

بورصة الأوراق المالية

1. تعريف البورصة:

فيما يلي نقدم جملة من التعاريف للبورصة كما يلي:

- تعرف بورصة القيم المتداولة على أنها تلك "السوق الثانوي العمومي المنظم للقيم المنقولة المسجلة فيها، والمخصص لتداول الأوراق المالية المُصدرة في السوق الأولي";
 - البورصة هي "سوق منظمة موضوع المبادلات فيها هو الإدخار العام والخاص الذي يمثل أموالاً كثيرة";
 - البورصة هي "سوق منظمة تنعقد في مكان معين، وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والدول";
 - فهي "مكان إلتقاء وتبادل بين عرض وطلب رؤوس الأموال طويلة الأجل حيث أن آداتها ممثلة في القيم المنقولة من أسهم وسندات";
 - البورصة هي "المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون في مواعيد محددة، على أن يتم بصورة علنية بالنسبة للأوراق المالية، ومختلف الأسعار المتعلقة بها".
- وعليه يمكن أن نخلص إلى تعريف إقتصادي ومالي شامل للبورصة على أنها سوق الإصدارات القديمة حيث يسمح بجمع الإدخارات وتوجيهها نحو الإستثمار في القيم المتداولة، فهي "المكان الذي يلتقي فيه دورياً أعوان مختصون معتمدون في مواعيد محددة لإبرام صفقات البيع والشراء لقيم منقولة (أسهم، سندات، أوراق مهجنة، مشتقات مالية...)، على أن يتم بصورة علنية بالنسبة للأوراق المالية، وبأسعار متفاوض عليها تُعرف بـ"تسعيرة البورصة"، وإما بالتقايض "عمليات فورية عاجلة"، أو "عمليات مستقبلية آجلة" شريطة أن تتم كل العمليات في البورصة تحت رقابة السلطات العمومية ضماناً للسير النظامي والإلتزام بالمثل القانونية والأخلاقية".

فالسوق الثانوي الفعال يعتبر شرطاً أساسياً حتى تكون السوق الأولبة أكثر حيوية ونشاط، ويقوم وفقاً لظروف العرض والطلب، وهو بذلك أداة رقابية دائمة لوضعية المؤسسات وتسييرها التي تنشط في هذه السوق كونها تؤثر على السياسة المالية الكلية.

2. نشأة وتطور البورصة:

يرجع كلمة "بورصة" إلى أواخر القرن الرابع عشر ميلادي نسبة إلى أحد الفرسان البلجيك "فان دير بورس Vander Bourse" الذي كان يمتلك فندقاً كبيراً يجتمع فيه التجار القادمين من فلورنسيا إلى مدينة "بروج البلجيكية" حيث كان يجتمع فيه التجار والمتعاملين لإبرام الصفقات والعقود، ونظراً لعدم إصطحاب التجار بضائعهم معهم كانت تتم الإرتباطات في شكل عقود وتعهدات، ومن ثم أستبدلت البضائع الحاضرة بإلتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة، ومن هنا أصبح لفظ بورصة يعني مكان اللقاءات التجارية.

ومنه ظهرت أول بورصة نشأة في العالم هي "بورصة أنقرس" عام 1531 في بلجيكا، تلتها فرنسا بتأسيس أول بورصة للقيم المنقولة في القرن السادس عشر هي "بورصة ليون" نسبة إلى مدينة "Lyon"، ثم "بورصة تولوز، وباريس" خلال الفترة (1549-1963) على التوالي، تلاها تأسيس "بورصة روما" بإيطاليا عام 1566، ثم "بورصة أمستردام" عام 1608، وفي بال عام 1683، وفي فيينا عام 1762، أما في بريطانيا فظهرت "بورصة لندن" عام 1773، وفي نيويورك أسست "بورصة نيويورك" عام 1792 التي تعتبر من أهم وأكبر البورصات في العالم والتي تُسمى "بورصة ولستريت" نسبة إلى المكان الذي تتواجد فيه، ثم توالى إنشاء بورصات في دول أخرى مثل "بورصة بروكسل" عام 1801، و"بورصة ميلانو" عام 1808، و"بورصة مدريد" عام 1831، ثم ظهرت "بورصة ليفربول للقطن" ببريطانيا عام 1842 وأخرى "للقمح" عام 1853. ثم جاءت "بورصة شيكاغو" عام 1848، وخلال القرن السابع عشر ميلادي، قام العاملون في البستنة في هولندا بإبرام عقود آجلة بغية تغطية مخاطر إنخفاض الأسعار.

