

المحور الثاني: تنظيم أسواق رأس المال

مقدمة:

يُعد تنظيم البورصات أحد الركائز الجوهرية لضمان كفاءة واستقرار النظام المالي والاقتصادي الحديث، إذ تمثل البورصة الإطار المؤسسي الذي تُجرى من خلاله عمليات تداول الأوراق المالية والسلع ضمن منظومة قانونية واقتصادية تهدف إلى تحقيق الشفافية والعدالة وحماية المتعاملين. ومع اتساع نطاق التعاملات المالية وتزايد تعقيد الأدوات الاستثمارية، أصبح من الضروري وجود تنظيم دقيق وشامل يحدد القواعد والإجراءات التي تحكم عمل البورصات، ويضمن سلامة المعاملات، ويكبح الممارسات غير المشروعة التي قد تهدد نزاهة السوق أو استقرارها.

إنّ مفهوم تنظيم البورصة لا يقتصر على إصدار القوانين والأنظمة فحسب، بل يمتد ليشمل إنشاء هيئات إشرافية ورقابية تتولى متابعة تطبيق هذه القواعد، ورصد المخاطر المحتملة، والتدخل عند الضرورة للحفاظ على التوازن بين مصالح المستثمرين والمصدرين والوسطاء. كما أن هذا التنظيم يُعتبر أداة لضمان فعالية السوق من خلال تعزيز الإفصاح والشفافية وتوفير المعلومات الدقيقة، بما يتيح اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة تعتمد على معايير مهنية موضوعية.

وقد أثبتت التجارب الاقتصادية العالمية أن الأسواق المالية المنظمة تحقق مستويات أعلى من الثقة والاستقرار، مقارنة بالأسواق غير المنظمة أو ضعيفة الرقابة، حيث يُسهم التنظيم الفعال في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وتحفيز النمو الاقتصادي عبر توجيه المدخرات نحو الأنشطة الإنتاجية. ومن هذا المنطلق، تبرز أهمية دراسة تنظيم البورصة بوصفه عاملاً استراتيجياً في حماية النظام المالي، وضمان استمرارية التداول النزيه، وتحقيق الكفاءة التخصيصية للموارد.

المطلب الأول: تنظيم سوق رأس المال، مكوناته وإجراءات التعامل فيه

أولاً: شروط قيام سوق رأس المال

لأجل قيام سوق مالية فعالة تسمح للمؤسسات الاقتصادية من تمويل توسعاتها الاستثمارية، وكذا تمويل عجز ميزانية الدولة من خلال الأعوان ذو الفائض المالي، ينبغي توفر جملة من الشروط الأساسية لضمان أداء البورصة لنشاطها، و منها نذكر⁽¹⁾:

- وجود مكان محدد و معلوم عند كافة المتعاملين و الراغبين في التعامل.
- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار، و تعدد الأدوات المالية المطروحة للاستثمار.
- نشاط متنوع لمؤسسات مالية و مصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في عدة مجالات وأهمها تعبئة المدخرات، و توليد الاستثمارات.
- سهولة الاتصال بين المتعاملين، و تطوير أجهزة التسجيل، و نظم المعلومات داخل البورصة⁽²⁾.
- تحديد إطار قانوني و قواعد خاصة لتنظيم و رقابة المعاملات التي تتم داخل البورصة، و لحماية المتعاملين من المخاطر.

1 أسامة محمد الفولى - زينب عوض اله، مرجع سابق، ص 264 - 265 .

2 شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 42.

- ضرورة النمطية في المعاملات المالية وهي الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية فعالة.
- الانفتاح الكبير على البورصات العالمية، ومواكبة تكنولوجيا الدول المتقدمة و التكيف مع التحولات.

و عموما حتى تتحقق بورصة فعالة، و نشطة يجب العمل على تحقيق الكفاءة الإعلامية الكافية من حيث توفير المعلومات الاقتصادية و المالية و الإحصائية للمتدخلين بالبورصة، والتخفيف من الأعباء الضريبية وكذا وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي لدعم نشاط البورصة.

