



جامعة جيلالي ليايس - سيدي بلعباس
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، وعلوم التسيير

مطبوعة محاضرات موجهة لطلبة:

- ليسانس اقتصاد نقدي وبنكي
- ليسانس محاسبة ومالية
- ماستر إدارة مالية

محاضرات في الأسواق المالية

من إعداد الدكتور:

بسبع عبد القادر

أستاذ محاضر "أ"

السنة الجامعية
2018-2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

مقدمة

يحظى موضوع الأسواق المالية باهتمام بالغ في الأدب الاقتصادي المعاصر، خاصة بعد أن شهدت هذه الأسواق تطورا مهما، وازدادت أهميتها الاقتصادية سواء في البلدان المتقدمة أو النامية، لذلك هناك أهمية لدراسة سوق الأوراق المالية وحركة الأسعار فيها وصولا إلى فهم أعمق لطبيعة عمل هذه الأسواق وعلاقتها بالاقتصاد ككل، خاصة أن استقرارها يساهم في الاستقرار الاقتصادي سواء على المستوى المحلي أو العالمي، مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج وتطور سوق السلع والخدمات، وتطور الأنظمة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص بلجوئها لتجميع رؤوس الأموال من الأسواق المالية.

وللتعرف على الأسواق المالية، يستلزم إيضاح ماهيتها، ومما يزيد من وضوح الشيء الإحاطة بشيء من تاريخ نشأته، والأغراض التي أنشأ لأجلها، وكذلك علاقة السوق بالاقتصاد، وما هي أنواعها؟ تحديد الأطراف المتعاملة بها والأدوات المتعامل عليها فيها، وكيف تعمل بشكل سليم يحقق لها الكفاءة المنشودة، وهو ما تتناوله مطبوعة المحاضرات بعنوان الأسواق المالية موزعة على خمسة عشرة محاضرة كما يلي:

الصفحة	الموضوع	التسلسل
	مقدمة + فهرس المحاضرات	1
01	المحاضرة الأولى: ماهية سوق الأوراق المالية	2
01	1. تعريف سوق الأوراق المالية	3
03	2. نشأة سوق الأوراق المالية	4
06	المحاضرة الثانية: تقسيمات سوق الأوراق المالية	5
06	1. سوق الإصدار أو السوق الأولية	6
06	2. سوق التداول أو السوق الثانوية	7
07	1.2 الأسواق المنظمة	8
07	2.2 الأسواق غير منظمة	9
08	3. أسواق عقود السلع والعقود المستقبلية والمشتقات	10
09	1.3 عقود التبادل المستقبلي	11
09	2.3 عقود الخيار	12
09	3.3 العقود الآجلة	13
09	4.3 عقود المبادلة	14
11	المحاضرة الثالثة: شروط قيام سوق الأوراق المالية	15
14	المحاضرة الرابعة: وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي والجزئي	16
14	1. دور سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي	17
15	2. دور سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي	18
18	المحاضرة الخامسة: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية	19
18	1. الوسطاء الماليون (سماسرة الأوراق المالية وتابعيهم)	20
19	2. الجمهور	21
20	3. المستثمرون المؤسسيون	22

الصفحة	الموضوع	التسلسل
20	4. الشركات الصناعية والتجارية	23
21	5. الدولة	24
22	6. الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق	25
23	المحاضرة السادسة: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية	26
23	1. الأسهم	27
24	1.1 الأسهم العادية	28
25	1.1.1 اتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية	29
25	* الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية	30
25	* الأسهم العادية ذات التوزيعات المحصومة	31
26	* الأسهم العادية المضمونة القيمة	32
26	2.1.1 مزايا وعيوب إصدار الأسهم العادية	33
27	2.1 الأسهم الممتازة	34
29	1.2.1 أنواع الأسهم الممتازة	35
29	* الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح	36
29	* الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح	37
29	* الأسهم الممتازة القابلة للتحويل	38
30	* الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء	39
30	2.2.1 الاتجاهات الجديدة في شأن الأسهم الممتازة	40
30	* الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة	41
30	* الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت	42
31	المحاضرة السابعة: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية (تابع)	43
31	2. السندات	44
32	1.2 أنواع السندات	45

الصفحة	الموضوع	التسلسل
32	1.1.2 سندات الشركات	46
32	2.1.2 السندات الحكومية	47
34	2.2 الاتجاهات الجديدة في شأن السندات	48
34	1.2.2 سندات بدون كوبون	49
34	2.2.2 سندات ذات معدل فائدة متحرك	50
34	3.2.2 سندات ذات دخل	51
35	4.2.2 السندات الرديئة أو متواضعة الجودة	52
35	5.2.2 السندات المشاركة	53
36	المحاضرة الثامنة: العمليات الواردة على الأوراق المالية (الأوامر)	54
36	1. الأوامر	55
36	1.1 تعريف الأمر	56
37	2.1 أنواع الأوامر	57
37	1.2.1 أوامر محدودة	58
37	2.2.1 أوامر السوق	59
38	3.2.1 أوامر الإيقاف	60
38	4.2.1 الأوامر المحددة لحجم الصفقة	61
38	5.2.1 الأوامر باعتبار ملكية الأوراق المالية	62
39	المحاضرة التاسعة: العمليات الواردة على الأوراق المالية (التسعير)	63
39	2. التسعير في البورصة	64
39	1.2 طريقة التثبيت	65
39	2.2 طريقة المناذاة	66
40	3.2 طريقة التعامل بالأدراج	67
40	4.2 طريقة التعامل بالصندوق	68

الصفحة	الموضوع	التسلسل
41	5.2 طريقة التعامل بالمقابلة	69
42	المحاضرة العاشرة: العمليات الواردة على الأوراق المالية (المؤشرات)	70
42	3.2 مؤشرات أسواق الأوراق المالية	71
42	1.3.2 تعريف المؤشرات	72
43	2.3.2 بناء مؤشرات الأسهم	73
44	3.3.2 مؤشرات رتبة السندات	74
47	المحاضرة الحادية عشر: العمليات الواردة على الأوراق المالية (تنفيذ الأوامر وتسويتها)	75
47	3. تنفيذ الأوامر	76
47	1.3 طريقة صفقات البورصة	77
47	2.3 طريقة الصفقات التطبيقية	78
48	4. تسوية الصفقات	79
48	1.4 الحساب النقدي	80
48	2.4 الحساب الهامشي	81
49	5. تكاليف تنفيذ الأوامر	82
49	1.5 التكاليف المباشرة	83
50	2.5 تكاليف غير مباشرة	84
51	المحاضرة الثانية عشر: المعلومات المؤثرة في سوق الأوراق المالية	85
51	1. تعريف المعلومة	86
52	2. طبيعة المعلومات المؤثرة على القيمة السوقية للأوراق المالية	87
52	1.2 المعلومات المتعلقة بالشؤون العالمية	88
52	2.2 المعلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية المحلية	89
53	3.2 المعلومات المتعلقة بظروف القطاع	90

الصفحة	الموضوع	التسلسل
53	4.2 المعلومات المتعلقة بظروف المنشأة	91
53	3. مصادر الحصول على المعلومات	92
54	1.3 الصحف والمجلات المتخصصة	93
54	2.3 مطبوعة مستشاري الاستثمار	94
55	3.3 تقارير الشركات	95
55	4.3 مطبوعة بيوت السمسة	96
55	5.3 المطبوعات الحكومية	97
56	المحاضرة الثالثة عشر: تحليل المعلومات في سوق الأوراق المالية	98
56	1. التحليل الأساسي	99
57	1.1 تحليل الظروف الاقتصادية الكلية	100
57	2.1 تحليل ظروف الصناعة (القطاع)	101
58	3.1 تحليل ظروف الشركة	102
59	2. التحليل الفني	103
60	3. التحليل الفني مقابل التحليل الأساسي	104
62	المحاضرة الرابعة عشر: كفاءة سوق الأوراق المالية	105
62	1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية	106
62	2. الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	107
63	3. متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية	108
64	1.3 كفاءة التسعير	109
64	2.3 كفاءة التشغيل	110
66	المحاضرة الخامسة عشر: كفاءة سوق الأوراق المالية (تابع)	111
66	4. المستويات المختلفة لكفاءة السوق المالي	112
66	1.4 فرض الصيغة القوية	113

الصفحة	الموضوع	التسلسل
66	2.4 فرض الصيغة المتوسطة	114
67	3.4 فرض الصيغة الضعيفة	115
68	خلاصة المحاضرات	116
69	قائمة المراجع	117

المحاضرة الأولى: ماهية سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تحتل سوق الأوراق المالية أهمية بالغة ضمن الاقتصاد الوطني في أي دولة من دول العالم، حيث تعتبر مرآة تعكس الوضع الاقتصادي لأي دولة، وتقدم صورة صادقة للوضع المالي للشركات المطروحة أسهمها في سوق الأوراق المالية، وهذه الشركات تمثل جزء لا يستهان به من النشاط الاقتصادي في البلد المعني، وإلقاء نظرة على نشاط سوق الأوراق المالية بدولة ما في ظل المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، المحلية والدولية، كفيل بأن يعطي صورة أقرب إلى الصدق للوضع الاقتصادي لتلك الدولة، وبحيث يصبح واحد من أهم المؤشرات للحكم على اقتصاد بلد ما. وتلعب سوق الأوراق المالية دورا رائدا في عملية تمويل الاستثمارات في الدول الغربية، وخاصة في المراحل الأولى للتنمية، حيث شكلت الإصدارات الأولية 40% من إجمالي الناتج الوطني في الولايات المتحدة، و33% في فرنسا و25% في ألمانيا في نهاية القرن الماضي.

1. تعريف سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية ركنا أساسيا من أركان القطاع المالي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص، وتقوم على مبادئ اقتصاد السوق، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية، وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني، وتزويد من معدلات الرفاه لأفراده. وقد رافق تطور سوق الأوراق المالية التطورات التي عرفت اقتصاديات الدول وصناعاتها عبر التاريخ، حيث تطور وتبلور مفهوم سوق الأوراق المالية مع الزمن إلى أن وصلت إلى الحال التي هي عليه.

يطلق الكتاب الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير أغلبها إلى مدلول واحد. فالبعض يسميها سوق رأس المال باعتبارها مصدر الأموال الضرورية لتمويل المشروعات الكبرى. ويعرفها آخرون باسم السوق المالية أو السوق الاستثمارية، أي أنها سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل تميزها لها عن سوق الأموال قصيرة الأجل (السوق النقدية). ومن

الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية اسم بورصة الأوراق المالية، ولقد عرفت بتعريفات عدة منها "سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال"⁽¹⁾.

كما نجد تعريفاً آخر لها على أنها "المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية، حيث يتم فيها طرح الأوراق الجديدة للتداول لأول مرة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تسهل عملية تحويل الأصل إلى سيولة من خلال التنازل عنه في البورصة"⁽²⁾. وتعرف سوق الأوراق المالية أيضاً على أنها "السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية من أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى، ويتعامل بها لآجال طويلة ومتوسطة بما يساعد على تشجيع الاستثمار، حيث تقوم سوق الأوراق المالية بتجميع المدخرات لاستخدامها في المجال الاستثماري من خلال توجيهها لتكوين رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء المشروعات الجديدة، أو لزيادة حجم القائم منها وذلك في صورة أسهم وسندات"⁽³⁾.

وتم تعريفها على أنها "اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق، لتنفيذ أوامر عملائهم المستلمة من قبل وأثناء فترة العمل، فهي بذلك تقوم بدور مزدوج لأنها تعمل على التقاء العرض والطلب، وتقوم بتوفير القدر الكافي من الضمانات اللازمة لإتمام الصفقات، وتحديد التوازن بين الأسعار من خلال العلانية التي تقوم البورصة بتوفيرها"⁽⁴⁾.

أكدت هذه التعريفات على أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة، تميزها لها عن المبادلات التي تتم بواسطة المتعاملين من غير تقيد بقوانين ونظم ولوائح سوق الأوراق المالية. كما أن

(1) - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص 17.

(2) - David Begg et autres, **Macroéconomie**, édition Dunod, deuxième édition, 2002, p 132.

(3) - محمود فهمي، **تطوير سوق الأوراق المالية في مصر: وسائل وأساليب تنميتها**، مؤتمر دراسات وأبحاث لتنمية سوق المال، الهيئة العامة لسوق المال، 1988، ص 157.

(4) - سوزي عدلي ناشد، **مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي**، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان: بيروت، الطبعة الأولى، 2005، ص 185.

المتتبع للتعريفات السابقة، يجد أنها لم تزد على أن جعلت من سوق الأوراق المالية مكان يجتمع فيه المتعاملون، تعقد فيه مجموعة من المعاملات المالية. ولكن أدى نمو شبكات ووسائل الاتصال إلى التقليل من أهمية التواجد في المقر المركزي لسوق الأوراق المالية. وبالتالي سمحت بالتعامل خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.

ومن خلال ما سبق يمكن استخلاص النقاط التالية حول سوق الأوراق المالية:

- أن سوق الأوراق المالية يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام.
- أنه يمثل الآلية التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري، بغض النظر عن المكان المادي للسوق.

- يتم فيه التعامل على الأوراق المالية في إطار توفر شروط محددة، وفقا لقواعد ونظم معينة.
- من الأركان الرئيسية في سوق الأوراق المالية الوسيطاء، وصناع السوق وقنوات الاتصال.

2. نشأة سوق الأوراق المالية

ترجع كلمة بورصة نفسها إلى الاجتماعات التجارية التي كانت تعقد في فندق قريب من مدينة بروج "Bruge" البلجيكية، كان يملكه أحد أفراد عائلة "فان دي بورص" " Van Der Bourse"، حيث كان يجتمع به في فندقه العديد من التجار وعملاء المصارف والوسطاء الماليين، وكانت الارتباطات تتم في شكل عقود وتعهدات، ثم تطورت لتشمل التزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة. ويعتبر المؤرخون سنة 1339 بمثابة السنة التي ولد فيها مفهوم البورصة، نسبة إلى عائلة الشخص السابق الذي كان يستقبل هؤلاء التجار ورجال الأعمال في فندقه. ويقول البعض أن الاجتماعات كانت تعقد أمام الفندق وأمام بيت هذه العائلة، وكان شعار هذا الفندق عبارة عن ثلاثة أكياس للنقود "three purses" معلقة أمام باب الفندق، ومن ثم جاء الاسم "بورصة"⁽⁵⁾.

(5) - حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، مصر: القاهرة، الطبعة الأولى، 2006، ص9.

