



الفصل الأول

النظام المالي، التوسط والسوق المالي

Financial System, Intermediation and Financial Market

المبحث الأول: النظام المالي Financial System

المبحث الثاني: التوسط المالي، مؤسساته ووظائفه Financial Intermediation

المبحث الثالث: السوق المالي ووظائفه Financial Market

المبحث الأول النظام المالي Financial System

الأهداف التعليمية:

1. تحديد وفهم نموذج النظام المالي.
2. تحليل النظام المالي من منظور مؤسسي ووظيفي.
3. توضيح التباين بين الأنظمة المالية الموجهة بالسوق المالي والموجهة بالمصارف.

1-1-1 نموذج النظام المالي

Financial System Model

تصنف مختلف الوحدات في الاقتصاد على نطاق واسع، إلى قطاع الشركات أو الأعمال، والقطاع الحكومي والعائلي. وتتم كل من هذه الوحدات، أثناء القيام بالنشاط في حالة فائض، عجز أو توازن، من ثم توجد وحدات أو أفراد لديهم أموال فائضة، ووحدات أو أفراد لديهم عجز. ويأتي تسهيل تدفق الأموال من مناطق الفائض إلى مناطق العجز من خلال النظام المالي. بناءً عليه فإن النظام المالي هو النظام الذي يسمح بتبادل الأموال بين المقرضين والمقترضين، أو بين الوحدات التي لديها فائض من الادخار المتاح للإنفاق "SSU"، والأخرى التي لديها عجز في الادخار اللازم للإنفاق "DSU"، كما يتبين من الرسم التوضيحي رقم (1-1-1-1).

الرسم التوضيحي رقم (1-1-1-1). نموذج النظام المالي



يقوم عمل النظام المالي على مبادئ أساسية، حيث للزمن قيمة، والمخاطرة تقتضي تعويضاً أو مكافأة، كما أن المعلومات تشكل أساس القرارات، وتتحدد الأسعار في الأسواق، ويتم توزيع الأصول وتخصيصها. لا يمكن للاقتصاد الحديث أن يكون من غير نظام مالي كفء، حيث يتكوّن هذا النظام من الأسواق، والمؤسسات، والقوانين، والتشريعات، والضوابط، والتقنيات التي يتم من خلالها المتاجرة بالسندات، والأسهم، والأوراق المالية الأخرى، وتتحدد معدلات الفائدة، ويتم إنتاج وتقديم الخدمات المالية.¹

¹ . Rose and Marquis, (2009)- Money and capital markets : financial institutions and instruments in a global marketplace, p. 3

إذن: يتألف النظام المالي من وحدات مؤسسية وأسواق تتفاعل فيما بينها بطريقة متشابكة هادفة إلى تعبئة الأموال للاستثمار، وتقديم التسهيلات التي تضم نظام التسوية لغرض تمويل النشاط التجاري. إن هذه المجموعة المعقدة من المؤسسات المرتبطة في مابينها، مع الوكلاء والممارسات، الأسواق والتعاملات في الاقتصاد، هي التي تشكّل النظام المالي، ونستطيع أن نحدد مكونات النظام المالي كما في الرسم التوضيحي رقم (2-1-1-1).

الرسم التوضيحي رقم (2-1-1-1). مكونات النظام المالي



يتضح أعلاه أن النظام المالي عبارة عن تركيبة لمختلف المؤسسات والأسواق، الأدوات والضوابط. وبناء عليه يشمل النظام المالي: مؤسسات مصرفية وغير مصرفية، والأسواق والأدوات المالية، ومؤسسات رقابة وإشراف بما فيها المصرف المركزي. وكما نوهنا أعلاه، تستخدم النقود لتسوية المستحقات أو المدفوعات، وفي عمليات الائتمان والتمويل. من ثم يمكن أن يشمل النظام المالي ما يأتي:

- (1) الأسواق والأدوات المالية.
- (2) المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية، التي تؤمن الوصول إلى الأسواق والأدوات المالية.
- (3) المؤسسات الرقابية والمصرف المركزي.
- (4) النقود، وهي ما يستخدم للقيام بتسوية المدفوعات، وحساب الديون والقروض، وغير ذلك.

1-1-2 النظام المالي: المؤسسات والوظائف

Financial System: Institutions and Functions

يمكننا تناول النظام المالي عموماً، وفق منظورين:

أولاً- المنظور المؤسسي: إذ يشمل النظام المالي كلاً من الأسواق، والأدوات، والوسطاء، والوكلاء والعملاء وما إلى ذلك؛

ثانياً- المنظور الوظيفي: إذ يوفر النظام المالي تخصيصاً وتوزيعاً للموارد الاقتصادية عبر الزمان والمكان وفي بيئة من عدم اليقين.

1-1-2-1 المنظور المؤسسي

تتضمن المكونات المؤسسية للنظام المالي كما هو واضح ما يأتي:

- (1) أدوات الأسواق المالية: الأسهم، أدوات الدخل الثابت، القروض والمشتقات.
 - (2) الوسطاء الماليين: البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار المشتركة، بنوك الاستثمار، رأس المال الاستثماري، شركات إدارة الأصول ومقدمي المعلومات الخ.
 - (3) التنظيم والبنية التحتية المالية: قواعد التداول، إنفاذ العقود، النظام المحاسبي، متطلبات رأس المال وغيرها.
 - (4) المنظمات الحكومية وشبه الحكومية: هيئة أسواق الأسهم، المصرف المركزي، وبالارتباط على المستوى الدولي، بنك التسويات الدولية، صندوق النقد والبنك الدوليين... إلخ.
- الرسم التوضيحي رقم (1-1-2-1). البنية المؤسسية للنظام المالي (مؤسسات النظام المالي)



1-2-2-1 المنظور الوظيفي

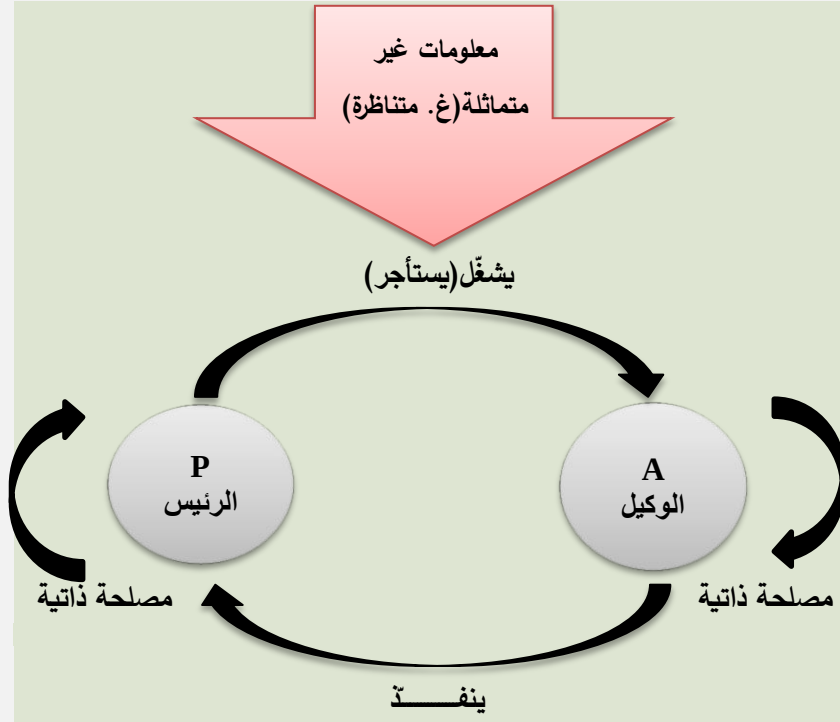
يوفر النظام المالي مجموعة الوظائف الآتية:

- (1) نقل الموارد المالية عبر الزمان (الصناديق التقاعدية مثلاً) والمكان (مثال: سوق المال العالمية، والاستثمارات المؤسسية).
 - (2) النقص وتسوية المدفوعات لتسهيل عمليات المتاجرة: الأموال، الشيكات، الصرافات الآلية، الرهون العقارية ومدفوعات الفائدة على الرهن العقاري... إلخ.
 - (3) تجميع الموارد Pooling لتنفيذ المشاريع الكبيرة عبر الأسهم، وصناديق أسواق المال، وصناديق الاستثمار المشتركة (التبادلية) وغيرها.
 - (4) توفير المعلومات لتنسيق عملية صنع القرار، أي: تسهيل تدفق المعلومات، أو "اكتشاف السعر"، مؤشرات الأسهم، معدلات الدخل والتقلبات... إلخ.
 - (5) التعامل مع ما يطلق عليه "مشكلة الوكالة"، والتخفيف من المخاطر الأخلاقية Moral Hazard، الاختيار المضاد Adverse Selection، ومشكلة ما يسمى: "الوكيل الرئيس" التي يتسبب بها عدم تناظر أو تماثل المعلومات Information Asymmetry، أو عدم التكافؤ أو التماثل في الحوافز المقدمة من خلال ما يطلق عليه "الضمانات الاحتياطية" Collateralization، وحوافز الأداء لدى الرؤساء التنفيذيين للشركات وما إلى ذلك.
 - (6) إدارة المخاطر، أي تجميع وتوصيف المخاطر، إدراجها وتجزئتها عبر شركات التأمين، وبعض المشتقات "غير المألوفة" Exotic Derivatives... إلخ.
- وسندرس ماورد أعلاه بخصوص مشكلة الوكالة، وعدم تناظر المعلومات، والخطر الأخلاقي والاختيار المضاد في مباحث وفصول لاحقة.
- مما سبق ذكره، تتمثل الوظيفة الأساسية للنظام المالي في تيسير وتسهيل تخصيص وتوزيع الموارد الاقتصادية في المكان والزمان، في بيئة من عدم اليقين. ويشمل النظام المالي نظام الدفع الأساسي الذي تتم من خلاله تقريباً، تسوية جميع التعاملات. ويضم النظام المالي أيضاً: السوق المالي الذي يشمل سوق النقد ورأس المال، أدوات الدخل الثابت، والأسهم، والفيوتشر، وأسواق الخيارات والوسطاء الماليين إلخ.¹

¹ . Merton, Robert C. (1990). "The Financial System and Economic Performance", Journal of Financial Services Research, p.263

الإطار رقم (1-1-2-2-1). مشكلة الوكالة

تعرف مشكلة الوكيل - الرئيس Principal-agent Problem، في الاقتصاد باسم: معضلة الوكالة أو مشكلة الوكالة أيضاً. وتحدث عندما يكون فرداً ما أو كيان، أي الوكيل في هذه الحالة، قادراً على اتخاذ القرارات أو الإجراءات بالإنابة بشكل يؤثر في فرد أو كيان آخر، وهو هنا المسؤول الرئيس أو المشغل. توجد معضلة الوكيل - الرئيس في الظروف التي يكون فيها الدافع وراء تصرف الوكيل هو: المصلحة الخاصة أو الذاتية، والتي تتعارض مع مصلحة المشغل، وهذا مثال على الخطر الأخلاقي Moral Hazard.



تنشأ مشكلة الوكيل - الرئيس، عندما يكون للطرفين، أي الوكيل والمشغل، مصالح متباينة ومعلومات غير متماثلة، ويكون لدى الوكيل معلومات أكثر، بحيث لا يستطيع المسؤول الرئيس التأكد مباشرة من أن الوكيل يتصرف لصالح المشغل، لاسيما في حال كان ماهو مفيد للمشغل مكلف للوكيل، أو كانت أفعال الوكيل مكلفة لجهة المراقبة أو المتابعة. قد يكون المشغل في كثير من الأحيان مهتماً بشكل كاف بإمكانية استغلاله من قبل الوكيل الذي يختار عدم الدخول في الصفقة على الإطلاق، وذلك عندما يكون فيها فائدة للطرفين. إن النتيجة التي يمكن أن تتحصل من هذا الفعل، غير مثالية، ويمكن أن تخفض من مستوى الرفاهية عموماً. يطلق على حالة الانحراف عن مصلحة المشغل من قبل الوكيل: "تكاليف الوكالة Agency Costs.

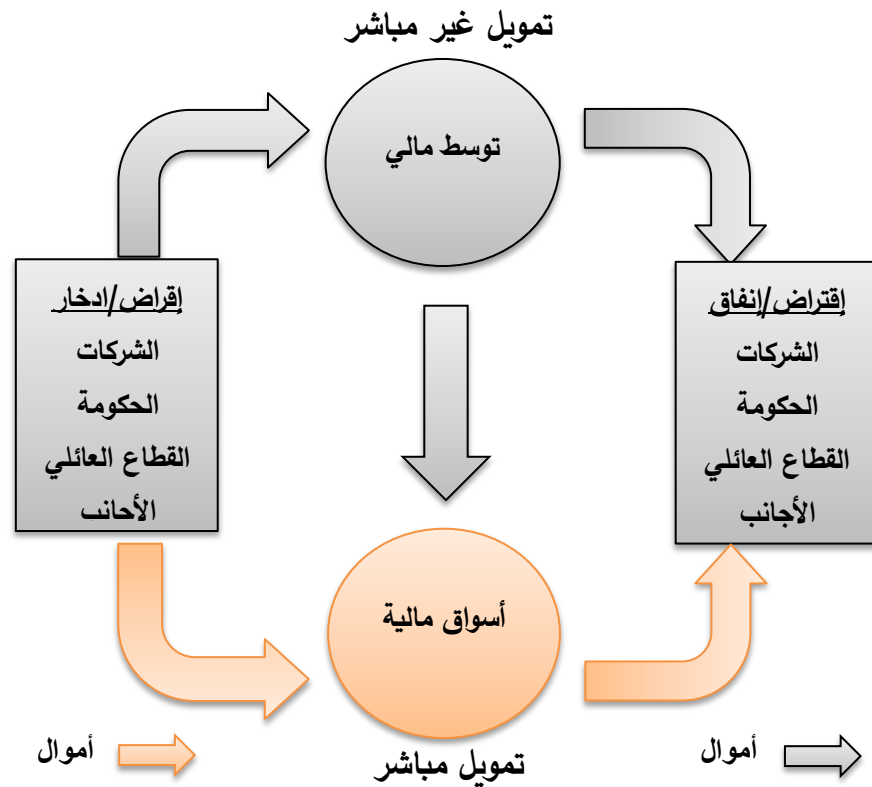
1-1-3 النظام المالي: الآليات المؤسسية والوظائف

Institutional Mechanisms and functions

توجد مقاربات مختلفة لتصنيف وظائف النظام المالي. إذ يقوم النظام المالي، وفقاً للاقترب العام، بوظائف يمكن ضمها في ثلاث مجموعات هي: الوظيفة النقدية، ووظيفة توزيع رأس المال، ووظيفة الضبط. ويميز الاقترب الآخر ست وظائف للنظام المالي. وتبعا لهذه المقاربة يقدم النظام المالي الآلية:

- (1) لنقل الموارد الاقتصادية خلال الزمن، وعبر الحدود، وبين الصناعات.
- (2) لإدارة المخاطر.
- (3) للنقص، وتسوية المدفوعات لتسهيل المتاجرة.
- (4) لتجميع الموارد (تجميع الثروة بكميات رأسمال كبيرة، وتقسيم الملكية في مختلف المشاريع).
- (5) لاتخاذ القرار المالي على أساس المعلومات.
- (6) للتعامل مع مشكلات الحافز التي يخلقها عدم تناظر المعلومات أو مشكلة الوكالة.

الرسم التوضيحي رقم (1-1-3-1). تدفق الأموال خلال النظام المالي



يبين تحليل الوظائف المذكورة أعلاه، ومن خلال الشكل التوضيحي رقم (1-1-3-1)، أنها تتحقق بشكل رئيس من قبل الأسواق المالية التي تشكل الجزء الأكثر أهمية في النظام المالي. إن الدور المحوري للأسواق

المالية هو: في نقل الأموال من وحدات الفائض، ويمثلها القطاع العائلي والمؤسسات المالية بشكل أساسي، إلى وحدات العجز، وتمثلها الشركات والحكومة من خلال عملية نقل المدخرات وتحويلها إلى استثمارات. من ثم تنجز وظائف التمويل والاستثمار من خلال الأسواق المالية، والتسعير، والتسوية والدفع وإدارة المخاطر. يمكن اعتبار الوظائف السابقة للأسواق المالية، ولمزيد من التبسيط في التحليل، هي الوظائف الأساسية للنظام المالي بأكمله، حيث يمكن تعزيز التنمية الاقتصادية من خلالها.

بناء على ما سبق ذكره، يمكن أن نعدّ الأنظمة المالية أساسية في تخصيص الموارد في الاقتصاد الحديث، وذلك من خلال الآليات المؤسسية لهذه الأنظمة، ومن خلال الوظائف التي تقوم بها، وهي الآتية: ١. خلق الآلية لتدفق الأموال بين مختلف الوحدات الاقتصادية كالقطاع العائلي، وشركات الأعمال، والحكومة، والمؤسسات المالية. إذ يتم من خلال النظام المالي ضخ مدخرات القطاع العائلي إلى قطاع الأعمال، ويتم توزيع الأموال المتاحة للاستثمار بين الشركات.

٢. يسمح النظام المالي "بمجانسة" مؤقتة لاستهلاك القطاع العائلي، وإنفاق الشركات Consumption Smoothing.

٣. يمكن القطاعين العائلي والشركات من تقاسم المخاطر.

٤. يحدد النظام المالي كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد لإتمام الصفقات وتكلفتها.

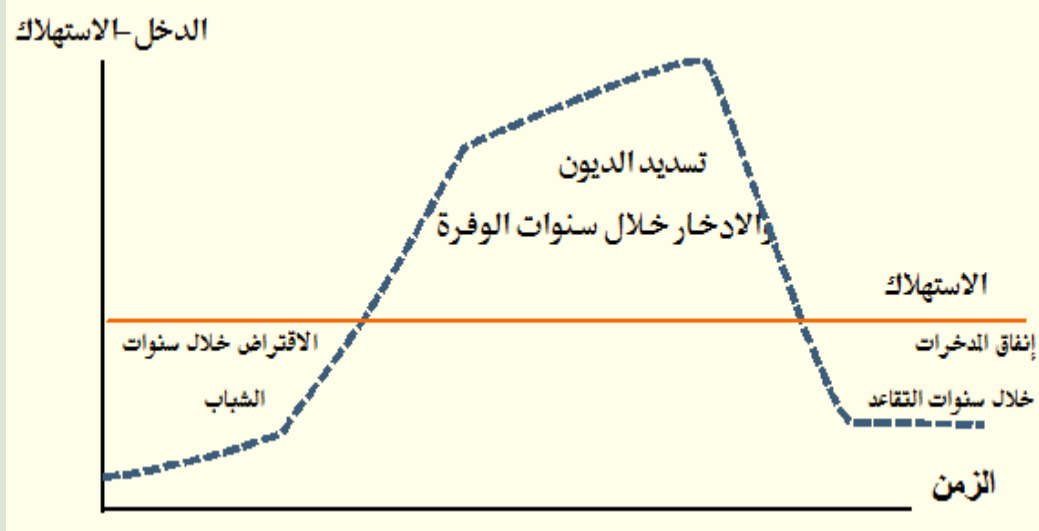
تذكر!

تتحقق وظائف النظام المالي بشكل رئيس من قبل الأسواق المالية، والتي تشكل الجزء الأكثر أهمية فيه. إن الدور المحوري للأسواق المالية هو: في نقل الأموال الفائضة من وحدات الفائض إلى وحدات العجز.

الإطار رقم (1-3-1-1). تمهيد الاستهلاك أو مجانسته Consumption Smoothing

تعدّ نظرية الاستهلاك والادخار المسماة "دورة الحياة" life cycle، لفرانكو موديلياني وطالبه برومبيرج R.Brumberg، في عام 1954 نموذجاً، يستخدم في الاقتصاد لوصف السلوك بخصوص الادخار والإنفاق، أو بمعنى أنه يوجد تفضيل للاستقرار في الاستهلاك. إذ يكون الدخل منخفضاً في مرحلة الشباب، يرتفع بعدها ليصل إلى القمة خلال سني متوسط العمر، ويهبط خلال مرحلة التقاعد. وقد دخلت هذه الفكرة بديلةً عن الميل الحدي للاستهلاك، إلى جانب نظرية فريدمان Friedman عام 1957، عن الدخل الدائم. في حال توافق الاستهلاك مع الدخل، يكون شكل دالة الاستهلاك مشابهاً لدالة الدخل، بمعنى أن يستهلك الأفراد سلعاً وخدمات أقل عندما يكونون شباباً، وأن يستهلكوا بشكل أكبر في منتصف العمر، وأن يخفضوا الاستهلاك، أو يستهلكوا أقل بكثير في مرحلة التقاعد. وبالرغم من ذلك يفضل أغلب الأفراد في الواقع "تمهيد الاستهلاك" أو مجانسة الإستهلاك على مدى سني حياتهم.

إن تمهيد الاستهلاك أو مجانسته Consumption Smoothing، هو عبارة عن: عملية تخطيط مالي تسعى إلى تحقيق التوازن بين الرغبة في مستوى معيشة مرتفع، والحاجة إلى مراكمة أصول كافية للتقاعد الآمن عن طريق "تخفيف" سلوك الاستهلاك خلال سنوات الكسب. تجمع هذه العملية بين التخفيض التدريجي في مستوى المعيشة عبر مدة من الزمن، مع زيادة التركيز على مدخرات التقاعد.



1-1-4 الأنظمة المالية القائمة على السوق المالي والقائمة على المصارف Market-based and Banking-based Financial systems

إن الوظائف التي ذكرناها سابقاً، معروفة للأنظمة المالية في معظم الاقتصادات المتطورة، إلا أن شكل هذه الأنظمة يتباين كثيراً؛ إذ تهيمن الأسواق التنافسية على النظام المالي في بلدان كالولايات المتحدة والمملكة المتحدة، بينما في بلدان أخرى كفرنسا وألمانيا واليابان، كان للمصارف الدور الأهم تقليدياً. واعتماداً على هذا التباين طرحت فكرة الأفضلية بين الأنظمة المالية!

إن فكرة "كون الأنظمة المالية القائمة على السوق Market-based systems أفضل من تلك القائمة على النظام المصرفي Banking-based، إنما هي فكرة تبسيطية".¹ وأن هناك حاجة إلى اقتراب أو مدخل يأخذ بالحسبان هذا التناقض الظاهري؛ فالأسواق المالية يمكن أن تكون سيئة عندما يتعلق الأمر بتقاسم المخاطر، كما أن المنافسة في القطاع المصرفي قد تكون غير كفوءة، ويمكن للأزمات المالية أن تكون جيدة بقدر ما هي سيئة، كما يمكن أن يكون الفصل بين الملكية والإدارة مثالياً. إن المؤسسات المالية وبساطة ليست قناعاً يُمَوِّه آلية تخصيص الموارد من دون أن يؤثر فيها، إلا أنها أساسية للتغلب على عيوب السوق. ويعتمد النظام المالي الأمثل على كل من الأسواق المالية والوسطاء الماليين.

تتحدد أهمية النظام أو البنية المالية بتأثير ثلاثة أسباب على الأقل هي: الكفاءة، والاستقرار المالي، وقنوات نقل السياسة النقدية. إذ تحدد كفاءة النظام المالي مدى جودة عمله في تخصيص الموارد، ويأتي الاستقرار المالي كونه سبباً آخر لأهمية البنية المالية، والسبب الثالث لهذه الأهمية هو: في تحديد قنوات نقل السياسة النقدية.²

يبقى السؤال المهم بخصوص ما إذا كانت هناك بنية مالية أفضل من الأخرى؟ وتقتضي الإجابة على هذا التساؤل فهماً كاملاً لكيفية تأثير مختلف البنى المالية في الكفاءة، والاستقرار، ونقل السياسة النقدية، وكيفية المبادلة بين تلك العوامل.³

لقد طرحت فكرة كفاءة النظام المالي بشكل سابق على فكرة الأفضلية، وكما يقول روبرت ميرتون Robert Merton: "يعني تحسين الأداء الاقتصادي لجهة الأنشطة داخل النظام المالي، زيادة في القيمة الاجتماعية أو الكفاءة (بمعنى أمثلية باريتو) التي يؤدي بها النظام وظيفته الاقتصادية، من ثم لامتثل

¹ . Franklin Allen and Douglas Gale (April 2001) ("Comparative Financial Systems: A Survey", p.1

Cfr:

- See: Franklin Allen and Douglas Gale (2000) - Comparing Financial Systems, MIT Press, 2000 - Business & Economics.

² . Allen F., et.al (2004). "Financial Systems in Europe, the USA and Asia". Oxford Review of Economic Policy, vol.20, No.4, p.491

³ . Allen F., et.al (2004), Op.Cite, p.507

الأنشطة التي توفر مكاسب خاصة لقطاعات محددة داخل النظام تحسناً في الأداء الاقتصادي، غير أنها تخفّض الكفاءة بشكل عام".¹

- وفي إشارة إلى مؤسسات الرقابة والإشراف في النظام المالي، يندرج ضمن الأدوار الواسعة المحتملة للتنظيم والنشاط الحكومي، الهادفة إلى تحسين الأداء الاقتصادي للنظام المالي: تعزيز المنافسة وضمان نزاهة السوق بما في ذلك الحماية من مخاطر الائتمان على المستوى الكلي، وإدارة الوفورات السلبية من النمط المرتبط "بالسلع العامة"، وتقع التكاليف المحتملة لهذه الأنشطة في أربع فئات:
- (1) التكاليف المباشرة من مثل: رسوم استخدام الأسواق، أو تكاليف الإيداعات.
 - (2) الخلل أو التشوهات في أسعار السوق وتخصيص الموارد.
 - (3) نقل الثروة بين الأطراف الخاصة المشاركة في الأسواق المالية.
 - (4) تحويل الثروة من دافعي الضرائب إلى المشاركين في الأسواق المالية.



يعدّ ميرتون Merton، أن الوظائف الأساسية للنظام المالي، هي نفسها في جميع الاقتصادات السابقة والحاضرة، الشرقية والغربية. غير أنه، ولأسباب تتعلق باختلافات في الحجم والتعقيد والتكنولوجيات المتاحة، وكذلك الاختلافات في الخلفيات السياسية، والثقافية، والتاريخية؛ فإن الآليات المؤسسية التي يقوم النظام المالي من خلالها بتأدية وظائفه المذكورة أعلاه، تختلف اختلافاً كبيراً بين الاقتصادات. لذلك، قد يكون المنظور الوظيفي في تحليل النظام المالي وأدائه الاقتصادي، أكثر فائدة من المنظور المؤسسي، ولاسيما في بيئة من التغيرات التكنولوجية السريعة، والحركة باتجاه تزايد الاتصالات العالمية بين الأسواق المالية.²

¹ . Merton, Robert C. Op.Cit.p.264

² . Merton, Robert C. Op.Cit. p.263

المبحث الثاني

التوسط المالي، مؤسساته ووظائفه

Financial Intermediation

الأهداف التعليمية:

1. فهم المقصود بالوساطة والوسطاء الماليين.

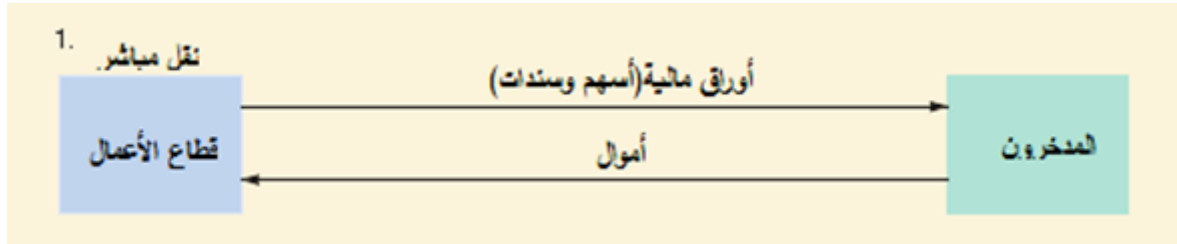
2. التمييز بين مؤسسات التوسط المالي.

3. إدراك دور التوسط المالي ووظائفه.

1-2-1 الوسطاء الماليين Financial Intermediaries

أصبح واضحاً لنا من المبحث السابق، أنه يتم من خلال النظام المالي نقل الأموال بشكل غير مباشر عن طريق الوسطاء. ويقصد بالتوسط المالي: وحدات أو مؤسسات مالية، تقوم بدور فعال في عملية توزيع الأموال، عندما يتعذر، لسبب ما، التعامل المباشر بين المقرضين والمقترضين لهذه الأموال.

الرسم التوضيحي رقم (1-1-2-1). الوساطة المالية المباشرة



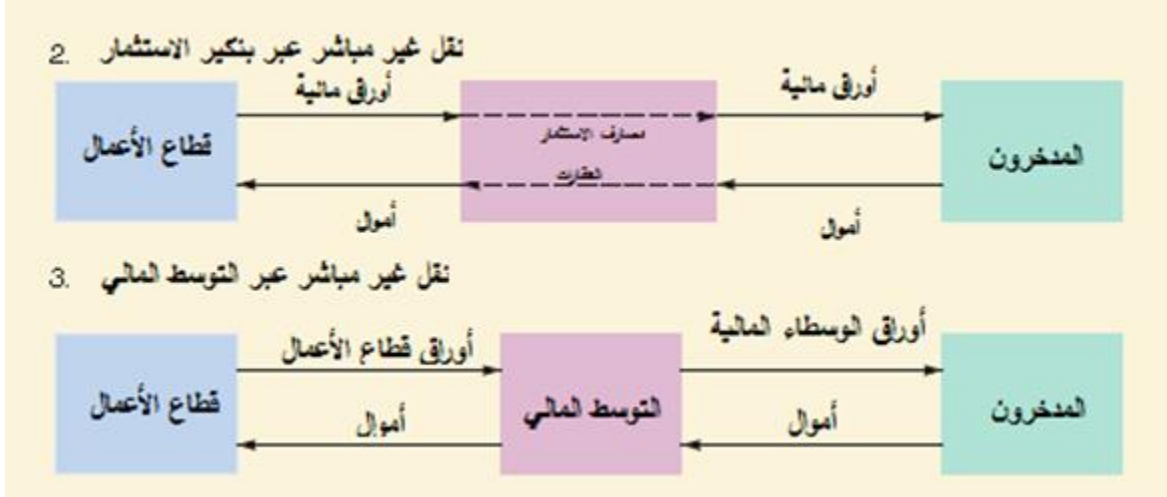
إذن: تتحقق الوساطة المالية من خلال العمليات التي تجمع بين الوحدات التي لديها فائض والوحدات التي لديها عجز، إذ يعاد توزيع الفائض من الأموال. وتقوم بدور الوساطة المالية شركات أعمال متخصصة تسمى: الوسطاء الماليين Financial Intermediaries.

تعمل مؤسسات التوسط المال، على تيسير المتاجرة بالأصول والأوراق المالية وتسهيلها، وذلك عن طريق جمع الأموال والاستثمار في أدوات دين المقرضين وأحقوق الملكية. ويعرف هذا النمط من التمويل غير المباشر بالوساطة المالية كما ذكرنا آنفاً.

إذن: يقوم الوسيط المالي بجمع المقرضين والمقترضين معاً، أو شراء الأوراق المالية للشركات، وبيعها في الأسواق المالية، أو بإصدار أدواته المالية بالاستناد إلى ما حصل عليه من ودائع الادخار من عملائه المستثمرين، تلك الودائع التي تصدرها مؤسسات الادخار والإقراض، ويوفر الوسيط في هذه الحالة القرض مقابل هذه الأدوات المالية.

وتتمثل أهمية الدور الذي يؤديه الوسطاء الماليون، في أنهم يحققون نقل المدخرات وتحويلها إلى الوحدات الاقتصادية التي لديها فرص للاستثمار المربح، إضافة إلى توزيع المصادر الحقيقية من خلال عملية الوساطة، بطريقة أكثر فعالية.

الرسم التوضيحي رقم (2-1-2-1). الوساطة المالية غير المباشرة



بناء على ما سبق ذكره، تتحدد للوسطاء الماليين مهمتان هما:

- 1) المطابقة بين المقرضين والمقترضين.
 - 2) توفير الخدمات المرتبطة بتقاسم المخاطر والسيولة والمعلومات.
- وتتمثل الخدمات الأخرى للوسطاء الماليين في:
- نقل الأصول التي لها مخاطر خاصة مرتبطة بالمقرضين، وتحويل إلى أصول أقل خطورة.
 - تغيير نمط الإدارة السلبية للأصول إلى نشطة في المدى الطويل.
 - توزيع المخاطر على عدد أكبر من الأصول.
 - نقل السيولة وتأمينها.
 - نقل تكاليف التعاملات وتخفيضها.

1-2-2 مؤسسات التوسط المالي

يشمل التوسط المالي، جميع المؤسسات التي تقوم بدور الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين مثل: البنوك، والصناديق المشتركة، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد، إذ تأخذ الأموال من الأفراد والمنشآت، وتعيد استثمارها في أصول جديدة أو في مجالات أخرى.

وتتمثل الأنواع الرئيسية للوسطاء الماليين في المصارف التجارية، والاتحادات الائتمانية، وجمعيات الادخار والإقراض، ومصارف الادخار المشترك (التبادلي)، وصناديق الاستثمار المشتركة، وشركات التمويل، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات التقاعدية. وتتقدم المصارف بوصفها أكبر الوسطاء الماليين، حيث تقرض العديد من قطاعات الاقتصاد، بما في ذلك القطاع العقاري والشركات الصغيرة والمتوسطة. ويذكر في هذا المجال فئات المؤسسات الرئيسية الآتية:

(1) مؤسسات الإيداع.

(2) المؤسسات تعاقدية.

(3) المؤسسات الاستثمارية.

نتناول كل منها بشيء من التفصيل (الجدول رقم 1-2-2-1).

1 مؤسسات الإيداع Depository Institutions

يدخل ضمن فئة مؤسسات الإيداع Depository Intermediaries: بنوك القطاع الخاص؛ لقد تم في العديد من البلدان، ولأسباب مختلفة، إنشاء مؤسسات توسط أخرى للودائع مثل البنوك المشتركة، والبنوك الريفية، ووسطاء الادخار، والقروض، ومصارف البريد وغيرها.

أ. المصارف التجارية Commercial Banks

تقبل هذه المصارف الودائع تحت الطلب وتدفعها عند الطلب، إذ يمكن سحب هذه الودائع من قبل المودعين عن طريق كتابة الشيكات، وتقبل الشيكات في معظم الأماكن كوسيط للتبادل في إتمام العمليات التجارية والمالية.

ب. مؤسسات الادخار والإقراض Saving & Loan Associations

تستلم هذه المؤسسات مدخرات المودعين، وتستثمر معظم هذه الودائع (المدخرات) طويلة الأجل في منح الأفراد قروضا مضمونة برهن عقاري لأجل طويلة.

ج. مصارف الادخار Mutual Savings Banks

تمثل مصارف الادخار المشترك أو المتبادل: مؤسسات مالية مرخصة رسمياً، يتكون رأسمالها من اشتراكات الأعضاء في صندوق مشترك، يتم من خلاله دفع المستحقات والقروض وغيرها. تمثل مصارف

الادخار المشترك أو المتبادل: مؤسسات مالية مخصصة في الأصل لخدمة ذوي الدخل المنخفض أو المحدود؛ ممن استثمروا في أصول بمعدلات ثابتة طويلة الأجل من مثل الرهون العقارية.

د. اتحادات الائتمان Credit Unions

يعد الاتحاد الائتماني نوعاً من التعاونية المالية التي تقدم خدمات مصرفية تقليدية. تتراوح في الحجم من العمليات الصغيرة، التطوعية فقط، إلى الكيانات الكبيرة مع الآلاف من المشاركين. ويمكن تشكيل اتحادات ائتمان من قبل الشركات الكبرى، والمنظمات، والكيانات الأخرى لموظفيها وأعضائها. يتم إنشاء مؤسسات الائتمان وتملكها وتشغيلها من قبل المشاركين، وضمن هذا السياق فهي: مؤسسات غير ربحية، تتمتع بالإعفاء الضريبي.

إن الاتحادات الائتمانية أصغر حجماً بكثير من معظم المصارف، ويتم تنظيمها لخدمة منطقة أو صناعة أو مجموعة معينة.

بينما تقدم الاتحادات الائتمانية والمصارف خدمات متماثلة عموماً مثل: قبول الودائع، وإقراض المال، وبيع المنتجات المالية كبطاقات الائتمان Credit Cards، وبطاقات الخصم Debit Cards، وشهادات الإيداع CDs، إلا أنه توجد اختلافات هيكلية رئيسية. تتمثل هذه الاختلافات إلى حد كبير بكيفية توليد الدخل. إذ تعمل المصارف على توليد الأرباح لمساهميها، بينما تعمل الاتحادات الائتمانية كمنظمات غير ربحية مصممة لخدمة أعضائها، والذين هم المالكون في واقع الأمر. يقوم أعضاء الاتحادات الائتمانية بجمع أموالهم، أي شراء الأسهم في التعاونية، إذ تسمح هذه الأموال للأعضاء بتقديم القروض، وفتح حسابات ودائع تحت الطلب لبعضهم لبعض، وغيرها من المنتجات والخدمات المالية. إن معظم الاتحادات الائتمانية أصغر بكثير من مصارف التجزئة.

(2) المؤسسات التعاقدية Contractual Institutions

تتحدد فئة مؤسسات التوسط التعاقدي Contractual Intermediaries، بمقدمي تسهيلات المدخرات التعاقدية وأشباهاها من مثل: شركات التأمين، وصناديق التقاعد.

أ. شركات التأمين على الحياة Life Insurance Companies .

تقوم هذه الشركات ببيع الحماية ضد المخاطر من مثل: فقدان الدخل بسبب الوفاة المبكرة أو العجز. وتتضمن (بوالص) التأمين التي تبيعها هذه الشركات عنصراً من الادخار للمشتريين.

ب. شركات التأمين ضد الحوادث والحريق Fire & Casualty Insurance Companies

يوفر التأمين على الممتلكات الحماية ضد معظم المخاطر المتعلقة بتلك الممتلكات، من مثل: الحريق، والسرقه، وبعض الأضرار المرتبطة بالطقس. يشمل ذلك النوع من التأمين: التأمين المتخصص ضد الحرائق، الفيضانات، الزلازل، والتأمين على المنزل وغيرها من المتعلقةات.

يتم التأمين على الممتلكات بطريقتين رئيسيتين: مفتوحة ومحددة.

يهدف التأمين على الملكية والحوادث إلى حماية الممتلكات الموصوفة، الحقيقية منها أو الشخصية، إذ يوجد احتياجات مختلفة للتأمين على المنازل، والطيران، والطاقة، والنقل، والبناء، والالكترونيات... إلخ. يحمي التأمين ضد الحوادث كما هو الحال في التأمين على الملكية من الخسائر أو الأضرار في الممتلكات، ويتمثل الفرق بين الاثنين في أن التأمين ضد الحوادث يحمي أماكن العمل من الإصابات والجرائم، بينما يغطي التأمين على الممتلكات، الخسائر في الأرض أو البناء، أو الممتلكات الشخصية.

ج. مؤسسات (صناديق) التقاعد والمعاشات Pension Funds

تجمع هذه المؤسسات المساهمات من العاملين المكتتبين وأصحاب الأعمال، وتستثمر هذه الأموال في الأسواق المالية. وتقدم هذه المؤسسات دفعات معينة دورية لأولئك العاملين المكتتبين عند إحالتهم إلى التقاعد وبعدها.

3) المؤسسات الاستثمارية Investment Intermediaries

تتطبق خطط الاستثمار الجماعي collective investment schemes على وحدات صناديق الاستثمار securities unit trusts، ووحدات صناديق الملكية، والصناديق المتداولة ETFs، حيث أصبحت الأخيرة ذات شعبية واسعة على مدى العقد الماضي، وبعض الدول لديها خطط استثمار جماعي من مثل: خطط سندات المشاركة PBSs، كما ظهرت فئة أخرى من الوساطة المالية في العديد من البلدان.

أ. شركات الاستثمار Investment Companies

تمثل "شركة الاستثمار" عموماً، شركة أو هيئة أو شراكة تجارية أو شركة محدودة المسؤولية، تصدر الأوراق المالية، وتعمل بشكل رئيس في مجال الاستثمار بالأوراق المالية.

تستثمر شركة الاستثمار الأموال التي تحصل عليها من المستثمرين على أساس جماعي، إذ يعد كل مستثمر شريكاً في الأرباح والخسائر، بما يتوافق مع مصلحة هذا المستثمر. ويعتمد أداء شركة الاستثمار على أداء الأوراق المالية والأصول الأخرى التي تمتلكها من دون أن تتطابق معها بالضرورة.

تصنف بعض قوانين الأوراق المالية، ومنها الأمريكية، شركات الاستثمار إلى ثلاثة أنواع أساسية هي: الصناديق المشتركة المعروفة قانوناً باسم: الشركات المفتوحة، والصناديق المغلقة المعروفة قانوناً باسم: الشركات المغلقة، والوحدات الاستثمارية UITs، ولكل نوع خصائصه المتميزة.

ب. الصناديق المشتركة Mutual Funds

تصدر أسهما وتبيعها إلى المستثمرين والمدخرين، ثم تستخدم الدخل الناتج للاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم والسندات) المتداولة في الأسواق المالية، وذلك لصالح جميع المدخرين والمستثمرين الذين يحملون أسهمها، وبذلك توزع المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر في حال تركيز مدخراته في نوع معين من الأوراق المالية، وذلك عن طريق شراء أوراق متنوعة ومختلفة لصالح حاملي أسهمها من المدخرين والمستثمرين.

ج. صناديق سوق النقد Money Market Mutual Funds

يمثل صندوق سوق النقد، نوعاً من الصناديق المشتركة التي تستثمر فقط في الأوراق ذات السيولة العالية المكافئة أو المعادلة للنقدية، التي تتمتع بتصنيف ائتماني مرتفع، وتسمى هذه الصناديق أيضاً: صناديق سوق النقد المشتركة، وتستثمر في المقام الأول في أوراق الدين بفترات استحقاق قصيرة الأجل، أقل من 13 شهراً عادة. وتوفر سيولة عالية بمستوى منخفض جداً من المخاطرة. تعمل هذه الصناديق وفق معايير الصناديق المشتركة، وتقوم بإصدار وحدات قابلة للاستبدال، للمستثمرين، تسمى أسهماً أيضاً. يتم تفويض هذه الصناديق باتباع الإرشادات التي يصوغها المنظمون المحليون، من مثل تلك التي تضعها هيئة الأوراق المالية والبورصة SEC.

الجدول رقم (1-2-2-1). فئات مؤسسات الوساطة المالية الرئيسية

فئة الوساطة	مصادر الأموال	استخدامات الأموال
مؤسسات ايداعية		
المصارف التجارية	الإيداعات	قروض لقطاع الأعمال والمستهلكين
		صكوك الرهن العقاري والسندات
مؤسسات الادخار والإقراض	الإيداعات	صكوك الرهن
مصارف الادخار	الإيداعات	صكوك الرهن
اتحادات الائتمان	الإيداعات	قروض للمستهلكين
مؤسسات تعاقدية		
شركات التأمين على الحياة	أقساط التأمين	سندات الشركات وصكوك الرهن
شركات التأمين ضد الحريق	أقساط التأمين	أسهم وسندات وأوراق حكومية
الصناديق التقاعدية	مساهمات العاملين	أسهم وسندات الشركات
مؤسسات استثمارية		
شركات استثمار	أسهم وسندات (وحدات)	أسهم وسندات الشركات وأوراق حكومية
صناديق استثمار	أسهم وسندات (وحدات)	أسهم وسندات
صناديق سوق النقد	أسهم (حصص) الصندوق	أوراق سوق النقد

1-2-3 دور التوسط المالي ووظائفه

تحصل مؤسسات الوساطة المالية على الأموال من المدخّرين أو المقرضين، وذلك عن طريق إصدار مطالب، واستخدام الأموال لمنح القروض للمقترضين أو الأطراف التي تقوم بالانفاق. من ثم، تستفيد هذه المؤسسات من وحدات الادخار (الفائض) ووحدات الانفاق (العجز). وتصبح هذه الأموال التي تجمعها مؤسسات التوسط المالي، إما خصوصاً أو حقوق ملكية للمشاركين في عملية التوسط. مما سبق ذكره أعلاه، يتمثل دور مؤسسات الوساطة المالية، في خلق شروط أفضل أو أكثر ملائمة للصفقات أو التعاملات التي يمكن أن تحصل بين المقرضين و المقترضين. إذ يمكن للتوسط المالي - من وجهة نظر وحدات الفائض (المدخّرين) - أن يتغلب على الصعوبات التي تمنع المدخّرين من شراء المطالب الأولية مباشرة، وتتمثل هذه العقبات في جزء منها في ما يأتي:

- الافتقار إلى المعلومات.
 - الافتقار إلى الخبرة المالية.
 - محدودية القدرة على الوصول إلى الأسواق المالية.
- ويستطيع التوسط المالي من وجهة نظر وحدات الإنفاق (العجز)، مد فترات استحقاق الأدوات أو الأصول المالية، التي يمكن للمؤسسة أن تصدرها؛ مما يخفّض تكاليف التعاملات Transaction Costs بشكل واضح.

مثال

يستطيع المصرف أن يعطي قرضاً لشركة تعمل في صناعة السيارات مثلاً، أو يمكنه أن يشتري سند الشركة من السوق الأولي. تنتقل الأموال نتيجة ذلك من العموم (المقرضين - المدخّرين) إلى شركة سيارات، وفي هذه الحالة تكون هي الجهة المقترضة، أو التي تقوم بالانفاق بمساعدة من مؤسسة التوسط المالي، وهي: البنك.

تحقق مؤسسات التوسط المالي الأرباح من خلال فرض معدلات فائدة على القروض، التي تكون أعلى مما تدفعه للحصول على الأموال، أي: فارق الفائدة.

وتؤمن عملية نقل الأصول بين الوحدات الاقتصادية واحدة من ثلاث وظائف، وهي:

- 1) التوسط من حيث فترات الاستحقاق كما أوضحنا سابقاً.
- 2) تخفيض المخاطر عبر التنويع.
- 3) تخفيض التكلفة المرتبطة بالتعاقد ومعالجة المعطيات.

تتحقق هذه الوظائف الاقتصادية من قبل مؤسسات الوساطة المشاركة في السوق المالي؛ حيث تقدم هذه المؤسسات خدمات مالية خاصة؛ إذ تقدم الخدمات الأولى، والثانية من قبل السماسرة أو المتعاملين أو صانعي الأسواق، وترتبط الوظيفة الثالثة بمتعهدي التغطية.

وتتضمن الخدمات الأخرى المقدمة من قبل مؤسسات التوسط المالي:

- تسهيل المتاجرة بالأصول المالية للزبائن عبر ترتيبات السمسرة.
- ويمكن لمؤسسات التوسط أن تسهل المتاجرة بالأصول المالية عبر استخدام رأس مالها الخاص وذلك بأن تأخذ "مركزاً" Position بالنسبة لأصل مالي ما، يرغب الزبون التعامل فيه.
- ويمكن لمؤسسات التوسط أن تقيم، أو تعمل على استحداث أصل مالي لزبونها، أو نقله إلى مشارك آخر في السوق.
- تقديم المشورة أو إدارة أصول الزبائن.
- توفير طرائق لتسديد الممستحقات.

الإطار رقم (1-2-3-1). المركز أو الوضع Position

يمثل المركز Position، كمية الورقة أو السلعة أو العملة التي يملكها فرد ما أو تاجر أو مؤسسة أو أي كيان مالي آخر مشارك في السوق.

يشترى في حالة المركز أو الوضع الطويل long position: الأصل أو الورقة المالية سواء أكانت سهماً أم سلعة أم عملة، وتوقع أن قيمة هذا الأصل سترتفع (أي **ال شراء على انخفاض حالياً، والبيع على ارتفاع لاحقاً**).

وبياع في حالة المركز أو الوضع القصير Short position: الأصل أو الورقة المالية سواء أكانت سهماً أم سلعة أم عملة، وتوقع أن قيمة هذا الأصل ستنخفض. (أي **البيع على ارتفاع حالياً، والشراء على انخفاض لاحقاً**).

تحتسب قيمة المركز Value of the Position، بعد طرح التكلفة الأولية لأخذ المركز أو الوضع.. وفي إشارة إلى إعادة تحديد قيمة المركز، بحيث يعكس قيمته الفعلية حالياً في السوق، فإنه يشار إلى ذلك في الصناعة المالية على أنه "ربط بالسوق" Marked to market.

1-2-4 أثر التوسط المالي في تكلفة التعاملات

تؤثر تكلفة التعاملات Transaction Costs في نتائج الاستثمار، وتتحكم بسرعة تحويل الأصول إلى سيولة. وكما عرضنا سابقاً لجهة تخفيض التكلفة المرتبطة بالتعاقد ومعالجة المعطيات، فإن التوسط المالي يؤمن شروطاً أكثر ملائمة للصفقات، من ثم يعمل على تخفيض تكاليف التعاملات. ويمكننا تصنيف تكاليف التعاملات إلى:

1) تكلفة البحث والمعلومات، وتتحدد من خلال:

(i) تكلفة البحث: تكاليف مباشرة وغير مباشرة.

(ii) تكلفة المعلومات: مرتبطة بتقييم الأدوات المالية.

2) تكلفة التعاقد والمتابعة: وهي مرتبطة بالتكاليف الضرورية لاستخدام المعلومات من أجل تجاوز مشكلة "عدم تناظر المعلومات".

3) التكلفة المرتبطة بتحفيز البائعين والمشتريين للأصول المالية: يمكن أن يكون لدى المشاركين في السوق المالي حوافز مختلفة للعملية المالية أو عقد الصفقات والمتاجرة.

ويمكننا استناداً إلى حافز المتاجرة تصنيف المشاركين في السوق إلى المجموعات الآتية:

- أ. مجموعة المستثمرين العموميين.
- ب. مجموعة السماسرة.
- ج. مجموعة المتعاملين أو التجار.
- د. شركات أو وكالات التصنيف الائتماني.



قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الأول: تعاريف وأحكام عامة

المادة - 2 -

أ- يقصد بالكلمات والعبارات الآتية في مجال تطبيق أحكام هذا

المرسوم التشريعي (رقم 55/ للعام 2006) ما يأتي:

الهيئة: الأوراق والأسواق المالية السورية المحدثة بالقانون رقم 22/ لعام 2005 .

السوق: سوق دمشق للأوراق المالية وأية سوق أخرى تنشأ وفقاً لأحكام القانون، وتشتمل على:

السوق النظامية: وهي التي ينظم من خلالها التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة يحددها المجلس.

السوق الموازية: وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق، تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة، وذلك إلى حين توافر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية.

العضو: الشخص الاعتباري العضو في السوق.

الشركة المرخصة: شركة الخدمات والوساطة المالية المرخص لها من قبل الهيئة، والتي تمارس عملاً أو أكثر من أعمال الوسيط المالي أو الوسيط لحسابه، أو أمين الاستثمار، أو مدير الإصدار، أو أي نشاط استثماري أو استشاري آخر، وذلك وفق ما تحدده الهيئة بموجب القوانين والأنظمة والقرارات الصادرة بمقتضاها.

المصدر: الشخص الاعتباري الذي يصدر أوراقاً مالية أو يعلن عن رغبته في إصدارها.

عقد التداول: العقد الذي تشتري بموجبه أوراق مالية أو تباع.

الوسيط: الشخص الاعتباري المرخص له من قبل الهيئة؛ لممارسة أعمال الوسيط المالي أو الوسيط لحسابه، والذي يتمتع بالجنسية السورية.

المعتمد: الشخص الطبيعي العامل لدى الوسيط الذي تعتمده الهيئة إدارياً وفنياً؛ لممارسة الأعمال المرخص بها للوسيط.

المبحث الثالث

السوق المالي ووظائفه

Financial Market(Functions)

الأهداف التعليمية:

1. توضيح مكانة السوق المالي في بنية النظام المالي والاقتصادي.

2. فهم وظائف السوق المالي.

3. معرفة تأثير تكلفة التعاملات في بنية السوق المالي.

1-3-1 السوق المالي في بنية النظام المالي والاقتصادي

يمثل السوق المالي مكوناً أساسياً من مكونات الاقتصاد الحديث؛ فهو الإطار الذي يجمع بين المشتريين والبائعين للأوراق المالية، بمعنى: الإطار الذي يجمع بين وحدات الفائض الراغبة بالاستثمار ووحدات العجز المحتاجة للأموال بغرض الاستثمار.¹

وتحول المدخرات في الأسواق المالية، إلى استثمارات من خلال:

أولاً- خلق الحقوق المالية.

ثانياً- تقديم الخدمات المالية.

يحصل المدخر الذي يسهم بمدخراته في الأسواق المالية مقابل ذلك على: وعود على هيئة حقوق مالية، أو خدمات مالية: كالأسهم، والسندات، وبوليصات التأمين، والودائع المصرفية، إذ يتوقع المدخر الحصول من هذه الحقوق على عوائد مستقبلية؛ كالفوائد على السندات، والأرباح على الأسهم، والعوائد على حسابات التوفير، مقابل تنازله عن جزء من حقه في الوقت الحاضر، وتحمله للمخاطر نتيجة احتمال عدم تحقق العوائد المتوقعة من الحقوق المالية لسبب ما. إذ أن أسعار الأسهم قد تنخفض، والشركة التي أصدرت السندات قد تعجز عن تسديد قيمتها عند الاستحقاق، وقد تصاب شركات التأمين بخسائر تجعلها عاجزة عن تسديد التزاماتها، وقد تفقد الفوائد على حسابات التوفير قوتها الشرائية نتيجة الإرتفاع المتواصل في الأسعار. وتجدر الإشارة هنا إلى أن الادخارات التي تصب في الأسواق المالية لا تتحول جميعها إلى استثمارات حقيقية بالضرورة، وبذلك لن تؤدي إلى تكوين رأسمال حقيقي، ذلك أن جزءاً من هذه الادخارات يستخدم لأغراض الاستثمار المالي الذي يهدف إلى تحقيق مكاسب مالية من خلال الاستفادة من العوائد أو من فروقات الأسعار، ويطلق على هذه العملية: "المضاربة".

¹. مطر، محمد (1999)- إدارة الاستثمارات. ص 140.

وقد يشتري المضاربون الأوراق المالية التي تنخفض أسعارها، ومن ثم يبيعونها عند الارتفاع، أو الاستفادة من فروقات الأسعار بين الأسواق من خلال تحويل أموالهم من سوق إلى آخر، ويطلق على هذه العملية اسم: "المراجحة".

تدخر بعض الوحدات من المال أكثر مما تستثمر في الأصول الحقيقية، أي يمكن أن يكون لديها ادخار فائض تحتفظ به على شكل أصول مالية. ويمكن أن يكون الادخار لدى الوحدات الأخرى أقل من استثمارها في الأصول الحقيقية، ومن ثم تضطر إلى سد هذا العجز في الادخار عن طريق الحصول على الأموال الضرورية، وذلك من خلال إصدار التزامات مالية مختلفة: كالسندات، والأسهم العادية، والسندات الأذنية، وغيرها. وهكذا نجد أن العملية المالية تؤدي إلى خلق الأصل والالتزام الماليين بشكل متزامن.

عوامل نشوء وتطور الأسواق المالية

وجدت الأسواق منذ القدم، إلا أن الأصول التي يتم التعامل بها، وكذلك أساليب تبادل تلك الأصول ووسائلها، قد تغيرت عبر التاريخ تبعاً للظروف الاقتصادية والاجتماعية، وتبعاً لتغير احتياجات الأفراد وتطور وسائل الاتصال في ما بينهم. نمت البورصات من أنشطة التداول المبكرة في السلع الزراعية وغيرها، إذ وجد التجار الأوروبيون، في معارض العصور الوسطى: أنه من الملائم استخدام الائتمان، مما تطلب اعتماد مستندات خاصة داعمة من مسودات، وإشعارات، وسندات صرف.

ظهرت البدايات المؤسسية لبورصات الأسهم خلال القرنين السادس والسابع عشر، وذلك من جذور متشابهة في المراكز التجارية الكبرى في جميع أنحاء العالم، مثل: أمستردام، ولندن وغيرها. وبحلول القرن التاسع عشر، أصبح التداول الرسمي للأوراق المالية شائعاً في الدول الصناعية. خلق نمو التجارة الحاجة للبنوك وشركات التأمين، ودفعت التطورات السياسية حكومات الدول للبحث عن مصادر جديدة للتمويل. لقد خلق هذا المزيج من التوسع في النشا، والنقص في رأس المال بين فينة وأخرى، حافزاً لمصدري الأوراق المالية الأوائل، من حكومات، وبنوك، وشركات تأمين، وبعض الشركات المساهمة، ولاسيما الشركات التجارية الكبرى. ومن ثم كان الانتقال من الأسواق القائمة على الأوراق التجارية والإشعارات إلى إنشاء بورصات الأوراق المالية أمراً سهلاً ومنطقياً. لقد تركت الأحداث التاريخية بصماتها على تطور البورصات في بعض البلدان. حيث كان التعدين في جنوب إفريقيا وكندا بدلاً من التجارة هو صاحب التأثير المهم في تأسيس البورصات، وأدت حملة توزيع الأسهم التي كانت تمتلكها في السابق العائلات الكبرى أو الزايباتسو zaibatsu، والشركات شبه الحكومية إلى زيادة كبيرة في الملكية العامة للأسهم، مما أسهم بدوره في نمو المتاجرة في البورصات اليابانية التسع بشكل كبير. تطور آخر حدث بعد الحرب العالمية الثانية وهو اهتمام حكومات البلدان النامية باستخدام البورصات، لتسهيل التمويل الخارجي.

الإطار رقم (1-3-1-1). تطور الأسواق المالية

أتى مصطلح البورصة من اليونانية القديمة βύρσα التي استخدمت لاحقاً للإشارة إلى المحفظة، ويمكن تقفي أثر وجود البورصة في فرنسا منذ القرن الثاني عشر، عندما حدث التداول في الأوراق التجارية، وأنشأ Philip the Fair، في الفترة ما بين 1268 و 1314 مهنة وكيل السوق، بهدف تنظيم الأسواق. كانت مدينة بروج البلجيكية Bruges، في نفس الفترة تقريباً مركزاً مزدهراً في ما يطلق عليها: الدول المنخفضة، إذ توجه التجار إلى التجمع أمام منزل عائلة فان دي بورس Van der Buerse للمتاجرة. ولاحقاً أصبح اسم تلك العائلة مرتبطاً بالتداول. تم تداول أسهم شركة الهند الشرقية الهولندية في أمستردام بحلول أوائل القرن السابع عشر، وانتقل تجار بورصة لندن الذين كانوا يجتمعون في المقاهي إلى مبنى خاص بهم في عام 1773.

استمر تطور البورصات، وكان التقدم في معظمه داخلياً وطوعياً كما في بورصة لندن، إذ تنظم البورصة أنشطتها الخاصة. خضعت البورصات الفرنسية مباشرة للقانون بخلاف البريطانية، مما ترك تأثيره في الوسطاء. وتواجدت في وقت واحد، ثلاث أسواق للأوراق المالية في باريس: سوق رسمي يسمى: الباريك، أي الأرضية، وسوق شبه رسمي أطلق عليه: الجناح Coulisse، والسوق الخارجي وهو: سوق غير منظم يتم فيه تداول الأوراق المالية غير المدرجة Hors Côté. تم إخضاع Hors Côté للوائح الرسمية في عام 1929، و تم في العقد التالي استيعاب أنشطته في Coulisse، الذي دمج مع الباريك في إعادة تنظيم في عام 1961. مرت الأسواق في بلجيكا بفترات متباينة؛ إذ فرضت ضوابط حكومية صارمة في عام 1801، ولم تتم إزالتها حتى عام 1867. ثم وضعت الأسواق مرة أخرى تحت سيطرة السلطة المركزية في أعقاب الأزمة الاقتصادية 1929-1934. تخضع الأسواق في سويسرا، لقانون الكانتونات أو الولايات.

فقدت بورصة برلين دورها المهيمن بعد الحرب العالمية الثانية، وحل مكانها بورصات فرانكفورت ودوسلدورف، وحصلت ثورة في أسواق الأوراق المالية اليابانية بعد الحرب العالمية الثانية، وذلك عندما تم سن قانون جديد للأوراق المالية على غرار النموذج الأمريكي. بدأت أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة بالمضاربة في إصدارات الحكومة الجديدة، إذ تم في عام 1791، تأسيس أول بورصة في فيلادلفيا، من ثم كان إنشاء بورصة نيويورك في عام 1792، عندما قرر 24 من التجار والوسطاء تحصيل عمولات عن قيامهم بدور وكلاء للآخرين، وإعطاء الأفضلية بعضهم لبعض عند الدخول في مفاوضات. لقد قام أولئك التجار والوسطاء بالكثير من تجارتهم تحت شجرة Buttonwood، في جادة وول ستريت، رقم 68. قرر سماسرة نيويورك في عام 1817 أن ينظموا هيئة الأوراق المالية والبورصة رسمياً، واعتمدت بورصة نيويورك اسمها الحالي في عام 1863. ونظمت خلال الحرب الأهلية بورصات إضافية، منها البورصة الأمريكية في نيويورك NYSE Amex Equities.

1-3-2 التطورات في الأسواق المالية ودور الحكومات

سبقت الأسواق المالية غيرها من الأسواق من حيث: التنظيم، والإمكانيات، والتسهيلات المتاحة للمتعاملين ضمنها، بالرغم من أنها حديثة العهد نسبياً. ويرجع ذلك إلى ضخامة الاستثمارات المالية في هذه الأسواق، وتزايد الدور الاقتصادي لها.

- لقد تطور مفهوم السوق في الوقت الراهن من جميع جوانبه، ومن أهم هذه التطورات الحاصلة ما يأتي:
- لم يعد السوق محصوراً في إطار مكاني محدد. أي أن المكان بحد ذاته، وإن كان شرطاً مكماً يزيد من كفاءة السوق، إلا أنه ليس شرطاً أساسياً لوجود هذا السوق. إذ يمكن أن يوجد السوق بدون حيز مكاني محدد، ويكفي مجرد وسيلة اتصال فعالة بين البائعين والمشتريين لقيام السوق. ووفقاً لهذا المفهوم يوجد سوق مالي أينما توجد الوسيلة التي تتيح عملية التبادل بين البائعين والمشتريين، وبغض النظر عن كونها قد تمت من خلال لقاء مباشر بينهما، أو بطريقة غير مباشرة عبر أجهزة الاتصال من فاكس أو حاسوب، أو لبريد، وغير ذلك.
 - تميل الأسواق الحديثة إلى التخصص من حيث أنواع أدوات الاستثمار المتداولة فيها؛ فقد أصبح مألوفاً أن نجد سوقاً منظمة تتخصص في بيع سلعة معينة كالذهب مثلاً، أو الأوراق المالية... إلخ.
 - أدى تخصص الأسواق إلى ظهور فئات متخصصة من الأفراد والمؤسسات المتعاملة في هذه الأسواق، ليس في مجال المتاجرة فقط بل في القيام بدور السمسرة والوساطة أو الوكالة. ومن هنا ليس بالضرورة أن يكون جميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية مالكيين للأوراق المالية، أو ممن يسعون إلى تملكها، بل يمكن أن تكون من بينهم فئة يقتصر دورها على إدارة عملية التبادل وتنظيمها، وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين، أي فئة السماسرة.

دور الحكومة

تستطيع الحكومات من خلال الأسواق المالية، لكونها مكوناً رئيساً في النظام المالي والاقتصادي الحديث تنفيذ سياساتها، إذ يمكن تعزيز التنمية الاقتصادية، وتوفير السبل والإجراءات المختلفة لمعالجة الخلل الاقتصادي، ذلك أن الأسواق المالية تعطي إشارات مبكرة، ارتباطاً بدورة السوق والدورة الاقتصادية. ويمكن تصنيف المسارات التي تؤثر الحكومة من خلالها في الأسواق المالية ضمن خمس فئات:

I. مشارك في السوق market participant، يتبع قواعد العمل نفسها التي يتبعها المتعاملون الآخرون من القطاع الخاص، كما هو الحال مع عمليات السوق المفتوحة.

II. منافس industry competitor أو مبتكر ومحدث benefactor of innovation، من خلال دعم التطوير، أو إنشاء منتجات أو أسواق مالية جديدة بشكل مباشر، من مثل السندات المربوطة بمؤشر.

III. مشرّع ومنفذ legislator and enforcer، من خلال وضع وتطبيق القواعد والقيود المفروضة على المشاركين في السوق والمنتجات والأسواق المالية، من مثل: قواعد السعر up-tick rules، ومتطلبات الهامش، والتوقيفات في عمليات التداول، أو ما يطلق عليه "قواطع الدارة" circuit breakers، وبراءات الاختراع للمنتجات.

IV. مفاوض negotiator، من خلال تمثيل ناخبها المحليين في التعاملات مع الدول الأخرى، تلك التعاملات التي على صلة بالأسواق المالية.

V. متدخل من دون قصد unwitting intervener، عن طريق تغيير اللوائح العامة للشركات والضرائب وغيرها من القوانين أو السياسات التي كثيرا ما يكون لها عواقب غير متوقعة وغير مقصودة على صناعة الخدمات المالية.¹

تعدّ قاعدة السعر الأعلى Up-tick rule، واحدة من قواعد البيع القصير Short Sell. وتعني القاعدة: أن البيع على المكشوف أو القصير لا يمكن أن يتم إلا إذا كان السعر الذي تتم به الصفقة أعلى من السعر قبل الصفقة.

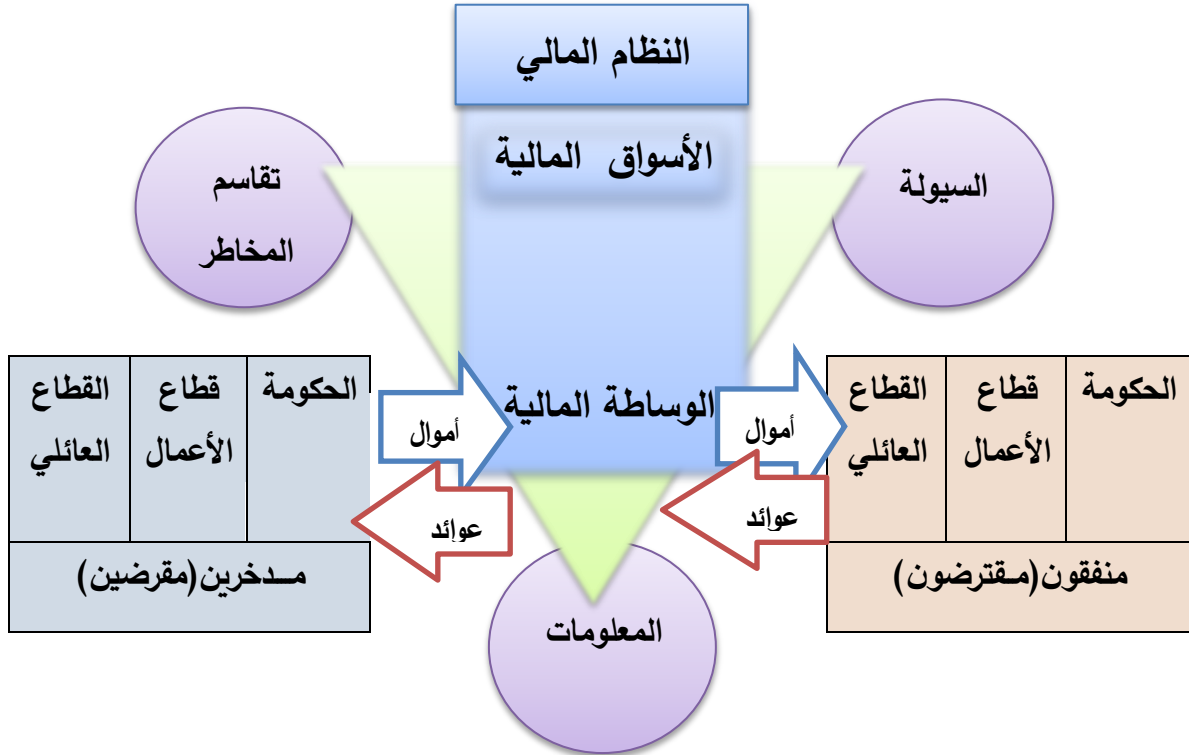
تعدّ قواطع الدارات circuit breakers، حدوداً أو عتبات، يتم عندها إيقاف التداول على مستوى السوق، إذ توقف قواطع الدارة التداول في أسواق الأسهم خلال الانخفاضات الكبيرة، وقد حددت في السوق الأمريكي مثلاً عند 7% و 13% و 20% من سعر إغلاق اليوم السابق.

¹ . Merton, Robert C. Op.Cit,p.263.

1-3-3 وظائف السوق المالي

تعمل السوق المالية بطريقة تجعل دورة التدفق النقدي الأساسية بين ادخارات القطاع العائلي والاستثمارات الرأسمالية من قبل الشركات ممكنة. يتبع ذلك تدفق العوائد إلى القطاع العائلي ممثلة بالأرباح ومدفوعات الفائدة وغيرها؛ إذ تستخدم للاستهلاك وإعادة التدوير كمدخرات جديدة. إضافة إلى الوظيفة الأساسية التي تكرر ورودها في ما سبق، ونعني بها نقل الأموال بين الوحدات الاقتصادية. تتحد في السوق المالي الكيفية التي يتم بها انتقال تلك الأموال وتوزيعها وتنميتها عبر إصدار الأوراق المالية، إذ توفر تلك الأوراق أشكالاً مختلفة للاحتفاظ بالثروة. ويتم من خلال السوق المالي توفير السيولة والمعلومات المتعلقة بال أصول المالية المختلفة. وتقدم أسواق المال في كثير من الأحيان إمكانيات لتجميع وتقاسم المخاطر عبر الأوراق المالية والوسطاء، من خلال توفير الأصول المالية المصممة بهدف تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة أو أسعار صرف العملات أو أسعار السلع، وذلك في إطار ما يطلق عليه: عملية التحوط أو الـ Hedge. إذ تسمح أسواق المال المطورة جيداً، بالفصل بين المسؤولية عن متطلبات تدفق رأس المال نحو الاستثمارات، والمسؤولية عن تحمل مخاطر تلك الاستثمارات. ويتيح هذا المرفق التخصص الكفاء في أنشطة الإنتاج وتسوية التعاملات والتقاص Clearing.

الرسم التوضيحي رقم (1-3-3-1). وظائف السوق والوساطة الماليين



مما سبق ذكره، نستطيع أن نصنف الوظائف الرئيسية للأسواق المالية ممثلة في الآتي:

- (1) وظيفة التمويل: أي جذب المدخرات.
- (2) وظيفة الاستثمار: بمعنى تخصيص المدخرات.
- (3) وظيفة التسعير: إذ تتحدد أسعار الفائدة وأسعار الأصول المالية.
- (4) وظيفة التسوية والدفع: بمعنى تيسير التعاملات.
- (5) إدارة المخاطر.¹

ونضيف إلى الوظائف الخمس أعلاه وظيفة تأمين السيولة والمعلومات. ويدخل ضمن وظيفة التسعير ما يمكن أن يطلق عليه: "اكتشاف السعر"، ويفهم من وظيفة التسوية والدفع: تيسير التعاملات وتخفيض تكلفتها. وبما أن الوظائف الأولى والثانية قد نوقشت بإسهاب في مواضع عدة سابقاً، فإننا سنعرض للوظائف الباقية بشيء من التفصيل.

■ وظيفة التسعير و"اكتشاف السعر"

تعني وظيفة اكتشاف السعر: أن التعاملات بين المشتريين والبائعين للأدوات المالية في السوق المالي هي التي تحدد سعر الأصل المتاجر به. وفي الوقت نفسه، يتحدد العائد المطلوب من الاستثمار بين المشاركين في هذا السوق، ويتوقف حافز أو باعث الباحثين عن الأموال (وحدات العجز) على العائد المطلوب من قبل المستثمرين، و تتمثل وظيفة اكتشاف السعر بالإشارة التي تعطى، والتي تحدد كيف يمكن للأموال المتاحة أن تنتقل من المقرضين إلى المستثمرين، وكيف يمكن توزيع هذه الأموال بما يفي باحتياجات طالبي الأموال، وتنميتها عبر إصدار الأوراق المالية؟

■ تخفيض تكلفة المعاملات

تعمل هذه الوظيفة عندما يقوم المشاركون في السوق المالي بتحمل تكاليف المتاجرة بالأدوات المالية، أو يلزمون بتحملها، ولعل فكرة وجود المؤسسات والأدوات في اقتصادات السوق، إنما تقوم على تكلفة المعاملات، أو بمعنى آخر: إن المؤسسات والأدوات التي تبقى هي التي تؤمن أقل مستوى من تكلفة المعاملات.

■ السيولة والمعلومات

تعطي وظيفة السيول، إمكانية للمستثمرين لبيع الأدوات المالية، لأن السيولة تمثل المعيار في القدرة على بيع الأصل بسعر سوقي مقبول في أي وقت، وبدون هذه السيولة سيكون المستثمر مجبراً على حمل الأداة المالية حتى تتهاى الظروف للبيع، أو يقوم المصدر للأداة باسترجاعها أو تصفيتها، ويتم تسهيل أدوات الدين

¹ . Rose and Marquis, Op.Cit, p.6

عند الاستحقاق، أما أدوات الملكية فإلى أن تقرر الشركة طوعاً أو إجباراً تسيلها. إن كل الأسواق المالية تؤمن نوعاً من السيولة، وتتمايز في ما بينها باختلاف درجات تلك السيولة.

يقوم سوق المال، بالإضافة إلى هذه الوظائف المعلنة، بوظيفة مهمة كامنة لكونه مصدراً أساسياً للمعلومات التي تساعد في تنسيق عملية صنع القرار اللامركزي في مختلف قطاعات الاقتصاد. وتستخدم معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية من قبل القطاع العائلي أو الوكلاء في اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستهلاك، واختيار نوع التخصيص لمحافظ الثروة، وتقدم هذه الأسعار أيضاً إشارات هامة لمديري الشركات بخصوص عملية اختيار المشاريع الاستثمارية وتمويلها.¹

تذكر!

- تعطي الأسواق الإشارة التي تحدد كيف يمكن للأموال المتاحة أن تنتقل من المقرضين إلى المستثمرين، وكيف يمكن توزيع هذه الأموال بما يفي باحتياجات طالبي الأموال وتمييتها عبر إصدار الأوراق المالية؟
- إن المؤسسات والأدوات التي تبقى هي التي تؤمن أقل مستوى من تكلفة المعاملات.
- إن كل الأسواق المالية تؤمن نوعاً من السيولة، وتتمايز في ما بينها باختلاف درجات تلك السيولة.

يتم استخدام معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية في اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستهلاك، واختيار نوع التخصيص لمحافظ الثروة، وتقدم هذه الأسعار أيضاً إشارات هامة لمديري الشركات بخصوص عملية اختيار المشاريع الاستثمارية وتمويلها.

تسمح أسواق المال المطوّرة جيداً، بالفصل بين المسؤولية عن متطلبات تدفق رأس المال نحو الاستثمارات، والمسؤولية عن تحمل مخاطر تلك الاستثمارات

¹. Merton, Robert C. Op.Cit, p.263



قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم / 22 / وتعديلاته

تعريف

/المادة 1/

يقصد بالتعريف الآتية في مجال تطبيق هذا القانون ما يأتي:

الهيئة: هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

المجلس: مجلس مفوضي الهيئة.

رئيس المجلس: رئيس مجلس المفوضين، الرئيس التنفيذي للهيئة.

الأوراق المالية: أسهم الشرائح القابلة للتداول، وأدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الحكومة والشركات، وأية أدوات مالية تمثل حقوق أرباح المساهمة، أو أية أدوات مالية أخرى يرى المجلس شمولها.

الأسواق المالية: الأسواق المنظمة لتداول الأوراق المالية التي يمكن أن تنشأ في الجمهورية العربية السورية وفقاً لأحكام هذا القانون.