ثانيا: الهيئات المنظمة للسوق المالي

بهدف حماية المدخرين، وتفاديا لكل التجاوزات التي يمكن أن تحدث في البورصة، فإنها تخضع إلى تنظيمات رقابية من طرف لجان مختصة بالنظام الداخلي للبورصة، تتأكد من صحة المعاملات، و سلامة الممارسات، واهم تلك الهيئات الرقابية نذكر⁽¹⁾:

1- اللجنة العليا لبورصة الأوراق المالية: و تمثل الإدارة العليا في البورصة، تتكون من مجموعة من الأعضاء، يقومون بالمهام التالية :

- الإشراف على سير العمل في البورصة و العمليات الجارية فيها .
- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة .
- الإشراف على الأسعار، بتحديد أسعار الأوراق المالية التي تلتقي عندها جميع عروض البيع والشراء و الإعلان عنها.
- تسجيل الشركات و الهيئات التي تعقد صفقات بالبورصة .

2- اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية: تشكل هذه الهيئة من لجان فرعية تعمل على تنظيم و مراقبة جميع المعاملات بالبورصة، واهم هذه اللجان نذكر:

- لجنة التأديب: وتختص في فصل المخالفات بين أطراف العمل داخل البورصة.
- لجنة التحكيم: تعمل على حل المنازعات بين أعضاء البورصة و الوسطاء.
- لجنة التسعيرة: و تهتم بتحديد أسعار الأوراق المالية الرسمية ونشرها في البورصة.
- لجنة قيد الأوراق المالية: تختص هذه اللجنة بقبول أو رفض أوراق الشركات في جدول التسعيرة.
- لجنة المقاصة: تقوم بإجراء المقاصة بين عمليات أعضاء البورصة من بائعين ومشتريين.
- لجنة المراقبة: وتهتم بمراقبة أوضاع السوق، وحركات الأسعار، وطبيعة العمليات.
- لجنة السماسرة: تختص هذه اللجنة باختيار السماسرة وفقا للشروط الواردة في قوانين البورصة.

1 شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 50.

3- عضوية البورصة: تتكون الجمعية العمومية في البورصة من ثلاث مجموعات من الأعضاء:

◀ الأعضاء المنظمون: وهم المصارف، الشركات، صناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية.

◀ الأعضاء المراسلون: وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية .

◀ الأعضاء العاملون: وهم السماسرة ، ومساعدوهم (الوكلاء ، الوسطاء ، صناع السوق..).

المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية

ينشط في البورصة عدد كبير من المؤسسات و الشركات المقيدة ضمن تسعيرة البورصة، ويمكن توضيح المتدخلون على مستوى البورصة كما يلي:

- **عارضوا رؤوس الأموال (المقرضون أو المستثمرون التأسيسيون):** وهم أولئك الذين لديهم فائض في السيولة، ولا يرغبون في تركها جامدة من غير توظيف، فيدخلون البورصة بغرض استثمار أموالهم، وأهم هؤلاء المستثمرين نذكر⁽¹⁾:
 - شركات التأمين - صناديق الادخار و التوفير - صناديق المعاشات - البنوك التجارية - تجمعات التوظيف المشترك التي تكون مانحة لرؤوس الأموال .
 - **طالبوا رؤوس الأموال (المقترضون):** يمثلون الفئة التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث تؤمن هذا الاحتياج عن طريق إصدار الأوراق المالية في سوق رأس المال، ويشترط في مصدر هذه الأوراق أن يكون مؤسسة، أو بيت سمسة، أو شركات استثمار، الشركات التجارية والصناعية والجمهور، كما يمكن أن تصدر بعض الأوراق المالية كالسندات من هيئات خاصة أو حكومية كالبنك المركزي، الخزينة.
 - **الوسطاء الماليون:** يقوم الوسطاء بدور مهم في البورصة من حيث الالتقاء بين عارضي رؤوس الأموال و الطالبين عليها، ويتدخل في البورصة عدد من الوسطاء منهم نذكر⁽²⁾:
 - **سمسار الأوراق المالية:** هو وسيط مالي، يتلقى أوامر العملاء بالبيع و الشراء في الأوراق المالية، ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم، وبمعاونة مساعديه، مقابل سمسة (عمولة) محددة باللائحة تدفع من الطرفين و يمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة سمسة، ونذكر مساعدو السمسار:
 - **المندوب الرئيسي:** يعمل لحساب السمسار في مساعدته في تنفيذ الأوامر داخل المقصورة مقابل اجر ودون أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار.
 - **الوسيط:** هو أداة اتصال بين العميل و السمسار، يتلقى الأوامر من العميل و يبلغها للسمسار المقيد عنده مقابل عمولة بسيطة من الصفقة.
 - **صانع السوق:** يمكن للوسيط أن يقوم بدور صانع السوق بالبيع والشراء للأوراق المالية وذلك بترخيص لجنة البورصة، ويحق له أن يعمل لصالحه أو لصالح عملائه.
- يقوم صانع السوق بدور مهم في البورصة ذلك انه يكون مشتري عندما يكون السمسار بائعا، وهو بائع عندما يكون السمسار مشتريا.