بعد قيام الثورة الصناعية أصبح إنتاج السلع يتطلب استثمارات كبيرة تفوق المقدرة الفردية، مما أدى إلى إنشاء الشركات المساهمة، التي تقوم على أساس مشاركة عدد كبير من المساهمين في ملكية مشروع معين، ويقدمون له الأموال ويكتفون برسم السياسة العليا للشركة، دون التدخل في الإدارة التنفيذية التي ينتخبها المساهمون. وتشجيعا لهؤلاء المساهمين على الاكتتاب في الأسهم والسندات، كان لابد من توفير وسيلة مناسبة لتمكينهم من التصرف في هذه الأوراق التي تثبت الملكية في مشاريع قائمة ومنتجة، وبالتالي توفير السيولة لهم في الوقت الذي يحتاجون فيه السيولة، فالأسواق المالية المنتظمة هي نتيجة تطور اقتصادي، ففي بداية المراحل الأولى للثورة الصناعية كانت وحدات الإنتاج صغيرة وحاجاتها المالية ضئيلة، والادخار لدى الأفراد كان منخفضا، إضافة إلى ذلك لم تكن هناك مؤسسات متخصصة للاحتفاظ بمدخرات الأفراد، وتوفيرها للمستثمرين عند الحاجة. ومع نمو الاقتصاد وزيادة الدخل، ظهرت مؤسسات تحاول الاستفادة من المدخرات، وتوظيفها في مجالات إنتاجية، من هنا فإن زيادة حجم المؤسسات والاستثمار أوجدت الحاجة لأسواق يتم عن طريقها إجراء الصفقات، وتمكين المستثمرين من بيع حصصهم أو زيادتها.

نتيجة لنفس ظروف التطور التجاري والاقتصادي، ظهرت أسواق لتداول الأوراق المالية في عدة دول أخرى كهولندا وبريطانيا والدانمارك خلال القرن السادس عشر والسابع عشر. وبعد أن بدأ يضمحل الدور الهام الذي لعبته مدينة بروج البلجيكية ومرفأها في مجال التبادلات التجارية والمالية مع نهاية القرن الرابع عشر، انتقل هذا الدور لمدينة أخرى تقع في شمال بلجيكا هي آنفرس التي تم فيها إنشاء أول بورصة عام 1536، وقد زادت أهمية البورصات في تعبئة المدخرات والموارد المالية وخاصة في الدول الرأسمالية باعتبارها إحدى المتطلبات الأساسية لتمويل ودعم الاقتصاد مما أدى إلى تعميم وانتشار هذه الأسواق عبر معظم دول العالم ولاسيما الرأسمالية.

ظهرت في فرنسا أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا أنشئت بورصة لندن للأوراق المالية في عام 1776. واستقرت أعمال بورصات الأوراق

المالية في بريطانيا في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه اسم "Royal Exchange". أما فيما يتعلق بالبورصات الأوروبية الأخرى وكذلك في الولايات المتحدة الأمريكية، فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر، حيث يعتبر عام 1792 هو بداية تنظيم أكبر بورصة في العالم وهي بورصة وول ستريت بنيويورك، وقد سميت بذلك الاسم نسبة إلى شارع الحائط "Wall Street" (وهو الحائط الذي بناه الهولنديون آنذاك لحماية قطعانهم)، وكذلك الحال بالنسبة لبورصة باريس الحالية فقد تأسست في عام 1808⁽⁶⁾. وتم إنشاء بورصة طوكيو عام 1878، وبعدها شرعت الدول تباعا في إنشاء أسواق الأوراق المالية على غرار البورصات العالمية سائلة الذكر⁽⁷⁾.

(6) -محمد صالح جابر، الاستثمار بالأوراق المالية: مدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، دائرة المكتبات والوثائق الوطنية، الأردن:

عمان، 1989، ص ص 34-35.

(7) - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، مرجع سبق ذكره: ص 12.

المحاضرة الثانية: تقسيمات سوق الأوراق المالية

تمهيد:

يتعلق الاستثمار في سوق الأوراق المالية بتوظيف الأموال في شراء الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات، وتنقسم بدورها إلى سوقين إحداهما تختص بإصدار الأوراق المالية وتسمى سوق الإصدار، والأخرى تختص بتداول الأوراق المالية وتسمى سوق التداول. ويضاف إليها سوق المشتقات.

1. سوق الإصدار أو السوق الأولية Primary Market

تعرف السوق الأولية بأنها سوق الإصدارات الجديدة، والإصدار الجديد قد يتعلق بشركات تحت التأسيس والتي تقوم بطرح أسهم للاكتتاب لأول مرة، وقد يمثل زيادة رأس المال لشركات قائمة بالفعل، عن طريق الاكتتاب العام بغرض زيادة مواردها المالية، أو يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق⁽⁸⁾. والمقصود بالاكتتاب المغلق أن شركة المساهمة لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام، وإنما يقتصر الاكتتاب فيها على مؤسسي الشركة، ولذلك تسمى شركة ذات اكتتاب مغلق.

تتم عمليات الإصدار الأولي للأسهم والسندات وفق شروط ومتطلبات معينة، فالإكتتابات الجديدة بأسهم الشركات المساهمة، وإكتتابات الزيادة في رأس المال، ينبغي أن يسبقها نشرات تحتوي على معلومات أساسية عن مصدر الأوراق المالية.

2. سوق التداول أو السوق الثانوية Secondary Market

يقصد بالسوق الثانوية تلك السوق التي يجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها، أي خروج المستثمرين المكتبيين في الأسواق الأولية وقيام مستثمرين آخرين بالحلول محلهم.

(8) - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر: القاهرة، الطبعة الأولى، 1996، ص 37.

1.2 الأسواق المنظمة Organized Markets

وهي الأسواق الرسمية للأوراق المالية، التي يجري فيها التعامل بأسلوب أو طريقة المزاد العلني Auctioning بمعنى أن هذه الأسواق أسواق مزيدة، حيث يعرض في هذه السوق كافة أوامر البيع والشراء على كافة المشتركين في آن واحد، وتسود السوق حرية المنافسة وصولاً لأفضل الأسعار المقبولة من جميع الأطراف والتي يتم بها تنفيذ العمليات. وكما في أي سوق للمزيدة فإن الأوراق المالية تباع إلى الوسطاء الذين يعرضون أعلى سعر للشراء، وتشتري من الوسطاء الذين يقبلون أدنى سعر بيع.

ولأن السوق مستمرة فإن البائعين والمشتريين ينافس بعضهم بعضاً، والتنافس هنا هو التزاحم من قبل المتعاملين لإتمام الصفقات بما يروونه في مصلحتهم.

2.2 الأسواق غير منظمة Unorganized Markets

تعرف السوق غير المنظمة أو السوق الموازية ، بأنها سوق غير مركزي للمفاوضة، يجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية. تخضع الأسعار فيها لتفاوض المشتغلين بالمتاجرة في هذه الأسواق من المحترفين وهم فئة الديلر Dealers (يتعامل لحسابه الخاص وليس وكيلاً بالعمولة كما هو الحال بالنسبة للسمسار Broker الذي يتعامل في الأوراق المالية بالسوق الرسمية) وهي أيضاً غير مركزية لأن عمليات البيع والشراء لا تتم في مكان محدد كما هو الحال في السوق الرسمية.

وفيما يتعلق بأسباب التعامل على صكوك الأسهم في هذه الأسواق، فإن ذلك يرجع في أغلب الأحيان إلى صغر حجم الشركات المصدرة لهذه الأسهم، أو لعدم ذبوع صيت هذه الشركات وقلة شهرتها، أو لأن الأسهم خاصة بشركات مغلقة تمتلكها إحدى العائلات، أو لأن الشركة لا ترغب في قيد اسمها في إحدى أسواق الأوراق المالية، أو لأن هذه الشركات لم تستوفي شروط القيد في سوق الأوراق المالية.

وضمن السوق غير المنظمة نجد ما يعرف بالسوق الثالثة Third Market، وتتكون في الغالب من الوسطاء والسماسرة من غير الأعضاء في السوق المنظمة، رغم أن هؤلاء قد

يحق لهم التعامل في الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق المنظمة هذه، في حين أن الأعضاء في السوق المنظمة لا يحق لهم إجراء تعاملات خارج السوق بأوراق مسجلة فيه. أما جمهور العملاء في هذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق التقاعد، شركات التأمين، والبنوك التجارية. حيث تتاح لعملاء هذا السوق فرص للتفاوض في مقدار العمولة والحصول على تخفيضات هامة بعكس ما هو موجود في السوق المنظمة، هذا بالإضافة إلى شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصص في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة⁽⁹⁾.

ويضاف للسوق الثالثة ما يعرف بالسوق الرابعة Fourth Market، ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كاستراتيجية للحد من عمولات التي يدفعونها للسماسة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، ويساعد في ذلك شبكة قوية من وسائل الاتصال والحاسبات الآلية. لذلك ففي ظل السوق الرابع يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل.

3. أسواق عقود السلع والعقود المستقبلية والمشتقات Commodity & Futures

يقصد بها الأسواق التي تتعامل على الأسهم والسندات والعملات الأجنبية ومختلف السلع من خلال عقود يتم تنفيذها في المستقبل. وتعرف المشتقات على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (مثل الأسهم والسندات والنقد الأجنبي والذهب... الخ)، بهدف التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار تلك الأصول.⁽¹⁰⁾

(9) - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2002-2003، ص 72.

(10) - حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الإيداع في مصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مارس 2002، <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/2317>، ص 65.

1.3 عقود التبادل المستقبلي Futures Contracts

وهي عبارة عن سوق آجلة لبيع وشراء الأصول، يتم فيها الاتفاق على السعر في موعد محدد ليصبح تسليم السلع المتعاقد عليها في موعد محدد مستقبلاً⁽¹¹⁾. وقد تطور هذا السوق ليصبح سوق شديد التنظيم والمراقبة يشترط بث أسعار الشراء والبيع للأصول المتداولة فيه إلكترونياً على مدار الساعة وفي جميع أنحاء العالم. هناك ثلاثة مجموعات من الأصول التي يتم التعامل عليها في هذه السوق وهي: السلع الأساسية والأوراق المالية والعملات الأجنبية.

2.3 عقود الخيار Option Contracts

يعتبر حق الخيار من المشتقات المالية. أي أن قيمته تكون مشتقة من قيمة أصول حقيقية مثل الأسهم والسندات والعملات الأجنبية والسلع. وعقود الخيارات هي بطبيعتها عمليات آجلة وعقود مستقبلية مع اختلاف هام وهو أن مشتريها يملك حق الخيار لإتمام العملية أو الرجوع عنها مقابل أن يدفع مقدماً علاوة معلنة تعتبر بمثابة حق الخيار⁽¹²⁾.

3.3 العقود الآجلة Forward Contracts

تعرف العقود العاجلة بأنها العمليات التي تجري بين طرفين يتحدد فيها مقدار ونوعية الصفقة المتعامل بها وسعرها، وذلك ليسلم كل من الصفقة وثنها في يوم التسوية المستقبلي وفي مكان معين. يكون فيها التعامل بالنقد ويلزم فيها الطرفين بتنفيذ في الأجل المضروب. وعقود هذه العمليات غير منمطة حيث تعتمد على التفاوض الشخصي بين الطرفين على مقدار الصفقة وسعرها يوم التعاقد.⁽¹³⁾ ولا يوجد لهذا النوع سوق ثانوية لتداولها.

4.3 عقود المبادلة Swap Contracts

هي عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد في موعد محدد إلى الطرف الثاني الذي يتعهد بدوره بدفع مبلغ محدد في نفس التاريخ إلى الطرف الأول. وتتعامل

⁽¹¹⁾ - ماهر كنج شكري & مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص 310.

⁽¹²⁾ - ماهر كنج شكري & مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره: ص 331.

⁽¹³⁾ - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، سوريا: دمشق، الطبعة الأولى، 2002، ص 204.

الأسواق المالية بأربعة أنواع من عقود المبادلة وهي: عقود تبادل العملات، عقود تبادل أسعار الفائدة، عقود تبادل السلع، عقود تبادل حقوق الملكية. وهي عقود تتم غالبا بين المؤسسات ونادرا بين الأفراد. فعقد تبادل العملة يكون بتبادل عملة بعملة أخرى، فعلى سبيل المثال يقوم المتعامل بالعملات في البنك ببيع دولار آني مقابل يورو وإعادة شراؤه بعد أسبوع بسعر الدولار الآجل لمدة أسبوع، وذلك لتغطية احتياجاته لليورو لمدة أسبوع بدلا من اقتراضه مباشرة من السوق⁽¹⁴⁾.

⁽¹⁴⁾ - ماهر كنج شكري & مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره: ص 353.

المحاضرة الثالثة: شروط قيام سوق الأوراق المالية

لقد أثارت أسواق الأوراق المالية جدلاً كبيراً بين الاقتصاديين، إلا أنها في الواقع بقيت مؤسسة مجهولة تقريباً من عامة الشعب، بسبب حذر الأفراد لما سببته في فترات معينة من تاريخ العالم الاقتصادي، من ضياع ثروات ضخمة في لحظات معينة وغنى آخرين دون أي جهد، حتى أنه في الأزمات الكبيرة التي اجتاحت العالم مثل أزمة 1929/10/24، طالب الكثيرون بإلغائها. لكن وبالرغم من ذلك تؤدي البورصة دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية، لذا ينبغي الأخذ بها كمتغير وعامل أساسي في إعداد السياسات والخطط الاقتصادية التي تهدف إلى تنمية اقتصاد الدولة.

يقتضي إنشاء سوق الأوراق المالية يقتضي توفر مجموعة من الشروط، حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة من بيئة تشريعية ملائمة، ظروف اقتصادية جذابة، وكذا استقرار الأوضاع السياسية لتكون في مجموعها المناخ المناسب لإنشاء وتطوير هذا السوق.

لا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدور قرار من السلطات المختصة، ولكنها تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية منها:

- تبني فلسفة اقتصادية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي، في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي، وتأتي أهمية تبني هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب رأس المال الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات الخاصة، وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الاقتصادي التي تحقق أعلى معدل ممكن للعائد في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر، التي يتعرض لها الحائز للثروة. فكفاءة سوق الأوراق المالية تقاس في المقام الأول بقدرتها على تجميع هذه

المدخرات الخاصة وتوظيفها توظيفا مربحا، حيث تعد سوق الأوراق المالية سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية.⁽¹⁵⁾

- توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة، حتى تؤدي دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية. واستخدام وتوليد الفرص الاستثمارية وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى. حيث تلعب هذه المؤسسات دورا هاما في عملية التوسط بين المدخرين والمنظمين، لإيجاد التلاقي المطلوب بين عرض المدخرات والطلب عليها، وعرض فرص الاستثمار والطلب عليها. فتشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص، والذي يتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة، والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر هذه المؤسسات المالية.

- ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات (بشقيها الوطني والأجنبي) المعروضة للاستثمار من خلال السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة. فلا يمكن أن تنشأ سوق للأوراق المالية في ظل غياب المدخرات أو في ظل انخفاض الدخل الفردي في الدولة. وان توفر ذلك لابد أن تكون للأفراد ثقافة الاستثمار بالأوراق المالية.

- وجود مناخ جيد للاستثمار يتميز بالمرونة وبساطة الإجراءات، يشجع الأفراد والمؤسسات على إنشاء شركات الأموال، وتوحيد نظم وإجراءات تكوين الشركات.

- وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توافر شركات ذات جدوى اقتصادية وربحية مجزية.

- تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة، التي تضمن للسوق توسيعا وفعالية وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين للمفاضلة والاختيار بين الأوراق المالية. فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار، تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق في متناول المدخر

(15) - مصطفى رشدي شحبة & زينب حسن عوض الله، النقد والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، مصر: الإسكندرية، 1992 ص455.

الصغير، الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية كثيرة، نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أيا كانت مقدرتهم المالية.

- زيادة عدد الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية والملتزمة بقواعد الإفصاح المالي والشفافية، يؤدي بدوره إلى تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة وزيادة عدد المتعاملين فيها. وبذلك تكتسب البورصة فاعليتها من نمو وازدياد حجم التداول والتعامل فيها.⁽¹⁶⁾

- وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة، ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية المحلية والدولية، فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات يساعد كثيرا في تسهيل المعاملات وحركة رؤوس الأموال من ناحية، وفي الوقت نفسه توفر الحماية والأمان وتحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية لكافة أطراف التعامل في السوق من ناحية أخرى. مما يعمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي.

- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاقتصادي داخل الدولة وتعتبر هذه النقطة من العوامل التي تؤدي إلى جذب رؤوس الأموال المحلية، وتحويلها من إدارات خاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، كما يعتبر عاملا مهما لجذب رؤوس الأموال الأجنبية نحو الدولة.

- وتكتمل هذه المقومات بربط سوق الأوراق المالية محليا وإقليميا ودوليا عن طريق وسائل الإعلام والاتصال بمختلف أنواعها، والأخذ بما يستحدث في هذا المجال، والاهتمام بها ومراقبتها، فتكوين الشركات أو طرح السندات لا بد أن يصاحبه إعلان مناسب، حتى يحظى كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد يحتاجها لتوظيف أمواله وللمحافظة على مصلحة صغار المدخرين، فلا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات، حتى تكون لها صبغة الجدية، وضرورة حذف البيانات غير الصحيحة.

⁽¹⁶⁾ - شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره: ص 41.

المحاضرة الرابعة: وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي والجزئي

ما قامت سوق الأوراق المالية إلا حينما اقتضت الضرورة لقيامها، ولتقوم بوظائف معينة ما كان من المتصور القيام بها في غيابها. ولذلك فإن قيامها كان لازمة من لوازم النمو الاقتصادي ولحداث التنمية. ولسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات، كما أنها تلعب دور بارز في تشابك قطاعات الاقتصاد داخل الدولة الواحدة، ومع الخارج من خلال ربط القطاعات ذات الفائض المالي بالقطاعات ذات العجز المالي. تؤدي سوق الأوراق المالية وظائف تخدم الاقتصاد الكلي والجزئي من تنمية واستثمار وتسييل للأوراق المالية تتمثل أهمها فيما يلي:

1. دور سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي

تؤدي سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي عدة وظائف، يمكن إجمال أهمها فيما يلي:

- المساهمة في تمويل خطط التنمية، حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من اللجوء إلى الاقتراض الخارجي، الذي غالبا ما يترتب عليه أعباء كثيرة تنقل كاهل الدولة بالديون، وما يترتب عليها من آثار، تقوم بتمويل مشاريعها التنموية بإصدار أوراق مالية في هذه الأسواق المالية، والتي بواسطتها تقوم بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع⁽¹⁷⁾.

- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية لدولة⁽¹⁸⁾، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة لمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكملا بعضهما البعض بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي، وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة.

- إتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل، حيث أن المؤسسات المالية من شركات وبنوك وغيرها، تقوم عادة بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لآجال طويلة أو متوسطة. ولكن

(17) - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعزز للنشر، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2005، ص 12.

(18) - شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره: ص 46.

هذا التوظيف لا يستغرق كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة، فتبقى عندها فوائض مالية، ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة نقدية صرفة، فتقوم باستثمارها عن طريق سوق الأوراق المالية، على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والتحويل إلى سيولة في أي وقت.

- التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية مجال مهم، تعمل من خلاله الدولة على تحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية، لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش.

- إمكانية تقييم الشركات والمشروعات الاستثمارية بكفاءة، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات الاستثمارية المختلفة، إذ تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع هذه الشركات والمشروعات ومساعدتهم على الحكم عليها إما بالنجاح أو بالفشل⁽¹⁹⁾، وبالتالي فهي تمثل حلقة وصل بين معظم الفعاليات الاقتصادية مثل البنوك، المشروعات، المدخرين الخ. الأمر الذي يؤهلها لان تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد الوطني، ومؤشرا لحالته مستقبلا.

2. دور سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي

تؤدي سوق الأوراق المالية عدة وظائف بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي، يمكن إجمالها فيما يلي:

- توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار، وتيسير تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار والسيولة. حيث أن سوق الأوراق المالية توفر للمدخر مكانا لاستثمار مدخراته، ومكانا أيضا لتسييلها عند الحاجة. كما أنها توسع وتنوع دائرة الاستثمارات، وهذا يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد.

(19) - حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، مرجع سبق ذكره: ص 19.

- بيع الحقوق وشرائها عن طريق سوق الأوراق المالية، حيث يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق وشرائها، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضي ومباني وآلات ومعدات... الخ⁽²⁰⁾.

- التخصيص الكفاء لرأس المال، حيث أن في سوق الأوراق المالية تتحدد أسعار الأوراق المالية من خلال العرض والطلب عليها وذلك من خلال المفاوضات أو المزايدة. وهي طريقة تعكس بصورة دقيقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية، وفقا للظروف السائدة في السوق، وبناء على ما تقوم الشركات والجهات الاقتصادية المختصة بنشره من بيانات تتعلق بأداء الشركات وأرباحها ومراكزها المالية. فسوق الأوراق المالية توفر قنوات سليمة للاستثمار، وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذيرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.

- في ظل انفصال الملكية عن الإدارة وكبير حجم الشركات واتساع الأسواق، يصعب متابعة أنشطة هذه الشركات من قبل المساهمين، دون أن يكون هناك سوق مالية تعكس الحالة الاقتصادية لهذه الشركات.

- تعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة مرآة تعكس المركز المالي للشركة المصدرة للورقة المالية، وهي المؤشر الذي يعتمد عليه كل من يريد أن يقيم الشركة المصدرة للورقة، فعندما ترتفع القيمة السوقية للورقة المالية، فإن ذلك يعني أن الشركة في وضع أفضل والعكس، وبذلك تتحقق رقابة غير مباشرة على الأنشطة الاقتصادية.⁽²¹⁾

- التأمين ضد خطر تقلبات الأسعار⁽²²⁾، يستفيد من سوق الأوراق المالية التاجر والصانع والزارع، حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار، بفضل عمليات التحوط والتغطية.

(20) - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره: ص 33.

(21) - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر: الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2007، ص 89.

(22) - شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره: ص 48.

- إيجاد مجال للمضاربة، فالمضاربة بلغة الاقتصاد هي العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناء على معلومات فنية وتقديرات معقولة للانتفاع من فروق الأسعار في الزمان والمكان. وهي لازمة لاستمرار العمل في سوق الأوراق المالية. ولكن تخرج عن وظيفتها وتخذ شكل المقامرة بفعل المصالح الفردية وبوسائل غير مشروعة فتؤدي إلى الإخلال بموازن الأسعار⁽²³⁾.

- تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات، من كونها تلعب دورين مميزين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر⁽²⁴⁾. ويعزى الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم الشركة فإنهم يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن الشركة التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق هي التي ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بأسعار مرتفعة تحقق حصيلة وفيرة للإصدار، وهذا يعني انخفاض تكلفة الأموال أي انخفاض تكلفة الاستثمار. أما الدور غير المباشر، يتمثل في أن إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم شركة ما، يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويد هذه الشركة بما تحتاجه من أموال إضافية، وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.

- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم، لأن الراهن لا يقبل رهنا لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعا وبدون خسارة في قيمته، ويتم ذلك بعد معرفة الأمور التالية: مكانة المركز المالي للشركة، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في السوق.

(23) - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره: ص 34.

(24) - حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مرجع سبق ذكره: ص 42.

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⁽²⁵⁾.

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⁽²⁶⁾. 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

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

⁽²⁶⁾ - 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،⁽²⁷⁾ 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⁽²⁸⁾:

- 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^{ème} 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⁽²⁹⁾.

6. الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق:

وتتمثل في هيئات الإشراف والرقابة وتسيير سوق الأوراق المالية.⁽³⁰⁾ 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.

المحاضرة السادسة: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الورقة المالية السلعة أو الأصل الذي يجري تداوله بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية، فهي إذا بمثابة العمود الفقري لهذا السوق، فالورقة المالية تمثل مستند حق الملكية أو دين يثبت حقوق المستثمر. ويشترط في الشركة التي تقوم بطرح أوراقها في سوق الأوراق المالية، أن تكون من الشركات التي تصدر صكوكا قابلة للتداول، أي يجب أن تكون من شركات المساهمة أو من شركات التوصية بالأسهم. أما بالنسبة لشركات الأشخاص التجارية والمدنية، فإن رؤوس أموالها لا تتكون من حصص قابلة للتداول بالطرق التجارية، وإن تم تداولها فيكون ذلك مقابل إجراءات معينة منصوص عليها في القانون.

ولابد لنا من التمييز بين الأوراق التجارية والأوراق المالية، فالأولى لها خاصية السيولة الجارية واستخدامها في النشاط التجاري في فترة قصيرة، ويتم تداولها في السوق النقدي. بينما الأوراق المالية يقصد بها الأسهم والسندات المتداولة على مستوى سوق الأوراق المالية، وتكون ذات أجال متوسطة وطويلة.

1. الأسهم: Stocks.

الأسهم هي حقوق ملكية على الشركة المصدرة لها.⁽³¹⁾ حيث السهم يمثل حق المساهم في رأس مال إحدى شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم، أو هيئات ومؤسسات أخرى لها شخصية معنوية عامة أو خاصة، رأسمالها مقسم إلى أسهم أو حصص متساوية.⁽³²⁾ ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك، حيث يوضح كل صك القيمة الاسمية للسهم، اسم الشركة المصدرة للسهم، نوع السهم ورقمه، عدد الأسهم بالصك.⁽³³⁾

تتميز الأسهم بخصائص تكفل للسهم أداء مهمته في الحياة الاقتصادية، تتمثل في التساوي في القيمة، قابلية التداول، عدم قابلية السهم للتجزئة، المسؤولية المحدودة للمساهم،

(31) - Frederic Mishkin, op.cit. p40.

(32) - سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره: ص 187.

(33) - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 78.

عضوية الجمعية العمومية للشركة. وتتنوع الأسهم تبعاً لطبيعتها، ويمكن تقسيم الأسهم إلى نوعين من حيث طبيعة الحصة المقدمة وهي الأسهم النقدية والأسهم العينية. فالأسهم النقدية هي الأسهم التي تدفع نقداً، والأسهم العينية هي الأسهم التي تمثل حصصاً عينية في رأس مال الشركة، سواء كانت منقول أو عقار، أو غير ذلك من الأصول. ويمكن تقسيم الأسهم من حيث الشكل إلى أسهم اسمية، أسهم لحاملها وأسهم لأمر، فالأسهم الاسمية هي الأسهم التي يكتب عليها أسماء أصحابها وصناعاتهم وموطنهم، جنسيتهم، بالإضافة إلى رقم السهم ونوع الشركة ورأسمالها ومركزها الرئيسي. ويقيد أيضاً عمليات التنازل وكافة التصرفات التي تتم على الأسهم وتاريخ حدوثها. ولدينا الأسهم لحاملها وهي الأسهم التي لا تحمل اسم صاحبها، بل يكون السهم مملوكاً ملكاً خاصاً للشخص الذي يحمل صك ملكيته، ويتم التنازل عنه بتسليمه من البائع للمشتري. وهناك الأسهم لأمر وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم صاحب الحق مسبقاً بعبارة "لأمر أو لإن" ويتم تداولها عن طريق التظهير، أي يكتب على ظهر الصك ما يفيد تحويله إلى آخر مع التوقيع، وعندئذ يصبح الثاني هو صاحب السهم مباشرة دون الرجوع إلى الشركة. وأهم تصنيف للأسهم هو من حيث الحقوق حيث يتم تصنيفها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

1.1 الأسهم العادية: (Common stocks)

يعرف السهم العادي على أنه ورقة مالية، تصدر عن شركة مساهمة معينة بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح للجمهور عن طرق الاكتتاب العام في السوق الأولية. ويسمح لها بالتداول في السوق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة، تعود لأسباب وتقييمات متباينة. وعليه فإن السهم العادي هو أول أداة تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنه آخر ما يتم سداه. ولحامليه حصة الملكية في الشركة، ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات. ولهم الحق في التصويت في مجلس الإدارة والتدخل في الشؤون الإدارية.

تمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل، في المرحلة الأولى يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، وبالتالي تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة. وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية في الأسواق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب.⁽³⁴⁾

1.1.1 اتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية:

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية - التي سبق الإشارة إليها - ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة، والأسهم العادية المضمونة القيمة.⁽³⁵⁾

* الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل أن يكون للشركة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل. غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية إلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل. أصدرت هذه الشركة مجموعة من الأسهم أطلقت عليها فئة E-class، وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية. وفئة أخرى أطلقت عليها H-class، ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات.

* الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية، لا تعتبر من المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة. وفي الثمانينات صدر مشروع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية، يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في

⁽³⁴⁾ - محمد عوض عبد الجواد & علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، دار الحامد، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص 86.