الموارد المالية

/المادة 14/

أ -تتكون الموارد المالية للهيئة مما يأتي:

- 1-البدلات والعمولات التي تتقاضاها وفقاً لأحكام هذا القانون والأنظمة الصادرة بموجبه.
- 2-الغرامات المالية التي تفرض على المخالفين بموجب أحكام هذا القانون.
- 3-المساعدات والتبرعات والهبات التي تحصل عليها الهيئة شريطة موافقة رئيس مجلس الوزراء عليها.

البدلات والعمولات

ب -تفرض البدلات والعمولات التي تتقاضاها الهيئة وفقاً لما يأتي:

- 1- تسجيل الإصدارات ومنح تراخيص إصدار الأوراق المالية.
- 2- إدراج أو قبول تداول الأوراق المالية في الأسواق المالية.
- 3- تداول ونقل ملكية الأوراق المالية.
- 4- اعتماد أو منح الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية أو شركات الاستثمار.
- 5- أية خدمات أخرى يقترحها المجلس ويوافق عليها رئيس مجلس الوزراء.

/المادة 15/

يرفع رئيس المجلس تقريراً سنوياً لرئيس مجلس الوزراء عن أعمال الهيئة ومركزها المالي في السنة المالية السابقة، وذلك خلال ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية.

1-3-4 تأثير تكلفة المعاملات في بنية السوق المالي

يوجد اعتراف واسع بأن تكلفة المعاملات محدد مهم لأداء الاستثمار. فهي لا تؤثر فقط في النتائج المحققة من استراتيجية الاستثمار النشط، بل تتحكم أيضاً بمدى سرعة تحويل الأصول إلى سيولة إن اقتضت الحاجة إلى ذلك، وتندرج تكاليف المعاملات عموماً في نوعين:

1. التكاليف المباشرة، وتتمثل في العمولات والرسوم المبينة صراحة، ويمكن قياسها بسهولة؛
2. التكاليف غير المباشرة، وتتمثل في التكاليف التي لم يتم النص عليها صراحة، وهذه التكاليف يصعب قياسها، إلا أنها هي الأكثر قابلية للتحسين من خلال الإدارة المتأنية والحريصة لعمليات المتاجرة وعمليات التنفيذ.

1-4-3-1 محددات تكلفة المعاملات

تتمثل المتطلبات الأساسية لتحديد تكلفة المعاملات بالآتي:

- 1) خصوصية الأصل.
- 2) عدم اليقين.
- 3) دورية الحدث.

خصوصية الأصل

تعود هذه الخصوصية إلى الطريقة التي يتم بها تنظيم العمليات أو التعاملات وتنفيذها. بمعنى أن تكلفة المعاملات تكون أقل عندما يكون بالإمكان إيجاد استعمال بديل للأصل موضوع المتاجرة بتكلفة معاملات متدنية.

عدم اليقين

ترتبط التكلفة بحالة عدم اليقين، وتعود الأسباب المحتملة لعدم اليقين إلى:

- a) مصادر خارجية، وذلك عندما تحصل أحداث خارج نطاق سيطرة أو تحكم المتعاقدين؛
- b) ارتباط هذه الأسباب بما يسمى "السلوك المحتمل" للأطراف المتعاقدة.

وفي حال تأكدت التغيرات في الظروف الخارجية، يمكن عندها إجراء إضافات إلى العقود الأصلية آخذين بالحسبان المشاكل التي تسببت بها حالة عدم التأكد الخارجية تلك، وفي هذه الحالة، هناك إمكانية لضبط تكلفة المعاملات، إلا أنه عندما تكون التغيرات في الظروف غير ملحوظة بسهولة، يوجد هناك احتمال أن

تتشكل حوافز لدى الأطراف المتعاقدة لمراجعة العقود الأصلية، أو تخلق مشكلة "خطر أخلاقي". كلما كانت حالة عدم التأكد أكبر، كان هناك إمكانية "سلوك احتمالي"؛ مما يولد تكاليف معاملات إضافية.

دورية الحدوث

تلعب دوراً مهماً في تحديد ما إذا كان يجب أن تتم التعاملات داخل السوق أو داخل الشركة؛ فالتعامل الذي يمكن أن ينفذ في السوق لمرة واحدة، قد يكون منخفض التكلفة. إلا أنه إذا كانت التعاملات تتطلب تفصيلات تعاقدية: يجب أن تتم داخل الشركة، وعندما يكون هناك ضرورة لإجراء التعاقد مرات عدة، يجب الانتباه أكثر لموضوع تكلفة المعاملات.

إذا كانت الأصول لها خصوصية، والتعاملات ليست متكررة بانتظام، وهناك قدر محدد من عدم اليقين، عندها يمكن القول أن التعاقدات داخل الشركة ستكون أقل تكلفة. وبالعكس، إذا كان الأصل لا يتمتع بهذه الخصوصية، والتعاملات تتم بانتظام، وليس هناك من عدم يقين مهم مرتبط بهذه التعاملات؛ عندها تكون تكلفة التعاملات أقل إذا تمت في السوق.

لقد قام كلاً من R. H. COASE (1932، 1960، 1988)، وويليامسون O. E. Williamson (1975، 1985)، ك. آرو K. Arrow (1969)، أكيرلوف G. Akerlof (1971)، ج. بوكانان J. Buchanan (1964، 1975) وآخرون، بمقاربة للسلوك التعاقدية وتحليله، بافتراض وجود العقلانية و"الاحتمالية" في هذا السلوك. وقد فهم السلوك الاحتمالي كفعل مرتبط بالمعلومات المغلوطة فيها وغير الكاملة التي تعود إلى "قصديّة" الطرف الآخر من أطراف التعامل. إن هذا النمط من السلوك يتطلب جهوداً للمتابعة، سابقة ولاحقة، بمعنى ضرورة التأمين والاشتراط المتبادل بين الأطراف؛ مما يقود إلى تكاليف معاملات خاصة.

يقول ج. بوكانان: إن "التكاليف التي تؤثر في قراراتنا هي دائماً عبارة عن تقييمات ذاتية للعواقب المحتملة في المستقبل...."¹. ويحدد R. H. COASE جوهر التعاقدات، بأنه "يتمثل فقط في تحديد قوة المستحدث، ومن خلال هذا التحديد يمكنه توجيه باقي عوامل الإنتاج".² ويقول نايت Knight: إنه "مع الطبيعة البشرية، كما نعرفها، سيكون من غير العملي أو غير العادي تماماً لطرف ما في العملية التعاقدية، أن يضمن نتيجة محددة لأفعال الطرف الآخر بدون أن يعطى القوة اللازمة للتحكم بالعملية، ومن جهة أخرى؛ فإن الطرف الثاني لن يضع نفسه تحت إدارة أو توجيه الأول بدون تلك الضمانة"³.

¹. Buchanan, James M. (1999-2002). Vol. 6 Cost and Choice: An Inquiry in Economic Theory. p.13-25.

². Coase, Ronald H. (1960). "The Problem of Social Cost". *Journal of Law and Economics*. 3 (1): 1-44

³. Knight, F. H. (1921) Risk, Uncertainty, and Profit. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, p.356.

1-3-4-2 عدم تماثل المعلومات: الاختيار المضاد والخطر الأخلاقي Assymetry: Adverse Selection and Moral Hazard

عدم تناظر (تماثل) المعلومات

يعني عدم تناظر المعلومات: أن أحد الأطراف لديه معلومات أفضل أو أكثر من الطرف الآخر، لحظة اتخاذ القرار وإجراء الصفقة، لأن عدم تناظر المعلومات، يسبب اختلالاً في توازن القوى بين الأطراف المتعاقدة. وينشأ عن عدم تماثل المعلومات مشاكل من مثل: الاختيار المضاد، والخطر الأخلاقي.

افترض أنك تفاوض رئيسك في العمل بخصوص راتبك!

مثال

الاختيار المضاد (العدواني)

هو عبارة عن مصطلح يستخدم في الاقتصاد؛ للإشارة إلى العملية غير المرغوب بها، التي يمكن أن تحصل بين البائعين والمشتريين الذين لديهم معلومات متباينة وغير كاملة، لأن المعلومات أو المعرفة غير الكاملة عند الأطراف المتعاقدة ستؤدي إلى انزياح أو انتقال في الأسعار والكميات في السوق، وهذه النتيجة (السيئة) تكون قد حصلت بالاختيار. مثال: إذا حدد أحد المصارف سعراً واحداً لكل حسابات الزبائن (الفائدة)؛ فإن ذلك يؤدي لكثرة الحسابات الصغيرة ذات النشاط الكبير.

إذاً الاختيار المضاد: عبارة عن مشكلة يخلقها عدم تناظر المعلومات قبل حصول التعامل أو الصفقة! ينشأ الاختيار المضاد في عقود الملكية والدين، ومردّه إلى الافتقار النسبي عند المقرض، إلى للمعلومات بخصوص العائد المحتمل والمخاطرة المرتبطتين بالنشاط الاستثماري للمقرض. يمثل الاختيار المضاد ميلاً عند أولئك الأشخاص الذين لديهم الاحتمال الأكبر أن يعانون من مشاكل مالية تصعب عليهم الحصول على القرض أو الضمان.

الخطر الأخلاقي

احتمال أن يتوفر حافز للأطراف المتعاقدة لإعادة التدقيق في العقد الأولي، وهذا مايمكن أن يطلق عليه: "مشكلة الخطر الأخلاقي".

يحصل الخطر الأخلاقي بعد حصول التعاقد، ويحدث في الأسواق المالية عندما يتوفر للمقترضين الحوافز للدخول في نشاطات غير مرغوبة (لا أخلاقية من وجهة نظر المقرض)، وينشأ الخطر الأخلاقي بسبب أن عقود الدين تسمح للمقرض أن يبقى على أية عوائد تتجاوز المدفوعات الثابتة في اتفاقية القرض.

1-3-4-3 الخطر الأخلاقي وفشل السوق

تتمثل إحدى الافتراضات الضمنية لنظريات "الرفاه": في أن خصائص جميع السلع متاحة لكل المشاركين في السوق. إلا أن الواقع ليس كذلك. إذ تكون هذه المعلومات غير متماثلة لدى المشاركين في السوق غالباً، وفي الكثير من الحالات يعرف الطرف الأقل دراية بأن المعلومات غير متماثلة أو متناظرة، وأن الطرف الآخر لديه معلومات أكثر.

إن المعلومات غير المتماثلة تؤدي إلى ما يطلق عليه: مشكلة "الاختيار المضاد" Adverse Selection، وهي ظاهرة توجد حيث يكون هناك مشكلة تتمثل بوجود خصائص أو سمات مخفية، وعندما يختار الأفراد المطلعون، فإنهم يتسببون في الضرر للطرف غير المطلع من السوق، ويحدث الاختيار المضاد بسبب المعلومات غير المتماثلة قبيل الصفقة.

ومن ناحية أخرى: بعد اتمام الصفقة تحدث مشكلة "الخطر الأخلاقي" Moral Hazard؛ ففي حالة وجود مشكلة "الخطر الأخلاقي" يشارك أحد أطراف النشاط الاقتصادي في أنشطة غير مرغوبة لدى الطرف الآخر. ينبغي أن يكون لدى كل طرف من أطراف الصفقة المعرفة الكافية عن الطرف الآخر لكي يتمكن من اتخاذ قرارات صحيحة.

لقد وجدت مشكلة المعلومات غير المتناظرة شرحاً في الاصطلاح المعروف لأكيرلوف Akerlof، أي مشكلة السيارات المستعملة "lemons"؛ فالمشتري المحتمل للسيارة المستعملة لا يمكنه تقييم جودة السيارة بشكل صحيح، سواء أكانت جيدة أم لا. على النقيض من ذلك؛ فإن صاحب السيارة المستعملة هو أكثر معرفة في ما إذا كانت سيارته جيدة أو لا.

يوجد، في الأساس نوعان من المعلومات غير المتماثلة، ويحدث النوع المتصل بخصائص مخفية، عندما يعرف أحد الأطراف شيئاً عن السلعة أو الخدمة (موضوع الصفقة)، ولا يتوفر مثلها لدى الطرف الآخر. ويحصل النوع الثاني المتصل بأفعال مخفية، عندما يكون باستطاعة أحد الأطراف اتخاذ إجراء ما، يؤثر في الطرف الآخر بدون أن يتمكن الطرف الآخر من ملاحظته مباشرة.

أما في حالة "الخطر الأخلاقي"، وبالرغم من وجود القليل من التعاريف لهذه المشكلة، إلا أنه ووفقاً لأحد هذه التعاريف؛ فإن الخطر الأخلاقي هو: خطر قيام أحد أطراف العملية التعاقدية بتغيير سلوكه على حساب الطرف الآخر حالما ينتهي العقد. ويمكن تعريف "الخطر الأخلاقي" في مجال التأمين بأنه ميل حملة صكوك التأمين إلى بذل جهود أقل لحماية موضوع التأمين أو السلع المؤمن عليها ضد السرقة أو الضرر. ويشير الخطر الأخلاقي أيضاً، إلى الحالات التي لا يستطيع فيها أحد الأطراف أن يراقب أفعال الطرف الآخر.

ومن جهة أخرى، تحدث مشكلة الخطر الأخلاقي عندما تؤثر الأفعال التي يقوم بها المؤمن له في احتمال حصول الخسارة، بدون أن تتمكن شركة التأمين من ملاحظتها، وفي هذه الحالة لا يمكن تطبيق قسط التأمين أو تحديده بشكل صحيح، كما لا يمكن تحديد العلاوة أو التعويض؛ مما يؤدي إلى فشل السوق.

i

حالة من الصحافة المالية.

بعد هجمات الحادي عشر من أيلول (سبتمبر) 2001، على مبنى مركز التجارة في نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية، ناقشت هيئة المحلفين قضية مدفوعات التأمين على مركز التجارة العالمي المدمر. حاول صاحب عقد إيجار المبنى الحصول على ما يفوق 7 مليار دولار من أموال التأمين، معللاً ذلك بوقوع هجومين على المركز، بينما ادّعت شركات التأمين التي تضم كبريات الشركات من مثل Chubb Corporation، و شركة Swiss Reinsurance Co.، أنه يجب أن يعدّ الهجوم "المنسّق" حدثاً واحداً. توصلت هيئة المحلفين الفيدرالية الأمريكية في كانون الأول (ديسمبر) 2004، إلى قرار يمثل حلاً وسطاً، وفي أيار (مايو) 2007، أعلن حاكم نيويورك عن توفير أكثر من 4.5 مليار دولار لإعادة بناء مجمع مركز التجارة WTC كجزء من التسوية الكبرى للمطالبات التأمينية.

ويمكننا استناداً إلى ما سبق ذكره، استخلاص السمات الرئيسة للمخاطر الأخلاقية وهي؛

(i) وجود الفعل المخفي؛ إذ أحد الأطراف، وليكن شركة التأمين، غير قادر على مراقبة أفعال الطرف الآخر.

(ii) وبفعلته المخفية تلك، يزيد الطرف الذي يخفي أفعاله من احتمال حصول المخرج أو النتيجة السلبية؛ لذلك فمن المرجح أن التأمين ضد الحرائق يعطي الناس حافزاً لارتكاب الحرائق العمدية؛ بهدف الحصول على التأمين، ويمكن أن يجعل التأمين على السيارات الناس أكثر اطمئناناً عند حصول الحوادث التي تتسبب بإصابات أو أضرار في الممتلكات. فأصحاب السيارات قد يقودوا بتهور أكبر لأن سياراتهم مؤمنة. وفي التأمين الصحي هناك احتمال أن يأخذ الناس رعاية أقل بمجرد حصولهم على التأمين الصحي.

بعبارة أخرى، هناك تكلفة مرتبطة بالرعاية وبالاحتياطات المتخذة لتجنب الخسارة. وعندما يكون لدى أحد الأطراف تأميناً كاملاً، لن يكون لديه أية أسباب لتحمل هذه التكلفة، لأن التأمين سيغطي الخسارة بالكامل. إذن، إضافة للاختيار المضاد، فإن "الخطر الأخلاقي" يرتبط بالنتائج غير المرغوبة التي يمكن أن تحصل بسبب عدم تناظر المعلومات، ويحصل الخطر الأخلاقي غالباً، كما نوهنا أعلاه، عندما يقوم أحد الأطراف المتعاقدة بفعل يتسبب بضرر مباشر.

وتستطيع الوصول إلى خلاصة: إن "المعلومات الدقيقة مهمة لاتخاذ القرار، وفي حال كان هناك اختلال توازن في السوق فقد ينتهي إلى فشل هذا السوق".



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

المادة - 13 -

تتكون موارد السوق مما يأتي:

- (1) بدلات انتساب واشتراكات الأعضاء السنوية.
- (2) العمولات التي تستوفىها السوق لقاء عمليات البيع والشراء.
- (3) الاعتمادات التي تخصصها لها الدولة.
- (4) المنح والهبات التي تحصل عليها السوق من أية جهة توافق عليها الهيئة.
- (5) الغرامات المتحققة عن المخالفات المرتكبة لأنظمة السوق.
- (6) أي موارد أخرى تقررها الهيئة.

المادة - 15 -

أ - يكون للسوق موازنة مستقلة؛ بحيث تبدأ السنة المالية من اليوم الأول من شهر كانون الثاني، وتنتهي في الحادي والثلاثين من كانون الأول.

ب - تحتفظ السوق باحتياطي عام يعادل ضعف إجمالي نفقاتها المبينة في ميزانيتها السنوية السابقة، يتم تكوينه من الفائض من مواردها بعد اقتطاع جميع النفقات الرأسمالية والجارية التي تحتاجها السوق.

ج - إذا وقع عجز في ميزانية السوق لأية سنة مالية، يغطي من الاحتياطي العام وإذا لم يكف الاحتياطي العام لتغطية العجز، فعلى أعضاء السوق أن يدفعوا بالتساوي المبلغ الكافي للتغطية الذي يعدّ ديناً لهم يسترد من صافي الإيرادات المتحققة فيما بعد.

2

الفصل الثاني

تنظيم السوق المالي وأنواعه، المشاركون والإصدارات

Regulation of Financial Markets, Types, Participants and Issuances

المبحث الأول: تنظيم السوق المالي

Regulation of Financial Markets

المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية (البنية) Types of Financial Markets

المبحث الثالث: المشاركون في السوق المالي Participants of Financial Markets

المبحث الرابع: الإصدارات وأدوات السوق المالي Financial Issues & Instruments

المبحث الثاني

أنواع السوق المالي

Types of Financial Markets

الأهداف التعليمية:

1. تصنيف الأسواق المالية تبعاً لطبيعة الأوراق المتداولة فيها.

2. تقسيمات السوق الثانوي على أساس صيغة تنظيمه.

3. الأسواق المالية تبعاً للحقوق والالتزامات المترتبة على أدوات الاستثمار المتداولة فيها.

4. التفريق بين الأسواق المالية على أساس أغراض التمويل.

أنواع الأسواق المالية

تصنف أسواق المال على أسس مختلفة، ورغم هذه التصنيفات تبقى هذه الأسواق متداخلة، ومن الصعب إيجاد فصل بين نوع وآخر؛ لأن سهولة تبادل المعلومات قد يسر على المتعاملين فيها الانتقال من نوع إلى آخر، بخلاف الحال في أسواق السلع الأخرى. وتعطي الميزة السابقة مرونة كبيرة للأسواق المالية تسمح بتنويع أدوات الاستثمار، كما تؤثر في معدلات الفائدة المتوقعة من هذه الأدوات والقروض، مما يجعلها متقلبة ومتغيرة تبعاً لعرض الأموال والطلب عليها.

تقسم الأسواق المالية تبعاً لطبيعة الأوراق المتداولة فيها إلى أسواق أولية وأخرى ثانوية؛ وتبعاً للحقوق والالتزامات المترتبة على أدوات الاستثمار المتداولة فيها إلى أسواق دين وأسواق ملكية، ولعل من أهم التصنيفات للأسواق المالية، التصنيف القائم على أساس أغراض التمويل: حيث تقسم إلى أسواق نقد وأسواق رؤسما.

نتناول كل من التقسيمات المذكورة أعلاه بشيء من التفصيل، على أن تدرس بشكل أعمق في فصول لاحقة. ويجدر الإشارة، إلى أنه يجري التمييز في أسواق رأس المال، بين أسواق حاضرة أو فورية Spot or Cash Markets، وأسواق آجلة Forward. ويقصد بالأسواق الحاضرة: تلك الأسواق التي تتعامل بأوراق مالية يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة، بينما يتم ذلك في الأسواق الآجلة عند تاريخ لاحق متفق عليه. ويحصل أن يتم التفريق أحياناً بين أسواق منتظمة وأخرى غير منتظمة. وقد يحدث نوعاً من الخلط بين السوق المالي والسوق بين المصارف في بعض التصنيفات، وإن كان الأخير يمكن أن يدرج ضمن سوق النقد، أو يتم معاملته بشكل مستقل.

2-2-1 الأسواق الأولية والأسواق الثانوية

Primary & Secondary Markets

يتم في نطاق الأسواق الأولية التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة IPO، وذلك عن طريق ما يسمى: الاكتتاب، سواء أعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة أم عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، أم بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل. وسنأتي على هذا الموضوع، أي الطرح الأولي، بالدراسة والتحليل في مبحث لاحق من هذا الفصل. إن الأسواق الأولية ليست أسواقا بالمعنى الحرفي للكلمة، وإنما هي العملية التي تتم بها الإصدارات الأولية للأسهم والسندات.

يطلق مصطلح الأسواق المالية الثانوية Secondary Markets على الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية لشركات قائمة سبق تكوينها؛ فعند تأسيس شركة مساهمة ما تصدر أسهما، وتطرح هذه الأسهم للاكتتاب العام في السوق الأولي، وبمجرد انتهاء عملية تخصيص الأسهم، واستكمال شروط إدراجها في السوق، فإن كل تداول لأسهم هذه الشركة يتم في السوق الثانوي. وفي حال رغبت الشركة لاحقا بزيادة رأسمالها فإن الأسهم الإضافية ستطرح للاكتتاب العام بإصدار جديد في السوق الأولي.

تستمد السوق الثانوية أهميتها من كونها توفر عنصر السيولة للإصدارات الجديدة في السوق الأولية؛ لذلك فإن فاعلية هذه السوق وكفاءتها هي امتداد لكفاءة السوق الأولية وفعاليتها. تتحقق في هذه السوق آلية العرض والطلب على الأوراق المالية، من خلال الإصدارات القائمة وأية إصدارات لاحقة. ويعدّ السوق الثانوي مجالا لنشاط المتخصصين Specialists في الأسواق النظامية عادة، أو ما يقابلهم في الأسواق الموازية؛ ممن يطلق عليهم صانعي الأسواق Market Makers.

الجدول رقم (2-1-1). الفرق بين السوقيين الأولي والثانوي

السوق الأولي	السوق الثانوي
طريقة الشراء	مباشرة
الجهة المستفيدة	غير مباشرة
سعر المنتج أو الأداة	الشركة
الأطراف المعنية	ثابت
تنظيم السوق	متقلب
الوكلاء والوسطاء	الشركة والمستثمر
عدد الصفقات	المستثمرون
	لا يوجد مكان محدد
	يوجد مكان محدد
	متعهدو التغطية
	السماصرة
	واحدة
	متعددة

2-2-2 السوق النظامي والسوق الموازي

Organized and Unorganized Market (Parallel)

1-2-2-2 السوق النظامي organized market

تصنف السوق الثانوية تبعا لصيغة تنظيمها؛ فهناك السوق المنظمة organized market، والسوق

الموازية (Parallel) unorganized market، والسوقين الثالث والرابع.

يتم في نطاق السوق الثانوي التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتم الاكتتاب عليها. ويشمل تداول هذه الأوراق المالية عمليات البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر؛ لذا فالملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها، بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع؛ فهم يتحملون الخسائر في حال هبوط سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها، كما أنهم يجنون الأرباح في حال ارتفاع سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها، وهذه السوق إما أن تكون منظمة، وتدعى حينئذ: "البورصة"، أو غير منظمة وفي هذه الحال يتم تداول الأوراق المالية خارج البورصة، وذلك من خلال البنوك والصرافة وسماسرة الأوراق المالية.

يتم في السوق النظامي تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة، بمواعيد دورية طبقا لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق. تتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي حيث تدار من قبل لجنة السوق أو لجنة البورصة. وتتكون هذه اللجنة من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في البورصة، وكذلك ممثلين عن شركات الوساطة، وممثلين عن الحكومة. تجري عمليات التداول في قاعة السوق من قبل الوسطاء المسجلين في السوق وفقا للشروط التي تضعها لجنة سوق المال في البلد المعني. ويجري عادة التداول على الأوراق المالية المدرجة، وتحدد اللجنة شروط الإدراج.

الإدراج

يحقق الإدراج في السوق المنتظمة المزايا الآتية:

i. يعد الإدراج وسيلة إعلان مجانية عن أسهم الشركة، وتزداد فاعلية هذا الإعلان كلما نشط تداول أسهمها؛

ii. يعطي الإدراج انطباعا إيجابيا عن المركز المالي والائتماني للشركة، مما يسهل حصولها على احتياجاتها المالية بتكلفة أقل.

iii. يتيح الإدراج للمستثمرين الحصول على معلومات تتعلق بالشركة لأغراض تقييم الأسهم.

iv. يزيد الإدراج من ثقة المستثمر بحركة الأسعار لكونها تبتعد عن الغش والخداع من قبل الوسطاء.



الإطار رقم (2-2-2-1). متطلبات الإدراج في سوق الأسهم
أولاً- في سوق دمشق النظامية عند تأسيسها في (2006/10/1):
(1) مضي ثلاث سنوات في الأقل من تاريخ بدء الإنتاج الفعلي أو
الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة.

(2) ألا يقل رأس مال الشركة عن 300 مليون ليرة سورية أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية وأن يكون مدفوعاً بالكامل.

(3) ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن 300 مساهم.

(4) ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 100% من رأس مالها المدفوع.

(5) أن تكون الشركة قد حققت ربحاً صافياً في آخر سنتين مالييتين وألا يقل هذا الربح في أي من هاتين السنتين عن 5% من رأس مال الشركة.

(6) ألا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن 20%. (*)

(7) أن تكون بياناتها المالية وتقاريرها السنوية عن آخر سنتين معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وألا تتضمن تقارير مفتشي الحسابات عن هاتين السنتين أي تحفظات تؤثر في المركز المالي للشركة.
ونصت المادة (4) من القرار (190) على ما يأتي: يعدّ الشرط الآتي واحداً من شروط الإدراج التي تضاف إلى الشروط الواردة في المادة السابقة من هذا النظام بعد مضي عام على إدراج أسهم الشركة في السوق النظامية:

- ألا يقل عدد أيام تداول أسهم الشركة عن خمسة وعشرين يوماً من عدد أيام التداول الإجمالي خلال العام، وألا يقل معدل دوران سهم الشركة عن خمسة بالمئة خلال العام .

(*) يقصد بالأسهم الحرة، وفقاً للقرار رقم (190) الذي يحدد نظام وقواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، أن تلك الأسهم التي لا تعود ملكيتها إلى أحد الأطراف الآتية: أعضاء مجلس الإدارة (أسهم نصاب العضوية فقط)، والشركات الأم أو التابعة أو الشقيقة، ومؤسسو الشركة (أسهم نصاب التأسيس المحددة بالنظام الأساسي فقط) ، والقطاع العام، والشركة نفسها (أسهم الخزينة) ()**
() يمكننا تعريف أسهم الخزينة Treasury stock، بأنها: تلك الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق buybacks or share repurchases، ولا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها.**

تابع الإطار رقم (2-2-2-1). متطلبات الإدراج في سوق الأسهم

ثانياً - للمقارنة، نعرض لمتطلبات الإدراج في سوق نيويورك NYSE للأوراق المالية، وهي سوق مزادات Auction Market:



1. ألا تقل إصدارات الأسهم عن 1.1 مليون سهم لما لا يقل عن 400 مساهم.
2. ألا تقل القيمة السوقية لأسهم الجمهور عن 40 مليون دولار، وحد أدنى لسعر السهم \$4.
3. ألا يقل صافي الربح بعد الضريبة في مجموع الأعوام الثلاثة السابقة للإدراج عن 10 مليون دولار، وأن لا يقل عن 2 مليون دولار للسنة الحالية. وفي حال لم تستطع الشركة الوفاء بالمتطلبات، يمكنها التقدم للإدراج بناء على رسميتها السوقية العالمية التي لا تقل عن 500 مليون دولار، وإيرادات لا تقل عن 100 مليون دولار في السنة الأخيرة، وألا يكون لديها تدفقات نقدية سالبة في السنوات الثلاث السابقة. ويمكن للشركة أن تدرج أيضاً، استناداً إلى إيرادات لا تقل عن 75 مليون دولار في آخر سنة مالية.

2-2-2-2 السوق الموازية Unorganized Market

تعدّ السوق الموازية سوقاً غير منظمة، أي ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد. وتمثل بيوت السمسة، والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً حدود هذه السوق، ويتم بها تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تستكمل شروط إدراجها في البورصة بعد، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير.

تدار السوق الموازية من قبل مجموعة من التجار، يرتبطون بشبكة اتصالات قوية (هاتفية أو حاسوبية) تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار، ويعدّ هؤلاء التجار بمثابة صناع للسوق market maker. ينتظم المتعاملون في السوق الموازية غالباً، بجمعية أو رابطة يطلق عليها، على سبيل المثال، الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية، كما هو حال نازداك NASDAQ في أمريكا، وهي اختصار لعبارة National Association of Securities Dealers Automated Quotations، وهي سوق متعاملين Dealer's market.



قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم / 22 / وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

السوق الموازية: وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم

شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق، تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة، وذلك إلى حين توافر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية.

المركز: مركز المقاصة والحفظ المركزي للأوراق المالية.

يتميز هذا القطاع من السوق الثانوي بديناميكيته ومرونته الزائدة، ويطلق عليه OTC، وهي إختصار لعبارة Over the Counter؛ لأن معظم الصفقات التي تعقد؛ تجري بسرعة، وعبر الهاتف من دون الحاجة للقاء مباشر بين البائع والشاري، وبإجراءات بسيطة. ومع أن OTC متخصصة في تداول الأوراق المالية للشركات غير المسجلة في البورصة، إلا أنه توجد استثناءات؛ إذ يتم تداول الأوراق المالية لشركات مسجلة، ويطلق عليه في هذه الحال: مصطلح السوق الثالث Third Market. كما يطلق مصطلح السوق الرابع Fourth Market على الجزء الذي يتم فيه تبادل الأوراق المالية بدون السماسرة، ويكون عادة بين مؤسستين ماليتين.

تمثل السوق الثالثة قطاعاً من السوق الموازية، وتتكون من بيوت السمسة من غير الأعضاء المسجلين في السوق المنتظمة، ولهذه البيوت الحق في المتاجرة بالأسهم المدرجة في السوق المنتظمة، مهما كبر أو صغر حجم الصفقة، والمستثمرون في هذه السوق هم من المؤسسات المالية الكبيرة مثل: صناديق التقاعد،

وصناديق الأموال المؤتمن عليها من قبل البنوك التجارية. تصنع هذه الأسواق كدافع من قبل المؤسسات الاستثمارية الكبيرة لتمتعها بخصم العمولة التي لا يمكن الحصول عليها في السوق المنتظمة، والتي يلتزم عندها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة. ويرجع السبب الرئيس لانخفاض العمولة في هذه السوق؛ لكون بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق، كما هو الحال في السوق المنتظمة، وهذا يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين.

تتكون السوق الرابعة من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة: الأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة. تصنع هذه الأسواق للحد من العملات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار، ومن أهم سمات هذه السوق:

1- السرعة في إتمام الصفقات.

2- الكلفة القليلة.

3- تعدد منافس قويًا للأسواق المنتظمة.

4- يمكن التعامل فيها بالأوراق المالية كافة.



إدراج أسهم شركة في السوق الموازية السورية

نصت المادة (5) من القرار (190) على أنه: يشترط لقبول إدراج أسهم شركة في السوق الموازية توافر الشروط الآتية:

- 1) مضي سنة واحدة في الأقل من تاريخ بدء الإنتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة.
 - 2) ألا يقل رأس مال الشركة عن مئة مليون ليرة سورية أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية ، وأن يكون مدفوعاً بالكامل.
 - 3) ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن مئة مساهم.
 - 4) ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 90 % من رأس مالها المدفوع.
 - 5) ألا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب عليها عن عشرة بالمئة، وذلك في تاريخ انتهاء سنتها المالية.
 - 6) أن تكون بياناتها وتقاريرها المالية عن آخر سنة معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وألا تتضمن تقارير مفتشي الحسابات عن آخر سنة أية تحفظات تؤثر على المركز المالي للشركة.
- ونصت المادة (6) من القرار المذكور أنه يتعين على كل شركة يقبل إدراجها في السوق الموازية التقدم للسوق فور إدراجها بخطة مفصلة تقود للانتقال للسوق النظامية خلال ثلاث سنوات في الأكثر.

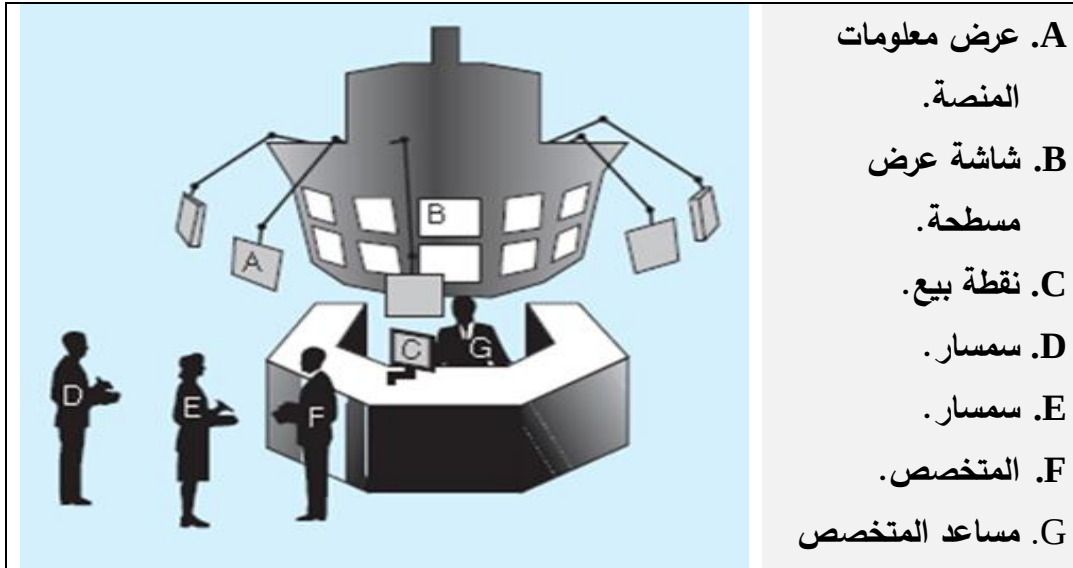
3-2-2-2 السوق النظامي والسوق الموازي

(مثال من بورصتي نيويورك NYSE ونازداك NASDAQ)

يوجد اختلاف بين طريقة عمل السوق النظامي والسوق الموازي OTC. وقد ضاقت فجوة الاختلافات بين السوقين، مع التوجه نحو التآليل والرقمنة. وعدت السوق النظامية سوق مزادات، وفيها تجار صالة متخصصين بأسهم محددة، وهم يقومون بمراقبة المتاجرة بمجموعات الأسهم وتسهيلها. ويمثل تجار الصالة مختلف شركات السمسرة التي تجمع أوامر البيع والشراء، يلتقون في المركز التجاري في السوق، ويطلعون على أسعار الشراء والبيع الجارية التي يتم التصريح عنها بصوت عال، أو عبر إدخال الأمر إلكترونياً من خلال نظام المتاجرة Universal Trading Platform (UTP).

ويقوم التجار المتخصصون (الخبراء) في الجزء الأكبر من العمليات بالتقريب بين البائع والشاري، ويمكن أن يتدخلوا في الجزء المتبقي من العمليات لامتلاك الأسهم أو بيعها من المخزون، ويبقى واجبهم الحفاظ على انتظام السوق حتى لو اضطروا للشراء عندما يكون هابطاً. وفي سوق مثل NYSE كانت أغلب الأوامر تنفذ من قبل تجار الصالة، وينفذ الباقي عن طريق نظام Super DOT، وهو نظام توجيه الأوامر الإلكتروني، يرسلها مباشرة للخبراء المتاجرين بالسهم المقصود؛ مما يسمح بتسريع المتاجرة أكثر مما يمكن لتجار الصالة أن يقوموا به. وكان نظام "السوبر دوت" مخصصاً للمتاجرة بحجم دون 100000 سهم، ويعطي الأولوية للعمليات بأقل من 2100 سهم، وقد استبدل في عام 2009 بنظام ثان، ولاحقاً جرى الانتقال إلى نظام المتاجرة UTP في عام 2012.

الرسم التوضيحي رقم (3-2-2-2-1). منصة تداول نمطية



A. عرض معلومات

المنصة.

B. شاشة عرض

مسطحة.

C. نقطة بيع.

D. سمسار.

E. سمسار.

F. المتخصص.

G. مساعد المتخصص

إذا، بورصة نيويورك هي سوق مزاد؛ لذلك تحدث الصفقات بين المشترين والبائعين عن طريق مطابقة أسعار الشراء bid وأسعار البيع ask على التوالي؛ فإذا كان المستثمر يرغب في شراء الأسهم التي تتداول في البورصة، يجب على سمساره إرسال أمر إلى سمسار الصالة، أو إدخال الأمر في نظام المتاجرة المسمى اختصاراً: UTP. لدى كل شركة مدرجة في بورصة نيويورك متخصص بسهمها يشرف على جميع صفقاتها، وهو ليس موظفاً في بورصة نيويورك، ولكنه يعمل لدى شركة الإدراج. يعمل المتخصص كمزاد للمطابقة بين المشترين والبائعين، وكوكيل يقبل الأوامر المحددة limit orders، ويقدم الدعم عندما تكون الأسواق محمومة.

أما نازداك فهي مختلفة قليلاً كونها سوق متعاملين؛ إذ يجري المشترين والبائعين التعاملات من خلال متعامل dealer، يطلق عليه صانع سوق market maker، ويجب على سماسرة الأسهم إما الطلب إلى صانع السوق لإجراء الصفقة، أو إدخال الأمر في نظام التنفيذ عبر الشبكة، ويطلب من صانعي السوق أيضاً في النظام نفسه، أن يدخلوا أسعارهم (سواء للشراء أو البيع) التي يجب عليهم احترامها، ويقوم بعدها نظام التداول الإلكتروني بالمطابقة بين المشترين والبائعين وينفذ الصفقة.

وبينما يوجد في السوق النظامي خبراء يسهلون المتاجرة؛ فإن سوق الOTC لديها "صانعو سوق". وبدلاً من المتاجرة على طريقة المزادات، فإن المتاجرة هنا تتم إلكترونياً؛ إذ تعلن أسعار الشراء والبيع من قبل "صانعي السوق"، ويوجد في العادة "صانعو سوق" عدة لكل سهم، وكل منهم يدخل سعر شرائه وبيعه، وحالما يتم ذلك يصبح لزاماً عليهم أن يبيعوا أو يشتروا 1000 سهم في الأقل عند ذلك السعر.



تنتشر المعلومات عن أسعار الأسهم في الصحف المالية في أقسام متخصصة بحسب السوق، وهنا
كما تنتشر في الـوول ستريت جورنال :

YTD %CHG	52 WEEKS		STOCK(SYM)	DIV	YLD %	PE	VOL 100s	LAST	NET CHG
	HI	LO							
-1.6	100.43	81.90	IBM IBM	.72	.8	19	65203	91.20	0.73

أو بالشكل الآتي:

52 WEEKS HI LO		STOCK	SYM	DIV	YLD %	PE	VOL 100s	HI	LO	Close	NET CHG
57.25	32.00	Harley Davidson	HDI	0.16	0.30	29	13.477	46.59	44.38	46.45	+0.86
44.48	25.85	Harsco	HSC	1.00	3.30	16	1.451	30.03	28.73	30.03	+0.90

تسعر الأسهم المتاجر بها في السوق الموازي OTC، أحيانا بالطريقة السابقة نفسها، ولكن في الكثير من
الأحيان ينشر سعر البيع وسعر الشراء فقط bid and ask prices. وفي ما يلي عناوين الأعمدة (من اليسار
إلى اليمين):

YTD %CHG	التغير النسبي في المردود على مدى عام.
52 WEEKS HI	أعلى سعر في الـ 52 أسبوعاً الماضية.
52 WEEKS LO	أدنى سعر في الـ 52 أسبوعاً الماضية.
STOCK (SYM)	اسم الشركة (السهم) ورمز الشركة (السهم) ticker.
DIV	التوزيعات عن السهم للسنة الماضية.
YLD %	المردود = التوزيعات/ سعر الإغلاق.
PE	نسبة السعر/ الربح، أي سعر السهم مقسوماً على الأرباح السنوية للسهم.
VOL 100s	عدد الأسهم (بالمئات) المتاجر بها ذلك اليوم.
LAST	سعر الإغلاق (آخر سعر) ذلك اليوم.
NET CHG	التغير الصافي في سعر الإغلاق عن اليوم السابق.
HI	أعلى سعر وصل إليه السهم.
Close	سعر الإغلاق ليلة أمس.

2-2-2-4 السوق الإلكترونية (شبكة الاتصال الإلكترونية) ECN

هي عبارة عن شبكة إلكترونية تجمع كبار السماسرة والتجار القادرين على إتمام عملياتهم من دون المرور بوسيط. وللسوق الإلكترونية عدد من المزايا كانت وراء نموها السريع، منها المزايا الآتية:

- (i) **الشفافية.** ف نماذج الأوامر متاحة للمراجعة من قبل المتاجرين، وهذا يؤمن معلومات قيمة عن العرض والطلب، ويمكن للمتاجرين معه أن يحددوا استراتيجيتهم. وبالرغم من أن بعض الأسواق تؤمن مثل هذه المعلومات، إلا أنها ليست حديثة دائماً أو كاملة كما هو الأمر مع السوق الإلكترونية.
- (ii) **تخفيض التكلفة.** لأنه لا يوجد وسيط أو عمولات سمسرة، فإنه يمكن تخفيض تكلفة المعاملات، كما أن الفارق يتقلص ويختفي أحياناً.
- (iii) **التنفيذ الأسرع.** فقبل وجود السوق الإلكترونية كان المتاجرون من النوع المؤسسي، هم الوحيدون القادرون على الوصول إلى الأوراق المتاجر بها بعد إغلاق السوق في نهاية يوم العمل، وحيث تتوارد الكثير من المعلومات والتقارير بعد إغلاق السوق، كان يمنع على صغار المستثمرين المتاجرة بناء على هذه المعلومات، وبما أن السوق الإلكترونية لا تغلق؛ فإنه يمكن للمتاجرة أن تستمر على مدار الساعة.

إلى جانب المزايا العديدة للسوق الإلكترونية؛ فهناك العديد من السلبيات أيضاً، وأول هذه السلبيات هي أن السوق لا تعمل جيداً إلا للأسهم التي بحجوم كبيرة؛ بما أنه لابد لكل بائع من وجود شار، وبالعكس؛ فإن الأسهم التي سوقها ضعيف قد تبقى طويلاً بدون عمليات متاجرة بها.

إذا، تمثل شبكة الاتصالات الإلكترونية ECN نوعاً من الشبكة المحوسبة، التي تسهل تداول المنتجات المالية خارج البورصات التقليدية، أو هي نظام إلكتروني ينشر الأوامر التي يدخلها صناع السوق إلى أطراف ثالثة على نطاق واسع، ويسمح بتنفيذ الأوامر كلياً أو جزئياً، وتتمثل المنتجات الأولية التي يتم تداولها على شبكة الاتصالات الإلكترونية بالأسهم والعملات؛ فهي عموماً شبكات تعتمد على الحواسيب، وتعمل على مطابقة الأوامر المحدودة limit orders، ويتم تقاضي رسوم معاملة صغيرة جداً لكل سهم (تكون أجزاء من السنت لكل سهم غالباً).

كانت سوق "انستنت" Instinet أول شبكة وقد انشئت في عام 1969؛ لتصبح في مطلع الألفية الجديدة أضخم سوق إلكتروني، وهي للمستثمرين المؤسسيين في الدرجة الأولى، وتمثلت أكثر الأسواق الإلكترونية نمواً بسوق "الأرخبيل" Archipelago، وكانت تشارك مع سوق نظامي في غرب الولايات المتحدة، هو سوق الباسيفيك، وقد تطورت Archipelago من سوق بدون نشاط فعلياً عام 2001 إلى عمليات متاجرة بما يزيد عن المليار سهم يومياً عام 2004، وتتميز السوق بنظام متاجرة يبحث عن أفضل طريقة لتنفيذ

الطلب. وتتاجر Archipelago المعروفة باسم: ArcaEX بكل الشركات المدرجة في سوق NYSE، و NASDAQ، وسوق الأسهم الأمريكية AMEX.

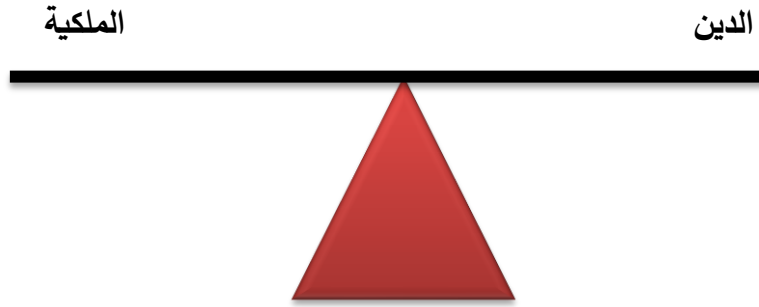
عدت السوق الإلكترونية في مراحل سابقة تهديداً لكل من: السوقيين النظامي وسوق الOTC، وعملت الأسواق الكبرى على محاربة السوق الإلكترونية، وذلك عبر توسيع أنظمة التجارة الآلية الخاصة بها، فقد قامت NYSE، مثلاً بالإعلان عن نظام التنفيذ المباشر للطلبات لديها لزيادة تنافسيتها، وبرغم من أن NYSE لازالت المسيطرة من حيث حجوم الأسهم والأموال، إلا أن شكل المزاد التقليدي لديها لم يستطع الصمود أمام التحديات، إذ جرى عليه العديد من التعديلات.

كان نظام سوبيردوت SuperDot، هو النظام الإلكتروني الذي تستخدمه بورصة نيويورك لتميرير أوامر السوق والأوامر المحدودة من المستثمرين أو وكلائهم إلى الاختصاصي في أرض البورصة. وكان نظام سوبيردوت قد تم تربيته من نظام إلكتروني سابق استخدم في توجيه الطلبات، وعرف باسم نظام: (دوت) Designated Order Turnaround (DOT)، منذ عام 1976، حيث كانت معظم الطلبات ترسل إلكترونياً إلى شاشات المتخصصين من خلال نظام الدوت، أو عن طريق النظام المطور لاحقاً، وهو "سوبيردوت". وفي عام 2009، استبدل سوبيردوت بنظام جديد لبورصة نيويورك NYSE، وهو نظام Super Display Book system (SDBK) لمعالجة الطلبات، وفي عام 2012 تم استبداله هو الآخر بنظام "المنصات" Universal Trading Platform (UTP) الذي مر ذكره سابقاً. ويقوم المستخدم، سواء كان مستثمراً أو سمساراً، بإدخال الأمر إلى النظام، حيث يجري تمريره فوراً إلى الاختصاصي ليتم تنفيذه، ويتلقى المستخدمون تقريراً لتأكيد الصفقة فوراً بمجرد تنفيذ الأمر.

وكانت ناسداك أيضاً عازمة على كسب حصتها في السوق مرة أخرى من شبكات الاتصالات الإلكترونية ECNs، وقد بدأت العمل منذ العام 2000 على نظام "السوبر مونتاج"؛ الذي يسمح بأن تعرض أسعار شراء وبيع الأسهم ضمن نظام واحد، والسماح للمتاجرين باستكمال الصفقات إلكترونياً. وفي حين أن الأثر الذي سببته ذلك على الشبكات الإلكترونية "غير المرغوب فيها" لا يزال قائماً، إلا أنه من المؤكد أن استخدام شبكة الإنترنت من قبل شركات من مثل: الأرخيل Archipelago، كمنصة للمطابقة بين مشتري وبائعي الأوراق المالية قد أدى إلى تغيير دائم في صناعة المتاجرة بالأوراق المالية.

2-2-3 أسواق الدين وأسواق الملكية

ترتب الأوراق المالية لحاملها على الشركة المصدرة إما ديناً أو حق ملكية؛ ففي حين تعدّ الأسهم بأنواعها العادية والممتازة أداة للملكية، تعدّ الأوراق المالية الأخرى كالسندات أداة دين. ومع اتجاه الأسواق المالية نحو التخصص تميز جزءاً منها بأدوات الدين، ويطلق عليه: أسواق الدين Debt Markets، وجزء آخر خاص بتداول أدوات الملكية، ويسمى: أسواق الملكية Equity Markets.



ويتفق معظم المحللين الماليين على أن حركة التداول في أسواق الملكية تعدّ مؤشراً مناسباً لتقييم نشاط الأسواق المالية عموماً؛ لأن هذه الأسواق هي التي تشهد الإصدارات الجديدة للشركات، والتي تتخذ غالبيتها شكل الأسهم. ومن خواص أسواق الملكية أيضاً أنها أكثر خطورة للمستثمر من أسواق الدين، لأن العائد على الاستثمار في أسواق الملكية يتوقف على أرباح مستقبلية غير مؤكدة، كما أن أدوات الاستثمار فيها وهي الأسهم التي تصدر بدون ضمان. بينما أدوات الاستثمار في أسواق الدين معظمها من النوع ذي الدخل الثابت، وتصدر في الغالب مضمونة؛ مما يجعل مخاطرة المستثمر فيها منخفضة إلى درجة معينة.

الرسم التوضيحي رقم (2-2-3-1). الفرق بين أسواق الدين وأسواق الملكية



2-2-4 أسواق النقد وأسواق رأس المال

يقصد بأسواق النقد money market : الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال **السماسرة** والبنوك التجارية، وكذلك من خلال الجهات الحكومية، وذلك فيما يتعلق بالأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.

ويمكن التمييز بين أسواق رأس المال Capital markets وأسواق النقد بناء على مدة استحقاق الأدوات المالية المتداولة في هذه الأسواق؛ فسوق رأس المال تتداول فيه أدوات طويلة الأجل مدة استحقاقها أكثر من سنة، أما السوق النقدي: فهو سوق تتداول فيه أدوات قصيرة الأجل مدة استحقاقها لا تزيد عن سنة.

الجدول رقم (2-2-4-1). الفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال

المعيار الأساس	سوق النقد	سوق رأس المال
الآجال	أدوات قصيرة الأجل مدة استحقاقها لا تزيد عن سنة	أدوات طويلة الأجل مدة استحقاقها أكثر من سنة
المشاركون	المصارف: مركزي وتجارية، مؤسسات وشركات مالية	مستثمرون أفراد ومؤسسيون، أجنب ومحلون (شركات ومؤسسات مالية..)
الأدوات	سندات وأذونات الخزانة؛ أوراق تجارية؛ شهادات إيداع... وغيرها	أسهم بأنواعها، وسندات، وسندات دين، وغيرها
النفقات	يتطلب مبالغ كبيرة، لأن الأدوات مرتفعة الثمن (سوق جملة)	لا يتطلب مبالغ كبيرة، لأن قيم الوحدات ليست مرتفعة
السيولة	مرتفع السيولة	أقل سيولة من سوق النقد
المخاطرة	الأدوات متدنية المخاطرة	أدواته أكثر مخاطرة
العائد المتوقع	منخفض مقارنة مع سوق رأس المال	مرتفع قياساً إلى طول المدة

i

نهاية عصر "مقاعد الأعضاء" في بورصة نيويورك NYSE!

يعرض سوق الأسهم الكبير والنشط في الولايات المتحدة، مجموعة واسعة من الميزات. وتوحي القوى الاقتصادية التي تتألت عليه وصاغته على نطاق أوسع، بأن التغيرات إلى الأفضل أو الأسوأ، من المحتمل أن تجد لها تطبيقاً في أمكنة أخرى.

لا يعني ذلك، أن الأسواق الأمريكية دوماً في طليعة التكنولوجيا؛ ففي نهاية القرن الماضي عندما كانت بقية دول العالم قد اعتمدت ومنذ مدة طويلة الأسعار العشرية Decimal، كانت الأسواق الأمريكية لا تزال تتداول على أساس نظام الثمن "Eighths". وإذا كان يجوز تسمية الحقبة الحالية: عصر الأسواق الإلكترونية؛ فقد كانت الولايات المتحدة متأخرة بهذا الصدد، بينما كانت الدول الأخرى، لا سيما فرنسا وكندا، متقدمة في تبنيها الواسع لتكنولوجيا توحيد السوق، ولكن عندما قامت سوق الأسهم الأمريكية أخيراً بالانتقال إلى التداول الإلكتروني؛ فقد فعلت ذلك بطريقة مرنة ومفتوحة. واتخذ المنظم الرئيس، ممثلاً بهيئة الأوراق المالية والبورصة، موقفاً مفاده: أن البورصة لم تكن "احتكاراً طبيعياً"، وأنه يمكن جني الكثير من المنافسة لبناء أسواق أفضل. أدى ذلك إلى تجربة غنية، مع مجموعة متنوعة من آليات وبروتوكولات التداول، وتداول الخوارزميات Algo، والتجارة عالية التردد HFT، وغيرها من الممارسات التي انتشرت في الأسواق الأخرى.

كانت بورصة نيويورك تشرف على الشركات الأعضاء وتنظمها فيما تعده المصلحة العامة، إذ قيدت العضوية منذ عام 1953، بـ 1366 مقعداً، ووفقاً لشروط العضوية، توجب أن يعمل غالبية ملاك الشركات الأعضاء، في أعمال السمسرة أو التعامل بالأوراق المالية في المقام الأول؛ كما كان يطلب من أي مساهم لديه حصة 5% في شركة عضو، الحصول على موافقة البورصة؛ ويجب أن يكون جميع المسؤولين والمديرين الرئيسيين الذين ينشطون في الشركة، أعضاء، أو أعضاء متحالفين في البورصة.

يخضع العضو المتحالف لقواعد السوق، لكن ليس له حق الدخول في التعاملات على أرض قاعة التداول. توجب أن يحصل الفرد الراغب في العضوية، على موافقة مجلس المحافظين؛ لشغل "مقعد" من عضو حاضر، أو من تركة شخص متوفٍ. وتقوم البورصة قبل منح الموافقة، بالتحقيق في أمور مثل السجل السابق لمقدم الطلب، والوضع المالي؛ وسيكون عليه اجتياز اختبار يثبت معرفته بمجال الأوراق المالية أيضاً.

i

نهاية عصر "مقاعد الأعضاء" في بورصة نيويورك NYSE!

وفي عودة بالتاريخ إلى الوراء، فقد تم تشكيل مجلس إدارة بورصة نيويورك في عام 1817، أي بعد مرور حوالي 76 عاماً على اتفاقية Buttonwood. وفي عام 1868 عرضت البورصة 1060 مقعداً، يمكن شراؤها وبيعها من قبل حامليها. ارتفع عدد المقاعد إلى 1100، وحدد السعر عند 4000 دولار للمقعد الواحد، أي ما يزيد عن 100000 دولار في حال أخذت بأرقام 2019.

تم التداول في البورصة حتى عام 1871 بأسلوب "المناداة" Call Market، وهو نظام تتداول من خلاله أسهم شركة واحدة فقط في وقت واحد في كل البورصة. يجلس الأعضاء في المقاعد المخصصة التي يمتلكونها، ويشاركون في بيع وشراء الأسهم المرغوبة عند دعوتهم للمتاجرة. أصبح تداول الأسهم بعد عام 1871، يتم في وقت واحد، وأصبحت المتاجرة في قاعة التداول هي القاعدة.

شهدت بورصة نيويورك نمواً هائلاً في العشرينات من القرن العشرين، وهي مرحلة من التغير الاجتماعي والاقتصادي والسياسي الواسع في أمريكا، وبلغ سعر مقعد البورصة 625000 \$. عند انهيار السوق في 24 تشرين أول (أكتوبر) 1929، انخفض السعر إلى 68000 \$، و بعد مدة وجيزة من الكساد الكبير في العام 1942، كلف المقعد 17000 \$ فقط.

بعد بضعة عقود في سبعينيات القرن المنصرم، سمح لأعضاء بورصة نيويورك بتأجير مقاعدهم للسماسة المؤهلين من غير الأعضاء بدلاً من بيعها.

i

نهاية عصر "مقاعد الأعضاء" في بورصة نيويورك NYSE!

انتهت أيام "امتلاك مقعد" في البورصة في عام 2006، عندما أصبحت بورصة نيويورك منظمة ربحية، وحلت عضويتها الخاصة. استفاد أصحاب المقاعد البالغة 1366 من عملية البيع، إذ حصل كل منهم على 80177 سهماً في الشركة العامة الجديدة، وأنقد مبلغ 300000 \$، و 70571 دولاراً كتوزيعات.

تعود ملكية بورصة نيويورك، بدءاً من شباط (فبراير) 2019 إلى شركة إنتركونتيننتال Intercontinental Exchange، التي اشترتها بأكثر من 10 مليار دولار في عام 2013. أصبح معظم التداول في بورصة نيويورك بدءاً من بداية عام 2019 رقمياً، كما أن أرضية البورصة، أقل ازدحاماً بكثير مما كانت عليه في السابق رغم أنها لا تزال موطناً لبعض التجار.

المبحث الثالث

المشاركون في السوق المالي

Participants in Financial Markets

الأهداف التعليمية:

1. معرفة فئات المشاركين في السوق تبعاً للدافع وراء التداول أو الحافز للمتاجرة.
2. إدراك التمايزات بين المشاركين في السوق تبعاً لعلاقتهم بالمخاطرة وأسلوب المتاجرة.
3. توضيح العلاقة بين المراجعة والمضاربة والتحوط.

2-3-1 فئات المشاركين في السوق

يتمثل دور السوق المالي بوضوح في تيسير عملية انسياب الأموال ممن يملكونها ويرغبون باستثمارها، إلى من هم بحاجة لهذه الأموال ويرغبون بالحصول عليها، أي أن الأموال تنساب من المقرضين أو المستثمرين إلى المقترضين أو المصدرين للأصول المالية، إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة عبر الوسطاء. يؤدي وظائف السوق، ببساطة: المشاركون في هذه السوق، بشكل مباشر أو غير مباشر. ويمكن تصنيف المشاركين في السوق المالي، إضافة إلى السلطات التي تنظم السوق، إلى ثلاث مجموعات كبيرة، تبعاً للدافع وراء التداول أو الحافز للمتاجرة، وهي الآتية:

(1) المقرضون أو المستثمرون.

(2) فئة المصدرين أو المقترضين.

(3) فئة الوسطاء.

ونعرض في ما يأتي لكل مجموعة بشيء من التفصيل.

1. فئة المقرضين أو المستثمرين

عامة المستثمرين (المستثمرون العموميون) الذين يمتلكون الأصول في نهاية المطاف والذين يحفزهم العائد من حيازة هذه الأصول، ويشمل: المستثمرين العموميين الأفراد، والصناديق الإئتمانية، وصناديق التقاعد، والمؤسسات الأخرى التي تشكل جزءاً من آلية السوق نفسها.

تعدّ هذه الفئة مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي، وتضم الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية، فترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي، إما في عمليات إقراض مباشرة، أو في المتاجرة بالأوراق المالية. والجدير ذكره أنه بإمكان المؤسسات المالية كالمصارف التجارية والمتخصصة، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار أن تقوم بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي،

ولكن تبقى مدخرات الأفراد هي المصدر الرئيس للاستثمار؛ لأن الفوائض النقدية المجمعة لدى هذه المؤسسات ليست سوى محصلة لمدخرات الأفراد فيها، وأياً كانت صفة المقرض أو المستثمر في السوق المالي، ومهما اختلفت أداة الاستثمار التي يستخدمها، فإنه يهتم بمجموعة من العوامل أهمها: معدل العائد المتوقع على الاستثمار، عامل الأمان، عامل السيولة، وتاريخ الاستحقاق.

2. فئة المصدرين أو المقترضين

المتعاملون أو التجار الذين يتاجرون لحسابهم الخاص، ولكن دافعهم الأساسي هو: تحقيق الربح من التداول بالأصول بدلاً من الاحتفاظ بها. يحصل التجار على عوائدهم عادة، من الفرق بين الأسعار التي يشترون ويبيعون بها الأصول على فترات قصيرة من الزمن.

تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات؛ ممن تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم من الأموال اللازمة إما لأغراض الاستهلاك، أو لأغراض التوسع. ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالي إما بطريقة الاقتراض المباشر، أو عن طريق إصدار الأوراق المالية. وإذا كان يشترط في المصدر أن يكون مؤسسة مالية أو هيئة حكومية؛ فإنه يمكن للمقترض أن يكون فرداً، كما يمكن أن يكون مؤسسة. ومتى اتخذ الدين في السوق المالي صورة القرض المباشر؛ فمن الضروري أن تثبت جميع الشروط الأساسية للقرض في العقد المبرم بين المقرض والمقترض، كقيمته الاسمية، وسعر الفائدة، وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض.

وينضوي تحت فئة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية مجموعة مختلفة من المؤسسات والهيئات الأهلية والحكومية، إذ يمكن أن تكون الدولة نفسها أو هيئة من هيئاتها كبلدية أو الخزينة، كما يمكن أن يكون المصدر شركة أهلية؛ ليتخذ الإصدار في هذه الحالة صورة سندات، أو أسهماً عادية أو ممتازة.

3. فئة الوسطاء Intermediaries

يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى. ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصاً بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته. وتضم فئة الوسطاء عادة ثلاث مجموعات هي: السماسرة، وصانعو الأسواق ومتعهدو تغطية الإصدارات المالية.

لا تستثني المجموعات الثلاث بعضها في الواقع العملي؛ فبعض المستثمرين العموميين قد يتصرفون أحياناً نيابة عن آخرين؛ ويمكن للممارسة أن يعملوا كمتعاملين (تجار)، فضلاً عن امتلاك أصول خاصة بهم؛ وكثيراً ما يحتفظ المتعاملون بأصول تتجاوز المخزونات اللازمة لتسهيل أنشطتهم التجارية.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الخامس: شركات الخدمات والوساطة المالية

المادة -30-

يقصد بشركات الخدمات والوساطة المالية الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة الآتية:

1. تقديم الاستشارات وتحليل المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية ونشرها.

2. الوساطة في الأوراق المالية.

3. إدارة الإصدارات الأولية.

4. إدارة الاستثمار في الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.

5. أمانة الاستثمار.

6. إدارة حسابات الحفظ الأمين للأوراق المالية.

7. أية خدمات أو أنشطة أخرى يتم اعتمادها من قبل الهيئة.

2-3-2 المتحوطون والمضاربون والمراجحون

يمكننا تصنيف المشاركين في السوق المالي أيضاً، إلى متحطين ومضاربين ومراجحين، وذلك تبعاً لعلاقتهم بالمخاطرة وأسلوب المتاجرة. ونتناول كل فئة منهم بتفصيل أكبر في ما يأتي:

1. المتحوطون Hedgers

يمكن القول إن "التحوط" يعني ببساطة: تقليل المخاطر، بمنع تأثير عوامل المخاطرة التي تتسبب بها حالة السوق الراهنة. يطلق على المستثمر الذي يهدف إلى تقليل مستوى المخاطرة عادة: المتحوط Hedger، حيث يسعى المتحوط عادة إلى الحد من تعرض مركزه لتقلبات الأسعار، وفي سوق المشتقات، يدخل المتحوط في مركز معاكس للمخاطرة التي يتحملها. يستخدم المتحوطون استراتيجيات مشتقات مختلفة من أجل تقليل مخاطر الأسعار أو إزالتها.

مثال رقم (2-3-2-1).

ينوي مستثمر ما شراء 1000 سهم لشركة 'ABC'، ويرغب بضمان مركزه هذا ضد اتجاه السوق، ولا سيما في أوقات التقلب الشديد. وبناء عليه، للقيام بالتحوط، يجب الدخول في وضع قصير للكمية نفسها من أسهم "ABC" في عقد فيوتشرز. من شأن مثل هذا الإجراء أن يقلل من تعرضه لحالات أو أحداث غير مؤاتية تتسبب بالتأثير في كامل السوق.

إذا انخفض سعر الأسهم في السوق الفوري، بفرض أن المتاجر يحتفظ بمركز طويل في هذه الأسهم، يمكنه أن يعوض الخسارة بالربح الذي يحققه من المركز القصير في الأداة المشتقة، وهي العقد المستقبلي في مثالنا.

يقوم كل متحوط بإجراء المعاملات أو الصفقات في سوق عقود الفيوشرز، حيث تكون الأسعار معروفة اليوم، بينما يتوقع ظهور نتائج هذه الصفقات غداً في السوق الفوري، إذ لا تزال الأسعار غير معروفة.

مثال رقم (2-2-3-2).

ينتج أحد المربين 25000 كيلو من لحم الغنم، ويود بيعه في 25 من شباط (فبراير). إذا كان السعر الفوري للحم الغنم هو: \$1.50 للكيلو، وسعر العقد المستقبلي في 25 شباط هو \$1.55 للكيلو. إذا كانت هناك مخاوف من أن السعر سيكون أقل حتى 25 شباط؛ فما الإجراء الذي سيتخذه المربي؟ أو ما هو الثمن الذي سيلتزم به؟ يتخذ المربي في هذه الحالة وضعاً أو مركزاً قصيراً بعقد فيوتشر واحد: استحقاق شباط (فبراير)، وسيكون سعر عقود الفيوشر \$1.55 للكيلو. يمكننا هنا أن نعرض لسيناريوهين:

السيناريو الأول: انخفض السعر الفوري للحم الغنم إلى 1.45 \$ للكيلو في 25 شباط، يقوم المربي ببيع لحم الغنم مقابل 1.45 \$ للكيلو $\times 25000$ كيلو = 36250\$. وبعدها يعيد شراء عقد الفيوشر محققاً ربحاً قدره: $(\$ 1.55 - \$ 1.45) \times 25000 = 2500$ \$، والإجمالي هو: $36250 + 2500 = 38750$ \$.

السيناريو الثاني: ارتفع السعر الفوري للحم الغنم في 25 شباط ، إلى 1.60 \$ للكيلو. يقوم المربي ببيع لحم الغنم مقابل: 1.60 \$ للكيلو $\times 25000$ كيلو = 40000 \$. ثم يعيد شراء عقد الفيوشر بخسارة تعادل: $(\$ 1.60 - \$ 1.55) \times 25000 = -1250$ \$، والإجمالي هو: $40000 - 1250 = 38750$ \$.

2. المضاربون Speculators

يستخدم مصطلح المضاربين عموماً، لتصنيف مجموعة واسعة من الداخلين إلى السوق، سواء أكانوا أفراداً أم شركات استثمار أم صناديق. يقوم أولئك المضاربون، بشراء أو بيع الأدوات المالية، وذلك لى أمل الاستفادة من تغيرات الأسعار على هذه الأدوات. تتميز هذه الفئة من المتعاملين في الأسواق التي تتاجر بها، ونوع المعلومات التي تستخدمها للوصول إلى قرارات التداول، وكيفية الوصول إلى هذه القرارات، أي أساليب الاستثمار الخاصة بهم، ويمكننا التمييز بين الفئات التالية من المضاربين:

- (1) **مستخدمي التحليل الأساسي Fundamental Traders**: تحليل حركة السعر وتوقعها باستخدام معلومات متعلقة بالعرض والطلب.
- (2) **مستخدمي التحليل الفني Technical Traders**: تحليل الأسعار السابقة وسلوك المتاجرة؛ بهدف التنبؤ بحركة السعر في المستقبل.
- (3) **التقديرية Discretionary Traders**: لا ينظمون عملية صنع القرار عند قيامهم بالشراء أو البيع، وتعتمد قرارات التداول عندهم على مراجعة عوامل السوق الحالية. وعلى هذا الأساس، تعتمد هذه الفئة من المتداولين بشكل أكبر على الأحاسيس لتشكيل قرارات المتاجرة.
- (4) **المنهجية Systematic Traders**: يقومون بالشراء والبيع متبعين قرارات منهجية محددة كانوا قد اختبروا دقتها في الماضي، ولا يوجد مكان عندهم للحكم الشخصي على عمليات المتاجرة. يحاول المضاربون عادة توقع تحركات الأسعار، والدخول في مراكز بهدف زيادة الأرباح إلى الحد الأقصى. ويمكننا القول: إن المضاربين هم متحملو مخاطر risk takers، وعلاقتهم بالمخاطرة أعلى بكثير من علاقة المستثمر متجنب المخاطر risk-averse investor. يشارك المضارب في سوق المشتقات ببساطة من أجل الربح. ويحتاج المضاربون إلى القيام بتنبؤات مهمة بخصوص الاتجاهات المستقبلية، وذلك

من أجل التوضيح الملئ في السوق، إلا أن مثل هذا السلوك، لا يضمن بأي حال العوائد، أو سلامة الأموال المستثمرة.

يحاول المضاربون اللحاق بركب الاتجاهات السريعة الحركة وامتطائها عادة؛ ليتسنى لهم الاستعداد للاتجاه الذي سيسلكه السوق. ويستخدموا في هذه الحال: التحليل الفني مع التحليل الأساسي، إذ يمكن أن يتراوح الأخير بين التغير في أمزجة المستهلكين والتوقعات، وصولاً إلى تقلبات أسعار الفائدة ومبيعات التجزئة، أو مؤشرات الإنفاق الاستهلاكي ومؤشرات أسعار المستهلك، والمنتج المحلي وإجمالي الناتج المحلي لبلد أو منطقة ما، أو مجرد تقرير عام واحد للخبراء والمديرين التنفيذيين ورؤساء الشركات والمؤسسات المرموقة ذات الشهرة الدولية. يواجه المضاربون إمكانية تحقيق مكاسب كبيرة أو خسائر فادحة على حد سواء، وينتمون إلى مجموعة المستثمرين ذوي الدخل المرتفع غالباً؛ ممن يسعون جاهدين لتنويع محافظهم الاستثمارية. إنهم يسعون دائماً إلى تعظيم الأرباح في غضون مدة قصيرة.

مثال رقم (2-3-2).

في حال توقع أحد المضاربين أن سعر سهم "ABC" سينخفض خلال ثلاثة أيام، في ضوء بعض التطورات المستقبلية في السوق. يضع المضارب نفسه في العادة، في مركز قصير في هذه الأسهم (يبيعها) في سوق المشتقات، وقد لا تكون تلك الأسهم بحوزته بالضرورة. إذا انخفض سعر السهم كما هو متوقع، فهو يحقق ربحاً، وذلك اعتماداً على كمية الأسهم التي يحتفظ بها. وفي حال ارتفع سعر السهم بخلاف التوقعات؛ فإن المضارب يتكبد الخسارة.

مثال رقم (2-3-2-4).

(متاجرة المضارب في سوق الصرف): يفترض أن يسلك هذا المضارب أسلوب متتبع الأخبار، أي يكون من أنصار التحليل الأساسي fundamental analyst، ويраهن على سعر صرف اليورو أمام الدولار الأمريكي. ينتظر المضارب صدور تقرير عن إجمالي الناتج المحلي في منطقة اليورو خلال الربع الثالث من العام، ويعد المؤشر الأوسع عن النشاط الاقتصادي في منطقة اليورو، كما أنه على دراية بتوقعات الخبراء بخصوص الوتيرة التي ينمو فيها الناتج المحلي الإجمالي. ويفترض أن يشير وسطي تقديرات الاقتصاديين إلى أن إجمالي الناتج المحلي لكتلة اليورو سيتوسع بحدود 0.3% خلال الربع الثالث من العام. في حال اعتقد المضارب أن إجمالي الناتج المحلي في منطقة اليورو سيتجاوز توقعات الخبراء، يدخل السوق بفتح مركز طويل في اليورو مقابل الدولار الأمريكي (شراء اليورو وبيع الدولار الأمريكي)، إذ إنه يتوقع الارتفاع في سعر اليورو، لكون رقم إجمالي الناتج أفضل من المتوقع. وسيكون لدينا:

السيناريو الأول - في حال ذكر التقرير الرسمي أن وتيرة النمو الاقتصادي أكبر مما كان متوقعاً، ولتكن 0.5% خلال الربع الثالث من العام، فإن قيمة اليورو أمام الدولار ($\text{€}/\text{\$}$) ستزداد فعلاً، ويحقق المضارب ربحاً، تبعاً لما يحتفظ به من وحدات اليورو، لأنه كان قد دخل في مركز طويل.

السيناريو الثاني - في حال ذكر التقرير الرسمي أن معدل النمو أقل مما كان متوقعاً، وليكن 0.1% خلال الربع الثالث، فإن سعر اليورو أمام الدولار ينخفض، ويحقق المضارب خسارة لأن توقعاته جاءت مخالفة. إن المضاربة مصحوبة بمستوى مرتفع من المخاطرة.

3. المراجحون Arbitrageurs

يهدف المراجح إلى الربح من خلال شراء أصل في أحد الأسواق وبيع أصل مماثل أو مشابه في سوق آخر بسعر أعلى. ومن هنا، فإن المراجحين يوفران السيولة للمشتريين والبائعين عبر مختلف الأسواق. قد تكون فرص المراجعة الصرفة، أو إمكانية الاستفادة من شراء أصل مطابق في أسواق مختلفة أو بيعه، نادرة جداً في الأسواق الكفوءة Efficient Markets. ذلك أن المشاركين في السوق الكفوءة، يستطيعون الحصول بسهولة، على أفضل الأسعار. عوضاً عن ذلك، يقوم المراجحون غالباً بتكرار، أو ما يطلق عليه أحياناً نسخ عمليات شراء وبيع المخاطر بأشكال مختلفة باستخدام الأوراق المالية والعقود. يشارك المراجحون عادة في بيئة سريعة للغاية، حيث يتم حرفياً اتخاذ القرارات بغمضة عين. قد يكون سعر السهم أحياناً في السوق الفوري spot market أقل، أو يتجاوز سعره في سوق المشتقات derivatives market. ويتطلع المراجحون عادة إلى الاستفادة من العيوب وعدم الكفاءة في السوق، كما أنهم يؤدون دوراً مهماً في زيادة سيولة السوق.

تتوفر فرصة المراجعة في حال عدم تحمل المستثمر أية تكاليف تتعلق بشراء أو أخذ مركز معين في أدوات مشتقة؛ بحيث يحقق مكاسب موجبة دوماً، من دون تحمل المخاطرة. ويجب أن تتوفر المقومات الثلاثة في وقت واحد، على اعتبار أن فرص المراجعة تظهر عادة لفترة محدودة جداً من الوقت، وتتبرخ بعدها على الفور. يمكن الكشف عن العديد من فرص المراجعة بين الفوري والمستقبلي. إن المراجعة واحدة من أبسط أشكال المتاجرة.

إذا كان سعر فيوتشر الأصل موضوع الصفقة؛ كأن يكون سلعة ما مثلاً، بعلاوة، أي أعلى مقارنة بالسعر الفوري للأصل نفسه، يشار إلى الحالة بالتقارب "Contango". يعني ذلك أن المراجح مستعد لدفع المزيد مقابل هذه السلعة في وقت ما في المستقبل، أكثر من السعر الفعلي المتوقع للسلعة. قد يكون ذلك

لرغبة في دفع علاوة من أجل امتلاك السلعة في المستقبل، بدلاً من دفع تكاليف التخزين وتكاليف الاحتفاظ أو الحمل، في حال شراء السلعة اليوم.

إذا كان سعر فيوتشر الأصل موضوع الصفقة بخصم، أي أقل مقارنة بالسعر الفوري للأصل نفسه، يشار إلى الحالة بالتراجع "الباكويردشن" Backwardation¹.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الخامس: شركات الخدمات والوساطة المالية

المادة - 31-

أ - لا يجوز مزاولة أنشطة شركات الخدمات والوساطة المالية إلاّ بعد الحصول على ترخيص بذلك من الهيئة ، والقيّد بالسجل المعد لديها لهذا الغرض ، وذلك وفقاً للقواعد والإجراءات التي يحددها نظام الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية.