أما في العالم العربي فتعتبر مصر أول من أسس بورصة للتداول عام 1804 فكانت الأولى بالإسكندرية "بورصة الإسكندرية" عام 1883، والأخرى بالقاهرة "بورصة القاهرة" عام 1890 حيث عرفت بإنتاج القطن مما دعى لتأسيس بورصة للسلع، أما في المغرب العربي فتعتبر "بورصة المغرب" أولها نشأة عام 1930.

3. أنواع البورصات:

يمكن التمييز بين ثلاث أنواع من البورصات تبعاً لطبيعة الأصل محل التداول كمايلي:

1.3. بورصة السلع والعقود:

هي سوق منظمة متخصصة في بيع وشراء البضائع المتجانسة ذات الإستهلاك الواسع والإستراتيجي كالبن والقطن والقمح والسكر...إلخ، وعليه يمكن إدخال عدة أنواع في هذه البورصة تبعاً لنوع السلعة ولذلك تسمى أيضاً بـ"البورصة التجارية"، ويكون التعامل فيها عاجلاً وتسمى "بورصة السلع الحاضرة"، أو آجلاً وتسمى "بورصة العقود"، وتعتبر بورصة البضائع أقدمها نشأة عن البورصات الأخرى، ويتم الاتفاق عند عقد الصفقة على مايلي:

بالنسبة للسلعة: نوعيتها، كميتها، سعر الوحدة؛

بالنسبة للتسليم : التاريخ أو الفترة وطريقة الشحن؛

بالنسبة للدفع : نقداً أو على دفعات .

ومن أشهر بورصات البضائع في الوقت الحالي نذكر "بورصة ليفربول" و"بيبنغ" في مادة الشعير، و"بورصة لندن"، و"باريس"، و"نيويورك" في مادة البن، و "بورصة لندن"، و"باريس" في مادة القمح، و"بورصة شيكاغو"، و"ليفربول" في إنتاج القمح.

2.3. بورصة المعادن والعملات:

هي سوق منظمة لها وجود مادي في قاعات خاصة حيث تتم المفاوضات حول المعادن النفيسة من قبل أعوان الصرف، وتختلف أسعار المعادن لإختلاف مصدرها (أمريكا، روسيا، جنوب إفريقيا، البرازيل...إلخ)، وبسبب إختلاف طرق الحصول عليها وشحنها والتأمين عليها ودرجة الشوائب فيها، أما "بورصة العملات

الصعبة" والتي تسمى أيضا بـ"سوق الصرف" فهي سوق عالمية يتم فيها تبادل العملات، كما يتم تحديد أسعار صرفها وأسباب إرتفاعها أو إنخفاضها.

وهي سوق تلغي أي تدخل خارجي فهي تنظم نفسها بنفسها والمتعاملون فيها ينشطون طيلة أيام الأسبوع وخلال مدة 24 ساعة/24 سا.

3.3. بورصة القيم المتداولة "بورصة القيم المنقولة":

هي سوق منظمة يتم تداول فيها مختلف الأدوات المالية من أسهم، وسندات، وأوراق مهجنة، ومشتقات مالية بصفة مستقلة، وبصورة مستمرة، وما يميز هذه السوق إمكانية الحصول على سيولة بسرعة مما يشجع على توظيف الأموال فيها بصفة آجلة أو عاجلة، وتقوم على عنصر المضاربة لإتمام المعاملات.