⁽³⁵⁾ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر: الإسكندرية، 1999، ص 11.

ظل خطط معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة، بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة. هذا إضافة إلى نص قانوني آخر يعفي المؤسسات المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

* الأسهم العادية المضمونة القيمة:

الأصل في السهم العادي أن ليس لحامله الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية. غير أنه في عام 1984 ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية، تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محدودة عقب الإصدار، أما إذا بلغ الانخفاض الحد المعلوم ولكن بعد تجاوز الفترة الزمنية المحددة فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض.

2.1.1 مزايا وعيوب إصدار الأسهم العادية:

يصاحب الاستثمار في الأسهم العادية الحصول على عدة امتيازات، تجعل المستثمرين يقبلون عليها، وفي نفس الوقت تشجع الشركات على إصدارها، منها: (36)

- تمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل، إذ لا يمكن استرداد قيمتها من الشركة.
- الشركة غير ملزمة بدفع أرباح لحملة الأسهم، إلا إذا تحققت فعلا وأتخذ قرار بشأن توزيعها كليا أو جزئيا، ولذلك فإنها لا تمثل عبئا على الشركة.
- إن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ويزيد من حجم الطاقة الاقتراضية للمنشأة، أي يزيد من قدرتها على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة.

(36) - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره: ص 133.

وقد يعتبر إصدار الأسهم الجديدة أمر غير محبب وذلك لعدة أسباب يمكن حصرها فيما يلي:

- زيادة قاعدة المالكين، مما يعني تشتيتنا أكبر للأصوات في الجمعية.
- اتساع قاعدة توزيع الأرباح على الملاك القدامى والجدد، وبالتالي انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة.
- الأرباح الموزعة تخضع للضريبة، إذ لا تعد من التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، أي انه لا يتحقق عنها أي وفورات ضريبية.
- أن مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الاستثمار في الأوراق الأخرى، وبالتالي فإن العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفع إضافة إلى ارتفاع كلفة إصدارها وطول فترة إجراءاتها.

2.1 الأسهم الممتازة Preferred Stocks:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي)، له قيمة اسمية، قيمة دفترية، وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة (لأنه ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة) مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق، إلا أنه قد ينص على استدعائه في تاريخ لاحق، وذلك على نحو مشابه لما سيشار إليه في السندات.

ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما أن له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ما، أو تحققت أرباح ولكن لم تقرر الإدارة توزيعها، حينئذ لا يحق للشركة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية، في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة. ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس

على غير ذلك، أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط على السنوات التي تحققت فيها أرباح.⁽³⁷⁾

وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تمثل شكلا للملكية في الشركة، ويتلقى أصحابها حصصهم من العوائد بدلا من أن تضاف إلى التكاليف كالسندات، وفي المقابل تلتقي الأسهم الممتازة مع السندات في خصائص معينة، حيث أن السهم الممتاز يشبه السند في أن نصيبه من الأرباح محدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية، وأنه لا يجوز لحملة الأسهم العادية الحصول قبلهم على نصيبهم من الأرباح، أو نصيبهم من أموال التصفية.⁽³⁸⁾

تتمتع الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا، من أهمها أن التوزيعات محدودة بقدر معين، وأنه لا يحق لحملة التصفية، إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشاكل عويصة، كذلك أن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في التخفيض من نسبة الأموال المقترضة وزيادة الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية للمنشأة مستقبلا. يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار تلك الأسهم، قد يتضمن إعطاء الحق للشركة في استدعاء الأسهم التي أصدرتها، أي إعادة شرائها وذلك في مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الاسمية، ويمثل هذا الحق ميزة للشركة، إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق إصدارها وإحلالها بسندات ذات فائدة أقل أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض.

وإذا كان للأسهم الممتازة كل هذه المزايا فإنها لا تخلو من العيوب، وأول ما يذكر في هذا الصدد أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقترضون، ومن ثم فهم يطالبون بمعدل أعلى للعائد، فعلى عكس المقترضين ليس هناك ما يضمن حصولهم على عائد دوري. كما أنه في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية، يأتون

(37) - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره: ص 26.

(38) - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، مصر: الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 76.

في المرتبة الثانية بعد حملة السندات. كذلك يعاب على الأسهم الممتازة عدم إلزامية التوزيعات، فليس لحاملتها الحق في المطالبة بنصيبهم في الأرباح، إلا إذا قررت الإدارة توزيعها، إلا أنهم يحتفظون بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجري فيها التوزيع وذلك من أرباح سنة لاحقة⁽³⁹⁾.

1.2.1 أنواع الأسهم الممتازة.

هناك أربعة أنواع من الأسهم الممتازة، سوف نشير باختصار لكل نوع منها في ما يلي:⁽⁴⁰⁾

* الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:

هي أسهم ممتازة تضمن لحاملها، الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة، حققت فيها الشركة أرباحا لكن لم تعلن عن توزيعها لسبب أو لآخر، وذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق حيث يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة.

* الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح عن عملية التوزيع الأولى.

* الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

تعتبر قابلية تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية، إحدى المزايا التي تمنح لحاملي الأسهم القابلة للتحويل، إذ تنتج لهم أفضلية الحصول على نصيبهم من الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، وفي نفس الوقت توفر لحاملها خلال فترة زمنية محددة، فرصة تحويلها إلى أسهم عادية، إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

(39) - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره: ص 27.

(40) - محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره: ص 157.

* الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقاً لقبليتها للسداد أو الاستدعاء من قبل الشركة المصدرة إلى قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء. وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء، تعطي الشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة، بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر للشركة ميزة أن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم، إذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال، يمكنها من تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين، على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة.

2.2.1 الاتجاهات الجديدة في شأن الأسهم الممتازة:

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية السابقة الذكر، هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.⁽⁴¹⁾

* الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

الأصل في أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم. لكن في العام 1982 ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة، ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزنة. على أن يجري تعديل نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث أشهر، بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات. وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم.

* الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:

تعطي لحاملها الحق في التصويت في مجلس الإدارة مثلها مثل الأسهم العادية، كنوع من التعويض للمساهمين إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عن حد معين.

(41) - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره: ص 155.

المحاضرة السابعة: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية (تابع)

2. السندات Bands.

السند هو ورقة دين قابلة للتداول، يكون اسميا أو لحامله، يتم الحصول على فائدة سنوية مقابل الاكتتاب فيه، مع قابلية استرجاع المبلغ المستثمر في هذا السند عند بلوغ تاريخ الاستحقاق.⁽⁴²⁾

ويمكن تعريف السندات على أنها "صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل قروضا جماعية قصيرة أو طويلة الأجل، وتصدرها الدولة أو شركة أو هيئة عامة أو خاصة، وتعد عن طريق الاكتتاب العام أو المفاوضات العامة بين المصدر والمقرض، ويحصل المكتتبون في السندات على فائدة ثابتة بغض النظر عما إذا كانت الشركة تحقق أرباحا أو تلحق بها خسائر.⁽⁴³⁾ ويعتبر حامل السند دائن للشركة، له حق دائنية في مواجهتها، ولا يعد شريكا فيها⁽⁴⁴⁾.

تتميز السندات بخصائص تميزها عن الأسهم، حيث أنها أداة دين واستثمار ثابتة ومحدودة الدخل، لكنها قابلة للتداول مثل السهم، مع استبعاد عضوية حاملها في الجمعية العمومية للشركة.⁽⁴⁵⁾ وجزء كبير من السندات -وليس كلها- يتسم بخصائص تقترب من خصائص الأسهم الممتازة منها:⁽⁴⁶⁾ قابلية الاستدعاء، قابلية التحويل إلى أسهم عادية، قابلية التسديد الجزئي (السنوي).

(42) - Gaston Défosse, **la bourse des valeurs et les opération de bourse**, presses universitaires de France, neuvième édition, 1975, p: 18.

(43) - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، مرجع سبق ذكره: ص 95.

(44) - سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره: ص 188.

(45) - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، مرجع سبق ذكره: ص 97.

(46) - محمد عوض عبد الجواد & علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، مرجع سبق ذكره: ص 108.

1.2 أنواع السندات:

تمثل السندات صكوك مديونية تصدرها شركات الأعمال، كما تصدرها الحكومات المركزية والحكومات المحلية، فضلا عن الهيئات شبه الحكومية، وفيما يلي نعرض للسندات التي تصدرها كل جهة وللسمات المميزة لها.

1.1.2 سندات الشركات:

تعد بمثابة عقد أو اتفاق بين الشركة والمستثمر، وبمقتضى هذا الاتفاق يمنح الطرف الثاني مبلغ من المال للطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المستثمر مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضمانا للسداد، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق. كما قد يتضمن العقد شروطا لصالح المقترض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق، ويتولى عملية الإصدار والاكتتاب بنك تجاري متخصص توكل إليه هذه المهمة. هذا وقد يكون السند لحامله وبالتالي هو ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل والتي يطلق عليها أيضا سند الكوبون. أما السند المسجل باسم المستثمر غير قابل للتداول على نحو مماثل للسندات لحاملها، إذ ينبغي اتخاذ إجراءات نقل الملكية من البائع إلى المشتري. أما معدل الفائدة لكلا النوعين يتحدد من طرف الشركة على ضوء استشارة المؤسسة المالية القائمة على إصدار وتسويق تلك السندات، وعادة ما يتم ذلك على ضوء عدة متغيرات من بينها المركز الائتماني للشركة، وما إذا كان السند قابل للتحويل إلى سهم عادي، والرهنات المتاحة لخدمة الإصدار، وأسعار الفائدة السائدة في السوق وحجم الشركة⁽⁴⁷⁾.

2.1.2 السندات الحكومية: Government Bonds

يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، أو بهدف مواجهة

(47) - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر 1999، ص 25.

التضخم. وفي الدول التي تأخذ بنظام الحكم المحلي، قد يمتد حق الإصدار إلى هذه الحكومات المحلية.

وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزية على أنها أكثر جاذبية، إذ عادة ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي، يضاف إلى ذلك انخفاض مخاطر التوقف عن السداد أو تأجيله، فالحكومة المركزية يمكنها زيادة مواردها المالية لخدمة الدين عن طريق إصدار المزيد من أوراق البنكنوت أو عن طريق فرض ضرائب جديدة. ومن أمثلة هذه السندات: (48)

- **سندات الخزينة:** وهي سندات تتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر وعام كامل، لا تحمل فائدة وإنما تباع بخصم على قيمتها الاسمية، وتمنح الحكومة عليها فائدة قليلة نسبياً.

- **سندات الهيئات المحلية:** وهي سندات تصدرها هيئة حكومية، أو التي تصدرها البلديات والإدارات المحلية، وتكون أرباحها معفاة من ضريبة الدخل.

- **سندات حكومية بعملة أجنبية:** وهي التي يصدرها البنك المركزي، وتسمى سندات التنمية الوطنية، وهي تباع على نطاق واسع في الأسواق الدولية.

- **شهادات الاستثمار:** وهي الشهادات التي تصدرها البنوك في بعض الدول و تعتبر كدين لصالح الحكومة، وتنقسم هذه الشهادات في بعض الأحيان إلى مجموعات مشابهة لسندات الخزينة.

- **السندات الحكومية الصادرة مقابل ضمانات مادية:** أو ما يعرف بالرهون والتي غالباً ما تكون عقارات وأحياناً رواتب، وذلك على القروض التي تدفع إلى الأسر أو المنشآت لبناء أو لشراء المساكن أو الأراضي أو الموجودات الحقيقية الأخرى. (49)

(48) - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، مرجع سبق ذكره: ص 101.

(49) - محمد عوض عبد الجواد & علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، مرجع سبق ذكره: ص 113.

2.2 الاتجاهات الجديدة في شأن السندات:

استحدثت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من السندات، لها سمات تختلف عن السمات التقليدية بصورة أو بأخرى، فهناك السندات التي لا تحمل كوبون، والسندات ذات معدل الفائدة المتحرك، والسندات ذات الدخل، والسندات منخفضة الجودة، وسندات المشاركة.⁽⁵⁰⁾

1.2.2 سندات بدون كوبون (Zero coupon bonds):

هي سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد، ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة إلى يباع بها مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر في هذا السند.

2.2.2 سندات ذات معدل فائدة متحرك (Floating rate bonds):

تم استحداثها في بداية الثمانينات، لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، مما ترتب عليه انخفاض القيمة السوقية، خاصة للسندات طويلة الأجل بشكل ألحق بحملتها خسائر رأسمالية كبيرة وعادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه دورياً كل نصف سنة، بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق.

3.2.2 سندات ذات دخل (Income bonds):

هي سندات لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح وذلك من أرباح سنة لاحقة.

⁽⁵⁰⁾ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره: ص 33.

4.2.2 السندات الرديئة أو متواضعة الجودة (Junk bonds):

تم استحداثها في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال المنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم لشراء جزء أكبر من أسهم الشركة المتداولة في السوق.

5.2.2 السندات المشاركة:

يشبه هذا النوع من السندات الأسهم الممتازة في المشاركة، حيث يمنح المستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح الشركة، بمعنى آخر فإنه بالإضافة إلى الفوائد المحددة دورياً، يشارك حملة هذا النوع من السندات المساهمين العاديين في الأرباح القابلة للتوزيع وفقاً لشروط تحددها المنشأة مسبقاً.⁽⁵¹⁾

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

المحاضرة الثامنة: العمليات الواردة على الأوراق المالية (الأوامر)

تمهيد:

يصعب القول أن هناك قواعد نمطية ثابتة لآلية قيام الوسطاء بإنجاز تعاملات المستثمرين في الأسواق جميعاً، إلا أن ذلك يمكن تقريبه من خلال توضيح جانبي الأوامر والتنفيذ Orders and Executive التي يقوم بها الوسطاء الماليون في السوق المالية (وأحياناً المستثمرين بأنفسهم كما هو الحال في السوق الرابعة، والمتعاملين بشبكات الانترنت لصالحهم حالياً) لصالح المستثمرين.

1. الأوامر:

عندما يقوم الوسيط المالي بدور السمسار، يؤدي خدماته للعميل في حدود الأوامر التي يصدرها المتعاملون إلى السماسرة أو الوسطاء تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر.

