

الفصل الأول
سوق الأوراق المالية
(المفاهيم – الوظائف – معايير الكفاءة)

النشاط الاقتصادي

أسواق مالية

Financial Market

أسواق حقيقية

Real Market

سوق رأس المال

Capital Market

سوق النقد

Money Market

سوق
الأوراق
المالية
Securities
Market

مؤسسات تقوم على
التعامل في الأموال
والقروض طويلة
ومتوسطة الأجل

ويطلق على هذا السوق أيضًا
سوق المعاملات قصيرة الأجل
ويتولى الجهاز المصرفي القيام بهذه
المعاملات

أهم مؤسسات هذه السوق :

١ - البنك المركزي

٢ - البنوك التجارية

٣ - بيوت الصرافة

السوق
الثانوية
Secondary
Market

السوق
الأولية
Primary
Market

مؤسسات
غير
مصرفية

مؤسسات
مصرفية

سوق
الإصدارات
الجديدة

يجري التعامل فيها
على الأوراق المالية
التي سبق إصدارها
في السوق الأولية

١- هيئات التأمين
٢- صناديق الادخار
والتأمين
٣- شركات التأمين

١- بنوك التنمية الصناعية
٢- البنوك العقارية
٣- بنوك الاستثمار
والأعمال

موقع سوق المال على خريطة النشاط الاقتصادي

يدور النشاط الاقتصادي لأي مجتمع في دائرتين، إحداهما مادية تتعلق بالتدفقات العينية والأنشطة الخدمية في صورة إنتاج وتداول السلع والخدمات ، ومستلزمات الإنتاج، والأخرى مالية وتتعلق بحركة التدفقات النقدية Cash Flows وتداول الأصول المالية Financial Assets .

وترتيباً على ما تقدم فإن المعاملات التي تصدر عن أية وحدة اقتصادية تنقسم إلى معاملات خاصة بالسلع والخدمات ، وهي تلك التي تقترن بالإنتاج والاستهلاك والاستثمار ، وعمليات أخرى دخلية ويترتب عليها دخل لأصحاب عناصر الإنتاج نتيجة الاشتراك في العملية الإنتاجية ، وعمليات مالية يترتب عليها نقل الموارد المالية من قطاع لآخر .

ويستفاد مما تقدم أن النشاط الاقتصادي يتم من خلال نوعين من الأسواق^(١) :

١ - أسواق حقيقة Real Markets .

٢ - أسواق مالية Financial Markets .

أولاً : الأسواق الحقيقية :

يتم من خلالها التعامل في أصول مادية ملموسة Tangible Assets تمثل أصل الثروة المملوكة للمجتمع ، وذلك كالعقارات Real Estates ، والأراضي ، والمباني ، والآلات والمعدات Tools & Equipment ، والمعادن النفيسة Precious Metals كالذهب والفضة ، والأحجار الكريمة Precious Stones كالماس والجواهر

(١) Jack Clark Francis, Management of Investment. P 708.

وأيضاً :

د . منى عيسى العيوطي ، رسالة دكتوراه عن التدفقات المالية ودور قطاع الوسطاء الماليين في الاقتصاد المصري عام ٨٥ ص ١١٢ .

د . كامل فهمي بشاي ، دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي ، دراسة خاصة بالاقتصاد المصري ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ص ٢ .

Diamonds & Rubies ، وكذلك الحبوب والفاكهة وسائر السلع المادية والملموسة محل البيع والشراء سواء كانت استهلاكية أم استثمارية ، فضلاً عن خدمات عناصر الإنتاج كالنقل والتخزين والاستشارات المالية وجميعها غير ملموسة Intangibles^(١) .

وتكشف بعض الدراسات الاقتصادية عن حقيقة مؤداها أن الأصول الحقيقية تزيد قيمتها في حالات التضخم وبمعدل أسرع عن مستوى الزيادة العامة خلال فترة التضخم^(٢) .

ثانياً : الأسواق المالية :

تظهر سوق المال نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية في مجتمع ما لبعض الفوائض المالية التي قد لا تحتاج إليها في زمن معين ، وقد ترغب في استثمار هذا الفائض بدلاً من الاحتفاظ به في صورة سيولة نقدية تمثل رأس مال عاطل Idle capital في حين توجد على الجانب الآخر وحدات اقتصادية أخرى تعاني عجزاً في مواردها المالية ، وتسعى في طلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي خلال فترة زمنية معينة . ولذلك تلجأ تلك الوحدات ذات العجز والتي تمثل جانب الطلب إلى المجموعة الأولى ذات الفائض التي تمثل جانب العرض ، ويترتب على ذلك انتقال الموارد المالية من قطاع لآخر من خلال السوق المالية^(٣) .

(١) وقد تناولت العديد من المصادر الأجنبية مفهوم الأسواق الحقيقية واتفقت جميعها في المضمون، وإن تميز بعضها بالإيجاز الشديد والبعض الآخر بالإسهاب والتطويل فذهب Madura إلى تعريفها بالآتي :

“ Phisical asset markets (also called “tangible” or “ real” asset markets) are those for such products as wheat, autos, real estate, computers and machinery “. Introduction to Financial Management p.108.

بينما ذهب Don M. Chance إلى تعريف هذه الأسواق بالآتي :

“ real assets are tangibles, services are intangible. There are markets for tangibles such as food, clothing, and shelter, and markets for intangibles such as haircuts, auto repairs and financial advice. These assets are derived from the economics natural and human resources. (Option & Futers op. cit P2).

بينما ذهب Charles N. Henning إلى تعريفها بالآتي :

“ When referring to “ real” investment, the analyst always has in mind the creation of productive tools or inventories of goods and materials that will be used in the production of consumer goods or other investment goods . (Financial Markets and the Economy P.23.)

(٢) Economic studies reveal that real assets tend to be good inflation hedges. An asset that is good inflation hedge will rise in price faster than the general level rises during periods of inflation. (Jack Clark Francis, op.cit P 708.)

(٣) د . منى عيسى العيوطي . مرجع سابق ص ١١٢ .

ومن المعروف أن المدخرين ليسوا بالضرورة هم المستثمرين، فالذي يقوم بالاستثمار في الاقتصاديات الحديثة مجموعة من الأفراد والمؤسسات، هم المنتجون، بينما الذي يقوم بالجانب الأكبر من الادخار مجموعة أخرى هم غالباً المستهلكون^(١).

ولذلك فإن أحد الوظائف الهامة لسوق المال هي تحويل الأموال من المقرضين إلى المقرضين، ومن الوحدات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى الوحدات ذات العجز في الموارد المالية، وهي بذلك تؤدي خدمة عظيمة للاقتصاد الوطني وتساهم في رفاهية الإنسان^(٢).

ماهية السوق المالية:

لم يقف الباحث خلال رحلته الطويلة مع الأسفار العلمية المتخصصة على تعريف جامع مانع لماهية الأسواق المالية، رغم ما لهذه السوق من خصوصية يترتب على عدم الإلمام بها الخلط بينها وبين غيرها من الأسواق. وتفصيلاً لذلك، ذهب البعض إلى تعريف أسواق المال Financial Markets بأنها الأسواق التي تتعامل في الأصول المالية.

“Financial Markets are markets for financial assets”^(٣)

□ والتعريف المتقدم - كما نرى - لم يفصل مجملًا، ولم يقيد مطلقًا، ولم يوضح مبهمًا، بل افتقر إلى التوضيح وخلًا من التبيين، وشابهه القصور.

□ وعرفه آخرون بالآتي:

سوق المال هي هيكل مؤسسي منظم، وإن شئت فقل: هي آلية لخلق وتداول الأصول المالية.

A Financial Market is an organized institutional structure, or a mechanism for creating and exchanging financial assets.^(٤)

(١) “ In a modern economy, investment is carried out by one group of individuals and institutions, while much of the saving is done by another group. Financial institutions mediate between savers and producers who invest. “ Charles N. Henning. William Pigott, Financial Markets and The Economy. 3rd ed. P. 21.

(٢) Financial Markets perform an economic function. They facilitate the transfer of real economic resources from lenders to borrowers. Thus financial markets serve the nations economy and the welfare of its citizens “ IBID P.21 “.

(٣) Don M. Chance, Options & Futures, sec. ed. P 3.

(٤) Glossary of Finance prepared by Midland Bank, year 85.

والتعريف المتقدم وإن لم يكن جامعاً إلا أنه كان أكثر إفصاحاً من سابقه .

أما التعريف التالي، فقد أبرز أهم وظائف سوق المال وأسهب في الإفصاح عنها، إلا أنه أغفل جوانب أخرى تمس جوهر السوق . حيث عرف سوق المال بالآتي :

" سوق المال هي آلية انتقال الأموال بين المقرضين أصحاب المدخرات والمقترضين الراغبين في توظيف هذه الأموال. فمن خلال هذه السوق يتم تجميع مدخرات الملايين من البشر ، وتحويلها إلى أيدي المقرضين والذين تتجاوز احتياجاتهم للأموال مقدار ما يملكونه منها . وهي قنوات يستطيع من خلالها أولئك الذين لا ينفقون كل دخولهم وضعها تحت تصرف أولئك الذين يتجاوز إنفاقهم حجم دخولهم "

Financial markets are the transmission mechanism between savers – lenders and borrowers-spenders. Through a wide variety of techniques, instruments, and institutions, Financial markets mobilize the savings of millions and channel them into the hands of borrowers-spenders who need more funds than they have on hand. Financial markets are conduits through which those who do not spend all their income can make their excess funds available to those who want to spend more than their income." (1)

أما التعريف الذي وقع عليه اختيارنا فهو الذي يجمع بين كافة التعريفات المتقدمة في نسق جامع مانع بما يفصح عن كينونة هذه السوق ودورها في النشاط الاقتصادي :

" سوق المال Financial Market هي السوق الأم لكافة الأسواق التي تتعامل في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل ، كالأوراق التجارية و أذون الخزانة ، وطويلة الأجل كالأسهم والسندات . وتعد سوق النقد وسوق رأس المال الرافدين الأساسيين لهذه السوق (٢) . وتمارس هذه السوق من خلال بعض مؤسساتها القائدة دوراً بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والحفاظ على الاستقرار النقدي ، فضلاً عن كونها آلية هامة في تعبئة واستقطاب المدخرات وتحريك رءوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية".

(١) Lawrence S. Ritter – William L. Silber, Principles of Money, Banking and Financial Markets, Fifth Edition – Ch. 6 P.67.

(٢) The Financial Markets usually are broken down into two sub markets, Money Markets and Capital Markets. (Don M. Chance. op. cit. P.2.)

ووفقا للتعريف المتقدم فإن سوق المال ينقسم قسمين هي :

- سوق النقد Money Market .

- سوق رأس المال Capital Market .

أولا : سوق النقد :

عرفها البعض بأنها السوق التي تتعامل في أدوات الدين قصيرة الأجل^(١)، ويعد هذا التعريف أكثر التعريفات إيجازًا وأوسعها انتشارًا . بينما عرفها آخرون بقولهم :

" سوق النقد هي السوق التي تخصص في الأدوات قصيرة الأجل والتي تتمتع بقدر عال من السيولة ، ويمكن تسيلها فور عرضها للبيع وبأدنى قد من الخسائر"^(٢).

وتجدر الإشارة هنا إلى أن المقصود بالأدوات قصيرة الأجل تلك التي تستحق في خلال فترة لا تزيد على سنة كأذون الخزانة Treasury Bills وكذا الأوراق التجارية Commercial Paper وشهادات الإيداع Certificates of Deposit CD's ، وتعتبر هذه الأدوات الأقرب إلى الاحتياطيات النقدية Near Cash Reserves ، فأذون الخزانة تتراوح مدتها ما بين ٩١ يوما ، ٣٦٤ يوما ، بينما الأوراق التجارية في المجتمعات الغربية لا تتجاوز ٢٧٠ يومًا ، أما شهادات الإيداع فلا تزيد على عام .

وتحرص الشركات الكبرى ذات الفوائض الكبيرة على توظيف جزء من أموالها في تلك الأصول المالية عالية السيولة ، للحفاظ على نسب السيولة لديها من جهة ، وضمان الحصول على عائد مجز في ذات الوقت على الأموال التي يجري توظيفها في هذه الأصول من جهة أخرى .

والأمر لا يختلف بالنسبة للبنوك عن تلك الشركات ، فإذا ما كانت كافة المؤسسات المصرفية تحرص على دعم نسب السيولة لديها ، وهو الأمر الذي يتلاءم مع طبيعة أنشطتها ، فإن توظيف جزء من أموالها في أصول مالية قصيرة الأجل يسهل تحويلها إلى نقدية في غضون فترة قصيرة للغاية تزيد من قدرة البنك على مواجهة طلبات الدفع أو أية

(١) The Money Market is the market for short-term debt instruments, Don M. chance op. cit P2.

(٢) The money market specializes in short-term instruments, by definition, are highly liquid readily marketable with little possibility of loss. (Lawrence Ritter. op. cit p 67).

مسحوبات من قبل أصحاب الودائع . وتعد الاستثمارات في الأصول المالية بالنسبة للبنوك من قبيل الاحتياطي الوقائي للسيولة وفقا لما اصطلح وتعارف عليه المحللون الماليون Financial Analysts

والتعريف التالي يعد أكثر شمولاً لنوعية الأدوات المتعامل عليها في سوق النقد ، وفي الدول الغربية على وجه الخصوص :

"سوق النقد هي السوق التي تتعامل في القروض قصيرة الأجل ، والسلعة التي يتم التعامل عليها في هذه السوق هي الائتمان "CREDIT" وأما المشترون فهم وسطاء الأوراق التجارية "Bill Brokers" ^(١) ، وبيوت القبول والخصم ، وأما البائعون فهم البنوك " ^(٢).

بينما ذهب صاحب كتاب "Financial Markets" إلى القول: " إن أسواق النقد تشير إلى الأسواق التي يجري التعامل فيها على الأدوات قصيرة الأجل ، وعادة ما يجري تعريف الأداة قصيرة الأجل بأنها تلك التي تستحق في خلال عام أو أقل " ^(٣).

وفي نفس المعنى وبنفس الإيجاز ذهب صاحب كتاب أصول الإدارة المالية إلى القول :
" أسواق النقد هي أسواق لأوراق المديونية ذات استحقاقات تقل عن عام " ^(٤).

وتعتبر أذون الخزانة Treasury Bills أهم أدوات سوق النقد في مختلف بلدان العالم بها فيها مصر نظراً لقصراً أجلها حيث تتراوح مدتها ما بين ٩١ يوماً وهو حدها الأدنى ، و٣٦٤ يوماً وهو حدها الأقصى ، وتعد من أقل أدوات السوق مخاطرة وأعظمها سيولة . وبلغ من أهمية هذه الأداة في الولايات المتحدة الأمريكية أن بلغ المصدر منها ما يمثل

(١) يقصد بوسطاء الأوراق التجارية أولئك الذين يقومون بشراء الكمبيالات من التجار بغرض بيعها لأحد بيوت الخصم ، واستبقائها لديه حتى تاريخ الاستحقاق .

(٢) Money Market is the market for short-term loans in which the commodity is credit, the buyers are bill brokers, discount and acceptance houses and the sellers are the banks. (J. H. Adam. DIC of business Eng. P. 295)

(٣) " Money Markets refer to markets in which short term instruments are traded. Usually we define short term instrument as one that has one year or less remaining until its maturity ". (Charles, N.Henning, op. Cit. p11.)

(٤) Money Markets are the markets for debt securities with maturities of less than one year. (Eugene F. Brigham, fundamentals of Financial Management p.109)

خمس الدين الحكومي لها^(١). ولهذا الأداة من الصفات والمزايا ما يجعلها تتفوق على سائر الأدوات الأخرى في أسواق النقد^(٢).

ثانياً : أسواق رأس المال : Capital Markets

عرفها Don Chance بأنها " السوق التي تتعامل في أدوات الدين طويلة الأجل وكذا الأسهم التي تصدرها الشركات " .

The capital Market is the market for long term debt instruments and stock issued by companies⁽³⁾.

وإلى نفس المعنى ذهب "Eugene Brigham" في تعريفه لسوق رأس المال حتى بدا وكأن التعريفين شيء واحد :

" أسواق رأس المال هي أسواق الدين طويلة الأجل وأسهم الشركات "

"Capital Markets are the markets for long term debt and corporate stock"⁽⁴⁾.

إلا أن بعض الكتاب تناولوا تعريف سوق رأس المال بمزيد من الإفصاح والتبيين والإجمال والتفصيل فذهبوا إلى القول :

" أسواق رأس المال هي الأسواق التي تتعامل في أدوات الدين طويلة الأجل وكذا الأسهم . والغرض الأساسي منها هو تحويل المدخرات إلى استثمارات؛ لذلك فإن

(١) Charles N. Henning. William Pigott, op. cit. P.12

(٢) تلعب أذون الخزانة دوراً مهماً تبرزه النظرية المالية؛ حيث تنعدم مخاطرة التوقف عن الدفع من قبل الجهة المصدرة Risk of default ، ولقصر أجلها حيث تستحق خلال فترة قصيرة ، ولأن لها عائداً معروفاً مسبقاً ، ولأنه يجري التعامل عليها في أسواق نشطة ، ولأنه يمكن خصمها والافتراض بضمانها . ولأنها أحد الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية ، ولأنه يجري استخدامها في تنفيذ عمليات إعادة الشراء Repurchase agreements أو ما يعرف بعمليات (Repos) والتي تعد في ذاتها أحد أدوات سوق النقد ، وهي اتفاقية بين مقرض ومقرض على أن يبيع الأول ورقة مالية حكومية إلى الثاني على أن يشتري مرة أخرى ما باع .

(محاضرتنا بعنوان إدارة محافظ الأوراق المالية - معهد الدراسات المصرفية وكذا Charles Henning مرجع سابق ص ١٣) .

(٣) Don M. Chance, op. cit. p 2.

(٤) Eugen F. Brigham.,op. Cit.,p109.

الأوراق المالية المتعامل عليها في هذه الأسواق هي تلك التي تستحق بعد مدة تزيد على عام ، أو تلك التي ليس لها تاريخ استحقاق كما هو الحال بالنسبة للأسهم . وتضم هذه السوق الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل والتي يمكن تسيلها بسهولة ، وكذا سندات الشركات وأسهمها وسندات البلدية التي تصدرها الدولة أو الحكومات المحلية فضلا عن سندات الخزنة وسندات الرهن العقاري"^(١).

ويرى أصحاب الفكر الغربي أن أسواق سندات الشركات تعد مصدرا مهماً لتمويل الشركات بما تحتاج إليه من أموال ، وأن المنشآت المقترضة يزيد ميلها نحو الاقتراض من خلال إصدار السندات عن التمويل من خلال إصدار الأسهم على أساس أن التمويل بالقرض من وجهة نظرهم أرخص نسبياً عن التمويل من خلال زيادة رأس مال الأسهم:

Debt financing is relatively cheaper than equity financing because interest is tax deductible .⁽²⁾

فحجتهم في ذلك أن الفائدة على الدين يتم استقطاعها من الفائض أو الربح الذي حققته المنشأة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أعباء الضريبة وبالتالي زيادة ربحية السهم Earning per share في حين أن زيادة عدد الأسهم من شأنه على النقيض من ذلك انخفاض ربحية السهم .

إلا أن أصحاب نظرية الرافعة المالية قد أغفلوا عن عمد مثالب توسع المنشآت في استخدام الرافعة المالية Financial Leverage والمخاطر التي قد تتعرض لها المنشأة . فمن المسائل محل الاتفاق بين الأكاديميين والممارسين للإدارة المالية أنه كلما زادت نسبة الرافعة المالية زادت مخاطر الإفلاس ، وكلما زادت مخاطر الإفلاس ارتفعت نسبة العائد المطلوب تحقيقه من جانب المستثمر ، وكلما زادت نسبة العائد المطلوب تحقيقه من جانب المستثمر The required rate of return انخفضت القيمة الذاتية لأسهم المنشأة The intrinsic value أو ما يسمى بالقيمة الحقيقية True value . فإذا ما كانت السوق

(١) Capital Markets are those for longer- terms debt instruments and stocks. The primary purpose of the capital market is to channel savings into investments. The capital market securities are therefore that mature in more than one year or that have no maturity date as in the case of stocks. Capital Markets include those for long- term marketable government securities, corporate bonds, stock, municipal bonds, treasury notes and treasury bonds. (Charles Henning., op., cit, pp. 11-14.)

(٢) David K. Eiteman & Arther Stone Lull, Multinational business finance, ed. 1973, p.220.

على درجة عالية من الكفاءة Efficient Market استتبع انخفاض القيمة الذاتية
انخفاض القيمة السوقية .

The higher the financial leverage ratio, the higher the risk of bankruptcy, and therefore the higher will be the extra required premium⁽¹⁾
لذلك لم يكن مستغرباً أن تتعرض نظرية الرافعة المالية للنقد العنيف وأن توصف
بأنها غير واقعية لتجاهلها حقائق من غير المتصور تجاهلها، وخاصة من قبل أشد الكتاب
تحمساً لهذه النظرية والذين وصفهم البعض بالتطرف والانحياز .

“The unrealistic results among other things the fact that the M&M analysis ignores bankruptcy. In practice a firm is confronted with steeply rising interest rates beyond fairly low levels of the debt equity ratio, since lenders and borrowers are sensitive to the possibility of ‘Gamblers’ ruin on bankruptcy”⁽²⁾

ومجمل القول: إن سوق رأس المال Capital Market تؤدي دوراً بالغ الأهمية في
الحياة الاقتصادية ، وإن أحد رافدي هذه السوق هي سوق الأوراق المالية والتي تحتل
موقعا هاما على خريطة سوق المال ، وليس بوسع أحد مهما ذهب به الخيال أن يتصور
غياب هذه السوق عن ساحة النشاط الاقتصادي في عالمنا المعاصر .

سوق الأوراق المالية:

وسوق الأوراق المالية هي سوق مثل سائر الأسواق؛ تلتقي من خلالها قوى العرض
والطلب وتتحدد على أساسهما الأثمان ، (ذلك أن العرض والطلب - كما يقول مارشال
- مثل نصلي المقص لا يقطع أحدهما دون الآخر) إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق
من حيث أنه يجري في غيرها من الأسواق السلعية التعامل على الثروة ذاتها ، بينما يجري
التعامل في أسواق الأوراق المالية في حقوق على هذه الثروة وهي الأسهم التي في حوزة
المساهمين ، وكذلك السندات التي تصدرها الحكومات والشركات . ولأن حقوق
أصحاب المشروع تتمثل في أصول يتعذر تسيلها أو تصفيتها Liquidating لحساب أحد
المستثمرين إذا ما رغب في الخروج من الشركة ، ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق حيث

(1) Haim, Levy & Marshall Sarnat, capital investment and finance decisions p 214.

(2) Madura, Introduction to Financial Management, pp. 363-364.

تُباع الحقوق وتُشترى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع^(١).

وتتميز هذه السوق عن غيرها من الأسواق أن التعامل فيها غير شخصي Impersonal حيث لا يلتقي البائعون والمشترون بعضهم البعض ، بل ولا يعرف بعضهم بعضًا ، بل ويحظر عليهم دخول المقصورة (قاعة التداول) وإنما يتم التعامل من خلال شركات الوساطة المالية بوصفهم وكلاء بالعمولة عن البائعين والمشتريين .

وتنقسم سوق الأوراق المالية قسمين:

١ - السوق الأولية Primary Market .

٢ - السوق الثانوية Secondary Market .

١ - السوق الأولية :

أما السوق الأولية، فهي سوق الإصدار لأول مرة ، ويطلق عليها أيضا سوق الإصدار الجديد New Issue Market ، فإذا ما قامت إحدى الشركات بطرح أسهمها للاكتتاب العام من خلال البنوك أو إحدى الشركات المتخصصة ، أو قام البنك المركزي بطرح سندات حكومية للاكتتاب العام بصفته وكيلاً عن وزارة المالية أو نيابة عن بنك الاستثمار القومي ، فإننا نكون بصدد سوق أولية .

وتعد السوق الأولية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي للاعتبارات الآتية :

١ - أنها إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية ، وتحريك رءوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية .

٢ - تمارس السوق الأولية تأثيرًا محسوسًا على مصادر الادخار في مراحل التجميع ، وعلى تخصيصية في مرحلة التوظيف .

٣ - تعد السوق الأولية مصدرًا أصيلاً لضمان تدفق الأموال بغير انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية.

٤ - أن من أهم المشاكل التي تواجه معظم الدول النامية ليس مسألة تجميع

(١) مرجعنا ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى ص ٣٦، مكتبة دار النهار .

المدخرات فحسب ، وإنما تواجهها أيضا مشكلة سوء توجيه المدخرات؛ حيث يستثمر جزء كبير منها فيما يعرف بالاستثمارات السلبية ، والتي تتمثل في شراء الأراضي و تشييد المباني وشراء الذهب ، وما إلى ذلك ، في حين أن السوق الأولية تضمن من جانبها توجيه المدخرات في مسارها الصحيح إلى المشروعات في مرحلة التكوين ، أو تلك القائمة والراغبة في التوسع أو التطوير .