1 محمد سحنون، الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، قسنطينة - الجزائر، 2003، ص 136.

2 حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها- تنظيمها - أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان - الأردن، 2002، ص ص 32- 33 .

- **المتخصصون:** المتخصص هو سمسار مالي، يتدخل في البورصة للتعامل في أوراق مالية محدودة يتم تداولها في مركز واحد.
- **شركات المقاصة و التسوية:** تقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل السمسار أو شركة السمسرة من حيث استكمال العمليات التي قامت بها شركات السمسرة، و تسوية المراكز المالية بين المتعاملين.

المطلب الثالث: أوامر التنفيذ في السوق المالي

أولا: أنواع الأوامر في السوق المالي (البورصة)

تجدر الإشارة هنا قبل تناول أنواع الأوامر إلى توضيح مفهومين أساسيين لطريقة التسجيل لتحديد أسعار الأوراق المالية، حيث يلاحظ وجود طريقتين أساسيتين هما:

الطريقة الأولى: وهي طريقة التسجيل الثابت لتحديد أسعار الأوراق المالية والتي تتمثل في جمع كافة أوامر الشراء وأوامر البيع دفعة واحدة وتحديد سعر التوازن لكل ورقة انطلاقا من قوى العرض والطلب المتمثلة في تلاقي تلك الأوامر في لحظة معين.

الطريقة الثانية: وهي طريقة التسجيل المستمر والتي تتمثل في تحديد سعر التوازن لكافة الأوراق والمنتجات المالية في كل لحظة من لحظات فترة التعامل في البورصة، حيث أن تدفق أوامر البيع والشراء من شأنه أن يحرك قوى العرض والطلب باستمرار، مما يتيح تحديد الأسعار في كل لحظة.

وبالتالي تتم الصفقات والعمليات المالية في البورصة الواحدة تلو الأخرى، وطبق لذلك تتحدد الأسعار على مدى فترة التداول، وتسفر هذه الطريقة على نشر عدة أسعار بالنسبة لكل ورقة عند نهاية فترة التعامل في البورصة وهي: سعر الافتتاح، سعر الإغلاق، أعلى سعر وأدنى سعر تم تسجيله.

يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه العميل للوسيط المالي في البورصة لأجل تنفيذ العمليات المتعلقة بشراء، أو بيع الأوراق المالية بشروط محددة، ومبينة بوضوح، وعموما هناك معلومات تقليدية في كل أمر وهي⁽¹⁾:

- ❖ اسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها؛
- ❖ عدد الأوراق المراد التعامل بها؛
- ❖ نوع الصفقة (بيع أو شراء)؛
- ❖ نوع السوق (اجل أو عاجل)؛
- ❖ مدة صلاحية الأمر (يوم، أسبوع، شهر، ...، مفتوح)؛
- ❖ السعر (محدد أو غير محدد).