1.1 تعريف الأمر:

يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي، بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية والمنتجات المالية المتداولة بصفة عامة. بمعنى آخر يقصد بالأمر التوكيل الذي يعطيه متعامل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء، لكي ينجز له صفقة بيع أو شراء لمجموعة من الأوراق المالية التي يحددها له،⁽⁵²⁾ وترجع أهمية الأوامر إلى أنه لا يجوز لأحد غير السماسرة، أن يجري صفقات داخل سوق الأوراق المالية، وقد ألزم القانون شركات السمسرة بأن تقوم بتسجيل أوامر عملائها فور ورودها إليها، ويتضمن التسجيل كافة البيانات المتعلقة بالأمر، من حيث مضمونه واسم مصدره وصفته، ساعة وكيفية وروده للشركة، والسعر الذي يرغب العميل البيع والشراء به، ويصدر العميل أمره إلى شركة السمسرة في أي صورة ممكنة، كأن يكون خطاباً مباشراً أو عن طريق الهاتف أو الفاكس أو الانترنت.⁽⁵³⁾

(52) - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره: ص 109.

(53) - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، مرجع سبق ذكره: ص 127.

2.1 أنواع الأوامر:

- تتحدد أنواع الأوامر من خلال تحديد أهم العناصر التي تحكم هذه الأوامر والمتمثلة في سعر التنفيذ، وقت التنفيذ، كما تؤثر فيه آليات الإيقاف والاستمرار للطلبية.⁽⁵⁴⁾
- **سعر التنفيذ:** أي السعر الذي يحدده المستثمر للسماح لتنفيذ الصفقة سواء بيعا أو شراء.
 - **وقت التنفيذ:** ويقصد به الفترة الزمنية أو التاريخ الذي يسمح للسماح خلالها أو بحلوله بتنفيذ الصفقة.
 - **حجم الطلب:** ويقصد به حجم طلبية بيع أو شراء الأوراق المالية التي يريدها المستثمر.
- وتصنف الأوامر إلى أوامر محدودة، وأوامر السوق، وأوامر الإيقاف، الأوامر المحددة لحجم الصفقة، والأوامر باعتبار ملكية الأوراق المالية⁽⁵⁵⁾.

1.2.1 أوامر محدودة Limit orders:

هي الأوامر المحددة بسعر يتم شراء أو بيع السهم أو السند به. وليس أمام الوسيط إلا الانتظار حتى يصل سعر الورقة المالية في السوق إلى السعر المحدد، ويكون هذا السعر في حالة أوامر البيع بمثابة السعر الأدنى، وفي حالة أوامر الشراء بمثابة السعر الأعلى. وتصنف الأوامر المحددة إلى أوامر يومية وأوامر مفتوحة. فالأوامر اليومية يتم التعامل بموجبها حتى نهاية يوم العمل بسوق الأوراق المالية، وقد تكون أوامر أسبوعية أو شهرية. أما الأوامر المفتوحة فهي أوامر يتم التعامل بها طالما لم يتم إلغائها.

2.2.1 أوامر السوق Market orders:

تدل هذه الأوامر أن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر السوق بالبيع يكون بأعلى سعر يجري التعامل به، يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة، بحيث لا تحدث تغيرا ملموسا في السعر الذي

(54) - محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن: عمان، 2005، ص 250.

(55) - عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2003، ص 47.

يتم التعامل به في السوق.

3.2.1 أوامر الإيقاف Stop orders:

وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة stop order loss، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابها بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه (صعودا وهبوطا) مختلفا بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين، ويأخذ أمر الإيقاف الشكلين التاليين:

- **أمر إيقاف غير محدد:** بعد تحديد سعر الإيقاف ووصول الورقة المالية إليه، لا بد من التنفيذ حتى وإن تعداه، ففي أمر الإيقاف الخاص بالبيع لا بد للسماز تنفيذ الأمر عند وصول السعر المحدد للإيقاف أو انخفاضه عنه، بينما في حالة أمر إيقاف الشراء، لا بد من التنفيذ عند وصول السعر إلى ما هو محدد للإيقاف أو أعلى منه.

- **أمر إيقاف محدد:** وهي أوامر إيقاف تقلل من تأثير ظرف عدم التأكد في سعر التنفيذ عند تجاوزه سعر الإيقاف، مثل حالة أمر الإيقاف غير المحدود، إذ أن هذا الأمر يتضمن سعرين في الأمر: سعر إيقاف يجري التنفيذ عند الوصول إليه، وسعر محدد لا يجري التنفيذ عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف.

4.2.1 الأوامر المحددة لحجم الصفقة:

وتتعلق 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.

5.2.1 الأوامر باعتبار ملكية الأوراق المالية:

وهنا يتم تنفيذ أوامر أسواق الأوراق المالية، باعتبار ملكية الأوراق المالية إلى نوعين:

- **الأوامر على المكشوف:** في هذا النوع من الأوامر، لا يمتلك العميل الأوراق المالية موضوع الصفقة، وعندما يحين موعد تنفيذها يقوم بشرائها أو استعارتها من غيره من المضاربين.

- **الأوامر مع ملكية الأوراق المالية:** ويكون فيها العميل مالكا فعليا للأوراق موضوع الصفقة.

المحاضرة التاسعة: العمليات الواردة على الأوراق المالية (التسعير)

2. التسعير في البورصة.

لا تختلف عملية تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية عن مثلتها في الأسواق العادية، حيث يلتقي الباعة والمشترون للأصول المالية، ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب، وتتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية. إلا أن ميكانيكية عمل قوى هذه السوق، تتأثر إلى درجة ما بالأسلوب الذي تتبعه إدارة سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعير بها، وتتسم هذه العملية بعدة تقنيات في مختلف أسواق الأوراق المالية العالمية، تشرف عليها سلطات السوق بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية المختلفة. وتهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي: (56)

1.2 طريقة التثبيت:

إن تحديد السعر في سوق الأوراق المالية هو نتيجة تقابل العرض مع الطلب لورقة معينة، هذا السعر الذي يسمح بتحقيق أكبر قدر ممكن من الصفقات أو المعاملات، وتنفذ أوامر البيع وأوامر الشراء بنفس السعر الذي هو سعر التوازن، وتسمى هذه الطريقة بطريقة التثبيت Fixing والتي يتم بموجبها تسجيل أوامر البيع من أقل سعر إلى أكبر سعر، أما أوامر الشراء فيتم تسجيلها من أكبر سعر إلى أقل سعر، وتكون كل الأوامر هنا عبارة عن أوامر السوق بمعنى عدم تحديد سعر محدد للشراء أو البيع.

2.2 طريقة المناذاة:

يتم التسعير بهذه الطريقة بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة أو مقصورة السوق، وتعد الصفقات بمناذاة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأعلى صوتهم عن ماهية الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين في ذلك بعض الألفاظ المتفق عليها، وبنفس الطريقة تقريبا

(56) - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره: ص 117.

ينادي المشترون بأعلى صوتهم للتعبير عن استعدادهم لشراء نوع معين من الأوراق المالية، مستعنيين في ذلك بألفاظ متعارف عليها أيضا، وبذلك يخلق هناك عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة، ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به. وفقا لهذه الطريقة من التعامل والتسعير يتم تمرير كافة الأوراق المقيدة الواحدة تلو الأخرى، وبمجرد الوصول إلى سعر التوازن للورقة الأولى يمر المسعر (Coteur) - وهو عبارة عن موظف لدى سلطات السوق - إلى الورقة الثانية وهكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة.

ونظرا لكثرة المتدخلين في السوق، فإن المعاملات أصبحت تتم بين الوكلاء أو ممثلي الوسطاء الماليين، باستعمال إشارات باليد والذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة، وعادة ما يتم التفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشيطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة، ومن أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها المتعاملون الحاضرون من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

3.2 طريقة التعامل بالأدراج:

وهنا يتم التعامل بصورة كتابية وليست شفوية كما هو الحال في الطريقة السابقة، حيث يخصص لكل ورقة مالية معينة، درج تسجل فيه كافة الأوامر الخاصة بهذه الورقة، وذلك على بطاقة يتم وضعها في هذا الدرج الذي يكون تحت تصرف وسيط مالي، يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل في تلك الورقة. ومن هنا يصبح كل وسيط متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، أما من ناحية كيفية إجراء العملية، فنتم عن طريق قيام موظف تابع للوسيط المختص بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر المتبقية من الحصة السابقة، والتي مازالت صالحة ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

4.2 طريقة التعامل بالصندوق:

تتمثل هذه الطريقة في جمع وتركيز كافة أوامر الشراء والبيع الخاصة بورقة مالية معينة في صندوق واحد، يكون تحت تصرف هيئة من هيئات سلطات السوق، وليس تحت تصرف

وسيط مالي مختص كما هو الحال في الطريقة السابقة، وبعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن. ويلجأ إليها في الحالة الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء البيع أو التبادل، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل، التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، هذه القرارات التي لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات السوق.

5.2 طريقة التعامل بالمقابلة:

يتم من خلال هذه الطريقة تسجيل كافة عروض البيع، وكافة طلبات الشراء الخاصة بورقة مالية معينة في سجل خاص، بالإضافة إلى لقاء المتعاملين لإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يعرض بيعه ومقدار ما يطلب شراؤه من الورقة المالية موضوع التعامل وكذا حدود الأسعار التي يتحدد من خلالها التوازن، كما تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة ومن هنا يمكن القول بأن هذه الطريقة تحتل مركزا وسطا بين الطريقة الشفوية (التعامل بالناداء) والطريقتين الكتابيتين (التعامل بالأدراج والتعامل بالصندوق)

وتجدر الإشارة إلى أنه حدث تطور كبير في طرق التعامل والتعبير، وذلك بفضل التقدم والتطور التكنولوجي، حيث جهزت معظم الأسواق المالية في مختلف الدول بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة الحاسوب والانترنت، دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو وكيله، كما أصبحت معالجة الأوامر وتحديد سعر التوازن، وتغييره وفقا لتغير ظروف السوق، يتم عن طريق الإعلام الآلي، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل بمجرد وصول أوامر العرض أو الطلب إلى السوق. بالإضافة إلى تدخل الوسطاء، الذين أصبح لهم الحق بأن يكونوا طرفا في الصفقات، وهذا من شأنه أن يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة، ويؤدي إلى تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث أنه كلما قل العرض أو الطلب على نوع معين من الأوراق المالية، نجد هؤلاء الوسطاء يعملون على توفير الأوراق التي قل عرضها، وشراء الأوراق التي زاد عرضها وقل الطلب عليها.

المحاضرة العاشرة: العمليات الواردة على الأوراق المالية (مؤشرات أسواق الأوراق المالية)

3.2 مؤشرات أسواق الأوراق المالية

وفي إطار الأسعار، نجد ما يعرف بمؤشرات أسواق الأوراق المالية، التي تعكس لنا حالة السوق أو قطاع معين منه، حيث تعطي فكرة عامة عن حركة أسعار الأوراق المالية فيه، بما يساعد المستثمر في القيام باختيار القطاع والسوق الأمثل والأفضل للاستثمار فيه.

1.3.2 تعريف المؤشرات:

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير في لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في الأساس أو نقطة البدء. ويقاس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق المالي، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة، أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال، والذي يستهدف المؤشر قياسه،⁽⁵⁷⁾ أو الحالة التي عليها قطاع معين أو شركة ما، لذلك نجد أن مؤشرات حالة السوق قد تعكس لنا:⁽⁵⁸⁾

- حالة سوق الأسهم بشكل عام، مثل مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة DIJA ومؤشر S&P 500.

- حالة سوق الأسهم لقطاع معين، مثل مؤشر دو جونز لقطاع النقل DJT ومؤشر ستاندر آن دبور لقطاع الخدمات العامة S&P public utilities.

- حالة سوق الأسهم لتكنولوجيا معينة مثل مؤشر ناسداك NASDAQ الذي يعكس حالة سوق شركات التكنولوجيا المتقدمة (ميكروسوفت، أنتل...).

(57) - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره: ص 130.

(58) - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره: ص 298.

- حالة سوق الأسهم لإقليم معين، وهي مؤشرات مركبة لاقتصاديات ترتبط بنموذج تكامل اقتصادي معين مثل مؤشر سوق النقد العربي الذي يعكس حالة سوق الأسهم في 12 دولة عربية.

لمؤشرات السوق استخدامات عديدة تهم المستثمرين المتعاملين في أسواق رأس المال، وتأتي في مقدمة تلك الاستخدامات إلى جانب قياس مستوى الأسعار في السوق، إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار كما يمكن أن يستخدم أيضا لوضع تصور عن حالة سوق رأس المال في المستقبل، هذا إلى جانب استخدامها كأداة لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية.⁽⁵⁹⁾

2.3.2 بناء مؤشرات الأسهم:

تختلف كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعا على نفس الأسس: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة، وطريقة حساب قيمة المؤشر.

- ملائمة العينة:

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم والاتساع والمصدر. بالنسبة للحجم، فإن القاعدة العامة كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لحالة السوق. أما الاتساع، فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق. أما المصدر، فيقصد به مصدر الحصول على معلومات أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق.⁽⁶⁰⁾

⁽⁵⁹⁾ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، مرجع سبق ذكره: ص 35.

⁽⁶⁰⁾ - حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، ص 8.

- الأوزان النسبية (الترجيح):

تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر. حيث هناك ثلاث مداخل شائعة الاستعمال لتحديد الوزن النسبي. الأول هو الوزن على أساس السعر، أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. الثاني هو مدخل الأوزان المتساوية وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر. وأخيرا مدخل القيمة أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر.

- إجراءات حساب المؤشر:

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر. فهناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي)، وأخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

3.3.2 مؤشرات رتبة السندات:

تناولنا مؤشرات حالة السوق وهي مؤشرات تعكس حالة سوق الأسهم بشكل رئيسي، أما السندات فهي أدوات ائتمانية تمثل صكوك دين، ومؤشراتها غير قادرة على عكس حالة تداول السندات وأسعارها وعوائدها بشكل دقيق، لذلك يتم اللجوء إلى عملية ترتيب للسندات، بحيث يعطى لكل مجموعة من السندات مرتبة تمثل التقويم الائتماني لها، ومنذ التسعينات تم التوسع في تصميم ترتيب نوعي للسندات، يعكس احتمالية حدوث مخاطر عدم السداد، وهناك ثلاث وكالات تمارس هذا الترتيب: Mody's Investors Service, Standard and Poor's Corporation, Fitch Investors Service.