٥ - أن شركات المساهمة ما كان لها أن تقوم ولا أن يظهر لها وجود في غيبة السوق الأولية التي مولتها . وما قامت هذه السوق إلا حينما عجز الأفراد - بإمكاناتهم المحدودة - والشركات الصغيرة بمواردها المتاحة - عن تمويل المشروعات العملاقة خاصة بعد حركة الاستكشافات الجغرافية في القرن الخامس عشر وظهور الثورة الصناعية وعصر البخار وتقدم الفن الإنتاجي ، وظهور الشركات العابرة للقارات ومتعدية الجنسيات .

٦ - أن الشركات القائمة والتي ترغب في زيادة مواردها المالية بغرض التوسع والتطور ، أو لمواجهة عمليات الإحلال والتجديد أو لرأب الصدع في هياكلها التمويلية - ليس أمامها من سبيل سوى اللجوء إلى أحد مصدرين ؛ الأول هو سوق النقد مع تحمل هذه الشركات لتكلفة الاقتراض ، والتي قد تؤدي إلى زيادة الخلل في الهياكل التمويلية المتصدعة مما قد يعرض هذه الشركات لمخاطر الإفلاس^(١) أو أن تلجأ إلى السوق الأولية لتمويلها باحتياجاتها من الموارد المالية من خلال إصدار أسهم لزيادة رأس المال .

٢ - السوق الثانوية : Secondary Market

أما السوق الثانوية، فهي التي يجري من خلالها تداول الأوراق المالية التي سبق

(١) تنظر المحاكم الأوروبية الدعوى التي أقامها عدد من رجال الأعمال اليونانيين ، شكلوا فيما بينهم اتحاد ضحايا الفوائد البنكية للطعن على مبالغات البنوك اليونانية في إقرار أو تحديد نسبة الفوائد على القروض . وقال إيفانجلوسى رئيس اتحاد ضحايا البنوك: إنهم اضطروا إلى إقامة هذه الدعوى أملاً في تدخل المحكمة الأوروبية لإجبار البنوك اليونانية على رد مليارات الدراخمتا لملايين اليونانيين . وقد أرفق رئيس الاتحاد دعواه ما يفيد تعرض رجال الأعمال من أصحاب الشركات للإفلاس بسبب الفوائد المركبة التي اضطروا إلى سدادها للبنوك، والتي تجاوزت في أحيان كثيرة أضعاف قيمة القرض الذي حصلوا عليه . (انظر جريدة الأهرام القاهرية في ٣١ أكتوبر ١٩٩٨ تحت عنوان " البنوك وراء القضبان ") .

إصدارها من خلال السوق الأولية. ويطلق عليها أيضا سوق التداول. والسوق الثانوية قد تكون رسمية كما قد تكون غير رسمية ، فإذا كانت سوقاً رسمية أطلق عليها لفظ البورصة The Stock Exchange أو السوق المنظمة Organized Market وإذا كانت غير رسمية فهي السوق الموازية أو غير الرسمية Over – the – counter market وهذه السوق الأخيرة ليس لها وجود في مصر رغم عظم الحاجة إليها.

وتعرف السوق غير الرسمية أو كما يطلق عليها البعض السوق الموازية أو غير المنظمة بأنها سوق للمفاوضة Negotiation Market غير رسمية Informal وغير مركزية ، ويجري التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المقيدة في السوق الرسمية وأصبحت تتعامل حالياً في الكثير من أدوات المشتقات المالية كالعقود الآجلة Forward Contracts، وهذه العقود يقابلها في الأسواق الرسمية العقود المستقبلية Future Contracts كما تتعامل في عقود الاختيار شأنها في ذلك شأن السوق الرسمية ، كما تتعامل بلا منافس في بعض الأدوات التي صارت تحظى بأهمية كبيرة في الأسواق الدولية كعقود تثبيت أسعار الفائدة وهي عقود الحد الأقصى لسعر الفائدة Caps ، وعقود الحد الأدنى أو (القاع) Floors وعقود الطوق Collars التي تجمع بين النوعين السالفين. وفضلاً عن هذا وذلك فهي تتعامل في عقود واتفاقيات المبادلات Swap Contracts وبلا منافس لها مطلقاً.

أما عن كون هذه السوق سوقاً للمفاوضة، فلأن الأسعار فيها تخضع للتفاوض مع المشتغلين بالمتاجرة في هذه الأسواق من المحترفين وهم طائفة الديلرز “Dealers” وهي غير مركزية لأن عمليات البيع والشراء لا تتم في مكان واحد معد خصيصاً لهذا الغرض كما هو الحال في بورصات الأوراق المالية .

وأعظم هذه الأسواق شأنًا في زماننا المعاصر والتي ينقل عنها الباحثون والدارسون وأيضًا الممارسون - هي السوق غير الرسمية Over – The – Counter Market في الولايات المتحدة الأمريكية .

أما عن سر تسميتها Over – The – Counter Market فمن الثابت أن هذه السوق قد اكتسبت اسمها من الطريقة التي كانت تمارس بها عمليات المتاجرة في الأوراق المالية في مكاتب بيوت الصيارفة في القرون الوسطى . ورغم أن الأسلوب الذي كان

يجري التعامل به لم يعد له ثمة وجود ، وصار اسم هذه السوق فاقداً للمعنى والمضمون إلا أن هذه السوق احتفظت باسمها التاريخي من قبيل التمييز بينها وبين السوق الرسمية من ناحية وكسوق موازية ، ومنافسة لتلك السوق من ناحية أخرى ، وهذه السوق تشبه إلى حد كبير شركات الصرافة في بلادنا.

ونظرًا لشيوع الخلط والالتباس فيما بين المتخصصين وعامة الناس بين سوق المال Financial Market ، وسوق رأس المال Capital Market ، وسوق الأوراق المالية securities Market ، والبورصة The Stock Exchange ، والسوق الرسمية أو السوق المنظمة Organized Market ، والأسواق غير الرسمية، فقد تم التعامل مع هذه المصطلحات على أنها شيء واحد حتى فيما بين أهل الاختصاص في الدول الغربية التي نشأت البورصات في أحضان بلادهم لذا وجب التنويه ^(١) لما أدى إليه ذلك من جهالة بهذه الأسواق وفساد المعاني ووجه الاستدلال.

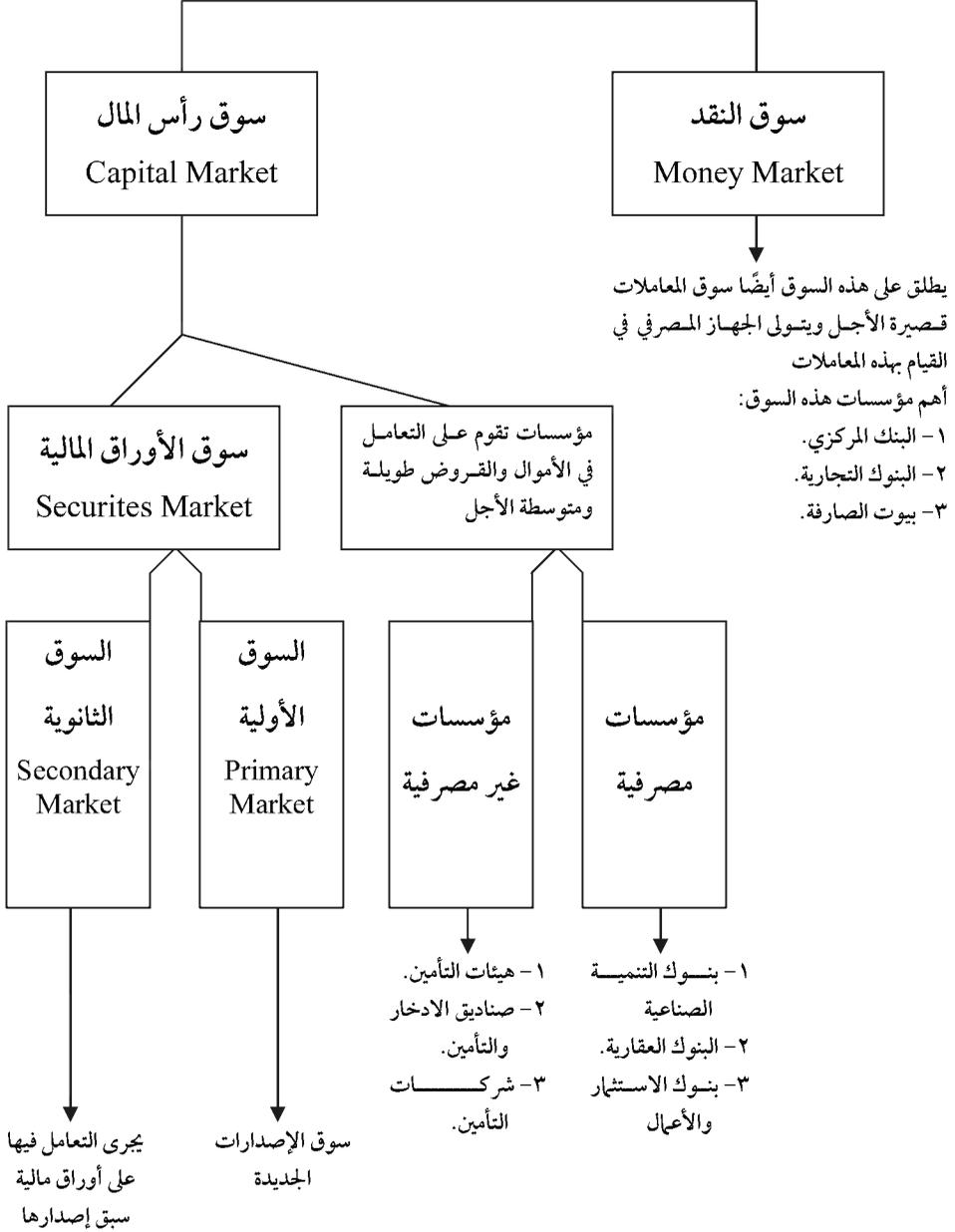
* * *

(١) يشير صاحب موسوعة المشتقات المالية (P.4) Don M. Chance (An Introduction to Derivatives) إلى وجوه الاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية.

“ futures contracts made on organized exchanges called futures markets.”

والحقيقة أنه ليست هناك بورصات منظمة، فالبورصة لا تكون إلا منظمة ويفرق بينها وبين غير المنظمة بأنها over-the-counter Market ، وذهب أيضًا Robert Brook إلى القول: Futures contracts are traded on organized commodity exchanges ، وغير هؤلاء كثيرون ممن قالوا بالبورصات المنظمة مع أن البورصة لا تكون إلا منظمة. (Robert brook's , Interest rate Risk management p 257).

السوق المالية
وموقع سوق الأوراق المالية منه
Financial market



تعريف السوق:

السوق لغة هي موضع البياعات، وسميت بذلك لأن التجارة تُجلب إليها وتُساق نحوها المبيعات، وفي التنزيل العزيز ﴿إِلَّا إِنَّهُمْ لِيَأْكُفُونَ أَطْعَامَ وَيَمْسُوتُ فِي الْأَسْوَاقِ﴾^(١). والسوق بمعناها الحرفي الذي استقر في الأذهان وسيطر على الأفهام هي المكان الذي تباع فيه السلع وتشتري^(٢).

ونظرًا لأن تعريف السوق على الوجه المتقدم ينطوي على جعل المكان أحد أركانه وشرطاً أساسياً لقيامه، بينما لا يصدق هذا المفهوم إلا على المجتمعات البدائية التي عرفت نظم المقايضة^(٣) منذ أقدم العصور ومارست التجارة منذ فجر التاريخ^(٤) بعد أن أحاطتها

(١) لسان العرب - لابن المنظور - طبعة دار المعارف - والآية من سورة الفرقان رقم (٢٠).

(٢) Encyclopedia Britannica vol.11

(٣) المقايضة هي أسبق أشكال المبادلة تاريخياً، ومن الثابت أن الجماعات البدائية لم تعرف البيوع في الأسواق حتى القرن الثامن قبل الميلاد، ومع هذا فما زالت المقايضة قائمة في كثير من المجتمعات حتى وقتنا هذا (الموسوعة العربية الميسرة) والمقايضة هي مبادلة المرء غيره ما يفيض عن حاجته بما هو في حاجة إليه، ويحدثنا التاريخ أن بابل كانت في القرن السادس قبل الميلاد مستودعاً عالمياً، تجري فيها المقايضات بالسلع التي كانت تحملها القوافل (جورج لوفران - تاريخ التجارة منذ أقدم العصور حتى العصر الحديث - ترجمة هاشم الحسيني - مكتبة الحياة-بيروت) وطيلة القرون الوسطى كانت السفن العربية تمخر المحيط الهندي من الموزمبيق التي احتلتها البرتغال في القرن السادس عشر إلى ملبار وهي ساحل هام غرب الهند (ابن بطوطة - تحفة النظار في غرائب الأمصار وعجائب الأسفار) هذا وتميز المقايضة عن البيع أن بديلها ليسا من النقود؛ ولذا يعتبر كل مقياض بائعاً ومشترياً في وقت واحد، فهو بائع للشيء الذي قايض به، ومشتري للشيء قايض عليه (د. أنور سلطان - العقود المسماة - طبعة ١٩٥١).

(٤) ويرى أستاذنا الدكتور عبد الحميد الغزالي أنه بظهور نوع من التخصص في الإنتاج ودرجة من تقسيم العمل الجماعي انتقلت المجتمعات البشرية البدائية -نتيجة لذلك- من مرحلة الاقتصاد الذاتي حيث كان الفرد ينتج ما يكفي بالكاد لبقائه على قيد الحياة إلى مرحلة ظهور الفائض الإنتاجي وبالتالي قيام الاقتصاد التبادلي ومن ثم ظهر نظام المقايضة كأول نظام للتبادل عرفته البشرية (أ.د. عبد الحميد الغزالي - مقدمة في الاقتصاديات الكلية ط ٨٧ ص ١٤٠).

ولعل أبرز أشكال المقايضة ما يسمى: التجارة الصامتة Silent trade والتي لا يحدث من خلالها التقاء بين الأطراف الراغبين في التبادل.

بطقوس دقيقة مازال علماء الاجتماع يسعون في ولوجها، فلاغرو أن تبدلت المفاهيم، فمع
تفسخ النظام البدائي، وتبدل حياة المجتمعات، وتقدم الفن الإنتاجي، ونمو قوى الإنتاج،
وانتشار وسائل المواصلات وخاصة السكك الحديدية. والسفن التجارية، وسبل
الاتصال وخاصة الهاتفية والبريدية، اتسع مفهوم السوق ليشمل كل النطاق الجغرافي
الذي يتنافس فيه البائعون، ويحصل الاتصال من خلاله بين البائعين والمشتريين بوسيلة أو
بأخرى، وتتحدد الأسعار فتميل إلى التساوي بالنسبة للسلع المتماثلة في الأزمان والمواقيت
الواحدة^(١). ولا غرابة أن امتد مفهوم السوق ليشمل الأسواق المستقبلية Future
markets والتي يجري من خلالها التعاقد على بيع وشراء سلع لم تنتج بعد، بل إن أغلب
عمليات البيع والشراء التي يتم التعاقد عليها من خلال هذه الأسواق لا يترتب عليها
تمليك ولا تملك ولا تسليم ولا تسلم لأن أغلبها عمليات صورية.

ويستفاد مما تقدم أن وحدة المكان ليست شرطاً وأن تشتت التجار ليس قيداً فقد
أصبحت المعمورة كلها سوقاً واحدة^(٢).

= وتم هذه المبادلات عندما يقوم أحد الأطراف أو الجماعات بترك سلعهم في مكان معين مخصص لهذا
الغرض، وتذهب مجموعات أخرى لذات المكان ومعها السلع التي ترغب في مبادلتها، فإذا ما
توافقت الرغبات تركت ما معها من سلع في ذات المكان ومعها السلع التي ترغب في مبادلتها، فإذا
ما توافقت الرغبات تركت ما معها من سلع في ذات المكان وأخذت السلع الأخرى محلها. وميزة
هذا النوع أن التبادل يتم حتى بين الجماعات المتنافرة والتي لا يتصور قيام تبادل بينها بالطرق
العادية المألوفة (الموسوعة الأمريكية مجلد ٣ ص ٢٧٦).

(١) وقد عبر السيد ألفريد مارشال عن ذلك يقول:

Ac courant says, Ecumenists understand by the term market not any particular
Marketplace in which things are bought and sold, but the whole of the geographical
area in which buyers and the sellers in such free intercourse with one another, that
the prices of the same foods tend to equality easily and quickly.

Alfred marshall-principles of economics-eighth edition p.270

ولعله من المثير حقا أن بعض الشعوب غير البدائية مازالت تمارس المقايضة حتى الآن، ومن هذه الدول
التي تمارس أشكالاً متقدمة للمقايضة الولايات المتحدة الأمريكية، ونحيل إلى الموسوعة الأمريكية
الجزء الثالث من يتبغي المزيد من التفصيل في هذا الصدد.

(٢) وقد عبر السيد Alfred marshall في عبارة جريئة من المعنى المتقدم بقوله:

The distinction of locality is not necessary. The traders may be spread over a whole
town or region of a country, and yet make a market if they are, by means of fairs,
meetings, published price lists, the post office, or otherwise in close
= communication with each other.

تاريخ الأسواق:

تاريخ الجماعة البشرية يستدل به على أن الأسواق قد مرت بعدة أطوار متعاقبة منذ نشأتها إلى وقتنا هذا، وأول هذه الأطوار هو ما عرف بالنظام العائلي؛ حيث كان الناس حينذاك منقسمين إلى جماعات وعشائر، فاستقلت كل جماعة بنظامها الاقتصادي، فكانت تكفي حاجاتها بنفسها دون أن تلجأ لغيرها، حيث كانت الحاجات قليلة والروابط بين الجماعات تكاد تكون معدودة لقلّة وسائل النقل وتأخرها، ومن ثم لم يكن هناك حاجة إلى التبادل ولم يظهر بالتالي تقسيم العمل، وبزيادة الحاجات بدأ ظهور النظام الطائفي الذي انتشر في القرون الوسطى وصار المنتج ينتج لنفسه ولغيره وفقاً للطلب ولكن في حدود قريته، وبزيادة عدد السكان وانتشار العمران أخذ التجار يجتمعون في أوقات معينة وأماكن مخصصة لتبادل السلع وسائر العروض، وتكررت هذه الاجتماعات من وقت لآخر فكانت تعقد مرة أو مرتين كل عام^(١) ثم بدأت هذه الأشكال تتطور وتأخذ صوراً متعددة فظهرت الأسواق الدائمة والموسمية والأسبوعية^(٢). واتخذت أسماء لها^(٣)، وكل

= وأضاف أنه كلما اقترب السوق إلى السوق الكاملة قوي الاتجاه نحو تساوي الثمن المدفوع لذات السلعة في ذات الزمن في كل أنحاء السوق وهو ما عبر عنه بقوله:

The more nearly perfect a market is, the stronger is the tendency for the same price to be paid for the same thing. at the same time in all parts of the market.
principles of Economics, eighth ed, op.cit p.270

(١) د. عبد العزيز مهنا: الأسواق وتصريف المنتجات.

(٢) الأسواق الدائمة هي أماكن معينة منتشرة داخل القرى، حيث توجد الحوانيت التجارية ويتخذ البائعون من هذه الأماكن مواقع ثابتة لعرض ما لديهم من سلع ويتجمع الناس في هذه الأماكن بل ويتوافدون إليها من القرى المجاورة التي لا تتوفر لديها مثل هذه السلع، وأما الأسواق الموسمية فهي التي ترتبط بزمن معين ومكان محدد ففي الموالد والأعياد التي تقام في بعض القرى وخاصة لذوي الكرامة من الأولياء يتوافد الخلق من القرى المجاورة لتبادل شتى السلع والمنتجات وأما الأسواق الأسبوعية فهي التي تقام في القرى وضواحي المدن في أيام محدودة من أيام من أيام الأسبوع ويأتي إليها الناس من القرى المجاورة والتي تقام فيها أيضا أسواق مماثلة وتؤلف هذه القرى مجتمعة نسقاً واحداً تكون القرية وحدته وبيئات هذا النمط النظام الشمسي حيث يتوسط سوق القرية الدائم الأسواق الصغيرة للقرى المحيطة انظر:

Eric Wolf – peasants – prentice Hall Inc, 1966 p.40 Nash - Primitive and peasant Economic Systems-Chandler Publishing Co, California 1966. p.60

(٣) وتسمى السوق باسم السلع التي اشتهرت بها، ومن الأمثلة على ذلك سوق السلاح وسوق الليمون وسوق الخضّر وسوق البلح وسوق الغلال وكلها في مصر- كما قد تسمى السوق بأسماء=

هذه الأنماط لا تخرج عن نطاق الأسواق التقليدية والتي يعتبر المكان أحد أركانها وشرطاً أساسياً لقيامها.

ومع تفسخ النظام الإقطاعي وظهور الرأسمالية التجارية^(١) في القرن الثالث عشر الميلادي تبوأَت التجارة مركز الصدارة بين سائر الأنشطة الاقتصادية، الأمر الذي أدى إلى الاهتمام بالأسواق ونموها واتساعها وانتشارها ورعاية الدولة لها^(٢)؛ وإذ سعت الرأسمالية التجارية لفتح مزيد من الأسواق لتصرف منتجاتها وفتح منافذ وقنوات جديدة لصادراتها وكان سبيلها إلى ذلك التوسع في المستعمرات فيما وراء البحار^(٣). فإن الكشوف البحرية الكبرى التي بدأت قبل أفول القرن الخامس عشر بسنوات قليلة وبعده، مقدم القرن السادس بسنوات مماثلة تقريباً - تمخضت أيضاً عن ضم كثير من المستعمرات إلى أسبانيا والبرتغال ثم إلى الدول الأكثر نشاطاً وهي هولندا وإنجلترا وأمريكا^(٤) وصارت هذه المستعمرات المترامية الأطراف أسواقاً مفتوحة تجلب إليها المنتجات، وتحتلب منها المواد الأولية والخامات، وساحة لصيد ذوي البشرة السوداء الذين كان يتم ترحيلهم إلى هذه البلاد ليدفنوا تحت المناجم أحياء. كما كان للثورة الصناعية التي بدأت في إنجلترا في النصف الثاني من القرن الثامن عشر، وفي أمريكا في بداية القرن التاسع عشر أعظم الأثر على التجارة والأسواق^(٥)؛ إذ زاد التعامل وتوطد العلاقات التجارية بين

= بعض البلاد التي وجدت فيها كسوق الفسطاط وكفر الدوار في مصر، وسوق حضرموت في اليمن، وعكاظ وجن وذو المجاز في المملكة العربية السعودية، ويعتبر سوق عكاظ من أشهر الأسواق التقليدية وأعظمها في تاريخ العرب في العصر الجاهلي إذ كانت معرضاً للإنتاج المادي والفكري ومنتدى لتبادل العلوم والفنون ووسيلة اتصال وإعلام.

(١) الرأسمالية التجارية Commercial Capitalism هي وريث النظام الإقطاعي وقد اصطلح الاقتصاديون على تسميتها Mercantilism ورغم أن مساهما موضع خلاف بين بعض الاقتصاديين إلا أن الثابت أن أصل هذه التسمية كما ورد في الموسوعة الأمريكية ج١٨:

Mercantile The name applied to a set of economic Views prevailing in Europe from the 16 th to the 18 th centuries Adam smith called it merecantile system and the term mercantilism is derived from that.

(٢) George Daltom: Economic system & society-(Politicul Economy), B.T. Mecormic.P.30.

(٣) الموسوعة الأمريكية - مرجع سابق.

(٤) د. أحمد جامع - الرأسمالية الناشئة.

(٥) حسين تيمور بك - البورصة وتجارة القطن طبعة سنة ١٩١٧.

الدول بعضها البعض وبين الدول ومستعمراتها وأسست شركات النقل^(١) وحل الإنتاج الكبير محل الإنتاج الصغير وتعاضمت كمية المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات، وعدل التاجر من عاداته القديمة وهي السفر بتجارته، فلم يعد ثمة ضرورة لأن يحمل التجار بضائعهم بأنفسهم وأن يسافروا في قوافل مسلحة^(٢) فاستعملت العقود وأصبحت المدن الكبرى ملتقى التجار والعلماء؛ حيث يجتمعون في أماكن مخصصة أطلق عليها البورصات، وترتب على ذلك زوال الطابع الشخصي للعلاقات الاقتصادية بظهور البورصات السلعية وهي أقدم وأسبق إلى الظهور من بورصات الأوراق المالية؛ حيث لم تكن شركات المساهمة قد عرفت قبل القرن السابع عشر.

* * *

(١) د. عيسى عبده - حسن لبيب - سامي وهبة - البورصات المطبوعة الأميرية - سنة ١٩٤٧.

(٢) Money Banking and Credit in Medieval Bruges A study in thd origins of BNanking (Rymond De Roover,ph.D.-Mediaeal Academy of America.1984.

المبحث الأول

ماهية بورصة الأوراق المالية، ووجه الشبه والاختلاف بينها وبين غيرها من الأسواق

البورصة سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار، والناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار. تنعقد جلساتها في المقصورة يوميًا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين^(١).

