فعلا، إذ أن المؤسسات لم تعد أو لن تعود مجبرة على تحقيق الأرباح فعلا بقدر ما ستحاول إقناع المستثمرين بأنها رابحة وإن كانت ليست كذلك.

في اتجاه معاكس تقول نظرية الأسواق الفعالة بأن طرح **كينز** و إن كان واقعا إلا أنه لا يمثل قاعدة، فقواعد السوق بإمكانها تحييد المتلاعبين بالنتائج وإن كان ذلك على المدى المتوسط أو الطويل.

ب- **الانتقاد الثاني** يتمثل في كون البورصة تؤدي إلى فتح المجال للمضاربات وبالتالي الابتعاد عن القيم الحقيقية للأوراق المالية ومنه الابتعاد عن القيم الحقيقية للاقتصاد.

ج- **الانتقاد الثالث** يتمثل في كون البورصة أصبحت تشكل مصدر هزات عنيفة للاقتصاديات، خاصة في حالات انفجار فقاعات المضاربة، وهو أحد أسباب التشجيع على خلق بورصات خاصة منافسة البورصات الحكومية (أوروبا 2007) .

د- **الانتقاد الرابع** يتمثل في القول بأن المضاربات داخل البورصة تؤدي إلى سحق صغار المستثمرين وفقدانهم مدخراتهم بشكل كبير¹².

¹²Site web : mbi-bourse.

-Lien complet :

- <http://www.mbi-bourse.com/encyclopedie-bourse/critiques-bourse.htm>

- Consulté le : 27-5-2017.