ويجري الترتيب على أساس الترميز الحرفي، ويعتمد الترتيب الرقمي مقابل كل درجة من درجات التقويم الائتماني المعتمد، فمثلا نجد بأن AAA و AA سندات آمنة بشكل كبير، بينما A و BBB أيضا سندات قوية، ولكنها تعد أدنى ترتيب ائتماني يمكن قبوله من المؤسسات

المالية والبنوك. أما BB وما هو أقل منها فهي سندات يمكن تداولها، لكنها منخفضة الأمان أو متدنية الجودة الائتمانية، لأنها تحمل احتمالية عالية لمخاطر عدم السداد. ويوضح الجدول التالي ترتيب السندات من قبل المؤسستين S&P, Mody's:

جدول رقم 1: ترتيب السندات من قبل المؤسستين S&P, Mody's

	سندات مقبولة استثماريا				سندات رديئة			
Mody's	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	C
S&P	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D

المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره: ص 314.

وتؤسس هذه الترتيب التقويمية للسندات من قبل هذه المؤسسات على عدة معايير أهمها: (61)

- **معدلات مختلفة تتضمن:** معدل الفائدة، العائد، الضرائب، استهلاك الدين...، والسند ذو المعدلات الأفضل يحمل الترتيب الأعلى.

- **شروط الرهن:** فإذا كان السند قابلا للضمان والرهن فإن السند يحصل على ترتيب جيد.

- **شروط التبعية:** إذا كان السند متبوعا بديون أخرى فإن ترتيبه متدني مقارنة بالسند المنفصل عن الديون الأخرى.

- **شروط الضمان:** إذا كان السند مؤمنا من قبل مؤسسات قوية ائتمانيا فإن الترتيب يكون عاليا.

- **الاستقرار:** فكلما كانت جهة إصدار أو بيع السند مستقرة كان الترتيب أفضل.

- **الاستحقاق:** فالسند قصير الأجل ذو استحقاق قريب يكون أقل مخاطرة من السندات ذات الاستحقاق بعيد الأمد.

(61) - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره: ص 314.

يلاحظ من خلال استعراض معايير الترتيب بأنه لا توجد صيغة كمية لتحديد الترتيب، بل على العكس تؤخذ المعايير جميعها بالحسبان وبصورة نوعية لتحديد الترتيب. ويجب الإشارة إلى أن ترتيب السندات، وتحديد التقويم الائتماني لشركة الإصدار يعد مهما للمستثمرين والشركات على حد سواء، فالترتيب يحدد احتمالية حدوث مخاطر عدم التسديد من خلال متابعة أثر فائدة السند وكلفة تمويل الدين (القدرة الاقتراضية للشركة)، لاسيما وأن معظم طالبي السندات هم من المؤسسات المالية مقارنة بالأفراد، وهذه المؤسسات حذرة في شرائها لسندات ترتيبها متدني، مما يجعل البيع المستقبلي لهذه السندات غير ممكن، ويواجه الجميع مشكلة التمويل. لذلك فإن القدرة على بيع السندات ذات الترتيب المنخفض، يتطلب تحفيز المؤسسات عن طرق تقديم عائد أكبر يساعد في تغطية مخاطر الاستثمار فيها مقارنة بالسندات ذات الترتيب المرتفع.

المحاضرة الحادية عشر: العمليات الواردة على الأوراق المالية (تنفيذ الأوامر وتسويتها) 3. تنفيذ الأوامر:

تتم عملية تنفيذ أوامر سوق الأوراق المالية بإحدى الطريقتين: طريقة صفقات البورصة، وطريقة الصفقات التطبيقية.⁽⁶²⁾

1.3 طريقة صفقات البورصة:

وهي الطريقة الغالبة الاستعمال، وتتمثل في النداء باسم المالك، فإذا وجد النداء قبولا من سمسار آخر، يصرح برغبته في التعاقد مع ذكر الثمن وعندئذ تنفذ الصفقة، مع الإشارة إلى أنه يجب عرض أوامر العملاء بطريقة واضحة وعلنية، سواء شفويا أو كتابة على لوحة التداول. فإذا وجد السماسرة مجيبا لأوامرهم فإنه يطلب من كاتب المقصورة تدوين ذلك، ويترتب على التدوين حق التقدم في عقد صفقة متى تساوت كمية الصكوك المراد التعامل فيها، وكان السعر المعلن للشراء في السوق يعادل السعر المعروض للبيع على اللوحة أو تجاوزه، أو كان سعر البيع المدون في اللوحة، يساوي سعر الشراء المعلن أو يقل عنه، فإذا لم يتلق الطلب أو العرض مجيبا في نهاية يوم التداول، فإن هذه الأسعار تعتبر أسعار إقفال.

2.3 طريقة الصفقات التطبيقية:

وهذه الطريقة تفترض أن نفس السمسار تلقى أمرين من عميلين مختلفين أحدهما بالبيع والآخر بالشراء لعدد معين من أوراق مالية معينة، وعندئذ يبرم السمسار الصفقة لحساب العميلين، ومن هنا فإن الصفقات التطبيقية تحرم العملاء من العلانية التي تكفلها الطريقة السابقة، والتي يطمئن فيها إلى عدالة السعر، وحتى لا يكون في إجراء الصفقات على هذا النحو تفويت لفرصة الحصول على سعر أفضل في السوق، فإنه يتعين إتباع متوسط أسعار اليوم، أو سعر أحدث عملية عقدت في المقصورة، وذلك متى كانت أوامر البيع والشراء بأحسن ما يكون، فإذا كانت الأوامر بسعر محدد يتعين انتظار عقد صفقة في المقصورة بالسعر المحدد ليتم التعاقد بمقتضاه.

(62) - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، مرجع سبق ذكره: ص 132.

4. تسوية الصفقات:

بالنسبة لتسوية المعاملات بعد تنفيذ الأمر، فهي محددة قانونا في الأسواق المنظمة (خلال خمسة أيام عمل) حيث يجري تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ، والسمسار يقوم بدوره بتسوية المعاملة مع المتخصص أيضا، وبذلك يصبح المستثمر المالك القانوني للأوراق المالية محل الصفقة، مع الإشارة إلى أنه يتم خلال يوم التسوية دفع قيمة الصفقة من قبل المستثمر مع العمولة والرسوم، أما بالنسبة للاحتفاظ بالأوراق المالية، أو شهادة ملكيتها فيمكن الاحتفاظ بها لدى المستثمر أو إبقائها في بيت السمسرة للوكيل، وقد تبقى ملكيتها لصالح بيت السمسرة مسجلة بما يعرف باسم الشارع Street Name (مصطلح يجري التعامل به للدلالة على أن السمسار يمتلك أوراق قابلة للتداول والتسويق من قبله). ومزايا إبقاء الأوراق المالية في شكل اسم الشارع، هو الأمان فضلا عن قيام بيت السمسرة بإنجاز خدمات تحصيل توزيعات الأسهم وفوائد السندات.

وشراء الأسهم والسندات يسوى ماليا بإحدى الطريقتين:⁽⁶³⁾

1.4 الحساب النقدي، حيث يدفع المستثمر أو يستلم قيمة أوراقه المالية إلى (من) السمسار نقدا بعد التنفيذ.

2.4 الحساب الهامشي، حيث يجري الشراء أو البيع مع عملية ائتمان يمارسها الوسيط لصالح المستثمر، وهذه الطريقة أكثر شيوعا بسبب تعدد العمليات والأوامر وتوفر بيوت السمسرة. فيقوم المستثمر بفتح حساب هامشي مع وكيله السمسار وتوقيع عقد يدعى اتفاقية زبون Customer's agreement، وبموجب هذا العقد يتمكن الوكيل (السمسار) من الحصول على تسهيلات ائتمانية من المصرف، بضمان الأوراق المالية التي يتم الحصول عليها بطريقة الحساب الهامشي، لذلك فالأوراق المالية للمستثمرين لا تسجل باسمهم (أي وثائق الملكية) بل

⁽⁶³⁾ - محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره: ص 259.

بما يسمى اسم الشارع، وبناء على ذلك فإن المستثمر يستخدم هذه الطريقة لإنجاز عمليات أوسع مما لو قام بطريقة التسوية النقدية المباشرة.

5. تكاليف تنفيذ الأوامر:

على الرغم من أن تكاليف الأوامر، أو معظمها يتحدد بالتفاوض بين الوسيط أو البنك من جهة والمستثمر من جهة أخرى، إلا أن هناك عددا من التكاليف يبقى ثابتا ومحددا مسبقا، كما تختلف هذه التكاليف من بلد لآخر ومن وسيط لآخر، وبصورة عامة فإن تنفيذ الأوامر ينطوي على نوعين من التكاليف: تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة.⁽⁶⁴⁾

1.5 التكاليف المباشرة:

وهي تتضمن تكاليف تنفيذ الأمر بصورة مباشرة، وتتمثل في:

- عمولة السمسرة (commission): وتمثل ما يدفع للسمسار، وغالبا ما يجري ذلك بالتفاوض، علما أنها ترتبط بالعملية المنفذة، وغالبا ما تحدد الأعراف السائدة هذه العمولة لكل صفقة.

- الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع، ويتوقف على ظروف السوق وتعاملات بينهما.

- الرسوم المستحقة لإدارة السوق ورسوم نقل الملكية والتسجيل.

- الضريبة على هامش الفرق ما بين سعر الشراء والبيع، وتدعى بضرائب صناع السوق.

ومجموع هذه التكاليف يدعى تكاليف المعاملات، وهناك تكاليف أخرى تشمل فرض بعض الزيادات السعرية في حالة تنفيذ أوامر طلبية كسرية، فضلا عن فوائد القروض المستخدمة في الاستثمار، بالإضافة إلى الضرائب على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر.

(64) - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره: ص 115.

2.5 تكاليف غير مباشرة:

وهي تكاليف تتمثل في عائد الفرصة البديلة أو الضائعة، أي العائد الذي كان يمكن تحقيقه 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، وقد يكون حساب هذه الأخيرة صعبا نسبيا إلا أن تقديره ممكن، ولابد أن يأخذ بالحسبان وصولا إلى التكلفة الحقيقية ولتحديد نتائج القرار الاستثماري لصفقة الشراء أو البيع للأوراق المالية. وبذلك فإن مجموع التكاليف المباشرة وغير المباشرة تمثل بمجملها التكاليف الكلية للعملية (Total trading costs) ⁽⁶⁵⁾.

⁽⁶⁵⁾ - محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره: ص 257.

المحاضرة الثانية عشر: المعلومات المؤثرة في سوق الأوراق المالية

تمهيد:

أثارت فكرة كفاءة أسواق رأس المال - ومازالت تثير - خلافا بين المهتمين بتلك الأسواق، فوفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيها يكون من شأنها تغيير نظرتهم إلى الشركة المصدرة للسهم، وحيث أن المعلومات ترد إلى السوق في أي وقت، ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعودا أو هبوطا مع الأنباء السارة أو غير السارة التي تصل إلى السوق فجأة وبدون سابق إنذار. وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فلن يتحقق لأي منهم السبق في الحصول على تلك المعلومات أو تحليلها، ومن ثم فلن تتاح لهم فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

1. تعريف المعلومة:

يمكن تعريف المعلومة بأنها مجموعة البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، ويجب أن تضيف إلى ما ندركه حدث ما، وأن توضح لمستخدمها شيئا لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به. فالمعلومة تعمل على تنمية وزيادة المعارف والتخفيض من مخاطر عدم التأكد. وحتى تؤدي المعلومة هذا الدور لابد أن تكون دقيقة، ملائمة، متوفرة في الوقت المناسب، وأن تتصف بالعدالة في النشر. أما نظام المعلومات فهو مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب، وبالتالي فهو مجموعة من العناصر (موارد بشرية ومادية) تسمح بمعالجة وإيصال المعلومات.⁽⁶⁶⁾

(66) - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره: 99.

2. طبيعة المعلومات المؤثرة على القيمة السوقية للأوراق المالية:

تختلف المعلومات التي يحتاجها جمهور المستثمرين باختلاف البيئة التي تنتج هذه المعلومات، فهناك معلومات تتصل بالشؤون العالمية، إضافة إلى معلومات تخص البيئة المحلية أي الدولة التي تستثمر فيها الأموال، ويتوافر هذه المعلومات عن البيئة العالمية والمحلية يمكن الانتقال إلى المعلومات عن القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ثم المعلومات المتاحة عن الشركة ذاتها.⁽⁶⁷⁾

1.2 المعلومات المتعلقة بالشؤون العالمية:

يقصد بالشؤون العالمية في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن حروب أو توترات محتملة في منطقة ما، أو تغيرات سياسية أو اقتصادية في دولة ما من شأنها ترك أثر على اقتصاد دولة أخرى، وحركة سوق رأس المال بها. وإن كانت هذه المعلومات في صورة لا تسمح للمستثمر العادي الاستفادة منها، فإن هناك محللين وخبراء ماليين ينشرون وجهات نظرهم حولها في الصحف والمجلات، من شأنها التأثير على قطاعات المال والأعمال في العديد من الدول.

2.2 المعلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية المحلية:

إذا كانت الحالة الاقتصادية للدولة تتأثر بما يجري في العالم من أحداث، فإنها تتأثر كذلك بمتغيرات داخل الدولة ذاتها، ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الاقتصادي في الدولة، ومستوى التضخم، اتجاه سعر الفائدة ونسبة البطالة...، حيث هناك علاقة قوية بين الحالة الاقتصادية في الدولة وأسعار الأوراق المالية المتداولة في أسواقها. وفي محاولة للوقوف على حجم هذا التأثير، كشفت الدراسات أن بين 30 و40% من التغير في سعر السهم يرجع إلى الظروف الاقتصادية للدولة، وهذا ما يؤكد أهمية المعلومات المتاحة بشأن الظروف الاقتصادية المحلية.

⁽⁶⁷⁾ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره: ص 214.

3.2 المعلومات المتعلقة بظروف القطاع:

على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العامة في الدولة تؤثر على كافة القطاعات في الدولة، إلا أن مدى وعمق ذلك التأثير يختلف من قطاع لآخر، وهذا التباين في التأثير يرجع في الأساس إلى عوامل داخل القطاع نفسه. ومن أمثلة ذلك مدى اعتماد القطاع على العنصر البشري مقارنة بمدى اعتماده على التجهيزات الرأسمالية، يضاف إلى ذلك الفرض المستقبلية لتنمية المنتجات ودرجة المنافسة مع قطاعات أخرى تنتج سلعا بديلة...، وكما يبدو فإن المعلومات المتاحة عن هذه الأمور، لها تأثير على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المالية المكونة للقطاع.