التأصيل التاريخي لفظ البورصة: "Bourse"

بالنسبة لأصل كلمة «بورصة» لم يقطع فيها السابقون برأي يطمئن إليه المحققون ويستوثق به الباحثون والدارسون، وإن تقاربت أقوالهم وتشابهت آراؤهم، ونعرض هنا لأهم ما ورد في كتب المتخصصين وأسفار العلماء والمؤرخين: يقول الدكتور أحمد زكي موسى هيكل: اختلف المؤرخون في الأصل الذي اشتقت منه كلمة بورصة فمنهم من يقول: إن سبب استعمال كلمة بورصة هو ما حدث في مدينة بروج "Bruges" البلجيكية حيث كان التجار يجتمعون في منزل أحد أعيانهم وهو «فان دير بورص» وكان ذلك هو السبب في استعمال اصطلاح البورصة. وأردف قائلاً: وهناك رأي آخر يقول: إن هذه العائلة كان لها فندق خاص اشتهر باسمها حيث كان التجار الفلورانتيون يجتمعون، بينما يقول البعض الآخر: إن اجتماعات البورصة كانت تعقد في منزل أحد صيارفة المدينة، وكان يضع ثلاثة أكياس من النقود على واجهة المنزل، وإن كلمة بورصة "Bourse" الفرنسية تعني بالعربية كيسًا. واستطرد قائلاً: والظاهر إن هذا المعنى هو الذي يحمل

-
- (١) The stock market is a place where such investments are bought and sold at prices dependent upon the relation of supply and demand Charles Amos Dice-the stock market-Mc Graw Hill Book Co Inc 1952.
- The Security market is a place where buyers and sellers come together to trade in securities (Fredrick Amling-investment -Fourth edition-prentice Hall Inc. New jersey).
- The stock Market is an organization which provides a market place and facilitates for the purchase and corporate securities, American peoples Encyclopaedia Vol 17.p.319.
- A stock exchange is an organized market for dealing in securities of businesses and governments (Encyclopaedia Britanica Vol. 16.)

المعنى الدقيق؛ إذ إن هذه المنطقة التي يعزى إليها هذا الرأي بجانب الحدود الفرنسية؛ حيث يتكلم أهل الإقليم اللغة الفرنسية^(١).

بينما يرى د. مقبل جميعي أن السبب في استعمال لفظ بورصة في القرن السادس عشر هو ما قيل أن بعض التجار الفلورانتين كانوا ينزلون بفندق لعائلة تسمى Van Der Bourse بمدينة بروج، وكان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين هؤلاء التجار. قال: وقيل: إن التجار كانوا يجتمعون في منزل لأحد الصيارفة الذي نقش على واجهة منزله ما يدل على حرفته وهو ثلاثة أكياس من النقود. ووفق البعض بين هذين الفكرين فقالوا: إن رب الدار كان صيرفيًا، ونقشه الأكياس على واجهة منزله دلالة على حرفته، وسميت العائلة بهذا الاسم "Bourse" الذي اشتق منه اسم البورصة^(٢). بينما يقول جول خلاط: «كان تجار مدينة بروج عاصمة بلاد الفلمنك الغربية في بلجيكا في القرن السادس عشر الميلادي يجتمعون في قصر تاجر غني يدعى Van Der Bourse لذلك أطلق اسم صاحب القصر على كل مكان أو اجتماع تكون غايته تداول الأعمال التجارية. وأردف قائلاً: ولما كانت مدينة بروج على جانب عظيم من الرخاء والنفوذ في ذلك العصر جاز ألا تكون هذه الحكاية أقصوة»^(٣).

ومجمل القول: إن كافة الروايات التي تناقلها الدارسون والباحثون والكتاب المتخصصون تفتقر إلى الدليل، ويشق على الباحث التمييز من خلالها بين الخبر الصحيح والسقيم، فالروايات جميعًا محمولة على عدد من الاحتمالات ليست إحداها أظهر ولا أوثق من الأخرى، وهو الأمر الذي يبين من عباراتهم الرخوة والتي لا تقطع في أمر ولا تحسمه، وحسبنا إبراز سياق العبارات التي تناولوها:

اختلف المؤرخون في الأصل ... فمنهم من يقول ... وهناك رأي يقول .. وآخر يقول «قيل إن بعض التجار الفلورانتين ... وقيل إن التجار ... ووفق البعض بين هذين الفكرين بقوله ...

(١) د. أحمد زكي هيكل - عمليات البورصة في مصر طبعة أولى سنة ١٩٤٩.

(٢) د. مقبل جميعي - الأسواق والبورصات.

(٣) رئيس بورصة البضائع في مصر (سابقًا) نقلا عن كتابه أعمال البورصة في مصر مطبعة البصير بالإسكندرية سنة ١٩٣٨.

وآخر يقول: ولما كانت مدينة بروج ... جاز ألا تكون هذه الرواية أقصوصة.

وإذ من الثابت على الوجه المتقدم أن رواياتهم جميعا ظنية وليس فيها خبر قطعي الثبوت يمكن التعويل عليه والنقل عنه، فلم يكن هناك بد لمن أراد التحقيق إلا أن يبذل غاية جهده بالبحث والتمحيص، وخروجا من دائرة الظن إلى عين اليقين، لذلك هممت بمراسلة إحدى بلاد الفرنجة والتي نشأت أول بورصة في حضانتها وهي «بلجيكا» فوقفت على الحقيقة الغائبة.

تشير الوثائق التي وافاني بها سعادة السفير البلجيكي في مصر بأنه في نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وما إن وطد الإيطاليون أقدامهم في هذه البلاد حتى شرعوا في إقامة مستعمراتهم في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين، وهي مدينة بروج "Bourse" البلجيكية، واتخذت القنصليات الإيطالية الثلاث لكل من جنوة والبندقية وفلورنسا مقراً دائماً لكل منها في قلب حي الأعمال في هذه المدينة، وكان لتجمع هذه القنصليات في مكان واحد أن أصبح هذا المكان مرغوباً من جانب الإيطاليين، وصار مهبط التجار ورجال الأعمال. ولما كان من الثابت تاريخياً أن المقر الدائم لقنصلية البندقية كان في سابق عهده فندقاً مملوكاً لعائلة «فان دير بيرس» البلجيكية "Van Der Beurse" والتي اشتهر عن أفرادها من الأجداد إلى الأحفاد اشتغالهم بأعمال الوساطة والسمسرة لنزلاء الفنادق الوافدين على المدينة "Broker – innkeepers" وذلك طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر، فلم يكن مستغرباً أن يتسمى الميدان – الذي تحيطه القنصليات الثلاث وصار ملتقى التجار الذين يتعاملون في مختلف أنواع السلع وتجمع رجال الأعمال – باسم هذه العائلة، نقصد عائلة فان دير بيرس. وقد دعت هذه الظروف إلى إطلاق لفظ البورصة فيما بعد على ذلك المكان المتسع الذي كانت تحيطه الأروقة وتتوسطه الأعمدة في مدينة أنترب Antwerp الفلندرية المعروفة بأنفرس^(١)، حيث أقيمت هذه البورصة على أنقاض بورصة بروج التي احتفظت لنفسها بمركز الصدارة في المال والتجارة خلال الفترة من سنة ١٣٠٠ إلى ١٤٥٠، وقد دشنت أنفرس بورصتها التجارية سنة ١٤٨٥ بعد أن أزاحت بروج من طريقها وقامت بتوسيعها سنة

(١) مدينة أنفرس باللغة الفلندرية Antwerp والإنجليزية Antorp وهي ولاية في بلجيكا لغة العامة فيها فلمنيكية ومعظم صادرات بلجيكا تمر بها.

١٥٣٠ فاستوعبت التجارة من كل صوب وحذب^(١).

ولكن يظل السؤال مطروحاً: إذا كان لفظ البورصة قد اشتق من اسم عائلة Van Der Beurse فإن ثمة اختلافاً بين الاسم الذي أطلق عليه المكان أو الميدان الذي يتلقي فيه التجار Bourse وبين لقب هذه العائلة الذي اشتق منه لفظ البورصة وهو Bourse وحقيقة الأمر أنه لا خلاف ولا اختلاف؛ فمن الثابت أن هذه العائلة قد اكتسبت هذا الاسم من أكياس النقود الثلاثة التي كانت تعطي باب الفندق الذي كانت تملكه قبل أن يصبح مقراً دائماً لقنصلية البندقية وكلمة Bourse باللغة الجرمانية^(٢)، تعني كيس النقود وهي بالألمانية وبالفرنسية Bourse وبالإنجليزية Purse وباللاتينية Bursea وبالإيطالية Borsa^(٣).

وجه الشبه والاختلاف بين البورصات والأسواق:

البورصة وليدة السوق ووجه الشبه بينهما عظيم، فكل منهما محل للبيع والشراء والأخذ والعطاء. إلا أن البورصة تتميز عن السوق بكونها سوقاً منظمة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليده؛ ولذلك تنسحب كلمة السوق على البورصة بينما لا تنسحب كلمة البورصة على السوق؛ لأن البورصة سليلة السوق والفرع ينسب إلى أصله، والعكس ليس صحيحاً، ولذلك فلا تشريب على من استخدم أياً من اللفظين الشائعين «السوق أو البورصة» عند الإشارة إلى هذا الكيان الذي عرف منذ القرون الوسطى بالبورصات، وصار هذا اللفظ عند الناس مألوفاً، ولدى الخاصة والعامة في الحياة العملية أكثر شيوعاً، ومن المعلوم أنه لم يكن فيما مضى حد يفصل بين بورصات التجارة والبورصات المالية، ولم يحدث هذا التمييز إلا بمرور الزمن واتساع دائرة الأعمال ووضوح التخصص، ولا يزال قيامهما في مكان واحد في بعض المدن كمدينة الإسكندرية

(١) جورج لوفران - مرجع سابق.

(٢) اللغة الجرمانية هي: لغة بلاد الفلاندر وهي تتصل اتصالاً وثيقاً بالهولندية.

(٣) (أ) الموسوعة الألمانية: Meyers kleines lexikon frster BNrand 1931 (دار الكتب)

(ب) الموسوعة الفرنسية: Clopedique quiliet pasis Raoul-Dictionaire Ency Mortier (دار الكتب)

(ج) دار الكتب: The New Colombia Encyclopedia 1915

(د) Websters, third new international Dic.

أثراً للخلط بينهما في الماضي^(١).

* وتختلف بورصات التجارة عن الأسواق من عدة وجوه:

١- يحصل التعامل في الأسواق على سلع موجودة بأعيانها، بينما تعقد الصفقات في بورصات التجارة على عينات.

٢- انعقاد الأسواق يكون في مواعيد متباينة وأماكن مختلفة، في حين تعقد الصفقات بالبورصات يومياً وفي أماكن ثابتة.

٣- قد لا يتم الإعلان عن السعر للجمهور في الأسواق، بيد أن السعر في البورصة يتم الإعلان عنه رسمياً ويومياً لما له من أهمية في الحياة الاقتصادية^(٢).

٤- في الأسواق يستطيع المشتري الحصول على السلعة بنفسه ودفع ثمنها، في حين أن العلميات في البورصة تتم عن طريق الوسطاء المعتمدين لديها، الأمر الذي يعكس انتفاء الطابع الشخصي في هذه المعاملات حيث لا يلتقي البائعون بالمشتريين ولا يعرف بعضهم بعضاً^(٣).

٥- يقتضي التعامل في الأسواق تسليم البضاعة في الحال ودفع ثمنها فوراً، أو بعد أجل معين، بينما لا يتم التسليم في البورصات فور عقد الصفقات إذا كانت البيوع فورية، بل وليس هناك ثمة ما يمكن تسليمه إذا كانت البيوع آجلة.

٦- يحصل التعامل في الأسواق على كل أنواع السلع خلافاً للبورصة؛ إذ يتعين حتى تكون هذه السلع محلاً للتعامل توفر بعض الشروط نذكر منها:

(أ) أن تكون السلعة من المثليات التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء، أي تكون متجانسة الوحدات معروفة الأوصاف؛ بحيث يسهل فرزها وتحديد نوعها ورتبتها وبالتالي بيعها وشراؤها دون حاجة إلى معاينة.

(ب) أن تكون السلعة غير قابلة للتلف أو سريعة العطب كالخضر والفاكهة حتى

(١) جول خلاط - مراجع سابق (بشيء من التصرف).

(٢) فايق كامل - طرق التجارة في أعمال البورصات وتجارة القطن.

(٣) Securitied Markets are impersonal or open markets, Buyers and sellers of securitied are usually unknown to each other, and usually trade through brokers or dealers.

" Financial Markets and the economy charles N.Henning, wiliam pigott 3rd ed (Ain shams university)"

يمكن تخزينها، ولذلك يلحظ العامة أن هناك سوقا للخضر والفاكهة، ولكن ما سمع أحد قط عن وجود بورصة لأي منهما.

(ج) تتميز السلع التي يجرى عليها عقد الصفات في البورصات بكونها من السلع التي تستغرق وقتا في إنتاجها وبضخامة حجم صفقاتها وتكرارها، ولذلك تتأثر أسعارها بفعل هذه العوامل تأثيرًا واضحًا.

وجه الشبه والاختلاف بين سوق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق:

سوق الأوراق المالية شأنها شأن سائر الأسواق تلتقي فيها قوى العرض والطلب وتتحدد على أساسها الأثمان، إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق من حيث إنه يجرى في تلك الأسواق التعامل على الثروة ذاتها، بينما في أسواق الأوراق المالية يجرى التعامل في حقوق على هذه الثروة وهي الأسهم التي في حوزة المتعاملين، ولأن حقوق أصحاب المشروع تتمثل في أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين، ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق حيث تباع الحقوق وتشتري دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع.

وإذا كنا قد عرضنا لوجه الشبه والاختلاف بين الأسواق والبورصات، وأبرزنا كذلك وجه الاختلاف بين سوق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق، فقد يكون من المناسب استكمال هذه العلاقات بعلاقة أخرى لا تقل عن سابقتها أهمية وهي:

العلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية:

يمكن تصوير العلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية على أنها ذات العلاقة بين الأصول العينية التي يجرى التعامل عليها في البورصات السلعية، والأصول المالية المتمثلة في أسهم هذه الشركات والتي يجرى التعامل عليها في أسواق الأوراق المالية، وتفصيل ذلك أن الشركات التجارية والصناعية التي تقوم بتوفير احتياجاتها أو تصريف منتجاتها من خلال بورصات التجارة عن طريق عقد الصفقات وتنفيذ عقود البيع والشراء، يتم في ذات الوقت التعامل على أسهمها في بورصات الأوراق المالية، لذلك فإن تقلبات الأسعار صعودا وهبوطا في البورصات التجارية تنعكس في الحال على أسعار التداول لأسهم هذه الشركات في بورصات الأوراق المالية ولذلك فالعلاقة بينهما هي علاقة متغير تابع وهي أسواق الأوراق المالية بمتغير مستقل

وهي البورصات السلعية، والأمر على النحو المتقدم يكشف عن طبيعة العلاقة بين البورصتين وحساسية حركة التعامل واتجاهات الأسعار في بورصات الأوراق المالية لاتجاهات الأسعار في البورصات السلعية.

* * *

المبحث الثاني

وظائف سوق الأوراق المالية

والتقسيم الوظيفي والتنظيم لها

ما قامت البورصة إلا حينما اقتضت الضرورة قيامها، ولتقوم بوظائف معينة ما كان من المتصور القيام بها في غيابها. ولذلك فإن قيامها كان لازمة من لوازم النماء الاقتصادي وإحداث التنمية^(١).

وبورصة الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال، وهي في أدائها أشبه ما تكون بالجهاز العصبي الذي تنعكس من خلاله كافة المؤثرات السياسية والقرارات الإدارية والسياسات الاقتصادية. ويمكن تقسيم وظائف البورصة إلى قسمين رئيسيين: وظائف رئيسية ووظائف مكملة.

أ- الوظائف الرئيسية للبورصة: هي تلك الوظائف التي إذا عجزت البورصة عن أدائها فقدت أهم مقوماتها وأسباب وجودها والتي يمكن إجمالها في الآتي:

١- لما كانت حقوق أصحاب المشروع تتمثل في أصول يتعذر تصفيتهما لحساب أحد المستثمرين - إذا ما رغب في الانسحاب من الشركة التي يمتلك جزءاً من أسهمها - ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق لتؤدي أهم الوظائف التي دعت إلى وجودها وهي بيع الحقوق وشراؤها، دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراض ومبان وآلات ومعدات، إلخ.

٢- خلق سوق مستمرة لأدوات الاستثمار المتاحة؛ بحيث يكون بوسع المستثمر في أي وقت تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، وتحقيق السوق هنا من خلال وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين الراغبين في استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، سواء كان الدافع إلى تصفية استثماراتهم هو الحاجة إلى السيولة المطلقة Absolute Liquidity المتمثلة في النقدية، أو الانتقال من قطاع استثماري إلى آخر تتعاظم فيه معدلات الربحية، أو لإيثار المستثمر الخروج من سوق رأس المال كمستثمر ليلج سوق النقد كمدخر إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق الأخيرة.

(١) Organised securities markets and stock Exchanges are a product of economic development, Britanica vol 16 op. cit.p.449.

ومن المعروف أن رءوس الأموال تنجذب دائماً نحو الاستثمارات ذات العوائد المرتفعة، وتحجب نفسها عن الاستثمارات ذات العوائد المنخفضة^(١).

(١) أضاف بعض الكتاب ومنهم (حسن لبيب - عيسى عبده - سامي وهبة) في كتاب البورصات - شرطاً ثانياً لضمان استمرارية السوق والذي بدونه تفقد البورصة من وجهة نظرهم أحد مقوماتها، وهو أن تسمح قواعد البورصة بالبيع على المكشوف، أي السماح للبائع أن يبيع ما لا يملكه من أوراق اعتماداً على أنه سوف يكون باستطاعته الحصول على ما كان محلاً للتعاقد فيما بعد بفضل السوق المستمرة ليسلمها للمشتري، وإذا كان اعتبار هذا الشرط أمراً مستغرباً ولكن الأكثر غرابة حقاً أن ينقل جمهرة من الكتاب هذا الرأي عن هذا المرجع دون تحييص لما ينطوي عليه من إفساد البيوع وكأنه أحد المسلمات التي يتعين التسليم بها، ومن المراجع التي تناولت هذا الرأي عن هذا المرجع التي تناولت هذا الرأي - وإن شئت فقل هذا الشرط - مذكرة معهد التخطيط القومي رقم ١٣٣١ لسنة ١٩٨٢ تحت عنوان تطور سوق الأوراق المالية في مصر إعداد المستشار محمود فهمي رئيس هيئة سوق المال في مصر سابقاً، وكذلك الموسوعة العلمية والعملية لاتحاد البنوك الإسلامية الجزء الخامس ص ٣٩٣، ولعلنا لا نحتاج إلى جهد كبير لإثبات عدم سداد هذا الرأي وإن شئت فقل عدم قبول هذا الشرط، فقد تكفل المؤلف الذي نقلوا عنه بهدم الرأي الذي تناوله من قبل وأظهر عيوبه ومثالبه وذلك من خلال تصديه لمسألة المضاربة بقول: «أن من يبيع على المكشوف لتوقعه هبوط الأسعار يعد مقامراً لا مضاربا» ولم يقع بخلد أحد من قبل ولا خطر على باله أن المقامرة شرط لاستمرار السوق ويستأنف ذات المرجع الحديث عن مثالب البيع على المكشوف بقوله: إن ثمة وسائل ممقوتة وغير مشروعة للتأثير على الأسعار ومنها محاولة احتكار السلعة للتحكم في البائعين على المكشوف. ومقصود الكاتب هنا هو بيان المخاطر الجسيمة التي يتعرض لها البائع على المكشوف فيما اصطلح المتخصصون على تسميته The Corner والكورنر هو الإحراج الناتج عن الاحتكار ويخلص في اتفاق مجموعة من السماسرة على اتخاذ هذه البيوع وسيلة لشراء كل ما يعرض في السوق من هذه الأسهم، ومتى حل ميعاد الاستحقاق يصر المشترون على تسليم الكميات التي تعاقدوا عليها ويعجز البائعون على المكشوف من تسليمها لندرة هذه الورقة فيضطرون إلى طلبها من المشترين أنفسهم وبالسعر الذي يفرضونه (على شلبي - البورصات مرجع سابق) وتسمى هذه الحالة Cornering the shorts أي خنق المكشوف، ومن أشهر هذه العمليات ما شهدته مصر في موسم ١٩٤٩-١٩٥٠ إذ ارتفع سعر القطن متوسط التيلة إلى ما يقرب من ضعف ثمن القطن طويل التيلة إثر قيام بيتين كبيرين من بيوت التصدير بشراء كميات كبيرة من القطن متوسط التيلة في بورصتي العقود والبضاعة الحاضرة وبذا تمكنا من التحكم في السوق إذا كانت كميات القطن متوسط التيلة محدودة للغاية في ذات الوقت وقد تأثر المضاربون على المكشوف وهم البائعون لأقطان لا يقابلها أقطان حاضرة بارتفاع الأسعار مما اضطرتهم إلى تصفية مراكزهم =

٣- تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق للمزايدة Auction Market يتزاحم فيه المتنافسون من البائعين والمشتريين وتتحدد الأثمان من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، وإن كانت هذه الأسعار لا تمثل بالضرورة الثمن العادل Fair Price لأسباب عديدة منها ما يتعلق بكفاءة السوق Market Efficiency وعمقها واتساعها Depth and Breadth ومنها ما يتعلق بعمليات المضاربة (المتاجرة) والتي يشتد أوارها في بعض الأسواق فيطلق عليها المتخصصون «حمى المضاربة Over heated speculation أو Wild Cat Speculation» .

٤- توفر البورصة مؤشرًا يوميًا عن ظروف الاستثمار واتجاهات الأسعار، ويرى بعض علماء التمويل والاستثمار وخبراء البورصات أن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار يعتبر مؤشرًا لقوة الاقتصاد الوطني وضعفه أو لقطاع من قطاعاته^(١) .

٥- مع أن تداول الأسهم بالبورصة لا يعني استثمارًا جديدًا إلى أنه ينعكس وبصورة واضحة على الإصدارات الجديدة.

٦- المساهمة في تنشيط الأعمال وذلك بتوفير السيولة اللازمة لتمويل النشاط الجاري للمشروع دون تفريط في الأوراق المالية المملوكة والاكتفاء باستخدامها كضمان مقبول للحصول على القروض اعتمادًا على الأسعار المعلنة من قبل سوق الأوراق المالية، مع تحوُّط مؤسسات الإقراض بخصم نسبة من قيمتها السوقية لمواجهة التقلبات في أسعار الأسهم والسندات في بورصات الأوراق المالية، ويصطلح على قوة الضمان هنا بالتعبير المقابل Colateral Value .

وهناك وظيفتان أخريان أضافهما الباحثون والمتخصصون في شؤون البورصات، وهما من وجهة نظرنا ليستا من وظيفة البورصة، ولكنهما من مثالب المعاملات التي تتم خلالها وهما:

الأولى: أن البورصة أداة للتأمين التجاري التي يقوم بها المضارب بفضل عملية التحوط Hedging التي يقوم بها في البورصة، بغية تأمين مركزه ضد تقلبات الأسعار،

= أو تغطية عملياتهم في سوق ضيقة وتحملوا نتيجة لذلك خسائر(الأسواق والبورصات، وكذا نبيه غطاس-معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال-لبنان).

(١) American peoples Encyclopedia vol.17, p/319.

فالمضارب في البورصة الذي يشتري سلعة ليبيعهها فيما بعد إذا ارتفع سعرها، فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في نفس الوقت كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره^(١).

الثانية: ذهب خبراء البورصات الغربية إلى اعتبار المضاربة «بمفهومها الغربي» أحد الوظائف الهامة للبورصة، بمعنى أنها ليست من مثالب وعيوب التطبيق لفئة من محترفي المضاربة والمقامرين ولكن باعتبارها وظيفة أساسية من وظائف البورصة^(٢). وذهب البعض إلى أن المضاربة يمكن أن تكون ظاهرة صحية تفيد الاقتصاد طالما كانت في حدود معقولة، ويرون أنه في عالم تسوده التوقعات وعدم اليقين يكون من المفيد وجود مجموعة من الأفراد المتخصصين في عمليات التحوط ضد المخاطر وعدم اليقين^(٣).

وذهب جول خلاط إلى القول بأنه إذا بطلت المضاربة بطلت البورصة وأن البائع على المكشوف يضغط وقتياً على السوق إلا أنه عنصر من عناصر الثبات المقبل، ونقل عن برودون ما يشير الدهشة في شأن المضاربة^(٤).

وظائف مكملة تابعة:

١- تمثل البورصة سلطة رقابية خارجية وغير رسمية على أداء الشركات، إذ تنعكس كافة القرارات المؤثرة التي تتخذها الشركة على أسعار تداولها فور تطاير أية أنباء عنها إلى البورصة، فترتفع أسعارها ثواباً أو تنخفض عقاباً، فيكون تقلب السعر هنا بمثابة تقويم

(١) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية ج ٥- مرجع سابق ص ٣٩٣

(٢) The fourth function of the stock change is to provide facilities for legitimate speculation in stocks and bonds, The American Peoples Encyclopedia vol.17 p.319.