ب- لا يجوز مزاولة أنشطة الخدمات والوساطة المالية في السوق للشركة المرخصة إلا إذا كانت هذه الشركة عضواً في السوق، ومسددة لبدلات العضوية والاشتراك السنوي، وذلك وفقاً للنظام الداخلي للسوق.

المادة -32-

تقدم طلبات تأسيس شركات الخدمات والوساطة المالية إلى الهيئة ، وفقاً لنظام الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية.

المادة - 33-

تصدر الهيئة قرارها بالبتّ في طلب الترخيص خلال مدة لا تتجاوز التسعين يوماً من تقديم الأوراق المطلوبة إليها.

¹. مفلح هزاع وكنجو كنجو(2019)-إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، ص-197-200.

2-3-3 المراجعة والمضاربة والتحوط

تتطوي المراجعة على شراء الأصل وبيعه في وقت واحد، وذلك من أجل الاستفادة من الفروق الصغيرة في السعر. يشتري المراجح الأسهم في سوق واحد غالباً، كأن يكون سوق مالي في الولايات المتحدة مثل بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE، ويبيعهها في الوقت نفسه في سوق مختلف كأن يكون بورصة لندن للأوراق المالية LSE، إذ يتداول السهم بالدولار الأمريكي في الولايات المتحدة، بينما يتداول بالجنه الإسترليني في لندن.

مع تحرك كل سوق على حدة على السهم نفسه؛ فإن عدم كفاءة السوق، وعدم تطابق الأسعار، وكذلك أسعار صرف الدولار مقابل الجنه، كلها عوامل يمكن أن تؤثر على الأسعار مؤقتاً. لا تقتصر المراجعة على أدوات متطابقة Identical، إذ يمكن للمراجحين الاستفادة أيضاً من العلاقات بين الأدوات المالية المشابهة التي يمكن التنبؤ بها، مثل: عقود فيوتشر الذهب، وسعر الذهب موضوع الصفقة. إذ إن المراجعة تتطوي على شراء أصل ما وبيعه بشكل متزامن، فهي تعدّ نوعاً من التحوط، وتتطوي على مخاطر محدودة عند تنفيذها بالشكل الملائم. يدخل المراجحون عادة في مراكز كبيرة، ذلك أنهم يحاولون الاستفادة من الفروق الصغيرة جداً في السعر.

تمثل المضاربة، من جهة أخرى نوعاً من الاستراتيجية المالية التي تتطوي على قدر كبير من المخاطرة. يمكن أن تشمل المضاربة المالية، المتاجرة، أو التداول بأدوات مثل السندات، والسلع، والعملات، والمشتقات. يحاول المضاربون الاستفادة من ارتفاع الأسعار وهبوطها؛ إذ يمكن على سبيل المثال: أن يأخذ المتداول مركزاً طويلاً في عقد مؤشرات مستقبلي، وتوقع تحقيق الربح من خلال ارتفاع الأسعار. في حال ارتفعت قيمة المؤشر، يمكن للمتداول أو المتاجر إغلاق الصفقة وجني الأرباح، وفي حال حصل العكس، وانخفضت قيمة المؤشر؛ فقد يتم إغلاق الصفقة بخسارة.

قد يحاول المضارب الاستفادة من السوق الهبوطية أيضاً، عن طريق البيع القصير، أو ببساطة: بيع الأداة، وفي حال انخفضت الأسعار سيكون الوضع مربحاً، وفي حال ارتفعت؛ فقد يتم إغلاق الصفقة بخسارة.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الخامس: شركات الخدمات والوساطة المالية

المادة -34-

يتعين لمنح الترخيص لشركة خدمات ووساطة مالية توافر الشروط الآتية:

- 1- أن يكون طالب الترخيص شركة سورية مساهمة ، أو شركة ذات مسؤولية محدودة سورية، أو أن يكون مصرفاً محلياً يعتزم ممارسة بعض الأنشطة أو الخدمات المالية من خلال شركة تابعة له.
- 2- أن يقتصر غرض الشركة على مزاولة نشاط أو أكثر من الأنشطة المشار إليها في المادة (ثلاثين).
- 3- ألا يقل رأس مال الشركة طالبة الترخيص وما يكون مدفوعاً منه عند التأسيس عن الحد الأدنى المحدد في نظام التراخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية، وفقاً لطبيعة نشاط الشركة.
- 4- أن تتوفر في القائمين على إدارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمة لعملها وفقاً لنظام التراخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية.
- 5- أداء كفالة مصرفية تحدد قيمتها والقواعد والإجراءات المنظمة لها في نظام التراخيص.
- 6- ألا يكون قد سبق الحكم على أحد مؤسسي الشركة أو مديرها أو أحد أعضاء مجلس الإدارة، بعقوبة في جنائية أو جنحة ماسة بالشرف، أو إحدى الجرائم المنصوص عليها في قانون الشركات أو قانون التجارة أو الحكم بإشهار الإفلاس، ما لم يكن قد ردّ إليه اعتباره.

المبحث الرابع الإصدارات والأدوات المالية Financial Issues & Instruments

الأهداف التعليمية:

1. معرفة أنواع الإصدارات.

2. توضيح عملية إصدار الأوراق المالية وطرحها.

3. فهم خصائص الأدوات المالية وتصنيفها.

2-4-1 أنواع الإصدارات

تختلف أنواع الإصدارات باختلاف الجهة التي ينظر من خلالها إلى الإصدار، وعليه تقسم الإصدارات على الشكل الآتي:

أ. إصدارات أولية وإصدارات موسمية

يعدّ الإصدار الذي يتم عند تأسيس الشركة لتمويل رأسمالها إصداراً أولياً Initial Issue، بينما تسمى جميع الإصدارات التالية التي تهدف إلى زيادة رأسمال الشركة أو إلى التوسع: إصدارات موسمية Seasonal Issues.

ب. إصدارات دين وإصدارات ملكية

يعدّ الإصدار ديناً Debt Issues، إذا رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها حق الدائنية، وينقضي هذا الحق بانقضاء الدين. ويعدّ الإصدار حق ملكية Equity Issues متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها حقوق الملاك نفسها في جهة الإصدار؛ لهذا فمن الطبيعي أن تتعكس القيمة الاسمية لإصدار الدين في شكل زيادة في خصوم جهة الإصدار، بينما تتعكس القيمة الاسمية لإصدار حق الملكية في شكل زيادة في رأس المال.

ج. إصدارات مسجلة (اسمية) وإصدارات لحامله

يكون الإصدار اسمياً Registered Issues عندما يسجل اسم المستثمر على الصك. ويكون الإصدار لحامله Bearer Issues إذا كان مغفلاً أو خالياً من اسم المستثمر، وإنما يحمل عبارة (لحامله). وإذا كان الصك المصدر اسمياً؛ فإن أي تصرف قانوني يجري عليه لا بد أن يكون من قبل الشخص المثبت الاسم عليه، أما إذا كان لحامله، فتخضع التصرفات القانونية التي تجري على الصك لآخر من يحمله أي كانت طريقة حيازته له. وبهدف توفير عنصر الحماية والأمان لحقوق المستثمر فإن الإصدارات الاسمية هي

الأكثر شيوعاً إلا في حالات استثنائية. وفي حال كان الهدف تحقيق مرونة كبيرة في تداول الورقة المالية لتوفير عنصر السيولة؛ فإنها تصدر لحامله، كما يحدث في أدونات الخزنة الأمريكية مثلاً.

IV. إصدارات قصيرة الأجل وإصدارات طويلة الأجل

إذا كان أجل استحقاق الورقة المالية Maturity هو محل الاعتبار، تقسم الإصدارات المالية إلى قصيرة وطويلة الأجل Short-term vs. Long-term Issues. وينطبق هذا التقسيم على أدوات الدين، أما أدوات الملكية (الأسهم بأنواعها) فإن الوفاء بها غير مرهون بأجل، بل تبقى ما بقيت الشركة المصدرة لها قائمة. ومن المتعارف عليه في الأسواق المالية أن تعدّ الأوراق المالية التي يستحق أجلها في حدود السنة إصداراً قصير الأجل، وشهادات الإيداع أفضل مثال عليها مع أدونات الخزنة. أما إذا زاد أجل الورقة المالية المصدرة عن عام واحد فيكون الإصدار عندها طويل الأجل، والسندات الحكومية مثال على ذلك.

V. إصدارات مضمونة وإصدارات غير مضمونة

يكون الإصدار مضموناً Secured Issues، إذا أرفق بضمان، يأخذ في الغالب صورة أصل حقيقي ثابت كالمعدات، وذلك بقصد تأمين حق المقرض في الحصول على الدين وفوائده. ويترافق شرط الضمان عادة مع إصدارات الدين، ولاسيما إذا كانت من النوع طويل الأجل كالسندات العقارية Mortgage أما السندات العادية Debentures؛ فتصدر بدون ضمان عادة، والميزة الوحيدة الموفرة لحاملها هي حصوله على حق الأولوية في اقتسام تقليصة المدين مقارنة ببقية الدائنين العاديين. والجدير ذكره هنا أن إصدارات حق الملكية كالأسهم لا يمكن أن تصدر مضمونة Unsecured Issues؛ لأن حامل السهم يعدّ مالكا للشركة المصدرة، ومن ثم لا يفضل أن يطلب منه ضمان حقوقه فيها.

VI. إصدارات قطاع الأعمال (الأهلية) وإصدارات حكومية

يكون الإصدار أهلياً Domestic(business) إذا كانت جهة الإصدار شركة أو مؤسسة أهلية: كشركة مساهمة، أو مصرف تجاري مثلاً. ويكون حكومياً Governmental إذا كانت جهة الإصدار هيئة حكومية كالبلدية أو إدارة البريد مثلاً. بينما تنحصر الإصدارات الحكومية في أدوات الدين مثل: السندات بأنواعها، وأدونات الخزينة؛ فإن الإصدارات الأهلية تشمل أدوات الدين، وأدوات الملكية، أي: السندات والأسهم بأنواعها.

VII. إصدارات محلية وإصدارات أجنبية

تقسم الإصدارات تبعاً لموطن الإصدار إلى: محلية وأجنبية Domestic Vs foreign issues، إذا كان النطاق الجغرافي للإصدار محلاً للاعتبار. وعليه يكون الإصدار بالنسبة للمستثمر في سورية محلياً، إذا كانت الجهة المصدرة شركة أو هيئة تقيم في سورية، أما لو قامت إحدى الشركات السورية بإدارة إصدار

لإحدى المؤسسات الأجنبية بالسندات المقومة أو المحررة بالليرة السورية، فيقال عن هذا الإصدار بأنه إصداراً دولي أو أجنبي.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الثامن: إصدار الأوراق المالية وطرحها

المادة - 60 -

أ- يجب على الشركات المذكورة أدناه الحصول على موافقة المجلس في الحالات الآتية:

- 1- كل شركة مساهمة قيد التأسيس ترغب بإصدار أوراق مالية لطرحها على الاكتتاب.
- 2- كل شركة مساهمة قائمة ترغب بزيادة رأسمالها عبر إصدار عام.
- 3- كل شركة مساهمة ترغب بزيادة رأسمالها عبر ضم احتياطات، أو أرباح، أو علاوة إصدار، أو رسملة ديون.
- 4- كل شركة ناتجة عن تحوّل شكلها القانوني إلى شركة مساهمة لاعتماد أوراقها المالية.
- 5- كل شركة مساهمة ترغب بإصدار أوراق مالية أخرى، غير الأسهم المنصوص عليها في قانون سوق الأوراق المالية.

ب- يجب للحصول على الموافقات المذكورة في الفقرة /أ/ من هذه المادة إرفاق الطلب بالوثائق والبيانات والمعلومات المنصوص عليها في " نظام إصدار وطرح الأوراق المالية ".

2-4-2-1 الطرح العام الأولي IPO

يعدّ الطرح العام الأولي، أو الإكتتاب العام، طريقة شائعة لتصبح شركة ما عامة Public، وذلك عبر الإعلان عن أسهمها، وبيعها للحصول على التمويل، ويوجد نوعان معروفان من الاكتتابات العامة:

(1) الطرح العام عند سعر ثابت Fixed Price Offering.

(2) الطرح العام عبر بناء سجل الأوامر Book Building Offering.

يمكن أن تلجأ الشركة إلى أي من النوعين بشكل منفصل، أو كليهما مجتمعين، إذ يمكن للمستثمر شراء الأسهم عبر المشاركة في الإكتتاب العام قبل أن تكون متاحة للعامة في سوق الأوراق المالية. تحدد الشركة المصدرة في الحالة الأولى سعراً ثابتاً لأسهمها المطروحة على المستثمرين الذين يعلمون سعر السهم قبل الطرح، إذ يجب على المستثمر دفع سعر السهم كاملاً عند تقديم الطلب، وذلك ليتسنى له المشاركة في الإكتتاب، ولا يعرف الطلب السوقي على السهم إلا عند إغلاق الإصدار.

تحدد الشركة المصدرة في الحالة الثانية نطاقاً سعرياً بنسبة ما، وليكن 20% على الأسهم المعروضة، من ثم يقدم المستثمرون العطاءات، وذلك قبل التسوية النهائية للسعر عند إغلاق الإصدار، إذ يجب على المستثمرين تحديد عدد الأسهم التي يرغبون شرائها، وما هم على استعداد لدفعه. لا يوجد في هذا النوع سعر ثابت للسهم، إذ يتحدد السعر النهائي استناداً إلى العروض المقدمة من المستثمرين.

تزيد الاكتتابات فرص الاستثمار في الأسواق المالية، إلا أنها لا تخلو من المخاطر، من مثل هبوط سعر السهم عن سعر الإكتتاب. ويتأثر طرح أسهم شركات جديدة بعوامل إقتصادية دولية، أو داخلية، أو بتغير أداء الشركة بعد إدراجها بشكل خاص، وليس مؤكداً ارتفاع سعر سهم الشركة بعد الطرح الأولي. إذن: لا تخلو عملية طرح أسهم شركات جديدة في السوق من المخاطرة، حتى في الأسواق العالمية المتقدمة. تكون الشركات الجديدة صغيرة نسبياً وحديثة عهد بالسوق غالباً، وقليلة الخبرة في التعامل مع الجمهور، وتزداد المخاطرة في الأسواق الأقل تنظيماً. تتأثر قيمة السهم بعد الطرح في حال قامت الشركة بتوزيع أرباح نقدية، أو زيادة رأس المال، ذلك أن قيام الشركة بتوزيع أرباح نقدية يعدّ بمثابة العائد، وزيادة رأسمال الشركة يزيد من عدد الأسهم المستثمر بها. ومن هنا، يجب على هيئة السوق المالي أن تحتث المستثمرين على قراءة نشرات الإصدار للشركات قبل إتخاذ قرار الاستثمار في أية شركة تدرج في السوق.

2-4-2-2 النشرة التمهيدية للطرح العام الأولي

تتنوع وثائق الاكتتابات وتختلف باختلاف الطرح، سواء أكان سندات دين أم أسهم، وباختلاف نوع الاكتتاب سواء أكان عاماً أم خاصاً. إن الإكتتاب أو الطرح، أساساً هو: ما تطرحه الشركة على المستثمرين،

وبناءً على ذلك؛ فإن وثائق الاكتتابات هي الوثائق الأساسية التي سيقروها المستثمر بهدف اتخاذ قراره في الاستثمار أو عدمه.

تمثل النشرة التمهيدية أهم وثائق الاكتتاب، خاصاً كان أو عاماً، وهي: وثيقة قانونية تشرح ماسيحصل عليه المستثمر من استثماره في الشركة. وبناءً عليه، يجب الاهتمام بتفاصيل هذه النشرة من معلومات عن الشركة، بما في ذلك نوع الأسهم، أو السندات المطروحة، وفريق الإدارة، والسوق، والبيانات المالية، وكتيب التسجيل.

أذن: ينبغي أن يسبق الاكتتابات الجديدة في أسهم الشركات، واكتتابات الزيادة في رأس المال، نشرات إصدار Prospectus تحتوي على معلومات أساسية عن مصدر الأوراق المالية، وملخصاً عن إنجازات الماضي وتوقعات المستقبل. ولا تجد الشركات المكونة حديثاً مجالاً لطرح أسهمها للاكتتاب العام في الأسواق المالية المتطورة، وذلك لعدم الاهتمام بهذا النوع من الأسهم. يتحمل المؤسسون غالباً، مسؤولية تكوين الشركة وإنجاحها، وبعد سنوات عدة، يقوم هؤلاء بالاتصال بمصارف الاستثمار؛ لزيادة رأس المال، وطرح أسهم جديدة لتوسعة مشروعهم، عندها فقط تقوم مصارف الاستثمار بشراء الأسهم الجديدة بأسعار يتفق عليها، ومن ثم تقوم هذه المصارف ببيعها للجمهور عن طريق وكلاء. وهذا التسلسل يبعد الجمهور عن المخاطرة في المشروعات الجديدة، كما أنه يعطي المؤسسين نتيجة جهودهم ونجاحهم أسعاراً يقبل بها المستثمرون. قد يكون الاكتتاب في الأسهم، خاصاً (مغلقاً)، أي مقصوراً على المؤسسين وحدهم، وقد يكون عاماً، وذلك عن طريق طرح كل أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب فيها أو بعضها. أما الاكتتاب في السندات فيكون عاماً غالباً، إذ يتم اللجوء إلى الجمهور للاكتتاب في السندات.

يتم في الاكتتاب الخاص تسليم النشرة التمهيدية إلى المستثمر؛ إذ لا توجد شروط يجب على الشركة إشتافؤها، ولكن يجب عليها اتباع القوانين المتعلقة بالأوراق المالية، إلا أنه يجب أن تلخص النشرة التمهيدية خطط الشركة، وماسيعود على المستثمر لقاء استثماره.

عندما تكمل الشركة الاكتتاب العام الأولي IPO تصبح أسهمها عامة ويمكن تداولها في سوق الأوراق المالية. تعدّ أسواق الأسهم أسواقاً ثانوية، إذ يمكن لأصحاب الأسهم الحاليين التعامل مع المشتريين المحتملين لها. ولعله من المهم التنويه، إلى أن الشركات المدرجة في أسواق الأسهم، لا تشتري أو تباع أسهمها الخاصة على أساس منتظم. إذ يمكن لهذه الشركات أن تقوم بعمليات إعادة شراء لتلك الأسهم buybacks، أو إصدار أسهم جديدة، إلا أن ذلك لا يمثل عمليات يومية وتحصل خارج نطاق عمليات التداول غالباً. وبناءً على ماسبق قوله، عند القيام بشراء حصة سهمية في سوق الأوراق المالية، فأنت لا تشتريها من الشركة

المصدرة، بل تشتريها من حملة أسهم آخرين. وبالمثل: عندما تبيع أسهمك؛ فإنك لا تبيعها إلى الشركة المصدرة لتلك الأسهم، بل لمستثمر آخر.

ينظر إلى الاكتتاب العام لكونه استراتيجية خروج لمؤسسي الشركة والمستثمرين الأوائل فيها: للاستفادة من تحملهم للمخاطرة المبكرة في مشروع جديد؛ إذ كان العديد من الأسهم التي تم بيعها للجمهور؛ خلال حالات كثيرة من الاكتتاب العام، مملوكة لهؤلاء المؤسسين والمستثمرين.

فكر!

تعد استراتيجية الخروج، خطة رجل الأعمال، لبيع ملكيته في شركة ما، لمستثمرين أو شركة أخرى. حيث توفر مثل هذه الإستراتيجية طريقة لتخفيض حصته أو تصفيتها. ويمكن أن يتحقق ربح كبير، في حال كان العمل ناجحاً، أما في حال لم يكن كذلك؛ فإن استراتيجية الخروج أو "خطة الخروج"، تمكن صاحب المشروع من الحد من الخسائر.

تتضمن الأنواع الشائعة من استراتيجيات الخروج: الاكتتابات العامة الأولية (IPO)، والاستحواذ الاستراتيجي، وعمليات الاستحواذ الإدارية (MBO).

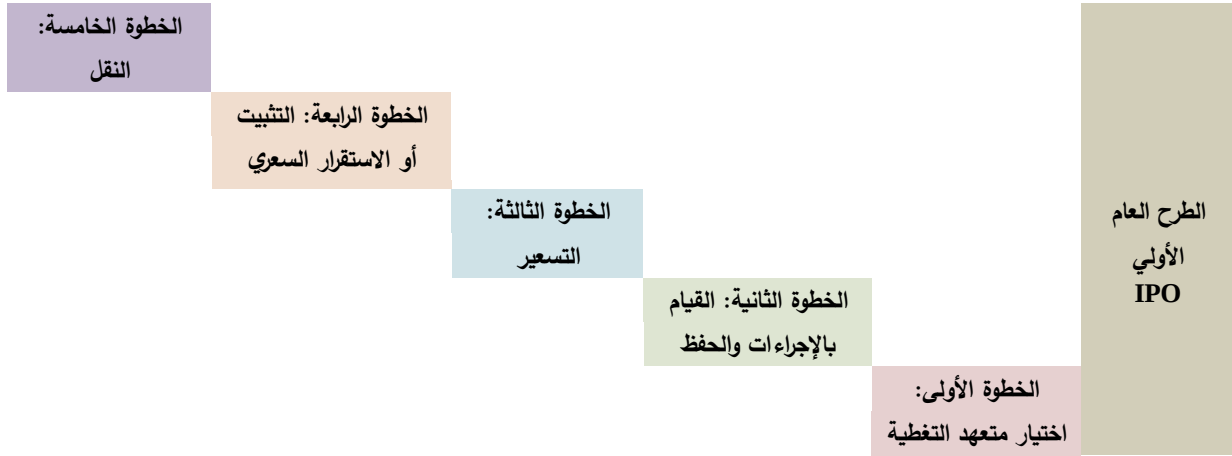
تتوقف استراتيجية الخروج التي يختارها رجل الأعمال على العديد من العوامل مثل: درجة التحكم أو المشاركة إن وجدت، والتي يرغب الاحتفاظ بها في الشركة، وما إذا كان يريد أن تستمر الشركة في العمل بالطريقة نفسها، أو أنه على استعداد لرؤيتها تمضي قدماً في التغيير، طالما يتم دفع سعراً عادلاً لحصته. فالاستحواذ الاستراتيجي، على سبيل المثال، سيخفف من مسؤولية المؤسس ارتباطاً بملكته في الشركة، ولكنه يعني أيضاً التخلي عن السيطرة.

توفر استراتيجيات الخروج لأصحاب الأعمال، مستويات مختلفة من السيولة. إن بيع الملكية من خلال عملية استحواذ استراتيجية، على سبيل المثال، يمكن أن يوفر أكبر قدر من السيولة في أقصر إطار زمني، إلا أن هذا الأمر، يتوقف على كيفية هيكلة عملية الاستحواذ. وتعتمد جاذبية استراتيجية خروج معينة على ظروف السوق أيضاً، فقد لا يكون الاكتتاب العام أفضل استراتيجية خروج خلال فترة الركود، وقد لا تكون عملية الاستحواذ على الإدارة جاذبة للمشتري، عندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة. يعتمد أفضل نوع من استراتيجية الخروج على نوع العمل وحجمه. إذا كان لدى الشركة العديد من المؤسسين، أو إذا كان هناك عدد كبير من المساهمين إضافة إلى المؤسسين، يجب مراعاة مصالح مختلف هذه الأطراف، عند اختيار استراتيجية الخروج.

2-4-2-3 تحديد السعر الأولي للطرح

تمر عملية تحديد السعر الأولي للطرح بمراحل عدة، تبدأ بتحليل الوضع المالي للشركة، للوصول إلى أفضل نطاق أو مدى سعري للسهم Price Band، من ثم يمكن لمجموعة من الشركات المالية المرخصة من قبل هيئة السوق المالي، المشاركة في بناء سجل أوامر الاكتتاب Book Building Process، من خلال المزايدة على سعر سهم الشركة في حدود المدى السعري المحدد مسبقاً. يمثل الرسم التوضيحي رقم (2-4-1-3) الخطوات الرئيسية لعملية الطرح الأولي للاكتتاب، التي نتناولها ببعض التفصيل.

الرسم التوضيحي رقم (2-4-1-3). خطوات الطرح الأولي للاكتتاب



يمثل النطاق السعري Price Band، طريقة لتحديد القيمة، يشير فيها البائع إلى الحد الأعلى والأدنى للتكلفة، حيث يمكن للمشتريين عندها تقديم العطاءات. توفر أرضية وسقف النطاق السعري هذه إرشادات للمشتريين، ويستخدم هذا النوع من تقنيات تسعير المزادات غالباً، في الطرح العام الأولي IPO. وتقضي اللوائح والقوانين في بعض الدول بأن تلتزم الشركات المزايدة؛ بدفع قيمة الطلب كاملة قبل معرفة عدد الأسهم التي ستخصص لها في نهاية عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب. بينما في بلدان أخرى، لا تلزم تلك الشركات بدفع كامل مبلغ الطلب، أو جزء منه في عملية بناء سجل الأوامر.

ويمكن تفكيك عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب، إلى ثلاثة خطوات:

- (1) أولاً: يقرر بنك الاستثمار، أي المستثمرين سيتم دعوتهم لتقييم الورقة، وأيهم يحتمل أن يشتريها؟
- (2) يقوم المستثمرون بتقييم الورقة، وتزويد بنك الاستثمار بالمؤشرات الأولية عن طلبهم على هذه الورقة.
- (3) أخيراً، يقوم بنك الاستثمار بتسعير الورقة، وتخصيص الأسهم للمستثمرين.¹

¹ . Sherman, Ann E. and Titman Sheridan (2002)- Building the IPO order book: underpricing and participation limits with costly information. Journal of Financial Economics 65, 3–29, p.4.

يمثل العائد في اليوم الأول، نسبة التغير المئوية في سعر السهم عن سعر الاكتتاب، في نهاية يوم التداول الأول. يتلقى المستثمرين عوائد إيجابية في اليوم الأول، في حال باعوا أسهمهم لمستثمرين آخرين بسعر أعلى مما دفعوه للمصدر خلال الاكتتاب العام. تعطي عوائد اليوم الأول الإيجابية، إيجاباً بوجود مستثمرين آخرين في السوق، مستعدين لدفع سعر أعلى مقابل الأسهم الجديدة. وهذا بدوره يشير بقوة، إلى أن الأسهم المصدرة، كانت منخفضة السعر، وأن المصدر قد فشل في تعظيم الحصيلة الإجمالية المستلمة من الطرح العام الأولي IPO. يمكن من ناحية أخرى ملاحظة عوائد سلبية في اليوم الأول، في حال اجتنب الاكتتاب عدداً من المستثمرين، أقل من المتوقع. أخيراً، تقيس عوائد اليوم الأول مباشرة: الإيجابية منها والسلبية، التقلبات في سعر السهم المصدر فور الاكتتاب. من ثم، يمكن من خلال مقارنة اتجاه عوائد اليوم الأول وحجمها، بنتيجة عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب ومزادات الاكتتاب، إيجاد الطريقة التي قد تكون أكثر فاعلية في مساعدة المصدر على تحقيق أهدافه.

يمكن التعبير عن عوائد اليوم الأول R_{FD} كنسبة مئوية. كما يمكن حساب عوائد اليوم الأول، من سعر الطرح الأولي P_0 ، وسعر إغلاق السهم المصدر في نهاية يوم التداول الأول CP_{FD} ، كالآتي:

$$R_{FD} = \frac{CP_{FD} - P_0}{P_0} \times 100$$

يحدد بنك الاستثمار، الذي يدير عملية الطرح العام، كما أصبح واضحاً، النطاق السعري النهائي للأسهم الجديدة. ويعد ذلك بمثابة متغير آخر، يمكن أن يقيس مدى فعالية، عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب والمزادات، في تحقيق أهداف المصدر. ويتم تحديد المدى السعري، بعد قيام بنك الاستثمار، بتقييم آفاق عمل المصدر ومركزه المالي، وإجراء عروض ترويجية، مصممة لقياس الطلب المحتمل على الأسهم المصدرة. يوفر المدى أو النطاق السعري للمستثمرين، مؤشراً على ما يمكن أن يكون عليه سعر الطرح للأسهم الجديدة. ويعد النطاق السعري أيضاً، أداة بنك الاستثمار، للتأثير في جودة العطاءات المقدمة من المستثمرين المحتملين في السوق.

يمكن من خلال التدقيق في المدى السعري، أو الفرق بين أعلى وأدنى سعر في النطاق السعري، تقييم درجة عدم اليقين المحيطة بعملية تسعير الطرح العام الأولي. أي، تباين أكبر، يدل على قدر أكبر من عدم اليقين. بناءً عليه: فإن المزيد من عدم اليقين في عملية التسعير، يمكن أن يثني المستثمرين المحتملين عن تقديم تعهدات بإصدار أوامر شراء مؤكدة للأسهم الجديدة، لأنهم يشعرون بالقلق من رفع السعر، من خلال المزايدات. وبثبیط المستثمرين المحتملين، عن إصدار أوامر مؤكدة؛ قد تتضرر قدرة المصدر على زيادة العوائد المتلقاة من الطرح العام. علاوة على ذلك، فإن حالة عدم اليقين المرتفعة في عملية تسعير الاكتتاب؛ تجعل من الصعب على المصدر تحديد سعر الطرح الذي يتناسب مع توقعات المستثمرين المحتملين. قد

يؤدي تحديد سعر مرتفع أو منخفض جداً، عما يتوقعه المستثمرون المحتملون، إلى عمليات بيع وشراء متتالية على الأسهم. يؤدي ذلك إلى تقلب أكبر في سعر السهم المصدر، مباشرة بعد الاكتتاب العام. يرغب المصدر، بدون أدنى شك، في تجنب حصول هذا التقلب الكبير.

إذاً، بالرغم من أن زيادة إجمالي الحصيلة المتلقاة من الاكتتاب العام، تمثل هدفاً قصير الأجل إلى حد كبير، غير أن المصدر قد يرغب في تقليل التقلبات الكبيرة في سعر السهم إلى الحد الأدنى، على مدار أشهر وسنوات عديدة. بناءً عليه، فإن إحدى نقاط الضعف في اختيار المتغيرات المذكورة أعلاه، هي أنها تقيس فقط، مدى نجاح عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب والمزادات، في التغلب على المشكلات الناجمة عن ما يطلق عليه: "الاحتكاك المعلوماتي" Informational Frictions، على المدى القصير، أي ما يرتبط بعدم إكمال المعلومات من تكلفة وغيرها.

يمكن الافتراض بأن طريقة التسعير والبيع الخاصة بالاكتتاب العام المستخدمة، قد ساعدت المصدر في تقليل التقلبات في سعر السهم، على مدى فترة زمنية أطول، في حال لم تتباين أسعار الأسهم بشكل كبير عن سعر الطرح المحدد. وقد خلصت الدراسات بخصوص الأداء طويل الأجل، لعمليات بناء سجلات أوامر الاكتتاب والمزادات العلنية، إلى أن العوائد من كلا النوعين من الاكتتابات، كانت أقل من تلك المنشورة على أساس مؤشرات السوق مرجحة القيمة Value-weighted، بعد أشهر عدة من الطرح. إن العوائد طويلة الأجل لعمليات بناء سجلات أوامر الاكتتاب والمزادات العلنية؛ تخفي الاتجاه في سعر السهم المصدر، والتغيرات من سنة إلى أخرى. عدا عن ذلك، يمكن أن تعزى التحركات في أسعار الأسهم على مدى فترة زمنية أطول، إلى أحداث أخرى غير عملية تسعير الطرح العام والبيع، مثل توزيع الأرباح أو الإعلان عن المنتج. بناً عليه، فإن عوائد الأسهم طويلة الأجل، تمثل مقياساً غير موثوق به؛ لتحديد ما إذا كانت طريقة التسعير والبيع المستخدمة، تساعد المصدر في الحفاظ على سعر سهم مستقر لفترة طويلة بعد الطرح العام. يمكن إنشاء آلية للاستقرار السعري، عن طريق التخصيص الإضافي، بهدف تنظيم عمليات الاستقرار السعري لأسهم الشركات حديثة الإدراج في السوق، وذلك بعد الطرح الأولي.

يعدّ تسويق الأوراق المالية حلقة أساسية في آلية نقل الأموال من المدخرين إلى المقترضين أو مستخدمي هذه الأموال. ويمكن أن يقوم بعملية النقل أو التحويل وسطاء، مثل: بنوك الادخار، وشركات التأمين، أو صناديق الاستثمار، كما يمكن أن يكون المستخدم النهائي للأموال شركة أو أيّاً من أجهزة الحكومة المختلفة.

فكر!

حصل الطرح العام الأولي IPO لفيسبوك يوم الجمعة 18 أيار 2012، وكان ثالث أكبر اكتتاب في تاريخ السوق الأمريكي، إذ جمع ما يقارب 16.01 مليار دولار، واستناداً إلى المعلومات من بورصة نيويورك NYSE كان سعر الطرح الأولي لسهم Facebook هو \$38، وبناء على هذا السعر فإن القيمة السوقية لأسهم فيسبوك قد قدرت بأكثر من 104 مليار دولار، إلا أن سعر السهم قد هبط لحظة الافتتاح. هبطت



أسعار السهم إلى النصف من قيمتها خلال الأشهر القليلة التالية.

تأسست "واتساب" WhatsApp في عام 2009 من قبل اثنين من مبرمجي الكمبيوتر الموظفون السابقون في ياهو Yahoo! وهو تطبيق مجاني للهواتف الذكية يمكن استخدامه على أجهزة كمبيوتر سطح المكتب، إذ يستخدم الإنترنت لإرسال الرسائل،

أو الصور، أو التسجيلات الصوتية، أو مقاطع الفيديو، وهي خدمة مشابهة تقريباً لخدمات الرسائل النصية. بدأ استخدام هذا التطبيق، وزادت شعبيته بسرعة كبيرة، وأثار انتباه الرئيس التنفيذي والمؤسس المشارك لفيسبوك Facebook، ومن ثم تمت دعوة مؤسس واتساب، وقدم له اقتراحاً للانضمام إلى فيسبوك. أعلنت هذه الأخيرة بعد أسبوع، أنها استحوذت على WhatsApp مقابل 19.3 مليار دولار، في شباط من العام 2014. تم دفع 4 مليارات دولار نقداً، و12 مليار دولار على شكل أسهم في فيسبوك، أما الباقي ويعادل تقريباً 3 مليارات دولار فهي وحدات أسهم مقيدة Restricted Stock Units. * بعد عام 2016 أصبحت واتساب مملوكة من قبل فيسبوك كشركة أم Mother Company؛ إذ باع مؤسس التطبيق المذكور، ما يقدر أن يكون نصف حصته.

*- إن وحدة الأسهم المقيدة RSU عبارة عن تعويض صادر عن صاحب العمل للموظف في صورة أسهم. يتم إصدار وحدات الأسهم المقيدة للموظف من خلال خطة توزيع Vesting Plan، وجدول توزيع بعد تحقيق أداء محدد، أو عند البقاء مع صاحب العمل لفترة زمنية محددة. يتم فرض الضريبة على وحدات الأسهم المقيدة كما لو أنها دخل عادي من تاريخ استحقاقها الكامل، وذلك باستخدام القيمة السوقية العادلة للأسهم في تاريخ الاستحقاق. يتم الخلط أحياناً مع الأسهم المقيدة، التي تعرف باسم: الأوراق المالية المقيدة، وتمثل أسهم شركة ما، لا يمكن نقلها بالكامل، إلى أن يتم استيفاء شروط محددة. وبنتيجة تلبية تلك الشروط، لا يعود السهم مقيداً، ومن ثم يصبح قابلاً للتحويل.

4-2-4-2 الشركة العامة والخاصة

مع تقدم الاقتصاد ونمو الدخل القومي، تدخل مؤسسات جديدة إلى القطاع المالي؛ لتوجيه الحجم المتزايد من المدخرات في قنوات إنتاجية. يخلق ظهور الأعداد المتزايدة من المستثمرين الأفراد والمؤسسين، الحاجة إلى تسريع التعاملات في الأسواق، وتمكين حاملي الأسهم بسرعة وسهولة من تحويل ممتلكاتهم إلى نقدية. تلبية الشركات عادة، احتياجاتها التمويلية في هذه المرحلة من التطور الاقتصادي، من خلال البيع المباشر للأوراق المالية في سوق الإصدارات الجديدة، بدرجة أقل مما تؤمنه من خلال إعادة استثمار أرباحها. هذا الارتكاز على الأرباح لا يعني عدم الحساسية لحكم المستثمرين؛ فإذا كانت آفاق الشركة جيدة ستتم المزايدة من قبل المستثمرين على سعر سهمها في السوق، ويظهرون استعداداً لتجاوز موضوع التوزيعات بسبب إمكانية وجود أرباح رأسمالية طويلة الأجل تحققت من خلال النمو الداخلي. من ثم عندما تكون الشركة قادرة على تمويل توسعها، عن طريق الأرباح المعاد استثمارها، وليس عن طريق إصدار أسهم جديدة، ويمكن أن يصبح قطاع التداول لا الإصدار هو الأكثر أهمية في سوق رأس المال. يتوفر للمدير المالي في حال احتاجت شركة ما أموالاً إضافية عدداً من البدائل المفتوحة، إذ يمكنه القيام بكل تمويله من خلال البنوك التجارية عن طريق القروض، وترتيبات الائتمان الدوارة (المتجددة) التي تعدّ في جوهرها خطوط ائتمان، وقد يكون البديل الأفضل عبر زيادة رأس المال، من خلال بيع الأوراق المالية. تستخدم الشركة التي تختار تعويم أوراقها المالية علناً في سوق رأس المال أي: الطرح العام والتحول إلى شركة عامة، عادة، خدمات بنكير استثمار. ويجوز لمصرف الاستثمار شراء الأوراق المالية من المصدر، والسعي لتحقيق ربح من خلال بيعها بسعر أعلى للجمهور، بإفتراض أنه يتحمل مخاطر السوق. نعرض في الجدول رقم (1-4-2-4-2) للفروقات بين الشركة العامة والخاصة.

الجدول رقم (1-4-2-4-2). الفرق بين الشركة العامة والخاصة

الشركة العامة	الشركة الخاصة
تباع الأسهم لمستثمرين خارجيين عن الشركة	غالبية الأسهم مملوكة للمؤسسين، أو العائلة أو موظفين أساسيين في الشركة
تتم المتاجرة بالأسهم في السوق المالي	السهم ليس للبيع للجمهور
المعلومات المالية عن الشركة عامة ومتاحة	المعلومات المالية عن الشركة خاصة
وجوب التسجيل لدى هيئة الأوراق والأسواق	مرونة ومناورة أكبر مع ضوابط أقل

إذا كان الإصدار ضخماً، فقد يقوم بنكير الاستثمار المنشئ بدعوة بيوتات المال الأخرى للانضمام إليه في شراء الإصدار من الشركة، وفي الوقت نفسه بهدف تسهيل التصريف، قد يشكّل مجموعة بيع تتولى الإصدار من الشركات المشتريّة، لإعادة البيع للجمهور.

يجوز لمصرف الاستثمار بدلاً من شراء الأوراق المالية من المصدر، أن يتصرف كوكيل ويتلقى عمولة على الكمية المباعة. إذا تفاوض المصدر بشأن اختيار بنكير الاستثمار، يعمل المصرف كمستشار مالي ويقدم المشورة بشأن توقيت الإصدار الجديد وشروطه. إذا كان الاختيار عن طريق مناقصة تنافسية فمن المرجح أن تكون العلاقة غير شخصية.

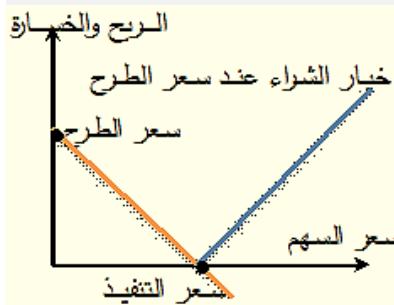
يمكن للمدير المالي في حال اختار القيام بالبديل الأخير، أي زيادة رأس المال من خلال بيع الأوراق المالية، إجراء عملية بيع خاصة مع مستثمر مؤسسي ما؛ مما يسمح له بتجنب الإجراءات المعقدة للعرض العام، والمخاطر المرتبطة بظروف السوق غير المستقرة، ويجدر التنويه هنا إلى الآتي:

- يحظر الإصدار الخاص من هذا النوع، على الجهة المصدرة استخدام الدعاية التي تستند إلى طرح عام ناجح.

- إن مثل هذا الإصدار قد لا يؤمن الموارد الكافية للشركات الكبيرة التي لديها طلب مستمر على رأس المال.

- ينطوي الأمر على متطلبات قانونية مقيّدة إلى حد ما.

يعدّ بند التثبيت أو الاستقرار خياراً يلتزم بموجبه متعهدو التغطية شراء أسهم إضافية، وليكن



15% بسعر الطرح. يعرف هذا الخيار باسم: "خيار التخصيص الزائد" over allotment، أو كما يطلق عليه في السوق الأمريكي: Greenshoe، وذلك لوصف ترتيب خاص يمكن مصرف الاستثمار ممثلاً عن متعهدي التغطية من دعم سعر السهم بعد الطرح من دون التعرض للمخاطرة، من ثم يوفر هذا الخيار استقراراً وسيولة للطرح العام.

2-4-3-1 خصائص الأدوات المالية

Characteristics of Financial Instruments

يوجد تنوع كبير في الأدوات المالية التي يمكن أن نجدها في السوق المالي. ويتوقف استخدام تلك الأدوات من قبل المشاركين في السوق على خصائصها؛ لجهة العائد الذي يمكن أن يتولد من حملها أو الاحتفاظ بها، والمخاطرة التي يمكن أن تنجم عن ذلك الاحتفاظ أو الحمل، ويستند استخدام تلك الأدوات أيضاً، على مدى توفرها في أسواق التجزئة أو الجملة.

السيولة والمخاطرة والمردود

السيولة liquidity. يقصد بالسيولة سهولة تحويل الأصل إلى نقود. ويوجد ثلاثة متطلبات في الأصل المالي لكي يعدّ سائلاً:

- (1) يجب أن تكون الأداة سهلة التحويل إلى نقدية.
- (2) يجب أن تكون تكلفة التعامل المرتبطة بعملية التحويل منخفضة.
- (3) يجب أن يبقى هذا الأمر ثابتاً لفترة من الزمن.

المخاطرة Risk. احتمال عدم استعادة القيمة الكاملة للمبلغ الأصلي المستثمر:

- مخاطرة التوقف عن السداد Default Risk، أي إمكانية عدم تلقي مدفوعات الفائدة المتفق عليها، أو عدم استعادة قيمة الصك بسبب عدم ملاءة مصدر الأداة.

- مخاطرة السوق، أي المخاطرة الناجمة عن التقلب في السعر أو القيمة السوقية للأداة المالية.

المردود yield. وهو معدل العائد على الأصل معبر عنه كنسبة سنوية، إذ يحسب كعائد سنوي على الأداة، ويقسم على السعر أو مبلغ الصك الأولي (المردود الجاري). المردود لحين الاستحقاق يأخذ بالحسبان أية أرباح أو خسائر رأسمالية قد حصلت عند الاستحقاق.

العلاقة بين السيولة، والمخاطرة، والمردود: يقبل المستثمر عادة، مردوداً أقل ليحصل على سيولة أكبر.

يرتبط المردود والمخاطرة بعلاقة موجبة، على اعتبار أن أغلب المستثمرين متجنبين لمخاطر ويفترض تعويضهم بعوائد أعلى كي يقبلوا مستويات أعلى من المخاطرة. المخاطرة والسيولة مرتبطتان أيضاً، فكلما كانت الأداة الاستثمارية أكثر سيولة كانت أقل مخاطرة، على اعتبار أنه يمكن تسيلها خلال مدة قصيرة، عند سعر ليس منخفضاً كثيراً دون مستوى سعر الشراء الأصلي.

تعطي الأدوات المالية إمكانية التعرض exposure؛ لنوع محدد من المخاطرة، أو ببساطة: استثمار الأموال. تباع الأدوات المالية وتشتري من قبل كل المؤسسات المالية لأهداف متباينة، وبطرق مختلفة، كأن

يكون الهدف هو الحصول على عائد ثابت، أو المضاربة، أو تأمين تمويل طويل أو قصير الأجل، أو لتحقيق معدل محدد من العائد، أو التمويل الذاتي، أو الشراء والبيع لصالح الزبون. ولعل الأدوات المالية الأكثر شهرة هي: الأسهم، والسندات، والمشتقات، والعملات، والصناديق المشتركة، والإيداعات، وصناديق الاستثمار العقاري، والصناديق المتداولة ETF، وما يمكن أن يسمى "الإشعارات المتداولة" ETN و"السلع المتداولة" ETC.



قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم / 22 / وتعديلاته

المادة - 3 -

يقصد بالأوراق المالية لغايات هذا المرسوم التشريعي:

- أ- أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.
- ب- أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات المساهمة السورية.
- ج- أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.
- د- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.
- هـ - أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل المجلس.

المادة - 4 -

لا تعدّ الأوراق التجارية كالشيكات والسفاتج أوراقاً مالية، والاعتمادات المستندية والحوالات والأدوات التي تتداولها المصارف حصراً في ما بينها وبوالص التأمين.

ويمكن تصنيف الأدوات المالية ضمن مجموعات على الشكل الآتي:

- أدوات قصيرة الأجل، أي أدوات سوق النقد.
 - أدوات الدخل الثابت، من سندات وأسهم ممتازة.
 - الأوراق المالية ذات الدخل المتغير، أي الأسهم العادية.
 - أدوات المضاربة والتحوط، بمعنى: عقود المشتقات.
 - الأدوات الأخرى، مثل الصناديق المتداولة وغيرها.
- وسنأتي على دراسة الأدوات المذكورة أعلاه في القسم الثاني من هذا الكتاب، وذلك تبعاً للسوق الذي يتم تداول الأداة المعنية فيه.

i

أدوات مالية جديدة!

تمثل الإشعارات المتداولة أداة مالية جديدة نسبياً. تم تطوير وإصدار المذكرات الأولى من قبل مجموعة المنتجات السهمية المركبة في مورغان ستانلي Morgan Stanley، آذار 2002 تحت اسم BOXES، كوسيلة للوصول إلى مؤشر التكنولوجيا الحيوية بتكلفة منخفضة. قام باركليز Barclays في 12 حزيران (يونيو) 2006، بإعادة تسويق المنتج تحت الاسم التجاري، المذكرات المتداولة "iPath". سرعان ما تبع ذلك بير ستيرنز Bear Stearns، وجولدمان ساكس Goldman Sachs، ومؤسسة انتمان الصادات السويدية. في عام 2008، دخلت السوق جهات إصدار إضافية، بعروضها الخاصة. وتشمل هذه الشركات BNP Paribas و Deutsche Bank و UBS و Lehman Brothers و Credit Suisse. بعد عامين من إطلاق iPath، اعتباراً من نيسان (أبريل) 2008، كان يوجد 56 إشعاراً أو مذكرة متداولة تتبع مؤشرات مختلفة من تسعة مصدرين (بنوك). وترجع شعبية الإشعارات المتداولة أساساً، إلى المزايا التي تقدمها للمستثمرين.

تتمثل الميزة الرئيسية للإشعارات في حقيقة أن: قيمة صكها تتطابق عموماً مع قيمة المؤشر أو المعدن الثمين الذي تتبعه. غير أنها لا تستند إلى هذا المؤشر أو المعدن بأي شكل من الأشكال؛ فهي مجرد وعد بدفع عائد يساوي العائد على الأداة التي تتبعها. إنها مجرد أداة دين. بعض الإشعارات تقدم الرفع leverage. وهذا يعني أن قيمتها يمكن أن تزيد حتى عدة مرات أكثر من قيمة المعدن النفيس أو الأداة التي تتبعها. هناك إشعارات ترتفع قيمتها، حتى إذا انخفض سعر الذهب. قد يكون هذا حل جيد لسوق الذهب الهبوطية.

الإشعارات المتداولة سائلة جداً، يمكن شراؤها أو بيعها في البورصة في أي وقت خلال جلسة التداول. يتم تحديد أسعارها حسب العرض والطلب، بناءً على أوامر الشراء والبيع. ويمكن إعادة بيعها لمصدرها، ولكن ذلك يتضمن تكاليف وعمولات مختلفة غالباً.

i

أدوات مالية جديدة!

تمثل الإشعارات المتداولة ETN، ورقة ضمان دين رئيسة غير آمنة، يتم إصدارها من قبل المصرف "متعهد التغطية". وعلى غرار أوراق الدين الأخرى، فإن الإشعارات المتداولة لها تاريخ استحقاق، ويتم ضمانها بائتمان الجهة المصدرة فقط credit of the issuer. تم تصميم الإشعارات المتداولة لإعطاء المستثمرين إمكانية الوصول إلى عوائد معيارية benchmark، أو مستوى العوائد المعيارية في السوق. ترتبط عوائد الإشعارات المتداولة عادة، بأداء أو استراتيجية معيار السوق، لكن برسوم أقل. عندما يشتري مستثمر الإشعارات المتداولة، يتلقى من متعهد التغطية وعداً بدفع المبلغ الذي يعكسه المؤشر عند الاستحقاق، مطروحاً منه الرسوم. وبناء عليه: فإن للإشعارات المتداولة مخاطر إضافية، مقارنة بالصناديق المتداولة؛ وفي حال أصبح ائتمان المصرف "متعهد التغطية" موضع شك، فقد يفقد المستثمر قيمة الإشعار، بطريقة فقدان مبلغ الدين الأساسي نفسها (كما حصل مع الإشعارات المدعومة من قبل بنك ليمان براذرز). كما أوضحنا أعلاه، ترتبط الإشعارات المتداولة غالباً، بأداء معيار السوق market benchmark، وهي ليست أسهماً أو أوراق مالية قائمة على الأسهم أو صناديق المؤشرات أو عقود الفيو تشر. وبالرغم من أن المذكرات يتم تداولها في البورصة عادة، ويمكن القيام بالبيع القصير، إلا أنها في الواقع لا تقوم على أي أصل من أصول المؤشرات أو المعايير التي صممت الإشعارات لتتبعها.

كما ذكرنا سابقاً، فإن الإشعارات ETNs عبارة عن سندات دين، عند الاحتفاظ بها حتى الاستحقاق الذي يمتد عادة إلى 30 سنة، سوف يتلقى المستثمر دفعة نقدية مرتبطة بأداء المؤشر ذي الصلة، خلال الفترة التي تبدأ من تاريخ المتاجرة وتنتهي عند الاستحقاق، ناقصاً الرسوم. لا توفر الإشعارات الحماية الأساسية عادة. يمكن تسهيل الإشعارات قبل استحقاقها أيضاً، وذلك عن طريق تداولها في البورصة، أو عن طريق رد كمية كبيرة (حزمة) من الأوراق مباشرة إلى المصرف المصدر. ويكون الاسترداد عادة، على أساس أسبوعي، وقد يتم تطبيق رسوم على الاسترداد، مع مراعاة الإجراءات الموضحة في نشرة الإصدار ذات الصلة.

يتم احتساب رسوم المستثمر بشكل تراكمي على أساس الرسوم السنوية، وأداء المؤشر ذي الصلة، وتزداد كل يوم استناداً إلى مستوى المؤشر، أو سعر صرف العملة في ذلك اليوم. ولأن رسوم المستثمر تقلل من قيمة العائد عند الاستحقاق أو عند الاسترداد؛ فإنه إذا انخفضت قيمة المؤشر أو أنها لم تزد بشكل كبير؛ فقد يحصل المستثمر على مبلغ أقل من مبلغ الاستثمار الأساسي عند الاستحقاق أو عند الاسترداد.

بما أن الإشعارات غير مضمونة، وتمثل ديوناً رئيسة، فإن مخاطرها تتمثل في السندات المماثلة من حيث الأولوية في هيكل رأس مال الشركة. وكثيراً ما يتم طرح الإشعارات ذات الأجل المتوسط، وتصنف طرْحاً من الفئة أو الحزمة نفسها، ولها درجة الأولوية نفسها لناحية التسديد وبدون تفصيلات أو مرجعية ما. ولذلك، فإن

ETNs مدعومة بائتمان المصدر متعهد التغطية. مثل سندات الدين الأخرى، لا تملك ETNs حقوق التصويت. على عكس أوراق الدين الأخرى، ولا يتم دفع الفائدة خلال الفترة على أغلب الإشعارات.

تجمع الإشعارات المتداولة، بين ميزات الصناديق المتداولة ETFs والسندات. ولها تاريخ استحقاق مثل السندات، وقيمتها تعتمد على قيمة مؤشر سوق معين أو المعادن الثمينة (على سبيل المثال الذهب) والجدارة الائتمانية لمصدرها. وهي تتميز عن الصناديق المتداولة بحقيقة أنها لا تملك الذهب بشكل مادي؛ فهي تستثمر الأموال الموكلة إليها في العقود الآجلة. إن الإشعارات ETNs عادة، هي أدوات دين فقط- وعد بدفع مبلغ محدد من المال، اعتماداً على أداء مؤشر متصل أو معدن ثمين، في يوم الاستحقاق. بينما تمثل الصناديق المتداولة ETFs حصة في السلعة ذات الصلة، وتمنح هذه الصناديق إمكانية الاستثمار في صندوق يحتفظ بأصول يتم تتبعها مثل: الأسهم والسندات أو الذهب؛ فإن الإشعارات المتداولة ETN، عبارة عن منتجات مركبة structured، يتم إصدارها كإشعارات دين أساسية senior،. إن الإشعارات المتداولة ETNs أشبه بالسندات من حيث أنها غير مضمونة.

i

أدوات مالية جديدة!

يتم تداول ما يمكن أن يسمى: "إشعارات السلع المتداولة" ETC في البورصة، كما هو الحال مع الأسهم، إلا أنها تتبع سعر سلعة أو مؤشر سلعة ما. يسمح هذا الأمر للمستثمرين، بالتعرض لأسواق السلع دون شراء عقود الفيوثشر أو السلعة بشكلها المادي. تمنح "السلعة المتداولة" ETC، التجار والمستثمرين التعرض للسلع موضوع المتاجرة، على شكل أسهم. يمكن أن تشير عبارة السلع المتداولة ETC، إلى الصناديق المتداولة، إلا أن الأول عبارة عن اسم لمنتج من نوع خاص من الأوراق المالية. يستخدم المصطلح في أسواق مختلفة، مع الإشارة إلى تباينات في المعنى المقصود، بين إشعارات السلع المتداولة ETCs، الإشعارات المتداولة ETNs، والصناديق المتداولة ETFs. يتم تداول ETC، في البورصة، مثل الأسهم، ولكنها تتبع سعر سلعة أو مؤشر سلعة. يسمح هذا الأمر للمستثمرين، بالتعرض لأسواق السلع دون شراء عقود الفيوثشرز أو السلع بشكلها المادي. تمتلك ETCs، سعر سهم يتحرك صعوداً وهبوطاً، مع تقلب سعر السلعة أو السلع موضوع الورقة.

تستثمر صناديق الاستثمار المتداولة ETF، في سلعة ما، إما شراءً أو بيعاً للسلعة الأساس، موضوع تتبع الصندوق، أو شراء وبيع عقود الفيو تشرز على السلعة الأساس. بينما لا يحصل مثل ذلك مع ETC، مباشرة. إن ETC، عبارة عن إشعار، أو أداة دين، يتعهد تغطيتها بنك مصدر. وتمتلك الإشعارات المتداولة ETN، هيكل الإشعار نفسه. من هنا؛ فإن احتمال توقف متعهد التغطية عن السداد قائم، ومن ثم عدم القدرة على الدعم المالي للإشعارات ETN، وهذا ما يجعلها عديمة القيمة، على الرغم من أن السلعة الأساس لا تزال لها قيمة.

يعد ETC، مزيجاً من ETF و ETN، مدعومة بإشعار خطي، غير أن هذا الإشعار مضمون بسلع مادية، اشترت باستخدام السيولة النقدية من التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى ETC، وهذا ما يقلل من خطر توقف متعهد التغطية عن السداد.

كما هو الحال مع الإشعارات المتداولة ETN؛ فإن ما يطلق عليه أخطاء التتبع Tracking Errors، في حالة ETC، قليلة جداً، لأن الإشعار يتعقب مؤشراً، وليس العقود المستقبلية أو السلع المادية المحتفظ بها. تتبع الصناديق المتداولة ماتحتفظ به؛ مما يجعلها عرضة لأخطاء التتبع، إذ لا تنعكس تحركات سعر السلعة بدقة في تحركات أسعار الصندوق ETF، مع مرور الوقت.

يوجد فروقات بسيطة عادة بين أداء الصندوق المتداول، وأداء الإشعار المتداول، وإشعار السلع المتداول، إلا أنه ضمن ظروف محددة، يمكن للأداء أن يتباين بشكل كبير. إن أداء الأداة الاستثمارية وبنيتها ليسا الاعتبار الوحيد عند الاختيار بين الأدوات المذكورة. هناك عوامل أخرى من مثل الحجم، يجب أخذها بالحسبان. بينما يتتبع الصندوق مؤشره بشكل لصيق، إلا أنه إذا كانت حجوم الأداة الاستثمارية قليلة، فقد يكون من الصعب الدخول والخروج من المركز، ولاسيما الكبير منها عند أسعار كفاءة، ويمكن أن يكون لذلك تأثير في العوائد.

إن الفروقات بين الصناديق، والإشعارات، وإشعارات السلع المتداولة مركبة وملينة بالاعتبارات القانونية. ونشرات الإصدار لهذه الأدوات طويلة عادة، وهذا ما يتطلب التدقيق لمعرفة المخاطر، والمقارنة من قبل المستثمر قبل اتخاذ القرار.

إن السلعة المتداولة عبارة عن: إشعار دين، مضمونة من قبل متعهد التغطية؛ الذي يضمنها بشراء السلعة. سيجد المستثمر فروقات قليلة دوماً، بين المنتجات المتداولة، وبقليل من التحقق يمكن أن يتبين المزايا الطفيفة لأحدها على الآخر.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل السادس: صناديق الاستثمار المادة - 42 -

أ - يجوز بقرار من رئيس مجلس الوزراء وبناء على اقتراح الهيئة، إنشاء صناديق تهدف إلى استثمار مدخرات في الأوراق المالية.

ب- يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي مدفوع بالكامل، يعيّن حده الأدنى نظام صناديق الاستثمار الصادر عن الهيئة.

ج- يحدد نظام صناديق الاستثمار ضوابط استثمار أموال الصناديق، والأدوات الاستثمارية المسموح بالاستثمار بها طبقاً للقواعد والشروط التي ينص عليها هذا النظام، وكل ما يتعلق بقواعد عمل هذه الصناديق، ولا سيما:

- الهيكل التنظيمي
- الأنظمة المحاسبية والقواعد التشغيلية.
- الإدارة واتخاذ القرارات في صندوق الاستثمار.
- إجراءات حفظ الأوراق المالية، وتقديم الخدمات للعملاء بكفاية.
- بدل الخدمات والعمولات وأتعاب الإدارة.
- قواعد إبرام الصفقات مع الأطراف ذوي العلاقة وشروطها.
- تقارير الأداء، وحساب قيمة الأصول وأسعار وحدات الاستثمار والإعلان.
- تحديد الشروط والمتطلبات للموافقة على تأسيس صناديق جديدة ومتطلباتها.
- المتطلبات الخاصة بالتقارير المالية والدورية للصناديق.
- متطلبات السيولة وحدود المخاطر.

المادة -43-

أ - يجب أن يحدد النظام الأساسي لصندوق الاستثمار النسبة بين رأس المال المدفوع للشركة المنشئة للصندوق وبين أموال المستثمرين في الصندوق، وذلك بما لا يتجاوز ما يحدده نظام صناديق الاستثمار، ويصدر الصندوق مقابل هذه الأموال أوراقاً مالية في صورة وحدات استثمار يشارك حاملوها في نتائج استثمارات الصندوق. ويتم الاكتتاب في هذه الوثائق عن طريق المصارف المرخص لها بذلك.

ب- يحدد نظام صناديق الاستثمار إجراءات إصدار تلك الوحدات، واسترداد قيمتها، والبيانات التي تتضمنها، وقواعد قيدها، وتداولها في السوق.



الفصل الثالث

الحسابات، الوسطاء والعمولات، الأوامر

Accounts, Intermediaries, Comissions and Orders

المبحث الأول: الحسابات Accounts

المبحث الثاني: الوسطاء والعمولات Intermediaries and Commissions

المبحث الثالث: الأوامر Orders

المبحث الأول: الحسابات Accounts

الأهداف التعليمية:

1. معرفة أنواع حسابات المستثمر.
2. فهم عمليات الحفظ والإيداع للأوراق المالية.
3. إدراك البدائل المختلفة في حفظ الأوراق المتداولة وفهمها.
4. معرفة الحسابات اللازمة لبدء التداول الإلكتروني.

3-1-1 فتح حساب المتاجرة

يقوم المستثمر الراغب بالتداول بالأوراق المالية، باستخدام حساب متاجرة لدى شركة سمسة. يوجد نوعان رئيسان من حسابات السمسة، هما الحسابات النقدية Cash، وحسابات الهامش Margin. ويتمثل الفرق بين نوعي الحساب، في المال اللازم للقيام بالمتاجرة.

يعد فتح حساب مع شركة سمسة أمراً بسيطاً عادة، يمكن أن يتم بزيارة إلى أحد مكاتب شركة السمسة، أو المكتب المحلي لها، وقد يحصل ذلك اتصالاً أو عبر الشبكة. تقوم الشركة بعدها، بتخصيص مدير حساب والذي يساعد المستثمر في ملء الاستمارات المطلوبة. وبعد توقيع هذه الاستمارات يمكن القيام بجميع العمليات من خلال التليفون أو البريد أو عبر الشبكة.

يتم تسجيل العمليات في الحساب بالصورة نفسها التي تتم في البنوك التجارية، حيث يمكن إيداع النقود، وشراء الأوراق المالية باستخدام الأموال المتاحة في الحساب، كما يمكن إضافة متحصلات البيع للحساب.

3-1-1-3 الحساب النقدي Cash Account

يشبه الحساب النقدي في شركة سمسة الحسابات الجارية العادية بالبنوك التجارية، وذلك من جهة أن المتحصلات النقدية ومتحصلات بيع الأوراق المالية يجب أن تتساوى مع المسحوبات (النقدية وتكلفة شراء الأوراق المالية).

يجب أن تتم جميع التعاملات في الحساب النقدي، بالمتاح نقداً أو مراكز طويلة Long Positions. من ثم، يتوجب على المستثمر عند شراء الأوراق المالية بحساب نقدي، إيداع النقود لتسوية الصفقة، أو بيع مركز حالي في يوم الصفقة نفسه، بحيث تتوفر المتحصلات النقدية اللازمة للتسوية.

3-1-1-2 حساب الهامش Margin Account

يشبه حساب الهامش، الحساب الجاري في البنك التجاري، الذي يسمح بالسحب على المكشوف، إذ أنه، وضمن حدود معينة، إذا احتاج المستثمر إلى نقدية تزيد عن المتاحة في حساب الهامش؛ فإن السمسار يقوم بصورة تلقائية بمنح قرض للمستثمر.

يقوم المستثمر عادة، عند فتح حساب هامش مع شركة سمسرة Brokerage، بتوقيع عقد يطلق عليه اسم: اتفاق عمل. ويمنح هذا الاتفاق شركة السمسرة، حق تقديم الأوراق المالية للبنوك التجارية كرهن أو ضمان للحصول على قروض منها، بشرط أن تكون هذه الأوراق قد اشترت باستخدام حساب هامش. عدا عن ذلك، تتوقع معظم بيوت السمسرة؛ من خلال مثل هذا الاتفاق، أن المستثمر يمكنهم من إقراض أوراقه المالية إلى آخرين يرغبون بالبيع على المكشوف أو البيع القصير. والشيء المهم هنا، أن المستثمر يستطيع في حال استخدامه لحساب الهامش أن يقوم بعمليات ما كان له القيام بها لو استخدم الحساب النقدي، ومن هذه العمليات: الشراء الهامشي margin buy، والبيع القصير short-sell (على المكشوف).

3-1-2 الحفظ ، والإيداع والتجريد

Immobilization and Dematerialization

حفظ الأوراق المالية وإيداعها

Investor Publications

يمكن أن يتوفر للمستثمر الفردي ثلاثة خيارات عندما يتعلق الأمر بالاحتفاظ بالأوراق المالية خاصته، وهي الآتية:

(1) المستند المادي (الشهادة الورقية) Physical Certificate

تسجيل الورقة المالية باسمه في دفاتر الشركة المصدرة، ويتلقى شهادة ورقية فعلية مطبوعة عن السهم أو السند، وهي تمثل ملكيته لهذه الأوراق المالية.

(2) التسجيل تحت "اسم شارع" "Street Name" Registration

تطلب شركة السمسرة عادة من المستثمر أن يسجل الأوراق المالية المشتراة من خلال حساب هامشي على أساس اسم شارع street name، ويعني هذا المصطلح: أن مصدر الأوراق المالية الأساسي لا يعرف سوى شركة السمسرة، من ثم فإن الأوراق المالية مسجلة **لديه** باسم شركة السمسرة. ويترتب على ذلك في حالة الأسهم العادية أن التوزيعات والتقارير المالية وحقوق التصويت يتم إرسالها إلى شركة السمسرة؛ التي ترسلها بدورها إلى المستثمر؛ فشركة السمسرة هنا، هي صندوق بريد، من ثم فإن المستثمر يعامل كما لو كان يحتفظ بالأسهم بنفسه.

تسجل الورقة باسم شركة السمسرة في دفاتر المصدر، وتحتفظ شركة السمسرة بالورقة للمستثمر، على شكل قيد دفترتي. يعني ذلك ببساطة، أن المستثمر لا يتلقى شهادة، وبدلاً من ذلك، يحتفظ سمساره بسجل في دفتريه، يظهر ملكية المستثمر لهذه الورقة المعنية.

(3) التسجيل "المباشر" "Direct" Registration

تسجل الورقة المالية باسم المستثمر في دفاتر المصدر، وتحتفظ الشركة أو وكيل النقل التابع لها بالورقة نيابة عن العميل، على شكل قيد دفترتي. يمنح نظام التسجيل المباشر للمستثمر، إمكانية نقل ملكية الأوراق المالية المحتفظ بها.

ويجدر التنويه إلى أن ماسبق ذكره أعلاه، يتوقف على نوع الورقة المالية ومكان الشراء، إذ لا تقدم جميع الشركات تسجيلاً مباشراً، كما أن بعضها لم يعد يصدر شهادات ورقية. وبناء عليه، يجب على المستثمر أن يستفسر من سمساره أو الشركة المصدرة، عن الخيارات المتاحة أمامه بخصوص الاحتفاظ بأوراقه المالية. وونتاول في ما يأتي الخيارات المذكورة أعلاه ببعض التفصيل.

1-2-1-3 المستند المادي (شهادة) Physical Certificate

عند شراء الورقة المالية، سواء أكانت من خلال السمسار أو من الشركة المصدرة نفسها، يستطيع المستثمر أن يطلب إرسال شهادات الأسهم أو السندات الفعلية المشتراة إليه. وقد يضطر حينها إلى دفع رسم مقابل النفقات الإضافية المترتبة على إصدار الشهادات الورقية. بعدها، يجب على المستثمر حماية تلك الشهادات، لحين البيع أو نقل الملكية. وقد يكون من الصعب، إثبات ملكية الشهادة في حال فقدها، أو سرقتها، أو تلفها. تفرض في هذه الحالة رسوم من قبل السمسار، أو الشركة المصدرة، أو وكيل النقل التابع لها، لاستبدال شهادة الأسهم المفقودة أو المسروقة.

مزايا الاحتفاظ بالشهادات كمستند مادي وعيوبه

تتمثل مزايا الحصول على الشهادة أو المستند المادي في ما يأتي:

- 1) تستطيع الشركة المصدرة الوصول إلى المالك، وإرسال التقارير والمعلومات إليه مباشرة.
- 2) من الأسهل للمستثمر في حال الرغبة في الحصول على قرض، التعهد بتقديم أوراقه المالية كضمان، عند احتفاظه بشهادات تلك الأوراق بشكلها الملموس.

وتشمل عيوب هذا البديل الآتي:

- i) عند رغبة المستثمر بيع الأسهم الخاصة به؛ يجب عليه إرسال الشهادة أو الشهادات إلى سمساره أو وكيل النقل؛ لتنفيذ عملية البيع؛ مما يصعب إتمام العملية بالسرعة المطلوبة.
- ii) في حال فقدان الشهادة؛ قد يتم فرض رسوم على الاستبدال.
- iii) عند الانتقال إلى مكان جديد، أو تغيير مكان الإقامة؛ يتعين إعلام الشركة بتغيير العنوان حتى لا يفوت المستثمر على نفسه أية رسائل مهمة يمكن أن تصله بخصوص بيان حسابه، والتوزيعات، والفوائد، والتقارير المالية، ومعلومات ضريبية، وحقوق التصويت... وغيرها، عدا عن رسائل سمساره من مثل: التقارير السنوية وتوابعها.

3-1-2-2 التسجيل تحت اسم "شارع" "Street Name" Registration

تشير عبارة التسجيل تحت "اسم شارع" العامة إلى حالة الاحتفاظ بالأوراق المالية، والأصول الخاصة بالعمل باسم شركة السمسرة بدلاً من اسم المستثمر، وهو المالك الشرعي لهذه الأوراق. يتم الاحتفاظ في الوقت الراهن بمعظم الأسهم تحت عنوان "اسم شارع" "street name"، بدلاً من اسم مستثمر محدد. عندما يفتح المستثمر حساباً استثمارياً، تسجل الأسهم التي يشتريها في دفاتر الشركة المصدرة لهذه الأسهم على أنها تخص شركة السمسرة، وتدرج شركة السمسرة المستثمر في سجلاتها؛ لكونه المالك الفعلي. يحتفظ السمسار بالأسهم مسجلة بقيود دفترية وفقاً لمتطلبات لجنة الأوراق المالية والبورصات المعنية. لا يكون اسم المستثمر موجوداً في شهادة الأسهم أو السندات، عند شراء أوراق مالية أو بيعها عبر سمسار.

إن الاسم الذي يظهر على الشهادة هو اسم السمسار، أو مسمى آخر. يشار إلى هذه الحالة، باسم: الحجز أو الاحتفاظ تحت "اسم شارع".

يحتفظ السمسرة عادة بالأوراق المالية باسم الشارع؛ بسبب التعقيدات المرتبطة بتتبع شهادة كل سهم لكل مستثمر. يحمل جميع السمسرة تقريباً الأوراق المالية إلكترونياً؛ لذلك لا يحتفظ السمسار عادة بالشهادات المادية على الإطلاق.

تمثل الأوراق المالية المحتفظ بها باسم السمسار إجمالي مخزونه، وإذا رغبت العميل في شراء الأسهم أو بيعها؛ فإن السمسار عندها يستطيع تخصيص جزء من المخزون بحسب المطلوب.

يحل هذا الإجراء محل الحاجة إلى شهادة مادية من خلال السماح للسمسار بالاحتفاظ بسجل إلكتروني لعملية الشراء في دفتريه؛ مما يسمح بالقيام بمتاجرة أسرع، وفي الوقت نفسه يحتفظ المستثمرون بجميع الحقوق والمزايا كحملة أسهم، من دون تحمل عبء الحفاظ على الشهادة المادية في مأمن خوفاً من الضياع، أو السرقة، أو التلف.

مثال. إذا قام المستثمر أو العميل بالنسبة لشركة السمسرة، بشراء 1000 سهم من أسهم أمازون AMZ، من سمسار يعمل على سبيل المثال، لدى مورغان ستانلي Morgan Stanley. سيتم عندها الاحتفاظ بهذه الأسهم تحت "اسم شارع" مع مورغان ستانلي، بدلاً من نقل شهادات الأسهم إلى اسم العميل.

تم تصميم نظام "اسم الشارع"، بحيث يصمد حتى في حال انهيار شركة السمسرة. عندما تواجه إحدى الشركات التصفية، تعمل الجهات التنظيمية، على ضمان نقل أوراق العملاء المالية، إلى شركة أخرى. إن الاحتفاظ بالاستثمارات تحت أسماء الشوارع، يمكن أن يسهل العملية فعلياً، على اعتبار أن جميع الوثائق

ستكون في حساب مركزي واحد. ويوجد ميزة أخرى للاحتفاظ بالاستثمارات تحت اسم شارع؛ تتمثل في قدرة المستثمرين على استخدام أسهمهم كضمان للاقتراض في حسابات الهامش.

إن التسجيل تحت اسم شارع، غير مكلف وهو ملائم للمستثمرين، إذ لا يتطلب شيك ائتمان أو اتفاقية تسديد محددة زمنياً. إذا لم تكن الشهادة باسم شارع، لن يكون السمسار مرتاحاً في إقراض المستثمر، كما أنه لن يكون بين يديه أية ضمانات.

مثال. لنفرض بأن المستثمر يحمل شهادات الأسهم الخاصة به في صندوق ودائع آمن. عندما يريد البيع، يجب عليه التوجه إلى المصرف المودعة فيه تلك الشهادات، وإخراجها ونقلها فعلياً إلى سمسار. ويتوجب عليه أيضاً، توقيع تلك الشهادات، ثم يتعين على السمسار نقل تلك الشهادة إلى شركة الودائع. قد لا تستغرق هذه العملية أكثر من أيام عدة، غير أن خطر فقد الشهادات قائم دوماً.

يؤدي فقدان الشهادة المادية إلى تكلفة للمستثمر، ولاستبدال الشهادات المفقودة، يجب على المستثمر شراء ما يطلق عليه في بعض الأسواق: "سند تعويض"، وذلك لحماية جهة إصدار الأسهم ووكيل النقل، من الشركات التي تتعقب ملكية الأسهم والسندات، ضد أية مطالبات متعلقة بالشهادة أو الشهادات الأصلية المفقودة. وتتوقف تكلفة تلك السندات على سعر تداول السهم، وعدد الأسهم التي يملكها العميل. وفي حال فقدت الشهادة، خلال فترة تقلب السوق، فإن المستثمر يخاطر بتحريك السعر ضده.

إيجابيات الاحتفاظ بالأوراق المالية تحت اسم شارع وسلبياته

لا يوجد ما يمنع المستثمر عادة من طلب تسجيل أوراقه المالية له مباشرة، إلا أنه يتم الاحتفاظ بالأوراق المالية باسم شارع لأسباب عديدة مختلفة. ولعله من المنطقي الاحتفاظ بتلك الأوراق تحت اسم شركة السمسرة التي افتتح حساباً لديها، أخذاً بالاعتبارات الآتية:

(1) **السهولة (تجنب التأخير المرتبط بنقل الملكية وتسوية التعاملات):** من الأسهل للسمسار حمل الأوراق المالية باسمه، حيث يمكن نقلها بسهولة ويسر بين مختلف الأطراف. يمكن تخيل حجم العمل، لو كان السمسار يحتفظ بالأسهم باسم المستثمر. يتعين عندها على السمسار، في كل مرة يحتاج فيها المستثمر إلى بيع الأسهم؛ تحديد الأسهم التي يملكها المستثمر بالضبط، وتسليمها إلى الطرف المشتري. سيتعين بعدها إرسال الأسهم مرة أخرى إلى الشركة؛ لتغيير الاسم الموجود في الشهادات إلى الاسم الجديد. سيستغرق ذلك الكثير من الوقت والجهد، ناهيك عن حقيقة أن المستثمر لن يتلقى أية مدفوعات لحين استلام الأسهم فعلياً من قبل الطرف المشتري. إذن يستطيع السمسار عبر الاحتفاظ بالأوراق المالية باسم شارع تجنب التأخير المرتبط بنقل الملكية، وتسوية التعاملات بسرعة.