و بناءا عليه يمكن تصنيف أوامر البورصة إلى الأنواع التالية⁽²⁾:

1 Gosette Peyard, opcit, p 15.

2 جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى - الجزء الثالث، مطبعة هومة، الجزائر، 2002، ص 77.

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: وهي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر المحدد من طرف المستثمر هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدم تنفيذها، وهي على أنواع نذكر منها ما يلي:

2- أوامر التنفيذ بسعر السوق: يعتبر أمر التنفيذ بسعر السوق من أكثر الأوامر شيوعا واستخداما، والذي بمقتضاه يطلب المستثمر من الوسيط تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر ممكن أن يجري عليه التعامل، وهذا معناه أن المستثمر في هذا النوع من الأوامر لا يحدد سعر تنفيذ معين، وإنما سعر تنفيذ الصفقة المرغوب فيها يتوقف على سعر السوق الذي يتحدد بمجرد إيجاد الطرف الآخر، البائع أو المشتري للورقة المالية المعنية، ومن هنا فإن الوسيط يقوم ببذل أقصى جهده ليحصل على أفضل صفقة ممكنة في ذلك الوقت⁽¹⁾.

من أهم مميزات هذا النوع من الأوامر هو سرعة وضمان التنفيذ، أما سلبياته فيتمثل في عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ مسبقا، أي لا يعرفه إلا بعد إتمام الصفقة أو الصفقات محل الأمر أو الأوامر.

3- الأوامر المحددة: يقوم المستثمر في هذا النوع من الأوامر بتحديد سعرا معينين لتنفيذ الصفقة ومن ثم ليس أمام الوسيط إلا الانتظار حتى يصل سعر الورقة المالية في السوق إلى السعر المحدد.

ومن أهم مميزات هذا النوع من الأوامر هي معرفة المستثمر مسبقا للحد الأقصى للمبلغ الذي سيدفعه في حالة أوامر الشراء، والحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها في حالة أوامر البيع.

3-1- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: وهي الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وتنقسم هذه الأوامر هي الأخرى إلى مجموعة من الأقسام هي:

3-1-1- أوامر محددة بيوم: وهي الأوامر التي تكون سارية المفعول فقط طيلة اليوم الذي صدرت فيه أو لما تبقى من ساعات اليوم.

3-1-2- أوامر محددة بأسبوع أو شهر: بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، ونفس الشيء بالنسبة للأمر الذي مدته شهرا.

3-1-3- الأمر المفتوح: يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه من قبل الوسيط وفقا للشروط التي تلقاها من طرف المستثمر أو حتى يقرر هذا الأخير إلغاؤه.

3-1-4- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: وهي الأوامر التي يحدد فيها سعرا معينين للتنفيذ كما يشترط أيضا أن تتم الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوم، أسبوع، أو شهر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ والأوامر المحددة لوقت التنفيذ.

4- الأوامر الخاصة: وتنقسم هذه الأوامر إلى الأنواع التالية:

1 منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص 125-126.

4-1- أوامر الإيقاف: يحدد المستثمر لهذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها، إذ يمكن لهذا الأخير تنفيذ عمليات الشراء بذلك السعر أو بسعر أقل منه، وعليه فإنه يصبح أمر الإيقاف الخاص بالشراء أمراً قابلاً للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد تداول الورقة المالية في البورصة بسعر يساوي أو أعلى من السعر الذي حدده المستثمر، كما يصبح أمر الإيقاف الخاص بالبيع أمراً قابلاً للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد تداول الورقة بسعر يساوي أو أقل من السعر الذي حدده المصدر للأمر.