(٣) Hazem El Beblawi, The Kuwaiti stock markets.

(٤) جول خلاط، أعمال البورصة في مصر، ومن أعجب ما نقله وأغرب ما يسمعه المرء ولا يكاد يصدقه ما نقله عن برودون في شأن المضاربة قوله:

المضاربة في الوضع الصحيح هي عبقرية الاستكشاف فهي التي تبتدع وتجدد وتسد الحاجة وتحل المعضل وهي كالروح اللانهائي تخلق كل شيء من لا شيء وهي الملكة الاقتصادية الأصلية لأنها دائمة اليقظة لا تفنى مواردها، مسببة الظن في الرخاء عظيمة الجراً في الشدائد، ترى الرأي وتتصور الصورة وتضع الحدود وتجادل وتنظم وتأمّر وتشرع وليس على العمل رأس المال والتجارة سوى التنفيذ، فتلك الرأس وهذه الأعضاء تمشي أميرة وتتبعها إماء (برودون).

فوري للأداء.

وغني عن البيان أن القيم السوقية لأسهم شركة ما تمثل قيمة الشركة من وجهة نظر المجتمع.

٢- توفر هذه السوق مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار، مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسب كلاً منهم وتتلاءم مع ميولهم ومعتقداتهم، ولا يضطر المدخر لتوظيف أمواله في مجالات لا تحوز قناعاته.

٣- وجهت الاتجاهات التضخمية الأنظار إلى بورصات الأوراق المالية استناداً إلى أن الاستثمار في أوراق الشركات يقلل من مخاطر التضخم المالي وتآكل القوى الشرائية، ويعد وسيلة تعويضية عن ارتفاع الأسعار^(١).

ب- التقسيم الوظيفي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية:

وقد يكون من المفيد قبل أن نشرع في عرض التقسيم الوظيفي والتنظيمي لسوق الأوراق المالية أن نحدد مسبقاً موقع سوق الأوراق المالية على خريطة السوق المالية بمعناها الواسع، خاصة وقد شاع الخلط والالتباس في المراجع والأبحاث بين السوق المالية وسوق الأوراق المالية.

من المعلوم أن السوق المالية هي مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكفاءة قطاعات لمجتمع إلى مثيلاتها في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر.

وبالتالي فإذا تحدثنا عن أي من القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال، فإنها تتناول رافداً واحداً من روافد السوق المالية، وليست الأسواق المالية ذاتها. والخريطة التالية توضح موقع الأوراق المالية على خريطة السوق المالية.

* * *

(١) Inflationary tendencies have directed attention to stock exchanges as a means of offsetting prices (Encyclopedia Britanica v.16p.542).

أولاً : التقسيم الوظيفي لسوق الأوراق المالية :

تنقسم السوق من حيث وظائفها قسمين:

١- السوق الأولية Primary Market .

٢- السوق الثانوية Secondary Market .

وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ويتوقف كل منهما على الآخر. فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة في غياب السوق الثانوية، والسوق الثانوية - التي يجري من خلالها تداول الأوراق التي تصدر في السوق الأولية - لن تدعو الحاجة إلى وجودها في غياب السوق الأولية.

السوق الأولية: تعرف السوق الأولية بأنها سوق الإصدارات الجديدة.

The Primary market is a market for newly issued financial securities ⁽¹⁾

ويستفاد من التعريف المتقدم - وهو أكثر التعاريف شمولاً وأحظاها قبولاً - أن الإصدار الجديد له ثلاثة أحوال.

١- أن الإصدار الجديد يتعلق بشركات تحت التأسيس والتي تقوم بطرح أسهم للاكتتاب العام لأول مرة.

٢- أن الإصدار الجديد يمثل زيادة في رأس المال للشركات القائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام أو سندات بغرض زيادة مواردها المالية.

٣- أن الإصدار الجديد يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق.

والمقصود بالاكتتاب المغلق أن شركة المساهمة قد لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام، وإنما يقتصر الاكتتاب فيها على مؤسسي الشركة، ولذلك تسمى شركة ذات اكتتاب مغلق. وقد تباينت الآراء في مسألة زيادة رأس المال للشركات المقفلة عن طريق الإصدارات الجديدة التي يتم طرحها للاكتتاب العام بين مؤيد ومعارض ^(٢).

(١) Archer Choate, Financial Management, An introduction.p.99.johm wiley sons & jons Nes York.

(٢) وقد أجازت التشريعات الأخرى شأنها في ذلك شأن التشريع المصري - إذا ما غضضنا الطرف عن رأي بعض فقهاء القانون وشراحه - زيادة رأس مال شركات المساهمة ذات الاكتتاب المغلق. =

الأهمية المالية والاقتصادية للسوق الأولية:

السوق الأولية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة فورية من دعوماته، وليس من المتصور - في ظل النظم الاقتصادية المعاصرة غير الشمولية - إحداث التنمية في غيبتها، فهي تمثل وبحق إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو المشروعات الإنتاجية، وهي تقوم على هذا النحو بعدة وظائف هامة نجملها فيما يلي:

١- تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية.

٢- أنها مصدر أصيل لضمان استمرار التدفقات النقدية، الأمر الذي يشجع الوحدات الإنتاجية على إعادة تقدير احتياجاتها التمويلية لتصحيح الخلل في هيكلها

= " Inflationary banker distributions may also involve securites previously issued and outstanding but not publicly distributed. (Archer choate op,cil 122).

وقد تصدى أحد فقهاء القانون لهذه المسألة بقوله: وكثيراً ما يثور التساؤل حول مكنة هذه الشركات الالتجاء إلى الاكتتاب العام لزيادة رأس مالها ، خصوصاً أنه لا توجد نصوص تشريعية (في القانون المصري) تحرم ذلك كما أن هذه الزيادة تجيء في الغالب في وقت تكون الشركة قد استقرت ومارست نشاطها، بحيث يمكن القول بالسماح لها بزيادة رأس مالها عن طريق التوجه إلى الجمهور بشرط اتباع الأحكام المقررة للاكتتاب العام، وأضاف قائلاً: غير أننا لا نعتقد بجواز التجاء هذه الشركات إلى الاكتتاب العام كوسيلة لزيادة رأس مالها لأن القول بغير ذلك يؤدي بالضرورة إلى التحايل أو الالتفاف حول ضرورة اعتماد الوزير المختص لطلب الترخيص بإنشاء هذه الشركات، الأمر الذي يعطل الرقابة الوقائية للسلطات الحكومية (د. أبو زيد رضوان -مرجع سابق ص ٨٦- ٨٧) ونحن لا نتفق مع ما انتهى إليه هذا الرأي، وحجتنا في ذلك أنه سيكون بوسع أي من المؤسسين أن يتنازل فيما بعد عن كل أو جزء من الأسهم التي يمتلكها من خلال السوق الثانوية (سوق التداول) وهو ما يعني أن رأس مال الأسهم التي يمتلكها لن تكون وفقاً على المؤسسين وإنما ستنتقل الملكية من خلال التداول إلى سائر المستثمرين المحتملين شأنها في ذلك شأن شركات الاكتتاب العام.

وفضلاً عما تقدم فإن التضييق على هذه الشركات إذا ما رغبت في زيادة رؤوس أموالها قد يؤدي إلى إحداث خلل في هيكلها التمويلية وتعجزها عن التوسع والتحديث أو المساهمة في عمليات الإحلال والتجديد، وهو ما يعني وضع العراقيل التمويلية أمامها مما يؤدي إلى تعثرها وتعطيل مسيرتها.

التمويلية وتمكين هذه الشركات من إجراء عمليات الإحلال والتجديد أو التوسع والتحديث، دونما حاجة تضطرها إلى الالتجاء إلى الاقتراض الذي غالبًا ما يؤدي إلى إرهاقها واستنزاف أموالها والتهام عوائد إنتاجها وتراكم الديون وأعبائها.

٣- أنها تؤدي وظيفة هامة تتضاءل بجانبها كافة مزايا المصادر التمويلية الأخرى وهي توجيه المدخرات الوطنية والتدفقات النقدية في مسارها الصحيح.

٤- أنها تولد عند المواطن العادي الشعور بالانتماء بمشاركته الفعلية في تمويل التنمية الاقتصادية.

لذلك فلا غرو أن تتجه التشريعات الحديثة ومها التشريع المصري إلى تحفيز الأفراد على التعامل في هذه السوق من خلال الإعفاءات الضريبية التي يتمتع بها حائزو الأوراق المالية المشتراة من السوق الأولية.

كيفية تنفيذ البيع في الأسواق الأولية :

يتم التعامل في السوق بأحد أسلوبيين:

١- التعامل المباشر . ٢- التعامل غير المباشر .

١- التعامل المباشر : Direct transaction

وهذا النوع من التعامل يتم من خلال الاتصال بالمشتري مباشرة، وفي الحياة العملية تلجأ بعض الجهات المصدرة للسندات إلى هذا الأسلوب إذا لم يكن حجم الإصدار بالضخامة التي تقتضي الاستعانة ببيوت الخبرة والوساطة المالية المتخصصة في عمليات تغطية الاكتتاب وتسويق الأسهم والسندات. وتقوم الجهات المصدرة في هذه الحالة بجهد تسويقي يعتمد على العلاقات الشخصية في ظاهره وإن كان يصطبغ بالصبغة الرسمية من ناحية أخرى للتأثير على الجهات التي يتم الاتصال بها؛ كالبنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق الادخار والمعاشات. وقد تغطي مشتريات هذه الجهات أو بعضها الإصدار بكامله وقد تحقق أيضًا^(١).

(١) وليس بمستغرب في الدول النامية أن تقوم بعض الجهات الحكومية - في غيبة من بيوت الخبرة المتخصصة- بإصدار سندات حكومية يتم طرحها للاكتتاب العام على غير تحرز أو تخوف من عواقب الأمور، حتى إذا ما أخفقت في تغطية إصدارها راحت كل جهة تلقي باللوم على الجهة =

٢- التعامل غير المباشر : Indirect transaction

يعتمد هذا الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يقومون بدورهم بتولي مسؤولية الإصدار وتغطية الاكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار. ويطلق على الوسطاء الذين يقومون بأداء هذه الوظيفة "underwriters" وقد يكون من المفيد أن ننبه هنا أنه ليس من المتصور أن تنصرف كل الجهود التسويقية إلى ضمان تغطية الاكتتاب. ذلك أن الوسطاء - وهم بنوك وشركات الاستثمار - قد يرفضون شراء إصدار ما بأي ثمن يعرض عليهم؛ لما ينطوي عليه الأمر من مخاطر جسيمة. وكم من بنوك وشركات متخصصة في شؤون الاستثمار قد أخفقت وتوارت عن الأنظار بسبب سوء تقديرها وفداحة حجم خسائرها! لذلك لا تقتصر وظيفة بنوك وشركات الاستثمار على ضمان تغطية الاكتتاب، وإنما تقوم أيضا بتسويق الأوراق المالية وإعداد الدراسات الاستقصائية والتحليلية والتي تسبق دائما أي جهد تسويقي، فضلا عن إسداء النصح وتقديم المشورة لمن يطلبها من العملاء.

وتفصيلاً لما تقدم فإن الشركة التي تقرر طرح أسهمها للاكتتاب العام سوف تستفيد غالبا من خدمة أحد بنوك الاستثمار، وسوف تقوم بالتفاوض مع أحد هذه البنوك وتطلب إليه ضمان تغطية الاكتتاب، ويتم الاتفاق بينها على السعر وشروط الإصدار.

وسيقوم البنك بشراء الأوراق المصدرة من الشركة على أمل إعادة بيعها بسعر أعلى إلى الجمهور، ويتحمل حينئذ مخاطر السوق، فإذا ما كان حجم الإصدار كبيرا، فإن بنك الاستثمار the originator قد يدعو بعض بيوت الاستثمار الأخرى لتكوين رابطة لتغطية الإصدار Underwriting syndicate بهدف اقتسام المخاطرة.

وقد يقوم البنك بتغطية الإصدار بمفرده إذا بدا له أن ظروف السوق مواتية وملائمة؛ أملا في تحقيق أرباح مجزية تتناسب مع حجم المخاطر التي يتحملها، وقد يقوم بدعوة بعض بيوت السمسرة للمعاونة فقط في عملية البيع Selling Group. وقد يقوم بدون الوكيل Agent ويتقاضى عمولة Commission على الكمية المباعة. وقد يقوم بدور المستشار المالي Financial counsel ويتلقى الأتعاب مقابل إسداء النصح والمشورة.

= الأخرى وغالبا ما ينتهي الأمر إلى فك الاشتباك وإلقاء التبعة على وسائل الإعلام التي أخفقت في استقطاب المدخرين وعجزت حملتها الإعلانية عن إخراج المدخرات من جحورها.

المشروعات الصغيرة ومشكلات الإصدار:

معظم المشروعات الصغيرة تجد صعوبات كثيرة وتتحمل تكاليف باهظة عند إصدار أسهمها وطرحها على الجمهور للاكتتاب العام، فإذا لجأت إلى أحد بنوك الاستثمار فلن يقدم لها ضمانا ولكنه غالبا ما يعد أن يبذل أقصى ما في الوسع لبيع الأوراق المصدرة.

إلا أن المبيعات الناتجة عن هذا الجهد ليست ثمرة أو نتاج نفس الحماس والإلحاح لمن يقوم بتغطية الاكتتاب.

لذلك فإن سياسة أفضل مجهود Best effort ينبغي أن تتبناها الشركة المصدرة نفسها.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية، قدمت إدارة المشروعات الصغيرة - Small Business Administration وهي وكالة فيدرالية أمريكية - كافة التسهيلات لقيام شركة استثمارات للمشروعات الصغيرة Small Business Investment لتوفير رأس مال الأسهم Equity Capital لهذه الشركات، ويتم تمويل هذه الشركة عن طريق الوكالة الفيدرالية سألقة الذكر فضلا عن مصادرها الداخلية.

إن زيادة رأس مال الشركات الصغيرة يعد مشكلة من وجوه عديد، أهمها: الافتقار إلى سوق للأوراق المالية على درجة عالية من الكفاءة، بحيث يتمكن المستثمر من تسهيل أمواله في الوقت المناسب وبالسعر المناسب، ويرى بعض الكتاب أن هذه المشكلة من الممكن التغلب عليها بعرض الاشتراك في إدارة المنشأة على المساهمين الجدد، على الرغم من امتعاض المساهمين القدامى من هذا الأسلوب^(١).

نشرة الاكتتاب : Prospectus

من البدهة أن يكون التخاطب مع الجمهور - من قبل الجهات المصدرة للأسهم والسندات - بوسيلة مكتوبة ومقبولة تحمل إليهم نبأ تكوين الشركات أو الرغبة في زيادة رءوس الأموال، ويفصح هذا الإعلان عن كافة البيانات والمعلومات اللازمة للتعريف

(١) The problem might be overcome in some cases by offering participation in the management of to new shareholders. Yet the original are usually loath to introduce a new managing owners. Archer Choate op. cit p.157.

بتلك المنشآت والتي يعتبر إغفال بعضها سبباً وجيهاً لإعراض الجمهور عنها. ولهذا تشترط معظم التشريعات أن يكون التوجه إلى الجمهور عن طريق إعلان يوضح فيه البيانات الواردة في عقد إنشاء الشركة ونظامها الأساسي وأسماء مؤسسيها، وكذا بيانات أخرى تختلف في درجة أهميتها وتفصيلها من تشريع لآخر، وهذا الإعلان هو ما يعرف بنشرة الاكتتاب.

وفي مصر أشار القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ إلى نشرة الاكتتاب بما قرره المادة ٢/٣٦ من هذا القانون:

«بأن تكون دعوة الجمهور إلى الاكتتاب العام في الأسهم بنشرة تشتمل على البيانات بالطريقة التي تحددها اللائحة التنفيذية».

كذلك يوجب التشريع الأردني على أية شركة سواء كانت حديثة التأسيس أم مؤسسة قائمة بالفعل تطرح أسهمًا أو سندات قرض للاكتتاب العام - أن تقوم بإعداد نشرة إصدار وفق النموذج المقرر من قبل سوق عمان المالي. ويحتوي هذا النموذج على كافة الإيضاحات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قرار معلن للإقدام على الاستثمار أو الإحجام عنه.

ونورد فيما يلي أهم البيانات التي تحتويها نشرة الاكتتاب في عدد من الدول لأهميتها، أربع منها لدول عربية هي: مصر والأردن وتونس والمغرب. ودولتان غريبتان هما الولايات المتحدة الأمريكية والسويد.

بيانات نشرة الاكتتاب في الأسهم التي نص عليها القانون المصري:

اسم الشركة - الشكل القانوني - تاريخ العقد الابتدائي - أسماء المؤسسين وحرفهم وجنسياتهم ومحل إقامتهم - غرض الشركة - مركزها - مدتها - رأس مال المصدر عند التأسيس - رأس المال المرخص به - القيمة الاسمية للسهم - عدد الأسهم - تاريخ بدء الاكتتاب - التاريخ المحدد لإغلاق الاكتتاب - البنك (أو الشركة) الذي سيتم الاكتتاب بواسطته - مصاريف الإصدار - أسماء أعضاء مجلس الإدارة وصفاتهم وعناوينهم - أسماء مراقبي الحسابات وعناوينهم ومؤهلاتهم - بيان تقريبي مفصل بعناصر مصروفات التأسيس - تاريخ بداية السنة المالية وانتهائها - بيان عن طريقة توزيع الربح الصافي للشركة - طريقة تخصيص الأسهم والسندات إذا بلغت طلبات الاكتتاب أكثر من

المعروض للاكتتاب^(١).

نشرة الاكتتاب في السندات:

ومن بين البيانات الوفيرة التي أوجبتها ذات اللائحة التنفيذية لقانون الشركات في مصر فيما يتعلق بالسندات:

إقرار من مجلس الإدارة بأن السندات المصدرة لا تتجاوز قيمة أصول الشركة - رأس المال مصدر بالكامل - مقدار القرض - عدد السندات - القيمة الاسمية لكل سند - سعر الفائدة - مدة القرض - طريقة سداد القرض - ضمان القرض - ملخص عن المركز المالي للشركة - تقرير المراقبين عن السنتين الأخيرتين السابقتين على زيادة رأس المال - مقدار الاحتياطيات في كل من السنوات الخمس السابقة - الأرباح أو الخسائر المحققة خلال السنوات الخمس السابقة - توقيع مراقب الحسابات على النشرة.

بيانات نشرة الاكتتاب المنصوص عليها قانوناً في المملكة الأردنية الهاشمية:

اسم الشركة وتسجيلها وغايتها - وصف الأسهم المطروحة - الغاية من الإصدار - وصف لنشاط الشركة وأعمالها - بيان عن إدارة الشركة - توزيع ملكية الأسهم - إجراءات الاكتتاب - التغييرات التي طرأت على حركة الأسهم بالنسبة للشركات القائمة - القوائم - الميزانية العمومية والحسابات الختامية للسنوات السابقة ولأقرب فترة لسنة الطرح - ملخص لدراسة الجدوى الاقتصادية في حال كون الشركة حديثة التأسيس.

كما يوجب القانون نشر أية معلومات هامة تؤثر على أسعار الأوراق المالية للشركة المصدرة والتي طرأت خلال الفترة الممتدة ما بين تاريخ الموافقة على نشرة الإصدار وحتى نهاية اليوم الأخير المحدد لانتهاؤ فترة الاكتتاب العام^(٢).

بيانات نشرة الاكتتاب في تونس:

اسم الشركة - مركزها - موضوعها - مدة الشركة - رأس مال الشركة - قيمة كل صنف من أصناف الأسهم - مقدار رأس المال غير المدفوع - آخر موازنة مشهود بمطابقتها للأصل.

(١) اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ قانون شركات المساهمة.

(٢) صندوق النقد العربي - أسواق رأس المال في الدولة العربية ص ١٧٥.

ويضيف القانون أن النشرة يجب أن تتضمن ذكر المزايا المشترطة للمؤسسين وأعضاء مجلس الإدارة - والمكافآت - كما تبين النشرة إجراءات دعوة الجمعية العمومية للانعقاد، ومكان اجتماعها، وتقدم ملخصا للبيانات التي تم نشرها بالرائد الرسمي «الجريدة الرسمية للجمهورية التونسية» مع ذكر عدد ذلك الرائد^(١).

نشرة الاكتتاب والتشريع المغربي:

انشغل المشرع المغربي منذ سنين طويلة بالمعلومات التي يجب أن تنشر من طرف شركات رءوس الأموال وذلك لما تكتسبه من أهمية بالغة بالنسبة للمساهمين والعموم، وفي هذا النطاق ويظهر (تشريع) ١١ غشت سنة ١٩٩٢ فرض على كل شركات المساهمة المغربية أن تقوم بنشر ورقة معلومات بالجريدة الرسمية، وذلك عند كل مناسبة إصدار أسهم أو سندات طبقا لشروط قانونية محددة، وأبرز هذه البيانات: النوع القانوني للشركة - تاريخ التأسيس - نوع النشاط - السنة المالية - حق الأسهم الجديدة - تاريخ الاستفادة من الربح - مدة الاكتتاب - تعيين مكان الاكتتاب - عنوان الموثق - موازنة السنة الأخيرة^(٢).

والهدف من نشر هذه المعلومات في جريدة رسمية هو إعلان المكتتبين بصفة شاملة عن كل مميزات الشركة: من حيث الجانب الأساسي والقانوني والحسابي حتى يتسنى للعموم الاطلاع على وضعية الشركة وممارسة حق الاكتتاب بطريقة واقعية^(٣).

ومن الملاحظ أن هذه البيانات جاءت حُلوا من ذكر رأس مال الشركة، وعدد الأسهم أو السندات - القيمة الاسمية للسهم أو السند - وسعر الفائدة بالنسبة للسندات - وأسماء المؤسسين والتعريف بهم وهذه البيانات جميعها على درجة بالغة من الأهمية وإغفالها يقلل من قيمة البيانات المنشورة.

(١) الاتحاد العربي لبورصات - ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية - نوفمبر ١٩٨٧ القاهرة.

(٢) الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية مرجع سابق - البحث المتقدم .. السيد بلمليح عبد الإله نائب مدير بورصة القيم بالدار البيضاء عن طريق وأساليب نشر المعلومات والإفصاح عنها في بورصة القيم بالدار البيضاء.

(٣) المرجع السابق.

الولايات المتحدة الأمريكية:

في جميع الولايات الأمريكية باستثناء ولاية Delaware الأمريكية روعي في جميع التشريعات حماية المستثمرين من عروض الاحتيال والغش Fraudulent Offerings فصدر لديهم ما يسمى بقوانين السماء الزرقاء واصطلح البعض على تسميتها بقوانين تنظيم أسهم المجازفة. وبمقتضى هذه القوانين فإن من حق لجنة التداول والأوراق المالية The Securities & exchange Commission (Sec) وهي الوكالة المنظمة على المستوى الفيدرالي - إيقاف بيع الإصدارات الجديدة أو تأخيرها.

ويقضي قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣ بالإفصاح الكامل full Disclosure عن المعلومات للمستثمرين في أوراق مالية جديدة هذا فيما يتعلق بالشركات تحت التأسيس، وأما بالنسبة للشركات القائمة فعلا، فقد نظم قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ عمليات بيع أوراقها المصدرة^(١).

ويرجع الأصل في تسمية هذه القوانين بقوانين السماء الزرقاء إلى الاعتقاد الشائع بأن مروجي المشاريع الاستثمارية يؤملون المستثمرين من زبائنهم بالحصول على «السماء الزرقاء» إذا اشتروا أسهمهم وذلك كناية عن تحقيق أرباح خيالية لا حدود لها^(٢).

السويد:

تنفيذاً لقانون التعامل في الأوراق المالية والبورصات الصادرة في ١٧/٢/١٩٤٤ يتعين أن تتضمن نشرة الاكتتاب البيانات المالية:

أولاً: بالنسبة للشركات تحت التأسيس:

١- بيانات عن الأساس القانوني والغرض من استخدام حصيلة الإصدار.

٢- قيمة الإصدار.

٣- خصائص الورقة المصدرة من حيث نوع الورقة، القيمة الاسمية، الفئات، الكوبونات، بيانات عن الورقة من حيث صدورها في شهادات اسمية أو لحامله. وفي حالة إصدار سندات يتعين ذكر سعر الفائدة وشروط الاستهلاك قبل ميعاد الاستحقاق،

(١) Archer Choate op. Cit.p.124.

(٢) معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال لنبية غطاس. بيروت.

ومواعيد الاستحقاق، والقيمة الاسمية، وبيان ما إذا كانت الأسهم مدفوعة بالكامل أم جزئياً، وكذلك اسم الوكيل الذي سيقوم بالدفع وذكر أنواع الضمان في حالة إصدارات القرض.

وفيما يتعلق بإصدارات الولايات والبلديات فإن النشرات يتعين أن تتضمن البيانات المناسبة التي تتعلق بالحالة المالية وإيرادات ومصروفات الجهة المختصة.