- (2) **الأمان أو السلامة:** لو كان السماسرة يحتفظون بشهادات الأسهم المادية أو الورقية، فإن خطر التلف والفقد والسرقة سيزداد. وتستطيع شركات السمسرة، من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية إلكترونياً باسم شارع، أن تقلل فعلياً من احتمال حدوث ماسبق ذكره من مخاطر.
- (3) **مسألة الدفع والتسوية:** تتسحب السلامة أيضاً على مسألة الدفع والتسوية، حيث يضمن السمسار عبر الاحتفاظ بالأوراق المالية باسم شارع، التسليم الفوري لتلك الأوراق المالية عند قيام التعامل. يؤدي هذا الإجراء، إلى إزالة عدم اليقين الذي يمكن أن يحصل، لو كان العميل أو الزبوا، مسؤولاً عن تقديم الأوراق في كل مرة يحصل فيها تعامل.
- (4) **سهولة فتح حساب هامش Margin Account:** مع تسجيل الأوراق المالية باسم السمسار أو شركة السمسرة، يمكن للمستثمر استخدام الشهادة أو الشهادات، كضمان مقابل قرض الهامش.
- (5) **إطلاع المستثمر على آخر التطورات.** يتمكن السمسار من إعلام المستثمر بالمعلومات المتعلقة بالشركة المصدرة، بما في ذلك أية عروض مناقصة أو استدعاء للسندات.
- (6) **إمكانية إرسال أوامر محددة إلى السمسار:** يمكن للمستثمر أيضاً أن يطلع سمساره من خلال الأوامر المحددة أو المحدودة Limit Orders، على السعر الذي يرغب بالبيع عنده.
- السمسار أو الوكيل فقط هما القادران على تنفيذ الأمر المحدد، أو أمر السوق، أو أمر التوقف.

سلبيات الاحتفاظ بالأوراق المالية تحت اسم شارع

- أ. يمكن أن يحصل تأخير في إرسال الأرباح ومدفوعات الفائدة من شركة السمسرة، حيث أن بعض الشركات لا تقوم بتمرير هذه المدفوعات للمستثمرين إلا على أساس أسبوعي، أو نصف أسبوعي، أو شهري.
- ب. على اعتبار أن اسم المستثمر غير مسجل؛ فلن يتم إطلاعه على التفاصيل المهمة من الشركة المصدرة، من مثل: التقارير، أو الاتصالات مع الشركات الأخرى. ويستتبع ذلك الاعتماد على السمسار أو المستشار الخاص بخصوص أية معلومات من هذا القبيل.
- ج. يمنح الاحتفاظ بشهادة مادية المستثمر، القدرة على استخدامها كضمان، للحصول على قرض أو أي نوع آخر من الائتمان، غير حساب الهامش. وفي حال لم يتم التسجيل باسم المستثمر؛ فلن يتمكن من استخدام الورقة المالية كضمان.
- نظراً لأن الآلاف من الأوراق المالية تتبدل عليها الأيادي يومياً، فإن الوفورات من التسجيل باسم شارع، تخفض بشكل كبير من تكاليف التعاملات. هذه الوفورات في التكاليف يمكن أن تدفع بقوة عوائد الاستثمار.

وعلى الرغم من أن الاحتفاظ بالأوراق المالية باسم شارع هو القاعدة، إلا أنه لا يزال بعض المستثمرين يفضلون النقل المادي للأوراق المالية، وأن تكون الشهادات مودعة باسمهم. وعلى اعتبار أن نقل الملكية بهذه الطريقة أكثر تكلفة؛ فإن السماسرة يفرضون سعراً أعلى، أو يتوقعون تعويضاً عن ذلك.



قبل التطور التكنولوجي الحاصل بعقود، وقبل التسجيل تحت أسماء الشوارع، كانت الصناعة المالية تبتعد عن الشهادات المادية؛ فعلى سبيل المثال لا الحصر، اعتمد على الرسل، لنقل شهادات الأسهم المادية من الحي المالي "وول ستريت" Wall Street وإليه، في نيويورك- مانهاتن. في أواخر الستينيات من القرن الماضي، امتلأت المكاتب الخلفية في شركات السمسرة بحجم هائل من شهادات الأسهم وغيرها من الأعمال الورقية؛ مما عطل قدرة هذه الشركات على إتمام عمليات التداول في الوقت المناسب، وأخرجت الكثيرين من السوق. كما سمحت الفوضى التي أطلق عليها آنذاك "أزمة الأعمال الورقية" Paperwork Crisis، بازدهار اللصوصية، حيث تمت سرقة ما يقارب 400 مليون دولار من الأوراق المالية بين عامي 1969 و 1970. كانت الأزمة شديدة إلى درجة أن الأسواق أغلقت التعاملات كل يوم أربعاء. وتم تقصير ساعات المتاجرة في باقي أيام الأسبوع، كما تم زيادة مدة التسوية من يوم إلى (T+5)، أي يوم المتاجرة زائد خمسة أيام.¹ لقد دفعت هذه الخسائر، القائمين على الصناعة المالية، إلى اللجوء إلى حلول تكنولوجية؛ لتسهيل التداول بشكل أكثر أماناً، بما في ذلك أسماء الشوارع. لقد أثمرت جهودهم في عام 1973 بإنشاء ما يطلق عليه اختصاراً DTCC's، كمركز إيداع وحفظ مركزي للشهادات أو الأوراق المالية.

¹ . Strengthening the U.S. Financial Markets(July 2012). Op.Cit., .p.3.

3-2-1-3 التسجيل المباشر (DRS) "Direct" Registration

يتمثل بديل التسجيل تحت اسم شارع، بالتسجيل المباشر Direct Registration، الذي يعتمد أيضاً على مسك الدفاتر الإلكترونية. يتم تسجيل الأسهم وفق التسجيل المباشر، باسم المستثمر، غير أن الشركة التي أصدرت الأسهم، أو وكيلها في عملية النقل هذه، هي التي تحتفظ بالأوراق المالية وفق طريقة القيد الدفترية، بدلاً من السمسار.

يقول الخبراء إن كلاً من طريقة التسجيل تحت اسم شارع والتسجيل المباشر، أفضل من التعلق بالشهادات الورقية. إن التمسك بشهادة الأسهم المادية والتداول فيها أمر مرهق! بناءً عليه، إذا عرضت شركة ما إمكانية التسجيل المباشر لأوراقها المالية، يمكن عندها اختيار التسجيل مباشرة في دفاتر الشركة، بغض النظر عما إذا كانت الأوراق المالية قد اشترت من خلال السمسار، أو مباشرة من الشركة، أو وكيل النقل الخاص بها. يتيح التسجيل المباشر للمستثمر، تسجيل أوراقه باسمه في دفاتر المصدر، دونما حاجة إلى شهادة فعلية لتكون بمثابة دليل على الملكية. و عوضاً عن تلقي شهادة يتلقى العميل بيان ملكية، وكشوف حسابات دورية، وتوزيعات أرباح، وتقارير سنوية وتوابعها، عدا عن إرساليات أخرى مباشرة من المصدر.

إيجابيات التسجيل المباشر وسلبياته

1. حيث أن المستثمر مسجل في دفاتر الشركة بصفته مساهماً، يتلقى تقارير سنوية وغيرها، من أرباح وتوابعها وغير ذلك من الاتصالات مباشرة من الشركة.
 2. في حال الرغبة بالبيع للأوراق عبر سمساره، يمكنه توجيه السمسار لنقل الأوراق المالية خاصته إلكترونياً ومباشرة من دفاتر الشركة، وبيع تلك الأوراق. يجب أن يكون السمسار قادراً على القيام بذلك، بسرعة ودونما حاجة لملء النماذج المعقدة والمستهلكة للوقت¹.
 3. لا يوجد مبرر للقلق بخصوص الحفظ الآمن للورقة، أو فقدان الشهادات أو سرقتها.
- أما السلبيات فتشمل:

- في حال اختيار المستثمر، شراء أوراق مالية مسجلة مباشرة أو بيعها، وضمن خطة الاستثمار المباشر للشركة، لا يمكن من القيام بالشراء أو البيع عند سعر سوق محدد أو وقت محدد عادة. عوضاً عن ذلك تشتري الشركة الأسهم أو تبيعها ضمن الخطة في أوقات محددة، وذلك على أساس يومي أو أسبوعي أو شهري مثلاً، وعلى أساس متوسط سعر السوق.

¹. Computershare(2013). 21st Century Stock Ownership: Eliminating Paper Certificates and Expanding Direct Registration. WHITE PAPER, US, p.6.

إذاً: بالرغم من أن القرار يتعلق بكيفية الاحتفاظ بالأوراق المالية فقط، إلا أنه يجب على المستثمر مراجعة كل شكل من أشكال التسجيل السابق ذكرها بعناية، والقيام باستشارة سمساره أو مستشاره المالي لتحديد البديل الأفضل.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الرابع: مركز المقاصة والحفظ المركزي للأوراق المالية

المادة - 17-

ينشأ في السوق مركز يسمى مركز المقاصة والحفظ المركزي للأوراق المالية، يتبع سوق دمشق للأوراق المالية، ويقوم بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيلها ونقل ملكيتها ومقاصتها وتسويتها، وذلك لقاء بدلات يحددها نظام البدلات الذي سيصدر بهذا الشأن.

المادة -18-

يحدد نظام إجراءات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي الإجراءات السليمة والفعالة التي تضمن صحة عمليات تسجيل وتسوية ومقاصة الأوراق المالية المتداولة في السوق بصورة نظامية، ويمكن للمركز أن يحتفظ بحسابات نقدية لأغراض عمليات تسوية ومقاصة الصفقات وذلك ضمن عملياته. وللهيئة صلاحية اعتماد أي من لوائح عمليات المركز وقواعده، أو تعديلها أو إلغائها أو تعليقها إذا رأت ذلك مناسباً.

المادة -19-

يتولّى إدارة المركز مدير متفرغ، يعيّن بقرار من مجلس المفوضين بناء على اقتراح من مجلس إدارة السوق، ويحظر عليه أن يقوم بأي عمل حكومي أو تجاري آخر أو أن تكون له مصلحة أو ملكية في أي شركة خدمات أو وساطة مالية في السوق، ويمكن إعفاء مدير المركز من عمله بالطريقة نفسها التي عُيّن بها.

المادة - 20-

تتحمل السوق كامل نفقات المركز، وتعود للسوق جميع موارده.

3-1-3 حساب "الديمات" أو التجريد

Dematerialize Physical Securities (DEMAT)

يسمح حساب "الديمات" DEMAT Account، بأن يحتفظ المستثمر بأسهمه إلكترونياً، إذ يعمل تماماً كالحساب المصرفي من حيث تحويل الأموال وتلقيها بدون أوراق نقدية، وبناء عليه: يسمح حساب الديمات بالقيام ببيع الأسهم وشرائها في السوق المالي إلكترونياً.

يلزم للبدء بالتعامل: أن يدخل المستثمر إلى حساب الديمات خاصته باستخدام بطاقة تعريف الزبون ID، التي تقدمها شركة السمسرة التي يتعامل معها، وعن طريق كلمة السر. ويمكن استخدام حساب الديمات لإيداع شهادات الأوراق المالية، سواء أكانت أسهماً أم سندات أم أوراق حكومية، أم حصصاً في الصناديق المشتركة أو المتداولة، بصيغة مجردة أو مرقمنة Dematerialized. وبخصوص المتطلبات السابقة على عمليات المتاجرة في الأسواق الرقمية، أي بدون استخدام الورقيات، يلزم أن يكون لدى المستثمر غالباً حساب مصرفي، وحساب متاجرة، ومن ثم حساب الديمات.

تتمثل عملية التجريد والرقمنة، في تحويل شهادات الأوراق المالية من حالتها المادية إلى الحالة الرقمية. يستطيع المستثمر من خلال ذلك، أن يحصل على حالة مرتفعة من الأمان، وتفاذي السرقة، وتجنب العقبات والمصاعب المرتبطة بالإدارة، والحفاظ على الثبوتيات الورقية التي يمكن أن تتلف أو تسرق أو تضيع. لقد أصبح فتح حساب الديمات إجبارياً في العديد من أسواق المال؛ كي يتسنى للمستثمر القيام بعمليات البيع والشراء في السوق.

إيجابيات حساب "الديمات" وسلبياته

تحدد إيجابيات حساب التجريد وسلبياته غالباً بالعبارات الآتية: صفر خطورة، وصفر ورقيات، مع صفر تكلفة، ويكاد يكون أيضاً صفر زمن.

المبحث الثاني الوسطاء والعمولات Intermediaries

الأهداف التعليمية:

1. تحديد أنواع السمسرة وخدماتها.
2. فهم المقصود بصناعة الأسواق ومزودي السيولة التكميلية.
3. معرفة دور متعهدي التغطية وفهمه.
4. تبين أنواع العمولات التي يتقاضاها السماسرة عن تنفيذ التعاملات.

3-2-1 الوسطاء الماليون والخدمات المقدمة للمتعامل

يعمل السوق المالي، من خلال مجموعة من الوسطاء، تساعد في عمليات مختلفة مثل: ربط المتاجرين، وفتح الحسابات، وتقديم المشورة، وعمليات التسوية والدفع، ومسك الحصص أو الأسهم في الحسابات، والقيام بالتوزيعات.

قد تكون هناك عدة فئات من الوسطاء والتجار تتمايز من حيث القدرة على الوصول إلى مؤسسات السوق أو ملكية تلك المؤسسات.

هناك أنواع عدة من السماسرة على أرضية البورصة، وهي تشمل سمسار العمولة commission broker؛ الذي ينفذ أوامر العملاء الموضوعة بسعر السوق الحالي أو بالقرب منه، وسماسرة القاعة floor brokers، أو سماسرة "الدولارين" "two-dollar" brokers، كما يسمون في السوق الأمريكي؛ الذين ينفذون أوامر للسماسرة الآخرين مقابل عمولة، ولكن ليس لديهم اتصال مع الجمهور؛ المتخصص في واحد أو أكثر من الأوراق، والذي يقوم بصفته سمساراً بتنفيذ أوامر محددة للأعضاء الآخرين، وكوكيل: يقوم بشراء الأوراق المالية وبيعها لحسابه الخاص، والسماسرة المرتبطون بشركات الطلبات الكسرية odd-lot firms، الذين يتعهدون بالشراء أو البيع بكميات غير الكمية القياسية البالغة 100 سهماً، وتكون عمولاتهم أعلى، و "التجار المسجلون" الذين يشترون ويبيعون لحسابهم الخاص.

ويوجد في العديد من الأسواق كذلك، متعاملون ممن لديهم التزامات خاصة لضمان عمل آلية التداول بسلاسة. أولئك هم من يطلق عليه: "صناع السوق" أو "المتخصصون". ويمنح صانعو السوق عادة امتياز الوصول إلى بعض الأمور الإدارية أو إلى معلومات عن السوق، وذلك مقابل قيامهم بالوفاء بالالتزامات. ونعرض في ما يأتي لكل فئة بإيجاز:

أ. السماسرة

1) سماسرة الخصم Discount Brokers.

توفر شركات السمسرة للعملاء حسابات خاصة. لا يتفاعل العملاء من المستثمرين عادة مع السماسر مباشرة. وإذا فعلوا ذلك يكون التواصل محدوداً، ويحصل عند تنفيذ المتاجرة فقط. يقوم سمسار الخصم Discount Broker، أو مدير الحساب، كما يطلق عليه، بتنفيذ عمليات البيع والشراء بعمولات منخفضة، ولا يقدم أية نصيحة استثمارية، بخلاف سمسار الخدمة الكاملة Full-service Broker.

يمكن أيضاً العثور على سماسرة الخصم في العقارات والخدمات المالية الأخرى، إذ يساعد أولئك السماسرة في قطاع العقارات، الأفراد على شراء وبيع العقارات، ويمكن لسماسرة الخصم أيضاً الوصول إلى قوائم المنازل كوكلاء عقاريين بخدمات متكاملة، وقد يقوم سماسرة الخصم أيضاً ببيع منتجات التأمين.

2) سماسرة الخدمة الكاملة Full-service Broker.

يعد سماسرة الخدمات الكاملة خياراً أفضل للمستثمرين الذين يحتاجون مشورة استثمارية مهنية، أو الذين يرغبون في متابعة خططهم المالية. يقدم سمسار الخدمة الكاملة، الاستشارات والأبحاث والمشورة الشخصية، إضافة إلى خدمات التخطيط العقاري أو التخطيط الضريبي.

3) سماسرة البلوكات Block Brokers.

يقدمون خدمة السمسرة لكبار التجار. تتسبب أوامر الطلبات الكبيرة عادة، في تحرك السوق ضد المتاجر؛ إذ تتم المتاجرة بأوامر الشراء الكبيرة بعلاوة على السعر، بينما تتم المتاجرة بأوامر البيع الكبيرة بخصم على السعر. يعمل سماسرة الطلبات الكبيرة (البلوكات)، على إدارة الأوامر الضخمة، بطريقة تتسبب بأقل خسارة ممكنة لعملائها بفعل تحركات السوق المعاكسة لمصلحتهم.

4) المتعاملون Dealers.

يقومون بتعبئة أوامر عملائهم عن طريق التداول معهم. بخلاف السماسر، يقوم المتعامل بالشراء من أو البيع لعملائه أو زبائنه مباشرة، على أمل العثور على عميل آخر يأخذ الجانب الآخر من الصفقة.

5) السماسرة - المتعاملون (التجار) Broker-dealers.

أي: الكيان الذي يضم السماسر والمتعامل على حد سواء. يوجد بين السماسر والمتعامل، تضارب مصالح متأصل، لكون السماسر يسعى إلى الحصول على أفضل الأسعار لعملائه؛ بينما يعظم المتعامل ربحه عن طريق الشراء من العملاء بأسعار منخفضة، والبيع لهم بأسعار مرتفعة.

يمثل السمسار - التاجر في مجال الخدمات المالية، شخصاً طبيعياً أو شركة أو مؤسسة ما تعمل في مجال تداول الأوراق المالية لحسابها الخاص، أو نيابة عن عملائها.

يقع السمسرة في قلب عملية تداول الأوراق المالية، والمشتقات، وبالرغم من أن العديد من السمسرة-التجار هم عبارة عن شركات "مستقلة" تشارك في خدمات الوساطة فقط، إلا أن كثيراً منهم، عبارة عن وحدات أعمال، أو فروع للبنوك التجارية أو البنوك الاستثمارية، أو شركات الاستثمار.

عند تنفيذ أوامر المتاجرة نيابة عن العميل يقال إن المؤسسة تعمل كسمسار، وعند تنفيذ عمليات التداول لحسابها الخاص يقال إن المؤسسة تعمل كتاجر. يستطيع المتعامل أو التاجر بيع الأوراق المالية المشتراة من عملاء، أو من شركات أخرى إلى عملاء أو شركات أخرى ثانية بصفته تاجراً، أو قد تصبح جزءاً مما تحتفظ به الشركة. وذلك عدا عن تنفيذ التعاملات بالأوراق المالية، فإن السمسرة-التجار، هم البائعون والموزعون الرئيسيون لحصص صناديق الاستثمار المشتركة.

ب. صانعو الأسواق

تعتمد بعض أسواق الأسهم على تجار محترفين، للحفاظ على استمرارية العرض والطلب، لأن المشتريين أو البائعين المتحمسين قد لا يجدون بعضهم في كل الأوقات.

- يعرف صانعو الأسواق من أولئك التجار باسم المتخصصون Specialists، في الأسواق المنظمة، أو صناع السوق Market Makers في الأسواق الموازية.

- وبدأت بعض الأسواق كبورصة نيويورك للأسهم NYSE تضم مؤخراً، ما يطلق عليهم "مزودو السيولة التكميلية" SLPS، ويتمثل الهدف من مشاركة مزودي السيولة التكميلية في إضافة السيولة والتكامل والتنافس مع ناشري الأسعار أو من يعطي الأسعار في السوق، أي التجار المحترفين أو المتخصصين، وإن كان يمكن أن يعدّ مزود السيولة صانع سوق بشكل ما!

يوجد مزودو السيولة التكميلية في المقام الأول، في الأسهم الأكثر سيولة، بحجم تداول يومي، يصل إلى أكثر من مليون سهم في المتوسط. يقوم المزود بالتداول لحسابه الخاص فقط، وليس لعامة العملاء، أو على أساس الوكالة، ويمنح مزودي الخدمات المالية الذين ينشرون السيولة في ورقة مالية مخصصة، ومنفذة ضد الأوامر الواردة، خصماً من قبل البورصة.

ج. متعهدو التغطية (المورقون Securitizers)

يمكن للبنوك وشركات الاستثمار خلق منتجات مالية جديدة عبر شراء مختلف الأوراق أو الأصول المالية و"إعادة هندستها"، إذ تساعد بنوك الاستثمار العملاء من الشركات بشكل أساسي في إصدار مجموعة واسعة من الأوراق المالية؛ بما في ذلك الأسهم العادية والممتازة، والسندات، والإشعارات، إضافة إلى مساعدة

عملائها في تحقيق الأهداف المحتملة لعمليات الاستحواذ، وتدخل الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية Mortgage-backed ضمن تلك المنتجات، وتعد من بين أكثر عمليات التوزيع شيوعاً.

يقوم الوسيط المالي في حالة (صكوك الرهن العقاري) وغيرها من الأوراق بتجزئة تلك الأوراق إلى فئات أو شرائح متباينة لها حقوق مختلفة بخصوص التدفقات النقدية التي تتولد من مجمّع الأصول Asset Pool، المتشكّل بنتيجة عمليات التجزئة. يساعد هذا الأمر على تصميم عمليات التوزيع؛ بما يناسب "البروفيل الاستثماري" لمختلف المستثمرين لناحية المخاطر والعوائد. إضافة إلى فوائد التنوع Diversification؛ فإن التوزيع يحسّن السيولة في سوق الرهن العقاري إلى درجة كبيرة، التي يمكن أن تنتقل إلى أصحاب العقارات على شكل انخفاض في أسعار الفائدة.

تجمع البنوك التجارية، وبنوك الادخار والقروض، والاتحادات الائتمانية، والمؤسسات المماثلة، الأموال من المودعين والمستثمرين الآخرين، وتقدمها إلى المقترضين. يوفر الوسطاء الماليون الآخرون مثل: شركات القبول Acceptance Corporations، وشركات الخصم Discount Corporations، وشركات الدفع المقدم Payday Advance Corporations، ومقدمي القروض المضمونة لمقترضين ممولين، عن طريق بيع الأوراق التجارية والسندات والأسهم للمستثمرين، ويمكن أن نعدّ مصارف الإيداع والمؤسسات المالية على أنها مجمعات أصول موروقة Securitized Asset Pools مدعومة بمحفظة منوعة من القروض، والمودعين الذين يحملون الشريحة الأساسية Senior Tranche (الأكثر حماية ضد الخسائر)، وحملة الأسهم من المؤسسات التي تحمل الشريحة الأصغر Junior Tranche (الأقل حماية).

تساعد شركات التأمي، الأفراد والشركات على التحوط ضد المخاطر، وذلك من خلال عقود تعهد الدفع في حالة حدوث خسائر بنتيجة مجموعة واسعة من الأسباب، وتقوم شركات التأمين بشكل أساسي بتحويل المخاطر من مشتري عقود التأمين، إلى دائني شركة التأمين ومساهميها. تشمل المشاكل الشائعة في عقود التأمين: الاحتيال، والمخاطر الأخلاقية Moral Hazard؛ بمعنى أن احتمال الخسائر أكبر عندما يعرف الناس أنهم مؤمنون، والاختيار المضاد Adverse Selection؛ بمعنى أن مشتري التأمين قد يكونون أكثر عرضة للخسائر.

د. المقاصة (بيوت التسوية) ClearingHouses.

تقوم على ترتيب التسوية النهائية للتداولات من خلال ضمان تنفيذ العقد في أسواق الفيوشرز، والعمل فقط كوكيل ضامن في باقي الأسواق. تطلب غرف المقاصة من الأعضاء الحصول على رأسمال، وهوامش، أو "مارجن" كاف. يتاجر أعضاء غرفة المقاصة بالنيابة عن السماسرة والمتعاملين من غير الأعضاء، ويتم التأكد من أن غير الأعضاء لديهم رأس مال كاف لدعم عملياتهم كما هو الحال مع الأعضاء.

i

السماسة والمتعاملون من تجار الجملة Brokers and jobbers

يتم التداول في بورصة لندن من خلال نظام فريد من الوسطاء وأصحاب العمل. يعمل السماسر Broker وكيلاً لعملائه، ويقوم المتعامل jobber بالمتاجرة على أرض البورصة، ولكنه لا يتعامل مع الجمهور. يصدر العميل أمراً إلى بيت السمسرة الذي ينقله بدوره إلى قاعة التداول للتنفيذ. يذهب سمسار الاستلام إلى المنطقة التي يتم فيها تداول الورقة المالية، ويبحث عن متعامل متمركز في المكان ومتخصص بالورقة المعنية. يقوم المتعامل بصفته الشخصية فقط بالبيع والشراء لحسابه الخاص، والتعامل مع سماسة ومتعاملين آخرين. يسأل السماسر المتعامل عن الأسعار الحالية من دون الكشف عما إذا كان مهتماً بالشراء أو البيع. قد يسعى السماسر إلى تضيق الهامش بين سعر العرض وسعر الطلب، أو سعر الشراء والبيع، أو قد يتجه نحو متعامل آخر يحمل الورقة نفسها، ويقوم بعملية المساومة نفسها معه. عندما يقتنع السماسر بأنه قد حصل في النهاية على أفضل سعر ممكن لعمله، عندها يكمل الصفقة.

يعوّض السماسر بالعمولة المستلمة من العميل. يسعى المتعامل إلى تعظيم أرباحه عن طريق ضبط أسعار البيع والشراء. وبصفته المتعاملين النهائيين في سوق لندن؛ فإن أنشطة المتعاملين توفر عامل استقرار، ولكن بخلاف المتخصص في بورصة نيويورك؛ فإن المتعامل أو "الجوهر" غير ملزم بالمساعدة في دعم الأسعار. مع تزايد أهمية العملاء المؤسسيين زادت حجوم التعاملات، ومن ثم فقد اضطر (الجوهر) إلى المخاطرة بمبالغ أكبر. لموازنة هذا الخطر، يمكن التفاوض مسبقاً على ترتيبات محددة بخصوص الأوامر الضخمة، وتجري الصفقة على أرض قاعة التداول، مع قبول (الجوهر) بالحد الأدنى من الدور. يوفر نظام (الجوهر) سوقاً مستمراً، إلا أنه لايداني المزايدات auction bidding في بورصة نيويورك.

* الجوهر (في المملكة المتحدة): مدير، أو تاجر الجملة، يتعامل فقط مع الوسطاء في البورصة، وليس مع الجمهور (سمسار الصالة ! مباشرة).

تتبع مبادئ إجراءات التداول نفسها في البورصات الرئيسية في جميع أنحاء العالم، على الرغم من الاختلاف في التطبيق؛ إذ يستخدم شكل من أشكال نظام المزاد في بورصات باريس وبروكسل وكوبنهاجن وستوكهولم وزيوريخ، وتحدد الأسعار من خلال هامش الشراء - البيع على أوراق مالية معينة في فترات زمنية محددة. التداول مستمر في بورصة طوكيو، وتنفذ الأوامر من خلال أعضاء "الساييتوري" Saitori، الذين يحتفظون بقوائم الأوامر على جميع المعاملات. بخلاف الاختصاصي في بورصة نيويورك أو الجوهر في لندن، لا يتاجر saitori لحسابه الخاص بل يعمل كوسيط بين الأعضاء العاديين فقط. في أمستردام تتداول الأوراق المالية النشطة مباشرة بين الأعضاء خلال أوقات التداول المحددة؛ إذ يعمل المتخصصون وسطاء بين المشتريين والبائعين.

3-2-2 خدمات الوسطاء

يؤدي دور الوسيط شخص **طبيعي** أو معنوي عادة، شرط أن يكون مرخصاً بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته، ويمكن حصر الخدمات التي يقدمها الوسطاء في ثلاثة أنواع هي: السمسرة، وصناعة الأسواق، والتزويد بالسيولة التكميلية، والتعهد بتغطية الإصدارات.

▪ السمسرة brokerage

عندما يمثل الوسيط المالي دور السمسار Broker فإنه يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة أو الوسطاء تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر، والتي تكون في الأغلب محكومة بعنصرين:

(1) سعر التنفيذ: ويقصد به السعر الذي يحدده المستثمر للسمسار؛ ليسمح للأخير عنده بتنفيذ الصفقة سواء أكانت بيعاً أم شراءً.

(2) وقت التنفيذ: ويقصد به المدة الزمنية، أو التاريخ الذي يسمح للسمسار خلاله بتنفيذ الصفقة سواء أكانت بيعاً أم شراءً.

يؤدي السمسار broker دور الوكيل للمستثمر، ويحصل على عمولة مقابل جهده، ويتعامل غالبية المستثمرين الأفراد مع السماسرة الذين يعملون في بيوت سمسرة كبيرة، ولها مكاتب كثيرة متفرقة ومربوطة بشبكة اتصالات ضخمة في ما بينها وبين المركز الرئيس، وكذلك في ما بينها وبين الأسواق الرئيسة، ويطلق اسم (مديري الحسابات account executives) على الأفراد الذين تقع عليهم المسؤولية الرئيسة في إجراء العمليات لصالح المستثمرين الأفراد. أما المؤسسات المالية التي تقوم بالاستثمار، مثل: البنوك التجارية، وصناديق التقاعد؛ فإنها لا تقتصر في تعاملها مع بيوت السمسرة الكبيرة، بل تلجأ أيضاً إلى البيوت الأصغر، والتي لديها مكتب واحد أو مكتبين، ولكنها متخصصة في عمليات المؤسسات التي ترغب في الاستثمار، لا الأفراد.

▪ صناعة الأسواق

يمكن للوسيط أن يقوم بدور صانع الأسواق، أي ممارسة مهنته في بيع الأوراق المالية وشرائها؛ بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق، ويمارس صانع السوق نشاطه في السوق الثانوي بشقه الموازي والنظامي، إلا أنه يطلق عليه: "الخبير" في السوق النظامي، ويقوم بعمله هذا، إما لصالح عملائه، أو لصالح

نفسه، وبممارسته لمهامه يؤدي صانع السوق خدمات على درجة كبيرة من الأهمية للسوق المالي، ومن أهمها الآتي:

- (1) توفير السيولة اللازمة للسوق المالي، وذلك عن طريق ممارسة دور نشط في تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.
- (2) المحافظة على استقرار الأسعار وحجوم التعامل، بممارسته لمهمته الأساسية وهي ممارسة دور المشتري في حالة الانخفاض الحاد في الأسعار، والبائع في حالة الارتفاع الحاد فيها، وبذلك يؤدي صانع السوق دوراً مهماً في المحافظة على توازن معقول في أسعار الأوراق المالية كما في حجم التداول.

■ التزويد بالسيولة التكميلية "مزودي السيولة"

Supplemental Liquidity Provider (SLP)

يعدّ مزودو السيولة التكميلية SLPs أحد المشاركين الرئيسيين في بعض الأسواق، كما هو الحال مثلاً في بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE. ومقدمو السيولة التكميلية (SLPs) هم مشاركون في السوق، يستخدمون خوارزميات algorithms وحواسيب متطورة وعالية السرعة؛ لخلق حجوم كبيرة من أجل إضافة سيولة إلى الأسواق. وفي إطار خلق حافز لتوفير السيولة فقد تمنح البورصة هؤلاء حسمًا، أوتدفع لهم رسماً، كان قد وصل إلى (0.15 سنتاً) في بورصة نيويورك، بدءاً من عام 2009.

تم تقديم برنامج مزود السيولة التكميلية في بورصة نيويورك، بعد مدة وجيزة من انهيار بنك ليمان براندرز Lehman Brothers. لقد تسبب انهيار ليمان براندرز في عام 2008 بمخاوف كبيرة بشأن السيولة في الأسواق؛ مما أدى إلى إدخال البرنامج، في محاولة لتخفيف الأزمة.

تم إنشاء برنامج مزود السيولة التكميلية؛ لإضافة السيولة والتكامل والتنافس مع مقدمي الأسعار. يكون لكل مزود سيولة تكميلية مخصص من الأوراق المالية في البورصة عادة، إذ يلتزم بالحفاظ على أسعار الشراء والبيع على أوراقه المالية المخصصة، عند أفضل سعر، بنسبة لا تقل عن 10 بالمائة من يوم التداول. يطلب من مزود السيولة التكميلية أيضاً تقديم (10) مليون سهم كمتوسط حجم متاجرة يومي؛ للتأهل للحصول على حسمات مالية معززة.

تكافئ بورصة نيويورك مزود السيولة التكميلية بخصم مالي عندما يقدم أسعاراً تنافسية، وذلك عبر تقديم السيولة في ورقة مالية مخصصة، تنفذ مقابل الأوامر الواردة. يولد هذا الأمر المزيد من النشاط التسعيري؛ مما يؤدي إلى هوامش سعرية أكثر تماسكاً tighter spreads، وسيولة أكبر عند كل مستوى من مستويات السعر.

■ التعهد بتغطية الإصدارات الأولية

يمكن للوسيط، إضافة إلى دوره كسمسار أو صانع أسواق، أن يؤدي دور المتعهد لتغطية إصدار معين Underwriter سواء كان في صورة أسهم أو في صورة سندات، إذ يتعهد الوسيط الذي يكون في هذه الحالة مؤسسة مالية مثل: بنك الاستثمار، أو شركة استثمار، للجهة المصدرة بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة، وفي هذه الحالة يجب عليه شراء ما يعجز عن تسويقه من هذه الإصدارات. وقد عرضت الإصدارات ودور متعهدي التغطية في الفصل الثاني.

i يجمع نموذج السوق المميز لبورصة نيويورك NYS، بين التكنولوجيا الرائدة والحكم العقلي للبشر، أي الآلة والعنصر البشري؛ لترتيب الأولويات في اكتشاف الأسعار بسرعة، وإعطاء الاستقرار لأسهم الشركات المدرجة في السوق، ويعتقد القائلون على البورصة أن العنصر البشري في نموذجهم، ينتج عنه تقلبات منخفضة، وسيولة أعمق، وأسعار محسنة! ويطلق على البورصة المذكورة أحياناً، بورصة نيويورك التقليدية "NYSE classic"؛ لتمييزها من البورصات الأخرى التي تحمل العلامة التجارية لبورصة نيويورك، من مثل:

NYSE Arca, NYSE MKT

3-2-3 Commission العمولات

يحصل مدير الحساب على الجزء الأكبر من تعويضه في صورة عمولات، تدفع بوساطة العميل، وتحسب على أساس معدل الدوران، أو عمليات التبادل التي تجري ضمن حسابه. ويستفيد من سماسرة الخصم خصوصاً، المستثمرين والتجار؛ الذين ينشطون في عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها بشكل متكرر. ويستفيد المستثمرون الذين يتاجرون بشكل متكرر، ولاسيما من العمولات المنخفضة لسماسرة الخصم. وفي حالة المستثمرين الذين لا يحتاجون إلى المشورة، أو لديهم محافظ صغيرة، أو يريدون تنفيذ صفقاتهم فقط، يكونون أفضل حالاً عادة باستخدام خدمات سماسرة الخصم. يمكن أن يؤدي ذلك إلى مغالاة السمسار في التوصية بإجراء تعديلات متكررة في محفظة المستثمر، وعلى اعتبار أن الأوراق المالية تختلف في نسبة العمولة المفروضة عليها، يحتمل أن يوصي السمسار بإجراء تعديلات على تلك الأوراق التي تعطي عائداً مرتفعاً، وأن يغالي في ذلك أيضاً. إن مغالاة السمسار هذه في معدل الدوران، تتسبب بفقدان ثقة العملاء بهم على المدى الطويل، ويحصل أن يدخل الطرفان في خلافات، ورفع شكاوى. يكون المستثمرون، الذين يحتفظون باستثماراتهم لمدة طويلة عادة أقل انزعاجاً من العمولات المرتفعة التي يتقاضاها سماسرة الخدمات الكاملة، وذلك لأنهم لا يتاجرون كثيراً.

قبل التطور التكنولوجي الحاصل، كان فئة قليلة فقط هم القادرون على تحمل تكلفة السمسار، والوصول إلى سوق الأسهم. لقد سمحت شبكة الإنترنت للأفراد ممن لديهم رأس مال قليل بالمتاجرة مقابل رسوم قليلة. يعمل معظم سماسرة الخصم اليوم، عبر الإنترنت، ويعني هذا عمولات أقل. لقد صممت منصات التداول الإلكترونية الخاصة بهؤلاء السماسرة بطريقة جاذبة للمتداولين النشطين.

إذا سمح لشركة السمسرة، فيمكنها إقراض الأسهم المحتفظ بها في الحساب النقدي، ويشكل ذلك مصدراً ممكناً لتحقيق مكاسب إضافية. تسمى هذه العملية: إقراض الأسهم، أو إقراض الأوراق المالية. يمكن أن يتوفر طلب مرتفع لاقتراض الأوراق المالية، من قبل البائعين على المكشوف وصناديق التحوط، ولاسيما الأوراق التي يصعب اقتراضها عادة. وعند اقتراض رأس المال أو الأوراق المالية، يجب دفع الرسوم والفوائد على المبلغ المقرض.

يختلف المبلغ الفعلي للفائدة المفروضة على اقتراض الأوراق المالية، وذلك تبعاً للمعدلات السوقية والطلب على تلك الأوراق، إذ أنه كلما زاد الاقتراض ارتفعت الفائدة. إن الأوراق الأكثر جاذبية للإقراض، هي تلك التي يصعب اقتراضها من أجل البيع على المكشوف short selling، بمعنى أسهم الرسملة الصغيرة small-caps، عادة، أو الأسهم التي تشهد تداولاً ضعيفاً، وكذلك الأسهم التي تمت عليها عمليات بيع قصير مكثفة، أو هبط سعرها بشكل كبير. يمثل هذا الطلب فرصة جاذبة للمستثمرين حاملي الأوراق المالية

المطلوبة. إذا كان لدى العميل أو المستثمر، حساب نقدي وأوراق مالية، تشهد طلباً عليها، يمكنه إخبار سمساره أنه على استعداد لإقراض أسهمه. إذا كان هناك طلب على هذه الأسهم؛ فسوف يقدم له سمساره عرض أسعار عما يرغب في دفعه مقابل السماح بإقراض هذه الأسهم.

يقوم السمسار في حال موافقة العميل بإقراض الأسهم إلى بائع قصير Short Seller، أو صندوق تحوط، مقابل معدل أعلى، ويحقق الفرق، إضافة إلى أنه يكون قد لبي طلب عميل آخر، وكسب عمولات.

مثال. إذا أعطى السمسار لعميله فائدة بنسبة 8% على الأسهم المقترضة، وقام بإقراضها بنسبة 13%. واستناداً إلى حجم مركز العميل، فيمكن أن يشكل ذلك مصدراً لعائد إضافي. تسمح هذه الطريقة للعميل بالحفاظ على المركز الطويل حالياً في الورقة، والاستفادة من الحركة الصعودية Upward. قد يقوم السمسار بتقديم هذه الخدمة أو عدم تقديمها، تبعاً للسمسار، وقد يتطلب القيام بذلك أيضاً حداً أدنى من عدد الأسهم أو الأموال.

يسمح حساب الهامش margin account، للمستثمر بالاقتراض مقابل قيمة الأصول الموجودة في الحساب؛ لشراء مراكز جديدة، أو البيع القصير. يمكن للمستثمر بهذه الطريقة استخدام الهامش للاستفادة من مراكزه، ومن الحركات الصعودية والهبوطية في السوق. يمكن استخدام الهامش أيضاً لإجراء عمليات السحب النقدي مقابل قيمة الحساب أو حق الملكية، مثل: القرض قصير الأجل. يمكن أن يكون حساب الهامش للمستثمرين الراغبين باستخدام الرفع مفيداً للغاية وكفوفاً لناحية التكلفة. عند إنشاء حساب هامش يخضع الرصيد المستحق لسعر فائدة يومي تتقاضاه شركة السمسرة (تعتمد معدلات الفائدة، في السوق الأمريكي مثلاً، على سعر البرايم الجاري Prime Rate، إضافة إلى مبلغ إضافي تفرضه الشركة المقرضة، ويمكن أن يصل إلى 10 في المائة).

قد يتخذ المستثمر الذي لديه حساب هامش مركزاً قصيراً في سهم ما XYZ، في حال اعتقد أن السعر قد ينخفض. إذا انخفض السعر بالفعل؛ فيمكنه تغطية مركزه القصير عندها، من خلال الدخول في مركز طويل في السهم المعني XYZ، ويحصل على ربح من الفرق بين المبلغ الأولي الذي تم تسلمه بنتيجة عملية البيع القصير، والمبلغ الذي تم دفعه لشراء الأسهم نفسها عند السعر الأقل، يطرح منه الفائدة على الهامش خلال المدة المعنية.

مثال. يمكن أن يقوم المستثمر في مثل هذه الحالة بإصدار أمر إيقاف Stop Order، ببيع سهم XYZ، إذا انخفض السعر إلى ما دون مستوى محدد، ويسمح له ذلك أن يحد من مخاطر الانخفاض Downside Risk.

يجب أن يجد المستثمر في حالة الحساب النقدي ومثل هذا السيناريو، المراهن على الاتجاه الهبوطي، استراتيجيات أخرى للتحوط، أو تحقيق الدخل. إذ يجب عليه استخدام الودائع النقدية والمراكز الطويلة فقط. عندما يكون رصيد حساب سالباً؛ قد يتم إقراض الأوراق المالية الموجودة في حساب الهامش الخاص بالمتعامل إلى طرف آخر، أو استخدامها كضمان من قبل شركة السمسرة في أي وقت، من دون إشعار أو تعويض. مقترضو الأسهم المحتفظ بها في حسابات الهامش هم من المتداولين النشطينعادة، أمثال صناديق التحوط؛ ممن يحاولون بيع الأسهم، أو هم بحاجة إلى تغطية أسهم مقترضة تم استدعاؤها. قد تقتصر شركات الاستثمار التي تحتاج إلى الأداة ذات الصلة underlying instrument موضوع عقود المشتقات، أسهم الهامش الخاصة بالمتعامل من السمسار الخاص به، إذ يمكن لشركة السمسرة أن تقدم الأوراق المالية كضمان لقرض. وفي حال كانت الأسهم في حساب الهامش موضوعاً لتلقي توزيعات، إلا أنه تم إقراضها خلال ذلك؛ فلن تتلقى توزيعات حقيقية فعلياً، على اعتبار أن المتعامل في هذه الحالة ليس المالك الرسمي للأسهم، ويتلقى المتعامل بدلاً من ذلك، مدفوعات بديلة عن التوزيعات، قد تكون موضوعاً لضرائب مختلفة، ويمكن عند إقراض الأسهم أن يفقد المتعامل، حقوق التصويت الخاصة به.

i يجب أن يحصل المتقدم لعضوية بورصة لندن على "ترشيح" من عضو متقاعد بسعر يختلف تبعاً للعرض والطلب، وأن تتم الموافقة على كل طلبه من ثلاثة أرباع مجلس البورصة في الأقل. قد يكون العضو سمساراً، أو وكيلاً، أو صاحب وظيفة، يعمل لحسابه الخاص مع آخرين. تقتصر العضوية في بورصة باريس على 85 وكيلاً agents de change، ممن يشرفون على النشاط، بينما تنفذ أوامر التداول من قبل موظفيهم وموظفي البورصة. ولكي تصبح وكيلاً يجب على مقدم الطلب تلبية معايير التعليم والخبرة المقررة، وكذلك اجتياز امتحان تحريري، ويجب ترشيحه من قبل عضو متقاعد أو ورثة عضو متوفى، ويقدم وديعة ضمان، ويعين رسمياً من قبل وزير المالية.. وحددت البورصات الأوروبية الأخرى متطلبات الأهلية من حيث الشخصية والخبرة والمكانة المالية، وبعضها لديه متطلبات تعليمية أيضاً. في بروكسل يجب أن يكون المرشح حاصلاً على شهادة في العلوم التجارية أو الاقتصاد، واجتياز امتحان احترافي، إضافة إلى إكمال ست سنوات متتالية في مكتب سمسار. في ألمانيا وسويسرا والسويد تهيمن البنوك على أعمال الوساطة.

يجب أن يكون أعضاء البورصات اليابانية شركات تقوم بالمتاجرة في الأوراق المالية، ويوجد نوعان من الأعضاء، وهم الأعضاء العاديون الذين يشترون ويبيعون للعملاء أو لحساباتهم الخاصة، والساييتوري saitori، الذين يتصرفون أساساً كوسطاء للأعضاء العاديين.

المبحث الثالث: الأوامر Orders

الأهداف التعليمية:
1. فهم مواصفات الأمر.
2. معرفة أنواع الأوامر.
3. إدراك المقصود بالأوامر المشروطة.

3-3-1 مواصفات الأمر

يتمثل السبب الرئيس لوجود السماسرة في جعل عمليات التعامل في الأوراق المالية مبسطة إلى حد كبير، ويكون كل المطلوب من المستثمر تزويد السماسر بما يطلق عليه مواصفات الأمر، وتتضمن مواصفات الأمر في حالة الأسهم العادية من جانب المستثمر، الآتي:

اسم المنشأة أو الشركة، أمر شراء أم بيع ؟ حجم الأمر، المدة الزمنية التي يظل فيها الأمر سارياً، نوع الأمر، ويعيننا هنا أن نوضح المواصفات الثلاثة الأخيرة.

حجم الأمر

عند قيام المستثمر بشراء سهم عادي أو بيعه، فإنه سيقوم بإصدار الأمر إما لطلبية دائرية أو لطلبية صغيرة، أو لكليهما. وتعني الطلبية الدائرية عادة: أن يكون الأمر لمائة سهم أو مضاعفاتها (إلا في حالات خاصة يقل فيها الطلب عن 100، ويحدث ذلك في حالة الأسهم التي تتحدد أسعارها بصورة مغالى فيها أو يتعامل فيها بصورة محدودة للغاية)، أما الطلبية الصغيرة فهي عادة: التي يتراوح فيها الأمر من 1-99 سهماً. أما الطلبيات التي تزيد عن 100 سهم، ولا تمثل مضاعفات للمائة فتعتبر؛ مزيجاً من الطلبية الدائرية والصغيرة؛ فمثلاً الأمر الذي يتضمن 259 سهماً يعني أمراً لطلبيتين دائريتين، وطلبية صغيرة قدرها 59 سهماً.

الحدود الزمنية

يقع على عاتق المستثمر أن يضع حدوداً زمنية على الأمر الذي يصدره، بمعنى الزمن المحدد للسماسر لكي ينفذ الأمر. وفي حالة أوامر اليوم الواحد، فإن السماسر سيبدل قصارى جهده لتنفيذها خلال يوم تلقيها. وإذا لم يتم التنفيذ خلال اليوم فإن الأمر يعد لاغياً. وإذا لم يضع المستثمر حدوداً زمنية؛ فإن الأمر سيعامل بوساطة السماسر على أنه أمر يوم واحد. وهناك أوامر أسبوعية وأوامر شهرية، والتي سينتهي سريانها في نهاية المدة المحددة إذا لم يتم تنفيذها خلال هذه المدة، وهناك الأوامر المفتوحة، والتي تعرف أيضاً باسم

الأوامر سارية النفاذ حتى الإلغاء، وهي التي تبقى سارية المفعول حتى يتم تنفيذها أو إلغاؤها بواسطة المستثمر، وقد جرت العادة أنه خلال المدة السابقة للتنفيذ يطلب السمسار من المستثمر دورياً أن يؤكد الأمر، وهناك أيضاً أوامر التنفيذ أو الإلغاء، وهي تعني ضرورة إلغاء الأمر إذا لم يتمكن السمسار من تنفيذه بصورة فورية، وأخيراً هناك الأوامر التي تترك للسمسار حرية التصرف في وضع مواصفات هذه الأوامر، ويطلق عليها أوامر حرة، وقد تكون حرية السمسار كاملة في وضع جميع المواصفات، أو مقيدة تغطي سعر الأمر وتوقيته فقط.

خيارات الأمر Order Options

يمكن للمستثمرين عموماً، الاختيار بين إطارين زمنيين لتنفيذ أمر المتاجرة الخاص بهم. تقدم أوامر نهاية اليوم إطاراً زمنياً محدداً، ويجب تعبئتها أو تنفيذها في نهاية يوم التداول. ويمكن أن تكون أوامر نهاية اليوم مفيدة للمشتري؛ لأنه لا يتعين عليه متابعة تقدم الأمر بعد إغلاق يوم التداول، وأوامر نهاية اليوم التي لم تنفذ لأي سبب ستحتاج إلى إعادة إدخالها مرة أخرى.

تظل الأوامر من النوع "صالح لحين الإلغاء" مفتوحة إلى أجل غير مسمى ما لم يتم إلغاؤها من قبل المستثمر. تقدم هذه الأوامر مجموعة كاملة من خيارات المتاجرة للمستثمر، وذلك باستخدام أمر نهاية اليوم أو أمر صالح لحين الإلغاء، يمكن للمستثمرين الاختيار من بين خيارات عدة نبحثها في الفقرة الآتية.

3-2-3 أنواع الأوامر

إن أكثر أنواع الأوامر شيوعاً هي أوامر السوق، والأوامر المحددة، وأوامر وقف الخسارة.

أمر السوق Market Order

يوجه أمر السوق: السمسار، أو شركة التداول التابعة، إلى إتمام الأمر، عند السعر التالي المتاح، بنهاية اليوم. إذن: هو أمر شراء أو بيع ورقة مالية على الفور. يضمن هذا النوع تنفيذ الأمر، لكنه لا يضمن سعر التنفيذ. سيتم تنفيذ أمر السوق عموماً، عند سعر الشراء الحالي أو قريباً منه، في حالة أمر البيع، أو سعر البيع، في حالة أمر الشراء؛ من المهم أن يتذكر المستثمر أن آخر سعر تداول ليس بالضرورة أن يكون هو السعر الذي سيتم به تنفيذ أمر السوق. لا يوجد سعر محدد لأوامر السوق، ويتم تنفيذها دائماً، إلا في حال لم يكن هناك سيولة.

ووفقاً لهذا النوع من الأوامر ينفذ الأمر بمجرد تسلمه من العميل، وبموجب أفضل سعر يتوفر بتاريخ التنفيذ. وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعاً وهنا يصدر المستثمر أمراً للسمسار لشراء أو بيع عدداً محدداً من الأوراق فوراً. وهنا يكون السمسار ملتزماً ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حالة أمر الشراء، وأعلى الأسعار في حالة البيع)، في وقت صدور الأمر. وعلى هذا الأساس؛ فإن المستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة شبه تأكد أن الأمر سيتم تنفيذه، وإن كانت درجة تأكده أقل كثيراً في ما يتعلق بالسعر. وعلى كل فإنه عادة ما تتوافر سلفاً معلومات مناسبة عن السعر المحتمل تنفيذ الأمر على أساسه. وأخيراً: فليس غريباً أن تكون أوامر السوق هي أوامر يومية.

الأمر المحدد Limit Order

يوجه الأمر المحدد، السمسار أو شركة التداول التابعة، إلى **شراء** ورقة مالية بسعر محدد أو أقل منه، إذن: هو أمر شراء، أو بيع ورقة مالية بسعر معين أو أفضل منه. لا يمكن تنفيذ أمر الشراء المحدد إلا بالسعر المحدد أو أقل منه، ولا يمكن تنفيذ أمر البيع المحدد إلا بالسعر المحدد أو أعلى منه. تضمن الأوامر المحددة أن يدفع المشتري سعراً محدداً فقط لشراء ورقة مالية. يمكن أن تظل الأوامر المحددة سارية حتى يتم تنفيذها، أو انتهاء صلاحيتها، أو إلغاؤها.

تختلف طبيعة هذا الأمر حسب نوع القيد الذي يضعه العميل على السمسار، إذ يشمل هذا القيد سعر التنفيذ فقط، أو وقت التنفيذ، أو كليهما معاً. فإذا اقتصر القيد على سعر التنفيذ فقط، فهذا يعني أن السمسار يكون ملزماً بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر إلى سعر التنفيذ المحدد في الأمر، ويكون مسؤولاً عن عدم التنفيذ إذا أخل بهذا الشرط، أما إذا اقتصر القيد على وقت التنفيذ؛ فهذا يعني أن السمسار يكون ملزماً بتنفيذ

الأمر وبأفضل سعر يتحقق في التاريخ المحدد للتنفيذ، أو خلال المدة المتفق عليها، وذلك حسب شروط الأمر. وقد يشمل القيد سعر التنفيذ ووقته معا؛ بمعنى أن الأمر الذي يصدره العميل للسهم يحدد فيه سعراً معيناً للتنفيذ خلال مدة زمنية معينة، وفي هذه الحالة يكون السهم ملزماً بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر السوقي للسهم إلى سعر التنفيذ خلال المدة الزمنية المحددة، أما إذا لم يتحقق ذلك فيعد الأمر لاغياً، ولا يتحمل السهم أية مسؤولية.

مما سبق أعلاه؛ فإنه يتم النص على سعر محدد بوساطة المستثمر عند إصدار الأمر للسهم. فإذا كان الأمر المحدد خاصاً بالشراء؛ فإن السهم سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد، أو مساوياً له، وإذا كان الأمر خاصاً بالبيع؛ فإن السهم سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه.

وهذا يعني أن المستثمر يحدد الحد الأقصى للسعر في حالة أوامر الشراء، والحد الأدنى في حالة أوامر البيع، وعلى النقيض من أوامر السوق؛ فإن المستثمر في هذه الحالة لا يكون متأكداً من حالة تنفيذ الأمر.

مثال. لنفترض أن السهم العادي لشركة XYZ يباع حالياً بمبلغ \$ 25. فإذا قام أحد المستثمرين بإصدار أمر بيع 100 سهم بسعر محدد \$ 30، وبعد زمني يوم واحد؛ فإنه لا يتوقع تنفيذ هذا الأمر، والسبب هو ارتفاع السعر المحدد إلى درجة كبيرة عن السعر السائد، وأن تنفيذ الأمر يتطلب ارتفاع السعر بمقدار \$ 5 في يوم واحد، وهذا أمر بعيد التحقيق .

مثال. يرغب المستثمر في شراء أسهم ABC بسعر لا يتجاوز \$10 للسهم، يمكن للمستثمر إصدار أمر محدد بهذا السعر، وسيتم تنفيذ هذا الأمر فقط في حال كان سعر سهم ABC هو 10 دولارات أو أقل.

أمر التوقف أو الإيقاف Stop Order

يوجه أمر الإيقاف السهم أو شركة التداول التابعة، وذلك ببيع ورقة مالية عند الوصول إلى سعر محدد. يمكن أن يكون السعر هو وقف خسارة stop losses، أو جني الأرباح take gains. إذن: هو أمر شراء، أو بيع سهم بمجرد وصول سعر السهم إلى السعر المحدد، والمعروف باسم سعر الإيقاف، وذلك عندما يتم الوصول إلى سعر الإيقاف، ويصبح أمر الإيقاف أمر سوق. يقع على عاتق المستثمر هنا أن يحدد سعر الإيقاف؛ فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع، فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار أمر البيع، وبالعكس، فإنه إذا كان الأمر يتعلق بالشراء؛ فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر، وإذا حدث في وقت لاحق

أن قام مستثمر آخر بالتعامل في السهم على أساس سعر يصل إلى الإيقاف أو يتعداه؛ فإن أمر الإيقاف يتحول في الواقع إلى أمر سوق، وعلى هذا الأساس يمكن النظر إلى الإيقاف على أنه أمر سوق مشروط. يستخدم المستثمرون عموماً أمر الإيقاف، للحد من الخسارة، أو حماية الربح على الأسهم التي يمتلكونها، أو قاموا ببيعها على المكشوف.

يطبق هذا النوع من الأوامر وفق صيغتين:

الأولى - تطبق على عمليات بيع الأسهم، ويلجأ إليها المستثمرون لضمان تحقيق حداً معقول من الأرباح عندما يكون اتجاه حركة الأسعار هبوطياً، ويطلق على هذه الصيغة مصطلح: Stop Loss Order؛ فلو أن أحد المستثمرين كان لديه سهماً عادياً كان قد اشتراه بسعر 500 ليرة سورية، بينما السعر السوقي السائد للسهم حالياً هو 800 ليرة سورية، ونظراً لتخوفه من هبوط محتمل في السعر يصدر أمراً للسماح بصيغة تضمن له حداً أدنى من الأرباح، ومن ثم تجنبه خسارة كبيرة محتملة؛ لذا يصدر الوسيط أمراً بالصيغة الآتية مثلاً:

"قم بالبيع إذا بلغ السعر السوقي للسهم 600 ليرة سورية".

وفي هذه الحالة يكون الوسيط ملزماً بالتنفيذ بمجرد وصول السعر السوقي للسهم إلى 600 ليرة ومن ثم لا تقع عليه أية مسؤولية إذا لم ينفذ الأمر في حال عدم هبوط السعر السوقي للسهم إلى هذا الحد. **الثانية -** يمكن لأمر الإيقاف أن يصدر بهذه الصيغة؛ فيطبق على عمليات شراء الأسهم عندما تلوح في الأفق مؤشرات لارتفاع السعر السوقي للسهم، ويطلق على هذه الصيغة مصطلح: Stop by Order. فإذا وصل السعر السوقي لسهم معين 1000 ليرة سورية، وتوقع المستثمر ارتفاع سعره في المستقبل، عندها يمكنه إصدار أمر للسماح بالصيغة الآتية:

"اشتر إذا وصل السعر السوقي إلى 1100 ليرة سورية".

وفي هذه الحالة يكون السماسر ملزماً بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر السوقي للسهم إلى 1100 ليرة، وبخلاف ذلك، أي في حال هبوط السعر أو ارتفاعه، ولكن من دون أن يصل إلى 1100 ليرة تنتفي مسؤولية السماسر عن عدم التنفيذ.

تذكر!

يتم إصدار أمر وقف الشراء أو إدخاله، بسعر إيقاف أعلى من سعر السوق الحالي. يتم إصدار أمر إيقاف البيع أو إدخاله، بسعر إيقاف أقل من سعر السوق الحالي. يستخدم المستثمرون أمر الإيقاف للحد من الخسارة أو حماية الربح على الأسهم التي يمتلكونها، أو قاموا ببيعها على المكشوف.

واستمراراً لمثالنا عن شركة XYZ؛ فإن أمر إيقاف بيع عند \$20 لن ينفذ إلا إذا حدثت تعاملات في السهم من الغير على أساس سعر يبلغ \$20 أو أقل. وبالعكس؛ فإن أمر إيقاف شراء عند \$30 لن ينفذ إلا إذا حدثت تعاملات في السهم من الغير عند سعر يبلغ \$30 أو أكثر. وإذا لم ينخفض السعر إلى \$20؛ فإن أمر إيقاف البيع لن ينفذ، وبالصورة نفسها، إذا لم يرتفع السعر إلى \$30؛ فإن أمر إيقاف الشراء لن ينفذ. وعلى النقيض من ذلك فإن أمر محدد للبيع عند \$20، أو أمراً محدداً للشراء عند \$30، سيتم تنفيذه فوراً إذ إن السعر السوقي الجاري للسهم هو \$25، ويمكن استخدام أوامر الإيقاف في الحفاظ على الأرباح الورقية؛ فعلى سبيل المثال؛ إذا قام مستثمر بشراء سهم شركة XYZ، بسعر \$10 منذ سنتين فإن ذلك يعني أن إرباحه الورقية تبلغ \$15؛ للسهم الواحد (25 - 10)، وإصدار أمر إيقاف بيع عند \$20، يعني أن المستثمر سيكون متأكداً من حصوله على \$10 للسهم (20 - 10) إذا انخفض سعر السهم إلى \$20. وإذا حدث العكس، وارتفع سعر السهم؛ فانه سيتم تجاهل أمر إيقاف البيع، وستزيد الأرباح الورقية، وعلى هذا الأساس فإن أمر إيقاف البيع سيوفر درجة معقولة من الحماية لأرباح المستثمر. إحدى المخاطر الناجمة عن أوامر الإيقاف: أن السعر الحقيقي الذي ينفذ به الأمر يمكن أن يكون بعيداً عن سعر الإيقاف، ويحدث ذلك إذا تحرك سعر السهم بسرعة كبيرة في اتجاه معين.

مثال. قد يحدث حادث ما، في شركة XYZ، يترتب عليه توقف العمل، ومن ثم انخفاض سعر السهم بصورة سريعة للغاية إلى \$12، في هذه الحالة فإن أمر إيقاف بيع عند \$20، قد ينفذ عند \$16، وهو رقم بعيد عن رقم الأمر، وهو \$20.

أوامر إيقاف محددة. تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف. في حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين: سعر إيقاف، وسعر محدد، وبمجرد تعامل شخص آخر بالسهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعده؛ فإنه يتم وضع أمر محدد عند سعر محدد، ومن ثم يمكن النظر إلى أمر الإيقاف المحدد على أنه أمر محدد مشروط. واستمراراً لمثالنا، فإن المستثمر قد يصدر أمر إيقاف محدد لبيع سهم شركة XYZ، إذ إن سعر الإيقاف هو: \$20، والسعر المحدد هو \$19، وفي واقع الأمر فإن أمراً محدداً لبيع أسهم الشركة عند سعر \$19، أو أكثر سيتم تنفيذه فقط، إذا قام آخرون بالتعامل في السهم عند سعر \$20 أو أقل، وبصورة عكسية؛ فإن المستثمر قد يصدر أمر إيقاف محدد بشراء أسهم الشركة؛ إذ إن سعر التوقف \$30، والسعر المحدد \$31، ويعني ذلك أن أمراً محدداً لشراء أسهم الشركة عند سعر \$31، أو أقل سيتم تنفيذه في حالة واحدة فقط، وهي تعامل آخرين بهذه الأسهم عند سعر \$30 أو أكثر.

وجدير بالذكر أنه إذا تم الوصول إلى سعر الإيقاف؛ فانه من المؤكد تنفيذ أمر الإيقاف، وإن كان من غير المؤكد تنفيذ أمر الإيقاف المحدد، واستمراراً لمثال شركة XYZ، فإن حادثاً ما قد يؤدي إلى انخفاض سعر السهم إلى \$12، بصورة سريعة للغاية؛ بحيث أن أمر الإيقاف المحدد (\$20 سعر إيقاف و \$19 سعر محدد) ربما لا يمكن تنفيذه.

الإطار رقم (3-2-1). الأمر المخفي من نوع "جبل الجليد" Iceberg Order

يعد الأمر "آيسبرغ"، أمراً مفرداً كبيراً، تم تقسيمه إلى أوامر محدودة limit orders أصغر. يتم ذلك عادة من خلال استخدام برنامج متاجرة آلي (بالحزمة) automated program؛ لغرض إخفاء حجم الأمر الفعلي. يأتي مصطلح "جبل الجليد" من حقيقة أن الجزء المرئي من الأمر، هو مجرد "رأس الجبل الجليدي"، إذ يوجد عدد أكبر من الأوامر المحدودة الجاهزة للإصدار، ويشار إليها أحياناً باسم أوامر الحجز reserve orders. يستخدم هذا النوع من الأوامر بشكل أساسي، من قبل المستثمرين المؤسسيين؛ بغرض بيع كميات كبيرة من الأوراق المالية وشرائها، من دون التسبب بإغراق السوق، على اعتبار أن لا إمكانية لعرض كامل الأمر في سجلات الأوامر من المستوى الثاني، ويمكن عن طريق إخفاء حجم الأم، التقليل من تحركات الأسعار التي يمكن أن يتسبب بها التغير الكبير في العرض والطلب على السهم.

مثال. يرغب مستثمر مؤسسي كبير في تجنب إصدار أمر بيع كبير، قد يتسبب في الذعر في السوق. يمكن أن يفكر بديل آخ، قد يكون أكثر قبولا، ويخفي مدى ضغط البيع، عبر تجزئة الأمر الكبير إلى سلسلة من أوامر البيع الصغيرة. **مثال آخر:** قد يرغب مستثمر مؤسسي يتطلع إلى شراء أسهم بأقل سعر ممكن في تجنب إصدار أمر شراء كبير يسمح للمتداولين اليوميين، من رؤيته، والبدء بحمى مزايدات تدفع السعر إلى الأعلى. قد يلاحظ التاجر اليومي حجوم بيع مرتفعة عند سعر معين، ومن خلال سجل الأوامر من المستوى الثاني، قد يتبين أن معظم هذه الحجوم تأتي من سلسلة أوامر بيع متماثلة، ومن صانع السوق نفسه. قد يدفع هذا الوضع المتداول اليومي إلى البيع القصير.

يتم تنفيذ الجزء المرئي من الأمر "آيسبرغ" أولاً، بعدها يتم تنفيذ الجزء المخفي على دفعات، بعد أن تصبح الدفعة مرئية في سجل الأوامر، إذ إن لكل جزء من الكمية المرئية طابعه الزمني الجديد Stamp، ورقم تعريفه الجديد ID. بمعنى آخر: يمكن تنفيذ الكمية الإجمالية وفقاً لمبدأ أولوية الزمن/السعر. يجب في حالة هذا النوع من الأوامر تقديم الآتي: هوية المشارك والتاجر، نوع المعاملة: شراء أو بيع، الكمية، أو عدد الأوراق المالية، وتحديد الكمية المرئية في سجل الأوامر، تحديد سجل الأوامر ISN، وعملة التداول ومكانه، طاقة التداول، أي التداول لحساب العميل أو للحساب الخاص، حدود السعر، صلاحية الأمر، بمعنى صالح لليوم أو عند الافتتاح أو الإغلاق، أو صالح حتى تاريخه.

بعد أن استعرضنا بشيء من التفصيل أهم وأكثر الأوامر شيوعاً، نقدم في ما يأتي مجموعة من الأوامر الأقل أهمية، وباختصار:

الأمر الفوري Fill or Kill Order

بموجب هذا النوع من الأوامر، يجب أن ينفذ الأمر فوراً، بمجرد تسلمه، وبالسعر الأفضل الجاري حينئذٍ وإلا عدّ لاغياً كله.

الأمر المفتوح Open Order or Good till Cancelled

وهو على خلاف الأمر الفوري، أي أن الأمر يبقى ساري المفعول إلى أن ينفذ أو يتم إلغاؤه من قبل المستثمر.

الأمر الحر أو المطلق Discretionary Order

في هذا النوع، وهو نادراً ما يطبق، يكون للوسيط حرية مطلقة في تنفيذه في الوقت والسعر الذي يراه مناسباً. الأمر اليومي Day order: يجب تنفيذ الأمر اليومي خلال يوم التداول نفسه الذي تم فيه إصدار الأمر، ومعظم أوامر السوق تكون عادة أوامر يومية.

أمر نهاية اليوم End of Day Order

هو أمر شراء أو بيع يصدره المستثمر، ويكون مفتوحاً حتى نهاية اليوم فقط. يمكن مقارنة أوامر نهاية اليوم بالأوامر من النوع "صالح لحين الإلغاء" GTC، التي تبقى مفتوحة لمدة زمنية غير محددة. يجب أن يتم التعامل مع أوامر نهاية اليوم بنهاية يوم التداول؛ بغض النظر عن الوقت الذي يتم فيه إصدار الأمر. يتوقف العديد من السماسرة- المتعاملين عن السداد default في نهاية اليوم.

الأمر المحدد عند الإغلاق Limit-On-Close

هو أمر محدد مخصص للتنفيذ عند إغلاق السوق.

الأمر الملغى Canceled Order

الأمر الذي تم إلغاؤه هو أمر تم إصداره سابقاً لشراء أو بيع ورقة مالية، جرى إلغاؤه قبل التنفيذ في البورصة. يمكن للمستثمر إلغاء طلب إذا أدخل سعراً أو كمية غير صحيحين، أو لم يعد يرغب في شراء السهم أو بيعه.

الأمر من النوع "عند أو أفضل" At-Or-Better

يتم تنفيذ الأوامر عند أو أفضل بسعر محدد أو أعلى فقط. إنها مثال على الأمر المحدد، بمعنى تحديد سعر معين يجب الوصول إليه لإجراء المتاجرة.

أمر التنفيذ الفوري أو الإلغاء Immediate or Cancel Order

الأمر الفوري أو الإلغاء (IOC): هو أمر شراء ورقة مالية أو بيعها، ينفذ كلياً أو جزئياً على الفور، ويلغى أي جزء غير معبأ من الأمر. يعد أمر IOC، واحد من أوامر عدة، يطلق عليها "أوامر الأمد" Duration Orders، يمكن للمستثمرين استخدامها لتحديد المدة التي يظل فيها الأمر نشطاً في السوق، وضمن أية شروط يتم إلغاؤه. تشمل أنواع أوامر الأمد الأخرى الشائعة الاستخدام، الأمر الفوري (FOK) والأمر من النوع "الكل أو لا شيء" (AON) والأمر من النوع "جيد لحين الإلغاء" (GTC). تسمح معظم منصات التداول عبر الإنترنت بوضع أوامر IOC يدوياً، أو برمجتها في استراتيجيات التداول الآلية Automated Trading Strategies.

أمر "جيد لحين التمديد" (GTEM) Good til extended market

هو نوع من "أوامر الأمد" الذي يمكن للمستثمر إصداره مع سمساره، يحدد مدة بقاء الأمر نشطاً، إذ يظل أمر الشراء أو البيع GTEM مفتوحاً أو قابلاً للتنفيذ طوال اليوم، وهو أمر نشط قبل ساعات التداول وبعدها. يعمل ذلك على توسيع الأمر اليومي النشط خلال ساعات التداول العادية فقط، ويتم إلغاؤه عند انتهاء ساعات العمل هذه.

يتيح الأمر GTEM فعلياً إمكانية ممارسة الأمر في أي وقت، إذ يتم تداول الورقة، طالما كانت معايير الأمر مستوفاة. يكون هذا النوع من الأوامر مصحوباً عادة، بقيود تسعير من مثل: التوقف أو المحدد؛ بسبب التقلب النسبي للسوق الممتد.

الأمر من النوع "لا تقلل Do Not Reduce

هو نوع من الأوامر بسعر محدد لا يتم تعديله عندما تعطي الورقة توزيعات نقدية. يمثل شرطاً يجب على المستثمر طلبه عند إصدار أمر من نوع "صالح لحين الإلغاء" GTC بسعر محدد عادة.

الإطار رقم (3-2-3-2). الأوامر من النوع "واحد يلغي الآخر"

الأوامر من النوع "واحد يلغي الآخر" OCO ، و"في حال تم الأمر" If Done

تعرف الأوامر من النوع - "في حال تم الأمر" If Done ، أيضاً بالأوامر المشروطة، وهي أوامر مؤلفة من خطوتين، إذ تنشط الخطوة الثانية من الأمر؛ فقط إذا تم استيفاء الخطوة الأولى.

الخطوة الأولى- أمر فتح مركز كشرط.

الخطوة الثانية- يتم تنشيطها فقط بعد تنفيذ الأمر الأول، ويمكن أن تكون أمر إيقاف، أمراً محدداً، أو أمراً من نوع "واحد يلغي الآخر" OCO. يتم ترك هذه الأوامر في انتظار تقلبات الأسعار للحصول على السعر المطلوب. ويتيح هذا النوع من الأوامر للمتاجر مزيداً من المرونة والاطمئنان، إذ لا يجب على المتاجر مراقبة الأسواق على مدار الساعة؛ لحماية مركزه، كما يمكن أن يعطي نتائج متعددة؛ لضمان أفضل نتيجة لعملية المتاجرة.

يجمع أمر (OCO) One Cancels the Other أمر إيقاف مع أمر محدد على نظام التداول الآلي.¹ عندما يتم الوصول إلى سعر التوقف أو السعر المحدد وينفذ الأمر، يتم إلغاء الأمر الآخر تلقائياً. يستخدم التجار المتمرسون أوامر OCO، للتخفيف من المخاطر ودخول السوق.

أمر "واحد يلغي الآخر" الملغى One-Cancels-the-Other Canceled Order

يتكون أمر الإلغاء "واحد يلغي الآخر" (OCO) من أمرين تابعين، إذا نفذ أمر واحد، يلغى الآخر على الفور. يمكن للمتاجرين عند حصول الاختراقات breakouts استخدام نوع الأمر هذا.

مثال. إذا كان يتم تداول السهم في حدود 40-60 \$، يمكن للمتداول أن يصدر أمراً من نوع OCO، مع حد شراء أعلى من نطاق التداول، وحداً للبيع أقل بقليل من نطاق التداول. إذا حصل الاختراق في اتجاه صعودي، ينفذ أمر الشراء، ويلغى أمر البيع. على العكس من ذلك؛ إذا كان السعر يتحرك تحت نطاق التداول؛ يتم تنفيذ أمر البيع، ويتم إزالة أمر الشراء. يساعد هذا النوع من الأوامر في تقليل المخاطر، عن طريق ضمان إلغاء الأوامر غير المرغوب فيها تلقائياً.

¹. مفلح هزاع وكنجو كنجو، مرجع سبق ذكره، ص-219.

المبحث الثالث

أنماط أساليب المتاجرة

Types of Trading Styles

الأهداف التعليمية:

1. التعرف إلى أنماط المتاجرة.
2. إدراك الفروقات بين أساليب المتاجرة ومزايا كل منها وعيوبها.
3. فهم أسلوب المتاجرة المركب ارتباطاً بنوع السوق وشخصية المتعامل.

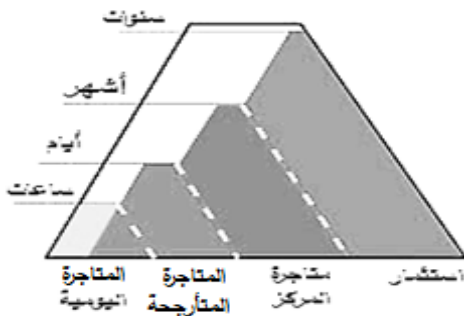
1-3-4 أنماط المتاجرة

types of trading

نعرض في هذا المبحث، مبكراً لأنماط المتاجرة التي نصادفها في الأسواق اليوم، على أن تكتمل الصورة للطالب في القسم الثالث من هذا الكتاب، بعد أن يتعرف إلى التحليل الأساسي والفني وفرضية السوق الكفوءة. تتباين أنماط المتاجرة، بين قصيرة الأجل، مثل: التداول اليومي Day Trading، والمتاجرة طويلة الأجل، كما هو حال المتاجرة بأن يأخذ المتاجر مركزاً Position Trade؟

يدعي المتاجرون من كلا الفئتين أن أسلوبهم في المتاجرة يحقق أكبر قدر من الأرباح. ويقدم أولئك حججاً عديدة عادة، وقد تكون مقنعة تبرر اتباعهم هذا الأسلوب أو ذاك. إذن: فما الحقيقة؟ هل يحتمل أن يحقق التداول اليومي ربحاً أكبر، أو التداول على أساس المركز؟ هل الأفضل أن يدخل المتاجر السوق ويخرج منه، بمعنى توقيت الدخول والخروج، أو أن يقوم بالمتاجرة والالتزام بوضع أطول؟

يمكننا تمييز أنماط عديدة من أساليب التداول التي يتبعها متاجرو الأجل القصير، ومستخدمو التحليل الفني. وعندما يتعلق الأمر بفئة المستثمرين يتغير نمط المتاجرة إلى الدخول في مراكز، أو الشراء والاحتفاظ Buy and Hold. إذن: ما الفرق بين مختلف أنماط المتاجرة؟ نتناول في ما يأتي أكثر هذه الأنماط شيوعاً، مع التركيز على القصيرة والمتوسطة الأجل، وهي الآتية:



- (1) التداول اليومي Day trading.
- (2) التداول المتأرجح Swing trading.
- (3) تداول المراكز Position trading.
- (4) المضاربة السريعة Scalping.
- (5) تداول الزخم Momentum trading.