4-2- أوامر الإيقاف المحدودة: يعتبر هذا النوع من الأوامر امتداداً لأوامر الإيقاف السابق شرحها، إذ تعالج وضعية عدم التأكد التي تمتاز بها أوامر الإيقاف فيما يخص سعر التنفيذ، حيث يترك مجال للوسيط للتصرف في ذلك، ففي حالة أوامر الإيقاف المحدودة يقوم المستثمر الأمر بتحديد السعر الأدنى للأوامر المتعلقة ببيع الأوراق المالية التي بحوزته ويطلب من الوسيط تنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أحسن منه، كما يقوم بتحديد السعر الأقصى لأوامر الشراء للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها على أن يتولى الوسيط تنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أفضل منه (أي أقل منه).

4-3- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: يقصد بذلك أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسباً، وقد تكون حرية السمسار أو الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار نوع الورقة محل التعامل وكذا السعر الذي تتم به هذه الصفقة، وما إذا كانت هذه العملية هي عملية بيع أو شراء وكذلك توقيت تنفيذها، أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تتم من خلاله هذه الصفقة، من مزايا هذا النوع من الأوامر أنه يوفر المرونة اللازمة لاقتناص الفرص في الوقت المناسب دون الرجوع إلى الأمر بالتنفيذ⁽¹⁾.

4-4- الأوامر المحددة لحجم الصفقة: وتعلق هذه الأوامر بتحديد عدد الأوراق المالية المراد شراؤها أو بيعها، حيث يقوم المستثمر هنا بتحديد العدد الفعلي المرغوب فيه، من نوع معين من الأوراق المالية، ثم تحرير أمر للوسيط بتنفيذ الصفقة.

وهناك عدة أشكال ممكن أن تأخذها هذه الأوامر منها:

4-4-1- الكل أو لا شيء: يحتم هذا الشكل من الأوامر على الوسيط بيع أو شراء العدد المحدد في الأمر كلية وإذا تعذر عليه ذلك يلغي الأمر نهائياً، أي عدم تنفيذه جزئياً، وبالتالي ينبغي، في هذه الحالة، على الوسيط البحث عن الطرف الآخر (البائع أو المشتري) الذي يبحث عن نفس العدد أو أكثر من نفس نوع الورقة المالية موضوع الصفقة.

4-4-2- عدد من الأوراق في كل حصة: يستخدم هذا الشكل من الأوامر عندما يرغب المستثمر في تنفيذ الأمر على دفعات متناسبة، من جهة، مع العدد الكلي الذي يريد شراءه أو بيعه من الأوراق المالية، ومتناسبة مع العدد الإجمالي المتداول في الحالات العادية في البورصة من جهة أخرى، وبذلك يحدد عدد الأوراق الواجب تبادلها في كل حصة، قد يرفق هذا الشكل بالشكل السابق لإرغام الوسيط على تبادل العدد المحدد في الدفعة كلية دون تجزئة أو غيرها من الشروط، من إيجابيات هذا النوع أنه يمنع حدوث إختلالات في التوازن، خاصة إذا ما تعلق الأمر بأوراق غير نشطة.

1 منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 133-134.

4-4-3- عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص: على عكس النوع السابق فإن هذا الشكل لا يحدد العدد الواجب تداوله في كل حصة، وإنما يحدد الأمر عدد الأوراق الكلي الذي يجب على الوسيط شراؤه أو بيعه خلال عدد معين من الحصص، بمعنى آخر، يقوم المستثمر هنا بتعيين التاريخ الذي يجب على الوسيط أن يتم قبله تنفيذ الصفقة كلية دون تحديد عدد الأوراق لكل حصة، حيث يترك ذلك لتقدير الوسيط للظروف السائدة في البورصة.

تعتبر هذه الصيغة أكثر مرونة من سابقتها، ويمكن أن ترفق بخصوصيات أخرى، كأن يضاف لها شرط يقضي بأن لا يقل عدد الأوراق في الدفعة عن حد معين، كما تجدر الإشارة هنا إلى أن الخصوصيات المتعلقة بعدد الأوراق الذي يرغب المستثمر في تداولها لها علاقة أيضا بمدة التنفيذ، إذ يمكن أن ينظر إلى أسلوب أو شكل "عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص" على أنه البرنامج الزمني لتنفيذ أمر ما على عدة دفعات وفقا لما يتماشى وإمكانيات و تفضيلات المستثمر.