4. أهمية البورصة:

يمكن حصر دور البورصة في المجتمع ضمن المحاور الأساسية التالية:

1.4. أهمية البورصة بالنسبة للمؤسسة المسجلة فيها:

تعتبر المؤسسة المقيدة بالبورصة تلك التي إستوفت عدداً من الشروط المحددة القوانين والتنظيمات ساري العمل بها في البورصة، وبعد موافقة الهيئات المختصة ذات الصلاحيات القانونية بهذا الشأن يمكن للشركة التي حضيت بالقبول من طرح أوراقها المالية بالبورصة وفق شروط معينة. وإن تسجيل المؤسسة بالبورصة يترتب عنه إيجابيات وسلبات بالنسبة للمؤسسة نذكرها كمايلي:

- الحصول على مورد تمويلي إضافي للمحافظة على إستمرار نشاطها وتنميتها لأجل طويلة، وبالتالي تحريرها من النظام البنكي؛

- تصبح المؤسسة بمجرد تسجيلها في البورصة قادرة على معرفة القيمة السوقية الحقيقية لأسهمها وسنداتها (الرسمة البورصية) ، وبالتالي تضمن البورصة عملية التقييم الدائم للشركة؛

- تسجيل المؤسسات بالبورصة يكسبها مظهر القوة ذات الشهرة أمام المؤسسات الكبرى، بإعتبار أن البورصة وسيلة إظهار بالنسبة للمؤسسة المقبولة فيها.

- ضرورة تقديم معلومات كثيرة حول المؤسسة كنظام التسيير، ونظام الموازنة، ونظام الحسابات... إلخ المتبع في المؤسسة حتى يُقدم لهيئات البورصة المختصة مما يشكل ضغوطات كبيرة على المؤسسة المقيدة ويؤثر على نشاطها، ولكن الإشكالية مامدى صحة المعلومات المقدمة من جانب الإفصاح والشفافية.

2.4. أهمية البورصة بالنسبة للقطاع العائلي والمستثمرين:

يمكن حصر الفوائد التي تعود على القطاع العائلي ومختلف المستثمرين في البورصة في النقاط التالية:

- من منظور المردودية فإن إستخدام العائلات لمخدراتهم في البورصة لأجل طويل يتولد عنه عوائد؛
- من المنظور الضريبي فكثيراً ما تكون هناك إعفاءات ضريبية على القيم الفائضة أو السندات، وهي من الحوافز التي تشجع العائلات والمستثمرين من توظيف أموالهم في البورصة؛

- من منظور فائض القيمة فإن مختلف المستثمرين يحققون فوائض من خلال عمليات المضاربة التي تُجرى بالبورصة بيعاً أو شراءً للأوراق المالية.

3.4. أهمية البورصة بالنسبة للإقتصاد ككل:

بما أن للدولة حق الرقابة على البورصة لتحقيق أهدافها التمويلية والإقتصادية، لذلك وجب عليها استخدام الأدوات والسياسات التي يمكن بواسطتها التأثير على نجاح البورصة، ومن هذه الأدوات نذكر معدل الفائدة، معدل الضرائب على الأرباح... إلخ، وبالتالي فالبورصة بإعتبارها جهاز مالي يلعب دور في تمويل العجز العمومي خاصة عندما يحدث إختلال بين النفقات والإيرادات فتصبح أمام عجز ميزاني يمكن تمويله من خلال إصدار سندات يمكن تداولها في البورصة.

5. شروط قيام البورصة:

ينبغي توفر جملة من الشروط الأساسية لقيام بورصة فعالة تسمح للمؤسسات الإقتصادية من تمويل توسعاتهم الإستثمارية، وكذا تمويل عجز ميزانية الدولة ومختلف هيئاتها من خلال الأعوان ذات الفائض، ومن هذه الشروط نذكر مايلي:

1.5. ضرورة تسويق الإقتصاد:

ونقصد به توفير محيط إقتصادي ملائم لإنشاء بورصة يتم تداول فيها مختلف القيم المالية وذلك من خلال إتباع سياسة إقتصادية واضحة تؤمن عدم إحتكار الدولة للأنشطة الإقتصادية، وإعطاء دور إضافي للقطاع الخاص في عملية التنمية وتشجيعه من خلال المؤسسات الإقتصادية الخاصة والتي تعمل في ظل المنافسة الحرة على نحو يحقق أفضل المردودية بأقل تكلفة، إلا أن هذه السياسة لا يمكن العمل فيها إلا في إطار إقتصاد السوق الذي يوفر المرونة اللازمة للتعاملات التجارية ويرفع كل العقبات الموضوعية من طرف الإقتصاد المخطط.