الرسم التوضيحي رقم (1-1-3-4). أنماط المتاجرة

الإحتفاظ بمركز لأيام عدة	الإحتفاظ بمركز لأسابيع عدة	الإحتفاظ بمركز لسنوات عدة
SWING TRADING TREND LINES	AMZN Amazon.com, Inc. Tuesday 9/5 30-Sep-2016 Open 763.40 High 780.00 Low 748.28 Close 746.87 Volume 13.2M Chg -10.72 (-1.41%) AMZN (Weekly) 749.87 (30 Dec)	BUY
المتاجرة المتأرجحة (التأرجح)	المتاجرة بالدخول في مركز	المستثمر

المركز: دقائق أو ثوان	الإحتفاظ بمركز ليوم أو أقل	المركز: ساعات أو أيام
5-8-13 Bar SMAs EXIT 13-BAR CROSS	Buy here	Only to have the stock reverse later. Shorted Momentum
المضاربة السريعة	التداول اليومي	تداول الزخم

Day Trading المتاجرة اليومية 1-1-3-4

تعني المتاجرة اليومية: فتح المراكز وإغلاقها في اليوم نفسه، أي بيع الأدوات المالية وشراؤها خلال اليوم الواحد نفسه مرةً أو مرات عدة. تتأتى ميزة التداول اليومي من أن المتعامل لا يحتفظ لليلة واحدة بأي مركز، من ثم لا يقلق بشأن مستوى أداء تجارته. عدا عن ذلك، يعرف المتعامل الوضع الذي هو فيه نهاية كل يوم، ربحاً كان أو خسارة، أو في وضع التعادل. يتمثل عيب التداول اليومي في أن المتعامل يجد نفسه مضطراً للبحث عن صفقة جديدة يومياً، وهذا الأمر قد يكون شاقاً، إضافة إلى ذلك، يعني إغلاق الصفقات نهاية كل يوم أن المتعامل قد يفوت على نفسه الفرصة التي تقدمها بعض التحركات الكبيرة، إذ يمكن له أن يضاعف أرباحه لو كان قد ترك مركزه قائماً. ويمكن أن يحصل العكس بالطبع؛ فقد يتغير السعر ضد المتعامل؛ مما يؤدي إلى فقدان كل ماحقه من أرباح طوال النهار على الصفقة التي كان سيتركها لو أغلق مركزه في نهاية اليوم.



i

التداول اليومي

يقوم المتداول اليومي بفتح مراكز شراء أو بيع في اليوم نفسه وإغلاقها. هذا الصنف من المتداولين يستطيعون تحقيق عائد جيد عند استعمال أكبر رافعة مالية متاحة مقارنة برأس المال، ومن ثم يستفيد المتداول من تذبذبات الأسعار التي تطرأ على أكثر الأدوات المالية سيولة. يمكن التداول اليومي كاستراتيجية، من تجنب دفع تكاليف ابقاء الصفقة مفتوحة أثناء الليل أو ما يعرف بـ: "عمولات التبييت"، لأن المتداول اليومي يقوم بإغلاق الصفقة في اليوم نفسه.

يحتوي التداول اليومي مخاطرة، وينتظر مكافآت عالية، من ثم يحتاج المتداول، الذي يطبق هذه الاستراتيجية، ضمان تفصيلين اثنين مهمين في نمط التداول اليومي، وهما السيولة، وتقلب الأسعار.

تتيح السيولة المتوفرة في الأسواق للمتداول الدخول في السهم أو الأداة المالية، والخروج منها عند السعر الأمثل؛ فكيف يتم ذلك؟ بأن يأخذ المتعامل بحسابه، الفارق بين سعر الشراء والبيع، أو الهامش، أو بأن يتنبه على "فارق النقاط"، ومن ثم فإن من شأن ذلك تخفيض التكلفة عند الهامش الضيق.

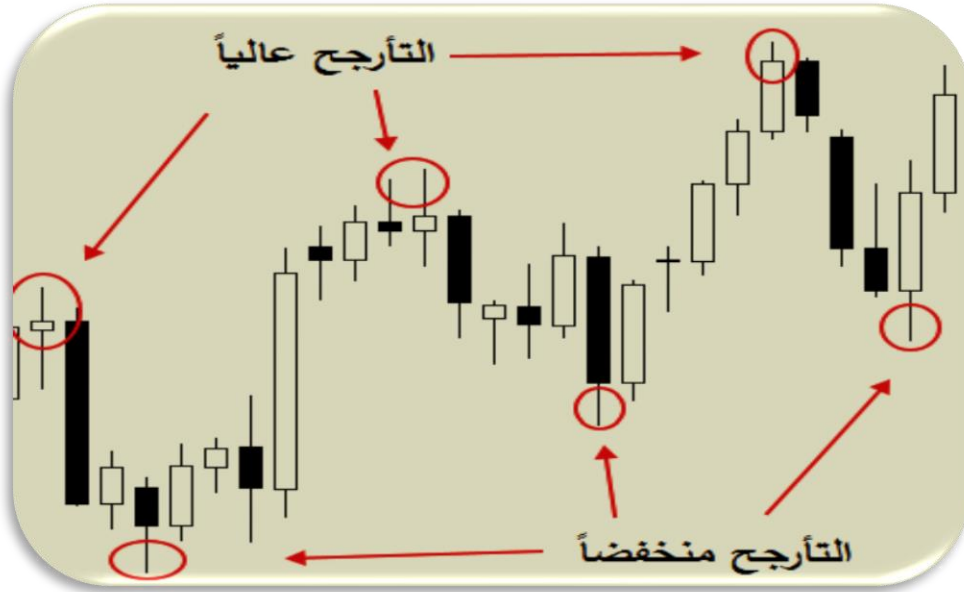
يقاس تقلب الأسعار بحسب الهامش السعري اليومي المتوقع (ساعات التداول المتاحة خلال يوم واحد). فكلما كان تقلب الأسعار عالياً، فإن الأرباح المحتملة ستكون أكبر ونسبة الخسارة أيضاً.

إن استعمال التقنيات الآتية، من شأنه أن يساعد كثيراً في إتقان القدرات اللازمة للتداول اليومي:

- **تحديد نقطة الدخول الممكنة:** من خلال الرسم البياني اليومي تكون التسعيرة مباشرة من البنوك، والأخبار لحظة بلحظة وهو ما يعدّ من المؤشرات الجيدة التي تعطي إشارة لدخول السوق.
- **الاطلاع على أهداف الأسعار:** من الأفضل تحديد السعر المستهدف عند دخول السوق، ويحتاج المتاجر التأكد من الدخول عند سعر جيد؛ لضمان الحصول على ربح عند إغلاق الصفقة.
- **أوامر إيقاف الخسارة:** يزيد الهامش المستخدم من المخاطرة، ويجعل المتاجر في مواجهة مع التذبذبات السريعة للأسعار؛ لذلك فإن العمل بأوامر إيقاف الخسارة سيحد منها في أية صفقة.
- **مواجهة الاحتمالات:** يجب على المتاجر دعم أدائه في التداول، وذلك عن طريق متابعة آخر استراتيجيات التداول بدلا من ملاحقة الربح.

2-1-3-4 المتاجرة المتأرجحة Swing Trading

يشير التداول المتأرجح إلى محاولة المتاجر الإمساك بالتقلبات السعرية؛ بهدف الاستفادة القصوى من كل خطوة جديدة. يعدّ هذا الأمر استراتيجياً بشكل أكبر عند التنفيذ، إلا أنه يتطلب الكثير من الخبرة، لتقييم مدى احتمالية كل خطوة. يدقق المتداول المتأرجح في رسومه البيانية كل يوم عادة، بحثاً عن فرصة يمكن أن تتطور إلى نقلة كبيرة في الأيام القليلة القادمة، وبمجرد أن يتم تحديد تلك الفرصة يقوم المتداول بخطوته وإدارتها بضعة أيام، أو بحدود الأسبوعين. إذن: تعدّ المتاجرة المتأرجحة نوعاً من المتاجرة القصيرة الأجل، تتبع في المتاجرة بالأسهم والخيارات.



تتمثل ميزة أسلوب التداول المتأرجح في أن المتعامل ليس مضطراً أن يكون في مركز مختلف كل يوم، عدا عن أن صفقة جيدة واحدة يمكن أن تعطي مكافأة أو عائداً مرتفعاً مقابل المخاطرة التي يتحملها المتعامل؛ بنتيجة قرار متاجرة واحد، ويتحدد عيب التداول المتأرجح في أن مثل هذا النمط يقوم على التنبؤ بالاتجاهات السعرية المحتملة، وهذا الأمر ليس علماً بحد ذاته، بل نوعاً من الفن. ويتمثل العيب الآخر في أنه يجب على المتعامل مراقبة التغيرات في أرباحه وخسائره، مع تقلب الأسعار صعوداً وهبوطاً طوال مدة الاحتفاظ بالمركز، أو البقاء ضمن الصفقة، ويبدو أن الأمر الأخير ليس سهلاً، لكونه سيكون مغرياً جداً للمتعامل أن يقوم بإغلاق المتاجرة، وتحقيق الربح بمجرد رؤية السعر يرتد ضده!

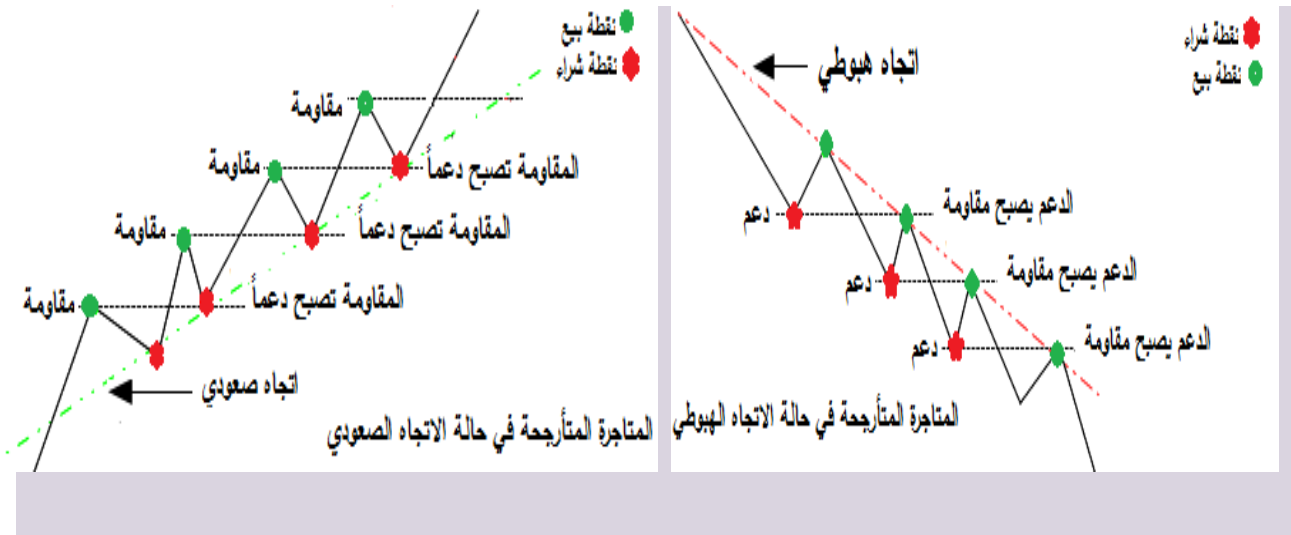
المتداول الذي يعتمد طريقة "السوينج" هو **متداول على المدى المتوسط عموماً**، ويعتمد في صفقاته على متابعة الاتجاه العام للأداة المالية.

عندما يفضل المستثمر التداول على المدى البعيد؛ فإنه يعتمد على دراسة المعطيات، والتحليل الأساسي لتحديد الاتجاه الذي قد يمتد من بضعة أسابيع إلى أشهر. وعندما يختار المستثمر التداول بنمط "السوينج"؛ فإنه يبقى على مركز شراء السهم أو بيعه لأيام، قد تتجاوز أسبوعين، أو ثلاثة أسابيع على أقصى تقدير، ويقوم بمتابعة أعلى وأدنى سعر للسهم خلال الفترة المحددة.

يفضل المتداولون على المدى البعيد الإبقاء على مراكزهم مفتوحة لمدة تتراوح بين أشهر إلى سنوات؛ لهذا فإن تقلبات السوق على المدى القصير لا تثير انتباههم؛ لأنهم يستثمرون على المدى البعيد، ويعدون أن لا تأثير للتغيرات قصيرة الأجل في الأسواق على صفقاتهم. إن مراكز التداول على المدى البعيد هي عكس التداول على المدى اليومي، لأن الهدف هو تحقيق أرباح خلال مدة طويلة من الزمن، واعتماد تحركات الاتجاه على المدى البعيد وليس القصير.

يقوم أغلب المتداولين الذي يطبقون هذه الاستراتيجية بمتابعة الرسم البياني الأسبوعي والشهري من أجل تحديد اتجاه الأصل أو الأداة المالية التي يختارونها خلال مدة معينة.

يتطلب التداول على المدى البعيد استعمال التحليل الفني والأساسي لتقييم الأسعار وتحركات السوق. ويوجد عمولات على المراكز التي تبقى مفتوحة في أثناء الليل، تعرف في عالم التداول بـ: "عمولات التبييت".



3-1-3-4 المتاجرة بأخذ مركز Position Trading

يطلق على هذا النمط من المتاجرة أيضاً: "تداول نهاية اليوم" End of Day. يناسب هذا الأسلوب من لا يستطيع الوصول إلى أجهزة الكمبيوتر الخاصة به خلال النهار، بينما يمكنه القيام بذلك في الصباح الباكر، أو في وقت متأخر من الليل فقط بعد أن ينتهي من عمله. يبحث هؤلاء التجار في الرسوم البيانية اليومية عن أساس لإجراء صفقة، ومن ثم يجب عليهم الانتظار حتى نهاية اليوم قبل اتخاذ قرار التداول شراءً أو بيعاً. يناسب هذا الأسلوب من لديهم أعمال أخرى غير المتاجرة ومراقبة التحركات في السوق، إلا أن عيبه الرئيس في أنه يعطي أقل الفرص الممكنة؛ بمعنى أن العوائد التي يمكن أن تتحقق وفق هذا الأسلوب قد لا تكون عالية كما هو الحال مع التداول اليومي أو المتأرجح. تتمثل ميزة المتاجرة وفق هذا الأسلوب في أن الرسوم البيانية اليومية تعطي قراءة أدق وأكثر موثوقية من تلك التي تتحدد بإطار زمني أضيق.



تتطلب متاجرة "نهاية اليوم" عموماً حسابات متاجرة أكبر، إذ تستخدم أوامر من نوع "وقف الخسارة" Stop Losses بشكل أوسع. وبما أن البنوك والمؤسسات الكبيرة تتلاعب بالأسواق المالية كثيراً كما يقال؛ فإن خرائط ورسوم نهاية اليوم قد تحمي التاجر من معظم التلاعبات الذي تحصل بلحظات خلال اليوم، ويتمثل العيب الرئيس في متاجرة المركز في أنه إذا كان التاجر من ذوي الخبرة الكافية لقراءة الرسم البياني اليومي، وتحديد مناطق التلاعب بشكل صحيح؛ فإن عوائده ستكون أعلى من متعامل آخر لا يستطيع المتاجرة إلا في نهاية اليوم.



4-1-3-4 نمط المضاربة السريعة Scalping

تعدّ المضاربة السريعة أسلوب تداول قصير الأجل، واستراتيجية قائمة على السرعة، حيث يتم فتح مراكز وإغلاقها خلال دقائق أو ثوان. يتم الشراء والبيع بنسق سريع، ويكون الهدف مجرد نقاط بسيطة للحصول على أرباح؛ لهذا يحتاج المتاجر إلى استخدام رافعة مالية لتحقيق المزيد من الأرباح. يقوم المتداول وفق هذا الأسلوب من المتاجرة، كما نوهنا، بالدخول إلى الصفقات والخروج منها دقيقة بعد دقيقة، وفتح أكبر عدد من الصفقات الممكنة خلال يوم واحد.

يوجد جانب إيجابي آخر من المضاربة السريعة، وهو أن المتداولين لن يدفعوا الفوائد المفروضة على الصفقات التي تبقى مفتوحة أثناء الليل (فوائد التبييت)، ومن ثم يتخلصون من تكاليف إضافية. الأرباح هي المستهدفة وأوامر إيقاف الخسارة تساعد المتداولين في التحكم في وقت الخروج والدخول، كما يمكن للمتداولين الذين يعتمدون السكالينج تنفيذ صفقات عديدة في كل جلسة تداول. لكون أن "السكالينج" هي استراتيجية تداول سريعة جداً؛ فإنها لا تحتاج إلى نماذج وتحليل وغيره، إذ تفتح هذه الصفقات بالاعتماد على الرسوم البيانية وذلك خلال دقيقة إلى خمس دقائق فقط.



"من يوميات متعامل"

...إذا مررت بتاجر يقول: إن وظيفته سهلة؛ فهذا أمر مثير للإعجاب! إطلاقاً لا، إذ كلما كان الأمر متعلقاً بالمال يصبح غير سهل على الإطلاق. لماذا؟! حتى في حال المراهنة المتواضعة؛ فإنه يمكن لبعض الأغلاط أن تلحق ضرراً لا يمكن إصلاحه.... إذن: اضمن أنه سيوجد حد معين من الضغط، ولكن مع أي أسلوب متاجرة سيكون الضغط أعلى؟ إنه في متاجرة المراكز! يأتي الضغط من محاولة تطوير منهجية يمكنها التحرك مع السوق، وتحقيق نتائج قوية بغض النظر عن الظروف، وبمجرد تطوير المنهجية يكون التنفيذ سهلاً إلى حد ما، ويجب ألا يبقى هناك أي ضغط... مع ذلك؛ فإن تمسكك بمنهجيتك قصة أخرى.... إن من يذهب إلى التداول اليومي من دون وجود نوع من الفكر أو الخطط المسبقة سيمحى من السوق!

4-3-1-5 نمط متاجرة الزخم Momentum

تستخدم استراتيجيات التداول القائمة على الزخم Momentum في تداول السلع والأسهم، وبسبب من استخدامها على نطاق واسع؛ فإن السوق يتعلم ويتكيف باستمرار؛ مما يجعل هذه الاستراتيجيات أقل فعالية بمرور الوقت، وتؤدي إلى نتائج سلبية وخسائر للمتداولين. بناءً عليه: تحتاج هذه الاستراتيجيات إلى إعادة تقييم لفعاليتها من وقت لآخر، وإذا لزم الأمر، يجب صياغة استراتيجيات جديدة أو تطويرها.

تتفوق الاستراتيجيات القائمة على الزخم على الاستراتيجيات الأخرى، في حال وجود اتجاه في السوق Trend، **وتحقق أرباحاً جيدة**. بينما تؤدي هذه الاستراتيجيات دائماً إلى خسائر عندما يستقر السوق؛ بنتيجة ماسبق ذكره، كان البحث قائماً من قبل المتاجرين، على مؤشرات تحدد مثل تلك الخسائر، وبرزت الحاجة إلى تحسين الاستراتيجيات القائمة على الزخم باستخدام خوارزميات السلاسل الزمنية المتقدمة.

تستخدم الاستراتيجيات المعتمدة على الزخم العديد من المؤشرات الفنية لتحديد التغيرات في الاتجاهات. ويعدّ الماكد MACD، أحد أكثرها استخداماً، إذ يعمل جيداً كما أسلفنا عند وجود اتجاه في السوق. غير أن (الماكد) قد يدفع إلى تداولات خاسرة عندما تكون هناك حركة جانبية في السوق Sideways Movement. تبين من تداولات متاجري الزخم: أن نسبة الربح إلى الخسارة هي (2/1)، ويجد المتداول نفسه مضطراً إلى التعامل مع الخسارة، إضافة إلى رسوم السمسرة. يعدّ متداولو الزخم أنه توجد حاجة لتطوير مؤشر يحدد ما يطلق عليه السوق المحاييد الخالي من إشارات الإنذار المغلوط فيها. ومع ذلك؛ فإنه توجد حاجة مستمرة إلى تطوير استراتيجية التداول القائمة على الزخم، إذ يتوقع دائماً ألا تعمل مثل هذه الاستراتيجية بعد مدة من تطبيقها.

كشفت الاختبارات الأولية Initial back-testing لاستراتيجية (الماكد) أن الحركة الجانبية كانت السبب الرئيس للخسائر، وبعد القيام بدمج تقنيات تصفية الاتجاه المتقدمة؛ مما يطلق عليه (الفلتر) من المستوى الأول "L₁-filtering"، مع المتوسطات المتحركة؛ لتحديد التغيرات في الاتجاهات، ساعد ذلك في تحديد نقطة البداية لما يطلق عليه "الأسواق المحايدة" Neutral Markets، وبعد استخدام ماتم التوصل إليه كمؤشر، جرى تجنب العديد من الصفقات الخاسرة، وارتفعت نسبة الربح إلى الصفقات الخاسرة إلى (1/1)، إضافة إلى ذلك، أدت الاستراتيجية الجديدة إلى انخفاض كبير في عمولات السمسرة عن طريق منع المراكز في الصفقات الخاسرة.

i

إعداد محطة متاجرة "محمولة":

ينشئ عدد متزايد من المتاجرين محطة تجارية متنقلة؛ حتى يتمكنوا من المتاجرة بشكل آمن وفعال من أي مكان. ساعد على ذلك أن أجهزة الكمبيوتر المحمولة أصبحت أكثر قوة، وشبكات "واي فاي" صارت أكثر انتشاراً، وفي هذا السياق يمكن للمتاجر أن يرتاح لإعداداته المنزلية، ولكن ماذا عن متطلبات إعداد محطة تداول فعالة في حالات السفر؟

يعطي الكمبيوتر المحمول العادي المعد للألعاب أداءً مثالياً للتداول، إذ يمكن تشغيل شاشات متعددة لبرامج التداول بفعالية، وضمان عدم التأخير في معالجة المعلومات أو التنفيذ، وبناءً عليه؛ يجب البحث عن كمبيوتر محمول مزود بمحرك أقراص غير مدمج بسعة تبدأ من "256" جيجا ومافوق، وذاكرة وصول عشوائي (RAM) من 8-16 غيغابايت، والمعالج "i5 أو i7 - Intel". توفر شاشات "USB" مستوى الأداء نفسه الذي توفره الشاشة التقليدية، بينما تتطلب اتصال USB واحد فقط لنقل كل من المعلومات والطاقة، ويمكن استخدام أكبر عدد ممكن من الشاشات، على الرغم من أن شاشتين إضافيتين يجب أن تكونا كافيتين لأية محطة متاجرة متنقلة. يوجد لدى معظم المتداولين روتين متاجرة صارم، ويتعطل هذا الروتين في حال السفر، ومنه يجب أخذ موضوع تأمين الجو المريح في أثناء العمل بالحسبان، وتأمين الأجهزة اللازمة لإبعاد تأثير البيئة المحيطة.



4-3-1-6 المدخل المدمج

بعد أن ناقشنا مختلف أساليب التداول، وأي منها يمثل النمط الأفضل، ولأي نوع من السوق؟ أيها يعدّ الأفضل للتداول في أسواق الصرف "الفوركس" مثلاً؟ أي منها يمكن أن يعدّ الأفضل للمتاجرة بالأسهم؟ إن الإجابة عن مثل هذه التساؤلات واحدة غالباً لكل الأسواق. يوجد متاجرون يومية ناجحون، يتداولون الفوركس والأسهم، كما يوجد متعاملون آخرون ممن يتأرجحون في متاجرتهم، أو يقومون بها في نهاية يوم المتاجرة.

يوجد بعض الاختلافات بين الأسواق؛ إذ تقضي المتاجرة في أسواق الفوركس مثلاً أن يكون المتعامل أكثر وعياً بالتلاعبات في هذا السوق مقارنة بسوق الأسهم. من جهة أخرى، قد لا تكون بعض الأسهم سائلة كبقية الأسهم في السوق، ويعني ذلك أن المتاجر قد يعاني لإكمال مركز كبير في حال كان تداوله على الأسهم يتم ضمن إطار زمني ضيق. مثل هذه المشكلة غير موجودة في أسواق الفوريكس، إذ يستطيع المتعامل أن يأخذ مركزاً كبيراً بغض النظر عن النطاق الزمني.

يعتمد الاختبار النهائي لاختيار الأسلوب الأفضل على شخصية المتاجر أولاً. إذا كان المتعامل من النوع الذي يحب أن ينهي يوم تعاملاته مرتاح البال، وبألا يكون في مركز أو مراكز مفتوحة؛ لذا فإن التداول اليومي هو الأفضل. وثانياً يجب أن يكون المتعامل قادراً على صرف الوقت أمام شاشة الحاسوب لمدة طويلة كل يوم، وتوفر انضباطاً قوياً عنده، وصبراً على الانتظار، حتى يتسنى له القيام بالإعدادات الصحيح للمتاجرة، وأن تتوفر لديه القدرة على الحسم للدخول في الصفقة. يعني ذلك: تجاهل الفكر والمشاعر المنقولة من اليوم السابق، والتركيز تماماً على اليوم، أو بكلام آخر: تحديث الفكر والاعتقادات.

إذا كان المتعامل من النوع الذي يريد الحضور في اللحظات المهمة فقط، ويحب فكرة التداول الإستراتيجي، عندها قد يمثل التداول المتأرجح البديل الأفضل له. ويتحدد الأمر الرئيس هنا في القيام بمسح السوق، وتحديد الفرص مقدماً، من ثم انتظار حدوثها، ويستدعي ذلك أن يكون المتعامل جاهزاً للتداول وإن لم يكن أمام شاشة حاسوبه، ويتمثل الأمر الآخر بهذا الصدد في أن يكون المتعامل مرتاحاً في تجارته التي قد تمتد لبضعة أيام أو أسابيع، وألا يتأثر بالتعديلات اليومية التي تتم على الربح والخسارة.

يحب متعامل نهاية اليوم أن يأخذ وقته عند القيام بتحليلاته، وليس ممن يتمتع بالوقوف أمام شاشاته في أثناء النهار. ويجب على هذا النمط من المتعاملين أن يكون مرتاحاً لفكرة أنه أحياناً قد تمر مدة طويلة من دون ظهور أية فرصة جيدة، من ثم يحتاج المتعامل الذي يطبق هذا النمط أن يزيد عدد الأسواق التي يتاجر فيها؛ للحصول على فرص كافية.

إن أساليب التداول المذكورة أعلاه ليست حصرية، إذ يمكن دمجها بكفاءة، ويمكن للمتاجر مثلاً أن يبحث عن توليفة معينة أو فرصة في نهاية اليوم يقدمها الرسم البياني اليومي، إلا أنه يقرر التنفيذ ضمن إطار زمني قصير، بمعنى تحويل الفرصة إلى تجارة متأرجحة. الطريقة الأخرى هي الدخول في صفقة في نهاية اليوم، وفي حال الحصول على توليفة متاجرة يومية في وقت لاحق يمكن الدخول في صفقة إذا كانت متاجرة نهاية اليوم رابحة. يطلق على هذه الحالة: "التهريم"، بمعنى: الإضافة إلى المركز الربح عند التعامل في نقاط مفتاحية، وتوقع أن يستمر ذلك الاتجاه ضمن توليفة نهاية اليوم.

يمكن للتداول اليومي الاعتماد على حقيقة: أن توليفة نهاية اليوم قد أدت غرضها، وهو في حالة ربح تسمح له بتحديد تحيزه هذا اليوم، والبحث عن فرص التداول في اتجاه هذا التحيز، ويجدر التنويه إلى أن الإعداد على إطار زمني أكبر سيكون دائماً أقوى من الإطار الزمني الأقل؛ لهذا فإن الإعداد أو التوليفة على خارطة التداول أو الرسم البياني اليومي أقوى منه على الرسم البياني خلال اليوم. ينطبق هذا الأمر بشكل خاص عند تداول الأسهم، وهذا هو السبب في أن التعامل ينظر فقط إلى خارطة التداول نهاية اليوم اعتماداً على خدمة التنبيه للمتاجرة الخاصة به، إلا أنه يحدد الإدخالات اليومية للوصول إلى المراكز.

يوجد العديد من أساليب التداول، ولكن الأفضل هو الذي يعمل بالتوافق مع السوق وشخصية المتعامل. قد يكون التداول اليومي والتجارة المتأرجحة ملائمين في تداول الفوركس، أما في حال تداول الأسهم فقط فيقترح التمسك بنهاية اليوم بسبب وفرة الفرص التي تقدم نفسها. في النهاية: يتعلق الأمر بتجربة الأساليب المختلفة والالتزام بواحد منها. وليس مستغرباً أن يبدأ المتعامل نشاطه بنمط واحد من المتاجرة، وينتهي به المطاف إلى نوع آخر في وقت لاحق.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني: سوق دمشق للأوراق المالية

المادة - 14 -

على السوق التمسك بما يأتي:

أ- الدفاتر والسجلات المحاسبية الخاصة بها من خلال نظام محاسبي تعده إدارة السوق وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية.

ب- الدفاتر والسجلات الضرورية لمزاولة أعمالها وفق أنظمتها الداخلية والتعليمات الصادرة عنها.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل السابع: ممارسات الإدارة السليمة لأعضاء السوق

المادة -54-

مع مراعاة الأحكام القانونية المتعلقة بالشركات، تخضع لأحكام هذا الفصل جميع شركات المساهمة المصدرة للأوراق المالية، وشركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها، الأعضاء في السوق.



الفصل السابع

أسواق رأس المال (الأسهم والسندات)

Capital Markets

المبحث الأول: سوق الأسهم Stock Market

المبحث الثاني: سوق السندات Bond Market

المبحث الثالث: تحليل الأسهم والسندات Bonds and Stocks Analysis

المبحث الأول: سوق الأسهم Stock Market

الأهداف التعليمية:

1. أهمية ودور سوق رأس المال والمشاركين فيه.

2. تحديد أنواع وخصائص الأسهم.

3. تبين التغيرات في القيمة السوقية للأسهم.

7-1-1 أهمية ودور سوق رأس المال

يمكن تعريف سوق رأس المال، بأنه سوق صفقات مالية طويلة الأجل، تزيد مدة استحقاقها عن السنة، وتنفذ في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل. ولابد في سبيل توفير الفاعلية لسوق رأس المال من تحقق شرطين أساسيين هما:

أ. توافر أدوات الاستثمار المناسبة لتخصيص الأموال المتاحة للاستخدامات الرأسمالية الأكثر إنتاجية وبأقل تكلفة ممكنة، وهذا شرط مهم لأنه في هذه السوق تطرح الإصدارات المالية للمشروعات الاقتصادية عند تكوينها، وعليه يتوقف نجاحها إلى حد كبير على إمكانية الحصول على رؤوس أموالها بالتكلفة المناسبة؛
ب. وجود سوق ثانوي نشط يوفر للأوراق المالية المصدرة درجة كافية من السيولة؛ تتيح لمن يحملها تحويلها إلى نقد إذا رغب في بيعها قبل حلول موعد أجلها، وهذا الشرط هام أيضا؛ لأنه يزيد من سرعة تداول هذه الأوراق، ويوفر لسوق رأس المال سمة العمق والاتساع.

يختلف دور سوق رأس المال عن سوق النقد من زوايا أساسية عدة، أهمها:

(1) بينما يعدّ سوق النقد مصدرا للتمويل القصير الأجل، يعتبر سوق رأس المال مصدراً للتمويل الطويل الأجل.

(2) تتمثل أولوية المستثمر في سوق النقد بعنصري السيولة والأمان، بينما يكون لعنصر الدخل الأولوية من قبل المستثمر في سوق رأس المال.

(3) سوق رأس المال أقل اتساعا من سوق النقد لكنه أكثر تنظيما، كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة، حيث يتحكم هؤلاء الوكلاء بحركة التداول في سوق رأس المال إلى حد كبير، وذلك عن طريق تكييف سياساتهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية، أو طرحها للتداول بناء على التقلبات الحاصلة في الأسعار.

4) تختلف أغراض مصدري الأوراق المالية في أسواق رأس المال من الشركات والمستثمرين في هذه الأوراق عن أولئك في سوق النقد، حيث تستخدم الشركات والأفراد أسواق النقد لإيداع الأموال لفترة قصيرة من الزمن حتى تظهر الحاجة لها، أو تتوفر طريقة لاستخدامها بطريقة أكثر إنتاجية. وبالمقابل، فإن الشركات والأفراد يستخدمون سوق رأس المال للاستثمار الطويل الأجل.

? لنفرض أنه بعد تحليل الوضع المالي بشكل متأن قررت شركتك أنها بحاجة إلى بناء مصنع جديد لتلبية الطلب المتزايد على منتجها؛ مثل هذا التحليل سيبنى على معدلات الفائدة التي تعكس التكلفة الحالية للأموال طويلة الأجل بالنسبة للشركة. نفرض الآن أن شركتك اختارت أن تمويل المصنع عبر إصدار أوراق سوق نقد، كالأوراق التجارية مثلاً. طالما بقيت أسعار الفائدة دون ارتفاع فإن الأمور تسير على ما يرام، حيث يمكن عند استحقاق الأوراق قصيرة الأجل إعادة إصدارها بمعدل الفائدة نفسه، إلا أنه في حال ارتفعت أسعار الفائدة، فقد تجد الشركة أنه لا تتوفر لديها التدفقات النقدية أو الدخل لتمويل المصنع؛ لأنه عند استحقاق الأوراق القصيرة الأجل؛ على الشركة أن تعيد إصدارها بمعدل فائدة أعلى. ولو استخدمت الأوراق الطويلة الأجل كالسندات والأسهم لما كان ارتفاع الفائدة عاملاً مقلقاً كما هو الوضع الآن. ويمكن السبب في أن الأفراد والشركات يختارون أن يقترضوا لآجال طويلة من أجل تخفيض مخاطرة ارتفاع أسعار الفائدة قبل استحقاق الدين، إلا أن أغلب أسعار الفائدة طويلة الأجل أعلى من الفائدة قصيرة الأجل بسبب علاوة المخاطرة. وبرغم الحاجة لدفع معدل فائدة أعلى للاقتراض في أسواق رأس المال، إلا أن هذه الأسواق تبقى نشطة.

7-1-2 المشاركون في سوق رأس المال

يتمثل المصدرون الأوليون في سوق رأس المال بالحكومة والشركات؛ فالحكومة تصدر السندات لتمويل الدين العام، كما تصدر الحكومات المحلية السندات لتمويل المشاريع. تصدر الشركات كلا من الأسهم والسندات، ولعل من أصعب القرارات التي تواجه الشركات هو في ما إذا كان عليها أن تمويل بالدين أو بالملكية؛ فقد تدخل الشركة أسواق رأس المال لعدم توفر رأسمال كاف لتمويل الاستثمارات، وقد تختار الشركة أن تدخل السوق؛ لأنها ترغب بالحفاظ على رأسمالها لملاقة حاجات غير متوقعة، وبمعنى آخر وجود أسواق رأس المال مهم جداً لاستمرار قطاع الأعمال. يأتي القطاع العائلي كأكبر مشتر لأوراق سوق رأس المال، حيث أن إيداعات الأفراد والقطاع العائلي في المؤسسات المالية تستخدم من قبل هذه المؤسسات لشراء أدوات سوق رأس المال كالأسهم والسندات.

7-1-3 أدوات الاستثمار في سوق رأس المال

تقسم الأوراق المالية في سوق رأس المال تبعاً للحقوق التي ترتبها لحاملها على الشركة المصدرة إلى أدوات ملكية: كالتعهدات، والخيارات، والأسهم، وأدوات دين تشمل السندات. ولعل الأسهم العادية، والممتازة، والسندات التي تصدرها الحكومات ومنشآت الأعمال هي أهم الأوراق المالية التي يجري تداولها. نتناول في هذا المبحث الأسهم، وننتقل بعدها في المبحث اللاحق للحديث عن السندات.

7-1-3-1 أنواع الأسهم

- يمكن تقسيم الأسهم على أسس مختلفة منها: التقسيم على أساس شكل الإصدار، والحقوق المترتبة لحاملها. وعند التقسيم على أساس شكل الإصدار يمكن التمييز بين الأسهم كالاتي:
- 1- سهم لحامله Bearer Stock. عندما يصدر السهم بشهادة لا تحمل اسم صاحبه يكون لحامله، ويتيح هذا النوع من أنواع الإصدار مرونة كبيرة لتداول السهم في السوق، حيث تكتسب ملكية السهم بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء أكان ذلك بالسرقة، أم الضياع؛ لذا تحرّم معظم القوانين على الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.
 - 2- السهم الاسمي Nominal Stock. يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتاً في الشهادة، ويسجل أيضاً في سجلات الشركة، ويتطلب انتقال ملكية السهم القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.
 - 3- السهم الاذني أو لأمر An Order Stock. ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترناً بشرط الأمر أو الإذن، ويتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير من دون حاجة للرجوع إلى الشركة.

وعند التقسيم على أساس الحقوق المترتبة لحاملها يمكن تمييز الآتي:

I. الأسهم العادية Ordinary Stock

II. الأسهم الممتازة Preferred Stocks

ونتناول في هذا السياق الأسهم العادية والممتازة.

الأسهم العادية Common Stock

يعرف السهم بأنه: " صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة، يمثل حصة المساهم في رأسمال الشركة" وتعدّ الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار .

لا تمنح الأسهم العادية حاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين، وتصدر الأسهم العادية غالباً في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، إلا أن ذلك لا يمنع صدورهما أحياناً في فئات متعددة بمزايا مختلفة، من مثل:

i. أسهم عادية فئة (أ)، ذات مركز مميز في الحصول على الربح، لكن لا تتمتع بحقوقها كاملة في التصويت؛

ii. أسهم عادية فئة (ب)، لها مركز أقل من حيث الربح، ولكن لها حق كامل في التصويت. تمثل الأسهم العادية حقوق ملكية؛ لذلك فإن حاملها يتمتعون بكل الحقوق من انتخاب مجلس الإدارة ورسم سياسة الشركة، وصولاً إلى استلام أنصبتهم من الأرباح، وما يتبقى من موجودات الشركة بعد تصفيتها. إذن: يتمتع حامل السهم العادي بحق التصويت، حق الحصول على الأرباح، وحقوق الأفضلية. وتعني حقوق الأفضلية: أن المساهم له الحق في الحصول على ما يوازي الأسهم التي يحملها في حالة قيام الشركة بزيادة رأسمالها، وذلك بصورة تناسبية، ولكل سهم حق واحد. ويصدر بهذه الحقوق وثائق أو شهادات، وذلك لتسهيل عمليات المتاجرة بها بيعاً أو شراءً، ويطلق عليها: التعهدات Warrants.

يحصل حملة الأسهم العادية على أنصبتهم من التوزيعات Dividends، وذلك في شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال، تعلن سنوياً من قبل مجلس الإدارة، وذلك في حدود القيود والشروط المحددة في العقد الأساسي للشركة وبما يتماشى مع قوانين الشركات المعمول بها في البلد المعني. ويتقاضون الأرباح الموزعة إما نقداً أو على شكل أسهم، وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح. كذلك في حالة إفلاس الشركة، أو في حالة تسهيل أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم من أصول الشركة بعد الدائنين كافة.

ويتمتع حامل السهم بحق نقل ملكية هذا السهم؛ بالبيع أو بالتنازل، والحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر المنشأة توزيعها. كما يتمتع بميزة أن مسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال، وكما ذكر أعلاه، قد يحصل المستثمر على نصيبه من التوزيعات في صورة نقدية أو في صورة أسهم. ويرتبط عدد الأسهم التي يملكها المستثمر بقدرته على التأثير في قرارات المنشأة، ورغم ذلك فإن عدداً كبيراً من حملة الأسهم العادية لا

يمارسون هذا الحق بشكل فعال، ربما لضآلة عدد الأسهم التي يمتلكها كل منهم، أو لأن محفظة أوراقه المالية على درجة عالية من التنوع.

لا يجوز لحامل السهم الرجوع إلى المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته، فإذا أراد التخلص منه فلا سبيل أمامه سوى عرضه للبيع في سوق المال. وفي حال الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم، بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق. يضاف إلى ذلك أن ليس من حقه المطالبة بنصيبه من الأرباح طالما لم تقرر الإدارة توزيعها؛ فهي غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات حتى في السنوات التي تتحقق فيها أرباح.

الأسهم الممتازة Preferred Stocks

تعطي الأسهم الممتازة مزايا خاصة لحاملها، لا يتمتع بها حامل السهم العادي، سواء أكان ذلك في الربح الموزع سنوياً أم في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو تسيل أصولها. يحصل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت من الأرباح، يحدد إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أو في صورة مبلغ محدد. وفي حال وجود أرباح قابلة للتوزيع يكون لحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على نصيبه منها قبل حامل السهم العادي، ولكن بشرط صدور قرار بالتوزيع من الجمعية العمومية بعد توصية مجلس الإدارة. من جانب آخر يكون حملة الأسهم الممتازة في مركز أسبق من حملة الأسهم العادية في استيفاء حقوقهم من أصول الشركة في حال الإفلاس أو في حال حل الشركة.

7-1-3-2 أسعار الأسهم العادية

يمثل التغيير المتوقع في إيرادات الشركة المحفز الرئيس لتحركات الأسعار. حيث يؤثر التغيير في مستوى الإيرادات بشكل مباشر في الأرباح الموزعة للسهم؛ مما ينعكس على أسعار الأسهم في السوق. وبهدف ضمان صحة القرار الاستثماري، لابد من تقييم كل العناصر المؤثرة في الإيرادات المتوقعة، وذلك قبل اتخاذ قرار الشراء. كما أن ثقة المستثمرين والمتعاملين تؤثر في مستقبل أسعار الأسهم. لذلك يجب البناء على سيكولوجية السوق بدلاً من الاعتماد فقط على الإحصاءات المتعارف عليها في التحليل؛ فالشركة لا تعمل في الفراغ، إنما في بيئة اقتصادية واجتماعية وسياسية تؤثر فيها. ويمكن أن تنقسم المؤثرات التقليدية التي تُحدد اتجاه أسعار الأسهم من خارج نطاق السوق إلى مجموعتين: عناصر اقتصادية، وأخرى سياسية. تتمثل العناصر الاقتصادية في: الإيرادات؛ عائد السهم (سعر السهم/إيرادات السهم)؛ الأرباح؛ سعر الفائدة؛ تجزئة الأسهم والأرباح الموزعة؛ العائد (الأرباح السنوية الموزعة/ سعر السوق الحالي)؛ أسعار السلع: في حل الشركات المنتجة للسلع المبتكرة؛ إجمالي الناتج القومي والمحلي. أما العناصر السياسية فتتمثل في: التوجهات والسياسات الحكومية؛ المصروفات الحكومية؛ الحروب؛ التصريحات الرسمية للمسؤولين في الحكومات.

7-1-3-2 التأثير في أسعار الأسهم

تستخدم الشركات بعض الآليات للتأثير في أسعار الأسهم، سواء أكان ذلك باتجاه رفعها أم خفضها، وذلك ضمن ضوابط معينة أهمها:

1) إعادة شراء الأسهم Share Repurchase

إذا زادت الموارد المالية المتاحة للشركة عن احتياجاتها الاستثمارية؛ فمن الأفضل توزيع الفائض على المساهمين. ويمكن أن يكون التوزيع في صورة نقدية، أو على شكل إعادة شراء الشركة لأسهمها. إن من شأن هذا الإجراء تخفيض عدد الأسهم؛ مما يترتب عليه ارتفاع ربحية السهم وقيمه السوقية.

2) الأسهم المجانية Stock Dividends

يمكن إعطاء المستثمر اسهما بدلاً من التوزيعات النقدية، أي التوزيعات على شكل أسهم، ويطلق على الأسهم الموزعة في هذه الحالة "الأسهم المجانية"، ويتحدد نصيب المستثمر من الأسهم المجانية بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة. تؤثر هذه السياسة في خفض القيمة السوقية للسهم، وتلجأ إليها الشركات عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة؛ مما قد يتسبب بابتعاد المستثمرين عن شرائه.

(3) تجزئة الأسهم Stock Split

يقصد بالتجزئة أو الاشتقاق: تخفيض القيمة الاسمية للسهم؛ مما يضاعف عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال. تهدف هذه السياسة الى تخفيض القيمة السوقية للسهم؛ بما يسمح بزيادة الطلب عليه، ومن ثم يترك أثره الإيجابي في مستوى سيولته. حيث يتوقع أن تدفع تجزئة السهم باتجاه خفض نصيبه من الأرباح والتوزيعات، وهو مايقود الى انخفاض القيمة السوقية للسهم وتحسين سيولته.

إن الأسباب التي يمكن أن تكون وراء قرار التجزئة إلى جانب تحسين مستوى سيولة السهم، قد تتمثل في التأثير الإيجابي في القيمة السوقية للسهم، والتأثير في مقدار التوزيعات. إن حصة المساهم في ملكية الشركة لن تتأثر بقرار اشتقاق الأسهم بالرغم مما ورد أعلاه. قد يكون لقرار التجزئة تأثير إيجابي في القيمة السوقية للسهم، ويحصل ذلك إذا عدّ المتعاملون في السوق على أنه إشارة Signal بأن مستقبل الشركة واعد، ويتوقع أن ترتفع معه القيمة السوقية للسهم، ومن ثم وجبت التجزئة للحد من تأثير ذلك في سيولة السهم.

7-3-3-1 قيمة السهم العادي

يمثل السهم العادي Common Stock، مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، ويكون منصوص عليها في عقد التأسيس عادة. وتحدد القيمة الاسمية حصة السهم الواحد في ملكية المشروع، ولذلك فإن مجموع القيم الاسمية للأسهم المصدرة يعادل كامل رأسمال الشركة. ويجوز في بعض الدول أن تصدر الأسهم بدون قيمة اسمية، أو بقيمة اسمية رمزية. وفي حال إصدار الأسهم بسعر أعلى من قيمتها الاسمية؛ فإن الفرق يسجل لحساب الاحتياطي الإجباري، أما في حال إصدار الأسهم بأقل من قيمتها الاسمية، فإن مالكي هذه الأسهم ملزمون بتسديد الفرق إلى الشركة في حال تعرضها للخسارة والتصفية. لا يجوز في الغالب أن تصدر الأسهم العادية بأقل من قيمتها الاسمية، وهي القيمة التي تظهر على شهادة السهم. وفي حالة إصدار السهم أول مرة، لا يوجد ما يضمن بيعه بقيمته الاسمية، بل قد تضطر المنشأة المصدرة له، أن تبيعه بقيمة أقل، وذلك من خلال تقديم خصم على قيمته الاسمية.

وتتمثل القيمة الدفترية للسهم Book Value في حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، ولكنها تتضمن الاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

يجب التمييز بين القيمة الاسمية للسهم وقيمه الدفترية؛ على اعتبار أن القيمة الاسمية مفهوم قانوني، بينما القيمة الدفترية مفهوم محاسبي. ويتم التوصل إلى القيمة الدفترية عن طريق تقسيم صافي حقوق

المساهمين على عدد الأسهم المصدرة، أو بكلمات أخرى هي المبلغ الذي يصيب السهم الواحد من صافي موجودات الشركة بعد خصم التزاماتها.



ينتقد مدخل القيمة الدفترية **Book Value**، البسيط وغير المعقد، بسبب اعتماده على المعلومات التاريخية في قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية)، وبسبب تجاهله الأرباح المتوقعة للشركة، وكذلك لعدم وجود علاقة مباشرة مع سعر سهم الشركة في السوق.

وتعني القيمة السوقية للسهم العادي Market Value: القيمة التوازنية Equilibrium بين العرض والطلب في السوق، من ثم فإنها تمثل إجماع السوق Market Consensus على قيمة السهم. وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية. يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية حين تحقق الشركة أرباحاً عالية ومتنامية، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة، فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية.

يعدّ التدفق المنتظم للمعلومات والأموال والانتقال في ملكيات الأسهم، من السمات الرئيسة للأسواق المتطورة والكفوءة. وتشجع الكفاءة المذكورة في أسواق الأسهم، على عمليات الشراء والتمويل بالملكية للمشاريع التي لديها إمكانيات للنمو. ويترتب على ذلك أن تختلف القيمة الاسمية والقيمة الدفترية للأسهم العادية عن القيمة السوقية لها، وهي القيمة التي تحددها عوامل العرض والطلب في السوق المالي. إلا أن القيمة الاسمية والقيمة الدفترية تلعب دوراً في تحديد القيمة السوقية للأسهم. وتتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية، ويدرك المتعاملون في أسواق المال، أن التقييم الحقيقي للسهم، لا يتمثل في قيمته الاسمية أو الدفترية، بل تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر.

يرتبط مفهوم القيمة الحقيقية أو العادلة Intrinsic Value بالأوراق المالية عامة وبالأسهم العادية بشكل خاص، ويدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة Fair Market Value. وتحدد هذه القيمة بالنسبة لسهم ما استناداً إلى موجودات الشركة، والأرباح الموزعة على المساهمين، وآفاق النمو المستقبلية، وكفاءة إدارة الشركة. وتمثل قيمة السهم المحسوبة على هذا الأساس، ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم. وتتم المقارنة عادة بين القيمة الحقيقية المحسوبة وسعر السهم في السوق؛ فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية؛ فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأكثر مما يجب Over-valued، ولا يصلح للاستثمار، ويجب التخلص منه إذا كان للمستثمر مركز فيه position. أما إذا كان سعر السوق أقل من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب Under-valued، وأنه يصلح للاستثمار؛ لأن سعر

السوق يجب أن يرتفع مع الوقت ليصل الى القيمة الحقيقية؛ مما يحقق ربحاً رأسمالياً للمستثمر. وعندما يكون سعر السوق مساوياً للقيمة الحقيقية فإن السهم يكون مقيماً كما يجب.

يمكن أن يرجع اختلاف سعر السوق عن القيمة الحقيقية للسهم، إلى أسباب عدة أهمها:

- المضاربات والتلاعب في أسعار الأسهم في البورصة.
 - عدم توافر المعلومات عن أداء الشركة.
 - الإفصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة.
 - تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين.
 - البطء في ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقاً للمعلومات الواردة.
- إن الاختلاف بين سعر السوق والقيمة الحقيقية للسهم، يخلق فرصاً للربح والاستفادة من عمليات شراء الأسهم في المدى القصير أو بيعها. وتمثل القيمة العادلة، التقييم الاقتصادي لسعر السهم، والتي يجب أن يكون عليها سعر السهم الحقيقي، المبني على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقع أن يجنيها المساهم لامتلاكه أسهم الشركة. ويجب الانتباه هنا إلى حالة النمو الثابت، وعدم النمو أو حالة النمو المتغير في الأرباح الدورية الموزعة.



يبني مدخل القيمة التصفوية Liquidation Value، على أساس القيمة السوقية الحالية

لأصول الشركة؛ فهو بهذا المعنى، أكثر واقعية من مدخل القيمة الدفترية، ولكنه ما زال غير قادر على أخذ أرباح الشركة المستقبلية بالحسبان.

تمثل القيمة التصفوية، القيمة الحقيقية للسهم العادي التي يمكن الحصول عليها إذا تم بيع جميع أصول الشركة بقيمتها السوقية، وتم سداد جميع التزاماتها بما فيها الأسهم الممتازة، وما تبقى من أموال يتم تقسيمها بين المساهمين العاديين، كل حسب نسبة ما يمتلكه من أسهم في الشركة.

7-1-3-4 الإصدارات الجديدة وتكلفة الوكالة

من شأن إصدار المزيد من الأسهم العادية أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ويزيد من ثم من حجم الطاقة الاقتراضية، أي يزيد من قدرة الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة.

وفي حال إصدار أسهم مقابل التوزيعات، يتحدد نصيب المستثمر بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة. ونظراً لأن إجراء توزيعات في صورة أسهم من شأنه أن يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، من دون أن تتأثر القوة الايرادية للشركة في المدى القصير في الأقل؛ فإن القيمة السوقية لمجموع الأسهم العادية تظل على ما كانت عليه قبل إجراء التوزيعات؛ مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسهم الواحد. وتجدر الإشارة إلى أن الشركة تلجأ عادة إلى هذا الإجراء بهدف الحد من ارتفاع القيمة السوقية للسهم، إلى درجة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شرائه.

وقد يعدّ إصدار الأسهم الجديدة أمراً غير محبوب، وذلك للأسباب الآتية:

(1) يؤدي إصدار المزيد من الأسهم العادية إلى ارتفاع تكلفة الأموال، وذلك لسببين : أولهما أن مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الاستثمار في غيرها من الأوراق المالية، ومن ثم فإن العائد الذي يطلبه المستثمر يكون مرتفعاً عادة. أما السبب الثاني فهو أن أرباح الأسهم على عكس فوائد السندات لا تعدّ من التكاليف التي تخصم من حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.

(2) قد يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وهذا لايغني إضعافاً لمركز المساهمين القدامى فقط، بل قد يعني كذلك إضعاف سيطرة حملة الأسهم العادية عموماً: الجدد منهم والقدامى على مجريات الأمور، ومن ثم يسمح لمجلس الإدارة أن يتصرف بحرية؛ مما يزيد من تكلفة الوكالة التي يتكبدها حملة الأسهم.¹

(3) قد يكون لدى إدارة الشركة معلومات شبه مؤكدة عن مستقبل مزدهر للمنشأة، ولكنها لا تستطيع إحاطة السوق بتلك المعلومات، ربما للاحتفاظ بأسرار الشركة بعيداً عن المنافسين أو لأي سبب آخر. أي في ظل عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry لدى المستثمرين المحتملين مقارنة بالمعلومات المتاحة لإدارة الشركة، قد يتبادر إلى أذهان المستثمرين أن قرار إصدار أسهم جديدة، هو رد فعل لاعتقاد الإدارة بأن القيمة السوقية للأصول مغالى فيها، ومن ثم فقد يحجموا عن شراء أسهم الشركة، القديم منها والجديد، بالسعر الذي كانت تباع فيه قبل الإصدار الجديد. أي يتوقع أن تباع الورقة

¹. هندي، منير إبراهيم (1992) - الأوراق المالية " أسواق رأس المال" ص 11.

المالية بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية، ويمثل الفرق نوع من تكلفة الوكالة يطلق عليه تكاليف نقص المعلومات لدى المستثمر المحتمل، وتختلف نسبة تلك التكاليف باختلاف الورقة المالية، إلا أنه من المؤكد أنها أكبر في حالة الأسهم العادية مقارنة بالأسهم الممتازة والسندات.

?

الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة والأسهم العادية المضمونة

لا تعدّ التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية، من بين المصروفات الواجب خصمها من حساب الضريبة. وقد صدرت تشريعات ضريبية في بعض البلدان تسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة، وذلك بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة (الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة). كما أنه ليس لحامل السهم العادي الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في بعض البلدان، أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض (الأسهم العادية المضمونة) إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال مدة محدودة عقب الإصدار Puttable Common Stock. أما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين، أو إذا تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد انتهاء المدة المنصوص عليها؛ فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض. ويحصل المستثمر على عدد من الصكوك عادة، يطلق عليها: حقوق التعويض، وذلك مقابل الأسهم المشتراة. ويطلق على الأسهم والحقوق المقررة بالوحدات Units، كما يطلق على المستثمر فيها حامل الوحدة Unitholder. ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين عن بعضهما وذلك خلال المدة المحددة للمطالبة بالتعويض.

إذن: يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحاً رأسمالية خلال مدة التعويض مع كل ارتفاع في القيمة السوقية، أما مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية، فإنها تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض.

7-1-3-5 تعويض الانخفاض في القيمة السوقية للسهم

يكون التعويض أصلاً من خلال إصدار أسهم عادية إضافية يتم توزيعها على المستثمرين. ويتوقف نصيب كل مستثمر، بالطبع، على عدد الأسهم التي سبق أن اشتراها، كما يتوقف على مقدار الانخفاض في القيمة السوقية للسهم. يحمل التعويض بإصدار أسهم عادية، زيادة في ثروة المالك الجدد على حساب المالك القدامى. حيث إن انخفاض القيمة السوقية للسهم هو انخفاض له سمة العمومية، يصيب كل المالك القدامى والمالك الجدد، في حين أن المالك الجدد هم وحدهم الذين يحصلون على أسهم إضافية مجانية على سبيل التعويض، وهذا يعني زيادة حصتهم في ملكية الشركة. وإذا كان الانخفاض في القيمة السوقية للسهم كبيراً، فإن إصدار قدر كبير من الأسهم الإضافية لتعويض المالك الجدد، من شأنه أن يؤدي إلى المزيد من الانخفاض في القيمة السوقية للسهم، وهو ما يؤدي بالتبعية إلى تضائل نسبي في نصيب المالك القدامى في ممتلكات الشركة.

يضاف إلى ذلك أن هناك حداً أقصى لعدد الأسهم المصرح للشركة بإصدارها، وذلك على النحو المحدد في عقد التأسيس، وعليه فإن الانخفاض الكبير في القيمة السوقية للسهم قد لا يمكن تعويضه بإصدار أسهم جديدة، وذلك إذا ما كان من شأن الإصدار الجديد أن يؤدي إلى تجاوز الحد الأقصى لعدد الأسهم المصرح بإصدارها، وحينئذ تكون تصفية الشركة (وهي حالة مشابهة للإفلاس) هي أحد الحلول المحتملة، أما الحل البديل فهو: استمرار الشركة مع انتقال ملكيتها إلى المالك الجدد.

ولتخفيف حدة الانتقادات التي توجه إلى إصدار هذا النوع من الأسهم استخدمت بعض الشركات آليات بديلة لتعويض المالك الجدد عن انخفاض القيمة السوقية للسهم. وقد تمثلت تلك الآليات في النص على أن من حق الشركة دفع تعويض في صورة نقدية، أو في صورة أسهم ممتازة، أو أوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الأجل، وتحمل سعر فائدة متحرك floating interest rate، وبتاريخ استحقاق وبقيمة اسمية محددين مقدماً. لكن الآلية السابقة لا تخلو هي الأخرى من العيوب؛ فالتعويض النقدي قد ينتهي بالشركة إلى التصفية، وذلك إذا لم تتوافر لديها النقدية الكافية لتغطية التعويض المطلوب، كذلك فإن التعويض من خلال أوراق مالية أو تجارية تمثل مديونية قصيرة الأجل يعرض الشركة للإفلاس، وذلك في حالة فشلها في تدبير الأموال اللازمة لخدمة الدين خلال الأجل المذكور، أما النص على إمكانية التعويض بإصدار أسهم ممتازة، فمن شأنه أن يجنب الشركة التعرض لمخاطر التصفية، وهو ما يعني انخفاض حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مشتري السهم. وغني عن البيان أن انخفاض المخاطر يعني إمكانية بيع السهم بسعر مرتفع، مما يعني زيادة حصة بيع الإصدار وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية، ومع هذا فإن التعويض بالأسهم الممتازة بعض المشاكل، فإضافة إلى أن لحملتها الأولوية على حملة الأسهم العادية في حال الإفلاس، وأن القيمة

الاسمية للسهم لا بد وأن تساوي القيمة الاسمية للسهم العادي، فإن لحامل تلك الأسهم الحق في توزيعات تعادل تماماً ما يحصل عليه حامل السهم العادي، كما أن له الحق في التصويت في الجمعية العمومية. ومعنى هذا أن السيطرة على مقدرات الشركة أو المنشأة تتحول آلياً من الملاك القدامى إلى الملاك الجدد، إذا ما بلغ ما يمتلكونه من أسهم عادية وأسهم ممتازة لها حق التصويت عدداً يفوق ما يمتلكه الملاك القدامى.

فكر! ما التخفيف؟ Dilution

ماذا يحدث لسعر السهم عند إصدار أسهم جديدة؟

يعدّ التخفيف انخفاضاً في نسبة الملكية في شركة معينة بنتيجة إصدار الأسهم.

يؤثر الإصدار الثانوي على أسعار الأسهم عادة، إذ يعدّ إصدار المزيد من الأسهم من خلال طرح ثانوي خياراً للحصول على الأموال للاستخدام داخل الشركة، ويتبدى الجانب السلبي للطرح الثانوي في أنه يدفع سعر السهم إلى الهبوط غالباً.

بعد طرح أسهم الشركة، يتم تداول أسهمها في السوق المفتوحة. يتحدد السعر السوقي للسهم بحسب العرض والطلب، وهذا يساعد على تحديد الإدراك العام لقيمة الشركة، وإذا رغبت الشركة في جمع المزيد من رأس المال من خلال عرض الأسهم، فإن الحد الأعلى للمبلغ الذي يمكن أن نتوقعه مقابل كل سهم يتحدد بسعر السوق الحالي، إذ لا يمكن للشركة تحديد سعر أعلى من سعر السوق الحالي، في حال أرادت التقرب من المشتريين المحتملين لأسهمها، ولاغراء المشتريين بالمشاركة في الطرح الثانوي، تعرض الشركات عادة بيع أسهمها بخضم من القيمة السوقية الحالية. وبما إن المشتريين في السوق المفتوحة على علم مسبق بالطرح الثانوي، فإن السعر الذي قد يرغبون في دفعه مقابل السهم يتوافق عادة مع مقدار الخضم. بعد الطرح الثانوي، إذا كانت الشركة قد باعت الأسهم بسعر مخفض، فإن القيمة الحقيقية للشركة تنخفض على أساس كل سهم بسبب ظاهرة تسمى التخفيف.

مثال: لنفرض أن شركة ما مملوكة لشخص واحد هو أنت، ولديك 1000 سهم؛ فإذا قامت الشركة بطرح ل 100 سهم أخرى

يصبح عدد الأسهم $1000 + 100 = 1100$ ، وتصبح نسبة ما تملكه هي: $\frac{1000}{1100} \approx 91\%$ ، ومشتري الإصدار الجديد

يمتلك 9%. ولحساب التخفيف نحتاج إلى حساب معامل التخفيف أولاً: معامل التخفيف = $1 - 9\%$ الأسهم المتخلى عنها.

معامل التخفيف = $1 - 9\% = 91\%$. لنطوّر سيناريو آخر ونفترض أن أسهم الشركة قبل الطرح كانت موزعة بين شخصين

بنسبة 50% لكل منهما، وبعد الطرح تملك الأول 600 سهم، والثاني بقي على 500 سهم. في هذه الحال سيتعدل معامل

التخفيف كالآتي: **الحصة الأولية × معامل التخفيف + نسبة التخفيف**، أي: $50\% \times 91\% + 9\% = 54.54\%$ (هذه النسبة

تخص الشخص الذي تملك الأسهم المطروحة وهي 100 سهم والباقي 45.45% تخص الثاني)

لا يؤدي الطرح الثانوي إلى التخفيف دائماً، ومع ذلك؛ فإن الخوف من احتمال التخفيف يكون كاف غالباً للتسبب بهبوط أسعار الأسهم، وإن بشكل مؤقت.

7-1-4 الأسهم الممتازة Preferred Stocks

يمثل السهم الممتاز ، سند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي. وتتمثل القيمة الدفترية في قيمة الأسهم الممتازة، كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق، إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق. 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 قررت الإدارة عدم توزيعها، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة (حالة الأسهم المجمعة للأرباح cumulative stock)، ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك، أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي تحققت فيها أرباح.

7-1-4-1 التمويل بالأسهم الممتازة

- تتمتع المنشآت التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا من أهمها:
- (1) أنها ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها أرباح.
 - (2) أن التوزيعات محدودة بمقدار معين.
 - (3) أنه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها المنشأة من مشكلات صعبة.
 - (4) كذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمنشأة.
 - (5) يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار تلك الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها، أي إعادة شرائها، وذلك في مقابل أن يحصل حاملها على مبلغ يفوق قيمتها الاسمية. ويمثل هذا الحق ميزة للمنشأة؛ إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق أن أصدرتها، وإحلالها بسندات ذات كوبون منخفض، أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض.
- إلا أن التمويل بالأسهم الممتازة لا يخلو من العيوب، وأهمها:

- I. ارتفاع تكلفتها نسبياً؛ فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض، ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخضع للضريبة، ومن ثم لا تحقق المنشأة من ورائها وفورات ضريبية.
- II. يطالب حملة الأسهم الممتازة بمعدل أعلى للعائد لأنهم يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون. وعلى عكس المقرضين، فليس هناك ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على عائد دوري، كما أنه في حالة الإفلاس، وتوزيع أموال التصفية، يأتي حملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية.
- III. من المآخذ على الأسهم الممتازة إلزامية التوزيعات؛ إذ ليس لحملة هذه الأسهم حق المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها، إلا أنهم يحتفظون بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يتم فيها التوزيع، وذلك من أرباح سنة لاحقة.
- IV. يمثل حق حملة هذه الأسهم في التصويت على بعض القرارات، من بينها تلك التي تتعلق بفرض قيود على إجراء التوزيعات مأخذاً إضافياً، كما يكون لهم الحق في التصويت أيضاً عند مواجهة المنشأة لبعض المشاكل مثل: عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء الأسهم الممتازة .

7-1-4-2 الأسهم الممتازة أداة هجينة

تجمع الأسهم الممتازة بين صفات الأسهم العادية والسندات التي تصدرها بعض الشركات، فهي كالأسهم العادية لكونها حقوق ملكية في الشركة، إلا أنها لا تشارك في الأرباح التي تزيد عن النسبة المحددة لها، ولا تشارك كذلك في الإدارة كما الأسهم العادية. ومن ناحية أخرى فهي تشبه السندات بحصولها على الأرباح، وذلك بصرف النظر عن النتائج التي تحققها الشركة.¹

ونظراً لأن الأسهم الممتازة تجمع بين خواص السهم العادي والسند؛ فيطلق عليها بعضهم تسمية الأسهم المهجنة؛ فهي كالأسهم العادية أداة ملكية غير محددة الأجل، لكنها تشبه السند في أنها أداة من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، وتوفر لحاملها عنصر الأمان الذي يوفره السند، ولو بدرجة أقل. لكن أوجه الخلاف الرئيسية بين السهم الممتاز والسند يمكن حصرها بما يأتي:

- (1) السهم الممتاز أداة ملكية غير محددة الأجل، بينما السند أداة دين ذات أجل محدد.
- (2) فائدة السند واجبة الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة ربها أو خسارة، ولا يجوز تأجيلها، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة، بينما لا يحصل المساهم الممتاز على الأرباح إلا في

¹. جابر، محمد صالح (1989) - الاستثمار بالأوراق المالية. ص 184.

السنوات التي تكون فيها الشركة رابحة، كما يمكن تأجيل توزيع أرباح الأسهم الممتازة من سنة إلى أخرى من دون أن يترتب على ذلك إفلاس الشركة.

(3) تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح؛ باعتبار أن هذه الفوائد مصروفا تمويليا، بينما لا يجوز خصم أرباح الأسهم الممتازة، وذلك لأنها توزيع للربح لا عبء عليه. وبسبب هذه الميزة قل استخدام الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، ولاسيما في البلدان التي تتقاضى ضرائب عالية على الربح.

(4) تنص بعض التشريعات الضريبية على إعفاء نسبة معينة من ضريبة الدخل على الأسهم الممتازة، تصل أحيانا إلى 85% من الأرباح الموزعة، وهذه ميزة لا تتحقق لحامل السند عدا بعض الحالات الاستثنائية.

7-1-4-3 أنواع الأسهم الممتازة

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء أكانت للمستثمر أو للشركة المصدرة، لاسيما من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، أو قابليتها للاستدعاء من قبل الشركة المصدرة، وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع الآتية:

الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح Cumulative Preferred Stocks: وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا، لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب، وذلك قبل إجراء أية توزيعات لحملة الأسهم العادية، وذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق؛ إذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة، كما يسقط بالمثل حق حامل السهم الممتاز غير مجمع الأرباح. وفقا لما سبق، يحتفظ حامل السهم الممتاز مجمع الأرباح بحقه في الحصول على نصيبه من الأرباح، وذلك في العام التالي إذا أعلنت الشركة عن توزيع أرباح على المساهمين، كما يجب أن يعطى الأولوية في تحصيل أرباحه قبل المساهمين العاديين.

الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح Participating Preferred Stocks: يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح من عملية التوزيع الأولي.

مثال. إذا صدرت الأسهم الممتازة بمعدل 10% ؛ فهذا يعني أنها إذا كانت من النوع المشارك ستمكن حاملها من الحصول على نصيب إضافي من الأرباح، إذا تجاوزت نسبة الأرباح لحملة الأسهم العادية 10%،

ويمكن لحق المشاركة في الأرباح أن يكون مطلقاً غير محدد، كما يمكن أن يكون لهذا الحق حد أقصى؛ فتكون المشاركة في هذه الحالة جزئية.

الأسهم الممتازة القابلة للتحويل Convertible Preferred Stocks: تعد قابلية تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي، ميزة كبيرة تعطى لحامل هذا النوع من الأسهم؛ إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وتوفر لحاملها خلال مدة زمنية محددة فرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية، وذلك إذا ارتفع السعر السوقي للسهم العادي؛ مما يحقق مكاسب رأسمالية.

مثال. لو أن مساهماً يمتلك 100 سهم ممتاز، 10% صادرة عن شركة مساهمة عامة بقيمة اسمية 500 ليرة للسهم الواحد، وتعطي لحاملها الحق في تحويلها لأسهم عادية بمعدل 5 أسهم عادية للسهم الممتاز الواحد. في حال ارتفع سعر السهم العادي في السوق المالي خلال مدة القابلية للتحويل؛ فبلغ 80 ليرة للسهم الواحد، هل من مصلحة المستثمر تحويل أسهمه الممتازة إلى أسهم عادية؟

كيف سيكون الوضع في حال كان الارتفاع في السعر السوقي للسهم كبيراً؛ بحيث وصل إلى 140 ليرة؟

- في هذه الحالة سيتخذ المستثمر قرار تحويل أسهمه الممتازة أو الاحتفاظ بها في ضوء المكاسب أو الخسائر التي ستترتب على التحويل؛ لهذا، وفي ضوء الظروف المشار إليها ليس من مصلحة المستثمر تحويل أسهمه الممتازة إلى أسهم عادية؛ لأن القيمة السوقية للأسهم العادية التي سيحصل عليها ستكون أقل من القيمة الاسمية للسهم الممتاز $(80 \times 5) > 500$.

- من مصلحة المستثمر أن يحول الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية؛ لأن ذلك سيعود عليه بمكاسب رأسمالية مقدارها: $(140 \times 5) > 500$ ، وذلك مع مراعاة أنه يجب على المستثمر أن يأخذ بالحسبان لدى اتخاذ قراره عوامل أخرى مثل: التقلب الحاصل في السعر السوقي للسهم الممتاز نفسه.

الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء Callable Preferred Stocks: تصنف الأسهم الممتازة إلى قابلة للاستدعاء، وغير قابلة للاستدعاء. تعطي قابلية السهم الممتاز للاستدعاء، للشركة المصدرة، الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها إلى الشركة بسعر محدد، وعلى مدار مدة زمنية محددة من تاريخ الإصدار؛ مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لديها الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا شعرت بأن لديها فائضاً من الأموال يمكنها من تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين، من ثم تخفيض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي. يصدر شرط القابلية للاستدعاء غالباً مقترناً بشرط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، وذلك لأن شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء في صالح الشركة.

تمارين محلولة

مثال 1: فيما يلي بيانات مستخرجة من السجلات المحاسبية لشركة "تيليكوم" في 2016/12/31
(10000000)، سهم عادي قيمتها (\$10000000)، احتياطات (\$3000000)، أرباح محتجزة (\$2000000)، حقوق ملكية (\$15000000).
علماً أن:

- 1- صافي الربح بعد الضريبة /24000000\$، وقد وافقت الهيئة العمومية على توزيع /15000000\$ منه نصف مليون تخص حملة الأسهم الممتازة.
 - 2- اشترى أحد المستثمرين عدداً من أسهم الشركة من السوق المالي في بداية العام بسعر /5\$ للسهم، فيما كان السعر السوقي في 12/31 هو /8\$ للسهم، وبلغ عدد الأسهم المتداولة من أسهم الشركة /20000000\$.
 - 3- عدد الأسهم الممتازة في رأسمال الشركة بتاريخ 12/13 هو /100000/ سهماً، تربح 105 وبقيمة اسمية /50\$ للسهم الواحد.
 - 4- عدد الأسهم العادية من رأسمال الشركة في بداية العام /9000000/ سهماً، وقد أصدرت الشركة /1000000/ سهم لزيادة رأس المال بتاريخ 7/1.
- والمطلوب: حساب ربحية السهم، نصيب السهم من التوزيعات، المردود الجاري، مضاعف سعر السهم، القيمة الدفترية للسهم، العائد لفترة الاحتفاظ ومعدل دوران السهم.

الحل:

$$EPS = (\text{صافي الربح بعد الضرائب} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}) / \text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}$$

$$= (500000 - 2400000) / (12/6 * 1000000 + 12/12 * 9000000) = 9500000 / 1900000 = 0.2$$

$$DPS = (\text{صافي الربح بعد الضريبة المعد للتوزيع} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}) / \text{عدد الأسهم العادية}$$

$$= (500000 - 1500000) / 1000000 = 0.1 = 10\%$$

$$\text{المردود الجاري} = (DPS / \text{القيمة السوقية للسهم}) * 100\%$$

$$= (0.1 / 8) * 100\% = 0.0125$$

$$\text{مضاعف سعر السهم} = \text{السعر السوقي} / EPS$$

$$= 8 / 0.2 = 40$$

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{صافي حقوق الملكية} / \text{عدد الأسهم}$$

$$1.5 = 10000000 / 15000000 =$$

العائد لفترة الاحتفاظ = (القيمة الإجمالية لدخل المستثمر من السهم / سعر الشراء) * 100

$$0.64 = 5 / (0.2 + 3) =$$

(حيث 3 = سعر الشراء - سعر 12/31 ، و 0.2 تمثل نصيب السهم من الأرباح المحققة).

معدل دوران السهم = عدد الأسهم المتداولة خلال العام / عدد الأسهم المسجلة في الميزانية

$$= 10000000 / 20000000 = 2 \text{ مرة} .$$

مثال 2: بفرض أن شركة عامة مساهمة قد تكونت برأسمال /\$100000000/ على النحو الآتي:

أسهم عادية 6000000 سهم بقيمة اسمية \$1 للسهم

أسهم ممتازة (8%) 400000 سهم بقيمة اسمية \$10 للسهم

وبفرض أن الشركة أعلنت عن توزيع أرباح نقدية قدرها /\$1500000/، فما هو نصيب كل من المساهمين

العاديين والمساهمين الممتازين على أساس:

أ- الأسهم الممتازة غير مجمعة، وغير مشاركة في الأرباح.

ب- الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح، ولكن غير مشاركة في الأرباح علماً أن الشركة لم تجر توزيعات

للأرباح خلال السنتين الماضيتين بقرار من الجمعية العمومية.

الحل:

أ- $4000000 * 8\% = \$320000$ نصيب الأسهم الممتازة

$1500000 - 320000 = \$1180000$ نصيب الأسهم العادية

ب- $4000000 * 8\% = \$320000$ نصيب الأسهم الممتازة في السنة

$3 * 320000 = \$960000$ نصيب الأسهم الممتازة عن السنة والسنتين الماضيتين

ويبقى للأسهم العادية : $1500000 - 960000 = \$540000$.

المبحث الثاني: سوق السندات Bond Market

الأهداف التعليمية:

1. تبين خصائص السندات.
2. فهم أسس تقسيم السندات.
3. معرفة مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات.