ثانيا: تكاليف الأوامر

على الرغم من أن تكاليف الأوامر أو معظمها يتحدد بالتفاوض بين الوسيط أو شركة البورصة أو البنك من جهة والمستثمر من جهة أخرى، إلا أن هناك عددا من التكاليف يبقى ثابتا ومحددا مسبقا، كما تختلف هذه التكاليف من بلد إلى آخر ومن وسيط إلى آخر، وبصورة عامة فإن تنفيذ الأوامر ينطوي على نوعين من التكاليف، تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة.

1- التكاليف المباشرة: بالنسبة للتكاليف المباشرة فتشتمل على تكاليف المعاملات إلى جانب تكاليف مباشرة أخرى.

1-1- تكاليف المعاملات: هي عبارة عن تكاليف مباشرة تحسب انطلاقا من المبلغ الكلي للصفقة في شكل نسبة مئوية، كما أنه في بعض البلدان مثل الولايات المتحدة الأمريكية فإن عدد الأوراق المتبادلة وكذا سعر الورقة يدمجان في حساب تكاليف المعاملات، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا تعادل تكاليف المعاملات حوالي 4% من قيمة الورقة، ومن أهم عناصر هذه التكلفة عمولة السمسرة، الربح الذي يحققه صانع السوق للورقة المعنية (المتخصص أو التاجر) والذي يتمثل في الفرق بين السعر الذي اشترى به الورقة والسعر الذي يبيعه بها Bid-Ask Spread والذي يطلق عليه الهامش أو المدى، كما تتضمن تكلفة المعاملات أيضا الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع، والضريبة، والرسوم المستحقة للجنة الأوراق المالية والبورصة عن كل صفقة يتم إبرامها⁽¹⁾.

أما في البورصات الفرنسية فإن هذه التكاليف أقل مما هي عليه في مثيلاتها الأمريكية، كما أنها تختلف من شركة بورصة إلى أخرى، وعلى العموم فإن عمولة السمسرة تقدر بحوالي 0.65% كما قد تصل إلى 1%، أما رسوم البورصة فتتمثل في حوالي 0.3% من قيمة الصفقة إذا كانت هذه الأخيرة تصل إلى مليون فرنك فرنسي، وحوالي 0.15% إذا تجاوزت المليون فرنك فرنسي، بالإضافة على الرسم على القيمة المضافة⁽²⁾.

1-2- التكاليف المباشرة الأخرى: لا تمثل تكاليف المعاملات سواء جزء من التكاليف المباشرة لتنفيذ الأوامر. فإلى جانب تلك التكاليف هناك المصاريف التي يدفعها المستثمر عن الأوامر الكسرية، أي التي تحتوي على عدد من الأوراق ليس من مضاعفات الـ 100 إذا كان التعامل في البورصة

1 منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 161.

2 جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الاسواق المالية، مرجع سابق، ص 94-95.

يتم على مجموعات من الأوراق تتكون من 100 ورقة أو مضاعفاتهما وهو الأمر الغالب في معظم البورصات، وهناك كذلك الفوائد على الأموال التي تقترض بغرض الاستثمار، وأيضا الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء غير النقدي.

أضف إلى ذلك الضرائب الشخصية على التوزيعات والفوائد وكذا الضرائب على الأرباح الرأسمالية، ذلك أن التفاوت بين معدلات الضريبة على التوزيعات وعلى الأرباح الرأسمالية قد يكون عاملا رئيسيا يدفع المستثمر لتوجيه أمواله إلى أسهم منشأة ما دون أخرى.

فعندما يكون معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من مثيله على التوزيعات - وهو ما تأخذ به التشريعات في معظم الدول - يجد كبار المستثمرين بغيتهم في أسهم المنشآت التي لا تجري توزيعات لأرباحها الصافية، أو تجري توزيعات لجزء ضئيل فقط من تلك الأرباح، وذلك على أساس أن الأرباح غير الموزعة سوف تنعكس على القيمة السوقية للسهم في صورة أرباح رأسمالية تدفع عنها ضريبة بمعدلات أقل، بل قد لا تدفع عنها ضرائب إذا ما قرر حاملها عدم التصرف فيها بالبيع.