4.2 المعلومات المتعلقة بظروف المنشأة:

تتباين الشركات فيما بينها حتى ولو كانت تنتمي لنفس القطاع، ومن بين مجالات التباين المستوى التكنولوجي، التنظيم داخل الشركة، المركز التنافسي وهيكل التمويل...، وعادة ما تتفوق في مجال أو مجالات معينة دون غيرها، وإذا كانت المعلومات حول هذه الأمور ذات قيمة وأهمية للمستثمرين، فمن شأنها التأثير على قيمة الأوراق المالية لهذه الشركات.

3. مصادر الحصول على المعلومات:

هناك العديد من مصادر المعلومات التي يمكن أن يلجأ إليها المستثمر للحصول على معلومات، يحتاجها في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية، وهذه المصادر منها ما هو بدون تكلفة أو بتكلفة قليلة يمكن أن يحصل عليها كل المستثمرين، ومنها معلومات أكثر تفصيلا يمكن الحصول عليها بالاستعانة بالمكاتب الاستشارية المتخصصة وبخبرة بيوت السمسة. وفيما يلي عرض لأهم مصادر المعلومات التي يحتاجها المستثمر في الأوراق المالية⁽⁶⁸⁾.

(68) - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره: ص 218.

1.3 الصحف والمجلات المتخصصة:

نجد العديد من الصحف اليومية والمجلات المتخصصة التي تنشر معلومات دقيقة عن الشؤون العالمية والشؤون المحلية سواء كانت سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية، إضافة إلى تعليق الخبراء على الأمور الهامة التي تتناولها تلك الأخبار، والآثار التي يمكن أن تنجم عنها، كما تعرض أخبار مالية عالمية ومحلية، ومعلومات عن أحوال أسواق المال في العديد من الدول، إضافة إلى تغطية أفضل للمعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال. نجد من أهم هذه الصحف بعض الصحف الأمريكية مثل صحيفة نيويورك تايمز New York Times، وصحيفة وول ستريت Wall Street، يضاف إلى ذلك عدد من المجلات المتخصصة مثل مجلة بارون Barron's وهي مجلة أسبوعية لشؤون المال والأعمال تصدرها شركة دو جونز، ومجلة المحللين الماليين Financial Analysts Journal، ومجلة إدارة المحفظة Journal of Portfolio Management.

2.3 مطبوعة مستشاري الاستثمار:

ويقصد بمستشاري الاستثمار المؤسسات المتخصصة في مجال المال والأعمال، والتي تقدم بيانات ومعلومات عن بعض الشركات في شكل مطبوعات، من شأنها المساعدة في اتخاذ القرار الاستثماري. ونجد في هذا المجال أهم مطبوعة وهي مطبوعة ستاندر أند بور، التي تقدم معلومات عن حجم الطلب على منتجات الشركة وأصولها، حجم الإنفاق الرأسمالي الجاري، ومعلومات عن حجم العمالة وأعضاء مجلس الإدارة. وكذلك عن الأرباح المحققة والتوزيعات المقررة منها. ولدينا مطبوعة مسح مستوى قيمة الاستثمار التي تهتم بتقييم الأسهم من خلال المخاطر التي تقاس بمعامل بيتا، والأداء المتوقع للسهم، أي ما إذا كان سوف يباع بقيمة أعلى أو أقل من ذي قبل، الأرباح الرأسمالية والتوزيعات المتوقعة.

3.3 تقارير الشركات:

حيث تصدر الشركات عدة أنواع من التقارير التي توجه لحملة الأوراق المالية ولجنة سوق الأوراق المالية، تتمثل في قائمة الدخل وإجمالي المبيعات وكذا الإيرادات والنفقات والميزانية الختامية عن الفترة المنصرمة، وكذا الخطط المستقبلية المتوقعة للشركة.

4.3 مطبوعة بيوت السمسة:

عادة ما يوجد في بيوت السمسة الكبيرة أقسام متخصصة في البحوث والدراسات، تتيح للعملاء معلومات مفيدة عن حالة سوق رأس المال، والأوراق المالية التي ينصح ببيعها أو شرائها بما يناسب كل فئة من المستثمرين.

5.3 المطبوعات الحكومية:

وهي مطبوعات تكشف عن معلومات ذات أهمية للمستثمرين في الأسواق المالية، حيث تتضمن بيانات إحصائية عن الأسعار والأجور والإنتاج، وكذا حجم الناتج الوطني وظروف أسواق رأس المال، والتوقعات بشأن أمور تخص شركات الأعمال، كما تكشف عن بيانات حول حجم المعروض النقدي، أسعار الفائدة ومعدل التضخم وغيرها من المعلومات ذات الأهمية للمستثمر.

المحاضرة الثالثة عشر: تحليل المعلومات في سوق الأوراق المالية

البيانات والمعلومات التي قد تتاح لجمهور المستثمرين، عادة ما تكون في صورة خام، كما أن معظمها ينصرف إلى الماضي وليس إلى المستقبل الذي هو بيت القصيد في اتخاذ قرارات الاستثمار، وحتى يمكن الانتفاع بتلك البيانات والمعلومات، فإنها تحتاج إلى تحليل عميق يساعد على استخلاص النتائج والعبر التي تساهم في رؤية ما يحتمل أن يكون عليه المستقبل، وتمهد بالتالي لاتخاذ قرارات استثمارية ملائمة.

ويحدثنا الفكر الاقتصادي في مجال الاستثمار في الأوراق المالية عن وجود نوعين من التحليل: التحليل الأساسي والتحليل الفني. حيث يهتم التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالشركة، بهدف الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح التي يتوقع أن تتولد من عمليات الشركة والتي تعتبر محددًا أساسيًا للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره. أما التحليل الفني فيركز على دراسة السجل الماضي للتغير في السعر الذي يباع به السهم، بهدف اكتشاف نمط لهذا التغير يمكن المحلل من خلاله استخلاص نتائج تفيد في التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل.⁽⁶⁹⁾

1. التحليل الأساسي:

ينتاسب التحليل الأساسي للأوراق المالية مع منهجية دراسة التحليل الاقتصادي بشقيه التحليل الكلي والتحليل الجزئي على الرغم من اختلاف الترتيب بينهما، فنجد أن هناك مدخلين للتحليل: المدخل الأول وهو التحليل الكلي فالجزئي (Macro-Micro Approach) أو ما يعرف بالتحليل من القمة نزولاً (Top-Down Analysis)، أما المدخل الثاني للتحليل فيستند إلى التحليل الجزئي فالكلي (Micro-Macro Approach) أو ما يعرف بالتحليل من القعر صعوداً (Botton-Up Analysis).⁽⁷⁰⁾

⁽⁶⁹⁾ - عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر: الإسكندرية، 2003، ص 218.

⁽⁷⁰⁾ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره: ص 289.

ويرتكز التحليل الأساسي بصفة عامة، على تحليل مجموعة من المتغيرات الاقتصادية من خلال ثلاث وسائل هي: تحليل الظروف الاقتصادية الكلية، تحليل ظروف الصناعة (أو القطاع)، تحليل ظروف الشركات.

1.1 تحليل الظروف الاقتصادية الكلية:

يشمل هذا النوع من التحليل على تحليل السياسات المالية والنقدية، وبعض المؤشرات كمعدلات الناتج المحلي الإجمالي والتضخم، فضمن السياسة المالية تعتبر الضرائب ذات آثار على أداء الشركات وأسعار أسهمها، حيث أن تخفيض معدل الضرائب على أرباح الشركات من شأنه أن يترك أثرا إيجابيا على أرباحها الصافية وبالتالي ارتفاع الأسهم بصفة عامة كما يعتبر الإنفاق الحكومي أيضا ذو آثار إيجابية وسلبية على الشركات. أما فيما يخص السياسة النقدية ولا سيما سياسة أسعار الفائدة، فإن تخفيض أسعار الفائدة (سياسة نقدية توسعية) من شأنه تحفيز وزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة إنتاج وأرباح الشركات. كذلك فيما يتعلق بمعدلات التضخم، فإن للتقارير الشهرية عن معدلات التضخم أثرها على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنه أن يترك أثرا عكسيا على تلك الأسعار. أما تحليل حجم الناتج الوطني فيعتبر أيضا ضروريا، حيث أن الإعلان عن زيادة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي إلى ارتفاع أسعارها السوقية.⁽⁷¹⁾

2.1 تحليل ظروف الصناعة (القطاع):

ويهدف هذا التحليل إلى التعرف على مستقبل القطاع في ظل التغيرات الاقتصادية في البلد المعني، فمن المعروف أن هذه الصناعات لا تستفيد بدرجة متساوية من أي ازدهار اقتصادي، ولا تتأثر بنفس القوة من أي ركود يصيب الاقتصاد. حيث يتم تحليل ظروف القطاع من خلال التحليل التاريخي لمبيعات القطاع وأرباحه، لحجم الطلب والعرض على منتجاته إن

(71) - التحليل الأساسي والتحليل الفني، دراسة منشورة على موقع المعهد العربي للتخطيط www.arab-api.org.

كانت في حالة تزايد أو انخفاض، عن إمكانية التوسع وظروف المنافسة في القطاع، طبيعة منتجات القطاع ومستوى التكنولوجيا المستعملة، مدى تدخل الحكومة في شؤون القطاع من خلال تقديم المساعدات المالية والتحفيزات الضريبية.

فتحليل القطاعات الصناعية المختلفة من هذه الجوانب، يمكن المستثمر من اختيار القطاعات التي يتوقع لها الازدهار والنمو والربحية في ظل التطورات الاقتصادية المنتظرة. وبعد ذلك يستطيع المستثمر الانتقال إلى تحليل شركات هذه القطاعات المختارة، للتعرف على الشركات الرائدة فيها. (72)

3.1 تحليل ظروف الشركة:

يهدف تحليل ظروف الشركات إلى تحديد ربحيتها، ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في القطاع عينه، لاختيار الشركة الأفضل في كل قطاع والتي من المتوقع أن تتفوق من حيث نموها وربحيتها. ويكون تحليل ظروف الشركة متضمنا لتحليل قوائمها المالية، وتحليل المخاطر المرتبطة بالنشاط وبالتقلب في المبيعات، ومخاطر عدم القدرة على السداد. (73)

كما تعد مؤشرات الأسهم أحد المؤشرات التي يعتمد عليها التحليل الأساسي للتنبؤ بحالة السوق، والوقوف على القيمة الحقيقية للأسهم، فالمحلل يقدر اتجاه الأسعار في السوق من خلال تحديد علاوة المخاطرة، الممثلة للفرق ما بين متوسط عائد الاستثمار في أسهم السوق (الذي يعبر عنه بمؤشر حالة السوق) ومتوسط عائد الفرصة البديلة (السندات الحكومية) خالية من المخاطر. فإذا وصلت علاوة المخاطرة إلى دون مستوى قياسي معين، فإن المتوقع انخفاض أسعار الأسهم. ويصبح السوق نزولي (أي أن الأسعار تستمر في الانخفاض)، وفي الحالة

(72) - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، مرجع سبق ذكره: ص 160.

(73) - عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره: ص 221.

العكسية عند تجاوز علاوة المخاطرة النسبة القياسية المعينة فإن المتوقع ارتفاع أسعار الأسهم ويصبح السوق صعوديا. (74)

2. التحليل الفني:

يعتمد هذا النوع من التحليل على قراءة التاريخ (الماضي) لاستشراف المستقبل، فهو يهتم بتسجيل التسلسل التاريخي للأسعار في شكل بياني، وتحليل هذه البيانات لاستخلاص الدروس منها لبناء التوقعات المستقبلية، والتي على أساسها يتم اتخاذ قرارات للشراء والبيع، بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل المخاطر.

وتقوم نظرية التحليل الفني على الفلسفة التالية: (75)

- القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب.
- العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد.
- الأسعار تتحرك في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل إلى الاستمرار في نفس الاتجاه وعدم تغييره لفترة طويلة من الوقت.
- التغيير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى التغيير في العلاقة بين العرض والطلب.

يمكن تطبيق التحليل الفني على المستوى الكلي (أي على مستوى سوق الأسهم ككل أو على مستوى القطاعات). كما يمكن تطبيقه على مستوى الأسهم الفردية.

يتسم التحليل الفني بعدد من المزايا التي جعلت له أتباع ومؤيدين، وفي مقدمة تلك المزايا السهولة والسرعة، فمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سوف يعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار، يصبح تطبيقها آليا وعلى أي عدد من الأسهم، كل ذلك دون حاجة إلى تجميع وتحليل معلومات عن الاقتصاد أو الصناعة أو الشركة والتي تتطلب وقتا وجهدا وفيرا. أما الميزة الثانية فهي أن أساليب التحليل الفني يسهل تعلمها وتطبيقها بواسطة أي مستثمر

(74) - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره: ص 292.

(75) - عبد المجيد المهلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، تقديم حازم الببلاوي، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، 2006، ص 35.

مهما كانت ثقافته، وهي ميزة لا يتيحها التحليل الأساسي. يضاف إلى ذلك ميزة ثالثة هي أن المعلومات التي يحتاجها المحلل عن الأسعار والصفقات تتاح يوميا وبانتظام من خلال التقارير المالية التي تظهر في الصحف المتخصصة.

وإذا كان للتحليل الفني كل هذه المزايا فإنه لا يخلو من العيوب، حيث يعترف دعاة التحليل الفني بأن المحلل الأساسي الذي تتوفر له المعلومات والقدرة التحليلية، يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني، ولعل أهم أسباب ذلك أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية، ويخرج منها بالقرار الملائم في الوقت المناسب، أما المحلل الفني فإن عليه أن ينتظر حتى تقع الأحداث، ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار. يضاف إلى ذلك ما أثبتته الواقع أن المستثمر الذي يتبع أسلوب التحليل الفني، نادرا ما يحقق عائدا غير عاديا على استثماراته.⁽⁷⁶⁾

3. التحليل الفني مقابل التحليل الأساسي:

يوجه المحللون الفنيون إلى طريقة التحليل الأساسي مجموعة من الانتقادات أهمها:

- أنه يستحيل الإلمام ومعرفة كل شيء يخص نشاط الشركة أو الورقة محل التداول.
- أن المعلومات نفسها دائمة التغير، ولا يمكن لأحد مهما علا شأنه معرفة كل خبايا السوق.
- أن البيانات والمعلومات المتوافرة غالبا ما تكون غير متكاملة، وبعضها غير دقيق وكثيرا ما يتم مراجعتها وتعديلها بعد حين.
- أن البيانات والمعلومات تأتي في معظم الأحيان متأخرة نسبيا، مما يفقدها أهميتها في تحديد القيمة السوقية، وبالتالي فإن تحليلها بدون أهمية.
- إن المحلل الأساسي حتى ولو استطاع الحصول على تلك المعلومات والإلمام بها جميعها، ثم تحليلها بسرعة ودقة، فإنه من العسير استغلالها في توقيت مناسب يتلاءم مع التحركات السريعة لأسعار السوق.