7-2-1 الخصائص الرئيسية للسندات

تمثل السندات صكوك مديونية؛ فهي قروض منظمة تقوم بتدبيرها المؤسسات والهيئات والشركات الكبيرة لتمويل عملياتها. ويختلف السند عن القرض بقابليته للتداول؛ إذ يمكن بيعه والتصرف به في الأسواق الثانوية. وعند المقارنة مع السهم يمكننا إيراد الخصائص التالية للسند:

- 1- السند أداة دين، يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنية؛ في حين يرتب السهم لحامله حق الملكية؛ لهذا يكون حامل السند الأولوية على حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء أكان من أرباح الشركة أم من أصولها في حال الإفلاس أو التصفية.
- 2- السند أداة ثابتة الدخل: يعدّ السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل؛ لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعاً لتغير نسبة توزيع الأرباح، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.
- 3- محدودية أجل السند. يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، بخلاف السهم الذي لا يحدد بأجل، بل يبقى قائماً مادامت الشركة المصدرة قائمة. ويعدّ أجل السند عنصراً مهماً في تحديد معدل فائدة السند (الكوبون)، وكذلك سعره السوقى.
- 4- قابلية السند للتداول. تسري بخصوص تداول السند الأحكام المطبقة نفسها بشأن تداول السهم؛ فالسند يشبه السهم في هذه الخصيصة، وتساهم خاصية التداول، في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

7-2-2 إصدار السندات

تصدر السندات بواحد من أسلوبين هما:

- 1- **الإصدار العام**. إذ يتولى مصرف استثمار أو مجموعة مصارف عملية إدارة الإصدار، مع ضمان شراء السندات التي لم يكتتب بها، ويسمى هذا النوع من الإصدارات: إصدارا عاما Public Offering.
- 2- **الإصدار الخاص**. يقتصر دور مصرف الاستثمار في هذه الحالة على الوساطة فقط، من دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب. ويتم الإصدار بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها من خلال المفاوضات، ويسمى هذا النوع من الإصدارات: إصدارا خاصا Private or Direct Placement.

7-2-3 أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة كالآتي:

- **على أساس جهة الإصدار**: تقسم السندات على هذا الأساس إلى سندات حكومية وأخرى أهلية (الشركات)، ويمكننا عبر إجراء مقارنة بسيطة بين السندات الحكومية والسندات الأهلية أو سندات الشركات، الوقوف على بعض الأمور المهمة:
- تصدر سندات الشركات بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي تصدر بها السندات الحكومية؛ لأن السندات الحكومية تعدّ من الأوراق المالية ذات الدرجة الاستثمارية المناسبة للمؤسسات المالية والمصرفية؛ نظرا لما تتمتع به من درجات عالية من الضمان لأصل المبلغ والفائدة، وذات القابلية التسويقية العالية؛ فهي بمثابة أوراق خالية المخاطرة risk-free، ويعزى سبب ذلك إلى قدرة الحكومة في تحصيل الإيرادات وإصدار سندات إضافية تستخدم لتسديد التزاماتها من الإصدارات السابقة.

?

حامل سند الشركة أكثر تعرضا من حامل السند الحكومي؛ لما يعرف بمخاطرة الائتمان Credit Risk، والمترتبة على احتمال عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية. ويقصد توفير بعض الحماية للمستثمر فيها، تصدر هذه السندات في كثير من الأحيان مضمونة، وقد يتضمن عقد إصدارها Indenture، أحيانا شرطا يسمى: شرط التعجيل Acceleration Clause، وينص هذا الشرط على أنه في حال توقف المدين عن دفع قسط الفائدة ولو لمرة واحدة حسب الجدول المحدد؛ فيستحق حينئذ دفع الدين كاملا. تصدر هذه السندات بدرجات أو رتب مختلفة حسب جودتها مثل سندات فئة (AAA) وأخرى فئة (AA).. إلخ، وذلك لتحديد درجة المخاطرة التي على المستثمر أن يتوقعها.

- تعدّ السندات الحكومية أكثر سيولة من سندات الشركات، وذلك اعتماداً على خصيصة الأمان الناجم عن تدني المخاطرة.

- تصدر السندات الحكومية غالباً مقرونة بشرط الإعفاء لفوائدها من ضريبة الدخل.

• **تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار.** إذ تأخذ شكل سندات لحامله Bearer، أو سندات اسمية أو مسجلة Nominal or Registered.

يكون السند لحامله عندما يصدر خلواً من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام، ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها. وتحصل بمجرد نزع الزبون الكوبون المرفق بالسند، وتقديمه للمصرف الذي يتولى دفع الفوائد، وعند حلول موعد الاستحقاق يكون لحامله أيضاً الحق في استلام قيمته الاسمية من المصرف مباشرة. يكون السند اسمياً أو مسجلاً متى حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة. والسندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل Fully Registered، ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته؛ لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند، وعن طريق المصرف، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلًا جزئياً Partially Registered، ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط؛ أما الفائدة، فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند، وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من المصرف مباشرة.

تقرض السندات على مصدرها عادة أن يدفع مبلغاً محدداً عند تاريخ معين، مع دفعات فائدة دورية. وتمثل القيمة الاسمية أو القيمة عند الاستحقاق، مع معدل الكوبون، أو معدل الفائدة المبالغ الواجب على مصدر السند دفعها. يبقى معدل الكوبون ثابتاً في العادة طوال عمر السند، ولا يتذبذب مع معدلات فائدة السوق. كما تعدّ معدلات الفائدة القصيرة الأجل أكثر هشاشة تجاه معدلات التضخم، والمستثمر في الأوراق طويلة الأجل يتوقع عودة المعدلات إلى المستوى الطبيعي؛ لذلك فإن المعدلات طويلة الأجل أقل تغيراً.

لقد صممت سندات محدّثة لإزالة مخاطر التضخم، لها معدلات فائدة تحسب مع مؤشر أسعار المستهلك. وتطفاً السندات عند الاستحقاق عند السعر الأعلى بين الصك المرتبط بالتضخم أو القيمة الاسمية عند الإصدار الأصلي، أيهما أكبر. وبدأت الخزانة الأمريكية في العام 1985 بإصدار سندات

بصيغة قيود دفترية تسمى: "ستريبس Separate Trading Registered Interest Principal (STRIPS) Securities"، حيث يتم الإصدار والحساب إلكترونياً. تفصل في أوراق الخزانة المجزأة دفعات الفائدة الدورية عند السداد للصك في آخر المدة. فعندما يتم تجزئة أوراق الخزانة أو سندات الثابتة القيمة أو المرتبطة بالتضخم؛ فإن مدفوعات الفائدة ومدفوعات الصك تصبح ورقة مستقلة بكوبون صفري Zero-

coupon، وكل جزء من الورقة له رقم، ومن ثم يمكن الاحتفاظ أو المتاجرة به بشكل مستقل. وكان القطاع الخاص قد خلق الأوراق المجزأة بشكل غير مباشر في مطلع الثمانينات، قبل أن تقدم الحكومة هذه الأوراق. وكانت "ميريل لينش" Merrill Lynch قد خلقت ما يسمى: التايجرز Treasury Investment Growth Fund (TIGR's, Tigers) بشكل غير مباشر في مطلع الثمانينات، حيث اشترت أوراق الخزنة، وقامت بتجزئتها لخلق أوراق سند (الصك) فقط وأوراق فائدة فقط .

إذن: فقد استبدلت السندات لحامله Bearer Form، التي كان ما أن يتم بيعها حتى يقوم مالك السند بقص الكوبون، وإرساله للشركة التي أصدرته من أجل الحصول على الفوائد بالسندات المسجلة Registered التي ليس لها كوبون، وتدفع الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند. وعلى المالك للسند التسجيل لدى الشركة المصدرة للحصول على الفائدة، وعلى الشركات إرسال تقرير إلى مصلحة الضرائب باسم الشخص الذي يحصل على دخل من الفائدة، ولا زالت المدفوعات على السندات تسمى: "كوبون دفعات الفائدة"، والفائدة هي: "فائدة الكوبون".

مثال. تتكون أوراق الخزنة بفترة استحقاق خمس سنوات من دفعة سند واحدة (الصك) عند الاستحقاق، وعشر دفعات فائدة، واحدة كل ستة أشهر لمدة خمس سنوات. وعند تجزئة هذه الورقة، فإن كل من دفعة السند الوحيدة عند الاستحقاق ودفعات الفائدة تصبح ورقة مستقلة، ومن ثم فإن ورقة الخزنة الواحدة تصبح 11 ورقة مستقلة يمكن المتاجرة بها. وتسمى الورقة المجزأة أيضا كوبون صفري Zero-coupon؛ لأن المرة الوحيدة التي يتلقى فيها المستثمر للدفعة خلال حياة الـ "ستريبس" هي حين الاستحقاق.

• **تقسيم السندات على أساس الأجل إلى:** سندات قصيرة الأجل، والسندات المتوسطة الأجل، والسندات الطويلة الأجل.

لا يتجاوز أجل السندات قصيرة الأجل العام الواحد، وتعدّ أداة تمويل قصيرة الأجل؛ فيتم تداولها في سوق النقد، من مثل سندات الخزينة، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة، وانخفاض درجة مخاطرتها؛ لذلك تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا.

وتصدر السندات طويلة الأجل بمعدلات فائدة أعلى من تلك القصيرة أو متوسطة الأجل. ويمكن أن تصدر جميع السندات طويلة الأجل في الإصدار الواحد بموعد استحقاق موحد، وبمعدل فائدة موحد. كما يمكن أن تصدر أحيانا بتواريخ استحقاق مختلفة، ولكنها متسلسلة وبمعدلات فائدة متنوعة Serial.

مثال. إن إصدارا لمدة 25 سنة يمكن أن يضم مجموعة من السندات تستحق بعد 15 سنة، ومجموعة أخرى بعد 20 سنة، ومجموعة ثالثة بعد 25 سنة، وكل مجموعة منها بمعدل فائدة مختلف يتزايد بتزايد أجل السند.

- تقسيم السندات على أساس الضمان، فتصدر إما مضمونة Secured، أو غير مضمونة Unsecured.

تكفل السندات المضمونة لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان، والذي يكون في العادة أصلاً حقيقياً، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته، أما في السندات غير المضمونة؛ فيعتمد الدائن على تعهد المصدر بالدفع فقط، والضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي: حق الأولوية في استيفاء حقه في الفوائد من أرباح الشركة، أو حقه في الدين الأصلي عند الإفلاس أو التصفية. وبناء على ما تقدم: فإن الاستثمار في السندات غير المضمونة يحمل المستثمر درجة عالية من المخاطرة تجعله يتطلع إلى تحقيق عائد أعلى مما يحققه في السندات المضمونة، وهذا يجعل معدلات الفائدة عليها أعلى نسبياً مما هي عليه في السندات المضمونة، ولكنها أقل استقراراً.

يتم التمييز بين مجموعة متنوعة من سندات الشركات بحسب نوع الضمان، وبحسب طريقة التسديد في حال توقف الشركة عن الدفع؛ فالسندات المضمونة برهن كسند الرهن العقاري مثلاً مضمونة بالعقار، وفي حال التوقف عن الدفع يمكن لحامل السند تسييل العقار. وقد يكون السند من نوع شهادة إيداع معدات Equipment Trust Certificate، مضمون بآلات ثقيلة كالمطائرات مثلاً، والمتاجرة بهذا النوع من السندات أسهل منها بالنسبة للسندات المضمونة بعقار. إن وجود الرهن يخفض المخاطرة على هذه السندات ومن ثم أسعار الفائدة أقل،. وفي حال السندات غير المضمونة، أو شهادات الدين تصدر فقط في حالة ملاءة المصدر، لا يوجد أي ضمان خاص يكفل التسديد، وفي حالة التوقف عن الدفع على حامل السند أن يلجأ إلى المحكمة، ولا يجوز اللجوء في هذه الحالة إلى الضمانات التي أعطيت لآخرين من الدائنين.

ولسندات الدين أولوية أقل من السندات المضمونة في حال فشل الشركة. وبالنتيجة فإن الفائدة على شهادات الدين أعلى منها على السندات الأخرى المضمونة. ونظراً لأن المستثمر الفرد يكون ضمن عدد كبير من المستثمرين الذين اشتروا تلك السندات، وأن مشترياته قد لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار؛ فإنه لا يستطيع عملياً متابعة استيفاء المنشأة للشروط التي تضمنها العقد؛ لذلك تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون بنكاً تجارياً، يعمل بمثابة وكيل أو حارس أو أمين يوكل إليه بتلك المهمة.

أما سندات الدين من الدرجة الثانية Subordinated Debentures؛ فهي شبيهة بالأولى، إلا أن لها أولوية أقل، ومن ثم فإن درجة مخاطرتها أكبر. وقد تكون السندات بمعدل فائدة متغير Variable-rate bonds مضمونة أو غير مضمونة، إذ يربط سعر الفائدة على هذه السندات بسعر الفائدة في أسواق أخرى، ويتم تعديله دورياً.

يأمل بنك الاستثمار المختص أن يبيع السند عند إصداره بالقيمة الاسمية المدونة عليه، وهو ما يتحقق عندما يسود الاعتقاد بين جمهور المتعاملين في السوق بأن معدل الكوبون يتناسب مع حجم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في تلك السندات. أما إذا كان الاعتقاد السائد يقضي بأن معدل الكوبون أقل من مثيله لسندات أخرى في ذات المستوى من المخاطرة، فسوف يبيع السند بخصم على قيمته الاسمية، وهو ما يعدّ بمثابة تعويض للمستثمر. وغني عن البيان أن معدل الخصم مضافاً إليه معدل الكوبون لا بد وأن يساوي في الأقل معدل الكوبون على السندات عند المستوى نفسه من المخاطر، وذلك حتى يجد السند مستثمرين راغبين في شرائه.

- **تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو للإطفاء**، فقد يتضمن عقد الإصدار ما يعرف بشرط الاستدعاء Call Provision، ويعطي هذا الشرط الحق للجهة المصدرة في استدعاء السندات المشمولة به لإطفائها بسعر محدد خلال مهلة محددة. ونميز بهذا الخصوص نوعين من السندات: غير القابلة للاستدعاء Non-Callable Bonds، والقابلة للاستدعاء Callable Bonds.

يكون لحامل السندات غير القابلة للاستدعاء الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

تصدر السندات القابلة للاستدعاء عادة بعلاوة استدعاء Call Premium يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها؛ لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق. وتختلف السندات القابلة للاستدعاء من حيث المهلة المسموح خلالها بالاستدعاء، بين سندات تكون قابلية استدعائها مطلقة Freely Callable، والسندات ذات الاستدعاء المؤجل Deferred Call. في حالة السندات التي تكون قابلية استدعائها مطلقة، يكون للجهة المصدرة حرية مطلقة في استدعاء السند في أية لحظة تريد بعد إصداره، وعلى حامل السند الالتزام بتقديم سنده للإطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة، وإذا امتنع عن ذلك يحرم فائدة السند من دون أن يرتب ذلك أية مسؤولية على الجهة المصدرة. ويمنح حامل السندات ذات الاستدعاء المؤجل مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5-10 سنوات من تاريخ إصدارها، وبمجرد انتهاء هذه المهلة تصبح حرية الشركة المصدرة مطلقة في استدعائها.

يؤدي كل من شرط الاستدعاء وطول مهلة الحماية من الاستدعاء دوراً كبيراً في تحديد معدل فائدة السند؛ فالسندات القابلة للاستدعاء بشكل عام تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك غير القابلة للاستدعاء، حتى أن معدلات الفائدة تتفاوت فيما بين السندات القابلة للاستدعاء بتفاوت مهلة الحماية، فكلما طالت مهلة حماية السند من الاستدعاء نقص معدل الفائدة، والعكس صحيح.

- **تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل.** تعدّ قابلية السند للتحويل ميزة للمستثمر، وهي بذلك عكس قابليته للاستدعاء، والتي تعدّ ميزة للمصدر، ولهذا فإن شرطاً قابلية السند للاستدعاء والتحويل يصدران في الغالب مترافقين بقصد تحقيق نوع من التوازن بين حقوق المصدر والمستثمر، ومن حيث قابلية التحويل تقسم السندات إلى النوعين الآتيين:

1- السندات غير القابلة للتحويل Non-Convertible Bonds. الأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل كما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء، وتصدر في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

2- السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds. تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية ضمن مهلة محددة بسعر محدد للسهم الواحد؛ فمثلاً إذا صدر سند بقيمة اسمية مقدارها 10000 ليرة وكان قابلاً للتحويل إلى أسهم عادية بسعر 500 ليرة للسهم الواحد خلال مدة ثلاث سنوات من تاريخ إصداره، فإن لحامل هذا السند الحق في تحويله في أية لحظة خلال المدة المسموح بها للتحويل، وهي 3 سنوات إلى 20 سهماً عادياً.

7-2-4 الاستثمار في السندات

كانت السندات تحظى باهتمام أقل من المستثمرين إلى وقت قريب. وقد نتج ذلك عن جهل المستثمرين الأفراد لأصول التعامل بها من جهة، ولعدم التشجيع من طرف سمسارة الأوراق المالية على التعامل بها من جهة أخرى، ذلك لأن العمولة على بيع السندات تقل عن تلك التي يتقاضونها كسمسرة على الأسهم. ويضاف إلى ماسبق، فترات الاحتفاظ الطويلة في السندات من قبل المستثمرين تقلل إلى حد كبير من سرعة دورانها؛ مما يخفض الفرص المتاحة أمام السمسرة لجني العمولة.

لاحقاً شهد سوق السندات انتعاشاً ملحوظاً حيث بدأت تحتل مركزاً هاماً نسبياً في المحافظ الاستثمارية. وقد زاد من انتعاش سوق السندات ظهور إصدارات ذات نوعية جيدة، وبأجلال قصيرة أو متوسطة شجعت المستثمرين على الاتجاه إليها خاصة نحو السندات القابلة للتحويل.

7-2-4-1 مزايا الاستثمار في السندات

على اعتبار أن السندات أدوات دين ذات دخل ثابت؛ فهي تصدر بشروط توفر للمستثمر بها مزايا من أهمها:

1. ثبات العائد واستمراريته لأن كوبون السند واجب الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة المصدرة على عكس ما هو الحال لتوزيعات الأسهم Dividend، والتي لا تدفع إلا إذا حققت الشركة المصدرة ربحا يكفي، وبعد توصية بذلك من مجلس إدارة الشركة تخضع لموافقة الجمعية العمومية للمساهمين.
 2. ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر، فالسند يصدر في الغالب مضمونا إما بأصل من أصول الشركة، أو بجملة أصولها. وإضافة لهذه الميزة يمتاز حامل السند من حامل السهم بحق الأولوية في استيفاء ديونه على الشركة عند تسيل أصولها سواء أكان ذلك بسبب التصفية أم الإفلاس.
 3. توفر بعض أنواع السندات (الحكومية مثلا) للمستثمر فيها ميزة الإعفاءات الضريبية. ونظرا للخصائص التي تتمتع بها السندات الحكومية، وأسباب إصدارها، تستخدم هذه السندات من قبل المستثمرين للمفاضلة بينها وبين سندات الشركات الخاضعة للضريبة. ويعد معدل الفائدة على السند الحكومي والشرية الضريبية التي يخضع لها دخل المستثمر الأساس بالمفاضلة.
- لهذا يجذب الاستثمار في السندات أنواعا محددة من المستثمرين، وهم غالبا المتحفظون الذين لا يميلون إلى المضاربة، في حين يتجه المضاربون إلى سوق الأسهم؛ حيث تتقلب أسعارها السوقية في مدى واسع يتيح لهم تحقيق أرباح رأسمالية.

7-2-4-2 مخاطر الاستثمار في السندات

• مخاطر السيولة

تفتقر السندات لخاصية السيولة، خاصة إذا كانت طويلة الأجل، أو متى كانت من فئة متدنية الجودة. وبسبب ذلك فإن حامل السند يتعرض لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد في فترات التضخم، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الاسمية التي يصدر بها وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطرة والعكس صحيح. ولتخفيض مخاطر السيولة ينصح المستثمرون في السندات أخذ حجم الإصدار؛ حجم الصفقة وفئة السند بالاعتبار.

• مخاطر تقلب أسعار الفائدة

تتحرك أسعار السندات بعكس اتجاه أسعار الفائدة، لهذا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية، خاصة في فترات التضخم. يضطر معظم حملة السندات في أوقات التضخم إلى التخلص منها مما يغرق السوق بها فتتخفض أسعارها. والأكثر تعرضا لمخاطر أسعار الفائدة هم حملة السندات طويلة الأجل، كما هو الحال بالنسبة لمخاطر القوة الشرائية.

• مخاطر استدعاء السند

تصدر سندات بعض الشركات مقرونة بشرط الاستدعاء مما يعطي الشركة المصدرة حق إطفاء سنداتها خلال فترة محددة بقيمة محددة، تسمى: القيمة الاستدائية للسند. وتكون قيمة الاستدعاء غالبا أعلى من القيمة الاسمية بعلاوة تسمى: علاوة الاستدعاء. ويكون شرط الاستدعاء ملازما في معظم الحالات للسندات القابلة للتحويل؛ لذا تستخدم الشركة المصدرة حقها في استدعاء سنداتها في الأحوال التي ترتفع فيها الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية Convertible Value، للسند أكبر من قيمته الاستدائية، مما يغري الشركة المصدرة لاستدعاء سنداتها، وذلك لقطع الطريق على حملة السندات القابلة للتحويل من تحويلها إلى أسهم عادية. ويحدث ذلك متى انخفضت أسعار الفائدة السوقية غالبا.

• مخاطر الإطفاء السنوي للسندات

يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات الحق للشركة المصدرة في أن تطفئ سنويا نسبة محددة من الإصدار، والطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة. ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد ارتفاعا في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية؛ فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضرارا كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الاحتفاظ بهذه السندات.

• مخاطر الرفع المالي

يشكل حاملو السندات فئة من دائني الشركة المصدرة؛ لذا من مصلحتهم أن تبقى نسبة الرفع المالي للشركة المصدرة في حدود معقولة تحقق توازن هيكل رأسمالها بين مصادر التمويل الخارجي (الديون) ومصادر التمويل الداخلي (حقوق المساهمين). إن تجاوز نسبة الرفع المالي لحدود النسب المعيارية المتعارف عليها في الصناعة التي تعمل فيها الشركة المصدرة يحمل مخاطر على حقوق حملة السندات، وتتمثل بظهور منافسين إضافيين لهم ينافسونهم الحق في موجودات الشركة المصدرة إذا ما تعرضت للتصفية أو الإفلاس. هذا إضافة إلى أن تجاوز نسبة الرفع المالي في الشركة المصدرة للحدود المعقولة يصاحبه انخفاض ملموس في كل من أسعار أسهمها والسندات الصادرة عنها غالبا.

• مخاطر الإفلاس

مع حقيقة أن مخاطر الإفلاس التي يتعرض لها حملة السندات تقل عن تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم بسبب شرط الأولوية، إلا أن إفلاس الشركة سيؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية لموجوداتها، وهو ما ستنعكس آثاره على حقوق المساهمين وحملة السندات معا.

الإطار رقم (7-2-4-2-1). السندات الرديئة (الخردة) Junk Bonds

يعدّ السند بدرجة تصنيف بمستوى Baa من تصنيف موديز Moody's أو أعلى، وتصنيف ستاندرد أند بورز BBB أو أعلى، ضمن درجة الاستثمار. وتعدّ السندات بتصنيف دون المستوى السابق، ضمن درجة المضاربة. ويطلق على السندات المصنفة ضمن درجة المضاربة عادة، سندات رديئة. لقد كان إصدار السندات دون درجة الاستثمار أمراً نادراً، وذلك لعدم توفر سوق ثانوية متطورة لهذا النوع. غير أنه في العام 1977، أدرك مايكل ميلكن Michael Milken، من شركة الاستثمار المسماة دريكسل برنهام لامبرت Drexel Burnham Lambert بأن الكثير من المستثمرين يرغبون في تحمل درجة أكبر من المخاطرة مقابل الحصول على تعويضات أكبر، ومن ثم كان على ميلكن أن يعالج مشكلتين كانتا وراء غياب السوق للسندات ذات التصنيف الائتماني المتدني.

1. المشكلة الأولى كانت تتمثل في معاناة المستثمرين لهذا النوع من السندات من نقص سيولتها، حيث أن متعهدي التغطية للسندات ذات التصنيف الائتماني يعملون كصانعي سوق بعد الإصدار، بينما لا يوجد صانعو سوق للسندات الرديئة، وهذا ما يضمن قيام سوق ثانوي لهذه السندات؛ مما له اعتبار كبير عند المستثمرين الذين لا يرغبون عادة الاحتفاظ بهذه السندات لحين الاستحقاق.
 2. وكانت المشكلة الثانية مع سندات الخردة هي: وجود فرصة حقيقية بأن الشركات المصدرة قد تتوقف عن السداد. ولتخفيض احتمال الخسارة؛ فإن ميلكن عمل على أن تكون شركته مصرفاً تجارياً لمصدري السندات الخردة. وكان لابد من التفاوض بخصوص ديون الشركة المصدرة مقدماً، أو تقديم أموال عند الحاجة لمنع الفشل في السداد.
- لقد خفضت مساعي ميلكن مخاطر السداد بشكل ملحوظ؛ مما أشعل الطلب على السندات الخردة. واستفادت الكثير من الشركات من السندات الرديئة لتمويل عمليات الاستيلاء؛ فعندما تزيد شركة ما ديونها بشكل كبير (عبر إصدار السندات الرديئة) لتمويل مشترياتها من أسهم شركة أخرى؛ فإن الزيادة في الرفع تجعل السندات خطرة جداً، وفي العديد من الحالات، تم بيع أجزاء من الشركة المستولى عليها لتسديد الدين الناجم عن إصدار السندات الرديئة. وقد أسفرت تجربة السندات الرديئة في السوق الأمريكي، ولسوء حظ حاملي تلك السندات، بأن ميلكن وشركته دريكسل قد ضبطا واتهما بالمتاجرة من الداخل Insider Trading، أي المتاجرة المربحة المستندة على معلومات من داخل الشركات، أو باستخدام التفويض المعطى للوصول إلى المعلومات، وهذا النوع من المتاجرة غير قانوني. وقد أفلست العديد من الشركات في السوق، كما أن دريكسل نفسها قد أفلست في 1990 بسبب ما تحمله من السندات الرديئة.
- تعافت سوق السندات الرديئة منذ ذاك الوقت، ولا زالت مصدر التمويل للشركات المتوسطة الحجم.

7-2-4-3 إصدار السندات، الأسهم الممتازة، الاتفاقية التقييدية وشروط الاستدعاء

يحاول المديرون في الشركات عادة حماية حملة الأسهم لائحة السندات، وقد لا يستخدم المديرون الأموال المتحصلة من إصدار السندات، كما يرغب حملة هذه السندات؛ لذا كان لا بد من فرض قيود على المديرين من أجل حماية حملة السندات. وتعرف هذه القيود باسم الاتفاقية التقييدية Restrictive Covenant. وتحدد القيود عادة كمية التوزيعات التي يمكن للشركة تقديمها، أو تقيد قدرة الشركة على إصدار أوراق دين زائدة، كما يمكن أن يقيّد دخول الشركة في اندماجات. ويجري تضمين هذه القيود في بيانات السند. وكلما زادت القيود على المديرين عادة قلت الفائدة على السند؛ فقد تقلع الشركات عن الإصدار إذا كانت القيود تحظر على الشركة بعض أنواع النشاط الذي تعتقده في مصلحة حملة الأسهم. وبفرض أن الشركة قررت اقتراض أموال إضافية للتوسع في طاقتها التخزينية؛ ففي حال كان الإصدار مقيداً بموانع لها علاقة بزيادة الدين؛ فقد تقلع الشركة عن السند قبل الإصدار الجديد، واللجوء إلى أخذ قرض. كما أن بعض السندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وأغلب هذه السندات هنا يجب أن تنص على إمكانية التحويل إلى عدد محدد من الأسهم. ويأتي إصدار هذا النوع من السندات لتقادي الإشارات السلبية التي قد تنجم عن إصدار الأسهم، حيث يمكن أن يسود اعتقاد في السوق بأن سعر السهم عال وسيخفض في المستقبل. ويصل السوق إلى هذا الاعتقاد بناء على أن المديرين تعنيهم مصلحة حملة الأسهم، ومن ثم لن يصدروا أسهما طالما سيجري تقييمها بأسعار أقل. ويمكن للمديرين إصدار سندات قابلة للتحويل في حال اعتقدوا أن أداء الشركة سيكون أفضل مستقبلاً، وإذا صحت توقعاتهم وارتفع سعر السهم الخاص بالشركة فإن حملة السندات سيحولون سنداتهم إلى أسهم بأسعار مرتفعة يعتقد المديرون بأنها عادلة. وبالمقابل فإن حملة السندات لديهم خيار عدم التحويل في حال أخطأ المديرون. إن خاصية التحويل محبذة لحملة السندات، والسعر العالي على هذا النوع من السندات يجعل الفائدة عليها أقل.

وتتمثل أهم مزايا التحويل في تأجيل التأثير السلبي في كل من الربحية والقيمة السوقية للسهم العادي، والذي كان يمكن أن يحدث مبكراً لو أن المنشأة أصدرت أسهما عادية منذ البداية، هذا فضلاً عن أن تكلفة الأوراق المالية القابلة للتحويل تكون أقل عادة مقارنة بأوراق مالية مماثلة، لكنها غير قابلة للتحويل، وهو ما يعني في النهاية انخفاض متوسط تكلفة الأموال. وتعد هذه الميزة ذات أهمية للمنشآت التي تتصف بانخفاض تصنيفها الائتماني في الوقت الذي يتوقع لها معدلات نمو مبشرة في المستقبل. ذلك أن من شأن حق التحويل أن يقلل مخاوف المستثمرين المحتملين إزاء انخفاض القدرة الائتمانية للمنشأة، أي ضعف قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة تلك الأوراق؛ لأنهم يدركون أن من حقهم تحويل تلك الأوراق مستقبلاً إلى أسهم عادية، وهذه الأسهم يتوقع أن تدر عائداً مرتفعاً عندما يتحقق النمو المنتظر. والنتيجة هي إمكانية إصدار تلك

الأوراق بمعدل كوبون (في حالة السندات)، أو بنسبة أرباح (في حالة الأسهم الممتازة) معقولة، وهو ما يعني تخفيضاً في تكلفة الأموال.

وغني عن القول: أنه إذا لم تكن تلك الأوراق قابلة للتحويل لما انخفضت مخاطر الوفاء واضطرت المنشأة لرفع معدل الكوبون أو نسبة الأرباح لتتناسب مع حجم تلك المخاطر. وبالنسبة للمستثمر عليه أن يدرك أن إعطائه حق الاختيار بين الإبقاء على الورقة بالصفة التي صدرت بها (سهم ممتاز أو سند) أو تحويلها إلى سهم عادي ليس بدون تكلفة، ذلك أن الأوراق المالية القابلة للتحويل عادة تباع بسعر أعلى من مثيلتها من الأوراق التي لا تعطي لحاملها هذا الحق، غير أنه يدرك أيضاً أن للحق المذكور ميزة أساسية وهي: التغطية في مواجهة المستقبل؛ فلو أن القيمة السوقية للسهم العادي قد ارتفعت إلى المستوى الذي جعل القيمة السوقية للورقة القابلة للتحويل أعلى من قيمة التحويل؛ حينئذ سوف يحقق المستثمر بعض المكاسب. أما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم العادي فان قيمة التحويل للورقة المعنية تنخفض، لكن إلى مستوى محدد لا يتعداه، ويتمثل في قيمة الورقة كسند أو سهم ممتاز غير قابل للتحويل.

مثال. لنفترض أن مستثمراً ما يمتلك سندا قابلاً للتحويل، وقيمه الاسمية 1000 دولار، ويحمل كوبون معدله 10% ويستحق بعد 20 سنة. لنفترض أيضاً أنه لم يكن للسند ميزة التحويل عندها لن يقبل المستثمرين على شرائه، إلا إذا حقق عائداً معدله وليكن 12% في الأقل! ولن يحدث ذلك إلا إذا اشترى السند المذكور بسعر أقل من قيمته الاسمية، طالما أن معدل الكوبون أقل من معدل العائد المطلوب. ويتحدد ذلك السعر بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (الفوائد السنوية والقيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق) مخصومة بمعدل 12%.

الآن: لنفترض أسوأ الظروف، وهي أن القيمة السوقية للسهم العادي بقيت عند سعر لا يشجع على التحويل؛ فهذا يعني ضمناً أن السند لم يعد قابلاً للتحويل، ويعامل معاملة السند العادي.

يترتب على عمليات التحويل زيادة في عدد الأسهم العادية؛ مما يعرض الملاك القدامى (حملة الأسهم العادية الأصلية) لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم التي يمتلكونها. غير أن الانخفاض الذي يطرأ على ربحية السهم العادي نتيجة لزيادة عدد الأسهم يعوضه ولو جزئياً زيادة في تلك الربحية نتيجة لزيادة صافي الربح المتاح لحملة تلك الأسهم، إذ لم تعد هناك فوائد أو أرباح توزع على حملة السندات أو الأسهم الممتازة التي يتم تحويلها إلى أسهم عادية. يضاف إلى ذلك أن التخلص من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، أي الأسهم الممتازة أو السندات التي تحولت إلى أسهم عادية، يترتب عليه انخفاض المخاطر المالية التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية، ومن ثم يؤدي إلى تحسين القيمة السوقية للسهم؛ مما يعوض الملاك القدامى ولو جزئياً عن الانخفاض الذي قد طرأ على تلك القيمة نتيجة لزيادة عدد الأسهم العادية. إن وجود

احتمال الارتفاع القيمة السوقية للسهم إلى مستوى يشجع المستثمرين على التحويل خلال الفترة المتوقعة، قد يفهمه المتعاملون في السوق على أنه مؤشر على انخفاض مستوى أداء المنشأة عما كان متوقعا، الأمر الذي قد يترك أثرا غير مرغوب فيه في قدرتها على تدبير موارد مالية مستقبلا.

تكون الأوراق المالية القابلة للتحويل عادة، قابلة للاستدعاء، وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية. ولايجري استخدام شرط الاستدعاء طبعاً، إلا عندما تكون قيمة التحويل أعلى من قيمة الاستدعاء. ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل أي مضروبة في عدد الأسهم العادية مقابل كل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل. وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل، إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الاسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل. ومن المتوقع أن تكون القيمة السوقية للورقة المالية القابلة للتحويل أعلى من قيمة التحويل وقت الإصدار، وإلا قام مشتري تلك الورقة بتحويلها إلى أسهم عادية بمجرد شرائها من بنك الاستثمار المختص، ويمثل الفرق علاوة التحويل. وبالطبع لا يتوقف تحويل السندات إلى أسهم إلا إذا كانت قيمة التحويل أعلى من القيمة السوقية للأوراق القابلة للتحويل.

مثال. لنفترض أن القيمة الاسمية للسند القابل للتحويل تساوي 1000 ليرة سورية وأنه يمكن تحويله إلى 5 أسهم، إذا فمعدل التحويل 5 أسهم للسند. وإذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي للمنشأة المعنية 210 ليرة، أصبحت لاحقاً 190 ليرة، احسب قيمة التحويل السابقة واللاحقة؟

الآن: لو أن السند يباع عند إصداره بقيمته الاسمية التي تبلغ 1000 ليرة، وأن القيمة السوقية للسهم العادي وقت إصدار تلك السندات 180 ليرة، احسب قيمة وعلاوة التحويل؟

- سعر التحويل فيبلغ 200 ليرة (1000 / 5 أسهم).
- قيمة التحويل السابقة تساوي 1050 ليرة (5 × 210 أسهم) لكل سند.
- قيمة التحويل اللاحقة للسند 950 ليرة.
- التحويل 900 ليرة، وعلاوة التحويل 100 ليرة، أو 11.1% من قيمة التحويل.

وتتضمن أغلب بيانات سندات الشركات شروط الاستدعاء، وعلى اعتبار أن شروط الاستدعاء تضع حدوداً على الكميات التي يمكن لحملة السندات كسبها من ارتفاع أسعار السندات، فإن المستثمرين لا يحبون شروط الاستدعاء. وقد تستدعي الشركة السند إذا أرادت تغيير هيكل رأسمالها. فالشركة الناضجة التي لديها تدفقات نقدية زائدة قد ترغب في تخفيض عبء دينها في حال توافرت فرص استثمارية. وعلى اعتبار أن المستثمرين لا يحبون شروط الاستدعاء؛ فإن السندات القابلة للاستدعاء يجب أن يكون مردودها أعلى من مثيلاتها غير القابلة للاستدعاء. كما أن تخصيص حصة من إصدار السندات كل سنة، بما يمكّن مصدري

السندات من إعادة شراء السندات، وتضمن ذلك القيد في بيانات السند يجذب حملة السندات؛ لأنه يقلل من إمكانية التوقف عن السداد عند الاستحقاق، ومن ثم يمكّن الشركة المصدرة من تخفيض الفوائد.

حساب عائد السند.

العائد الجاري. وهو مدفوعات الكوبون السنوية (الفائدة) إلى السعر الجاري للسند

$$i_e = C/P$$

حيث العائد الجاري i_e و C تمثل مدفوعات الفائدة السنوية، و P هي سعر السند الجاري.

مثال. ما هو العائد الجاري لسند قيمته \$1000 وفائدته 10.95%؟ السعر الجاري للسند هو \$921.01

$$\text{الدفعات السنوية} = 1000 \times 0.1095 = \$109.50$$

$$\text{سعر السند} = \$921.01$$

$$\text{العائد الجاري} = 0.1189 = 921.01 \div 109.50 = 11.89\%$$

العائد على أساس مخصوم.

قبل استخدام الحاسبات والحواسيب، وجد المتعاملون بسندات الخزنة أنه من الصعب حساب الفائدة على فترة الاستحقاق، وبدلاً من ذلك قاموا بتسعير الفائدة على الأذونات كعائد مخصوم أو عائد الخصم. ولا زال المتعاملون يقومون بالشيء نفسه اليوم. ويحدد العائد المخصوم كالآتي:

$$i_{db} = \frac{F - P}{F} \times \frac{360}{\text{days to maturity}}$$

مثال. ما هو عائد الخصم (العائد على أساس مخصوم) لسند فترة استحقاقه سنة واحدة تم شراؤه بـ \$875

وقيمته الاسمية \$1000؟

$$\text{عائد الخصم} = 1000 - 875 / 1000 \times 365 / 360 = 12.33\%$$

إيجاد سعر سند بمدفوعات نصف سنوية.

تعطي معظم السندات فائدة نصف سنوية، ولحساب التدفقات على أساس نصف سنوي، نقسم على 2.

وبشكل مشابه لإيجاد سعر الفائدة الفعلي خلال نصف سنة؛ يجب قسمة سعر الفائدة السوقي على 2.

$$P_{semi} = \frac{C/2}{1+i} + \frac{C/2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C/2}{(1+i)^{2n}} + \frac{F}{(1+i)^{2n}}$$

مثال. احسب سعر سند الشركة (CRS) المدرج في الصحافة المالية، إذا كانت فائدة الكوبون 10% والقيمة

الاسمية للسند \$1000 (حين الاستحقاق)، ويستحق خلال سنتين. لنفرض أن دفعات الفائدة مركبة نصف

سنوية وأسعار السوق 12%.

$$P = \frac{100/2}{(1+0.06)} + \frac{100/2}{(1+0.06)^2} + \frac{100/2}{(1+0.06)^3} + \frac{100/2}{(1+0.06)^4} + \frac{1000}{(1+0.06)^4} = \$965.55$$

7-2-5 تصنيف السندات Bonds Rating

- يقصد بترتيب السندات، تصنيفها في فئات وفقا لجودتها كأداة استثمارية. يقوم مثل هذا التصنيف، بدور مهم في تنشيط سوق السندات، وذلك لأهميته في تقييم مخاطرها، وانعكاسات تلك المخاطر على تقلب أسعارها في الأسواق المالية. تتوقف سيولة السند وسعر فائدته إلى حد كبير على الفئة التي يصنف فيها. تقوم منظمات أو وكالات متخصصة بعملية التصنيف عادة، وعلى درجة عالية من الخبرة، أهمها الآتية:
1. Moody's Investor Service، وهي تصنف السندات في 9 رتب تبدأ بفئة (Ba)، وتنتهي بفئة C.
 2. Standard and Poor's Corporation، وتصنف السندات هي الأخرى في 9 رتب تبدأ بفئة (AAA)، وتنتهي بفئة (DDD-D).
 3. Fitch Investors Corporation، وتصنف السندات في 10 رتب تبدأ بفئة (AAA)، وتنتهي بفئة (DDD-DD).

الجدول رقم (7-2-5-1). التصنيف الائتماني

متوسط سعر الفائدة (%)	الوصف	Moody's	Standard and Poor's
6.00	أفضل نوعية وأعلى تصنيف	Aaa	AAA
6.35	نوعية عالية	Aa	AA
6.49	قدرة كبيرة على دفع الفوائد وقيمة الصك	A	A
6.72	درجة متوسطة	Baa	BBB
	قدرة ضعيفة على دفع الفوائد وقيمة الصك	Ba	BB
	يوجد ملامح لعدم الملاءة	B	B
	ضعيف	Caa	CCC
	غالبا توقف عن السداد	Ca	CC
	أمل ضعيف جدا بالسداد.	C	C
	محفوظ لسندات الدخل التي لم يدفع عنها فائدة		CI
	توقف عن السداد		D
	لم يطلب أي تصنيف عام.		NR
	يمكن للتصنيفات من AA إلى CCC أن تعدل بإضافة إشارات الزيادة والنقصان لبيان الموقف ضمن الدرجة نفسها		(+) أو (-)

7-2-5-1 مؤشرات التصنيف

لا توجد معايير متعارف عليها لتصنيف السندات، إلا أن المتفق عليه أن العناصر التي لها دور أساسي في هذا التصنيف، هي العائد والمخاطرة والقابلية للتسويق أو السيولة. وجرت العادة أن يسترشد بمجموعة من المؤشرات في تصنيف سندات الشركات، لعل أهمها الآتية:

(1) نوعية الإدارة Management Quality

ويدخل في هذا الإطار تعريف أهداف الإدارة، وتقييم خططها لتحقيق هذه الأهداف، ثم مدى نجاح سياستها المالية والتشغيلية، وكذلك مدى فعاليتها خططها المستقبلية.

(2) مستوى ربحية الشركة ومدى ثباتها Level and Stability of Earning

لكي تستطيع الشركة المصدرة خدمة السندات الصادرة عنها، وتوفير الأموال المطلوبة لسدادها؛ يجب أن تحقق أرباحاً كافية ومستمرة تضمن تحقيق هذا الهدف. إن ثبات أو استمرارية ربحية الشركة، أكثر أهمية من كمية الربح؛ فشركة ذات ربحية متوسطة لكنها تتسم بالاستمرارية أفضل من شركة حققت ربحية مرتفعة لكنها تتسم بالتقلب. ومن العوامل الأخرى التي تؤخذ بالحسبان ضمن هذا الإطار أي عامل الربحية، ما يأتي:

طبيعة نشاط الشركة	مركزها الشركة التنافسي في الصناعة التي تعمل بها	عمر وحجم الشركة
نوع منتجات الشركة	الأداء السابق للشركة	الأداء المتوقع للشركة في المستقبل

(3) الموارد المالية للشركة Financial Resources

يتم تقييم السيولة الحالية للشركة وكذلك قدرتها في الحصول على موارد مالية إضافية من مصادر تمويل خارجية، كما يتم تقييم المركز النقدي للشركة بتحليل التدفق النقدي المتوقع على مدار سنوات عدة تالية، ويتم أيضاً تقييم ملاءة الشركة Solvency، من خلال تحليل هيكل رأسمالها، ونسبة الرفع.

(4) مدى الحماية المتوافرة لأصول الشركة Assets Protection

يتم تقييم مدى هامش الأمان المتوافر لأصول الشركة باستخدام بعض المؤشرات مثل نسبة الديون طويلة الأجل / الأصول الثابتة، كما يتم التحقق من وجود هذه الأصول، ومن سلامة طرق تقييمها أيضاً، كما يتم التعرف على قيمها السوقية.

(5) شروط الإصدار Indenture Provisions

يشمل عقد إصدار السند في العادة كثيراً من الشروط مثل الضمانات الموفرة للسند أو قابلية السند للتحويل، أو قابليته للاستدعاء أو للإطفاء، وشروط كهذه تؤثر بالطبع في رتبة السند، والجدير ذكره أن الوكالات المتخصصة بالتصنيف تقوم بإعادة النظر بتصنيفاتها دورياً على ضوء المعلومات المتوافرة عن الشركات المصدرة للسندات.

المبحث الثالث

تحليل السندات والأسهم

Bonds and Stocks Analysis

الأهداف التعليمية:

1. فهم مستويات تحليل السندات.
2. التعرف على المؤشرات المستخدمة في تحليل السندات.
3. التعرف على المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم.

7-3-1 تحليل السندات

Bonds Analysis

يتم تحليل الأسهم والسندات ضمن مستويين وهما: التحليل الأساسي، والتحليل الفني. ويستند هذا التحليل إلى فرضية أن أسعار الأوراق المالية تعكس صورة النشاط الاقتصادي على المستويات: الكلية، والقطاعية، والجزئية، وبناء عليه يتم تجزئة التحليل الأساسي إلى **تحليل كلي** يرتبط بالدورة الاقتصادية عادة، ويتطلب أخذ المؤشرات الأساسية للاقتصاد الكلي بالإعتبار، من مثل هيكل أسعار الفائدة، ومعدلات التضخم، والسياسات النقدية، والنااتج المحلي، و**تحليل الصناعة** التي تنتمي إليها الشركة، حيث يتم التركيز على الظروف المحيطة بالصناعة التي تعمل فيها الشركة المصدرة للسهم أو السند: كمؤشرات أداء الصناعة، وظروف المنافسة، والمخاطر المرتبطة بالقوى العاملة والمواد الأولية، وطبيعة القوانين واللوائح ذات الصلة بهذه الصناعة، وغيرها. ويركز **التحليل على مستوى الشركة** على ظروف الشركة ذاتها ومستواها، فيشمل عناصر مثل: نوعية المنتج، ونوعية الإدارة ومخاطرها، والكفاءة الإنتاجية، والأداء المالي ومؤشراته التاريخية...إلخ.

يركز التحليل الفني على ظروف السوق المالي، ومؤشراته، ومستوى كفاءته، ويعدّ مكملًا للتحليل الأساسي. ويتوقف نجاح المحلل المالي في إيجاد المؤشرات الملائمة لهذا النوع من التحليل على مستوى كفاءة أو فاعلية السوق المالي من جهة، وعلى نوعية ومصداقية المعلومات التي يوفرها السوق للمتعاملين فيه من مثل: مؤشرات التداول والأسعار من جهة أخرى.

نتناول كلاً من التحليل الأساسي والتحليل الفني بالتفصيل، وذلك في القسم الرابع من هذا الكتاب في الفصلين الحادي عشر والثاني عشر. ونكتفي هنا باستعراض جملة من المؤشرات يمكن الاستفادة منها في تحليل السندات والأسهم.

7-3-2 المؤشرات المستخدمة في تحليل السندات

يأتي ضمن أهم المؤشرات: فائدة كوبون السند Bond Coupon، ومردود السند Bond Yield.

ويمكن قياس مردود السند، بطرائق عدة منها:

أ. المردود الاسمي (Nominal Yield (NY) = معدل الكوبون السنوي للسند / القيمة الاسمية للسند،

ويلاحظ بأن المردود الاسمي للسند مرادف لسعر فائدة السند.

ب. المردود الجاري (Current Yield (CY) = معدل الكوبون السنوي للسند / السعر السوقي للسند.

ج. عائد الاحتفاظ بالسند (Holding Period Return (HPR) = القيمة الإجمالية للدخل من جميع

المصادر / سعر شراء السند.

المردود المتوقع للسند (Promised Yield (PY، ويحسب بأسلوبين:

الأول- يقوم على افتراض أن المستثمر سيحتفظ بالسند لحين الاستحقاق، وتحدد قيمة المردود المتوقع

بموجب هذا الأسلوب على أساس تقريبي وفقاً لما يلي:

$$Y = C + P - V/n / P + V/t$$

حيث: (Y) المردود المتوقع للسند، (C) كوبون السند، (P) القيمة المستردة للسند / القيمة الاستهلاكية، (V)

سعر شراء السند، (n) أجل السند، (t = 1,2,3,...n) السنوات.

الثاني- يقوم على افتراض أن المستثمر سيحتفظ بالسند لحين الاستحقاق، مع افتراض أن الكوبون السنوي

المحصّل من السند، سيعاد استثماره بعائد متوقع يعادل تماماً المردود المتوقع للسند، ووفقاً لهذا الأسلوب

يحدد المردود المتوقع (PY) بطريقة التجربة والخطأ والتي تقوم على ما يعرف بمفهوم العائد الداخلي على

الاستثمار (IRR) وذلك وفق ما يأتي:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{C_1}{(1+Y)^1} + \frac{C_2}{(1+Y)^2} + \dots + \frac{C_n+P}{(1+Y)^n}$$

وتمثل مدلول المعادلة السابقة في أن السعر الجاري للسند (V) سيتحدد على أساس القيمة الحالية لجملة

التدفقات النقدية التي سيحصل عليها المستثمر، مخصومة بمعدل خصم، يعادل المردود المتوقع (Y). وتتمثل

هذه التدفقات النقدية بجملة كوبونات السند، التي يحصل عليها المستثمر سنوياً، إضافة للدفعة الأخيرة التي

يحصل عليها المستثمر في نهاية السنة الأخيرة، والتي تتمثل في الكوبون الأخير مع القيمة المستردة للسند،

وهي هنا القيمة الاسمية. يطلق على هذا المؤشر أحياناً، المردود لحين الاستحقاق Yield to Maturity.

المردود لحين الاستحقاق YTM ، ويسمى أحيانا: "المردود الفعلي"، وهو العائد الحقيقي المنتظر الحصول عليه من دخل الفائدة زائد الأرباح الرأسمالية (أو الخسائر)، مع افتراض أن السند محمول (محتفظ به) لحين الاستحقاق. ويضم المردود معدل الفائدة المقرر على السند، وأي خصم أو علاوة، يمكن أن تتولد عند شرائه.

$$\text{Approximate YTM} = \frac{I + (M - P_0)/n}{(M + P_0)/2}$$

وإحدى الطرائق التقريبية لحسابه هي الآتية:

مثال: إذا كانت القيمة الاسمية للسند \$1000، ومعدل الكوبون 10% والسند يستحق بعد 7 سنوات، القيمة السوقية للسند \$1120.

$$\frac{100 + (1000 - 1120)/7}{(1000 + 1120)/2} = 7.8\%$$

المردود التقريبي:

7-3-2-1 المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند

Bond Duration(BD)

يعدّ هذا المؤشر من أكثر المؤشرات استخداما في مجال تحليل السندات، خصوصا في مجال إدارة محافظ السندات الدولية، فهو يعدّ أداة مناسبة لتحديد السعر السوقي المناسب لشراء السند، خاصة عندما يقترن استخدامه بمؤشر آخر هو معامل تحذب المنحنى Convexity، الممثل للعلاقة القائمة بين السعر السوقي للسند من جهة، والمردود المطلوب منه Required Yield من جهة أخرى، والذي يعبر عن خاصية تقلب السعر السوقي للسند بتقلب المردود المتوقع منه. وباستخدام هذين المؤشرين معا يمكن قياس حساسية السعر السوقي للسند لتقلب مردود السند، وذلك عن طريق قياس نسبة التغير الذي يحدث في السعر السوقي للسند الناتجة عن تغير يحدث في المردود المطلوب تحقيقه من السند. وبالإضافة لكونه أداة مناسبة في تحديد السعر السوقي المناسب لشراء سندات المحفظة، يستخدم مؤشر الاحتفاظ أيضا كأداة جيدة لتخفيض مخاطر المحفظة وذلك عن طريق إكساب المحفظة خاصية المناعة Immunization ضد المخاطر التي لا يمكن تخفيضها باستخدام خاصية التنوع Diversification؛ فتنوع أصول المحفظة يحميها من مخاطر معينة كمخاطر السيولة، مخاطر التضخم، مخاطر تقلب أسعار الصرف، مخاطر العجز عن السداد... الخ. لكنها أيضا لا تحميها من نوعين رئيسيين من مخاطر السندات وهما: مخاطر انخفاض السعر السوقي، ومخاطر إعادة الاستثمار المرتبطة بتقلب أسعار الفائدة. وهكذا يجد مدير المحفظة في خاصية توفير المناعة، أداة مناسبة لتحسين محفظته ضد النوعين السابقين من المخاطر.

يمكن مما سبق، تعريف متوسط طول فترة الاحتفاظ بالسند "D"، بأنه المتوسط المرجح لطول الفترة الزمنية التي تتحقق خلالها التدفقات النقدية المتوقعة من السند.¹ يتميز هذا المؤشر في أنه يولي أهمية

¹. مفلح هزاع وكنجو كنجو، مرجع سبق ذكره، ص-257.

خاصة لعنصر توقيت جميع التدفقات النقدية المتوقعة للسند على مدار عمره؛ مما يجعله الأكثر كفاءة لقياس مدى حساسية القيمة السوقية لمحافظ السندات، للتغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة؛ فيصبح بذلك أداة مناسبة لإدارة مخاطر الاستثمار في محافظ السندات؛ فعندما نقول إن المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بسندات المحفظة يساوي (2)؛ فهذا يعني أن تغيرا بالزيادة أو النقصان قدره 1% في معدل سعر الفائدة سينعكس على القيمة السوقية لأصول تلك المحفظة بمعدل قدره 2%، وفي اتجاه معاكس لاتجاه تغير سعر الفائدة، وذلك على أساس أن الأسعار السوقية للسندات تتقلب عادة في اتجاه معاكس لتقلب أسعار الفائدة. وهكذا يمكن الاستفادة من هذه الخاصية في إدارة محافظ السندات. فإذا ماتوقع مدير المحفظة هبوطا محتملا في أسعار الفائدة؛ فإن عليه أن يعيد بناء محفظته بقصد تخفيض "D" المحفظة، وذلك إما بتخفيض الوزن النسبي للسندات طويلة الأجل في المحفظة لصالح السندات قصيرة الأجل أو بإحلال سندات ذات كوبون مرتفع محل سندات ذات كوبون منخفض، أو بالاثنتين معا. ويقوم المدير بعكس ما سبق في حال توقع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة، عندها عليه بناء محفظته بطريقة ترفع "D".

يوفرها هذا المؤشر مزايا عديدة في إدارة محافظ السندات؛ إلا أن له محددات رئيسية هي:

- 1) لا يتعامل هذا المؤشر إلا مع المخاطر المتعلقة بتقلب أسعار الفائدة فقط، في حين يغفل المخاطر الأخرى من مثل: المخاطر الناتجة عن تغير توقيت التدفقات النقدية المتوقعة من السند، أو تلك المتعلقة بمشاكل مالية للشركة المصدرة، والتي تنعكس على تقييم السوق لرتبة السند، أو بسبب وجود شروط في عقد إصدار السند مثل قابلية السند للاستدعاء.
- 2) يقوم استخدام متوسط طول فترة الاحتفاظ بالسند في تقييم مخاطر الاستثمار في السندات في الواقع العملي، بالتركيز فقط على مدى حساسية تقلب السعر السوقي للسند، بسبب تقلب سعر الفائدة، في حين أن الكثيرين من مستخدميهم يهتمون عاملا آخر لا بد من أخذه بالحسبان لإكمال الصورة بالنسبة للمخاطر، وهو مدى التقلب في مردود السند لحين الاستحقاق Yield to Maturity. حيث أنه وفقا لمؤشر متوسط طول فترة الاحتفاظ بالسند، تكون السندات ذات فترة الاحتفاظ الأطول أكثر مخاطرة من تلك الأقصر، وذلك لأن الأسعار السوقية للأولى تكون أكثر تقلبا من الأسعار السوقية للثانية، وفقا لتقلب أسعار الفائدة. بينما ينتفي ذلك فيما لو تم الاسترشاد بالمردود لحين الاستحقاق، حيث تكون السندات ذات فترة الاحتفاظ الأقصر، أكثر مخاطرة من تلك الأطول، لأن المردود لحين الاستحقاق بالنسبة للأولى يكون أكثر تقلبا منه بالنسبة للثانية، وفقا لتقلب أسعار الفائدة، وعليه يتطلب الأمر أخذ المؤشرين معا.

- 3) إذا كان من السهل نسبياً قياس متوسط طول فترة الاحتفاظ بالسند، فإنه من الصعب جداً قياس هذا المتوسط لأدوات الاستثمار الأخرى كالأسهم العادية مثلاً. وعليه إذا كان هذا المؤشر ذا نفع كبير للمستثمرين في السندات، فإنه محدود الفائدة جداً للمستثمرين في الأدوات الأخرى. يتأثر مؤشر فترة الاحتفاظ بمجموعة من العوامل، نذكر منها الآتية:
- أ. **أجل السند Maturity**. تعني العلاقة الطردية، بين متوسط طول فترة الاحتفاظ وأجل السند، مع ثبات العوامل الأخرى؛ بأن "D"، الخاص بسند معين، يزيد كلما طال أجل السند، والعكس صحيح.
- ب. **كوبون السند**. ينخفض "D" الخاص بسند معين، مع ثبات العوامل الأخرى كلما ارتفع كوبون السند والعكس صحيح، حيث العلاقة بينهما عكسية.
- **المردود المطلوب أو المتوقع على السند**. ينخفض "D" الخاص بسند معين، مع ثبات العوامل الأخرى كلما ارتفع مردود السند والعكس صحيح، حيث العلاقة بينهما عكسية.

7-3-2-2 قياس المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند

يقاس هذا المؤشر بطرائق عدة، أكثرها شيوعاً الآتية:

- طريقة ماكولي Macaulay's Method

- طريقة فيشر Fisher's Method

طريقة ماكولي

تقوم على استخدام النموذج الآتي:

$$D = 1. C_1 / (1+Y)^1 / V + 2. C_2 / (1+Y)^2 / V + \dots + n(C_n + P_n) / (1+Y)^n / V$$

حيث أن: (V) القيمة السوقية للسند (السعر السوقي!)، C كوبون السند، (P) القيمة الاسمية للسند، وهي هنا القيمة المستردة بتاريخ الاستحقاق، (Y) المردود الداخلي للسند، أو المردود لحين الاستحقاق.

طريقة فيشر

يتمثل الفرق الرئيس بين نموذج ماكولي ونموذج فيشر، في أن نموذج ماكولي يقوم على أساس عدم تغير معدلات الفائدة في المستقبل، في حين يرفض نموذج فيشر ذلك، ويتوقع تغير أسعار الفائدة:

$$D = 1. C / (1+r_1) / V + 2. C / (1+r_1)(1+r_2) / V + 3(C_n + P_n) / (1+r_1)(1+r_2)(1+r_3) / V$$

7-3-2-3 تحديد السعر السوقي للسند

باستخدام المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ

يمكن كما ذكرنا سابقاً، الاستفادة من مؤشر المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند، إلى جانب معامل تحذب منحنى السعر مع المردود، أي حساسية السعر السوقي للسند مع المردود المتوقع منه، في تحديد السعر المناسب لشراء السند وفقاً لمعدلات متغيرة من المردود المتوقع. يتم ذلك، من خلال استخدام المشتق الآتي:

$$Dp / p = - D(dr) + Conv.(dr)^2$$

حيث: dp / P ، نسبة التغير الحاصل في السعر السوقي للسند، D المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند، $Conv.$ معامل تحذب منحنى السعر مع المردود (حساسية السعر مع المردود)، dr نسبة التغير الحاصل في المردود المطلوب أو المتوقع.

7-3-2-4 معدلات الفائدة والمردود من السندات

تعدّ معدلات الفائدة على أدوات الاستثمار الخالية المخاطر R_f أساساً لتحديد العائد المتوقع من مختلف الأدوات الاستثمارية. وتدل الدراسات، بشكل عام، على أن أسعار الفائدة ترتفع خلال فترات الانتعاش؛ فتؤدي إلى انخفاض أسعار السندات، كما تتجه أسعار السندات إلى الارتفاع خلال فترات الركود؛ لأن أسعار الفائدة تتجه خلالها إلى الانخفاض.

تمثل حركة أسعار الأسهم مؤشراً هاماً يساعد في التنبؤ بالدورة الاقتصادية، على اعتبار أنها تتحرك فتصل أعلى مستوى لها قبيل وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش، وأدنى مستوى لها قبيل وصول النشاط الاقتصادي إلى قاع الركود.

وتتحرك أسعار الأسهم، غالباً، عكس حركة أسعار السندات، لذلك يعدّ المحللون الماليون حركة معدلات الفائدة والعائد على السندات مؤشرات أولية للتنبؤ بحالة الركود، حيث تستمر أسعار الفائدة ومعدلات العائد على السندات في الارتفاع ولفترة تمتد أشهراً عدة بعد وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش، أو حتى بعد الدخول في مرحلة الركود. وتكون معدلات الفائدة طويلة الأجل عادة، أعلى من معدلات الفائدة قصيرة الأجل، إلا في ظروف الركود الاقتصادي حيث تسود التوقعات بانخفاضها مستقبلاً؛ فتصبح معدلات الفائدة قصيرة الأجل أعلى من طويلة الأجل.

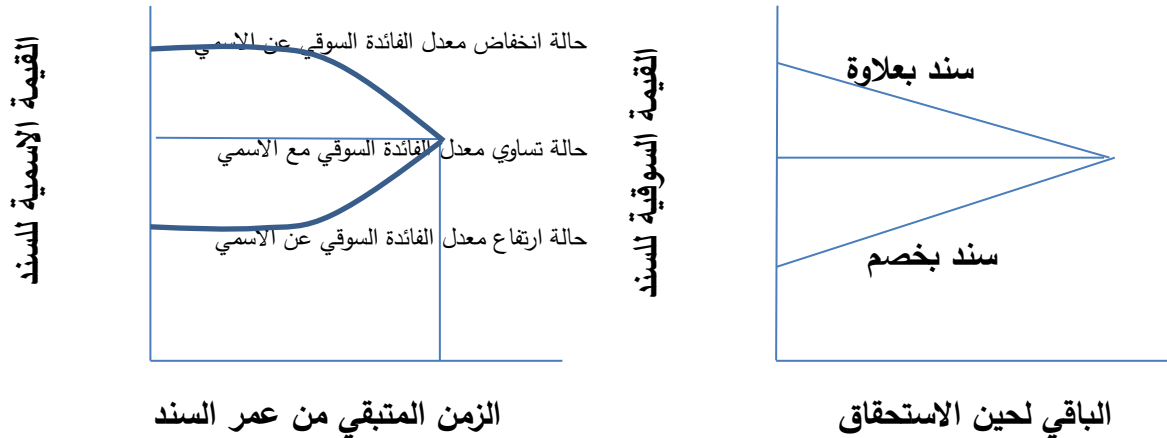
- مخاطر مرتبطة بسعر الفائدة المرتبطة بسعر السند، وهذه المخاطر تؤدي إلى تذبذب الفائدة؛ مما يترك تأثيره في المتحصل من السند

- مخاطر إعادة الاستثمار: أي سعر الفائدة المتعلق بإعادة الاستثمار وهي تؤثر في تذبذب الفائدة، وتؤدي لحالة من عدم التأكد بخصوص عوائد إعادة الاستثمار يحصل التغير نفسه في سعر الفائدة الجاري، وهذا يترك تأثيراً كبيراً في السند خلال الفترة المتبقية من عمر السند الطويل، وتأثير أقل في المتبقي من عمر السند القصير الأجل.

7-3-2-5 تقييم السندات والقيمة العادلة

تتكون القيمة العادلة، وفقاً لنموذج تقييم السندات، من جزئين:

- (1) يمثل القيمة الحالية لدفعة حالية مبلغها الدوري هو: فائدة دورية واحدة يجري خصمها بمعدل فائدة جارٍ في السوق لفترة ما تبقى من عمر السند.
 - (2) يمثل القيمة الحالية لمبلغ مستقبلي واحد مساو للقيمة الاسمية للسند في نهاية الفترة، حيث يحصل حامل السند على القيمة الاسمية مضمومة بمعدل الفائدة الجاري في السوق لما تبقى من عمر السند.
- ويمكننا بهذا الصدد أن نورد الملاحظات الآتية:
- نلاحظ في الحالة التي يكون معدل الفائدة السوقي أقل من الاسمي أي القيمة العادلة للسند مرتفعة على القيمة الاسمية، إلا أن هذه العلاوة تأخذ بالتناقص مع الاقتراب من تاريخ الاستحقاق والسبب في ارتفاع القيمة السوقية بالتدريج أن السند يصبح جذاباً للمستثمرين، ويزداد الطلب عليه مما يؤدي لارتفاع سعره محفزاً المستثمر على بيعه ويعرف هذا بتوازن السوق.
 - يحصل العكس عندما يكون معدل الفائدة الجاري أعلى من الاسمي، أي السند يباع بخسم. يتناقص الخصم تدريجياً مع الاقتراب من تاريخ الاستحقاق، ويعود ذلك لعدم جاذبية السند للمستثمر، أي يزداد العرض من السند ويقل الطلب عليه؛ مما يؤدي إلى انخفاض سعره إلى الحد الذي يحفز المستثمر الجديد؛ مما يؤدي إلى توازن السوق.



7-3-3 المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم

سنأتي بالتفصيل على تسعير الأسهم وتقييمها كما نوهنا سابقاً، وذلك في الفصل الحادي عشر، من ثم نتناول هنا بعض المؤشرات المهمة الشائعة الاستخدام عند تحليل الأسهم، ونذكر منها الآتية:

عائد السهم العادي (EPS) Earnings Per Share = صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة / المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية. يستخدم هذا المؤشر أساساً لتقييم ربحية السهم.

حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS) Dividends Per Share = التوزيعات المعلن عنها - توزيعات الأسهم الممتازة / عدد الأسهم العادية المسجلة في سجلات الشركة بتاريخ الميزانية.

مردود السهم العادي (YPS) Yield Per Share = حصة السهم العادي من التوزيعات / السعر السوقي للسهم. ويعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم أو بيعه، والانتقال إلى فرص استثمارية أخرى.

مضاعف سعر السهم العادي (PER) Price Earnings Ratio = السعر السوقي للسهم / عائد السهم العادي.

يلاقي هذا المؤشر اهتماماً كبيراً من محلي السوق المالي؛ فهو يستخدم لتقييم مدى التضخم أو الانكماش الحاصل في الأسعار السوقية للسهم، ومن ثم فهو يفيد في التنبؤ بحركة الأسعار، ومن المعروف أنه كلما ابتعد مضاعف سعر سهم معين بالزيادة عن النسبة المعيارية للسوق، كان ذلك دليلاً على احتمال هبوط حاد في سعر السهم والعكس صحيح.

يمكننا تحديد مضاعف سعر السهم العادي أو النسبة السابقة، باستخدام حصة السهم العادي من التوزيعات بدلاً من السعر السوقي للسهم على الشكل الآتي:

مضاعف سعر السهم العادي = السعر السوقي للسهم / حصة السهم العادي من التوزيعات.

12

الفصل الثاني عشر

التحليل الفني

Technical Analysis

المبحث الأول: أنماط التحليل الفني الأساسية (الافتراضات والخرائط والمفاهيم)

المبحث الثاني: أنماط التحليل الفني الأساسية (المؤشرات)

المبحث الثالث: التحليل الفني والأساسي وفرضية كفاءة السوق

المبحث الأول

أساسيات التحليل الفني

الأهداف التعليمية:

1. معرفة أنماط التحليل الفني الأساسية.

2. فهم أنواع الخرائط.

3. إدراك المفاهيم الأساسية.

يمثل التحليل الفني نظام متاجرة، يستخدم لتقييم الاستثمارات وتحديد فرص التداول، من خلال تحليل الإحصاءات المجمعة عن اتجاهات نشاط التداول، من مثل حركة السعر والحجم. أو كما عرّفه جون مرفي Murphy، هو "دراسة حركة السوق، من الرسوم البيانية، بغرض التنبؤ باتجاه الاسعار مستقبلاً". يمكن استخدام التحليل الفني على أية ورقة يتوفر عنها بيانات تداول تاريخية. ويشمل ذلك الأسهم والعقود المستقبلية، والسلع، والدخل الثابت، والعملات، والأوراق المالية الأخرى. يعتمد التنبؤ بتطور أسعار الأسهم، على استقراء البيانات المالية المتوافرة عن هذه الأسعار، واستخلاص بعض الاتجاهات من ورائها، إذ تعطي قراءة البيانات المالية، صورة عما سيكون عليه الوضع مستقبلاً، هذا هو أساس التحليل الفني. وهكذا فإن أسلوب التحليل الفني للتنبؤ بتطور أسعار الأوراق المالية، يقف على نقيض الأسلوب الآخر للتحليل، أي التحليل الأساسي الذي تناولناه في الفصل السابق. يحاول المحللون الأساسيون، تحديد القيمة الجوهرية للأوراق المالية، أما الأسعار التي تظهر في السوق، فهي لا تعدو أن تكون، انعكاساً لما يحدث في هذه العوامل الأساسية، في ظروف العرض والطلب. وأن أية دراسة عن المستقبل لا بد لها من البحث في هذه العوامل، لأنها المحدد الأساسي لتطور الأسعار. بينما يركز المحللون الفنيون على أنماط تحركات الأسعار وإشارات التداول، ومختلف أدوات الرسوم البيانية التحليلية، لتقييم قوة الأوراق المالية أو ضعفها.

يقتصر أسلوب التحليل الفني على دراسة شكل البيانات المالية وما تظهره من اتجاهات، من ثم ينحصر الأمر في دراسة الآثار وليس الأسباب. وعلى ذلك فإن التحليل الفني ليس رفضاً للنظرية الاقتصادية، كما يحتاج أنصاره، في أن الأسعار، هي نتيجة لما يحدث في السوق، وإنما هي تأكيد لذلك بالقول إن هذه الأسعار، باعتبارها حسيّة كل ما يحدث في السوق، فانه لا حاجة بالتالي لأي تقدير آخر لهذه العوامل، لأنه سيكون تقديراً شخصياً. فالسوق هو أفضل من يعبر عن العوامل المؤثرة فيه، كما يظهر في الأسعار.

ديناميات السوق Market Dynamics	التحليل التشكيلي Formation Analysis	التحليل التصوري Visualization Analysis
قوة ودينامية الاتجاه	نمط وتشكيل الرسم البياني	التصور السعري
المؤشرات	الأنماط التأكيدية (الإستمرارية)	الشكل الخطي
المذبذبات	الأنماط الانعكاسية	الأعمدة
وغيرها	الدعم والمقاومة	الشموع
	قنوات الاتجاه وغيرها	النقطة والشكل وغيرها

يجب أن يبدأ تحليل **الرسم البياني الأساسي** دائماً، **بمخططات** شهرية وأسبوعية، وبعد ذلك فقط، يتم التعامل مع الرسم البياني اليومي. للحصول على الدقة، يمكن بعد ذلك البحث في المخططات اليومية (الإجراء من أعلى لأسفل). تناسب الرسوم البيانية اليومية والأسبوعية، التحليل متوسط إلى طويل الأجل. تعتبر المخططات اليومية هي الأمثل للتداول على المدى القصير (عرض أنشطة التداول لبضعة أيام فقط).

تحليل أعلى - أسفل

↓	الخارطة الشهرية	↓
	الخارطة الأسبوعية	
	الخارطة اليومية	
	وغير ذلك	

التحليل التصوري

يركز تحليل التصور السعري على الشكل المحدد، الممثل في المخطط أو الخريطة، وتفسيراته المحتملة.

التحليل التشكيلي

يتعامل التحليل التشكيلي مع الأبعاد المتكونة، حيث تستخدم أنماط الخرائط المتشكلة، من مثل الأنماط التوكيدية أو الانعكاسية، للتنبؤ باحتمالات اتجاه السعر في الفترة المقبلة. وتستخدم لنفس الأغراض، مناطق الدعم والمقاومة، كتطورات ممكنة في اتجاه محدد.

تحليل ديناميات السوق

يتمثل الغرض من تحليل ديناميات السوق، في تقييم قوة الاتجاه للأصول موضوع التحليل، وتحديد السيناريوهات المحتملة، من مثل ذروة الشراء وذروة البيع، أو الشراء والبيع المفرطين. وتتحدد على هذا الأساس، إشارات الدخول إلى السوق، والخروج منه.

12-1 أنماط التحليل الفني الأساسية

Types of Technical Analysis

12-1-1 الافتراضات

يعتمد التحليل الفني اليوم، على ثلاثة افتراضات رئيسية:

أ. السوق يخصم كل شيء!

ينتقد العديد من الخبراء، التحليل الفني، بإعتباره يركز فقط في تحركات الأسعار، ويتجاهل العوامل الأساسية. ويعتقد المحللون الفنيون، أن كل شيء، بدءاً من أساسيات الشركة، إلى عوامل السوق الواسعة، إلى نفسية السوق، يتم تسعيره بالفعل في السوق. يلغي هذا الأمر، الحاجة إلى التدقيق في العوامل بشكل منفصل، قبل اتخاذ قرار الاستثمار. ويعتبر المحللون الفنيون، أن الشيء الوحيد المتبقي هو تحليل تحركات الأسعار، لأنها نتاج العرض والطلب على أداة معينة في السوق.

ب. يتحرك السعر في اتجاهات!

يعتقد المحللون الفنيون، أن الأسعار تتحرك في اتجاه قصير ومتوسط وطويل الأجل. بمعنى آخر، من المرجح أن يستمر سعر الأداة المالية، وتحديداً الأسهم، في نفس الاتجاه السابق، بدلاً من التحرك بشكل خاطئ. تعتمد معظم استراتيجيات التداول الفنية على هذا الافتراض.

ج. التاريخ يميل إلى تكرار نفسه!

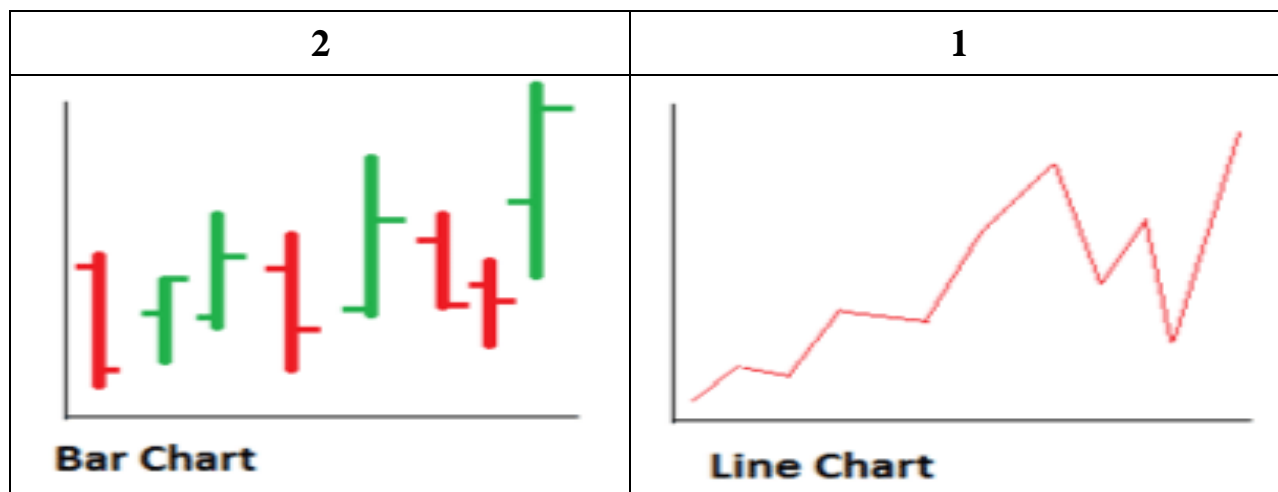
تعزى الطبيعة المتكررة لحركات الأسعار غالباً، إلى سيكولوجية السوق، والتي يمكن أن تكون متوقعة، استناداً إلى مشاعر مثل الخوف أو الإثارة. يستخدم التحليل الفني أنماط المخططات لتحليل هذه المشاعر، وتحركات السوق اللاحقة لفهم الاتجاهات. لقد تم استخدام العديد من أشكال التحليل الفني، ولأكثر من مائة عام، ولا يزال الإعتقاد قائماً، أنها توضح أنماطاً في حركات الأسعار، تكرر نفسها. يحاول التحليل الفني التنبؤ بحركة السعر، لأية أداة قابلة للتداول، وتخضع لقوى العرض والطلب، بما في ذلك الأسهم والسندات والعقود المستقبلية وأزواج العملات، حيث يوجد المئات من الأنماط والإشارات وأنظمة التداول، التي طورها الباحثون، لمساعدتهم على التنبؤ بحركة الأسعار والمتاجرة. تركز بعض المؤشرات في المقام الأول على تحديد اتجاه السوق الحالي، بما في ذلك مناطق الدعم والمقاومة، بينما تركز مؤشرات أخرى على تحديد قوة الاتجاه واحتمال استمراره.