2.5. الرفع من مستوى الدخل الفردي الحقيقي لكل فرد:

لا يمكن الحديث عن توجيه إدخار القطاع العائلي دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل فرد، ونشير في هذا الصدد إلى أن أغلبية البلدان المتقدمة تحافظ على معدلات تضخم ضئيلة نسبياً على نحو يسمح للقطاع العائلي من توظيف أموالهم في القيم المتداولة بالبورصة دون الخوف من تطور ظاهرة التضخم، إضافة إلى ذلك تؤدي حجم المدخرات للمؤسسات المالية والإستثمارية دوراً هاماً في توفير إحتياجات إضافية لدى هذه المؤسسات وتوجيهها في شكل إستثمارات بالبورصة.

3.5. الإنفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأدوات المالية:

نقصد بذلك حرية التعامل والعلانية بحيث تصبح البورصة تتمتع بحرية الدخول والخروج فيه من دون قيود تشريعية أو إقتصادية، كما أن العلانية تكون بالإعلان الفوري عن النوع، والكم، والسعر فيما يحقق سوقاً للمنافسة التامة الذي يتطلب تجانس مختلف السلع المعروضة.

وتجدر الإشارة إلى أن البورصات الأكثر فعالية في العالم تفتقر إلى تجانس الأوراق المالية نظراً لتعدد المصدرين، وكذا إلى تنوع الأدوات المالية خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات، وعليه يمكن القول أن

بورصة القيم المتداولة يُفترض فيها تداول الأصول المالية التي تشمل أكبر قدر من الإدخار، ذلك أن تنوع هذه الأدوات لها مزايا عديدة إذ تُتيح للمتعاملين إختيارات كثيرة وفقاً لمصالحهم مما يعطي للبورصة الأهمية والفعالية، أما عن بورصات الدول النامية فإنها تعاني من إشكال التنوع وذلك ناجم عن العدد المحدود للمتدخلين بالبورصة، وغياب الإدارة في الإستثمار خاصة في المدى الطويل، وكذا عدم التنوع في الأدوات، وعدم توظيف المدخرات على شكل سندات سواء لسبب إقتصادي "ظاهرة التضخم"، أو لسبب ديني "معدلات الفائدة".

6. الهيئات المنظمة للبورصة:

يهدف حماية صغار المدخرين، وتفادياً لكل التجاوزات التي يمكن أن تحدث داخل البورصة، فإن هذه الأخيرة تخضع إلى تنظيمات تعمل على رعاية وحسن تطبيق قوانين العمل تحت رقابة هيئات مختصة تعمل على التأكد من نظامية العمليات وكذا إتخاذ القرار اللازم وفقاً للظروف السائدة، وتختلف هذه الهيئات من دولة لأخرى بخصوص مسمياتها، وعدد أعضائها، ومهامها، ويمكن حصر أهمهما فيما يلي:

1.6. لجنة الأوراق المالية والبورصة:

أولها ظهوراً عام 1933 بالو.م.أ على أعقاب الأزمة الإقتصادية لعام 1929، وكان القصد من إقامة هذه اللجنة هو التحقيق في معرفة أسباب ونتائج الأزمة، ثم توسعت لتشمل مهامها مراقبة عمليات البورصة بصفة دائمة، وإعلام كافة المتدخلين بكل ما يتعلق بالأسهم والسندات المقبولة في البورصة، وكذا رصد ومنع جميع أعمال المضاربة خاصة إذا كانت تؤثر على المستوى العام للأسعار، وتقوم هذه اللجنة بنشر كافة المعلومات حول القيم المتداولة بالبورصة، وتسجيل الشركات والهيئات التي تعقد صفقات بالبورصة، ومنع وقوع المعاملات المشكوك فيها بالبورصة، خاصة تلك التي تجعل الأسعار تتغير بصفة مصطنعة.