Appropriate data concerninig Financial status, revenues and expenditures by the Public body concerned⁽¹⁾

ثانياً: بالنسبة لشركات المساهمة المسجلة والقائمة بالفعل:

- ١- اسم الشركة، المقر الدائم، والغرض.
- ٢- تاريخ القيد في السجل التجاري.
- ٣- مدة الشركة وبيان أي امتياز على وجه التفصيل من حيث المدة والشروط.
- ٤- مقدار رأس المال ومكوناته وكذا الاحتياطيات وأية حقوق تفضيلية كحصاص التأسيس.
- ٥- بيان حقوق التصويت.
- ٦- أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين وأسماهم وقت النشر.
- ٧- التوزيعات العادية "Normal Dividends" خلال السنوات الخمس السابقة أو منذ تكوين الشركة.
- ٨- مقدار السندات المصدرة من قبل الشركة وضمائنها والفائدة وإمكانية استهلاك السندات والقيمة الاستهلاكية وتواريخ الاستحقاق وأية رهونات للديون.
- ٩- السنة المالية للشركة والقواعد التي تحكم إعداد القوائم المالية وتكوين الاحتياطيات والاستهلاك والتصرف في الأرباح.
- ١٠- نسخة من القوائم المالية وكذا الأرباح عن سنة مالية سابقة.
- ١١- بيان عن تطور الأعمال الجارية للشركة^(٢).

(١) Chamber of The Basle stock Exchange Regulations Governing The admission of securities for listing The Basle Stock Exchange.

(٢) Chamber of The Basle Stock Exchange.

ومن البيانات المتقدمة حرص المشروع على توفير كافة المعلومات، والتي تمثل في مجموعها سياقاً قوياً لحماية المستثمر.

٢- السوق الثانوية «سوق التداول» : Secondary Market

يقصد بالسوق الثانوية تلك السوق التي يجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها.

أهمية السوق الثانوية :

لما كانت حقوق أصحاب المشروع في شركات المساهمة تتمثل في أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق، حيث تباع فيها الحقوق وتشتري دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع.

وللوقوف على أهمية الدور الذي تؤديه هذه السوق فلنتصور غياب هذه الأسواق عن ساحة الواقع الاقتصادي المعاصر - والذي أضحت شركات المساهمة أبرز علاماته.

فلو افترضنا أن أحد مساهمي إحدى الشركات يمتلك مائة سهم ويرغب في تسهيل هذه الأوراق لسبب أو لآخر، فليس أمام هذا المستثمر سوى أن يشرع في إجراء سلسلة من الاتصالات بدءاً بالمعارف والأقارب والأصدقاء، وانتهاءً بطرق أبواب المصارف وبيوت رجال الأعمال، لعله يجد بين هؤلاء جميعاً من يقبل شراءها.

ولو افترضنا جدلاً أن أثمرت جهود هذا المستثمر واتصالاته، أو ساقط إليه الأقدار على غير ترتيب مسبق - من يقبل شراء هذه الأوراق فور عرضها عليه، فلن تنتهي مشكلة المستثمر عند هذا الحد، بل ستنهض أمامه مشكلة أخرى، إذ عليه أن يقدر السعر الذي يطلبه وأدنى سعر يمكن أن يقبله.

ويستفاد مما تقدم أن هذا المستثمر قد يحتفظ بما لديه من صكوك الأسهم فترة طويلة دون أن يصادفه من يقبل شراءها، وبالتالي تقل حتى تكاد تنعدم فرص تسهيلها. وإذا وجد من يقبل شراءها فإن الأمر سيخضع للمساومة واستغلال الفرص السانحة وخاصة من قبل أولئك الذين تتوفر لديهم المعلومات المتفوقة وقوة المساومة Super Power Knowledge and bargaining وليس هناك موضع لشك أن عجز المساهمين عن تسهيل Liquidating ما في حوزتهم من أصول مالية يعني تضاؤل فرص تحويلها بسرعة وسهولة إلى نقدية، ومؤدى ذلك استحالة قيام شركات مساهمة جديدة. فمن غير التصور أن يُقبل

المستثمرون على شراء أسهم يتعذر إعادة بيعها، كما يؤدي ذات الوضع إلى وأد أية محاولة من قبل الشركات لزيادة رءوس أموالها بهدف زيادة الإنتاج أو تنويعه أو تحسينه وتطويره، وفضلا عما تقدم فإن الأوراق المالية التي تتضاءل فرص بيعها تنخفض قيمتها وترتفع درجة مخاطرتها^(١).

وإذا كنا قد تناولنا على أساس افتراضي مثال غياب هذه الأسواق عن حياتنا المعاصرة، فعلى التقيض من ذلك تبدو أهمية وجود هذه الأسواق والتي يمكن الوقوف عليها من خلال هذه الأسواق.

وظيفة السوق الثانوية:

(أ) تسهيل الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات بسرعة وسهولة، حيث يصبح بوسع المستثمر الاستعانة بخدمات بيوت السمسرة في الحصول على قيمة هذه الأوراق دون حاجة لتكبد مشقة البحث عن مشتري فيها لو اعتمد البائع على جهوده الذاتية من خلال التعامل المباشر، وليس معنى ذلك أن البائع سيحصل دائماً على الثمن الذي يأمله أو حتى ذلك الذي يتوقعه وإنما سيتمكن من بيع الأوراق التي في حيازته بالسعر الناتج عن تفاعل قوى العرض والطلب.

(ب) أن الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات تكتسب مزيداً من السيولة من خلال تقويم السوق المستمر لها، حيث يصبح بوسع المستثمر الحصول على قروض بضمانها وبنسبة معينة من القيم السوقية المعلنة، وهي تتباين باختلاف درجة المخاطرة سواء كانت مالية أم اقتصادية، وقد اصطلح علماء التمويل والاستثمار على تسمية الأوراق المالية التي تستخدم كضمان للحصول على قروض، شأنها شأن باقي الأصول بأنها Collateral assets .

(ج) أن تسهيل تسهيل الأوراق المالية في أسواق التداول يؤدي إلى زيادة قيمة الأوراق المالية المقدمة كضمان للحصول على القروض.

(د) نظراً لقيام السوق بتلك الخدمات، فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعداداً لشراء الأسهم والسندات واثقين من إمكانية تصفيتها بسرعة وبسهولة وبأدنى تكلفة

(١) The more marketable a security is The higher the price purchasers are willing to pay.

Financial Management, op. cit, p 10.

ممكنة وأفضل سعر ممكن، ومؤدى ذلك أن السوق الثانوية تؤدي خدمة عظيمة القدر للسوق الأولية، حيث يصبح بمقدور أي من الشركات التي ترغب في زيادة رءوس أموالها أن تطرح إصدارتها للاكتتاب العام.

(هـ) بفضل الرقابة المستمرة من جانب السوق على الشركات من خلال عمليات تقويم الأداء، بل وتقويم الشركات باعتبار أن القيم السوقية لأسهم إحدى الشركات في تاريخ معين تمثل قيمة الشركات من وجهة نظر المجتمع، وكذا تسجيل وتسجيل نشر الأسعار بمعرفة السوق - فإن تلك الأسواق تؤدي إحدى أهم الخدمات في تمويل التنمية الاقتصادية بتوجيه التدفقات النقدية في مسارها الصحيح هذا فضلاً عن الوظائف الأخرى التي تعرضنا لها في المبحث الأول عن وظائف بورصة الأوراق المالية.

وإذا كنا عرضنا لأهم الوظائف التي تقوم بها السوق الثانوية فلا يفوتنا أن ننوه على بعض الأخطاء الشائعة التي تتعلق بوظائف السوق الثانوية.

يذكر بعض الكتاب «أن البورصة هي الجهاز الذي يحدد ثمن الأوراق المالية التي يتم تداولها فيها»^(١).

وحقيقة الأمر أن البورصة ذاتها لا تبيع ولا تشتري ولا تمتلك ولا تشارك في تحديد الأسعار بالنسبة للأسهم أو السندات، ووظيفة البورصة هنا لا تتجاوز توفير المكان الملائم لالتقاء البائعين بالمشتريين من خلال الوسطاء والأعضاء المقيدين (Listed) والإعلان عن الأسعار الناتجة عن تفاعل قوى العرض والطلب في سوق للمزايدة.

وتعصيماً لما سبقناه وتفصيلاً لما أورده غيرنا وتثبيتاً للحقيقة العلمية فقد يكون من المناسب أن نعرض في صلب هذا البحث لما ذكره علماء التمويل والاستثمار.

The stock exchange it-self neither buys nor sells securities nor does it participate in the determination of stock or bond prices. It Merely Provides the place where buyers and sellers from all over the country and perhaps the world are brought together to effect exchanges, Where the forces of supply and demand determine Prices in a free auction market⁽²⁾.

ويقول آخر:

(١) مذكرة معهد التخطيط القومي رقم ١٣٣١ - جمهورية مصر العربية أكتوبر سنة ١٩٨٣ إعداد المستشار محمود فهمي رئيس الهيئة العامة لسوق المال (سابقاً).

(٢) Robert H. Wessel op. Cit p.227.

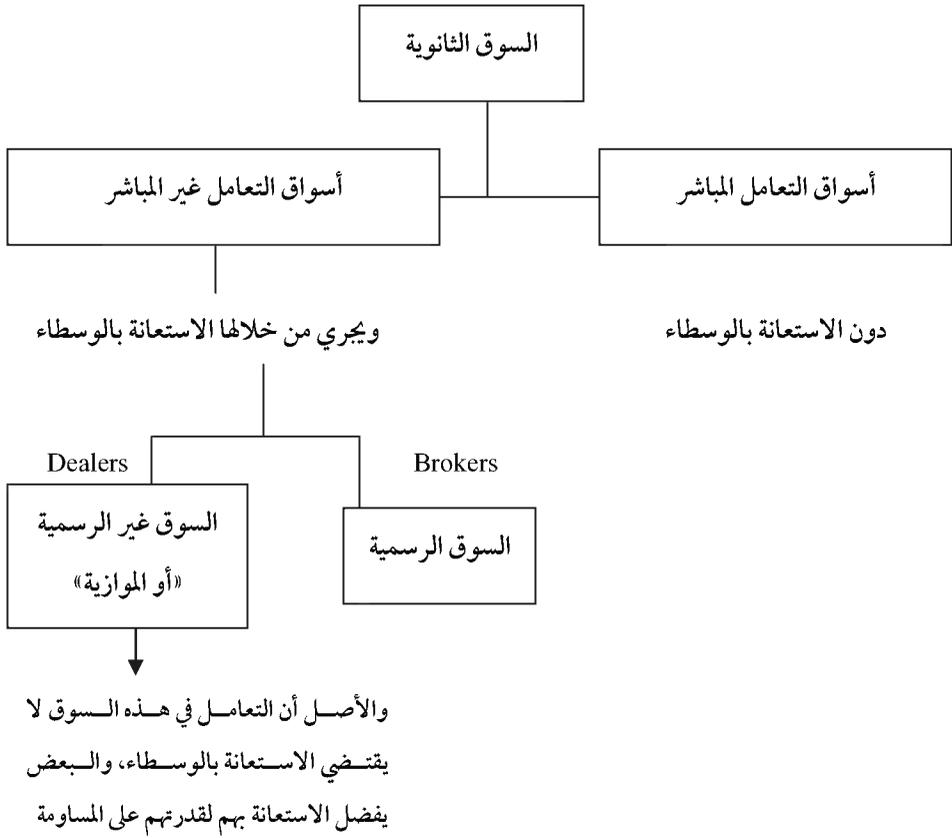
The exchange itself neither buys, owns, nor sets the Prices of securities. All these are activities of members of the exchange initiated by investors who can express their investment needs quickly and economically through the members⁽¹⁾.

ثانياً: التقسيم التنظيمي:

ليست سوق التداول هي السوق الرسمية أي «البورصة» فقط كما قد يتصور البعض، ولكنها تشمل كافة الأسواق التي يجري التعامل من خلالها على الأوراق المالية السابق إصدارها سواء كانت هذه الأوراق مقيدة في السوق الرسمية أم غير مقيدة ويجري التعامل عليها في السوق الرسمية، وسواء تم التعامل عليها بطريقة مباشرة أي دون استعانة بالوسطاء أم بطريقة غير مباشرة.

ولمزيد من التوضيح يمكننا تحديد هيكل السوق الثانوية Market structure من خلال تصوير الخريطة التنظيمية التالية لها.

(1) Fredrick Ambling, Investment, Fourth Edition An Introduction Analysis and Management p.234.



ومن الممكن التمييز بين أسواق الأوراق المالية وفقاً للأسلوب الذي يقع عليه اختيار المستثمرين لعقد الصفقات على الأوراق المالية المعروضة للبيع أو المطلوبة للشراء.

فقد يعتمد المستثمرون على جهودهم الذاتية في البحث عن يبيع لهم أو يشتري منهم أوراقاً مالية وذلك ما يعرف بالتعامل المباشر Direct transaction ، وتسمى السوق في هذه الحالة Direct search market ، وقد يلجأ المستثمر إلى أحد بيوت السمسرة Brokerage house التي تشتغل ببيع وشراء الأوراق المالية، بما يغنيه عن تكبد مشقة البحث عن يشتري منه أو يبيع إليه، ويتمكن بالتالي - خاصة إذا ما كانت السوق تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة - من الحصول على أفضل الأسعار من خلال سوق للمزايدة، ولذلك تعرف هذه الأسواق بأنها Auction Markets.

وقد يجد المستثمر من مصلحته اللجوء لأحد المشتغلين بالتجارة في الأوراق المالية

وهم الذين اصطلح على تسميتهم في الدول الرأسمالية بلفظ Dealers وهو الأمر الذي يمكن المستثمر من تسهيل أصوله بسرعة وبسهولة.

أولاً: أسواق التعامل المباشر : Direct search markets

على الرغم من إمكانية قيام الأفراد بالتعامل مع بعضهم البعض تعاملًا مباشرًا في شراء وبيع الأوراق المالية دون الاستعانة بالوسطاء المتخصصين، إلا أن بعض التشريعات ومنها التشريع المصري لا يجيز التعامل في الأوراق المالية تعاملًا مباشرًا^(١).

ويرى علماء الاستشارة أن أبعد الأسواق عن تحقيق أمثل الأسعار هي تلك الأسواق التي يتعين فيها على كل من البائع والمشتري أن يبحث كل منهما عن الآخر.

وقد سبقت منا الإشارة عند الحديث عن أهمية السوق الثانوية إلى أن المستثمر الذي يلجأ إلى أسلوب التعامل المباشر Direct transaction قد يحتفظ بها لديه من صكوك الأسهم أو السندات فترة طويلة دون أن يصادفه من يقبل شراءها إن كان راغبًا في البيع، وأنه لو تصادف ووجد من يقبل شراءها فسوف تنور أمامه مشكلة السعر الذي ينبغي أن يقبله أو يطلبه، وغالبًا ما يتم التعامل على الأسهم العادية للشركات الصغيرة وخاصة بنوك القرى تعاملًا مباشرًا في الدول الرأسمالية.

" The common stocks of small companies, especially small rural banks trade in fragmented direct search market"^(٢).

(١) أضاف المشرع المصري بموجب القانون رقم ١٣١ لسنة ١٩٨١ مادة جديدة برقم ٣٠ مكرر إلى القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ ونصها لا يجوز التعامل في الأوراق المالية سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمي أم غير مقيدة بالجدول إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين ببورصات الأوراق المالية ، ويكون الوسيط الذي تتم الصفقة بواسطته ضامنًا لسلامة البيع، ويقع باطلا بحكم القانون كل تعامل على خلاف ذلك، إلا أن المشرع أدخل تعديلا جديداً على النص المتقدم من خلال قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ليوائم التصورات المستقبلية لهيكل سوق الأوراق المالية في مصر ، فنصت المادة ١٨ منه على أن يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة في البورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها وإلا وقع التعامل باطلا، وهو ما يعني بمفهوم المخالفة إطلاق حرية التعاقد أو التنازل أو التصرف في الأوراق المالية غير المقيدة دون وساطة الشركات المرخص لها.

(٢) Kennth garabade – securities markets MC Grow – Hill book, P.423 .

ويعتبر هذا النوع من التعامل أقل شيوعاً من غيره، وما قامت الأسواق الأخرى إلا لتذليل الصعوبات وإزالة العقبات التي يقابلها المتعاملون في أسواق التعامل المباشر، ولعله من نافلة القول أن نضيف هنا أن المكان الذي يتم فيه التعامل يعد سوقاً، ولو كان مقهى أو مطعماً أو نادياً، فحيثما التقى البائع والمشتري وتعاقدا فهو سوق Marketplace . هذا، ويعتمد المتعاملون في هذه الأسواق على المشافهة أو ما يطلق عليه الغربيون .A word of mouth

ونظراً لعدم وجود أية وسيلة اقتصادية لإذاعة أسعار المعاملات التي تتم في هذه الأسواق، فإن المعاملات تتم فيها بأسعار مختلفة وأبعد ما تكون عن أفضل سعر ممكن . ومع ذلك فإن هذا النوع من التعامل بدأ ينتعش ، ولكن بشكل جديد فيما اصطلح عليه السوق الرابعة Fourth market والتي سيكون لنا وقفة عندها في الموضوع المناسب .

ثانياً : أسواق التعامل غير المباشر : Indirect transaction

١ - السوق المنظمة أو الرسمية : Organised market

ثمة إجماع من قبل المشتغلين في أسواق الأوراق المالية وعلما الاستثمار أن أسواق الأوراق المالية المنظمة يجري التعامل فيها بأسلوب أو طريقة المزاد العلني "Auctioning" بمعنى أن هذه الأسواق أسواق مزايده حيث يعرض في هذه السوق كافة أوامر البيع والشراء على كافة المشتركين في آن واحد، وتسود السوق حرية المنافسة وصولاً لأفضل الأسعار المقبولة من جميع الأطراف Favourable prices والتي يتم بها تنفيذ العمليات . وفي الأسواق النشيطة Active markets يتعذر التأثير على الأسعار من جانب فريق المتعاملين نظراً لتباين المصالح، فمن كان بالأمس - من ذوي السطوة والقوة - بائعاً قد يكون في اليوم التالي مشترياً والعكس أيضاً صحيح . ويظل المزاد في هذه الأسواق مستمراً طوال جلسات التعامل Trading sessions .

وقد نصت لوائح بعض البورصات صراحة - ومنها بورصة الكويت - على أن البيوع التي تجرى داخلها هي بيوع مزايده، أي تتم بالمزاد العلني؛ إذ تنص المادة الثانية من لائحة بورصة الكويت^(١) «بأن يتم تداول الأوراق المالية داخل قاعة السوق Floor of

(١) المراسيم واللوائح الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية - القرار رقم السنة ١٩٨٤ في شأن قواعد ونظم تداول الأسهم بالسوق.

trading عن طريق المزايدة المكتوبة، وذلك بعرض جميع أوامر البيع والشراء على اللوحة المعدة لهذا الغرض طبقاً للقواعد والإجراءات المنصوص عليها في هذه اللائحة».

كما تضمنت القواعد التنفيذية لتنظيم تداول الأسهم في المملكة العربية السعودية في مقدمتها ما يلي^(١):

يقصد بمكان السوق «ردهة البورصة» floor of the exchange التي يتم عليها تداول الأوراق المالية علناً عن طريق وسطاء مرخص لهم يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في البيع والشراء بطريقة «المزاد العلني» دون أن يكون هناك تماس فيزيائي بينهم وبين العملاء، وأن طريقة المزاد العلني في التداول تمكن من الوصول على أحسن الأسعار بالنسبة للبايع، Highest Bid وللمشتري Lowest offer .

وكما في أي سوق للمزايدة فإن الأوراق المالية تباع إلى الوسطاء الذين يعرضون أعلى سعر للشراء، وتُشترى من الوسطاء الذين يقبلون أدنى سعر بيع.

As in any auction market securities are sold to the highest price and bought from the broker bidding the broker offering the lowest price.

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

إلا أن تكييف السوق على الوجه المتقدم أنه سوق للمزايدة لا يصادف في رأينا الصواب كله، وذلك أن المزاد كما عرفه فقهاء القانون وشراحه هو التنافس بين عدة أشخاص بحيث تُعطى الصفقة لمن يقدم أعلى ثمن^(٢) . وشتان بين التعامل في أسواق الأوراق المالية وبين التعامل في صالات المزادات، ففي الأولى يتنافس عدد كبير من المشتريين وعدد كبير من البائعين، ولا تتم الصفقات إلا عند أعلى سعر يعرضه المشترون وأدنى سعر يطلبه أو يقبله البائعون The highest bids and the lowest offers ، ومن

(١) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار - أسواق الأوراق المالية العربية - ص ١٨٤ .

(٢) د. علي جمال الدين - الوجيز في القانون التجاري، القاهرة ١٩٨٢، ص ٤٣ .

هنا يحصل التنافس بين المشتريين بعضهم البعض والبائعين بعضهم البعض، يتنافس المشترون بأن يزيد بعضهم على بعض في الأسعار التي يعرضونها ويتنافس البائعون مع بعضهم البعض من خلال الأسعار الأقل التي يطلبونها، بينما في صالات المزاد فإن المتنافسين هم المشترون، وأما البائعون فلا وجه لجمعهم حيث إن البيع يتم لحساب جهة واحدة. ونظن أننا في غنى عن أن نضيف أن الوحدات المباعة في صالات المزادات ليست غالباً متماثلة، ولو تعدد البائعون ما كان هناك وجه للمنافسة لعدم تماثل الوحدات محل البيع.

لذلك فنحن لا نتفق في الرأي مع ما ورد في إحدى الموسوعات الشهيرة ذات الصلة التي جعلت من أسواق الأوراق المالية أسواقاً عرجاء تمشي على ساق واحدة، حينها تقرر أن الأسعار التي تتحدد في أسواق الأوراق المالية كأسواق للمزاد تتم وفقاً لأسعار الشراء التنافسية ونورد أصل النص على سبيل التحقيق:

Most stock exchanges are auction markets in which prices are determined by competitive bidding ^(١).

ولذلك لم يكن مستغرباً أن يحاول أحد الكتاب الغربيين أن يكون أكثر دقة من خلال تناوله لمفهوم هذه المعاملات على أنها مزاد ذو شقين A two-way auction بما يعني أن الأوراق التي يتم بيعها إنما يتنازل عنها البائع الذي يقبل أدنى الأسعار التي يطلبها البائعون ويحصل عليها المتنازل إليه «المشتري» الذي يعرض أعلى الأسعار مقارنة بغيره من المشتريين.

"This process is essentially an auction, in this case a two way auction, by this we mean that the securities which are sold come from the seller who was willing to accept the lowest price and go to the highest bidder⁽²⁾.

وعلى الرغم من التحرز الظاهر في هذا الرأي بعدم تجاهله للطرف المقابل في تنافسه مع سائر البائعين، إلا أنه أيضاً لم يخل مما يشوبه عندما اعتبر المنافسة من الجانبين من قبيل المزايدة بين الطرفين A two-way auction، ونحن نقطع بأن ذلك غير صحيح، وغاية ما

(١) الموسوعة البريطانية - مرجع سابق - جزء ١٦، ص ٤٥٣.

(٢) Robert wessel, Principles of financial analysis, P234.

يمكن القول به هنا: إن اللفظ خالف القصد فجاء مشوبًا بالقصور عن أداء المعنى المقصود. فإذا كان الاصطلاح يشير إلى أنه مزايده من جانبين فالحق أنه مزايده من جانب ومما كسة «أي انتقاص» من جانب آخر^(١). وإن شئت فقل: إنها أسواق تقوم على سيادة المنافسة.

السوق غير الرسمي^(٢) : The over – the – Counter

إن أول ما يستوقف الباحث ويثير لديه التساؤل عند تناوله بالبحث لموضوع السوق غير الرسمية هو اسمها الذي شاع استعماله من جانب الممارسين والأكاديميين وكافة المشتغلين في السوق المالية بمعناها الواسع وهذا المصطلح هو The over – the – counter market والذي قلما استخدم اللفظ المقابل له باللغة العربية. وقد تصدت بعض

(١) جاء في لسان العرب لابن منظور أن المماكسة في البيع تعني انتقاص الثمن واستحطاطه، والمكس هو النقص وانتقاص الثمن في البيعة، ويقال: تماكس البيعان. أي البائع والمشتري إذا تشاحا، وهذا بخلاف المكس وهو الضريبة التي يأخذها الماكس ممن يدخل البلد من التجار، وفي المعجم الوسيط لمجمع اللغة العربية: ماكسه في البيع مماكسة أي طلب منه أن ينقص الثمن.

(٢) The over-the-counter market obtained its name from the manner in which security trading was practiced in colonial days, when most dealers actually had counters in their places of business. When purchases or sales were made it was customary for the securities literally to be passed back and forth over these counters. Although this practice has been abandoned, the name is still applied to those security markets. (Robert H. Wessel, Principles of Financial Analysis p.223.

وكذلك:

The first securities issued by the federal government and private commercial enterprises were bought and sold in the offices of banking houses. These houses actually had counters over which investor bought and sold by negotiation and over which they paid for and accepted delivery in the security in which they were dealing.