2-1-12 أنواع الخرائط Chart Types

يأتي ضمن أنواع الخرائط الرئيسية المستخدمة من قبل المحللين الفنيين الآتية:

- (1) الخطية Line chart،
- (2) الأعمدة bar chart، أو افتتاح-أعلى-أدنى-إغلاق (OHLC) Open-high-low-close chart.
- (3) الشموع Candlestick chart.
- (4) النقطة والشكل Point-and-Figure charts،
- (5) هايكين آشي Heikin Ashi،
- (6) خارطة كاغي Kagi chart،
- (7) خارطة رينكو Renko Chart، ... وغيرها.

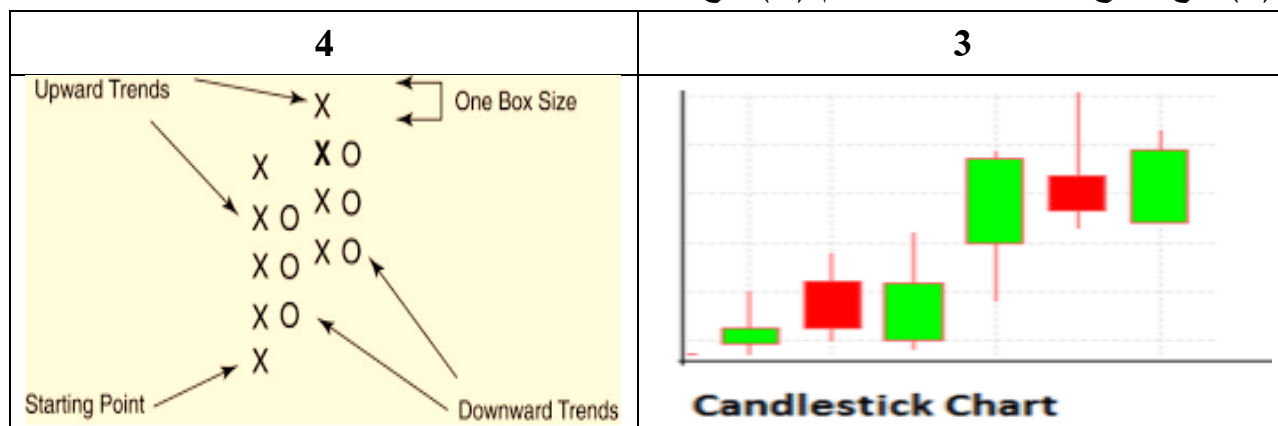
تعدّ الخارطة الخطية (رقم 1)، أبسط نوع من المخططات. يمثل الخط عادة، سعر إغلاق الورقة المالية في كل يوم. يتم عرض التواريخ على طول الجزء السفلي من المخطط، ويتم عرض الأسعار على الجانب. يعرض مخطط الأعمدة (رقم 2)، أسعار الإفتتاح، الأعلى والأدنى والإغلاق. يمثل الجزء العلوي من كل عمود، أعلى سعر خلال الفترة، ويمثل الجزء السفلي أدنى سعر. يتم عرض علامة "الإغلاق"، على الجانب الأيمن لتعيين آخر سعر. وإذا كانت أسعار الافتتاح متوفرة، يتم الإشارة إليها بواسطة علامة على الجانب الأيسر.



تعتمد خارطة الشموع (رقم 3)، على رسم العلاقة بين التغير في السعر والتغير في الزمن. تمثل كل شمعة، مدة من الزمن، قد تختلف تبعاً للمدة المختارة. تتكون الشمعة من الجسم الحقيقي للشمعة، حيث يكون لون جسم الشمعة أبيض أو أخضر في حالة الزيادة، أي سعر الإغلاق أكبر من الإفتتاح، وفي حال كان

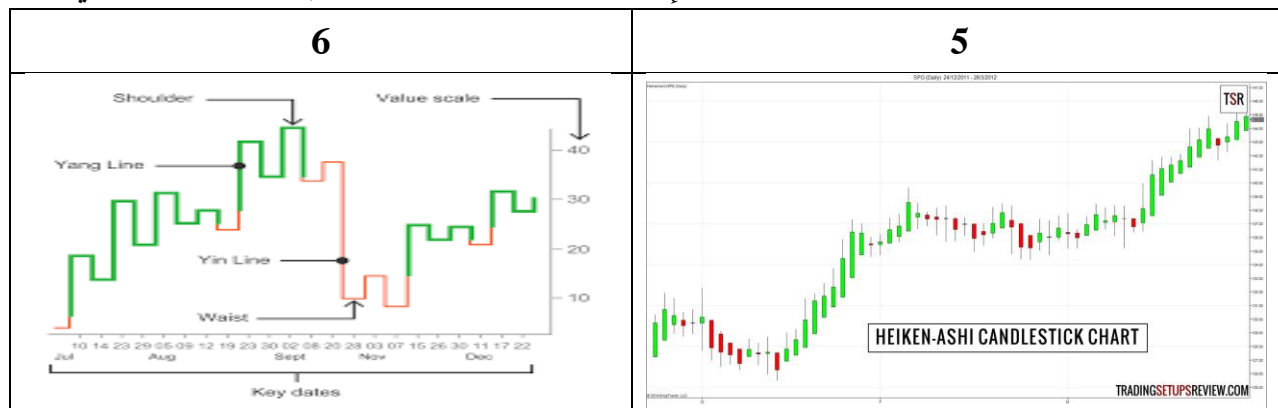
الإغلاق أقل من الافتتاح يكون لونها أسود أو أحمر؛ الجزء الثاني من الشمعة هو الظلال، حيث يمثل الظل العلوي، أعلى سعر، والظل السفلي أدنى سعر.

تعد خارطة النقطة والشكل (رقم 4)، نوعاً متميزاً، من حيث أنه لا يتم رسم السعر مع الزمن، كما هو الحال مع التقنيات الأخرى. يرسم السعر بدلاً من ذلك، مقابل التغيرات في الاتجاه، من خلال عمود من (X)، مع ارتفاع السعر وعمود من نظام (O)، مع انخفاض السعر.



تستخدم خارطة هايكين آشي (رقم 5)، بالربط مع الشموع، لتحديد اتجاه السوق والأسعار المستقبلية، بحيث يسهل قراءة خارطة الشموع وتحليل الاتجاه. يمكن تقديم خارطة أيضاً، على تدرج أو مقياس حسابي أو لوغاريتمي.

يستخدم مخطط Kagi (رقم 6)، لتتبع تحركات الأسعار واتخاذ القرارات، بشأن شراء الأسهم. إنه يختلف عن مخططات الأسهم التقليدية، مثل مخطط الشموع، من كونه مستقل في الغالب عن الوقت. تساعد هذه الميزة في إنتاج مخطط يقلل من الضوضاء العشوائية. يتم إنشاء مخطط Kagi، بسلسلة من الخطوط الرأسية المتصلة بواسطة خطوط أفقية قصيرة. يعتمد سمك واتجاه الخطوط، على سعر السهم أو الأصل الأساسي.



تم تصميم مخطط رينكو (رقم 7)، باستخدام حركة السعر بدلاً من كل من الفواصل الزمنية والسعرية الموحدة، مثل معظم الرسوم البيانية. تمت تسميته بإسم الكلمة اليابانية "الطوب" كما يعتقد، حيث أن الرسم

البياني يشبه سلسلة من الطوب. يتم إنشاء لبنة جديدة عندما يتحرك السعر بمقدار محدد، ويتم وضع كل كتلة بزاوية 45 درجة (أعلى أو أسفل) إلى الطوب السابق. يكون لون الطوب عادة، أبيض أو أخضر للصعود، وأسود أو أحمر للهبوط.



نماذج من الأعمدة والشموع

الأعمدة		
الإغلاق أعلى من الإفتتاح	الإفتتاح أعلى من الإغلاق	مدى أو نطاق المتاجرة
الشموع		
الشمعة السوداء والبيضاء		مدى أو نطاق المتاجرة

12-1-3 المفاهيم Concepts

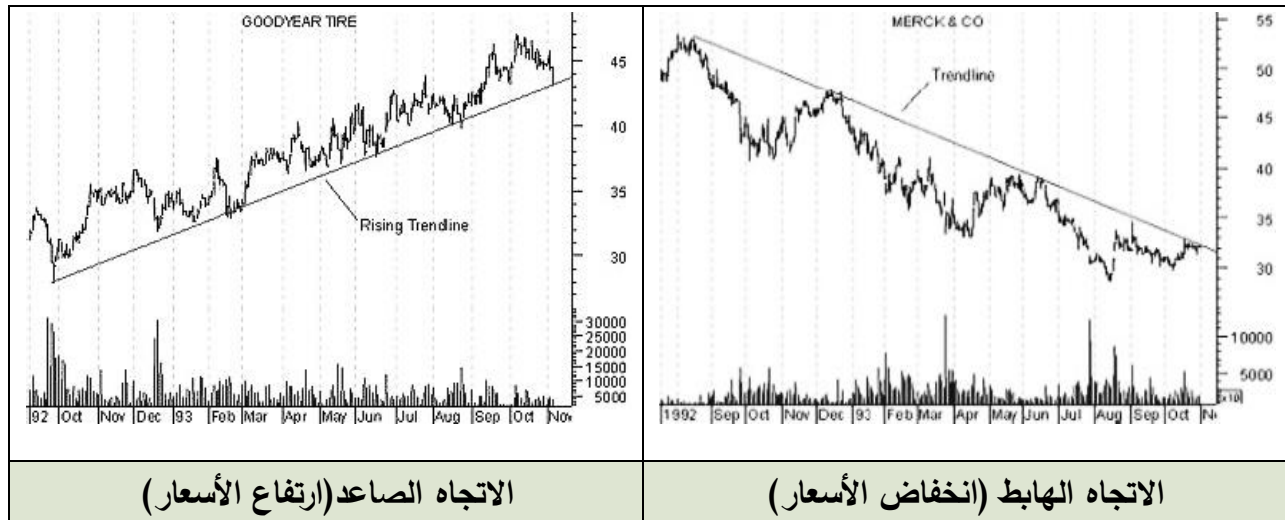
يندرج ضمن المفاهيم الأساسية، الدعم والمقاومة، خط الاتجاه (تحليل فني)، الخرق (تحليل فني)، اتجاه السوق، نوسان القط الميت، مبدأ موجة إليوت، تصحيح فيبوناتشي، نقطة الارتكاز، نظرية داو. ونتعرض فيما يأتي لأهمها.

12-1-3-1 خطوط الاتجاه أو النزعة Trend Lines

الخط الصاعد Up Trend والخط الهابط Down Trend

تتحرك الأسعار في اتجاهات، صعودية، وهبوطية، وجانبية. يصل خط الاتجاه، بين نقاط الارتفاع أو الانخفاض التي تتشكل في الخارطة Chart. وينقسم خط اتجاه الأسعار إلى، الخط الصاعد Up Trend، والخط الهابط Down Trend.

يصل الخط الصاعد، بين نقاط الانخفاض أو الدنيا، ويعرف، بتعالي المرتفعات وتعالي المنخفضات. ويجب ان يلامس نقطتين على الأقل، ويعتبر أفضل كلما ازداد عدد النقاط، وكلما تباعدت وكانت على مسافات متساوية، كان خط اتجاه السعر قوياً. وإذا كانت النقاط متقاربة، أعطى ذلك دلالة على أن خط الاتجاه غير دقيق ولا يعتمد عليه. ويصل الخط الهابط، بين نقاط الارتفاع أو العليا، وتحكمه نفس شروط الخط الصاعد، من حيث عدد النقاط والمسافات، والقراءة تكون معاكسة. ويعرف الخط الهابط، بتدني المرتفعات وتدني المنخفضات. يشكل خط الاتجاه السعري، زاوية حادة، وكلما اقتربت من القائمة، كان خطأ لا يعتمد عليه.



وعلى سبيل المقارنة، فإن حجم التداول يزداد عند ارتفاع الأسعار في الاتجاه الصاعد، وينقص الحجم عند انخفاض الأسعار. أما في حالة الاتجاه الهابط، فيزداد حجم التداول، عند انخفاض الأسعار، وينقص عند ارتفاعها.

الإتجاه الأفقي أو الجانبي

Sideway Trend

تتقلب الأسعار داخل منطقة سعريه معينة، صعودا وهبوطا، حيث تكون قمم الأسعار في مستوى واحد تقريبا، وتمثل السقف، وقواعد الأسعار في مستوى واحد تقريبا أيضاً، أي الأرضية.



12-3-2 الدعم والمقاومة

يمثل الدعم، حاجزاً سفلياً، يعرقل إنخفاض الأسعار، بينما المقاومة، عبارة عن حاجزاً علوياً، يمنع ارتفاع الأسعار. من ثم، فالدعم والمقاومة مستويان، ترتفع عندهما احتمالات التغير في الاتجاه. فعندما يكون الاتجاه صاعداً، ترتفع كلاً من مستويات الدعم والمقاومة بمرور الوقت. ويحدث العكس، عندما يكون الإتجاه هابطاً. إذاً، يمكن القول أن مرادف كلمة دعم، هو الطلب، ومرادف مقاومة هو العرض.



حالة الدعم: سعر أدنى من السعر الجاري في السوق، يكثر عنده الطلب؛ ومستوى منخفض نسبياً للأسعار، ينتظر عنده دخول مشترين جدد إلى السوق.

حالة المقاومة: سعر أعلى من سعر السوق الجاري، يزداد عنده العرض بقوة؛ ومستوى مرتفع نسبياً للأسعار، ينتظر عنده دخول بائعين جدد إلى السوق.

يصل خط الدعم، كل الهبوطات في السعر، وتمثل هذه الخطوط النقاط الدنيا على الخريطة، حيث يرتد السعر عند بلوغها ويقرر العديد من المتاجرين الشراء. ويعتقد المحللين الفنيين أن السوق يختبر خطوط الدعم هذه أكثر من مرة، وينتظرون إشارات الشراء، بعد الاختبار الثاني أو الثالث. وفي حال تجاوز خط الدعم، يقال أن الاتجاه قد كسر أو أنه نزولي، وسيبحث السوق عن أسعار أدنى ليشكل عندها خط دعم جديد.



يصل خط المقاومة، كل الارتفاعات في السعر. وتمثل هذه الخطوط النقاط العليا على الخريطة، حيث يرفض السوق وباستمرار، أي تجاوز للسعر نحو مستويات أعلى. ويقرر العديد من المتاجرين البيع عندها. ويعتقد المحللين الفنيين، أن السوق يختبر خطوط المقاومة هذه أكثر من مرة، وينتظرون إشارات البيع، بعد الاختبار الثاني أو الثالث. ويعتبر ذلك إشارة قوية، تقتضي إتخاذ قرار جني الأرباح Take Profit. وقد يفكر بعض المتاجرين ببيع بعض الكميات، ويتركوا الباقي بانتظار ارتفاع أكبر للسعر.



تبادل الأدوار Role Reversal. عندما يقوم السعر باختراق أي من الدعم أو المقاومة، فإنهما يتبادلان أدوارهما. فتنحول المقاومة إلى دعم والدعم إلى مقاومة.

ترتفع احتمالات تبادل الأدوار في حالة المدة الطويلة، بمعنى وجود منطقة تم التداول بها لمدة طويلة، أو الحادثة، أي حادثة كسر الدعم أو المقاومة، وفي حال كان حجم التداول كبيراً.

حساب نقاط الدعم والمقاومة

أولاً- حساب نقطة الارتكاز أو التوازن Pivot Point

تستخدم طرق عدة لحساب نقطة الارتكاز ، أكثرها شيوعاً هو المتوسط الحسابي للقيم الآتية:

(أعلى سعر لليوم نفسه (H)؛ أقل سعر لليوم نفسه (L)؛ سعر الإغلاق (C))

الخطوة الأولى: نحسب نقطة الارتكاز (P):

$$P = (H + L + C) / 3$$

إذاً، نقطة الارتكاز = (أعلى سعر + أدنى سعر + سعر الإغلاق) / 3

قيمة التذبذب = الفرق بين أعلى سعر وأدنى سعر

يمكن أن يشمل المتوسط، في بعض الأحيان، سعر الافتتاح السابق أو الحالي (O).

$$P = (O + H + L + C) / 4$$

يفضل المتاجرين في حالات أخرى، التأكيد على سعر الإغلاق (C):

$$P = (H + L + C + C) / 4$$

أو سعر الافتتاح الحالي:

$$P = (H + L + O + O) / 4$$

ويمكننا تلخيص مستويات الدعم والمقاومة كالآتي:

• $R1 = P + (P - L) = 2 \times P - L$
• $S1 = P - (H - P) = 2 \times P - H$
• $R2 = P + (H - L)$
• $S2 = P - (H - L)$
• $R3 = P + 2 \times (H - L)$
• $S3 = P - 2 \times (H - L)$

وبتفصيل أكبر، في حالة نقاط المقاومة:

نقطة المقاومة الأولى (R1) = قيمة نقطة الارتكاز + الفرق ما بين نقطة الارتكاز وأدنى سعر

نقطة المقاومة الثانية (R2) = قيمة نقطة الارتكاز + قيمة التذبذب

نقطة المقاومة الثالثة (R3) = قيمة المقاومة الأولى + قيمة التذبذب

نقطة المقاومة الرابعة (R4) = قيمة المقاومة الثانية + قيمة التذبذب

في حالة نقاط الدعم:

نقطة الدعم الأولى (S1) = قيمة نقطة الارتكاز - الفرق بين أعلى سعر ونقطة الارتكاز

نقطة الدعم الثانية (S2) = قيمة نقطة الارتكاز - قيمة التذبذب

نقطة الدعم الثالثة (S3) = قيمة الدعم الأولى - قيمة التذبذب

نقطة الدعم الرابعة (S4) = قيمة الدعم الثانية - قيمة التذبذب

مثال 1. توفرت الأسعار التالية لسهم إحدى الشركات في يوم ما: أعلى سعر (107.5)، أدنى سعر (97)، سعر الإقفال (106). أحسب نقطة المقاومة الرابعة، ونقطة الدعم الرابعة.

نقطة المقاومة الرابعة = نقطة المقاومة الثانية + قيمة التذبذب

$$\text{نقطة الارتكاز} = 103.5 = 3 / (106 + 97 + 107.5)$$

$$\text{قيمة التذبذب} = 10.5 = 97 - 107.5$$

$$\text{نقطة المقاومة الثانية} = 114 = (97 - 107.5) + 103.5$$

$$\text{إذاً (R4)} = 124.5 = 10.5 + 114$$

نقطة الدعم الرابعة = نقطة الدعم الثانية - قيمة التذبذب

$$\text{نقطة الدعم الثانية} = 93 = 10.5 - 103.5$$

$$\text{إذاً (S4)} = 82.5 = 10.5 - 93$$

مثال 2. لدينا المعلومات الآتية عن سهم ما:

أعلى (13.45)، أدنى (11.97)، الإغلاق (13.0).

$$\text{نقطة الارتكاز} = 12.81 = [3 / 13 + 11.97 + 13.45]$$

$$\text{نقطة المقاومة الأولى} = 13.64 = [11.97 - (12.81 \times 2)]$$

$$\text{نقطة الدعم الأولى} = 12.16 = [13.45 - (12.81 \times 2)]$$

$$\text{نقطة المقاومة الثانية} = 14.29 = [13.64 + (12.16 - 12.81)]$$

$$\text{نقطة الدعم الثانية} = 11.33 = [12.81 - (12.16 - 13.64)]$$

إستناداً على ما تقدم، نشترى قبل الدعم، ونبيع قبل المقاومة، وليس على النقطة تماماً.

يعتمد تباعد وتقارب نقاط الدعم والمقاومة، على مدى التذبذب، أي الفرق بين أعلى سعر وأدنى سعر،

وصل إليه السهم أو المؤشر، حيث كلما ازداد مدى التذبذب، تباعدت نقاط المقاومة والدعم عن بعضها،

والعكس صحيح. أي أنه كلما نقص مدى التذبذب، تقاربت نقاط المقاومة والدعم من بعضها.

ويتم إستخراج قيم نقاط المقاومة والدعم، كما تبين معنا أعلاه، من خلال أربعة قيم مهمة، هي نقطة

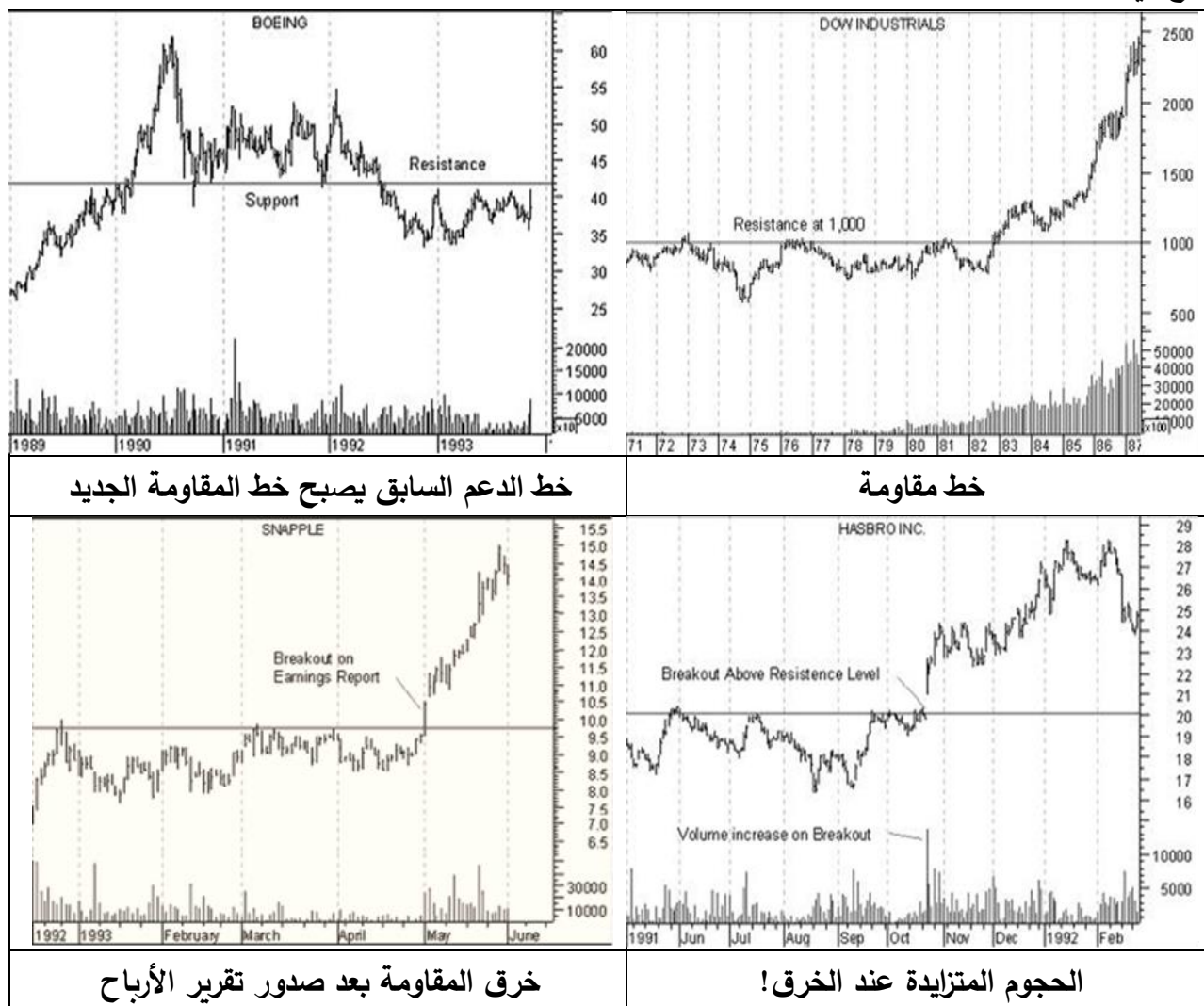
التوازن، ومدى التذبذب، والفرق بين قيمة نقطة التوازن وقيمة الأدنى، والفرق بين قيمة الأعلى وقيمة نقطة

التوازن. ويمكن إستخراج أي نقاط دعم إضافية، فوق النقطة الثانية، بطرح قيمة مدى التذبذب من قيم نقطتي

الدعم اللتين تم التوصل إليهما.

12-3-3-1 Breakout الخرق

نحن الآن على معرفة بالمقصود من خطوط الاتجاه أو النزعة، وعندما يحصل انقطاع في أحد الخطوط نقول أنه اخترق. إذا حصل الخرق في خط المقاومة، فإن العديد من المتاجرين، سيعتبروا ذلك إشارة شراء، ويتصرفوا على هذا الأساس. إذا حصل الخرق في خط الدعم، فإن العديد من المتاجرين سيعتبروا ذلك، إشارة بيع ويتصرفوا على هذا الأساس.



12-1-3-4 فجوات الاسعار

Gaps

تمثل الفجوة السعرية، منطقة لم يتم فيها أي تداول، حيث يظهر فراغ سعري في الرسم البياني، فالفجوة عبارة عن مساحة خالية بين عمودين أو شمعتين. أما عندما تسير الاسعار بدون قفزات، فإن الاعمدة تتواصل، وتتداخل.

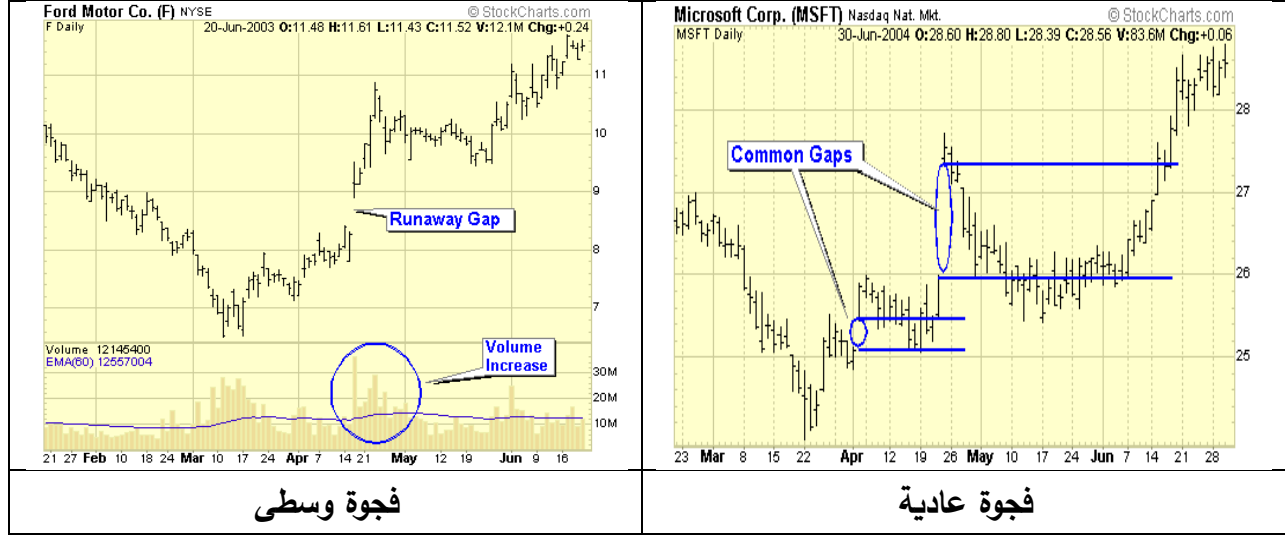
تعتبر الفجوة، طفرة سعرية، فهي ارتفاع أو انخفاض شديد مفاجئ في السعر، وتفسر بوجود طلب أو عرض قوي غير معتاد، ولا تستطيع تغطيته عروض البيع أو طلبات الشراء الحالية المطروحة في السوق . تعد الفجوة العلوية Up gap، قفزة إلى أعلى، تعني أن الطلب أكبر وأقوى بكثير من العرض. ويصح العكس، في حال قفزت الأسعار إلى أدنى. وتأتي الفجوة السفلية Down gap، نتيجة زيادة العرض عن الطلب.

الشكل رقم (12-1-3-4). شموع تمثل الفجوة العلوية والسفلية

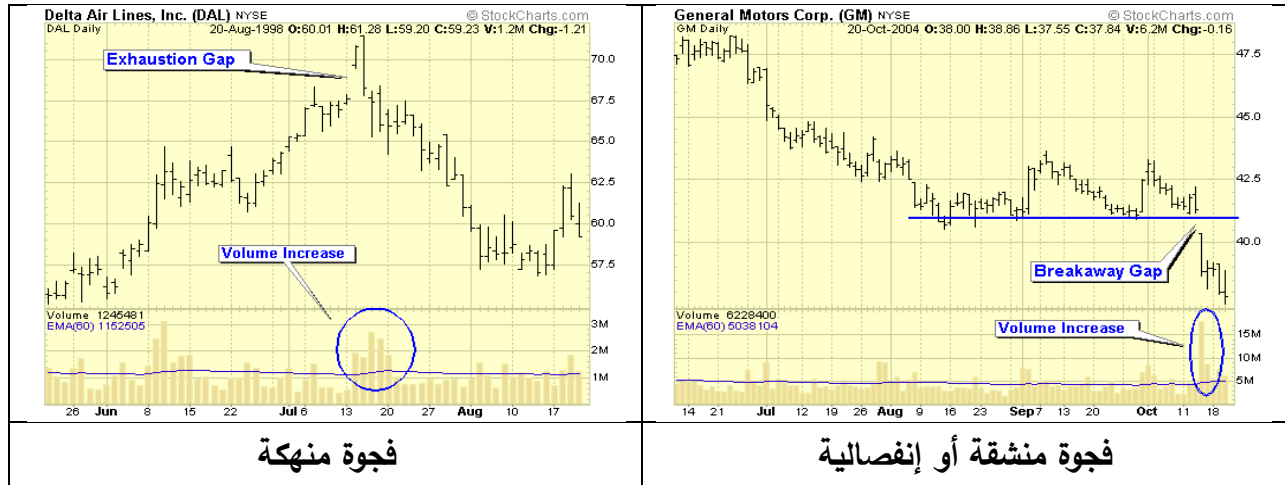
Bullish Gap	Bearish Gap
حالة الفجوة العلوية	حالة الفجوة السفلية

يوجد أربع أنواع من الفجوات السعرية، هي الآتية:

- (1) الفجوة العادية؛
- (2) الفجوة المنشقة أو الانفصالية؛
- (3) الفجوة الوسطى أو المقياس؛
- (4) الفجوة المنهكة.



تحدث الفجوات العادية Common gaps، داخل نطاق التداول أو بعد فترة وجيزة من التحرك الحاد على شكل ردة فعل. تمثل هذه الفجوات، تقلبات الأسعار أو اختلال مؤقت في العرض والطلب. تتكوّن الفجوات الوسطى أو المستمرة Continuation gaps، بالقرب من منتصف اتجاه قصير أو متوسط، وفي نفس الاتجاه، وتشير إلى استمرار الاتجاه السابق. تُعرف الفجوات المستمرة أيضاً، بالمقياس Measuring، أو الهروب Runaway.



تشير الفجوات الانفصالية Breakaway gaps، إلى حدوث تغيير في سيكولوجية السوق بخصوص الاحتمالات المستقبلية للورقة، خاصة إن تصاحب ذلك بأحجام أعلى من المتوسط. تتشكل الفجوة الانفصالية الصعودية، بعد انخفاض ممتد، بينما تتشكل الهبوطية، بعد تقدم أو قمة. تحدث الفجوات المنهكة Exhaustion gap، في الاتجاهات الممتدة، ولكي تعتبر صالحة، يجب أن تنعكس الأسعار بعد فترة وجيزة من الفجوة، وتغلق الفجوة.

12-1-3-5 نظرية داو

Dow Theory

تم تقديم التحليل الفني كما نعرفه اليوم من قبل تشارلز داو Charles Dow، في أواخر القرن التاسع عشر، وصقله ويليام هاميلتون William Hamilton، وفصله روبرت ريا Robert Rhea. لا يتناول داو نظرية التحليل الفني وحركة الأسعار فحسب، بل أيضًا فلسفة السوق. وتقوم فكرة داو، على أنه يمكن استخلاص اتجاهات مستقبل تطور أسعار الأسهم، من قراءة البيانات المتوافرة عن الأسعار والتداول في الماضي، فالبيانات المالية عن الأسعار والتداول تتضمن كل ما هو مطلوب لمعرفة شكل التطور في المستقبل.

لقد أصبح العديد من الأفكار والتعليقات التي طرحها داو وهاملتون من البديهيات، بالرغم من أن السوق مختلف الآن، إلا أن قراءة كتاب "نظرية داو" لروبرت ريا، تبيّن، أن سوق الأسهم يتصرف اليوم كما كان الحال قبل قرن تقريباً. ساهم العديد من الباحثين البارزين، في تطوير مفاهيم نظرية داو، مما ساعد على صياغة أسسها، منهم هاميلتون، وروبرت ريا، وإدسون جولد Edson Gould، وجون ماجي John Magee.

i قام تشارلز داو بتطوير نظريته، من خلال تحليل حركة أسعار السوق في أواخر القرن التاسع عشر، حتى وفاته في عام 1902. تصف نظرية داو اتجاهات السوق، وكيف تتصرف عادة، وبشكل أدق، توفر إشارات، يمكن استخدامها لتحديد اتجاه السوق الأساسي والتداول. تمحورت النظرية على تحديد اتجاه مؤشر داو جونز للسكك الحديدية آنئذ (قطاع النقل الآن)، ومتوسط داو جونز الصناعي، واستخدام الحجم لتأكيد هذا الاتجاه. لقد كتب عدة مقالات افتتاحية، تعكس وجهات نظره بخصوص المضاربات، ودور السكك الحديدية والمتوسطات الصناعية. ينسب إلى داو الفضل في تطوير نظرية داو، غير أن نيلسون وويليام هاميلتون هما اللذان قاما لاحقاً بتقيحها إلى ما هي عليه اليوم. كان أول من استخدم مصطلح "نظرية داو" فعلياً، هو نيلسون S.A. Nelson، في كتابه The ABC of Stock Speculation (عام 1902).¹ كتب هاميلتون أيضاً، كتاباً بعنوان "بارومتر سوق الأسهم" The Stock Market Barometer، في عام 1922. وصقل روبرت ريا في عام 1932، تحليل داو وهاملتون في كتابه نظرية داو The Dow Theory.

¹ . Samuel Armstrong Nelson (2016) -The ABC of Stock Speculation. University of California Libraries(UCSB Library), U.S.A., 232P.

يحاول التحليل الفني فهم مزاج السوق market sentiment، الذي يقف وراء اتجاهات الأسعار، من خلال البحث عن الأنماط والاتجاهات، بدلاً من تحليل السمات الأساسية للأوراق المالية.

تطور التحليل الفني ليشمل مئات الأنماط والإشارات التي تم تطويرها عبر سنوات من البحث.

يعتقد المحللون الفنيون أن نشاط التداول السابق، والتغيرات في أسعار الأوراق المالية، يمكن أن تكون مؤشرات قيمة لمعرفة تحركات السعر المستقبلية.

يمكن أن يأخذ المحلل الفني بالإعتبار، بشكل مستقل عن الجهود البحثية الأخرى، أو بالدمج مع بعض المفاهيم، القيمة الجوهرية أو الحقيقية. غير أن قناعاتهم في معظم الأحيان، تستند فقط على المخططات الإحصائية Statistical Charts.

يجب، بحسب روبرت ريا، من أجل التطبيق الناجح لنظرية داو، قبول الافتراضات الآتية دون تحفظ:

(1) **الإفتراض الأول:** "التلاعب في الاتجاه الأساسي غير ممكن!" يمكن أن تكون الحركات اليومية، من يوم

آخر، وربما حتى الثانوية، عرضة للتلاعب. يمكن أن تخضع هذه الحركات القصيرة، من بضع ساعات

إلى بضعة أسابيع، للتلاعب من جانب المؤسسات الكبيرة أو المضاربين أو الأخبار العاجلة أو

الشائعات. وبحسب هاميلتون، يمكن التلاعب بالأسهم الفردية. وتنتهي أمثلة التلاعب عادة، بالطريقة

نفسها، بأن يرتفع سعر الورقة للأعلى، ثم يتراجع ويواصل الاتجاه الرئيسي. وأشار إلى أنه، حتى لو تم

التلاعب بالأسهم الفردية، فسيكون من المستحيل فعلياً التلاعب بالسوق ككل.

(2) **الإفتراض الثاني:** "يعكس السوق جميع المعلومات المتاحة!" إن كل ما يتوجب معرفته، ينعكس بالفعل

في الأسواق، من خلال السعر. تمثل الأسعار مجموع كل آمال ومخاوف وتوقعات جميع المشاركين.

يحدث ما هو غير متوقع، غير أن ذلك، يؤثر عادة، على الاتجاه قصير الأجل فقط، ويبقى الاتجاه

الرئيسي غير متأثر. قد يتفاعل السوق سلباً في بعض الأحيان، مع الأخبار الجيدة، بحسب هاميلتون،

غير أن ذلك مفهوم أيضاً، على اعتبار أن السوق يتطلع إلى الأمام، ومع وصول الأخبار، تكون قد

انعكست في السعر. يفسر ذلك، بديهية في سوق المال، نقول: "شراء الشائعات، بيع الأخبار!"

(3) **الإفتراض الثالث:** "النظرية ليست معصومة!" نظرية داو ليست وسيلة مؤكدة لهزيمة السوق، بل مجموعة

من الإرشادات والمبادئ لمساعدة المستثمرين والتجار في دراسة السوق الخاصة بهم. توفر نظرية داو

آلية للمستثمرين من شأنها أن تساعد في إزالة بعض المشاعر، ويحذّرهم من أن المستثمرين يجب

ألا يتأثروا برغباتهم. يمكن أن نفهم ذلك، على أنه إذا كان المستثمر في وضع طويل، فقد يرغب في

رؤية العلامات الصعودية فقط، وتجاهل أية إشارات هبوطية. وفي حال كان المستثمر في وضع قصير،

يكون تركيزه على الجوانب السلبية لحركة السعر، وتجاهل أي تطورات صعودية.

حدد داو وهاملتون ثلاثة أنواع من حركات الأسعار، هي الحركات الأولية، والحركات الثانوية والتقلبات اليومية. تمثل الحركات الأولية، التي يطلق عليها "المد"، الاتجاه الأساسي الواسع للسوق، ويمكن أن تستمر من بضعة أشهر إلى عدة سنوات. تطلق عبارة "الأمواج"، على الحركات الثانوية، التي يمكن أن تستمر، من بضعة أسابيع إلى بضعة أشهر، وهي تتحرك عكس الاتجاه الأساسي، وتكون رجعية في طبيعتها. حيث أنها تعتبر تصحيحاً في السوق الصاعدة، وتسمى أحياناً "تجمعات رد الفعل" في السوق الهابطة. يمكن أن تتحرك التقلبات اليومية، مع أو ضد الاتجاه الأساسي، وتستمر من بضع ساعات إلى بضعة أيام، ولكنها لا تزيد عادة عن أسبوع. يشار عادة إلى هذه الحركات، على أنها أسواق صعودية أو هابطة. واعتقد هاميلتون وداو، أن طول ومدة الاتجاه غير محدد إلى حد كبير، وأن النجاح، يقاس بالقدرة على تحديد الاتجاه الأساسي والبقاء معه.



إن نظرية داو، ليست مخصصة للتداول على المدى القصير، وبغض النظر عن الإطار الزمني الخاص بالمتداول، من المفيد دوماً تحديد الاتجاه الأساسي. إن الحركات اليومية، ومن يوم لآخر، والحركات الثانوية أيضاً، يمكن أن تكون عرضة للتلاعب، ولكن الاتجاه الأساسي محصن من هذا التلاعب. لقد بحث هاميلتون وداو، عن وسيلة لتصفية "الضوضاء" المرتبطة بالتقلبات اليومية. كان مهمهم الرئيسي اصطلياد التحركات الكبيرة.

مبادئ نظرية داو

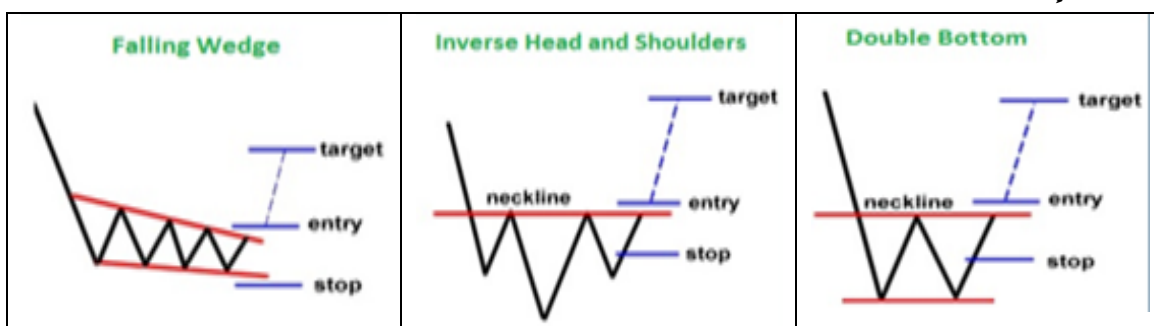
- تأخذ المتوسطات بالحسبان، لكل شيء يتعلق بالسوق، حيث يتحدد سعر السوق، نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب؛
 - تأخذ السوق ثلاث اتجاهات، هي الآتية:
- 1) اتجاه رئيسي أولي - مدته سنة أو أثر ينقسم إلى ثلاث مراحل:
 - أ. مرحلة التجميع: تقوم خلال هذه المرحلة، مجموعة قليلة من المستثمرين المتميزين ذوي الحس الاستثماري السليم بالشراء، في سوق يسوده جو استثماري عام مشتت، تم نتيجة انتشار الأخبار غير المشجعة، التي تسبب الكآبة.
 - ب. المرحلة التالية: يبدأ فيها السوق بكسب المزيد من المتعاملين، وجذب مستثمرين جدد، نتيجة الإرتفاع المتواصل للأسعار، الشيء الذي يقوي الاتجاه الصاعد.
 - ج. مرحلة التوزيع: يبدأ فيها خروج مستثمري مرحلة التجميع من السوق، مستغلين فرصة دخول جمهور واسع، بهدف تحقيق ثروة سريعة، وسط أنباء عن تحسن الوضع الاقتصادي العام، وشيوع جو استثماري جديد، شديد التفاؤل.
 - 2) اتجاه متوسط - يستغرق بين ثلاثة أسابيع وثلاثة أشهر، ويمثل حركة تصحيحية، تتراجع فيها الأسعار، من ثلث إلى ثلثي المسافة التي قطعتها في اتجاهها الرئيسي.
 - 3) اتجاه ثانوي - عبارة عن ردود أفعال قصيرة المدى، تكون أقل من 20 يوماً.
- يوجد ضرورة، أن تعزز المتوسطات بعضها بعضاً، بمعنى أن تشير إلى نفس الاتجاه، وتتجه نحو نفس الهدف، فارتفاع مؤشر داو جونز الصناعي، يجب أن يكون مصحوباً، بارتفاع في مؤشر داو جونز للنقل، وهو ما يمليه المنطق والتحليل الاقتصادي السليم.
 - يجب أن يعزز حجم التداول، اتجاه الأسعار.
 - يفترض أن تواصل الأسعار سيرها، في نفس الاتجاه السائد، حتى تظهر مسارات محددة تعلن انعكاس الأسعار.

12-1-3-6 الأنماط السعرية

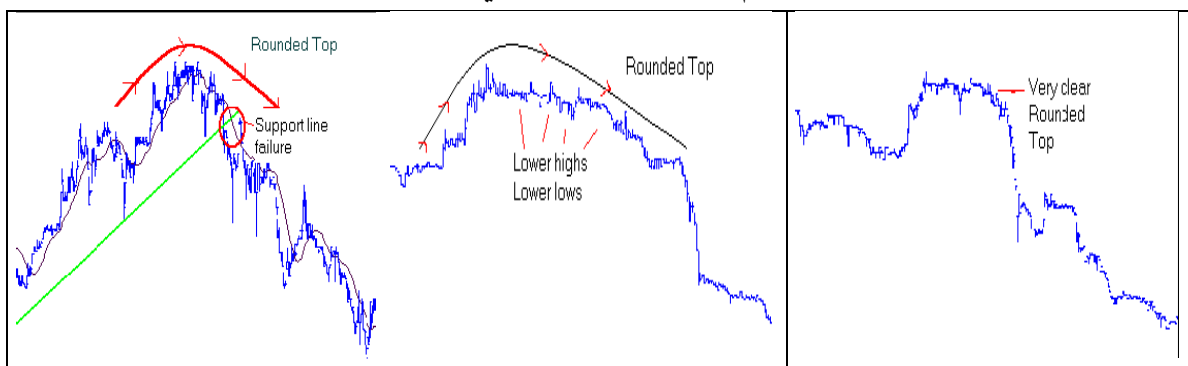
تكشف الأنماط السعرية عن نيات المتعاملين في السوق، وتعبّر عن حالتهم النفسية، سواء أكانوا يتوقعون ارتفاعاً في الأسعار (ثيراناً)، أم يتوقعون انخفاضاً في الأسعار (دببة). ويوجد بشكل عام نوعين من الأنماط السعرية، هي الآتية:

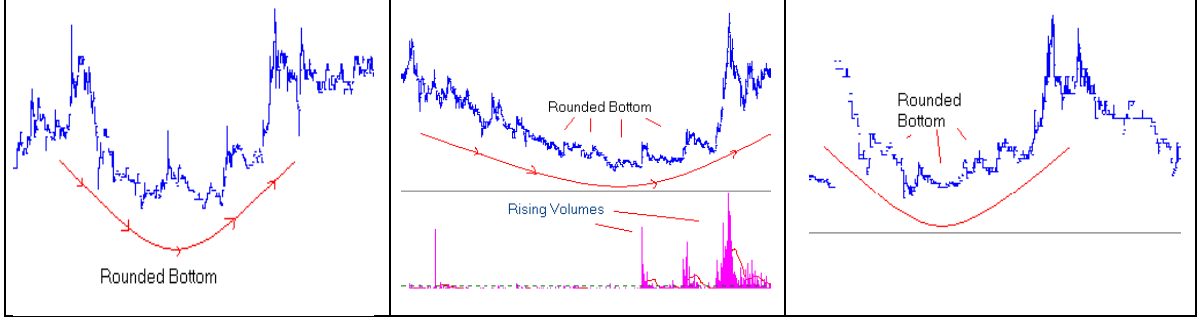
- (1) أنماط انعكاسية : تنذر بانقلاب الأسعار؛
- (2) أنماط استمرارية أو توكيدية.

أنماط الاتجاه الصاعد الانعكاسية



تضم هذه الفئة أنماطاً عديدة، لعل أهمها القمة الحادة، والقمة الثنائية أو المزدوجة، والقمة المزدوجة المعكوسة، والقمة الثلاثية، والقمة الثلاثية المعكوسة، الرأس والكتفين، القاع المدور، والقمة المدورة، والقمة المتوسعة، القمة الماسية، إنعكاس اليوم الواحد، انعكاس الجزيرة، الوند الصاعد، والوند الهابط.

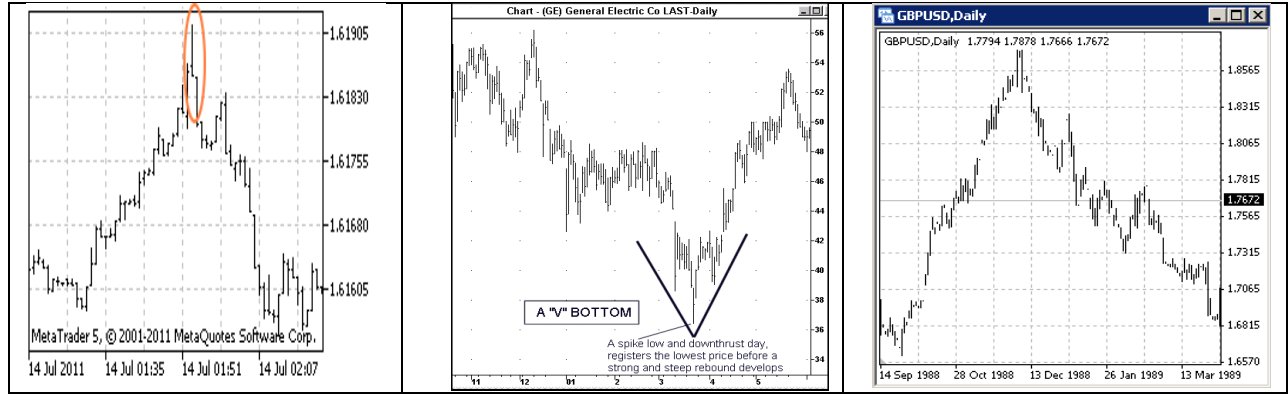




يمكن من ضمن مجموعة واسعة من هذه الفئة، التحدث عن الأنماط الآتية:

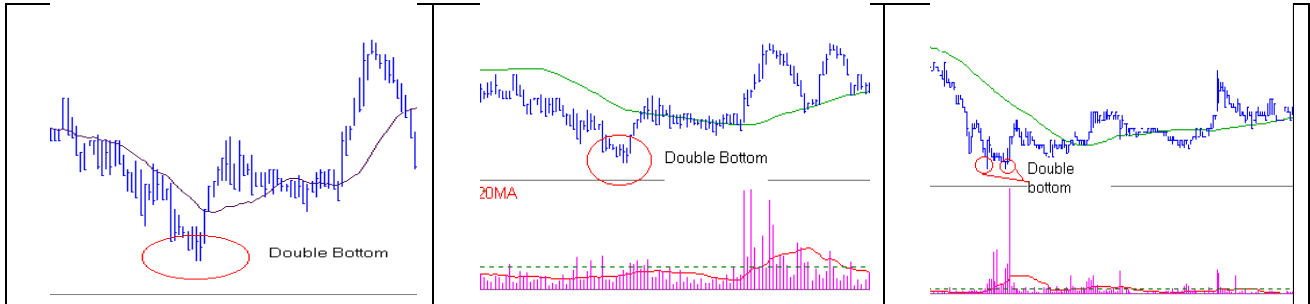
(1) القمة الحادة spike top:

تكون على شكل حرف (v) مقلوب. تتشكل نتيجة الإرتفاع الشديد في الأسعار، ووصولها إلى مستويات عليا، يليها سقوط حاد، وتدهور كبير يسحب الأسعار إلى أدنى. والملاحظ أن التنبؤ بهذا النمط السعري أو التعرف عليه وقت حدوثه، أمر صعب، نتيجة حصوله بسرعة فائقة، مما يجعل عملية الإستفادة منه في التداول أو في بناء إستراتيجية استثمارية صعب جداً.

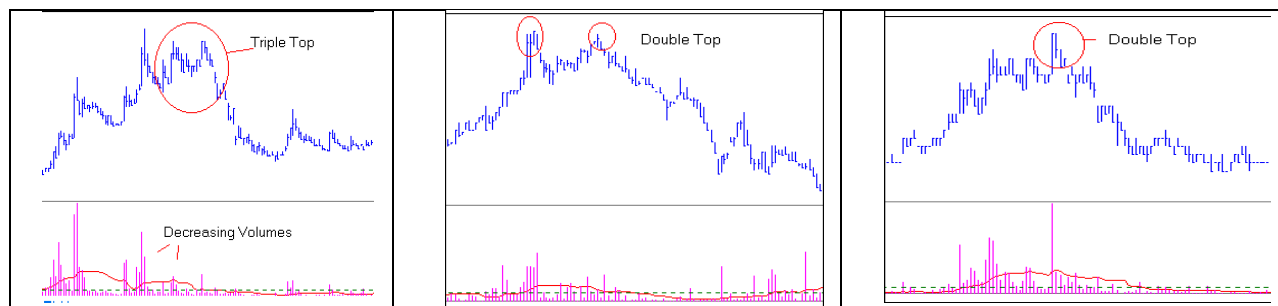


(2) القمة الثنائية Double Top

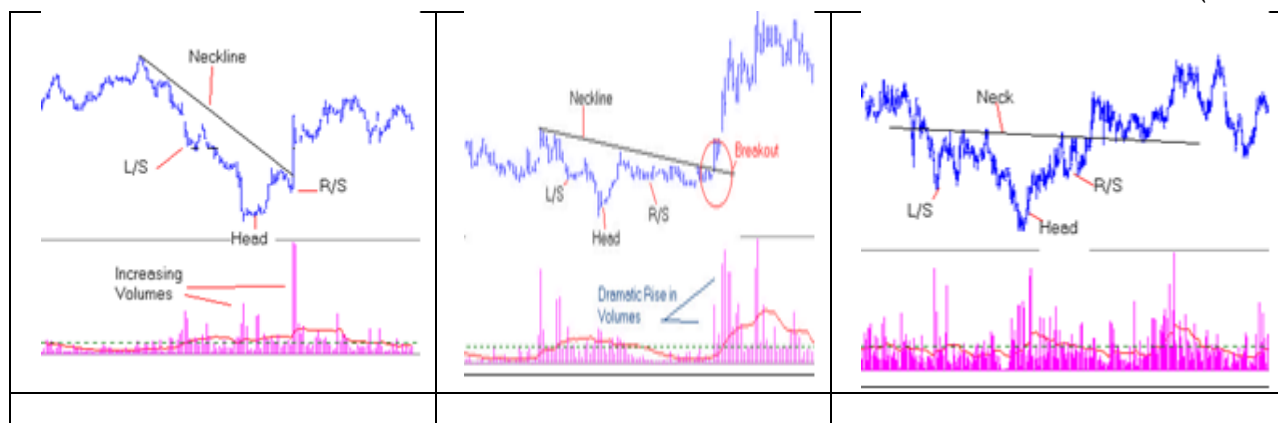
تأخذ شكل قمتين، بارتفاع واحد تقريبا. حيث تصل الأسعار في اتجاهها الصاعد إلى أعلى مستوى لها، صاعدة أول قمة ثم تتراجع شيئا فشيئا، لتبدأ بالصعود مرة أخرى مكونة القمة الثانية، تقريبا في نفس مستوى القمة الأولى ثم تعود مرة ثانية للهبوط .



يكون حجم التداول عند القمة الثانية ضعيفاً نسبياً، مقارنة مع الحجم الذي تكونت منه القمة الأولى. يتم قياس المسافة العمودية من أعلى نقطتين في القمة وأدنى نقطة بينهم، لتحديد الحد الأدنى للهدف السعري المتوقع أن تصل إليه الأسعار.



(3) الرأس والكتفين Head and shoulders

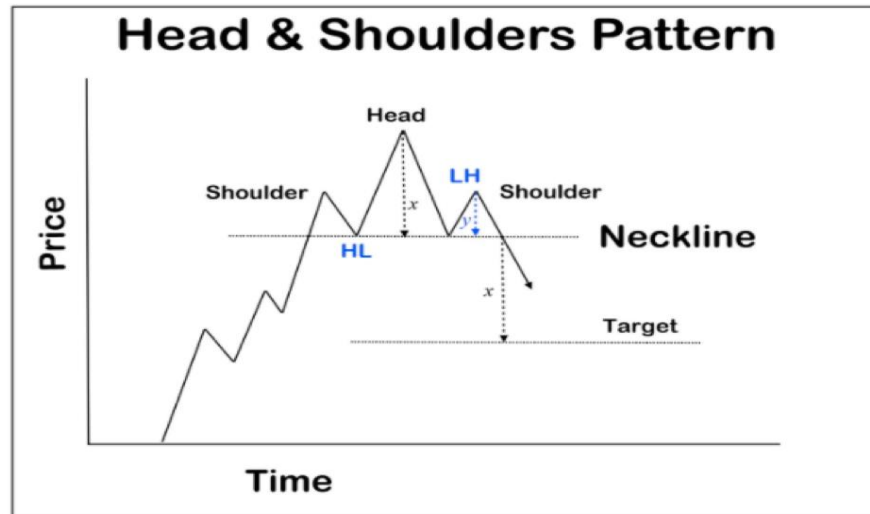
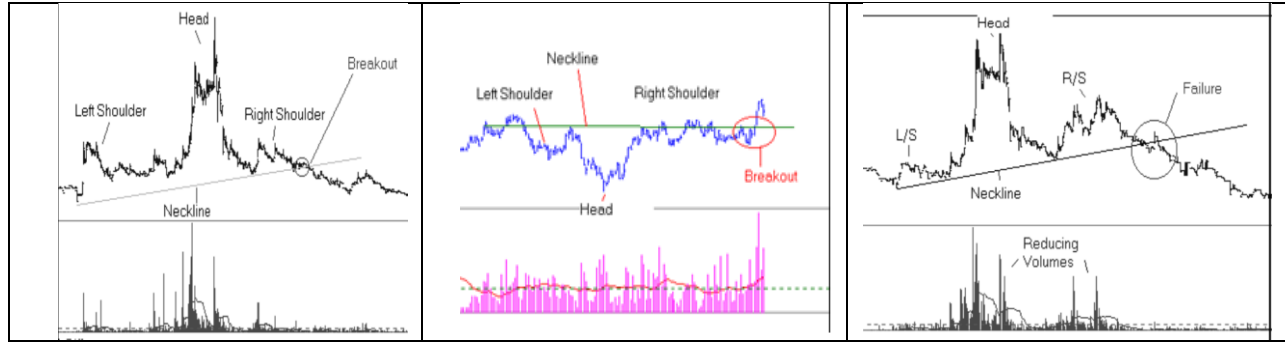


يعدّ هذا النمط، من أفضل الأنماط الانعكاسية، لناعية الإعتماد عليها، والتي يتكرر حدوثها في الأسواق. حيث يتكون الشكل التالي، عندما يكون إتجاه الأسعار صاعداً:

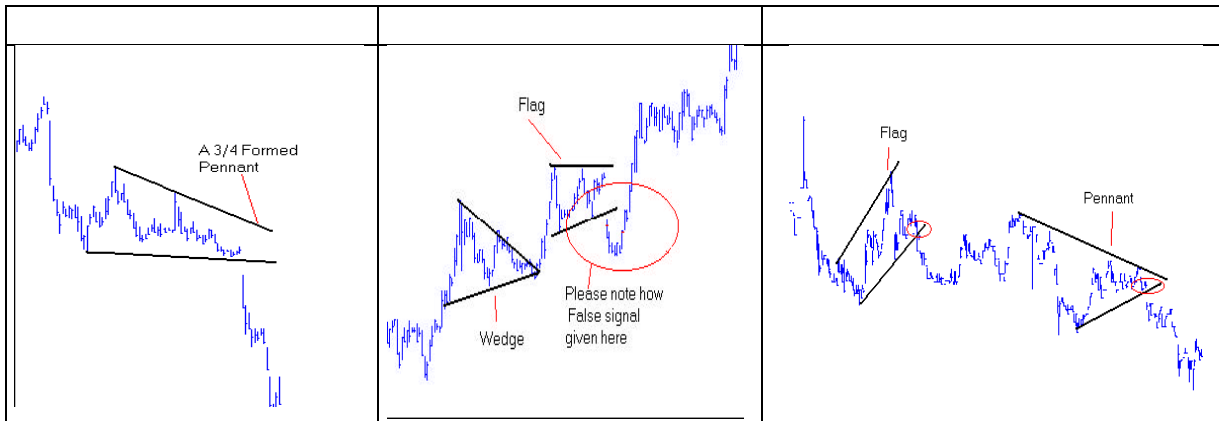
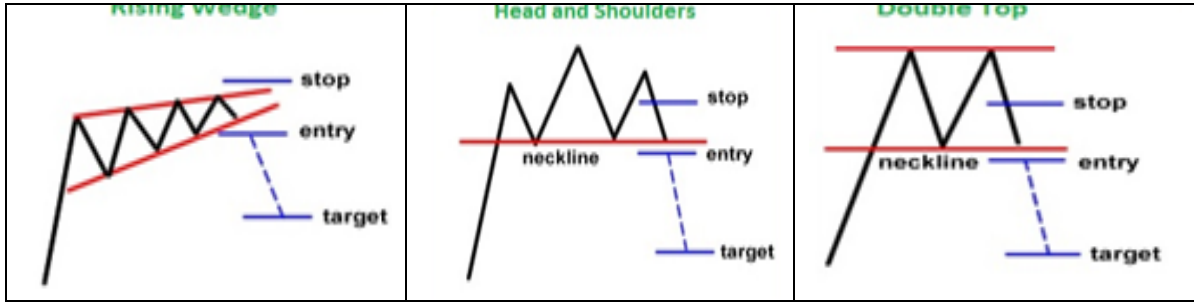
a. الكتف اليسرى LS: يمثل استمراراً للإتجاه الصاعد، ويتكون من حجم تداول كبير، يليه تراجع سعري لا يشير إلى انعكاس الأسعار، التي لا تلبث أن تتقدم مرة أخرى.

b. الرأس H: تتقدم الأسعار بحجم تداول كبير، مسجلة قمة جديدة، تقوم فوق الكتف الأولى، غير أنها تعاود الهبوط مرة أخرى.

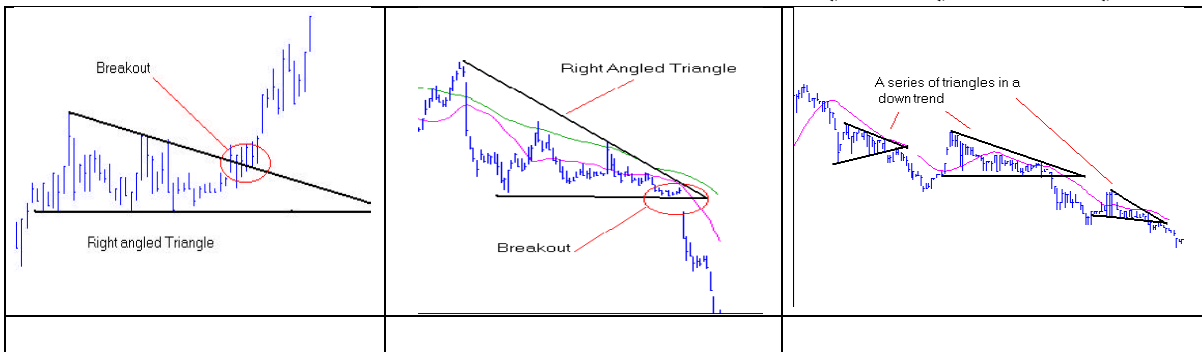
c. الكتف اليمنى RS: تتراجع الأسعار من قمة الرأس، مما يشير إلى الضعف الشديد الذي يعاني منه السوق. وبشكل عام، يتم إرتفاع الأسعار في الكتف اليمنى، بحجم تداول ضعيف. لتحديد الحد الأدنى للهدف السعري المتوقع أن تصل إليه الأسعار، يتم قياس المسافة بين أعلى نقطة في الرأس، وخط الدعم أو خط الرقبة، وذلك من نقطة كسر السعر لمستوى الدعم.



أنماط الإستمرارية



تضم المثلث الصاعد، نمط العلم الشيراني، العلم المثلثي الصعودي، الكأس والحامل، المثلث المتناظر، العلم الهبوطي، العلم المثلثي الهبوطي، الريكتانجل، الوند الصاعد وقناة السعر.

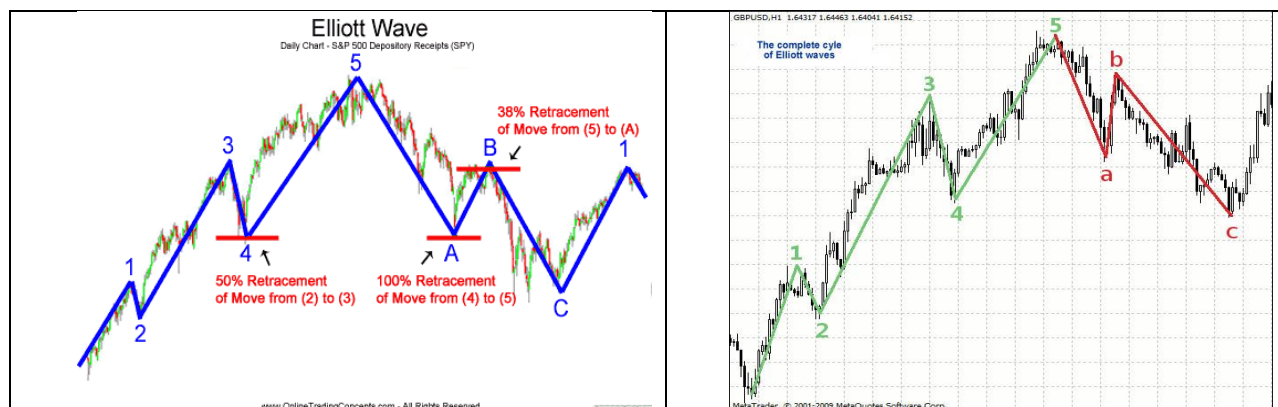


موجات اليوت Elliot Waves

تتكون حركة الأسعار، من ثمانية مجموعات، تنقسم كالاتي:

أولاً: خمسة موجات في الإتجاه الرئيسي؛

ثانياً: ثلاث موجات في الاتجاه المعاكس.



يقع الأساس الرياضي لمبدأ إليوت، في أرقام ونسب فيبوناتشي Fibonacci، وهي ببساطة على الشكل الآتي:

(1,1,2,3,5,8,13,21,34,55,89,144,...)

إن أي رقم في متتالية فيبوناتشي، يساوي حاصل جمع، الرقمين السابقين عليه.

$0.236 = 89 / 21$	$0.382 = 55 / 21$	$0.618 = 34 / 21$
$0.236 = 144 / 34$	$0.382 = 89 / 34$	$0.618 = 55 / 34$
$0.236 = 233 / 55$	$0.382 = 144 / 55$	$0.618 = 89 / 55$

$144 = 0.618 * 233$	$34 = 1.618 * 21$	$55 = 2.618 * 21$
$89 = 0.618 * 144$	$55 = 1.618 * 34$	$89 = 2.618 * 34$
$55 = 0.618 * 89$	$89 = 1.618 * 55$	$144 = 2.618 * 55$

$55 = 0.236 * 233$	$89 = 0.382 * 233$
$34 = 0.236 * 144$	$55 = 0.328 * 144$
$21 = 0.236 * 89$	$34 = 0.328 * 89$

تمتلك هذه الأرقام خصائص عديدة، منها الآتية:

قسمة أي رقم على الرقم الذي يليه يكون الناتج (0.618)
قسمة أي رقم على ثاني رقم يليه يكون الناتج (0.382)
قسمة أي رقم على ثالث رقم يليه يكون الناتج (0.236)
قسمة أي رقم على الرقم الذي يسبقه مباشرة يكون الناتج (1.618)

تعرف هذه النسب بإسم "نسب فيبوناتشي"، وتصف نسقا يتكرر في الطبيعة، بشكل مثير للدهشة. وتتضح خصائص أرقام فيبوناتشي، بعد أول أربعة أرقام في المتتالية، حيث تظهر العلاقات المهمة.

أي رقم يساوي تقريبا حاصل ضرب الرقم السابق له ب(1.618)
أي رقم يساوي تقريبا حاصل ضرب الرقم التالي له ب(0.618)
حاصل ضرب أي رقم ب (2.618) يساوي الرقم ما بعد التالي له
حاصل ضرب أي رقم ب (0.382) يساوي الرقم ما قبل السابق له

استطاع اليوت، باستخدام النسبة الذهبية Golden Ratio، أي (1.618)، التنبؤ بحركة الأسعار في الأسواق المالية، حيث انتبه إلى أن تلك الحركة، يحكمها نفس القانون الذي يحكم الظواهر الطبيعية. يمكن بناء الاستنتاجات التالية، اعتماداً على أرقام ونسب فيبوناتشي، بالطريقة التي استقاد منها اليوت في بناء موجته:

وجود دورة فيبوناتشي الرقمية. وهي مبنية على أرقام متوالية، ويتم قياسها، إما بدءاً من نقطة عليا أو نقطة دنيا للأسعار. ومن إحدى هذه النقاط، يتم العد لأرقام فيبوناتشي لتحديد تواريخ دوران الأسعار المستقبلية. **مثال.** نفرض اليوم هو تاريخ بدء العد لوجود قمة أو قاع مهم، وبتطبيق متوالية فيبوناتشي نصل إلى أنه بعد 13 أو 21 أو 34 يوم من الآن، ستصل الأسعار إلى تاريخ أو قمة أو قاع جديدين. وجود دورة نسب فيبوناتشي. يعتمد في التنبؤ بتاريخ تحول مجرى الأسعار، على خاصية كل حدين متتالين إلى الاقتراب من (0.618) و (1.618)، في علاقتهما ببعض.

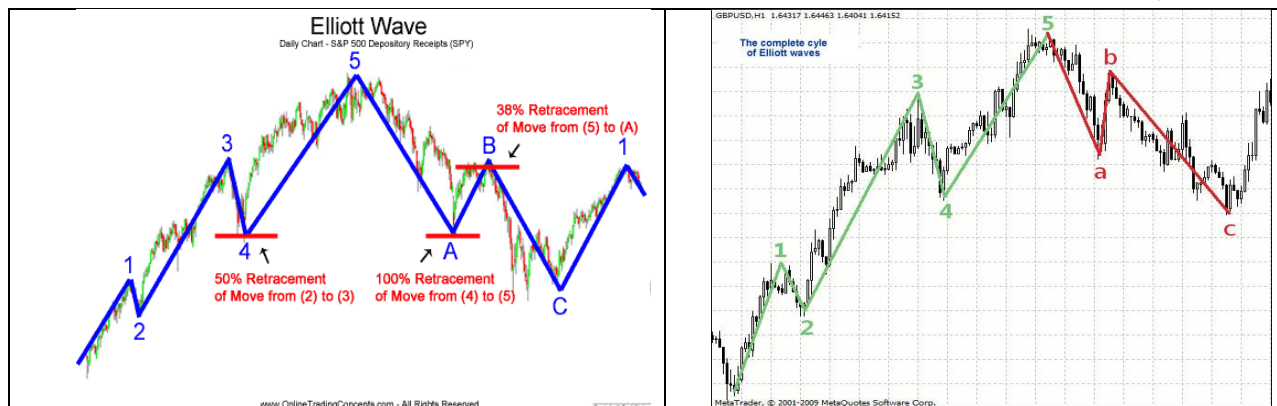
مثال. بافتراض أن الفترة الزمنية الفاصلة بين نقطة دنيا ونقطة دنيا تليها مباشرة، هي 31 يوماً، فانه يمكن التنبؤ بتاريخ تحول الأسعار، بإجراء الحسبة التالية مستخدمين هاتين النسبتين:

$19 = 0.618 * 31$
$50 = 1.618 * 31$
$50 = 19 + 31$ يوما
$81 = 50 + 31$ يوما

أي أنه يتوقع بعد 50 أو 80 يوم من تاريخ بدء العد، أن تتحول الأسعار فيه

يوجد بحسب موجة إليوت، ثلاث ركائز أساسية لسلوك الأسعار في السوق، هي الآتية:

1. نمط أو شكل حركة الأسعار: خمس موجات إلى أعلى، وثلاثة إلى أسفل أو بالعكس.
2. النسب التي تحكم العلاقات السعرية بعضها ببعض: أهمها الحركة التصحيحية بتراجع الأسعار، بنسب معينة 38%، 50%، .. من الحركة السابقة لها.
3. الزمن: أي المدة الزمنية التي تستغرقها الأسعار في حركتها، من أدنى سعر إلى أعلى سعر وبالعكس.



وتستخدم النسبة الذهبية في التنبؤ بتاريخ تحول مسار الأسعار مستقبلا

يرتكز مبدأ اليوت على مجموعة من الأسس الهامة الآتية:

- تتكون حركة السوق الصاعدة من ثماني موجات تنقسم إلى مجموعتين:
 - المجموعة الأولى. وتكون الطور الرقمي، وتحتوي على الموجات (1, 2, 3, 4, 5)
 - المجموعة الثانية. وتكون الطور الحرفي، وتحتوي على الموجات (A, B, C)
 - الموجتان (A, C)، تتجهان إلى أسفل، أما الموجة (B)، فتتجه إلى أعلى.
 - الموجات (1, 2, 3)، هي موجات دافعة، لأنها صاعدة.
 - الموجتان (2, 4)، تصحيتان.
 - يبدأ الطور الحرفي بإنهاء الطور الرقمي.
- وللتأكد من أن ترقيم الموجات صحيح، يجب توافر الشروط التالية:
- أ. عدم تراجع الموجة الثانية إلى أدنى من نقطة بداية الموجة الأولى؛
 - ب. عدم تراجع الموجة الرابعة إلى أدنى من نهاية الموجة الأولى؛
 - ج. ألا تكون الموجة الثالثة أقصر من الموجات الدافعة.

12-1-3-6 الشموع اليابانية Candlesticks

المداول

تشير المصادر إلى أن اليابانيين استخدموا التحليل الفني في الأسواق، منذ القرن السابع عشر. وتعد الشموع، طريقة قديمة لرصد وتسجيل حركة الأسعار في الأسواق. الشمعة، عبارة عن مستطيل له فتيلان علوي وسفلي. تمثل قمة الفتيل العلوي، أعلى سعر وصل إليه السهم، في الفترة الزمنية المرصودة. وتمثل أدنى نقطة في الفتيل السفلي، أدنى سعر للتداول. يمثل سعري الإفتتاح والإغلاق، إما بالخط العلوي أو الخط السفلي للمستطيل، وقد سموا المستطيل بالجسم والفتيل بالظل. إذاً، كل شمعة، تبرز علاقة بين متغيرات السعر الأربعة، أي سعر الإفتتاح وأعلى سعر، وأقل سعر وسعر الإغلاق. إذا كان سعر الإغلاق أعلى من سعر الإفتتاح، تكون الشمعة بيضاء اللون، وترمز للفرح بجني الأرباح. أما إذا كان سعر الإقفال أقل من الإفتتاح، تكون الشمعة سوداء اللون، وترمز للحزن والخسارة. يكبر جسم الشمعة أو يصغر، تبعاً لبعد أو قرب سعر الإفتتاح من سعر الإقفال، وعندما يكاد يتساوى السعران، يكاد الجسم يتلاشى تماماً، وهو ما يعرف باليابانية "دوجي" Doji. يعبر جسم الشمعة الكبيرة عن قوة، أما الجسم الصغير فهو دليل ضعف. ويدل وجود مجموعة أجسام صغيرة، على أن السوق في حالة تردد وحيرة، وعلى عجز المتعاملين عن تحريك السوق لأعلى أو لأدنى، بخلاف الحال عندما تظهر الأجسام الكبيرة، التي تدل على مقدرة المتعاملين على دفع الأسعار في اتجاه معين. ويعرف اليوم الذي تطول فيه المسافة، بين أعلى سعر وأدنى سعر، باليوم الطويل، أما اليوم الذي تتقارب فيه المسافة بين السعرين، فيعرف باليوم القصير.

الأشكال

يمكن التمييز بين الأشكال المكونة من شمعة واحدة، أو من شمعتين أو ثلاثة شموع.