⁽⁷⁶⁾ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره: ص 222.

ومقابل ذلك يشكك كثير من المحللين الأساسيين في فاعلية التحليل الفني، وفي أهميته في بناء استراتيجيات الاستثمار، وفي اتخاذه كأساس لقرارات الشراء والبيع، فهم يرون أنه وسيلة عقيمة بلا فائدة تذكر. إلا أنه في الواقع وسيلة مكملة للتحليل الأساسي، فالتحليل الأساسي مثلاً لا يساعد على اختيار الوقت المناسب للشراء أو البيع. كما لا يفيد في تحديد نقطة وقف الخسارة، التي تعد من أهم الاعتبارات بالنسبة لمتعامل سوق الأوراق المالية وهي ما يوفرها التحليل الفني، وعليه يجب على كل متعامل في سوق الأوراق المالية الاهتمام بالتحليل الفني والأساسي على حد سواء⁽⁷⁷⁾.

(77) - عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سبق ذكره: ص 40.

المحاضرة الرابعة عشر: كفاءة سوق الأوراق المالية

1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

الكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية. وعادة ما نجد أن مفهوم الكفاءة مرتبط بمفهوم الفعالية، فالفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة تهتم بالكيفية التي يمكن بها بلوغ هذه النقطة. وفيما يخص كفاءة سوق الأوراق المالية، فيتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية في السوق وعلى وجه السرعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير نظرتهم عن الشركة المصدرة لها، حيث تتجه أسعار هذه الأوراق إلى الارتفاع أو الانخفاض تبعاً لطبيعة الأنباء الواردة، وفي السوق الكفاء يعكس سعر الورقة المعلومات المتاحة عنها، سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، أو معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية لأداء الشركة.

كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء، توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية، وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة أن تتطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً.⁽⁷⁸⁾ أو بعبارة أخرى تتحقق كفاءة السوق عندما تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاك السهم والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار - يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر - تساوي القيمة السوقية للسهم يوم شراؤه.⁽⁷⁹⁾

2. الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

السوق الكفاء هي السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، بما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر كرد فعل لما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. وهذا

⁽⁷⁸⁾ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، مرجع سبق ذكره: ص 32.

⁽⁷⁹⁾ - محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره: ص 31.

المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة الكاملة *Perfectly Efficient Market* التي تفترض شروط الكمال في السوق وهي: (80)

- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في نفس اللحظة، وبدون تكلفة، وبالتالي تكون توقعات المستثمرين متماثلة.

- أنه لا توجد قيود على التعامل، فلا توجد تكاليف للمعاملات ولا ضرائب، كما يمكن للمستثمر الشراء والبيع بكل حرية لأي كمية يرغب فيها، مع عدم وجود قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق.

- وجود عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات بعضهم لا تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن الأسعار المعلنة قضية مسلم بها.

- أن المستثمرين يتصفون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استثمار ثروتهم.

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق *Economically Efficient Market* يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، ويعني هذا أن القيم السوقية قد تكون أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت، غير أنه يعتقد بسبب وجود تكلفة للمعاملات والضرائب وغيرها، لن يكون هناك فارق كبير بين سعر السهم وقيمه الحقيقية إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل. (81)

3. متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

يتضح من مفهوم الكفاءة الاقتصادية وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، ولكن السوق الكفاء هو الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، مما يعني أن للسوق دورين: دور مباشر، حيث عندما يشتري المستثمرون أسهم شركة ما، فإنهم يشترون عوائد

(80) - منير إبراهيم هندي، *أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية*، مرجع سبق ذكره: ص 400.

(81) - محمد الصيرفي، *البورصات*، مرجع سبق ذكره: ص 33.

مستقبلية مما يمكن الشركة من بيع الأسهم الجديدة بسعر مناسب، وبالتالي زيادة حصة الأسهم وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية. ودور غير مباشر، فأقبال المستثمرين على شراء أسهم الشركة، بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يمكن الشركة من الحصول على مزيد من الأموال بتكلفة منخفضة. ولكي يتحقق هدف سوق رأس المال والتمثل في التخصيص الكفاء للموارد، ينبغي توافر شرطين هما⁽⁸²⁾ كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

1.3 كفاءة التسعير:

يقصد بكفاءة التسعير Price Efficiency أو الكفاءة الخارجية، سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. وبهذا يصبح التعامل في السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، ويصعب معها تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

2.3 كفاءة التشغيل:

يقصد بكفاءة التشغيل Operational Efficiency أو الكفاءة الداخلية، قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق هامش ربح كبير. وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل جهد للحصول على معلومات جديدة وتحليلها، مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية، وإذا كانت تكلفة المعاملات مرتفعة، فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً، ولا يكفي لتغطية تلك

(82) - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 191.

التكاليف، وبالتالي لا يكون هناك سعي للبحث عنها. وتكون الأسعار السوقية غير معبرة عن القيمة الحقيقية لتلك الأوراق، وبالتالي يكون السوق بعيدا عن الكفاءة المنشودة. وتوفر الخاصيتين السابقتين لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط⁽⁸³⁾:

- أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، وهذا يعني توفر عدد كبير من الباعة والمشتريين، تتوفر لهم حرية الدخول والخروج وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
- أن يوفر هذا السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه، ويتوافر هذا الشرط تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت والسرعة المناسبين.
- أن يتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة، توفر للمتعاملين فيه معلومات تتخذ شكل مؤشرات متعددة، تقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن سوق الأوراق المالية.
- توفر عنصر الشفافية، ويقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات، متاحة لجميع المتعاملين فيه بشكل متساوي، ويحد من احتكار المعلومات.
- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، وذلك بالإضافة إلى توفر مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق، ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
- أن يكون السوق المالي والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية، يشترط أن تكون محايدة ومكونة من أفراد ذوي خبرة.

⁽⁸³⁾ - محمد مطر، إدارة المشروعات، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 1999، ص 141.

المحاضرة الخامسة عشر: كفاءة سوق الأوراق المالية (تابع)

4. المستويات المختلفة لكفاءة السوق المالي

إن أهم سمات السوق الكفاء أن تعكس الأسعار وبسرعة، المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة. ولكن ما هي هذه المعلومات التي من شأنها إحداث ذلك؟ الإجابة عن هذا السؤال تقتضي التعرض للصيغ المختلفة لفروض كفاءة السوق، والتي تتمثل في فرض الصيغة القوية لكفاءة السوق، وفرض الصيغة المتوسطة، وأخيرا فرضا الصيغة الضعيفة.⁽⁸⁴⁾

1.4 فرض الصيغة القوية The strong form hypothesis:

يقضي هذا الفرض بأن تعكس الأسعار الحالية، بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة، بحيث لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين، استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية، ولكن هذا ليس بصفة مطلقة، حيث أن هذا المستوى من الكفاءة لا ينفي قدرة البعض على تحقيق أرباح استثنائية ولو في بعض الصفقات، وذلك بحكم قدرتهم غير العادية في التنبؤ والتحليل، ولكن مع ذلك فإن تلك الأرباح ستتلاشى على المدى الطويل، بحكم خسائر استثنائية تحدث لهم بسبب المضاربة.

2.4 فرض الصيغة المتوسطة The semi form hypothesis:

وفق لهذا الفرض تعكس الأسعار المتداولة للأوراق المالية في السوق، المعلومات المنشورة في شكل بيانات مالية بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة، لذا تبقى في مثل هذه الظروف للبعض دون غيرهم فرصة للاستعارة من معلومات غير منشورة، وتحليلها بكيفية تحقق لهم المجال لجني أرباح استثنائية وذلك في إطار ظاهرة احتكار المعلومات، ومثال هذه الأسواق سوق نيويورك ولندن وطوكيو.

⁽⁸⁴⁾ - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره: ص33.

3.4 فرض الصيغة الضعيفة The weak form hypothesis:

وفقا لهذا الفرض فإن الأسعار المتداولة في السوق، لا تعكس إلا المعلومات الماضية أو التاريخية فقط، لذا تكون الفرصة في مثل هذه الظروف لأن يحصل البعض على أرباح استثنائية عن طريقين هما: إما أن يحصل على معلومات خاصة (غير منشورة)، ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات، أو أن يكون بإمكانهم تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم. لذا يتيح المجال في هذا النوع من الأسواق المالية لعمل المحللين الماليين، لأنهم بما أوتوا من خبرة وتأهيل سيكونون أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة، والتي إن وفروها لبعض المتعاملين في السوق سيتمكنهم من تحقيق أرباح استثنائية لا يحققها غيرهم، وتعتبر أسواق الدول العربية والدول النامية تمثيلا جيدا للمستوى الضعيف من الكفاءة.

من خلال ما سبق يتضح لنا أنه كلما ارتقى مستوى كفاءة السوق المالي، تقل الفرص للحصول على أرباح استثنائية (غير عادية)، لأن السعر السوقي السائد للورقة المالية فيه سيتطابق أو على الأقل يقترب إلى حد كبير من قيمته الاقتصادية، وعليه فإن سوقا يتمتع بالكفاءة المطلقة ستنتفي فيه الفرص لتحقيق أرباح استثنائية، ومع ذلك تبقى الفرص متاحة لدى البعض لتحقيق مثل هذه الأرباح، وذلك وفقا لما يعرف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، التي تنص على أن الأسعار السوقية للأوراق المالية تتذبذب حول قيمتها الاقتصادية بشكل عشوائي مهما بلغت درجة كفاءة السوق. وعليه فكلما ارتقى مستوى كفاءة السوق المالي، كان ذلك في صالح المستثمر العادي، لأن الأسعار ستعكس ويقدر كاف المعلومات المتاحة في السوق وذلك بتوفر عنصر الشفافية.

خلاصة المحاضرات

سوق الأوراق المالية عبارة عن سوق لتداول الأوراق المالية، تنقسم إلى سوقين، سوق أولي وهو سوق لإصدار الأوراق المالية الجديدة من أسهم وسندات، وسوق ثانوي يتم فيه تداول هذه الأوراق المصدرة والقديمة منها (أي التي تم إصدارها سابقاً)، وبالتالي تلعب الأوراق المالية دوراً هاماً في هذا الجهاز المالي، باعتبارها البضاعة التي يتم التعامل عليها فيه. كما أن للأطراف المتدخلة فيه دور بارز في تنشيط سوق الأوراق المالية، والذين نجد من بينهم المؤسسات المالية المتخصصة، كبنوك الاستثمار التي تتولى عملية إصدار الأوراق المالية الجديدة وطرحها للاكتتاب لأول مرة في السوق الأولي، بناء على طلب الشركات الصناعية والتجارية المدرجة في السوق لذلك. كما نجد السماسرة والوسطاء الماليين الذين ينشطون عمليات الاستثمار والتداول في السوق الثانوي لصالح الجمهور، إلى جانب المستثمرين المؤسسيين من بنوك تجارية وشركات ادخار والشركات التأمين، وغيرهم من الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية.

وفي إطار سوق الأوراق المالية نجد عمليات الأوامر والتسعير والتنفيذ، التي تمثل مختلف العمليات التي تتم على الأوراق المالية، والتي من خلالها يتم التعامل على الأسهم والسندات بيعاً وشراءً. ولتنظيم هذه العمليات داخل السوق، وضمان السير العادي لها، وفق ما يرغبه الأطراف المتعاملون فيها، لابد من توفر المعلومات لكل المستثمرين على حد سواء، سواء كانت هذه المعلومات خاصة بسوق الأوراق المالية، أو الشركات المدرجة بها، من أجل إعطاء سعر عادل ومناسب لهذه الأوراق المالية محل التفاوض داخل السوق، ولن تؤدي هذه المعلومات إلى بلوغ هذا الهدف وهي على صفتها الخام، بل تتطلب تحليلها لتحقيق الهدف منها. وتحليل المعلومات في الأسواق المالية يكون بأحد الأسلوبين التحليل الأساسي والتحليل الفني أو الأسلوبين معاً. وهذا للوصول إلى سوق تتميز بكفاءة. وهذه الكفاءة نوعان كفاءة كاملة حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات وتأثيرها على الأسعار. وكفاءة اقتصادية، يحتاج فيها السوق إلى وقت لتفسير وتحليل المعلومات وانعكاسها على الأسعار.

قائمة المراجع:

1. الكتب:

- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، مصر: الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006.
- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، مصر: القاهرة، الطبعة الأولى، 2006.
- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2005.
- زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان: بيروت، 2003.
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر: القاهرة، الطبعة الأولى، 1996.
- سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان: بيروت، الطبعة الأولى، 2005.
- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، سوريا: دمشق، الطبعة الأولى، 2002.
- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر: الإسكندرية، 2003.
- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، تقديم حازم الببلاوي، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، 2006.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2008.
- ماهر كنج شكري & مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2004.

- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر: الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2007.

- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأوراق المالية: مدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، دائرة المكتبات والوثائق الوطنية، الأردن: عمان، 1989.

- محمد عوض عبد الجواد & علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، دار الحامد، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2006.

- محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن: عمان، 2005.

- محمد مطر، إدارة المشروعات، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 1999.

- مصطفى رشدي شيحة & زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، مصر: الإسكندرية، 1992.

- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر 1999.

- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر: الإسكندرية، 1999.

2. الرسائل والأطروحات:

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

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

- حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مارس 2002،

<http://mpr.a.ub.uni-muenchen.de/2317>

3. المطبوعات الجامعية:

- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2003-2002.

4. الأوراق البحثية:

- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004.

- محمود فهمي، تطوير سوق الأوراق المالية في مصر: وسائل وأساليب تنميتها، مؤتمر دراسات وأبحاث لتنمية سوق المال، الهيئة العامة لسوق المال، 1988.

- التحليل الأساسي والتحليل الفني، دراسة منشورة على موقع المعهد العربي للتخطيط

www.arab-api.org

5. كتب باللغة الأجنبية:

- David Begg et autres, Macroéconomie, édition Dunod, 2^{ème} édition, 2002.

- Gaston Défosse, la bourse des valeurs et les opération de bourse, presses universitaires de France, 9^{ème} édition, 1975.

- Philippe Monnier, les marchés boursiers, verveuil, paris, 3^{ème} édition, 1997.