¹ - **التكاليف غير المباشرة:** إلى جانب التكاليف المباشرة هناك أيضا التكاليف غير المباشرة والتي تتمثل في عائد الفرصة البديلة أو الضائعة، أي العائد الذي كان يمكن أن يتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى، إضافة إلى تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها، بل وتكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار في هذا المجال، هذا وينبغي أن ينتبه المستثمر إلى أنه إذا كان هامش يحمل الربح المتوقع من صفقة ما صغير نسبيا، فإن هناك احتمال بأن تفوق التكاليف المباشرة وغير المباشرة قيمة هذا الهامش، وبالتالي عليه أن يحجم عن إبرام هذه الصفقة⁽¹⁾.

خاتمة:

ختامًا، يتّضح من خلال هذا البحث أن تنظيم البورصة يمثل الأساس الذي تقوم عليه كفاءة السوق المالية واستقرارها، إذ إنّ وضوح القواعد القانونية والإجرائية التي تحكم عمليات التداول يشكّل عنصرًا جوهريًا لضمان نزاهة التعاملات وحماية حقوق مختلف الأطراف المتدخلة. وقد أظهر تحليل شروط تنظيم البورصة أنّ تحقيق الشفافية، وتكافؤ الفرص، وتوفير المعلومات الدقيقة في الوقت المناسب هي ركائز أساسية لعمل الأسواق العادلة والمنظمة. فكلما كانت القوانين واللوائح أكثر وضوحًا وانسجامًا مع المعايير الدولية، زادت الثقة في السوق وجذبت الاستثمارات بشكل مستدام.

كما تبين أن المتدخلين في البورصة — من وسطاء، ومستثمرين، وهيئات رقابية، وشركات مُصدرة — يشكلون منظومة مترابطة تتكامل فيها الأدوار والمسؤوليات، بحيث لا يمكن لأي سوق أن يحقق كفاءته دون توازن هذه العلاقات داخل إطار تنظيمي فعال. فالرقابة الصارمة على الوسطاء، والإفصاح الإلزامي للمصدرين، وحماية المستثمرين الأفراد من الممارسات غير المشروعة، جميعها تمثل أدوات لضمان الشفافية والعدالة في السوق.

أما فيما يتعلق بأوامر التنفيذ في البورصة، فقد أبرز البحث أهميتها في ضبط آليات التداول، وتحديد الأولويات الزمنية والسعرية للعقود، بما يساهم في تسعير عادل وفعال للأوراق المالية والسلع. ومن جهة أخرى، فإنّ تكاليف المعاملات والتشغيل تُعدّ من العوامل المؤثرة في مستوى السيولة داخل

1 نير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 164.

السوق، إذ إن ارتفاعها يؤدي إلى عزوف المتعاملين ويقلل من كفاءة البورصة، بينما يساهم تخفيضها في تنشيط التداول وجعل السوق أكثر جذبًا ومرونة.

وفي ضوء ما تقدم، يمكن القول إنّ نجاح أي بورصة لا يتحقق إلا من خلال توافر تنظيم قانوني ومؤسسي متكامل، يوازن بين حرية السوق ومتطلبات الرقابة، ويُعزز الثقة بين جميع الفاعلين الاقتصاديين. كما أن تطوير الأنظمة التقنية والرقابية، واعتماد معايير الحوكمة الرشيدة، يمثلان الطريق الأمثل لمواكبة التطورات العالمية وضمان استدامة الأسواق المالية. لذلك، فإنّ الاستثمار في بناء مؤسسات تنظيمية فعالة يُعدّ ركيزة لتحقيق استقرار الأسواق، وجذب رؤوس الأموال، ودعم التنمية الاقتصادية الشاملة.