Such purchases and sales were known as over-the-counter transaction to distinguish them from those executed on the organized exchanges.

(Charles Anis Duce & Eiteman, The Stock Market 52.p.105.).

وأيضاً:

Before the establishment of organized exchanges, securities were purchased and sold over the counter of various bank offices, As organized exchanges came into existences, trading in unlisted stocks continued to be called over -the- Counter trading, even though that term was now a misnomer.

The Encyclopedia Americana vol.17.p.727.

أيضاً:

In the early days of securities trading, stocks and bonds were often bought at private banking houses in the same way that commodities might be purchased over the counter of a general store. This was the origin of the term over-the counter.

(The New Encyclopedia Britannica vol.16.p.451.)

الموسوعات الغربية وكذا بعض الكتاب القلائل لهذه المسألة، ولم يختلف بعضهم عن بعض أن هذه السوق قد اكتسبت اسمها من الطريقة التي كانت تمارس بها عمليات المتاجرة في الأوراق المالية في مكاتب بيوت الصيارفة في العصور الاستعمارية؛ حيث كان للمشتغلين بالمتاجرة في هذه الأوراق محالُّ "Stores" على أبوابها مناضد أو طاولات "Counters" يطلق عليها وحتى عصرنا الحالي لفظ «بنك»؛ حيث كان يجري تداول الأوراق المالية أخذًا وعطاءً واستلامًا وتسليمًا وقبضًا ودفعًا للأثمان من فوق هذه «البنوك» شأنها في ذلك شأن سائر المحال التجارية حيث تُباع وتُشترى هذه السلع من فوق هذه البنوك.

وعلى الرغم من أن هذه الممارسات لم يعد لها ثمة وجود بهذا الأسلوب وصار اسمها فاقداً للمعنى والمضمون، وإن شئت فقل: «اسم على غير مسمى» إلا أن هذه السوق قد احتفظت باسمها التاريخي من قبيل التمييز بينها كسوق موازية أو غير رسمية Over-the-counter وبين البورصة كسوق رسمية Organized and formal market .

تعريف السوق غير الرسمية :

تعريف السوق غير الرسمية أو كما يطلق عليها البعض الموازية أو غير المنظمة بأنها سوق للمفاوضة Negotiation market غير رسمية Informal وغير مركزية، يجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية.

وهي سوق للمفاوضة؛ لأن الأسعار فيها تخضع للتفاوض من المشتغلين بالمتاجرة في هذه الأسواق من المحترفين وهم طائفة الديلرز Dealers⁽¹⁾ وهي أيضًا غير مركزية لأن عمليات البيع والشراء لا تتم في مكان واحد معد خصيصًا لهذا الغرض كما هو الحال في بورصات الأوراق المالية.

ووجود هذه الأسواق في بعض البلاد ليس دليلًا على تقدمها في هذا الميدان، كما أن عدم وجودها ليس دليلًا على تأخرها، ودليلنا على ذلك أن المملكة المتحدة التي تمتلك

(1) سنتناول وظيفة الديلر Dealer بشيء من التفصيل في الموضوع المخصص لها، ولكننا نسجل بداية أننا سنضطر لاستخدام هذا المصطلح في أغلب الأحوال دون ترجمة أو تعريب لعدم إفساد المعنى ورغبة في التيسير وبحيث يكتب بالعربية كما ينطق بالإنجليزية.

أكبر بورصة في العالم^(١) هي بورصة لندن لا توجد بها سوق غير رسمية، بينما توجد هذه الأسواق في بعض البلاد الآخذة في النمو مثل الكويت وتونس، ويطلق عليها في هذه الأسواق السوق غير القارة^(٢)، وأعظم هذه الأسواق شأنًا في زماننا المعاصر والتي ينقل عنها الدارسون والممارسون، ويرجع إليها دون غيرها الباحثون هي السوق غير الرسمية في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تستأثر بنحو ٩٥٪ من جملة العمليات التي تتم في أسواق التداول^(٣).

وقد يكون من المفيد الإشارة هنا إلى أنه ليس في قوانين الولايات المتحدة الأمريكية - وغيرها أيضا في البلدان - ما يلزم شركات المساهمة بقيد أوراقها في جداول أسعار الأسواق الرسمية. وقد اتجه المشرع المصري مؤخرًا إلى محاكاة هذه الدول بإلغائه للنصوص المقيدة السابقة على إصدار قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ والتي كانت تلزم الشركات بقيد أسهمها في جدول الأسعار ببورصة الأوراق المالية^(٤) ورغم وجهة هذا التوجه، إلا أنه قد فات المشرع المصري أن يرخص في إنشاء سوق غير رسمية، باعتبارها البديل الأوحيد لعملية القيد في السوق الرسمية، وبذلك يكون المشرع قد أعطى للشركات خيار القيد شكلاً وسلبه جوهرًا وموضوعًا^(٥).

(١) The London Stock Exchange, The largest in the world in terms of the number and Variety of domestic and international securities traded in the United Kingdom there is no over - the- counter market as such, The New Encyclopedia Britannica vol.14p.450,451.

(٢) تنقسم السوق في تونس إلى سوقين، والسوق القارة والسوق غير القارة، والسوق غير القارة هي التي يقع فيها تداول كل القيم التي لم يقع قبولها بعد في السوق القارة (الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية - ندوة الاستثمار ومعوقاته في بورصات الأوراق المالية العربية . الدار البيضاء ، ديسمبر ١٩٨٦).

(٣) Strange as it may seem, 95 per cent of all securities trading take place in the over - the-counter to- day. Charles Amos Dice & Eitemen, Stock market 1952.p.105.

(٤) تضي المادة ٥٥ من القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية في مصر لتقيد في جدول الأسعار بها وألزم نفس المادة لجان البورصات بأن تقيد من تلقاء نفسها في جدول الأسعار جميع الأوراق المشار إليها في الفقرة إذا لم تقدم الشركات صاحبة الشأن طلب القيد في الميعاد المقرر.

(٥) انظر مقالنا بجريدة العالم اليوم بتاريخ ٨/٩/٩٣ تحت عنوان خبير نقدي يقترح إنشاء سوق أوراق مالية.

ويجري التعامل في الأسواق غير الرسمية في الولايات المتحدة الأمريكية على أسهم آلاف من الشركات الصناعية الصغيرة نسبياً. وعلى الرغم من ذلك فإنها تعد السوق الرئيسية Major Market للتعامل في أسهم معظم البنوك القائمة Leading banks وشركات التأمين وشهادات صناديق الادخار وسندات البلدية، وعدد كبير من أسهم الشركات الوطنية والأجنبية الصناعية والخدمية.

وتشير إحدى الدراسات في الولايات المتحدة الأمريكية "Warton Study" إلى أن ٩٠ ألف ورقة مالية تقريباً خاصة بأوراق الشركات والسندات الحكومية يجري التعامل عليها في هذه الأسواق. ومن الثابت أيضاً أن السوق غير الرسمية يجري التعامل فيها بنسبة ١٠٠٪ على السندات الحكومية وسندات البلدية^(١).

وفيما يتعلق بأسباب التعامل على صكوك الأسهم في هذه الأسواق فإن ذلك يرجع في أغلب الأحوال إلى صغر حجم الشركات المصدرة لهذه الأسهم أو لعدم ذبوع صيت هذه الشركات وقلة شهرتها. أو لأن الأسهم خاصة بشركات مغلقة تمتلكها إحدى العائلات، أو لأن الشركة لا ترغب في قيد أسهمها في إحدى البورصات؛ لأن هذه الشركات ليست مستوفاة لشروط القيد في البورصات.

ويقوم الديلر، الذي يتخذ من المتاجرة في الأوراق المالية حرفة معتادة له بدور الأصيل "Principal" في هذه السوق، بمعنى أنه يتعامل لحسابه الخاص وليس وكياً بالعمولة كما هو الحال بالنسبة للسمسار "Broder".

وظائف السوق غير الرسمية:

مما ريب فيه أن الأسواق غير الرسمية تؤدي خدمة عظيمة القدر لجمهور المستثمرين من ناحية توفير الجهد الذي يبذلونه والوقت الذي ينفقونه، وإن شئت فقل: يضيعونه في البحث عن مشتري منهم أو يبيع إليهم فيما لو اعتمدوا على التعامل المباشر في بيع وشراء الأوراق المالية. ويمكن إبراز أهم الوظائف التي تقوم بها السوق غير الرسمية فيما يلي:

١- بيع الأوراق المالية الخاصة بالإصدارات الجديدة، فمن المتعارف عليه في البلاد الأجنبية أن بنوك الاستثمار تعتمد على بيوت الديلرز Dealers firms في بيع الأوراق

(١) The Fredrik Amling, Investements, op.Cit. P.252.

المالية المصدرة . ومن الأمثلة الشهيرة على ذلك أن شركة موتور فورد الأمريكية استعانت بحوالي ألف ديلر عند طرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة عام ١٩٥٦^(١)، ولئن كانت هذه الوظيفة من وظائف السوق الأولية إلا أننا لم نجد محيصاً من ذكرها في هذا الوضع الذي نتحدث فيه عن وظائف السوق غير الرسمية لإبراز أهميتها.

٢- تقوم السوق غير الرسمية بتسييل الأصول المالية التي يقتضي الأمر بيعها بكميات كبيرة Large blocks وبسرعة فائقة. ومثل هذه الكميات غالباً ما يتعذر تسيلها في السوق الرسمية بالسعر المناسب وفي الوقت المناسب إذا ما كانت مقيدة في هذه السوق، فضلاً عن أن إغراق السوق الرسمية بها "Dumping" يترتب عليه اختلال مؤقت في العلاقة بين العرض والطلب، وبالتالي هبوط قيمتها ونزولها نزولاً حاداً ويحدث ذلك غالباً في حالة وفاة أحد كبار مساهمي الشركات المغلقة.

٣- كما تقوم السوق غير الرسمية بتسهيل تسيل الأوراق المالية؛ بحيث تتفوق هذه السوق من ناحية السرعة على غيرها من الأسواق المنظمة بل وتصبح منافساً لها.

ومن المزايا التي يحصل عليها السماسرة وهذه في أغلب الأحوال- إن لم تكن جميعها- أكبر من هامش الربح الذي يحصل عليه الديلرز، وهو يمثل الفرق بين سعر الشراء والبيع Bid-Ask spread.

كيفية التعامل مع الديلرز :

أمام المستثمر الذي يرغب في بيع أو شراء ورقة مالية معينة أحد أسلوبيين؛ الأول أن يتوجه مباشرة إلى أحد بيوت الديلرز لشراء الورقة التي يرغب فيها أو لبيع الورقة التي يرغب عنها . أما الأسلوب الثاني، فيتحقق بلجوء المستثمر إلى أحد وسطاء الأوراق المالية ليقوم هذا الأخير بصفته وكياً عن العميل بشراء أو بيع الأوراق المالية التي كلفه بها عميله من خلال أحد مكاتب الديلرز والدور الذي يقوم به الوسيط في هذه الحالة هو دور تاجر التجزئة الذي يتسوق من بين عدد كبير من بيوت الديلرز للحصول على أفضل الأسعار.

وعلى الرغم من أن العميل يتكبد عمولة سمسرة في هذه الحالة إلا أنه غالباً ما يفضل هذا الأسلوب على الأسلوب الأول للأسباب التي سيرد بيانها فيما بعد، وتبدأ هذه

(١) The first public sale of the stock of the ford motor company in early 1956 is an outstanding example of the employment of many securities dealers in an initial distribution in this instance about 1000 dealers participated, Robert wessel, op . Cit.p.224.

المعاملات غالباً بالاطلاع على نشرة الأسعار الخاصة بمكتب الديلرز والتي تتضمن أسعار البيع والشراء ، وبالطبع فإن هذه الأسعار لا تمثل أفضل الشروط الممكنة لتنفيذ التنازلات Concessions إذا ما تعرض لبعض الضغوط وبفرض أن أسعار الديلر لورقة ما هي ١٨ جم عند قيامه بالشراء، "Bid" ، ٢٠ جم للبيع "Ask" فمن المحتمل أن يقبل ١٩.٣٥ جم عند قيامه بالبيع أو ١٨.٥٠ جم عند قيامه بالشراء، ويتوقف حجم أو مقدار الفرق بين سعر الشراء والبيع على عدة عوامل؛ أهمها نوعية الورقة وكمية الأوراق المطلوب بيعها أو شرائها وظروف العرض والطلب وعدد الديلرز الذين يتنافسون فيما بينهم لصناعة سوق لورقة معينة.

ويتغير فرق السعرين "the spread" الذي يحصل عليه الديلر بتغير حجم التعامل على الورقة، فالعلاقة بين حجم التعامل وفرق السعرين علاقة عكسية، فكلما زاد التعامل على ورقة مالية معينة قل هامش الربح أو ما اصطلح عليه في الأسواق "Sperad" وكلما قل التعامل على تلك الورقة زاد هامش الربح.

ونظراً لما للوسيط من قدرة فائقة على المفاوضة والمساومة، فإن علماء الاستثمار على غير اختلاف بينهم يستحسنون التعامل مع الديلرز من خلال وسطاء الأوراق المالية رغم تكبد العميل في هذه الحالة للعمولة التي يتقاضاها الوسيط.

نظام التسعير في السوق غير الرسمية : quotaion

عندما يقوم الوسيط بتنفيذ أمر عميله مع أحد بيوت الديلرز في السوق غير الرسمية بصفته وكيلاً عنه، فإن أول سؤال يطرح نفسه على الوسيط هو من أفضل ديلر يمكن التعامل معه كأحد صناع السوق النشطين، وأما السؤال الثاني فهو (أي من هؤلاء الديلرز) يعطي أسعاراً أفضل من الآخرين ويتقبلها العميل^(١).

وبفرض أن هذا الوسيط يقوم بعمله في الولايات المتحدة الأمريكية التي تتمتع بأضخم وأعظم الأسواق غير الرسمية شأنًا في العالم^(٢). فإن الإجابة على هذين السؤالين تخلص في الآتي:

قبل عام ١٩٧١ كان يكفي النظر في نشرة الأسعار القرنفلية وإن شئت فقل:

(١) Kennth Garabade,op.Cit, P449.

(٢) تمت الاستعانة بالمؤلفات الخاصة بالسوق غير الرسمية الأمريكية باعتبارها أنشط وأضخم هذه الأسواق في العالم، ولسبقها لشتى البلدان في هذا المجال، وما يجري حالياً من محاولة بعض الدول وخاصة النامية محاكاتها في هذا الصدد.

الوردية. والتي كان يصدرها مكتب التسعير الوطني National Quotation Bureau (NQB) ؛ حيث كانت هذه النشرة توزع يوميًا على الوسطاء مبيّنا بها أسعار طلبات الشراء وعروض البيع التي يرفعها الديلرز إلى مكتب التسعير الوطني (NQB) بعد ظهر اليوم السابق.

وبسبب تأخر إعلان الأسعار ما يقرب من يوم صارت هذه النشرة عند الوسطاء غير عملية بسبب عدم تزامنها، على أساس أن هذه الأسعار مبلّغة في يوم سابق وهم يعبرون عن ذلك بكونها (stale) أو (not Fresh) إذ ليس من المتوقع قيام الديلر ببيع ورقة مالية في صباح يوم ما بنفس السعر الذي عرضه بعد ظهر اليوم السابق، ومع هذا فإن تلك النشرات كانت تشير إلى أكثر الديلرز نشاطًا في إصدارها، وكان الوسيط يقوم بالاتصال تليفونيًا أو عن طريق «التليتيب» Teletype بمكتب الديلر الذي وقع عليه الإختيار لتنفيذ العملية، وأدت التكاليف التي يتحملها الوسيط وكذا الجهد الذي يبذله والوقت الذي ينفقه إلى تضائل الحافز على تنفيذ عملية البحث في السوق غير الرسمية.

تطور نظم التسعير في السوق غير الرسمية :

في ٨ فبراير ١٩٧١ بدأت الجمعية الوطنية للمشتغلين بتجارة الأوراق المالية National Association Of Securites Dealers (NASD) نشاطها في السوق غير الرسمية (OTC) وأتاحت للديلرز والسماسرة نظامًا للتسعير الآلي (NASDAQ) والذي أضفى على المعاملات في هذه السوق رؤية ذات مضمون ومعنى Meaningful لما يجري فيها وزودها بوسيلة إلكترونية لإعادة تنظيمها هيكلًا.

وعلى الرغم من أن المعلومات التي يتم تجميعها وإعادة توزيعها من خلال النظام الآلي تقتصر على التعامل في السوق الداخلية Interdealer Market ، أو ما يسمى أيضًا بسوق الجملة والذي يتم فيه التعامل بين الديلرز بعضهم البعض ، وأن هذه البيانات تتضمن أيضًا حجم التعامل لكل صناع السوق، إلا أن هذه البيانات لها قيمة رائعة بالنسبة لجمهور المستثمرين وللجمعية أيضًا باعتبارها المسئولة عن تنظيم العمليات والتأكد من وجود سوق عادلة ومنتظمة وخالية من أي سلوك غير قانوني.

والنظام الجديد بتعجيله الإفصاح عن السعر قد أدى إلى تغيير جوهرى في هيكل السوق^(١).

(١) (NASDAQ) so accelerated the disclosure of price Information, how ever that it fundamentally altered the structure of that market (kenth Garbade) Op.Cit P441.

نظام التسعير الآلي للمشتغلين بالتجارة في الأوراق المالية في السوق غير الرسمية :

National Association of securites Dealers Automated Quotation System

ترتبط بيوت السمسة والديلز بشبكة معقدة من الاتصالات بنظام التسعير الآلي. حيث يتوفر لدى كل مؤسسة من مؤسسات الديلز وحدة طرفية "Termial" وهي مزودة بشاشة فيديو وترتبط هذه الوحدات الطرفية بالنظام الآلي للتسعير، ومن خلال هذه الوحدات الطرفية التي تتاح للديلز دون سواهم. يقوم الديلز بتزويد النظام الآلي بالمدخلات التي تتمثل في أسعار الأوراق المعروضة وتلك المطلوبة وتظهر هذه المدخلات "inputs" بعد ثوان على شاشات الفيديو المتاحة للوسطاء والديلز الآخرين مصحوبة بالبيانات الموضحة لها، وبذلك تم القضاء على المشكلة الخاصة بنظام النشرات القرنفلية التي لا تتزامن من أوقات صدورها ، وما تقدم يعرف بالمستوى الثالث من الوحدات الطرفية.

أما المستوى الثاني، فيتم من خلال ترتيب أسعار عروض البيع وطلبات الشراء ترتيباً موضوعياً تنازلياً وتصاعدياً، موضعاً أمام كل سعر منها اسم الديلز، وهذه الوحدات الطرفية خاصة بالسماسة والمؤسسات الاستثمارية .

أما المستوى الأول، من الوحدات الطرفية فيبرز أفضل أسعار عروض البيع وطلبات الشراء.

والجدير بالذكر أن الديلز أنفسهم هم الذين قاموا بتكوين الجمعية الوطنية وذلك للحفاظ على مستوى عال من الأداء.

هذا وقد ساعد النظام الجديد على زيادة كفاءة الوسطاء في البحث عن أفضل أسعار لعروض البيع وأعلى أسعار لطلبات الشراء كما أن هذا النظام قد تلاشى معه إلى حد كبير إمكان التعامل على أسعار بعيدة عن أفضل الأسعار المتاحة في السوق.

ومع هذا فإن الأسعار وفقاً لهذا النظام ليست ملزمة حتى لأولئك الذين أعلنوا بها عن أنفسهم من خلال نظام التسعير الآلي بمعنى أنها لا تعتبر تعاقداً ملزماً ولهذا وجب التعزيز من خلال الاتصال التليفوني بين الديلز والوسيط^(١) .

تناولنا فيما تقدم السوق الأولية والسوق الثانوية وما زال لدينا السوق الثالثة والسوق الرابعة.

(١) A. Kennth Garabade, cp cit, p.441.

السوق الثالثة : Third Market :

قدمنا عند تعريفنا للسوق غير الرسمية أنها تتعامل في الأوراق المالية غير المقيدة في الأسواق الرسمية ، ولكن الأمر يختلف هنا إذ يتم التعامل في السوق الثالثة وهي سوق غير رسمية على أوراق مقيدة في السوق الرسمية.

ولعل السبب في قيام هذه السوق هو الصعوبات التي غالباً ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في البورصات؛ لذلك قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات بالولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء أسواق غير رسمية يجري التعامل من خلالها على بعض الأوراق المقيدة في جداول أسعار السوق الرسمية. وعلى الرغم من أن المعاملات تتم في إطار السوق غير الرسمية ، فإن أسعارها ترتبط بأسعار التعامل في البورصة، وقد أطلق على هذه السوق تمييزاً لها عن غيرها السوق الثالثة.

السوق الرابعة : Fourth Market :

وفي الولايات المتحدة أيضاً سوق رابعة وهي سوق التعامل المباشر على الأوراق غير المقيدة في البورصة، ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق، ويرجع السبب في قيام هذه السوق إلى حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ بعض الصفقات بأحجام كبيرة (Blocks) وبأقل تكلفة ممكنة وتقوم بعض الشركات المتخصصة بربط عملائها بشبكة من الوحدات الطرفية Terminals وعملاء هذه الشركات المتخصصة هم المؤسسات الاستثمارية الكبرى والتي تشمل صناديق الادخار والمعاشات والتأمين التبادلي والبنوك التجارية^(١). ومن مزايا هذا الأسلوب الاقتصاد في عمليات المتاجرة في الأوراق المالية بوحدات كبيرة فضلاً عن سرعة التعامل. ورغم تقاضي الشركات التي تؤدي الخدمات لأنواع Fees تعد عالية التكاليف إلا أنها تنخفض بانخفاض أعباء خدمات البحث والاستشارة التي تقوم بها بيوت السمسة^(٢)، والجددير بالذكر أن الكميات التي تعتبر (Blocks) هي الكميات التي تبلغ ١٠.٠٠٠ سهم فأكثر^(٣).

(١) Encyclopedia Britanica, op. Cit. P. 452.

(٢) Fourth Market, the market in which unlisted securities. Are traded prlvately between brokers and clients .

(٣) A block is defined as one transaction involving 10.000 or more shares of stock [jack Clark Francis management of investment.

المبحث الثالث

معايير الكفاءة ودور جهاز السوق

في تحديد اتجاهات وحركة الأسعار وفقاً لمختلف النظريات

المقاييس الوصفية لأداء السوق : Measures of Market Performance

لو كان باستطاعة كل مستثمر التعرف على مصالح المستثمرين الآخرين دون أية أعباء أو تكاليف (At zero costs) لتوفر لدينا سعر وحيد للتوازن لأية ورقة مالية في أية لحظة من الزمان.

إن عرض أية ورقة مالية بسعر أدنى من سعر التوازن يؤدي إلى تهافت المستثمرين عليها المتأهبين للشراء، وكذلك فإن طلب شراء أية ورقة مالية بسعر أعلى من سعر التوازن يؤدي حتماً إلى جذب المستثمرين المتأهبين للبيع.

وينبغي على ما تقدم صعوبة تنفيذ أية طلبات بسعر أدنى من سعر التوازن السائد في السوق، وكذا صعوبة تنفيذ أوامر البيع الصادرة بسعر أعلى من سعر التوازن، وتفسير ذلك أن أعلى سعر يعرضه المشترون سوف يكون أقل من أدنى سعر يقبله البائعون، وكذلك فإن أدنى سعر يطلبه البائعون سيكون أعلى من أي سعر يعرضه المشترون.

وفضلاً عما تقدم فإنه من غير المتصور أن تتم المعاملات بأسعار أدنى من أعلى سعر طلب شراء متاح، كما لا يتصور حدوثها بسعر أعلى من أدنى سعر عرض متاح، حيث كان بوسع البائع في الحالة الأولى أن يبيع ما لديه من أوراق بسعر أعلى، وكان بوسع المشتري في الحالة الثانية أن يعقد هذه الصفقة بسعر أقل.

إن مستوى السوق الذي تنتشر في ربوعه المعلومات بلا مقابل لا نكاد نعرفه في عالم سابق ولا في عالمنا المعاصر وهو أمر بعيد المنال، حيث إن التعرف على مصالح الآخرين غاية يصعب إدراكها، وإذا صار ذلك الأمر ممكناً فبشمن باهظ التكاليف. إن وجود طلبات شراء بسعر أعلى من أدنى سعر يقبله البائعون يعكس المعلومات التي هي من خصائص الأسواق التي يعز فيها الاتصال بين المتعاملين في السوق الواحدة، وهي التي يطلق عليها Fragmented Markets وكلما زادت تكلفة الاتصال عز الاتصال وصارت الأسعار أكثر بُعداً عن أفضل الأسعار المتاحة.

وهناك ثلاثة مقاييس وصفية لأداء السوق، والتي تبرز أهمية سرعة انتشار المعلومات بين كافة المتعاملين في السوق.

١- عمق السوق Market's depth.

٢- اتساع السوق Market's breadth.

٣- مرونة السوق Market's resiliency.