2.6. مجلس الأوراق المالية والإستثمارات:

ظهر في حوالي 1986 تتولى القيام بتنظيم ومراقبة جميع الإستثمارات في البورصة، وعادة فإن صلاحيات وزارة المالية في بعض التشريعات تتحول إلى هذه اللجنة، ولذلك يتعين مرور العمليات الإستثمارية والترخيص لها من طرف هذا المجلس.

3.6. لجنة عمليات البورصة:

ظهرت عام 1967 وهي مستوحاة في كثير من جوانبها إلى اللجنة الأولى، بحيث تقوم هي الأخرى بمتابعة كل شؤون البورصة، كما أنه من صلاحياتها إتخاذ القرارات اللازمة والإجراءات الكفيلة بتحسين ومراقبة عمليات البورصة للقيام بوظائفها بفعالية.

7. مكونات البورصة:

تتكون بورصة القيم المتداولة من قسمين هما السوق الرسمية، والسوق الموازية، ولكل منهما أجزاء وخصائص نذكرهما شرحاً فيما يلي:

1.7. السوق الرسمية:

• **السوق الأولى:** وهي مكان يتم فيه التفاوض حول الشركات الكبرى المسجلة في تسعيرة البورصة، والتي تُجرى عليها عمليات التداول والتفاوض يومياً، وتجدر الإشارة إلى أن هذه الأسواق تحكمها قوانين صارمة ومراقبة شديدة ومنظمة تنظيمياً محكماً، وعليه فإن كل الشركات والهيئات التي قُبلت في هذه السوق وجب عليها أن تخضع لقوانين محددة.

ويتطلب قبول تلك الشركات في السوق الأولى جملة من الشروط نذكرها كمايلي:

- أن يكون صافي الربح قبل الضريبة المحقق من طرف المؤسسة محدد قانوناً بنسبة محددة؛
- أت تُكوّن الشركة لنفسها قيمة من الأصول المادية محددة قانوناً "كأن تكون الأصول المادية في الميزانية محددة القيمة"، وكذلك هو الأمر للقيمة السوقية للسهم محددة القيمة؛
- أن تكون هذه الشركة منفتحة وشهورة على جمهور البورصة، وكذلك يتطلب القانون أن يتحدد عدد معين من الأسهم يمثل الشركات التي تنشط داخل هذه السوق؛
- ضرورة الإفصاح والشفافية الكاملة حول نمط التسيير، والوضعية المالية، وحجم المبيعات، ونتائج الأرباح بشكل دوري.

من الشروط السابقة يتبين أنه لا بد لدخول الشركات إلى السوق الأولى وقيدها ضمن السوق الرسمية من موقع إقتصادي قوي، بالإضافة إلى المكانة المستقرة للنشاط الذي تمارسه؛ وبمجرد قبول الشركة وتوفر الشروط فيها تُصبح ملتزمة بمايلي:

- الحصول بالموافقة الخاصة بالأوراق المتداولة بالبورصة؛
- نشر تقرير عن أرباحها، وكذا كل ما يتعلق بالحسابات الختامية لكل دورة مالية.
- وفي مقابل ذلك يحقق تسجيل الشركة في السوق الرسمية الأولى العديد من المزايا نذكر منها:
- إمكانية إستفادة الشركة من الإعلان المجاني الذي يكون له أثر إيجابي على نشاط المؤسسة خاصة إذا كان حجم معاملاتها من الأسهم كبير، ولها موقع إقتصادي كبير...؛
- إمكانية تطوير نشاط المؤسسة وتحولها من طابع إلى آخر مثلاً من شركة ذات طابع عائلي إلى شركة ذات أسهم؛
- يؤدي تسجيل الشركة في السوق الأولى إلى زيادة موارد تمويل المؤسسة، وتخفيض التكاليف التي يمكن أن تتحملها المؤسسة في حالة اللجوء إلى الجهاز المصرفي.