1) أشكال الشمعة الواحدة

أ. الدوجي : تعني الشيء نفسه باليابانية، وتطلق على الشمعة التي يكون فيها سعر الإفتتاح في نفس مستوى سعر الإقفال، ويكون جسم الشمعة صغير جداً، بحيث تصعب رؤيته. تحدث الدوجي عندما يتساوى العرض مع الطلب وهو دليل على تكافؤ قوة كل من البائعين والمشتريين ، وللدوجي العجيب دلالة قوية حيث أن ظهوره بعد فترة ارتفاع للأسعار يفسر بتآكل قوة المشتريين وذلك لفشلهم في دفع الأسعار إلى أعلى وهذا إنذار للمستثمرين بالبيع ، كما يدل ظهوره بعد فترة تدهور للأسعار على عدم قدرة البائعين مواصلة الضغط على الأسعار أكثر من ذلك مما يستدعي البدء بالشراء. وللدوجي عدة أشكال تختلف

باختلاف مكان سعري الفتح والإقفال بالنسبة لمدى السعر وتحدث الشرطة عندما تتساوى أسعار الجلسة الأربعة: (أدنى, أعلى, فتح, إغلاق) قاعدة بسيطة وسهلة لقراءة شمعة دوجي إذا أتت شمعة دوجي بعد عدد من الشموع السوداء فذلك يدل أن الأيام السابقة شهدت تفوق لقوى البيع على قوى الشراء ولكن عند ظهور شمعة دوجي فذلك يدل أن قوى البيع تعادلت مع قوى الشراء مما يدل على أن قوى شرائية بدأت بالدخول وأن الأيام القادمة ستكون لصالح قوى الشراء وبالتالي سيرتفع السهم

ب. خط الحزام الحاجز الصاعد : عبارة عن شمعة بيضاء طويلة بلا ظل سفلي أي أن :أدنى سعر فيها هو سعر الفتح وتأتي في نهاية اتجاه نزولي . إن وجود هذه الشمعة في منطقة سعريه متدنية يعني أن الأسعار وصلت إلى مستويات متدنية للغاية وهذا جذب الراغبون بالشراء إلى اغتنام فرصة رخص الأسعار في الوقت الذي جعل البائعين ينصرفون عن البيع.

ج. الموجة العالية: يوجد ارتباط شديد في السوق حيث يتم التداول في مدى سعري كبير فالسعر يرتفع بحدة ثم يتدهور أو بالعكس وينتهي الحال بإقفال قريب نسبيا من الفتح أي بتكوين جسم صغير يقع في منتصف مدى الأسعار ويعني ذلك فشل كل من الثيران والدببة في مهمتهما فلا الثيران استطاعت جذب الأسعار إلى أعلى ولا الدببة استطاعت جذب الأسعار إلى أدنى

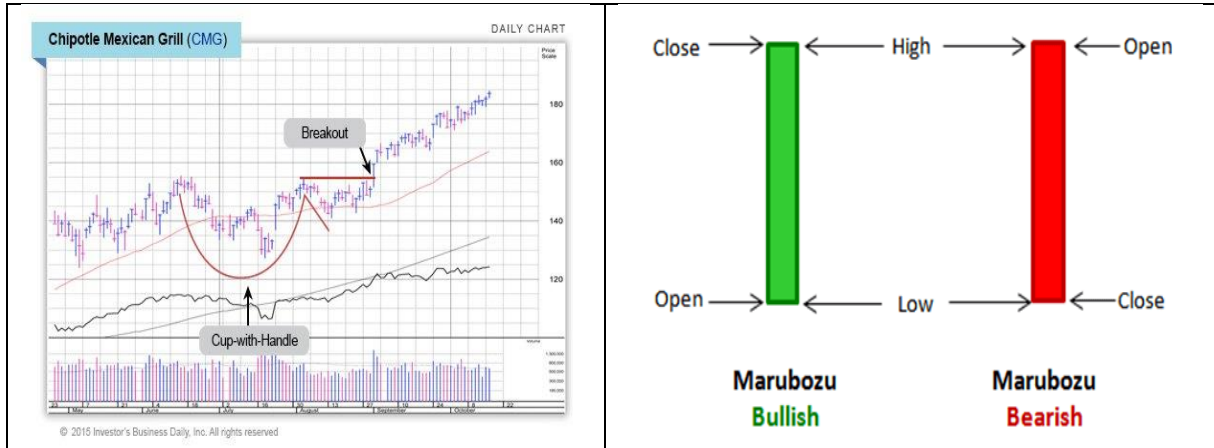
د. المطرقة: عندما يكون اتجاه الأسعار في هبوط فان هذه الشمعة تعرف بالمطرقة وتتكون من جسم صغير في الجزء العلوي من مدى الأسعار وظل سفلي طويل نسبيا ,وهي شمعة تنذر بانقلاب الأسعار من شكلها يتبين الأتي: جسمها قصير أبيض دليل على أن السعر زاد عن الافتتاح وأغلق علي ارتفاع ولكنها ارتفاع بسيط رأسها قصير دليل على أن السعر لم يرتفع كثيرا عن سعر الإغلاق يعني أن أعلى سعر حدث خلال التداول كان قريب جدا من سعر الإغلاق فتيلها السفلي طويل جدا دليل على أن البائعين سيطروا على التداول في البداية حتى انخفض السعر إلى هذا الحد ثم سيطر المشتريين واشتروا كميات كبيرة حتى عاد السعر إلى سعر الافتتاح مرة أخرى ,هذه الشمعة تحدث دائما بعد هبوط للسهم لذلك تشير كثيرا إلى وجود نقطة دعم وانتظار صعود عكسي للسهم.

هـ. الرجل المعلق (المشنوق): نمط يأخذ شكل المطرقة نفسها إلا أنه يظهر في اتجاه الأسعار الصاعد ويكون جسم الشمعة قصير لونه أسود دليل على أن السعر بدأ يرتفع ثم انهار وأغلق على انخفاض ولكنه بسيط هذه الشمعة تشير إلى قرب حدوث انهيار للسهم وأنه وصل إلى نقطة مقاومة ولذلك هي لا تحدث إلا بعد صعود واضح (أي أن السوق قام بشنق المشتريين).

و. المطرقة المقلوبة: وتتكون من جسم صغير يتدلى من فتيل علوي طويل, تظهر هذه الشمعة عندما يكون اتجاه الأسعار في نزول حيث تنبؤ بانعكاس الاتجاه وبيد صعود الأسعار.

ز. النجمة الطائرة: تأخذ شكل المطرقة المقلوبة نفسه ولكنه يظهر بعد ارتفاع كبير بالأسعار وهي تنبئ ببدء هبوط الأسعار.

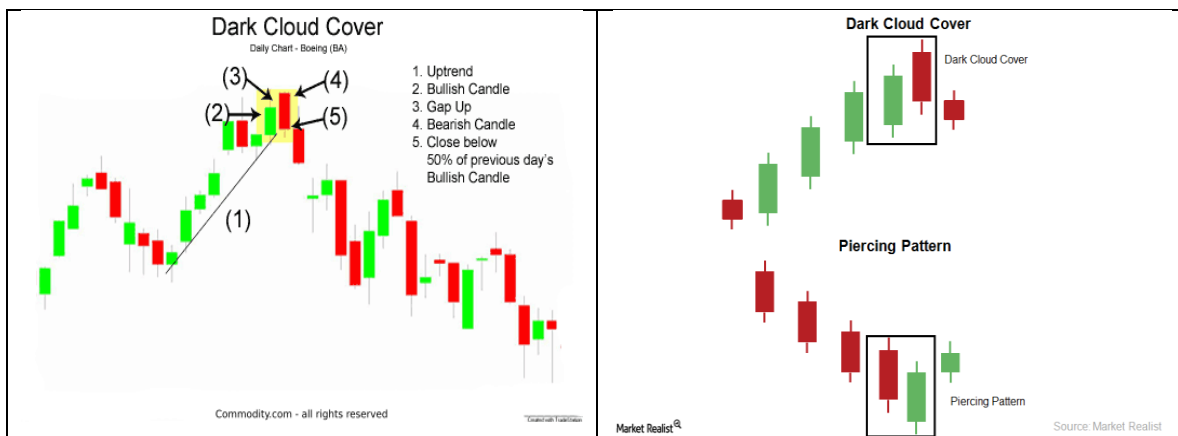
ح. الأخوين ماروبوزو () : من أكثر الشموع الطويلة فعالية هي نموذج الأخوين ماروبوزو الأسود والأبيض وهذا النموذج ليس له ظلال علوية أو سفلية أي أن: أدنى سعر و أعلى سعر ممثلان بسعري الفتح والإقفال فقط. تتشكل شمعة ماروبوزو البيضاء عندما يتساوى أدنى سعر مع سعر الافتتاح و أعلى سعر مع سعر الإقفال ويدل على أن المشتريين استطاعوا التحكم بالسعر بدءا من المضاربة الأولى وحتى الأخيرة. أما شمعة ماروبوزو السوداء فتتشكل عندما يتساوى أعلى سعر مع سعر الافتتاح وأدنى سعر مع سعر الإقفال وتدل على أن البائعين استطاعوا السيطرة على السوق بدءا من المضاربة الأولى وحتى الأخيرة.



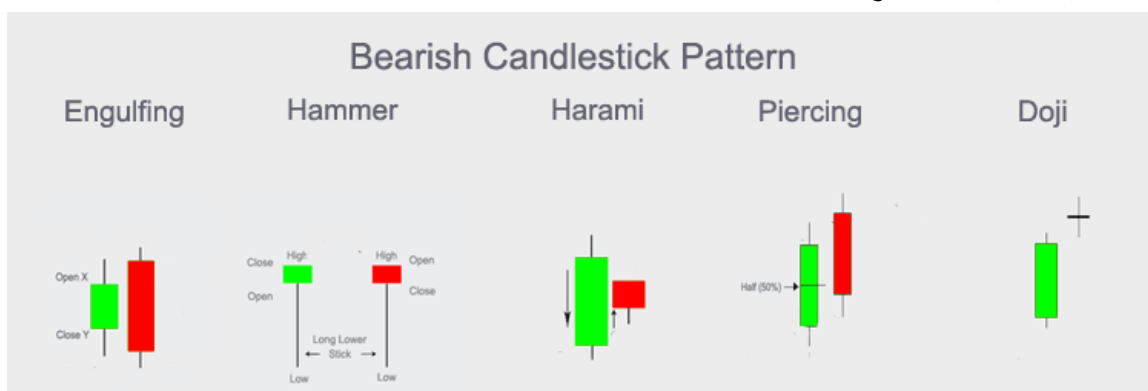
(2) أشكال الشمعتين

(a) الحصار الصاعد: نمط سعري عاكس للاتجاه النزولي يتكون من شمعتين الأولى جسمها أسود صغير نسبيا تتبعها شمعة جسمها أبيض كبير يبتلع تماما جسم الشمعة الأولى وهذا يفسر بقيام الثيران بمحاصرة الدببة فبالرغم من كون الأسعار تتجه جنوبا وفتح السوق بسعر يقل عن سعر إقفال الجلسة السابقة إلا أن الثيران نجحوا أخيرا في جميع قواهم ودفع الأسعار إلى أعلى لينجحوا في تحقيق سعر إقفال يعلو سعر فتح وأعلى سعر في الشمعة السابقة.

(b) غطاء السحابة المظلمة: نمط سعري عاكس للاتجاه الصاعد يتكون من شمعتين، الأولى طويلة بيضاء تتبعها شمعة طويلة سوداء يكون فيها سعر الفتح في مستوى أعلى من أعلى سعر للشمعة الأولى وسعر إقفالها في مستوى منتصف جسم الشمعة الأولى.



(c) هرامي: وهي كلمة يابانية تعني "المرأة الحامل"، ويتكون هذا النمط السعري من شمعتين : الأولى عبارة عن جسم كبير نسبيا والجسم الثاني صغيرا يأتي بداخل الجسم الأول ويدل هذا الشكل على بداية حياة جديدة للأسعار.



(3) أشكال الثلاثة شمعات

i. **الغريبان الثلاثة السود:** ثلاث شمعات طويلة سوداء معروفة بتدني أسعار إقفالها وهي جميعا بشكل سفلي قصير نسبيا، أي أن أسعار الأقفال تكون عند أدنى سعر لكل شمعة أو قريب جدا منه وهذا دليل على قوة البائعين وسيطرتهن على السوق.

ii. **الجنود الثلاثة البيض:** ثلاث شموع طويلة بيضاء كل شمعة يرتفع سعر إقفالها عن الشمعة التي يسبقها وهي جميعا إما بدون ظل علوي أو بظل علوي قصير جدا أي أن اقفالاتها تكون عند أعلى سعر بكل شمعة أو قريب جدا منه وهذا دليل على قوة المشترين وسيطرتهم التامة على السوق.

المبحث الثاني

أساسيات التحليل الفني (المؤشرات)

Technical Indicators

الأهداف التعليمية:
1. التعرف على أنواع المؤشرات الفنية.
2. معرفة المؤشرات ضمن كل فئة.
3. فهم نسب فيبوناتشي.

12-2-1 أنواع المؤشرات الفنية

Types of Technical Indicators

يمكن تعريف المؤشر الفني، بأنه عملية حساب رياضي، يتم تطبيقها على البيانات التاريخية للسوق، بخصوص السعر أو الحجم، أو الحسابات الأخرى المشتقة من السعر أو الحجم. ويمثل التحليل الفني، أسلوباً معروفاً عند متاجري الأجل القصير، يستخدم لتحديد اتجاهات السوق والأنماط الأخرى، ومن ثم، لا يحلل البيانات الأساسية من أرقام اقتصادية وغيرها. بناءً عليه، فإن الأهداف الرئيسة لهذا النوع من التحليل، تتمثل بالآتي:

- التنبه والتأهب **Alert**: تنبيه المتداول إلى الاتجاه المحتمل.
- التنبؤ **Predict**: الاحتمالات الحالية لاتجاه تحركات الأسعار المستقبلية.
- التأكيد **Confirm**: تأكيد الأنماط التي تقترحها المؤشرات الأخرى أو طرق التحليل.

فئات المؤشرات Categories

يمكن تصنيف المؤشرات، بين مطلقة ونسبية.

- **المؤشرات المطلقة**، مثل مؤشر الماكد MACD، ومؤشر المتوسط المتحرك MA، ومؤشر قناة بولينجر Bollinger Bands، ومؤشر تركس TRIX، وغيرها. يكتسب هذا النوع من المؤشرات موثوقية كبيرة، في الأسواق المتجهة أو المدفوعة باتجاه ما Trend Markets، أي اتجاه سعري رئيسي.
- **المؤشرات النسبية**، مثل ستوكاستيك Stochastic، مؤشر القوة النسبية RSI، مؤشر قناة السلع CCI، CMO، مؤشر الزخم Momentum، وغيرها. يكتسب هذا النوع من المؤشرات موثوقية كبيرة في الأسواق الجانبية Sideway Markets، أي اتجاه سعري جانبي.

كما نستطيع وضع المؤشرات في مجموعتين كالآتي: قائدة leading، تأخيرية lagging.

1. مؤشرات القيادة

تعطي هذه المجموعة من المؤشرات، إشارات قبل أن يبدأ الاتجاه، ومن ثم فهي تقود السعر. يستخدم في توقع السعر، فترات مرجعية أقصر. ويأتي ضمن هذه المجموعة مؤشرات، مثل ستوكاستيك Stochastics، والماكد MACD، ومؤشر القوة النسبية RSI، وهي المؤشرات الأكثر شهرة.

2. مؤشرات التأخير

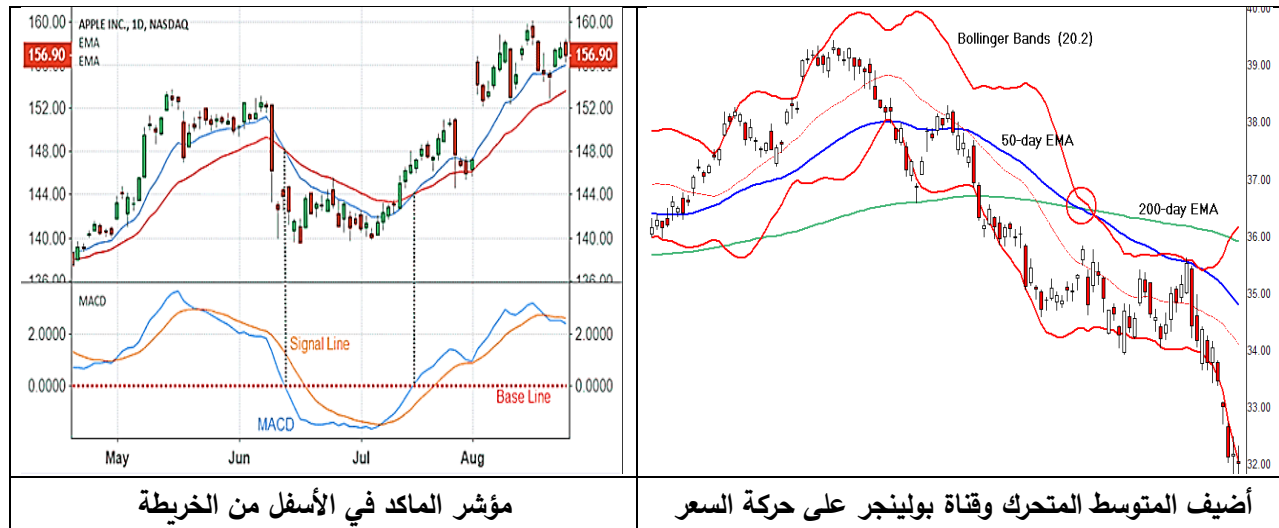
تعطي هذه المجموعة، إشارات تتبع حركة السعر. يحدث ذلك بعد أن يكون قد بدأ الاتجاه أو الانعكاس، لذلك يتم استخدامها لتأكيد الاتجاهات والأنماط. ويأتي ضمن هذه المجموعة مؤشرات، مثل المتوسطات المتحركة Moving Averages، وهي أكثر مؤشرات التأخير استخداماً.

ويمكننا إقامة نوع من التفريق بين المؤشرات التي تركب على الخريطة، حيث يوجد نوعان أساسيان هما:

أ. الإضافات Overlays - يتم رسم المؤشرات الفنية التي تستخدم نفس المقياس، فوق الأسعار، على المخطط، ومن أمثلة ذلك المتوسطات المتحركة وقنوات بولينجر Bollinger Bands.

ب. المذبذبات Oscillators - يتم رسم المؤشرات الفنية بين الحد الأدنى والحد الأقصى، أعلى أو

أدنى مخطط السعر، وتتضمن الأمثلة مؤشر الماكد MACD، ومؤشر القوة النسبية RSI.



تستخدم في المؤشرات المتنوعة حسابات مختلفة، بهدف إظهار جوانب معينة، من البيانات الأولية الخام. ويأتي في هذا الإطار، أكثرها استخداماً، مثل الآتية:

- مؤشرات الاتجاه Trends،
- مؤشرات الزخم momentum،
- مؤشرات التقلب volatility،

○ مؤشرات الحجم volume.

نتعرض فيما يأتي، للأساسيات في أكثر المؤشرات المستخدمة شيوفاً، بإختصار، ويأتي ضمنها ما يأتي:

○ مؤشرات الاتجاه Trend Indicators

تحتسب هذه المؤشرات اتجاه وقوة الاتجاه، من خلال المقارنة بأسعار أساس ثابتة، متضمنة في المتوسط السعري.

(1) المتوسطات المتحركة Moving Averages

تستخدم المتوسطات المتحركة MA، لتحديد الاتجاهات والإنعكاسات، ولتحديد مستويات الدعم والمقاومة. يتم حسابها عن طريق أخذ متوسط عدد من نقاط البيانات السابقة. وبمجرد تحديده، يتم رسم المتوسط الناتج على المخطط، للسماح للتجار بالإطلاع على البيانات التي تم تمهيدها أو مجانستها Smoothed، بدلاً من التركيز على تقلبات الأسعار اليومية المتأصلة في جميع الأسواق المالية.



يتم حساب المتوسط المتحرك البسيط، بأخذ المتوسط الحسابي لمجموعة معينة من القيم. وللقيام بحسابه لمدة عشرة أيام مثلاً، يمكن إضافة أسعار إغلاق من الأيام العشرة الماضية، ثم قسمة النتيجة على 10. في الجدول أدناه، يكون مجموع الأسعار خلال الأيام العشرة الماضية (110) مقسومة على عدد الأيام (10)، والنتيجة هي 11.

7	11	6	15	6	10	15	9	7	11	12	14	11	5
---	----	---	----	---	----	----	---	---	----	----	----	----	---

وبمجرد دخول قيمة جديدة، مع التحرك نحو الأمام، ولتكن 5 مثلاً، تخرج أول قيمة لجهة اليسار ويصبح المتوسط المتحرك الجديد مساوياً 10.

7	11	6	15	6	10	15	9	7	11	12	14	11	5
---	----	---	----	---	----	----	---	---	----	----	----	----	---

(2) التوقف والإنعكاس

Parabolic Stop and Reverse (التوقف والإنعكاس SAR) - تأخير Lagging

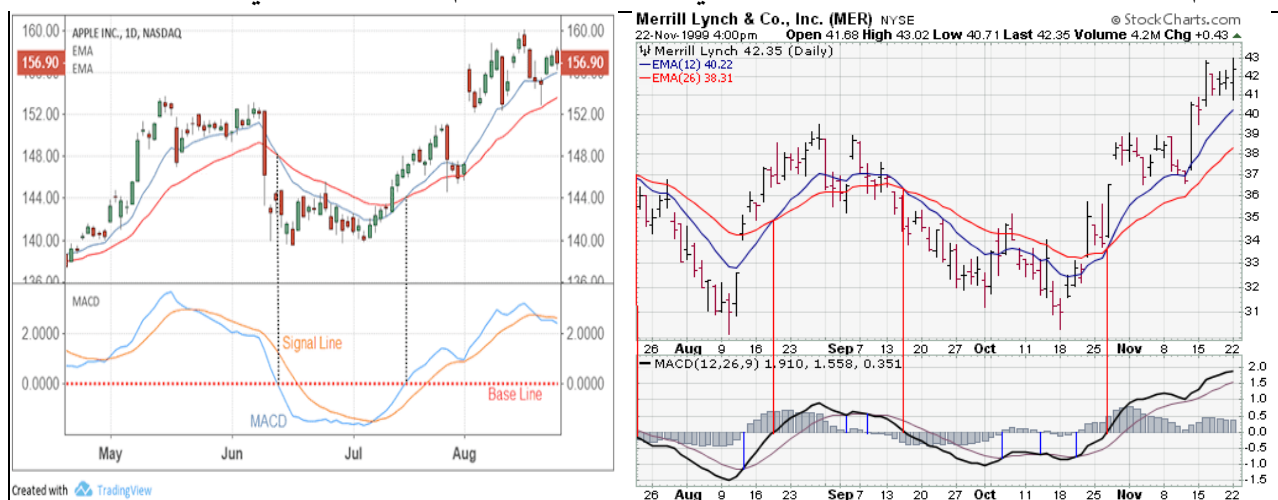
يستخدم هذا المؤشر للعثور على الانعكاسات المحتملة في اتجاه سعر السوق.



(3) التقاء وافتراق المتوسط المتحرك (المكد)

Moving Average Convergence Divergence - تأخير Lagging

يستخدم مؤشر MACD، للكشف عن التغييرات في القوة والاتجاه والزخم، ومدة الاتجاه في السعر.



○ مؤشرات الزخم Momentum Indicators

تحدد هذه المؤشرات معدل أو سرعة حركة السعر، ويمكن تحليل الحجم بدلاً من السعر. يقارن المؤشر سعر الإغلاق الحالي بالإغلاقات السابقة، ويكون عادة، الخط الموجود تحت التذبذب مع تغير الزخم. يمكن أن يشير الافتراق Divergence، بين السعر والزخم، إلى تغير مستقبلي في السعر.

(a) مؤشر التذبذب ستوكاستك - قيادة Stochastic Oscillator

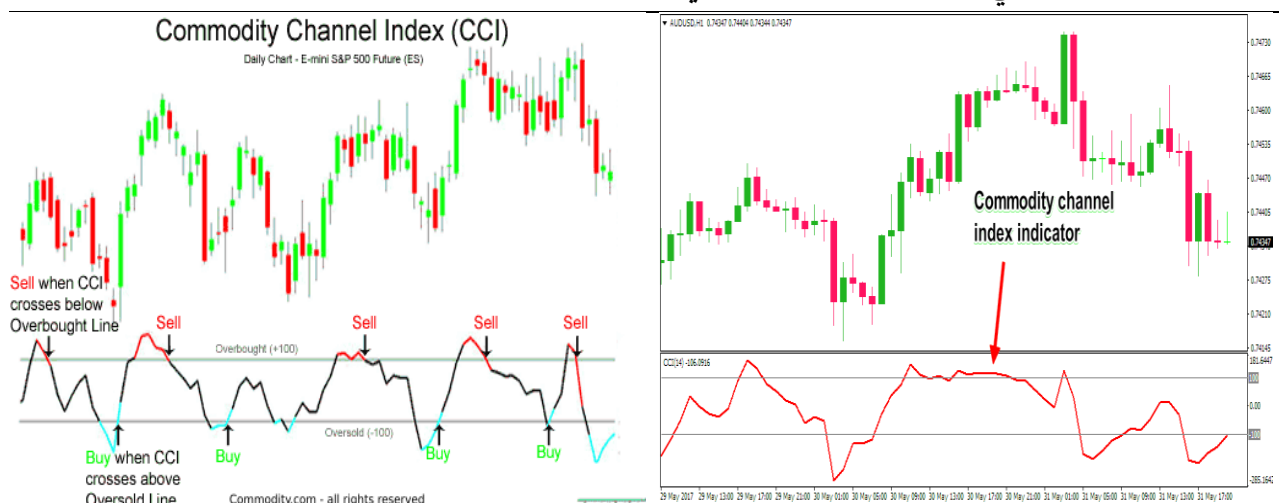
يستخدم هذا المؤشر للتنبؤ بنقاط تحول السعر، من خلال مقارنة سعر الإغلاق بنطاقه السعري.



(b) مؤشر قناة السلع - قيادة Commodity Channel Index (CCI)

Commodity Channel Index (CCI)

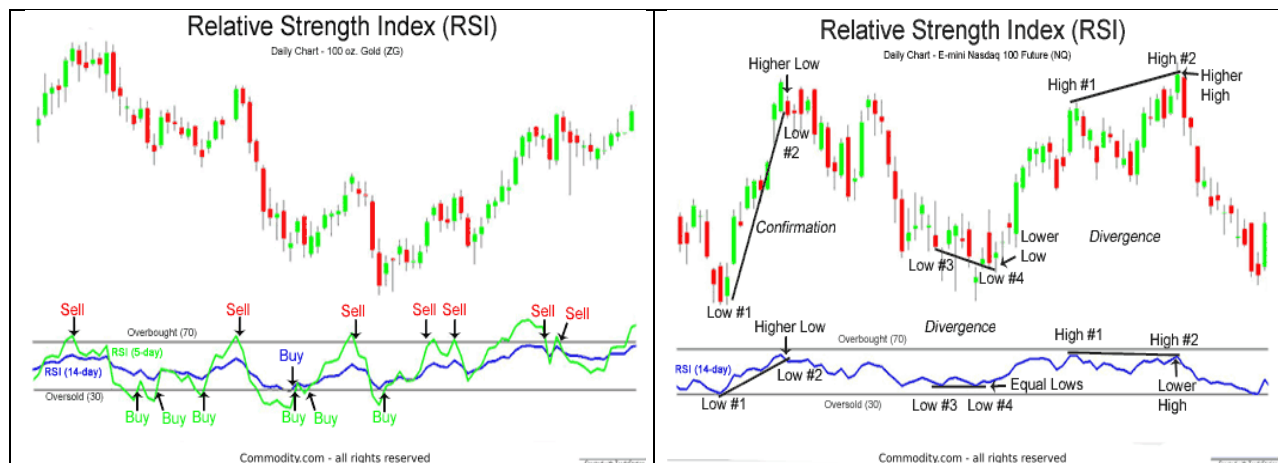
مؤشر تذبذب، يساعد في تحديد الانعكاسات السعريّة، الحدود القصوى للأسعار، وقوة الاتجاه.



(c) مؤشر القوة النسبية - قيادة Relative Strength Index (RSI)

Relative Strength Index (RSI)

يقيس هذا المؤشر قوة التداول الأخيرة، وسرعة التغير في الاتجاه وحجم الحركة.



○ مؤشرات التقلب Volatility Indicators

تقيس هذه المؤشرات معدل حركة السعر، بناءً على التغير في أعلى وأدنى الأسعار السابقة. إنها تعطي المتاجر، فكرة عن الارتفاع أو الانخفاض السعري، مقارنة بالتداولات السابقة.

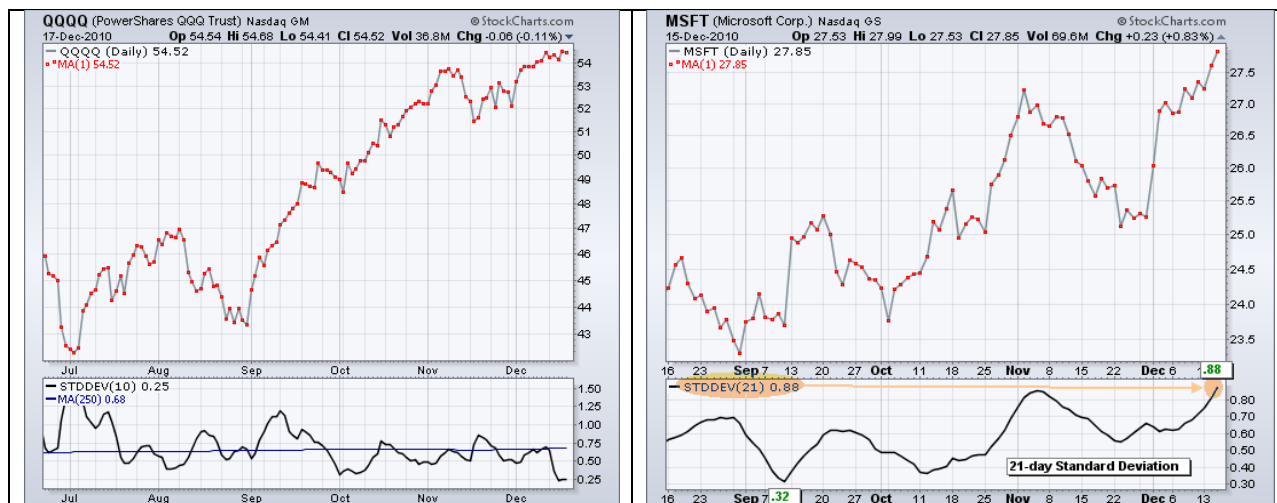
١. متوسط المدى الحقيقي Average True Range - تأخير

تظهر هذه المؤشرات، درجة تقلب الأسعار.



٢. الانحراف المعياري Standard Deviation - تأخير

تستخدم هذه المؤشرات، لقياس المخاطر المتوقعة وتحديد معنوية بعض حركات الأسعار.

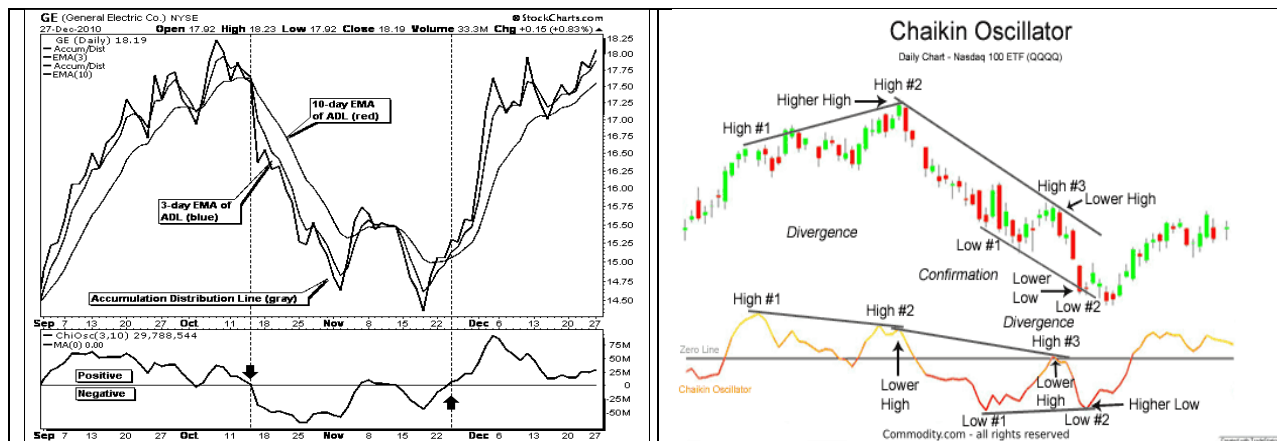


○ مؤشرات الحجم Volume Indicators

تقيس هذه المؤشرات، قوة الاتجاه، أو تؤكد الاتجاه، بناءً على متوسط الحجم الخام raw. يزيد عدد وحدات الحجم كلما تعزز الاتجاه.

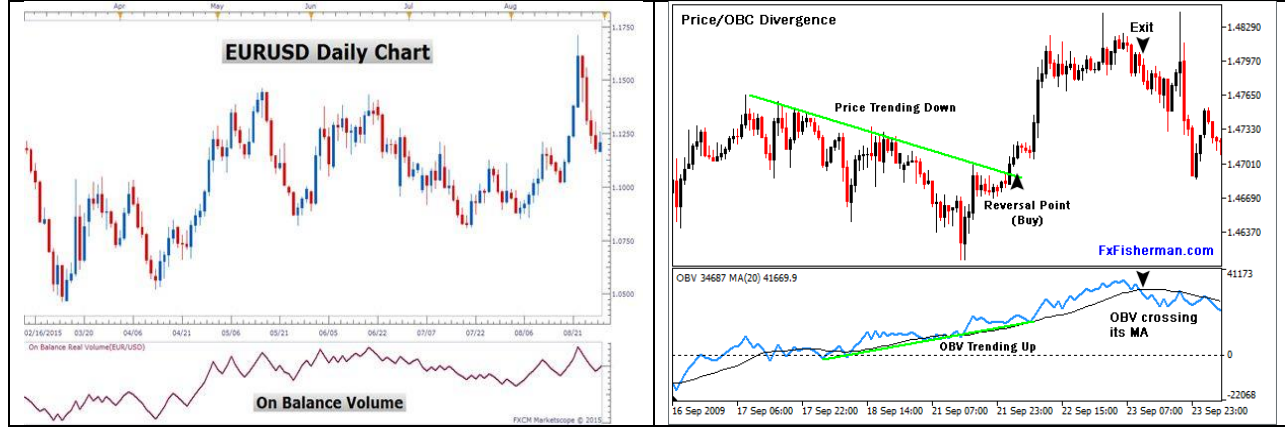
أ. مؤشر التذبذب تشاينك Chaikin Oscillator - قيادة

تراقب هذه المؤشرات تدفق الأموال إلى داخل وخارج السوق، والتي يمكن أن تساعد في تحديد القمم والقيعان.



ب. رصيد الحجم On-Balance Volume - قيادة

تحاول هذه المؤشرات، قياس مستوى التجميع أو التراكم accumulation، أو التوزيع distribution، من خلال مقارنة الحجم بالسعر.



ج. معدل التغير الحجمي Volume Rate of Change - تأخير

تسلط هذه المؤشرات، الضوء على الزيادات في الحجم، وتحدث في الغالب عادة، على قمم وقيعان السوق، أو عند الاختراقات.



نستطيع أن نبني الخلاصة الآتية، استناداً إلى ماسبق عرضه: لا تستطيع المؤشرات بغض النظر عن دقتها، التنبؤ بسلوك المشاركين الآخرين، ولا يمكن بالتالي، الاعتماد عليها دائماً في كل موقف. لا فائدة من وجود مؤشر يصح بنسبة 60% من الوقت، إذا أخذت كإشارة جيدة، في حال كانت الخسارة ضعف كمية الخسارة التي تسببها الإشارات السيئة.

12-2-2 نسب فيبوناتشي Fibonacci ratios

تمثل نسب فيبوناتشي، علاقات رياضية، معبر عنها كنسب، مشتقة من تسلسل فيبوناتشي. النسب المفتاحية هي: (0%, 23.6%, 38.2%, 50%, 61.8% and 100%).

$$F_{100\%} = \left(\frac{1+\sqrt{5}}{2}\right)^0 = 1$$

نسبة فيبوناتشي المفتاحية (0.618) مشتقة من قسمة أي رقم في التسلسل على الرقم الذي يليه مباشرة. مثال، 13/8 يساوي تقريباً (0.6154)، و 89/55 يساوي تقريباً (0.6180).

$$F_{61.8\%} = \left(\frac{1+\sqrt{5}}{2}\right)^{-1} \approx 0.618034$$

يمكن إيجاد النسبة (0.382)، بتقسيم أي رقم في التسلسل على الرقم الثاني إلى اليمين. مثال ذلك (34/89)، يعطي تقريباً (0.3820).

$$F_{38.2\%} = \left(\frac{1+\sqrt{5}}{2}\right)^{-2} \approx 0.381966$$

يمكن إيجاد النسبة (0.236)، بتقسيم أي رقم في التسلسل على الرقم الثالث إلى اليمين. مثال ذلك (55/233)، يعطي تقريباً (0.2361).

$$F_{23.6\%} = \left(\frac{1+\sqrt{5}}{2}\right)^{-3} \approx 0.236068$$

النسبة (0):

$$F_{0\%} = \left(\frac{1+\sqrt{5}}{2}\right)^{-\infty} = 0$$

The 0 ratio is :

النسب الأخرى: يتم الحصول على النسبة (0.764)، من طرح (0.236)، من الرقم (1).

$$F_{78.4\%} = 1 - \left(\frac{1+\sqrt{5}}{2}\right)^{-3} \approx 0.763932$$

النسبة (0.786):

$$F_{78.6\%} = \left(\frac{1+\sqrt{5}}{2}\right)^{-\frac{1}{2}} \approx 0.786151$$

تشتق النسبة (0.500)، بتقسيم الرقم (1)، أي الثالث في التسلسل، على الرقم (2)، أي الرابع في التسلسل.

$$F_{50\%} = \frac{1}{2} = 0.500000$$

الإطار رقم (1-2-2-12). زوايا غان Gann angles

يقوم التوازن المثالي بين الزمن والسعر، بحسب زوايا غان Gann angles، عندما تتحرك الأسعار بشكل مشابه للزمن، ويحدث ذلك، عند زاوية 45 درجة. ويوجد زوايا مختلفة مهمة لتحديد خطوط الاتجاه وحركات السوق.



حدد غان Gann، تسعة زوايا مهمة، واعتبر أن (1×1) هو الأكثر أهمية:

$1 \times 1 = 45$			
$1 \times 8 = 82.5$	$1 \times 4 = 75$	$1 \times 3 = 71.25$	$1 \times 2 = 63.75$
$2 \times 1 = 26.25$	$3 \times 1 = 18.75$	$4 \times 1 = 15$	$8 \times 1 = 7.5$

يجدر الإنتباه، إلى أنه ليحصل التوافق بين قيم الضلع القائم والقاعدة، بمعنى، (1×1) ، أو (8×1) ، وغيرها مع الزوايا الفعلية بالدرجات، يجب أن يكون للمحورين X و Y، فواصل زمنية متساوية. يعني ذلك، أن وحدة واحدة على المحور الأفقي، أي، الساعة، اليوم، الأسبوع، الشهر، وما إلى ذلك، يجب أن تكون بنفس وحدة المسافة على المحور الرأسي. ولمعايرة المخطط، فإن أسهل طريقة هي التأكد من أن (1×1) ، تنتج زاوية 45 درجة.

المبحث الثالث

التحليل الفني والتحليل الأساسي وفرضية كفاءة السوق

الأهداف التعليمية:

1. التعرف على حدود التحليل الفني.

2. تبين الاختلافات بين التحليل الأساسي والفني وفرضية السوق الكفاءة.

3. معرفة التباينات بين أنصار التحليل الفني ومؤشراتهم.

عندما يتعلق الأمر بالأسواق، فإن التحليل الأساسي والتحليل الفني، مدرستي الفكر الرئيسية، يقفان على نقيض. تستخدم كلتا الطريقتين للبحث عن الاتجاهات المستقبلية في أسعار الأسهم والتنبؤ بها، ومثل أي إستراتيجية أو فلسفة استثمارية، يكون لكل منهما دعاة وخصوم.

يعتبر التحليل الأساسي أن الأسعار الظاهرة في السوق ليست سوى نتيجة للعوامل الحقيقية وراءها، وهي عوامل متعلقة بالعرض والطلب، وهذه العوامل هي الأسباب الحقيقية لتغير الأسعار. وبالتالي فإن محاولة التنبؤ بتطور الأسعار تتطلب البحث في الأسباب وليس في النتائج. فالسعر كما يظهر في السوق ليس إلا عرضاً أو مظهراً للأسباب الحقيقية التي تكمن في ظروف العرض والطلب. فتفسير الظواهر، وبالتالي القدرة على التنبؤ بتطورها يتطلب نظرية أو مجموعة من الفروض عن أسباب الظاهرة. وهذه الفروض هي ما تقدمه النظرية الاقتصادية. ولذلك فإن التحليل الأساسي، لا يتوقف على البيانات المالية المتحققة وحدها، بل يحاول أن يغوص في بحث العوامل الكامنة وراء هذه البيانات من ظروف للطلب والعرض، ومحاولة استقصاء المؤثرات على هذه العوامل.

يحاول التحليل الأساسي، كطريقة لتقييم الأوراق المالية، قياس القيمة الجوهرية للسهم. يدرس المحللون الأساسيون كل شيء من الاقتصاد الكلي وظروف الصناعة إلى الحالة المالية وإدارة الشركات، الأرباح والمصروفات والأصول والخصوم، كلها خصائص مهمة للمحللين الأساسيين.

يختلف التحليل الفني عن التحليل الأساسي، في أن سعر السهم والحجم، هما المدخلان الوحيدان. ويتمثل الافتراض الجوهري، في أن جميع العوامل الأساسية تعرف في السعر *factored into price*؛ وبالتالي، ليست هناك حاجة إلى إيلاء اهتمام لصيق بهم. لا يحاول المحللون الفنيون قياس القيمة الجوهرية للأوراق المالية، بل يستخدموا مخططات الأسهم لتحديد الأنماط والاتجاهات التي تشير إلى ما سيفعله السهم في المستقبل.

حدود التحليل الفني

تقف فرضية السوق الكفوءة، كمبدأ اقتصادي، عقبة رئيسية أمام شرعية التحليل الفني. حيث أنه وفقاً لهذه الفرضية، تعكس أسعار السوق جميع المعلومات الحالية والسابقة بالفعل، وبالتالي لا توجد وسيلة للاستفادة من الأنماط أو الأخطاء في التسعير لكسب أرباح إضافية، أو كما يطلق عليها " α ". لا يعتقد الاقتصاديون والمحللون الأساسيون الذين يؤمنون بالأسواق الكفوءة، أن أية معلومات قابلة للتنفيذ موجودة في بيانات الأسعار والحجوم التاريخية، وعلاوة على ذلك، فإن التاريخ لا يعيد نفسه؛ بدلاً من ذلك، تتحرك الأسعار بسير عشوائي Random Walk.

يتمثل الانتقاد الثاني للتحليل الفني، في أنه يعمل في بعض الحالات، ولكن فقط لأنه يشكل نبوءة ترضي ذاتها. على سبيل المثال، سيصدر العديد من المتداولين الفنيين أمر إيقاف الخسارة stop-loss order، إلى ما دون المتوسط المتحرك لـ 200 يوم لشركة معينة. إذا قام بذلك عدد كبير من المتداولين، ووصل السهم إلى هذا السعر، فسيكون هناك عدد كبير من أوامر البيع، مما سيدفع السهم للأسفل، مما يؤكد حركة التجار المتوقعة. بعد ذلك، سوف يرى المتداولون الآخرون انخفاض الأسعار ويبيعوا مراكزهم أيضاً، مما يعزز قوة الاتجاه. يمكن اعتبار ضغط البيع قصير الأجل هذا، مكنياً ذاتياً، لكن سيكون له تأثير ضئيل على سعر الأصل بعد أسابيع أو أشهر من الآن. باختصار، إذا استخدم عدد كافٍ من الأشخاص نفس الإشارات، فقد يتسبب ذلك في حركة نحو لإشارة المتنبأ بها، ولكن على المدى الطويل، لا تستطيع هذه المجموعة الوحيدة من المتداولين دفع السعر.

الافتراضات الأساسية للتحليل الفني، والاختلاف عن التحليل الأساسي!

الافتراضات:

- (1) تتحدد القيمة وبالتالي الأسعار بالعرض والطلب؛
- (2) العرض والطلب يدفعهما سلوك عقلائي وغير عقلائي؛
- (3) تتحرك أسعار الأوراق المالية وفق نزعات (اتجاهات) تتواصل لفترات طويلة نسبياً؛
- (4) بينما أسباب التغير في العرض والطلب صعبة التحديد، فإن الانتقال الفعلي في العرض والطلب يمكن ملاحظته في سلوك السعر السوقي.

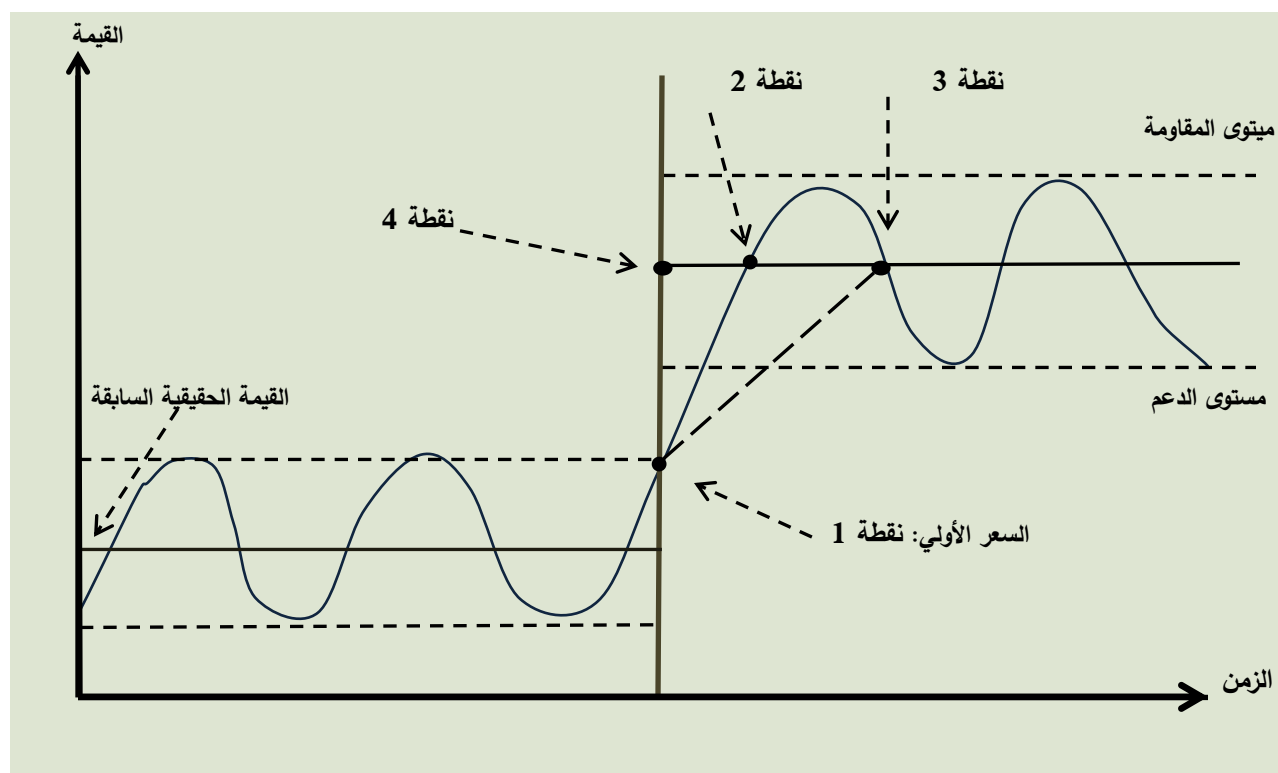
التحديات: يتمثل التحدي الرئيسي للتحليل الفني في فرضية السوق الكفوءة EMH، إذ يعتقد أتباع هذه الفرضية أن كل المعلومات المتاحة المرتبطة بالتحليل الأساسي والفني تنعكس في الأسعار الجارية للأوراق المالية. ويعتقدون بأن قواعد التعامل الفنية تتطلب الكثير من التفسير الذاتي وأن القرارات تختلف عبر الزمن.

ويعتقد المحللون الأساسيون بأن سعر الورقة يتحدد بالعرض والطلب على هذه الورقة بناء على المؤشرات الاقتصادية الأساسية، من مثل العائد المتوقع والمخاطرة. ويؤمن أصحاب التحليل الأساسي أن بإمكانهم التنبؤ بتغيرات القيمة من خلال تحليل الأرباح والمعطيات العامة الأخرى.

الاختلاف: يتمثل الاختلاف بين أنصار التحليل الفني والتحليل الأساسي، في الافتراض الخاص بسرعة تمثل المعلومة في السعر. يعتقد الفنيون بأن ردة الفعل بطيئة، بينما الأساسيون يرون بأن الأسعار تتعدل بسرعة، بالإضافة إلى إحساس محلي فرضية السوق الكفاءة بأن تعدل الأسعار يحصل مباشرة في الغالب.

يبحث أنصار التحليل الأساسي في تغيرات القيمة الأساسية التي تقود إلى تغيرات العرض والطلب على السهم وبشكل مفاجيء. ويبحث المحللون الفنيون عن دليل على التغير في العرض والطلب من خلال إشارات السوق والمؤشرات. ويقول اتباع فرضية السوق الكفاءة بأن كل هذا البحث لأمل منه وبدون فائدة عملية، على اعتبار أن الأسعار تتغير بسرعة استجابة للتغير في المعلومات.

ويمكننا تمثيل التباين في الآراء الثلاث كما في الشكل التالي:



التفسيرات:

- يتحدث المحلل الساسي عن سبب الانتقال في نطاق القيمة إلى الأعلى. ولكن يحصل الانتقال عندما يكتشفونه! وتحصل تغيرات السعر، كما يحدد المحلل الأساسي خلال فترة أيام أو أسابيع. ويمكن التعبير عن عملية تكيف (تغير) السعر عند المحلل الأساسي بالمر من النقطة 1 إلى نقطة 2.
- يبحث المحلل الفني عن مؤشرات الانتقال في نطاق القيمة. ويبني الفنيون استراتيجيتهم على أمل بأن تغيرات السعر ستحصل خلال فترة طويلة من الزمن يمكن التعبير عنها بالمر من النقطة 1 إلى النقطة 3.
- يقول المنادون بفرضية السوق الكفوة بأنه عندما يحصل الانتقال في نطاق القيمة، سينتقل السعر بسرعة، وهذا الانتقال يمكن التعبير عنه بالمر من النقطة 1 إلى النقطة 4.

مميزات وتحديات التحليل الفني!

المميزات:

- (1) سريع وسهل؛
 - (2) لا يتطلب بيانات محاسبية أو تحليلات بخصوص الاختلافات في طرق المحاسبة؛
 - (3) يجمع بين الأسباب النفسية مع الاقتصادية وراء تغير السعر؛
 - (4) يخبرنا متى نشترى (وليس: لماذا نشترى؟).
- التحديات:** يكمن التحدي الرئيسي أمام التحليل الفني، كما أسلفنا في فرضية السوق الكفوة. فمحللو السوق الكفوة يشعرون بأن كل المعلومات المتاحة معكوسة في السعر الجاري للورقة، ويحاججون بأن العلاقة "الفنية" قد لا تتكرر. كما يلاقي التحليل الفني التحدي من الحجة القائلة بأن القواعد الفنية تتطلب الكثير النفسي الذاتي وأن القرارات تتغير عبر الزمن.

- يتطلب التحليل الفني دوما نوعا من القواعد، ومن أهم التحديات أمام قواعد المتاجرة الفنية ما يلي:
1. لم يجد أنصار فرضية السوق الكفوة في دراساتهم والاختبارات التي يجرونها، أي دليل على أن السعر يتحرك وفق نزعات أو اتجاهات (بمعنى أن محددات السعر في الماضي قد لا تتكرر)؛

2. إذا كان لقواعد المتاجرة الفنية أن تعمل، فإن تحركات السعر تصبح "ذاتية التنبؤ"، بمعنى أنه في حال كان هناك عدد كاف ممن يعتقدون بأن السعر سيرتفع \$5 للسهم، فإن ضغط الشراء سيسبب اختراقاً في السعر وسيرتفع، بالرغم من أن ذلك يبدو وقتياً أو لحظياً؛
3. إذا ثبت نجاح المتاجرة الفنية، سيحاول الآخرون العمل بها. ومع زيادة المتاجرين ممن يطبقون نفس استراتيجية التداول، فإن القيمة تتحدد أو تصبح محيدة؛
4. تفسير القواعد ذاتي جداً، والقرارات تتغير عبر الزمن.

الأمثلة على المؤشرات الفنية!

تقع قواعد المتاجرة الفنية في فئتين:

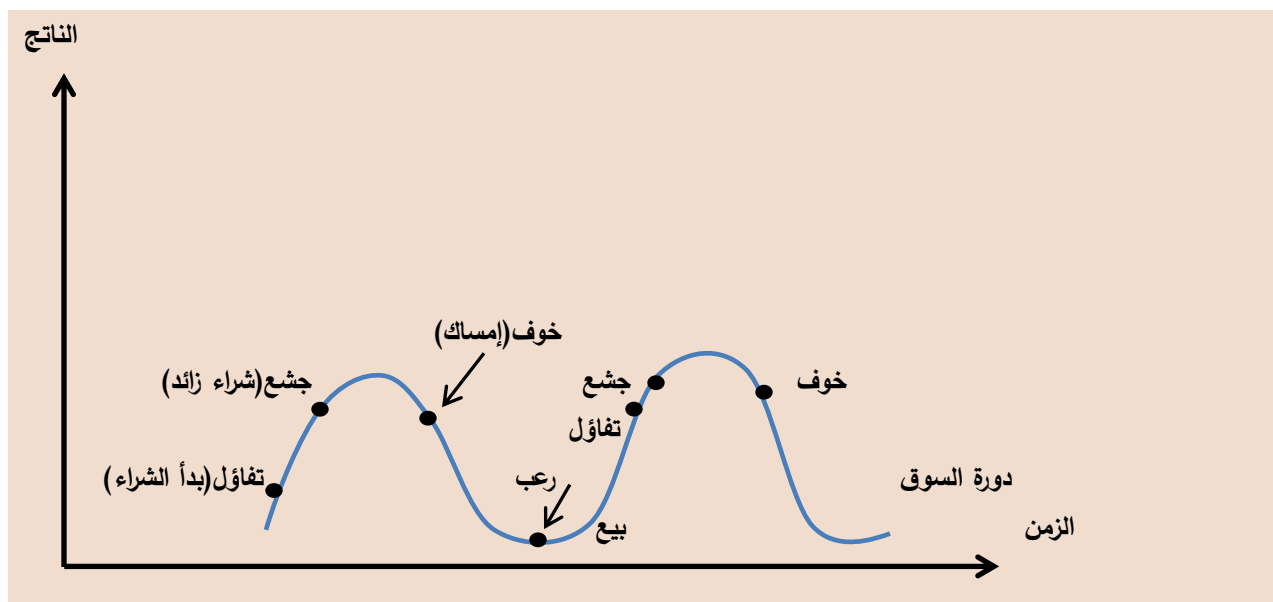
(a) مؤشرات الحركة العامة للسوق؛

(b) مؤشرات الاختيار الفردي للسهم (الرسوم البيانية والمتوسطات).

عند التحليل العام للأسواق، ينزع المحللون الفنيون إلى تبني واحدة من الآراء التالية:

- أ. رأي المعارضين (المخالفين): يعتبرون بأن الأغلبية مخطئة، لهذا فهم في وضع أفضل عندما يفعلوا ما يخالف أغلبية المستثمرين؛
- ب. رأي مطاردي ما يسمى "سمارت موني" حيث يشعر هؤلاء بأن مستثمري الفرص من "سمارت موني" يعرفون ما يفعلون، لذلك فإن المحللين الفنيين المتابعين لهم يجدوا من الأفضل لهم "القفز إلى العربة" مادام هناك وقت متبق.

المخالفين (المعارضين) - برأيهم فإن غالبية المستثمرين دائماً على خطأ، فهم ينتظروا ما سيفعله أغلبية جمهور المستثمرين ومن ثم يفعلوا العكس منه. تبني استراتيجية المخالفين على الجشع/الخوف كما هو في الشكل أدناه. وكما يبدو فإن تحرك السوق يعرقله خوف لدى جمهور المستثمرين، وهؤلاء ستركوا في الخلف. الجشع يقول لهم أن يشتروا، ولاحقاً يصابوا بالذعر عند هبوط السوق، خوفاً من عدم إمكانية الخروج، ويحفزهم الخوف بأن يبيعوا. في النهاية، فإن المستثمرين مبالغين لفعل الأمور الخاطئة في الوقت الخطأ. بالتالي فإن رأي الحكماء من المخالفين أن يفعلوا العكس مما تفعله الأغلبية.



ويستخدم المحللون الفنيون المخالفون، المؤشرات الست التالية:

1. وضع السيولة لدى الصناديق التبادلية. فهو عبارة عن دالة لتوقعات المستثمر المؤسسي وتوقعه للسوق، ويشعر المحلل الفني المخالف بأن وضع السيولة هذا مؤشر جيد لتوقعات المستثمرين المؤسسيين وبأنهم عادة يخطئون في الإمساك بال لحظة (ذروة وقاع دورة السوق).

$$MFR = \frac{\text{mutual fund cash}}{\text{Total fund cash}}$$

معدل الصندوق التبادلي، عبارة عن سيولة الصندوق التبادلي منسوبة إلى إجمالي سيولة صندوق الاستثمار. فإذا كان المعدل أكبر من 13% فإن هذا يعني أن الصندوق يطلب سيولة فهو بائع (دب). في هذه الحالة فإن المحلل المخالف مشتري (ثور). أما إذا كان المعدل أقل من 5% فإن هذا يعني أن الصندوق يستثمر السيولة فهو مشتري (ثور). في هذه الحالة فإن المحلل المخالف يبيع (دب).

رأي آخر: إذا كان المعدل مرتفعاً فإن هذا يؤشر إلى أن حمل السيولة سيشكل قوة شراء كبيرة مستقبلاً (ثيران).

2. حسابات المستثمرين لدى شركات السمسرة. ويرأي المحللين المخالفين فإن:

- (1) انخفاض الحسابات يعني أن المستثمر العادي (ثور)، وبالتالي فهم (دببة) يبيعون؛
- (2) ارتفاع الحسابات يعني أن المستثمر العادي بائع (دب)، وبالتالي فهم (ثيران) يشترون.

ملاحظة: رؤية المخالفين هنا المبنية على تغير حسابات المستثمرين، تستند إلى أن احتمال زيادة الشراء مستقبلاً تجعلهم (ثيران)!

3. آراء مستشاري خدمات الاستثمار. يستخدم مؤشر مزاج البائعين (الدببة) للإشارة إلى مستوى مزاج

البيع بين مستشاري الاستثمار، ويعبر عنه بمعدل مستشاري الاستثمار.

$$IAR = \frac{\text{bearish openions}}{\text{total openions}}$$

معدل مستشاري الاستثمار عبارة عن نسبة آراء البائعين إلى إجمالي الآراء.

- فإذا كان المعدل مساو أو أكبر من 60%، معنى ذلك أن السوق نزولي (دب) والمخالفين مشتريين (ثيران).

- إذا كان المعدل مساو أو أقل من 20%، معنى ذلك أن المستشارين يشترون (ثيران) والمخالفين بائعين (دببة).

4. حجم السوق الموازي إلى النظامي أو OTC إلى NYSE. إن إصدارات OTC أكثر مضاربة من إصدارات NYSE. وتزداد المضاربة عند ذروة السوق. ويقاس مستوى المضاربة باستخدام معدل الحجم.

$$\text{Volume ratio} = \frac{\text{OTC volume}}{\text{NYSE volume}}$$

- إذا كان المعدل مساو أو أكبر من 112% فالمضاربة مرتفعة وبالتالي فالمخالفون بائعون (دببة) حيث يشعروا بأن السوق وصل الذروة؛
- إذا كان المعدل مساو أو أقل من 87% فالمستثمرون بائعون (دببة) وبالتالي فالمخالفون مشتريون (ثيران).

ملاحظة: تتغير حدود المعدل (87-112) بشكل كبير عبر الزمن واتجاه المعدل يستخدم كدليل لدرجة المضاربة.

5. معدل خيارات الشراء/البيع في بورصة شيكاغو CBOE. يستخدمه المحللون المخالفون كمؤشر على نية أو رغبة المستثمر للبيع (دب)، بمعنى أن الفني المخالف يصبح مشترياً (ثور) مع زيادة معدل PCR.

$$\text{put call ratio} = \frac{\text{Puts}}{\text{Calls}}$$

ويعتقد المخالفون أنه:

- إذا كان المعدل مساو أو أكبر من 0.50 فالسوق نزولي والمخالفون يشترون؛

- إذا كان المعدل مساو أو أقل من 0.35 فالسوق صعودي والمخالفون يبيعون.
- 6. عقود فيوتشرز مؤشر الأسهم. حيث يتابع المحللين المخالفين الكميات النسبية المتاجر بها من العقود المستقبلية (الثيران).

- عند 75% أو أكثر من المضاربين ثيران فالمخالفون يبيعون؛

- عند 25% أو أقل من المضاربين ثيران فالمخالفين يشترون (ثيران).

فنيو "سمارت موني" - يتبعون أربع مؤشرات لتحديد مايفعله المستثمر الذكي (القناص):

1. مؤشر الثقة. يحسب بعدة طرق، منها نسبة مردود السند الجيد إلى مردود السند المتوسط.

$$CI = \frac{\text{Quality bond Yields}}{\text{Average bond Yields}}$$

وهذا المعدل أقل من الواحد دوما.

في أوقات الثقة، يبيع المستثمر السندات الجيدة ويشتري السندات بنوعية أقل بحثا عن المردود. ستهبط أسعار السندات الجيدة ومردودها يرتفع. وسترتفع أسعار السندات ذات الدرجة الأدنى ومردودها يهبط، بالتالي فإن مؤشر الثقة يرتفع خلال فترة الثقة (مثلا من 0.07 / 0.10 = 0.7 إلى 0.08 / 0.09 = 0.89).

ملاحظة: المعدل يتحرك باتجاه معاكس لهامش المردود. في أوقات الثقة يضيق هامش المردود ويصبح المعدل أكبر. في اوقات التشاؤم يتوسع هامش المردود ويهبط المعدل.

2. هامش مردود أدونات الخزنة-اليورودولار. يعتقد بعض الفنيين أن الهامش سيتوسع غالبا خلال الأزمات الدولية، حيث تتدفق النقود إلى فضاءات آمنة في أدونات الخزنة الأمريكية. إن ارتفاع هامش TED هو مؤشر نزولي (دبية).

3. مزادات البيع القصير من قبل المتخصصين. يستخدم من قبل محلي "سمارت موني" كمؤشر على سلوك المزادات المستقبلية للسوق.

$$\text{Specialist short sale ratio} = \frac{\text{specialist short sale}}{\text{total short sales on the NYSE}}$$

- إذا هبط المعدل دون 30% فهذه إشارة ثيران والاختصاصيون يشتروا؛
- إذا ارتفع المعدل فوق 50% فهذه إشارة دبية والاختصاصيون يبيعون.

4. حسابات الهامش لدى شركات السمسرة. هذه الحسابات تمثل مستوى المتاجرة بالهامش، الذي يتم عادة من قبل مستثمرين وتجار مطلعين.

- الارتفاع يؤشر لزيادة الشراء من قبل قناصي الفرص (سمارت موني) وهذه إشارة ثيران للفنيين؛
- الانخفاض يؤشر إلى أن المستثمرين الحاذقين يبيعون وهي إشارة دببة للفنيين.

مؤشرات أخرى لاتجاه السوق

- | | | |
|---------------------|------------------------|---------------------|
| (1) سعة السوق؛ | (3) معدل الفائدة قصيرة | (4) المتوسط المتحرك |
| (2) التقدم-التراجع؛ | الأجل SIR؛ | فوق 200 يوم؛ |
| | | (5) تك فوق وتك تحت. |

سعر السهم وتقنيات الحجم.

- | | | |
|----------------------|------------------|----------------------|
| (1) Upside-down؛ | (3) خطوط المتوسط | (4) القوة النسبية؛ |
| (2) الدعم والمقاومة؛ | المتحرك؛ | (5) الرسوم البيانية. |

13

الفصل الثالث عشر

السوق الكفؤة

The Efficient Market

المبحث الأول: فرضية السوق الكفؤة

المبحث الثاني: المشي العشوائي وفرضية السوق الكفؤة

المبحث الثالث: مستويات كفاءة السوق المالي

المبحث الرابع: محددات سعر الأصل ودور التوقعات

المبحث الخامس: أسواق رأس المال الكاملة والناقصة

المبحث السادس: الدلائل التجريبية واختبارات صيغ الكفاءة

المبحث الأول

فرضية السوق الكفوة

الأهداف التعليمية:

1. نظرية الوكالة وفرضية السوق الكفوة.
2. كفاءة السوق المالي.
3. آلية حركة الأسعار وفرضية السوق الكفوة.

1-1-13 نظرية الوكالة وفرضية السوق الكفوة

تميل إدارات الشركات المساهمة إلى التلاعب بأرقام الربح المعلنة في البيانات المالية لما فيه مصلحتها، على اعتبار أن المكافأة التي تتقاضاها على أتعابها مرتبطة بتلك الأرقام. وتستطيع الإدارة القيام بمثل هذا التلاعب، عبر ما يعرف بإجراءات "المحاسبة الخلاقة"، كأن تقوم بالتغيير في السياسة المحاسبية المتبعة في إعداد البيانات، كالطرق المتبعة في استهلاك الأصول الثابتة أو طرق تقييم المخزون وغير ذلك. واستنادا إلى وجهة النظر السابقة، فإن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، لا تعكس حقيقة المعلومات المحتواة في البيانات المحاسبية. إذا، يمكن تضليل المستثمرين المتعاملين في هذا السوق.

يمكن من خلال نظرية الوكالة Agency Theory، التي غالبا ما يتبناها المحاسبون، الاستدلال على وجهة النظر القائلة، بأن رقم الربح في البيانات المالية للشركة المساهمة يظهر بالقيمة التي تريد إدارة هذه الشركة أن يظهر به. من هنا، نستطيع فهم الاهتمام الكبير من قبل الباحثين في مجال الأسواق المالية، لفرضية السوق الكفوة. لقد اختلفت وجهات النظر بشأن تلك الفرضية، بين مؤيد ومخالف.

يرى خبراء المال والمحللون الماليون بأن استيعاب البيانات والمعلومات المتاحة التي يوفرها السوق المالي، ليس متاحا أو ممكنا من قبل الجميع، وإنما توجد فئة محددة قادرة على دراسة وتحليل هذه المعلومات بكفاءة. ويفهم من ذلك، أن هذه الفئة المطلعة تتفوق على الآخرين من المشاركين في السوق بقدرتها على الاستدلال بالبيانات وتتمثل المعلومات بطريقة تمكنها من تحقيق أرباح زائدة. وتعتبر هذه الأرباح غير العادية بمثابة مكافأة لهم مقابل خبرتهم الكبيرة في اكتشاف أوراق مالية يكون سعرها المتداول أقل من قيمتها الحقيقية وبالتالي، يتمكنون من تحقيق مثل هذه الأرباح عن طريق حيازتها.

13-1-2 كفاءة السوق المالي

تمثل كفاءة السوق المالي، سرعة استجابة الأسعار فيه للمعلومات المتاحة للمتعاملين، أي أن تعكس الأسعار السائدة في السوق، وبشكل تام، كامل المعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، سواء كانت هذه المعلومات منشورة أم غير منشورة وبطريقة غير متحيزة، أو متناظرة Symmetrical. نستنتج مما سبق قوله، بأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق دالة للمعلومات المتاحة Function، واختلاف هذه المعلومات المتاحة للمتعاملين، تدفع إلى تقلب الأسعار. إذا، تختلف كفاءة السوق عن نشاط السوق، ولا تتطابق معه، على اعتبار أن نشاط السوق مرتبط بعوامل أخرى، من مثل حجم التداول.

إن السوق الكفء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفواً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى الاتجاهات أو المجالات الأكثر ربحية. ويلعب السوق الكفء في هذا الصدد، دورين أحدهما مباشر و الآخر غير مباشر.

يقوم الدور المباشر على حقيقة مؤداها، أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية. هذا يعني، أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة، سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، ما يعني زيادة حصة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

ويتمثل الدور غير المباشر، في أن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة، بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على لمزيد من المورد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، ويكون عادة، بسعر فائدة معقول.

ولكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه سمتان أساسيتان هما :

كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل. وتعرف كفاءة التسعير Price Efficiency، أو الكفاءة الخارجية هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، و أن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة Fair Market Game، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح. إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين. أما كفاءة التشغيل Operational Efficiency، أو الكفاءة الداخلية، فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض و الطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار و المتخصصين، أو صناع السوق، فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه. وكما يبدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

إن توفر الكفاءة الداخلية والخارجية للسوق، مرهون بتوفر مجموعة من الشروط أهمها، أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك للتقليل من فرص قيام الاحتكار. ويحقق هذا الشرط للسوق المالي ما يعرف بخاصيتي العمق والاتساع، حيث أنه بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين يتوفر للسوق شرط المنافسة كما يتوفر خاصية الاستجابة Resiliency، التي تجعل التقلبات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

ويتمثل الشرط الآخر، في أن يوفر هذا السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط نتيجة لتوفر الشرط السابق، وبتوفير خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسعر المطلوبة، كما أن توفر هذه الخاصية يوفر للسوق المالي ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه Price Continuity، والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقلل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه. ويضاف شرط أن تتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وموقوتة وطازجة عن السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل. وتتخذ هذه المؤشرات صوراً متعددة سبقت الإشارة إليها، وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

ويقضي الشرط الرابع، توفر عنصر الشفافية Transparency، وبشكل يجعل المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات Insiders. وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج. كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضاً نشر تقارير مالية فصلية ربع أو نصف سنوية عن نشاطها خلال العام. وتوفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصائح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدته على تنفيذ صفقات البيع والشراء. كما يشترط أن يكون السوق المالي والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق. ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط فيها أن تكون محايدة أولاً، ومكونة من أفراد ذوو خبرة ثانياً، يعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو الاستقرار والأمان للمستثمرين بشكل يزيد من فاعلية السوق المالي.

13-1-3 آلية حركة الأسعار وفرضية السوق الكفوءة

تتحرك أسعار الأوراق المالية في السوق، فتأخذ منحى صعودي أو هبوطي، كنوع من الاستجابة السريعة للمعلومات الجديدة غير المتحيزة التي تصل المتعاملين، تبعا لطريقة تفسير وفهم المتعاملين في السوق لتلك المعلومات. وعليه، فإن أسعار السوق للأوراق المالية في هذه الحالة، هي المؤشر الأفضل لتقييم هذه الأوراق، ولا يوجد ضرورة لتقييمها بأسلوب آخر غير سعر السوق.

تقوم فكرة التنوع على التخلص من المخاطر غير المنتظمة للورقة المالية أو المحفظة، وبالتالي فإن السعر السائد للورقة المالية المتداولة في السوق يعكس فقط درجة المخاطرة المنتظمة للشركة المصدرة لتلك الورقة. ويقترب السعر السائد في السوق للورقة المالية إلى درجة كبير من قيمتها الحقيقية كلما زاد مستوى كفاءة السوق المالي، على اعتبار أن فرص الحصول على أرباح استثنائية تنخفض، فالسوق تعكس كل المعلومات المتاحة في سعر الورقة.

ولابد من أن نذكر في هذا السياق، بأن احتمالات تمتع السوق بالكفاءة المطلقة، تبقى ضئيلة. وفرصة أن يحقق البعض أرباحا زائدة أو استثنائية، تبقى قائمة في الواقع العملي. إن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي أيا تكن درجة كفاءة السوق، أي أنها تتبع مشيا عشوائيا Random Walk. إن فكرة شفافية السوق الكفوءة، تأتي في صالح المستثمر غير المحترف أو غير المطلع، لأن الأسعار في هذا السوق تعكس وبقدر كاف جميع المعلومات المتاحة، إنما هي موضع شك. وقد أثبتت الدراسات الميدانية بأن الأسواق المالية تمكنت أن تتوقع المعلومات المحتواة في التقارير المالية قبل نشرها رسميا، في كثير من الأحيان، مما يعني وجود مصادر بديلة للمعلومات غير البيانات المالية المنشورة، وهذا مايسمح للمستثمر المطلع أن يحقق مكاسب زائدة. أخيرا، عندما لا تستجيب الأسعار في السوق المالي، بشكل سريع للمعلومات الجديدة، وعندما يمتلك قسم من المستثمرين، معلومات عن الشركات والأسهم وتداولاتها، لا يمتلكها مستثمرون آخرون، سينعكس ذلك على مستوى الأرباح المحققة. حيث يحقق من لديه المعلومات الملائمة والقدرة على تفسيرها بشكل أفضل من الآخرين، على أرباح استثنائية لا تتوفر للآخرين. إذا، في السوق الكفوءة، من المفترض أن تنعكس المعلومات المتاحة في سعر سهم الشركة، سواء كانت على شكل قوائم مالية، أنباء يبثها الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم أو التحليلات والتقارير بخصوص أداء الشركة والحالة الاقتصادية العامة. كما يفترض أن تنعكس توقعات المستثمرين بخصوص المكاسب المحتملة مستقبلا والمخاطر المرتبطة بتحقيقها، وهنا تحديدا قد لا تتطابق التوقعات وتقديرات المخاطرة عند مختلف أنواع المستثمرين.

الإطار رقم (1-3-1-13). فرضية السوق الكفوة في العالم الحقيقي

Efficient Market Hypothesis (EMH)

تعدّ فرضية السوق الكفوة EMH، نظرية في الاستثمار، حيث بموجب هذه الفرضية، تعكس أسعار الأسهم، جميع المعلومات، ومن ثم يصبح توليد ألفا α ثابتة أمراً مستحيلاً. وبناء عليه، لا يمكن من الناحية النظرية، لأي تحليل فني أو أساسي، أن ينتج عوائد زائدة بإستمرار، أو ما يطلق عليه ألفا α . و يمكن فقط للمعلومات الداخلية، أي من داخل الشركة، أن تؤدي إلى عوائد كبيرة معدّلة بالمخاطرة.

يتم تداول الأسهم في البورصات، وفقاً لفرضية السوق الكفوة EMH، بقيمتها العادلة دوماً. يعني ذلك، انه يستحيل على المستثمرين، شراء أسهم مقومة بأقل من قيمتها، أو بيع أسهم بأسعار مبالغ فيها. تبعاً لذلك، يفترض استحالة التفوق على السوق بشكل عام. إذاً، لا يمكن لإختيار الأسهم من قبل الخبراء، أو اتباع ما يطلق عليه توقيت السوق Market Timing، أن يفضي إلى التفوق على السوق. وتبقى الطريقة الوحيدة، التي يمكن للمستثمر من خلالها الحصول على عوائد أعلى، هي شراء استثمارات أكثر خطورة.

تثير فرضية السوق الكفوة، الكثير من الجدل، وغالباً ما تكون موضع خلاف، على الرغم من أنها تمثل حجر الزاوية في النظرية المالية الحديثة. يجادل المؤمنون بفرضية كفاءة السوق، بعدم جدوى البحث عن أسهم مقومة بأقل من قيمتها، أو محاولة التنبؤ بالاتجاهات في السوق، سواء عبر التحليل الأساسي أو الفني. يشير الأكاديميون إلى مجموعة كبيرة من الأدلة التي تدعم فرضية كفاءة السوق EMH، غير أنه يوجد قدر مقابل من الخلاف أيضاً. ويشير منتقدو كفاءة السوق EMH، إلى أحداث مثل انهيار سوق الأسهم لعام 1987، عندما انخفض مؤشر داو جونز الصناعي DJIA بأكثر من 20% في يوم واحد، كدليل على أن أسعار الأسهم يمكن أن تنحرف بشكل خطير عن قيمها العادلة Fair Values.

يستنتج مؤيدو فرضية السوق الكفوة، أنه بسبب عشوائية السوق Randomness، يمكن للمستثمر أن يحقق أداءً أفضل، عبر الاستثمار في محفظة سلبية منخفضة التكلفة Passive Portfolio. تتفوق نسبة من المديرين النشطين في الأداء على الصناديق المدارة سلبياً، في مرحلة ما، غير أن التحدي الذي يواجه المستثمرين، إنما يتمثل في القدرة على فعل ذلك باستمرار وعلى المدى الطويل.