عمق السوق: Market's depth

توصف السوق بالعمق إذا كانت هناك ثمة أوامر حقيقية أو غير حقيقية تتعلق بأوراق مالية معروضة للبيع أو مطلوبة للشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار السائدة في سوق الأوراق المالية، أما الأوامر الحقيقية فهي التي تمثل تعاملًا فعليًا وحقيقيًا على أوراق موجودة بالفعل، وأما الأوامر غير الحقيقية فهي التي يجري التعامل فيها على أوراق غير موجودة أو لا يتيسر تغطيتها بسهولة، فحينما يجري التعامل في سوق ذات عمق على ورقة مالية يلاحظ أن ثمة اختلالات وقتية لأوامر البيع أو أوامر الشراء «بمعنى عدم وجود أوامر عكسية لأي منها» تؤدي إلى حدوث تغيرات محسوسة في الأسعار ويترتب على هذه التغيرات إعادة التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء. وتتطلب السوق ذات العمق علم المستثمرين الفوري بأسعار العرض والطلب من جهة، وتعاملهم بمقتضاه من جهة أخرى. ومن متطلبات هذه السوق أيضا أن يتولى مهمة تنفيذ أوامر المستثمرين سواء كانت بيعا أم شراءً وسطاء على درجة عالية من الدراية بظروف السوق، وتتوفر فيهم القدرة على تنفيذ الأوراق المحدد أسعارها مسبقا (Limited price orders) بمجرد أن تصبح هذه الأسعار متاحة في السوق وتُعتبر المعرفة الفورية بالأسعار والتنفيذ الفوري للأوامر شروطاً مسبقة لوصف السوق بأنها سوق ذات عمق^(١).

وعلى النقيض من ذلك نجد أن الأسواق التي لا يتوفر لها وسائل الاتصال (Fragmented Markets) ويشق فيها الاتصال بين المتعاملين بعضهم البعض بالسرعة والتكلفة المناسبة - تفتقر إلى هذا العمق، فقد تمضي فترات طويلة دون أن يصبح تنفيذ الأوامر المنبثقة عن هذه السوق أمرا ممكناً أو حتى محتملاً في وقت قصير لاحق.

اتساع السوق: Market's Breadth

توصف السوق بالاتساع إذا توفرت فيها أوامر البيع والشراء بأحجام كبيرة أو غير محدودة، وكلما زاد حجم السوق زادت فرص استقرار التغيرات في الأسعار، والتي

(١) Kennrth Gerbade, op Cit p.420.

تصاحب عادة اختلال أوامر البيع والشراء. وكلما زاد عدد المستثمرين الذين تتطير إليهم المعلومات عن التغيرات في أسعار العرض والطلب لتوها كان ذلك دليلاً على اتساع السوق وانتفاء محدوديته.

وعلى الرغم من صعوبة الفصل بين عمق السوق وسعته في الحياة العملية لارتباطهما الوثيق، إلا أنهما ليسا شيئاً واحداً وليست لهما دلالة أو مفهوم واحد^(١).

ورغبة منا في إبراز وجه الاختلاف بين سعة السوق وعمقه Depth and breadth of a market فسوف نعرض من خلال الجدول^(٢) التالي أربع صور محتملة أو ممكنة لأسعار الطلب في سوق، أفضل سعر لطلب في سوق، أفضل سعر لطلب شراء فيها هو ٥٠ جم لوحة الورقة المالية.

بيان توضيحي لسعة السوق وعمقه

Market Depth and Breadth

٤ Broad and deep سوق واسعة وذات عمق	٣ Broad but shallow سوق واسعة ولكنها ضحلة	٢ Thin but Deep سوق ضيقة ولكنها ذات عمق	١ Thin and shallow سوق ضيقة وضحلة	Bid price أعلى سعر طلب شراء متاح
وحدة	وحدة	وحدة	وحدة	
٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	١٠٠	٥٠ جم
٥٠٠	٥٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٤٩ جم
٧٠٠	-	٣٠٠	-	٤٨ جم
٩٠٠	-	٣٠٠	-	٤٧ جم
١٥٠٠	-	٣٠٠	-	٤٦ جم

(١) Although market depth and breadth are closely related in Practice, they are not identical concepts. (Kenneth Garbode. Op.Cit. P421.

(٢) هذا الجدول مقتبس من كتاب Securities Markets وهو مرجع سابق.

بإمعان النظر في الجدول السابق نلاحظ الآتي:

- ١- بوسع المستثمر أن يبيع مائة وحدة بأعلى سعر طلب شراء bid وهو ٥٠ جم في أي من الأسواق الأربعة.
- ٢- إذا رغب المستثمر في بيع ٣٠٠ وحدة وفي أي من السوقين الضيقين ١، ٢ أي ٢٠٠ وحدة إضافية عن المائة السابقة، فإن ذلك يقتضي أن يبيع هذه الوحدات بسعر ٤٩ جم للوحدة.
- ٣- وعلى النقيض من ذلك، فإن بوسع المستثمر أن يبيع ما يصل إلى ٥٠٠ وحدة بسعر طلبات الشراء، ٥٠ جم لوحدة في أي من السوقين غير المحدودين ٣، ٤ Broad Markets .
- ٤- في السوقين الضحليين ١، ٣ وهي Shallow Markets فلن يتوفر ثمة طلبات شراء بسعر أدنى من ٤٩ جم للوحدة.
- ٥- بينما في الأسواق ذات العمق Deep Markets سوف تكون هناك أوامر تدنو فيها الأسعار المصاحبة لطلبات الشراء إلى ٤٦ جم.
- ٦- في الأسواق الأربعة فإن الأوامر ذات الأحجام الكبيرة يمكن تنفيذها بأسعار أدنى دائماً. ومع هذا فإن العلاقة بين حجم البيع والسعر الذي يمكن به تنفيذ الأمر تختلف من سوق لآخر.
- ٧- السوق ذات العمق والسعة أو غير المحدودة Deep and broad (سوق ٤) هو أفضل الأسواق؛ إذ بوسع المستثمر أن يبيع ٥٠٠ وحدة بسعر طلب شراء ٥٠ جم للوحدة وكذا ٣٦٠٠ وحدة إضافية بأسعار منخفضة تصل إلى ٤٦ جم للوحدة.
- ٨- السوق رقم ١ والذي يتصف بكونه ضيقاً وضحلاً Thin and shallow هو أسوأ الأسواق.
- ٩- السوق رقم ٢ والذي يتصف بكونه ضيقاً إلا أنه ذو عمق، فإنه يستوعب ١٢٠٠ وحدة من المبيعات، ولكن شريطة أن تكون الوحدات الأخيرة وهي ٣٠٠ وحدة بسعر ٤٦ جم للوحدة.
- ١٠- بمقارنة السوق رقم ٢ بالسوق رقم ٣، أي بمقارنة السوق التي توصف بكونها ضيقة ولكن ذات عمق بسوق واسعة ولكنها ضحلة - يبين أن بوسع المستثمر أن

يبيع ١٢٠٠ وحدة بسرعة وسهولة في السوق الأولى ٢ بينما يصبح في إمكانه أن يبيع فقط ١٠٠٠ وحدة في السوق رقم ٣ ولكن بمتوسط سعر أفضل من السوق رقم ٢. فإذا تساءلنا أي السوقين أفضل؟ أسواق ضيقة ولكنها ذات عمق أفضل أم أسواق واسعة ولكنها ضحلة؟ والإجابة على ذلك أن الأمر يتوقف على حجم أوامر البيع التي يتم تنفيذها.

ونخلص مما تقدم:

١- أن أفضل الأسواق على الإطلاق الواسعة ذات العمق.

Broad and deep markets

٢- وأن أسوأ الأسواق هي الأسواق الضيقة الضحلة.

Thin and shallow markets

٣- وأن عمق السوق وسعته ليسا شيئاً واحداً.

٤- أنه لا وجه للمقارنة بين سوق واسعة وإن كانت ضحلة وسوق ضيقة وإن كانت ذات عمق.

Resiliency of a market

مرونة السوق:

يعتبر السوق مرناً resilient فيما لو تدفقت الأوامر على السوق استجابة لتغيرات الأسعار الناتجة عن اختلال عابر وغير دائم Temporary unbalance لأوامر البيع والشراء.

ووجوب علم المستثمرين بتغيرات الأسعار شرط مسبق لتحقيق مرونة السوق، وكذلك فإن انتشار المعلومات بين المستثمرين على وجه السرعة يعد أمراً بالغ الأهمية للحفاظ على مرونة السوق.

وإذا كنا قد تناولنا أوجه الاختلاف بين سوق وأخرى باستخدام المنهج الوصفي في تناول مقاييس أداء السوق، فإن ثمة أموراً أخرى تتساوى فيها هذا المقياس، فتصبح السوق أكثر سعة أو أكثر عمقاً أو أكثر مرونة كلما كان لدى المستثمرين المقدرة على التعرف على الأسعار والتجاوب معها والتعامل عليها وفقاً لما تقتضيه مصلحتهم، وكلما زادت سرعة الاتصالات كانت السوق أكثر تكاملاً.

وأعلى مراتب الأسواق عند علماء التمويل والاستثمار هي السوق الكاملة، وقد يكون من المناسب أن نتصدى هنا لمفهوم السوق الكاملة عند الاقتصاديين ومفهوم

السوق الكاملة عند علماء الاستثمار والتمويل.

السوق الكاملة: Perfect market

يصف الاقتصاديون السوق بأنها كاملة إذا كان جميع من ينتظر منهم البيع والشراء على علم مستمر بالأسعار التي تعتقد بها الصفقات وعلى علم بما يعرضه البائعون وما يطلبه المشترون، وحينما يكون هناك سعر واحد في كافة أنحاء السوق ودون تكبد المتعاملين أية تكاليف^(١).

ووجه الشبه كبير في هذا الصدد بين الأسواق السلعية وأسواق الأوراق المالية وإن كانتا غير متماثلتين من جميع الوجوه.

وإذ يرى بعض علماء التمويل والاستثمار أن سوق الأوراق المالية تعتبر سوقاً كاملة يستطيع أن ينجز بها عمليات البيع والشراء بينهما يرى البعض الآخر أن عدة شروط ينبغي تحققها حتى يمكن إسباغ صفة السوق الكاملة على سوق الأوراق المالية وهذه الشروط هي:

- ١- عدم تحمل البائعين أو المشترين لأية تكاليف مقابل انتقال حقوق الملكية متمثلة في الأوراق المالية محل التعامل - من البائعين إلى المشترين.
 - ٢- أن تكون المعلومات الخاصة بالأرباح المستقبلية وكذا مخاطر الأوراق المالية محل التعامل متاحة لجمع المتعاملين في السوق وبلا مقابل.
 - ٣- ألا يكون بوسع أي من المستثمرين أو البائعين التأثير على أسعار الأوراق المالية محل التداول.
 - ٤- إمكان تفتيت الأوراق المالية إلى أجزاء صغيرة إذا اقتضى الأمر ذلك حيث يتعذر عملياً تسهيل الأوراق ذات الفئات الكبيرة، وتعتبر حينئذ من معوقات السوق.
- ولكن من المعلوم أن عدم وجود أية تكاليف على نقل الملكية في السوق الثانوية أو على الإصدار الجديد في السوق الأولية يعد من قبيل الافتراضات التي لا وجود لها في الواقع؛ ذلك أن جميع الأسواق القائمة في أرجاء المعمورة تشوبها النقائص

(١) د. أحمد أبو إساعيل - أصول علم الاقتصاد ط ٧٦ ص ٣٤٥.

imperfections إذ يتقاضى الوسطاء عمولات أو أتعابًا Commissions or fees على عمليات البيع والشراء، كما تفرض بنوك الاستثمار تكاليف إصدار Floating costs على الأوراق المالية المصدرة حديثًا.

ولذلك يرى علماء الاستثمار أنه سواء كانت السوق كاملة أم مشوبة بالنقص فإنها يمكن الاصطلاح على تسميتها Efficient Markets أي الأسواق ذات الكفاءة.

الأسواق ذات الكفاءة: Efficient Markets

هي تلك الأسواق التي تنعكس من خلالها كافة المعلومات وكافة القرارات الإدارية على أسعار الأوراق المالية إيجابًا وسلبًا أي صعودًا وهبوطًا فيكون ارتفاعها ثوابًا وانخفاضها عقابًا، جزاءً وفاقًا وذلك فو تلقي السوق لهذه القرارات أو تطايرها إليه فور صدورها^(١).

ويرى بعض الكتاب أن مسألة كفاءة الأسواق يجب أن تكون دائمًا موضع اهتمام بهدف زيادتها، وأن هناك ثلاثة معايير لقياس هذه الكفاءة^(٢).

١- الكفاءة التبادلية: Transactin Efficiency

٢- الكفاءة التشغيلية: Operational Efficiency

٣- الكفاءة الهيكلية: Structural Efficiency

أما الكفاءة التبادلية فتتصل بتكاليف التبادل وهي عمولات الوسطاء والعلاقة بين الكفاءة وهذه التكاليف علاقة عكسية فكلما انخفضت هذه التكاليف كلما ارتفعت الكفاءة التبادلية للسوق والعكس صحيح.

وأما الكفاءة التشغيلية فيقصد بها الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء The Bid ask spread والعلاقة أيضا بينهما عكسية فتتخفف الكفاءة التشغيلية بزيادة الفرق بين سعر البيع والشراء وترتفع بانخفاض الفرق بينهما.

(١) د. أمال التيجاني - ندوة الاستثمار ومعوقاته - اتحاد البورصات - الدار البيضاء ديسمبر - ١٩٨٦، ص ٢٧٠.

(٢) د. أمال التيجاني - ندوة أهمية المعلومات والإيضاح عنها في البورصات العربية.

الكفاءة الهيكلية:

ويقصد بها عدد المشاركين في السوق Participants أو المتعاملين فيه Transactors فإذا زاد عددهم بحيث لا يكون بوسع أحدهم التأثير على الأسعار في السوق كان ذلك دليلاً على تفاعل قوى العرض والطلب في سوق تسوده المنافسة وتتحقق من خلاله أفضل فرص البيع والشراء، وزادت درجة الكفاءة الهيكلية للسوق.

وليس معني ذلك أن الأسواق التي تتصف بالكفاءة على درجة واحدة، فقد قسم علماء الاستثمار درجات الكفاءة على أساس افتراضي إلى ثلاثة تقسيمات فيما يعرف بـ . Forms of Efficient Market Hypothesis

١- أسواق ضعيفة الكفاءة: Weak form efficiency

ووفقاً لهذا الافتراض فإن الأسعار السائدة في لحظة معينة في السوق تعكس كل ما يمكن معرفته عن الأسعار الماضية للورقة المالية وحجم تبادلها.

٢- أسواق متوسطة الكفاءة: Semi-Strong form

ووفقاً لهذا الافتراض فإن الأسعار السائدة تعكس بكفاءة كافة البيانات المعلنة عن الشركة المعنية مثل الأرباح التي وزعت أو تقرر توزيعها على المساهمين، وحجم الأرباح المحققة، وغير ذلك من البيانات المنشورة المؤثرة على الأسعار والتي تتضمنها الميزانيات والتقارير المالية المصاحبة لها.

وتعرف تغيرات الأسعار في هذه الحالة عند علماء الاستثمار بـ

The adjustment stock prices to new information.

أسواق عالية الكفاءة: Strong form efficiency

وأساس هذا الافتراض أن الأسعار الحالية للأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات والبيانات المنشورة المتاحة للمستثمرين Publicly announced information وإنما كل ما يمكن أن يكون معلوماً عن الشركة وتعتبر السوق عالية الكفاءة إذا كان العائد المتوقع يتساوى مع سعر العائد الخالي من المخاطرة مضافاً إليه نسبة تمثل علاوة المخاطرة والتي تختلف من مشروع لآخر باختلاف الهيكل التمويلي للمنشأة، ومدى توسعها في استخدام الرافعة المالية والذي قد يترتب عليه إعسار الشركة فنياً أو مالياً ونسبة أخرى تمثل المخاطرة الاقتصادية والتي تختلف باختلاف نوعية النشاط الذي تمارسه المنشآت وكذا

الظروف الاقتصادية العامة للبلاد وبمعنى آخر فإن السوق تعتبر على درجة عالية من الكفاءة إذا كانت القيمة السوقية لأية ورقة مالية تعبر عن قيمتها الذاتية.

والقيمة الذاتية للسهم Intrinsic value مرادفة لقيمتها الحقيقية Actual Value وليست القيمة الحقيقية مرادفًا للقيمة الدفترية Book value وليست حتمًا موافقة أو مخالفة للقيمة السوقية Market value أو ما يسمى أيضًا Market price فإذا ما كان يجري التعامل في أحد الأسواق على الأوراق المالية بأسعار مماثلة أو قريبة من قيمتها، فإن ذلك دليل على أن هذه السوق تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة، إلا أن ذلك يعني من ناحية أخرى أنه لن تكون هناك فرصة للمتاجرة أو المضاربة بمفهومها الغربي Speculation والتي تقوم عليها الأسواق ذات السمعة والصيت العالمي، والتي بغيرها أيضًا ما أصبح لهذه الأسواق هذه الأهمية التي تحظى بها الآن، ولا شك أن المستثمر الذي يرغب في شراء ورقة مالية معينة إنما يتطلع إلى معرفة قيمتها الحقيقية، ويقتضي ذلك وقوف المستثمر على البيانات والمعلومات الآتية:

١- العائد المطلوب تحقيقه من جانب المساهم Required Rate of Return.

أ- العائد الخالي من المخاطرة Risk free rate of return كفوائد السندات الحكومية.

ب- علاوة المخاطرة Risk Premium.

٢- العائد الموزع في نهاية آخر سنة مالية The Dividend.

٣- متوسط معدل نمو الأرباح خلال السنوات الخمس الماضية أو مادون ذلك Average rate of growth.

وبافتراض أن القيمة السوقية لإحدى أوراق الشركات اليوم هي عشرون جنيها وأن نسبة العائد الخالي من المخاطر ٩٪

وأن علاوة المخاطرة المقدرة للشركة ٧٪

مخاطرة مالية + مخاطرة اقتصادية

وأن متوسط نسبة النمو خلال السنوات الخمس الماضية ٥٪

وأن العائد الذي قامت الشركة بتوزيعه هذه العام هو ٩٠ , ١ جم.

فإن بوسعنا التوصل إلى القيمة الذاتية « الحقيقية » للسهم باستخدام المعادلة الآتية:

$$\frac{\text{العائد الموزع (1+نسبة النمو)}}{\text{العائد المطلوب تحقيقه - نسبة النمو}} = P_0 = \text{القيمة السوقية اليوم}$$

$$= \frac{1,90 (1+0,05)}{0,16 - 0,05} = 18,18 \text{ جم}$$

يبين من المعادلة المتقدمة أن القيمة السوقية تزيد بنسبة ١١٪ تقريباً عن القيمة الحقيقية إلا أنه من الإنصاف أيضاً أن نضيف أنه من غير المتصور توافق القيمتين دائماً لأن الأسعار تتغير في هذه الأسواق من لحظة لأخرى خضوعاً لظروف العرض والطلب، فضلاً عن حقيقة أخرى مفادها اختلاف توقعات المستثمرين، وأنه نادراً ما تتفق الآراء حول تحديد أو تقدير درجة المخاطرة.

مكائيزم السوق وحركة الأسعار في أسواق الأوراق المالية:

يثور التساؤل دائماً عن سر صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية في البورصات المحلية والعالمية من يوم لآخر ، بل ومن لحظة لأخرى رغم عدم تغير الظروف الاقتصادية أو المراكز المالية للشركات التي يجري التعامل على أسهمها في أسواق الأوراق المالية، فإذا ما تم التغاضي عن التقلبات اليومية Fluctuations والتي لا نجد لها أيضاً سنداً علمياً - على أساس أنها تغيرات طفيفة أو محدودة يعزوها البعض إلى تغير ظروف العرض والطلب، فإن موجات الصعود والهبوط التي تحتاج هذه الأسواق من شأنها أن تُبقي السؤال مطروحاً على بساط البحث يبحث عن إجابة شافية.

إن سوق الأوراق المالية في مجموعها قد لا تتسم في أدائها بالرشد Rationality قياساً على الشروط المتعارف عليها عند الأصوليين، بل ومن الثابت أن السوق غالباً ما تسلك مسلكاً مغايراً للظروف الاقتصادية والأصول العلمية وتفصيل ذلك أن المركز المالي للمنشأة قد يكون قوياً والوضع الاقتصادي للبلاد أكثر قوة، والسوق مع هذا في اتجاه نزولي ، وعلى النقيض من ذلك فإن المركز المالي للمنشأة قد يكون ضعيفاً ، والسوق في مجموعه مع ذلك قوي، ويوجب على هذا التساؤل بعض الكتاب الغربيين بقولهم: إن

السوق قد يكون ضعيفاً وتتجه فيه الأسعار اتجاهاً نزولياً لا يتفق والقواعد الأصولية Fundamentals كالربحية والسيولة والكفاءة في استخدام الأصول، وسلامة المركز المالي، ومقدرة الإدارة، واحتمالات المستقبل؛ لأن أسباب الصعود والهبوط ليست مما يتعلق بالقواعد والأصول وإنما بمركز السوق من الناحية الفنية، ويؤكد هذا الفريق من الكتاب أنه حتى مع ضعف العوامل الخارجية وهي تلك المتعلقة بتحليل الاستثمار فإن هيكل السوق كثيراً ما يكون متماسكاً بقوة غير متوقعة حتى مع ورود أخبار سيئة، والأمر على هذا النحو يثير الدهشة لأن مؤداه انفصام العلاقة تماماً بين الأصول المادية المملوكة للمشروع والتي تمثل أصل الثروة والأصول المالية التي تباع وتشتري في أسواق الأوراق المالية وتمثل حقوقاً على هذه الثروة وتعتبر السوق في هذه الحالة مستقلة تماماً، ومنعزلة عن الواقع، وهو استقلال معيب.

ويبرر هذا الفريق من الكتاب الاستقلال بأنه يرجع إلى قوة السوق من الناحية الفنية فيما يسمونه في الأسواق العالمية Technical Position of the market ويضيفون أن السوق قد يكون قوياً من الناحية الأصولية، ضعيفاً من الناحية الفنية أو تكون على النقيض من ذلك ضعيفة من الناحية الأصولية قوية من الناحية الفنية.

أما عن الأسباب التي تؤدي إلى قوة السوق من الناحية الفنية فيرجعون ذلك إلى سببين رئيسيين:

السبب الأول: هيمنة بعض البيوع على السوق فيما يسمونه Short sale أي البيع على المكشوف، وتبدد الدهشة لتقلب إلى ذهول بإعلان الممارسين في هذه الأسواق والكتاب الأمريكيين أن ما بين ٦٦٪ إلى ٧٥٪ من المعاملات في السوق بيع على المكشوف^(١) ويكون البيع على المكشوف إذا باع الشخص ما ليس عنده وبتعبير آخر إذا كانت الأوراق المباعة لا يملكها بائعها أو ليس بوسعه تسليمها والبائع على المكشوف يقترض من أحد مكاتب السمسرة الأوراق التي تعاقد عليها وليست في حيازته على أمل أن تنخفض الأسعار، وفي حالة انخفاض السعر يقوم المضارب في هذه الحالة بشراء الأوراق التي سبق له بيعها ويعيدها إلى صاحبها. أما إذا تعذر اقتراض هذه الأوراق فيقال إن السوق من الناحية

(١) The manager of a western house told the authors that from two thirds to three-fourths of his current business was on the short sale of the market. The subsequent action of the market proved that his estimate of the market as a whole. (Ibid p.256).

الفنية Over-sold. وقد نقل إلينا هؤلاء الكتاب صورة حقيقية لأحدى الممارسات في السوق الغربية والتي تصور تأثير هذا البيوع على السوق وتؤدي إلى قوته فنياً وترسم في ذات الوقت صورة ليكانزم السوق في التعامل على المكشوف.

أما السبب الثاني: فهو المناورات التي تتم في السوق لرفع سعر ورقة معينة مما يؤدي إلى قوة السوق من الناحية الفنية وتفصيل ذلك أن جماعات المضاربة على الصعود يتم تكوينها لشراء أكبر كم ممن من أسهم إحدى الشركات ، وتقوم بعدها بالمناورة لجذب أنظار جمهور المتعاملين والذي يعقبه عادة شراء هذه الأوراق بأسعار مرتفعة من أيدي المضاربين.