• **السوق الثانية:** تهدف هذه السوق في الأساس إلى جلب وإستقطاب أكبر عدد ممكن من الشركات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، والتي تتميز بمعدل نمو مقبول ولا تتوفر فيها الشروط الكافية للتسجيل في السوق الأولى.

فالسوق الثانية هي مصدر إستقبال دائم لتلك المؤسسات، وتعتبر كمرحلة إنتقالية قد تتمكن من خلالها الشركات أن تنتقل إلى السوق الأولى، ونشير إلى أن هذه السوق ينشط فيها عدد من المؤسسات

الكبيرة والقوية التي لا ترغب في الدخول إلى السوق الأولية وترغب في الحفاظ على معدل نمو لنشاطها بشكل يضمن لها الإستقرار والإستمرار.

بالإضافة إلى ذلك فإن القوانين التي تحكم هذه السوق هي أكثر مرونة من السوق السابقة، ما يجعلها أكثر حيوية ونشاط وذلك بالنظر إلى تنوع المؤسسات المسجلة فيها، وإختلاف أحجامها، وتنوع القطاعات؛

إلا أن الأوراق المتداولة ضمن هذه السوق تتمتع بنفس الخصائص الموجودة في السوق الثانية، وتخضع لنفس نظام التسيير، أوراق مالية موحدة، وتسعيرات متطابقة.

من جهة أخرى يحقق دخول الشركات في السوق الثانية لها جملة من الحوافز والمزايا كإكتساب الشهرة، وضمن إستمرار نشاط الشركة، ضمان حقوق المساهمين فيها، تنوع الأدوات المالية... إلخ.

• **السوق الثالثة:** تتميز هذه السوق بأن معظم نشاطها يتكون من نشاط الأعوان الإقتصاديين، والمستثمرين، وسرعة تنفيذ العمليات، وتكاليف محدودة نوعاً ما، وبالسرية في المعاملات بين الأطراف المتفاوضة، فكل العناصر السابقة تجعل من السوق أكثر جاذبية لتحقيق أرباح هامشية وتلقى المؤسسات الصغيرة الملاءمة أكثر في السوق الثالثة للخصائص التي تميزها، وكذا في تلبية إحتياجاتها ومواردها المالية أكثر في هذه السوق عن الأسواق السابقة.

• **السوق الرابعة:** تعمل هذه السوق بمختلف القيم المتداولة في البورصة، وينشط فيها مختلف المستثمرين والمتعاملين الخواص، والمدخرين الكبار فيما بينهم بيعاً وشراءً للأوراق المالية، وذلك تبادياً للعمليات التي يتم دفعها للسماسة، حيث يتم الإتصال بين مختلف المتعاملين بأجهزة الإتصال الحديثة كالفاكس، والإنترنت، والهاتف... إلخ وبالتالي فإن دور الوساطة هنا يقل تدريجياً.

2.7. السوق الموازية:

هي شبيهة بالأسواق السابقة إلا أنها غير نظامية تختص بتداول الأوراق المالية لكل الشركات الغير مقبولة في البورصة، بحيث تعمل على هامش خارج البورصة، وغير مسجلة بشكل رسمي بحيث لا تتوفر فيها الشروط المفروضة على المتدخلين.

فالسوق الموازية مفتوحة لجميع الشركات الغير مقيدة في تسعيرة البورصة والتي تتفاوض بأوراقها المالية مع الجمهور الراغب في شراء الأوراق المالية الغير مسجلة، إلا أن هذه السوق تُصايف عنصر مخاطر كبير جداً نظراً لعدم وجود الضمانات الكافية والرقابة النظامية على التعاملات المالية، وبالتالي فهي أقل حيوية ونشاط، وقليلة التنظيم، وأسعارها ليست رسمية، والقيم المتداولة فيها لا تستفيد من الحماية والإمتيازات التي يمنحها القانون.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه السوق يمكن أن تتكون من شركات كبيرة الحجم، وتلك الشركات التي تم شطبها من البورصة لعدم كفاية حجم معاملاتها، وكذا تلك التي في طريق التصفية، أو المؤسسات التي تمتلك رأسمال ضعيف.