ويمكن تلخيص نظرية الفنيين فيما يلي:

- ١- أن القيمة السوقية تتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب فقط.
 - ٢- أن العرض والطلب يحكمهما العديد من العوامل، بعضها يتسم بالرشد Rational والبعض الآخر يفتقده Irrational ومن بين هذه العوامل ما يقرره الأصوليون، ومن أمثلة هذه العوامل الأداء والأمزجة والطباع ، والحدس والتخمين والضرورات الملحة، ويقوم السوق بوظيفته التوجيهية بين شتى العوامل بصفة دائمة وبطريقة آلية.
 - ٣- إذا ما تم التغاضي عن التقلبات المحدودة في السوق، فإن الأسعار تميل إلى التحرك في الاتجاه الذي يستمر فترة طويلة من الزمن.
 - ٤- أن التغيرات في الاتجاه إنما تترتب على التغيرات في العلاقات بين العرض والطلب، أما عن أسباب هذه التغيرات فهو ما يمكن استنباطه عاجلاً من خلال سلوك السوق نفسه.
 - ٥- والافتراض الأساسي الذي تقوم عليه النظرية أن التاريخ يميل دائماً إلى أن يعيد نفسه وأن السعر في الماضي ينبئ عن سلوك السعر مستقبلاً.
 - ٦- يفترض الفنيون في الأسواق أن لها حياتها الخاصة مستقلة عن قواعد وأصول تحليل الاستثمار.
- هذا عن نظرية الفنيين وهناك نظرية أخرى سبق الإشارة إليها وهي على النقيض من النظرية السابقة:

نظرية الأصوليين : Fundamentalists

(١) قيمة السهم عند الأصوليين تتحدد وفقاً لقيمته الذاتية والقيمة الذاتية Intrinsic value هي ما يعبر عنه دائماً بالقيمة الحقيقية.

(٢) القيمة الحقيقية تتحدد بقدرة المشروع على تحقيق الأرباح Earning power وخاصة الأرباح المستقبلية Future earnings والأسعار في المستقبل تدور حول الربحية والقيم الحقيقية.

وإذا كنا قد اجتهدنا في تفسير الظاهرة السوقية وأسباب تغير الأسعار من لحظة لأخرى وكان عمدتنا في هذا الصدد ما استخلصناه مما كتبه مشاهير الكتاب الغربيين فقد رأينا ألا يفوتنا عرض الرأي الذي تناوله أحدث مؤلف في الاستثمار يتناول ميكانيزم السوق وتحديد الأسعار تحت عنوان : The market mechanism that determines stock prices وتخلص هذه الرؤية في الآتي:

لابد أن تتحقق ثلاثة شروط حتى تقوم ميكانيزم السوق بدورها ويتحقق وجودها

The market mechanism can be characterized

(١) أن تكون المعلومات المالية متاحة وبتكلفة صفرية.

Financial Information is freely available

(٢) ألا يكون بوسع أحد المستثمرين أو المتعاقدين في السوق السيطرة على حركات الأسعار أو جعلها عرضة للتلاعب والمناورة.

Securities prices are not controlled or manipulated

(٣) أن يسود السوق ما يقرب من التوازن الدائم.

Something approaching a continuous equilibrium prevails

وبالنسبة للشروط الأول وهو إتاحة المعلومات بتكلفة صفرية، ففور تلقي المستثمرين لهذه الأنباء فسوف يتفاعلون معها. البعض سوف يببالغ في قيمتها والبعض الآخر سيقبل من شأنها إلا أن هذه المعلومات تنعكس في النهاية على اتجاهات الأسعار.

أما من حيث عدم خضوع الأوراق المالية لسيطرة أو هيمنة المتعاملين في السوق، فإن معظم المضاربين (Traders) في الأوراق ليست لديهم القدرة الكافية للتأثير على الأسعار تأثيراً محسوساً، أما المؤسسات القليلة ذات الحجم الكبير والتي لديها الإمكانيات والقدرة على التأثير في أسعار الأوراق المتعامل عليها في السوق فإنها تمنع أو يمتنع عليها ذلك

بمقتضى بعض القوانين كالقانون (الأمريكي) والذي يمنع التلاعب أو التأثير في الأسعار (على الرغم من أنها تفعل ذلك أحيانا وتتسبب في تغيير المسار السعري إلا أن تأثيرها وقتياً) وهذا ما يتعلق بالشرط الثاني.

أما فيما يتعلق بالشرط الثالث وهو أكثر الشروط حساسية وأهمية وهو أن يسود السوق ما يقرب من التوازن الدائم فإنه إذا قامت السوق بدورها كاملاً فسوف تكون في حالة ما يسمى بالتوازن المستمر Continuous equilibrium وهذا التوازن ليس توازناً ساكناً Static equilibrium لأنه يتغير تغيراً مستمراً فكلما تطايرت أنباء جديدة تغيرت القيم الذاتية للأوراق المالية واتجهت القيم السوقية في مسار جديد تفاعلاً مع المعلومات التي يتلقفها المستثمرون ولهذا يقول «بول ساميلسون» Paul Samuelson الحائز على جائزة نوبل والذي طور مفهوم التوازن المستمر: «أن هذا التوازن يوجد عندما يتذبذب سعر السوق وقيمة الورقة سويًا وعشوائيًا بطريقة ما بحيث تتساوى القيمتان بعد مرور بعض الوقت والذي يحدد مدى كفاءة السوق هو السرعة التي تتجه معها القيمة السوقية نحو القيمة الذاتية والسوق كامل الكفاءة يكون في حالة توازن مستمر، بمعنى أن القيم السوقية تكون في حالة تساوي مع القيمة الذاتية في جميع الأوقات».

فإذا ما وجد ثمة اختلال Disequilibrium ولو كان ذا طبيعة وقتية كانت السوق في درجة أقل من السوق كاملة الكفاءة وسوف تختلف الأسعار عن القيم الذاتية ولما كانت أسواق الأوراق المالية ليست في حالة توازن مستمر فإن ميكانيزم السوق على الوجه المتقدم هي نموذج اقتصادي في مقابلة النموذج الذي يعتمد على التحليل الفني.

Securities markets are not in continuous equilibrium However, The market mechanism described above is an economic model against which the model that appears to underlie technical analysis⁽¹⁾

وعلى الرغم من الاختلافات بين المحللين الفنيين والمحليين الأصوليين فإن ثمة مشكلة قائمة فعلاً، وهي أنه من المستحيل أن تحدد بدقة القيمة الذاتية لأحد الأسهم العادية بسبب تطور الأصوليين المستمر لنماذج استخراج القيم الذاتية للأوراق المالية ومن هنا فليس هناك تقدير للقيم الذاتية ليكون موضوع اتفاق للمقارنة بأسعار السوق.

There is no generally accepted and observable intrinsic value

(1) Jack Clark Francis, Management of investment, P.604 – 610 , second ed.

estimate to compare with the stocks market price

والمحللون الفنيون يصرحون أن أسعار الأسهم لا تتقلب بطريقة عشوائية:

Technical analysts claim that stock prices do not fluctuate in this random manner.

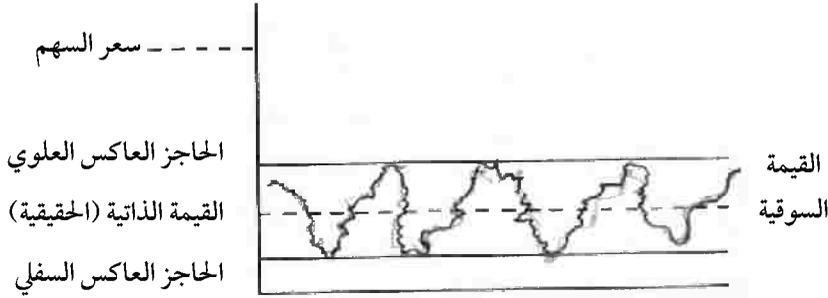
ويبين من هذا العرض وجه الخلاف بين الأصوليين والفنيين ، وقد سبق لنا أن تناولنا

وجهة نظر الفنيين ونظريتهم بشيء من التمهيد بما يغنيننا عن التكرار في هذه المسألة.

وإذا كنا قد انتهينا فيما تقدم إلى أن هناك دائما قيمة حقيقية Actual value أو ذاتية Intrinsic Value للورقة المالية، وأن حركة الأسعار في الأسواق على اختلاف درجة كفاءتها تدور مع هذه القيمة صعودًا وهبوطًا ونادرًا ما تلتقي معها، وأن السوق في مجموعها قد لا تتسم في أداؤها بالرشد rationality قياسا على الشروط المتعارف عليها عند الأصوليين، فالسوق غالبًا ما تسلك مسلكًا مغايرًا للظروف المالية للمنشآت، والظروف الاقتصادية للبلاد وفسر ذلك من جانب الفنيين بالأسواق أن الأمر يتعلق بمركز السوق من الناحية الفنية وأن الأساسيات المعتبرة عند الأصوليين لا يتم إغفالها تمامًا، إلا أن نظرية المسار العشوائي وهي إحدى النظريات التي تعالج اتجاهات الأسعار تقدم تفسيرًا لحركة السوق يرفضه كثير من الكتاب الغربيين ولكننا نقبله بقبول حسن.

نظرية المسار العشوائي : Random walk Theory

تدور هذه النظرية والتي تعزى للاقتصادي الغربي كوتنر حول تفاعل القيمة الحقيقية والقيمة السوقية، تصور تقلب الأسعار في مسار عشوائي حول القيمة الذاتية وتكشف النظرية في براءة عن الحواجز العاكسة Reflecting Barriers من أعلى ومن أسفل وهذه الحواجز تحول دون تجاوز الأسعار لحد أعلى أو أدنى بفعل آليات السوق ما لم يكن هذا التجاوز نتيجة لانهيار الأسواق حيث تتدفق الأوامر في هيئة سيل عارم لا سبيل لهذه الحواجز إلى إيقافه كما حدث في أزمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩، وكذلك أحداث الانهيار التي شهدتها الأسواق العالمية في أكتوبر ١٩٨٧.



ووفقا لهذه النظرية فإن مرد تلك التقلبات والذبذبات في أسعار الأوراق المالية هو السلوك الذي لا يتسم بالرشد من جانب غالبية المستثمرين ، بينما يؤدي تدخل المحترفين إلى وضع الحواجز العاكسة سالفة الذكر والتي تحول دون ابتعاد السعر كثيرا عن القيمة الحقيقية للأوراق المالية، وسوف نعرض فيما بعد لدور هؤلاء المحترفين في السوق واستعدادهم دائما للبيع والشراء كلما أتاحت لهم فرصة الحصول على هامش ضيق من الأرباح يمثل الفرق بين سعر البيع والشراء.

وقد توسع بروفيسور ساميلسون - الاقتصادي الأمريكي المشهور في نظرية المسار العشوائي فأدخل مفهوماً جديداً على نظرية كوتنر هو التقلب الكفاء Efficient Fluctuation لأسعار الأسهم^(١) ومضمون نظرية ساميلسون أن القيمة الاقتصادية للسهم ليست قيمة مستقرة كما نجدها في نظرية كوتنر وإنما هي قيمة متقلبة. فتتغير بتغير الظروف الإنتاجية للشركات، ولذلك فإن شروط الكفاءة عنده لسوق الأوراق المالية شرط ديناميكي Dynamic وليس شرطاً إستاتيكياً Static سالباً أو مستقراً وهو ما يعني أن سوق الأوراق المالية ذا الكفاءة هو الذي تتقلب فيه الأسعار وتتذبذب لتتطابق في جميع الأوقات مع القيم الاقتصادية في تغيرها وتقلبها.

وليس من شك أن هذه الإضافة من جانب البروفيسور ساميلسون تزيد من تعقد المشكلة وتضيف عبئاً جديداً على المحترفين لكي يحسنوا متابعة وتقييم الأنباء الاقتصادية

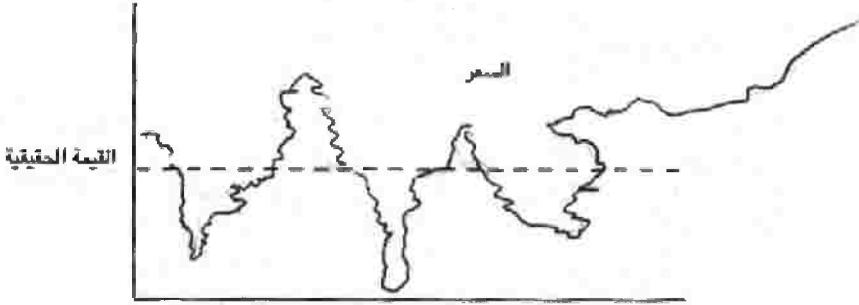
(١) The stock market technician assumes that the stock market has a life of its own, independent of the fundamental attributes of investment value possessed by individual companies that constitute the market, Fredrick Amling op.cit.p.548.

المتغيرة والمتجددة.

وليس من المتصور أن يكون بمقدور كل المحترفين غربلة المعلومات والتثبت منها وقد يسيئون التقدير مبالغة منهم أو توهما.

ولا شك أن إصابة الهدف المتحرك تحركًا عشوائيًا أصعب بكثير من إصابة بالهدف الساكن أو المتحرك تحركًا منضبطًا.

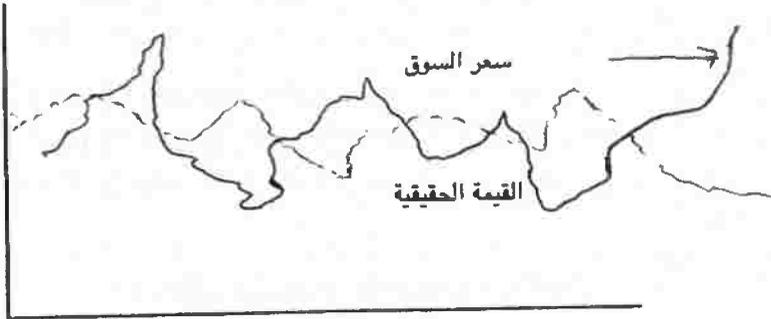
وذلك يعني أن درجة التبعر العشوائي حول النقاط المتغيرة عشوائيًا ستكون أكبر بكثير من درجته حول النقاط الساكنة أو المتغيرة تغيرًا منتظمًا وهو ما يبين من الأشكال التالية:



الشكل رقم ٣ (أ)
تقلب عشوائي حول قيمة ساكنة



الشكل رقم ٣ (ب)



الشكل رقم ٣ (ج)
تقلب عشوائي حول قيمة متغيرة عشوائياً

ونظرية التقلب الكفاء التي أخذ بها ساميلسون هي التي مثلنا لها بالشكل (ج) حيث تتغير القيمة الاقتصادية للسهم تغيراً عشوائياً بينما تتغير أسعار السوق الفعلية بصورة أكثر عشوائية حول هذه القيم ويمكن اعتبار هذه الظاهرة نتاج الانتقال المستمر

للحواجز العاكسة (العليا والسفلى) بطريقة عشوائية ، ولذلك تعتبر هذه النظرية امتدادًا لنظرية كوتنر، أما الحالة الثانية التي مثلنا لها بالشكل (ب) فهي حالة خاصة تم إدخالها لنشير بها إلى تقلب القيم الاقتصادية الناتجة بسبب عوامل متكررة وبصورة منتظمة بحيث يمكن التنبؤ بها مثل التقلبات الموسمية لبعض أنواع الإنتاج خلال العام.

ولكن النمط الذي ينطبق على الأسواق الرأسمالية في عالمنا المعاصر هو الشكل (ج) وهو ما تؤكد بعض الدراسات التي أثبتت أن التقلبات العشوائية التي تتم بين يوم وآخر مستقلة تماما عن بعضها البعض؛ حيث إن المستوى العام لأسعار الأمس لا يفسر أكثر من ١.٥٪ من أسعار اليوم.

إذن يثور التساؤل عن تلك المعلومات التي تؤدي إلى مثل هذه الذبذبات فإن كان ذلك مرجعه إلى العرض والطلب فما هي إذن العوامل التي تؤدي إلى التأثير على أي منهما. وبمعنى آخر، ما هي إذن العوامل التي تؤدي إلى استفزاز عوامل الصعود والهبوط؟

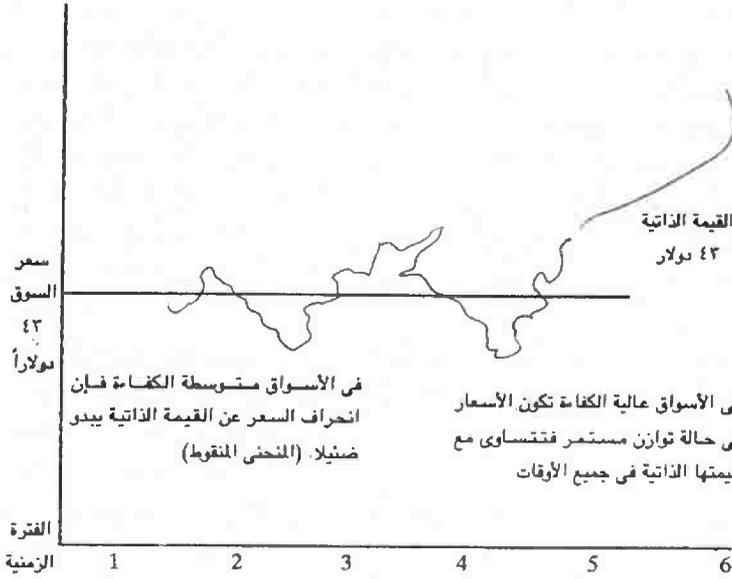
لا شك أن المعلومات والأنباء المنشورة في الصحف المالية والعامية وما تبثه وسائل الإعلام من إعلانات وما يتناقله الناس من إشاعات سواء كانت مبشرة أم منفرة لها أثر مباشر في تقلب أسعار السوق.

ومن أبرز المؤثرات على تلك السوق -على تباينها- حوادث المنازعات الصناعية والإضرابات المستديمة من جانب العمال، وقرارات الاندماج أو تكوين الكارتيلات واتفاقات الأثمان الاحتكارية وغيرها من التطورات التي يتسم بها الجميع الرأسمالي.

ويمتزج بهذه العوامل عوامل أخرى بعضها سيكولوجية وبعضها مضاربة بالمفهوم الغربي، فالتوقع والحدس والتخمين والانتهازية والاستغلال واقتناص الفرص والتعلق بالأوهام فضلا عن عوامل أخرى تتضامن جميعا في توتر السوق وعصبيته .

* * *

تقلب الأسعار باختلاف درجات الكفاءة
في الأسواق ضعيفة الكفاءة تتقلب الأسعار صعوداً
وهبوطاً بفارق كبير عن قيمتها



Security prices fluctuate with different degrees of efficiency (Management of Investment.P.608)

المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية العالمية لقياس حركة السوق واتجاهات الأسعار:

تقاس حركة واتجاهات الأسعار في أسواق الأوراق المالية من خلال المؤشرات والمتوسطات indexes and acreages والتي يتكون كل منها من مجموعة من الشركات والتي يفترض فيها أنها تعكس السوق جميعه.

ومن أهم هذه المؤشرات ذائعة الصيت والشهرة في الولايات المتحدة الأمريكية مؤشرات داوجونز Dow Jones Averages والتي تم اختيار مكوناتها على أساس تاريخي باعتبارها ممثلة للسوق في مجموعه، وأما المؤشر الآخر الذي ينافس مؤشرات داوجونز في الأهمية فهو مؤشر Standard & Poor's 500 index والذي تم بناؤه على أساس ترجيحي Weighted index construction أي باستخدام الأوزان لترجيح الأسعار فيما يطلق عليه المتوسط المرجح Weighted Average.

ويقترض في حالة اتجاه المؤشر أو المتوسط إلى الصعود أن تكون السوق في مجموعها

متجهة إلى الصعود، وبوسع أي باحث أن يقوم بحساب الحركة اليومية لسوق الأسهم من خلال قسمة مجموع القيم السوقية للأسهم المتعامل عليها كل يوم على مجموع أسهم هذه الشركات. وبهذا فإنه يمكن استخراج سعر مرجح للأسهم المتعامل عليها فضلا عن التعرف على حالة السوق واتجاهاته التي يعكسها هذا المؤشر وكثيرا ما يفضل مؤشر S& P index بل ويعتبر عند كثير من محلي السوق - متفوقا على غيره من المتوسطات إلا أن هذه المزية ليست مطلقة، ذلك أن حساب المتوسط وفقا لهذا الأسلوب يستنزف الكثير من الجهد والوقت والمال فضلا عما يوجه إليه من نقد أنه لا يتسم بالدقة اللازمة لأغراض المقارنة وذلك لأن الأسهم التي يتم التعامل عليها في يوم ما ليست هي بالضرورة ذات الأسهم التي يتم التعامل عليها في يوم تال، الأمر الذي يؤدي إلى تضاد فرص التنازل.

مؤشرات داو جونز:

تعتبر مؤشرات داو جونز من أقدم المؤشرات وأكثرها شهرة، حتى لقد صار تداول هذه المؤشرات على السنة العوام كسائر الكلام ولذلك لم يكن مستغربا، أن نسمع رجل الشارع في مصر يتحدث عن الانهيار الذي سجله مؤشر داو جونز في نيويورك وهو يتابع بين لحظة وأخرى ما تنقله الصحافة العالمية والإذاعة المرئية، عن تفاصيل الأعاصير التي اجتاحت الأسواق العالمية في أكتوبر ١٩٨٧ م.

وترجع شعبية هذه النظرية إلى ارتباطها بأكثر الصحف المالية العالمية ذيوعا وانتشارا فقد كان شارلز داو صاحب النظرية هو المحرر الأول لصحيفة وول ستريت بعد خبرة اكتسبها في البورصات العالمية من خلال عمله كوسيط Broker^(١).

وإذا كان صاحب النظرية قد وافته المنية بعد عامين فقط من تقديمها أي سنة ١٩٠١ فإن النظرية قد تم تطويرها من جانب بعض الباحثين والدارسين للسوق والذين قاموا بتصحيح بعض الأخطاء التي تضمنتها وأبرزهم W.P.Hamilton المحرر أيضا بصحيفة وول ستريت^(٢).

ومن المعروف لدى المتخصصين والدارسين أن عدد مؤشرات داو جونز أربعة، وكل مؤشر منها يمثل قطاعا عريضا باستثناء المؤشر الرابع والذي يمثل السوق في مجموعه،

(١) Charles Amoc Dice & Eiteman op.Cit. P554.

(٢) Ibid , P. 354 .

وذلك يمكن توضيحه على الوجه التالي:

١- مؤشر داوجونز الصناعي (DJIA) Dow Jones and Average ويتكون من ٣٠ شركة ويغطي قطاعا عريضا من الصناعات.

٢- مؤشر داوجونز لوسائل النقل Dowjones Transportation Average (DJTA) ويتكون من ٢٠ شركة من بينها ست شركات للخطوط الجوية.

٣- مؤشر داوجونز للمرافق Dow jones Utility Average ويتكون من خمس عشرة شركة خاصة بالمرافق كشركات الغاز والكهرباء.

٤- مؤشر داوجونز المركب Dow Jones composite Average ويتكون من ٦٥ شركة هي مجموع الشركات التي تتضمنها المؤشرات السابقة فهو مؤشر مركب وجامع ويمثل في مجموعه السوق ككل وتعتبر الشركات التي يتضمنها هذا المؤشر شركات قائدة، تم اختيارها على أساس تاريخي ودونما التفات إلى أية أوزان ترجيحية.

نظرية داوجونز:

أما عن نظرية داوجونز نفسها فهي من أقدم النظريات وأكثرها اتباعاً في زماننا المعاصر وقبولاً من حيث تفسيرها لسلوك السوق من الناحية الفنية.

وتقوم نظرية داوجونز على أساس أن سوق الأسهم البارومتر الذي يمكن من خلاله قياس الوضع الاقتصادي والغرض من هذه النظرية ليس التنبؤ بحركة أسعار الأوراق المالية وإنما التنبؤ بالدورات الاقتصادية أو الحركات التي تشير إلى الكساد والانتعاش.

The purpose of the theory not to predict movements of security, but to predict depression and prosperity⁽¹⁾.

وبعبارة أخرى فإن المتنبئ الذي يستخدم نظرية داوجونز إنما يحاول أن يسجل التغيرات في المد والجزر الاقتصادي.

ولعله من المفيد هنا أن نثبت ما قرره الفنيون ومصممو خرائط الأسواق أن الغرض من نظرية داوجونز ليس فقط إثبات موقف السوق في لحظة ما وإنما إلى أين يمضي كذلك.

(١) Jack Clark francis , Op.Cit.

The Dow theory's purpose is to determine where the market is and it also indicates where the market is going⁽¹⁾.

وأساس هذه النظرية متوسطات حركة الأسعار للشركات الصناعية وشركات النقل، أما حركة السوق فتتبعها وفقاً لهذه النظرية ثلاثة تقسيمات رئيسية:

أولاً: الحركة الأولية: Primary movement .

ثانياً: الحركة الثانوية: Secondary movement .

ثالثاً: التقلبات اليومية: Day-to-day fluctuations .

أما بالنسبة للحركة الأولية فهي تعبر عن اتجاه السوق سواء كان صعودياً Bullish أو كان نزولياً Bearish وتستمر الحركة الأولية من سنة إلى سنتين أو يزيد وفقاً للنظرية، وإذا ما كان السوق ذا اتجاه نزولي فقد ثبت تاريخياً لدى أصحاب هذه النظرية أنها تستمر فترة أقصر من الأسواق الصاعدة، وتعتبر الحركة الأولية أو ما يسمى باتجاه السوق Trend of the market الهدف الأساسي من النظرية.

أما الحركة الثانوية للسوق فمدتها أقصر من الحركة الأولية بل ومضادة لها في الاتجاه، وتستمر هذه الحركة عادة من ثلاثة أسابيع إلى ثلاثة أشهر، ويعقب ذلك استعادة السوق لأوضاعه بمعنى استعادة الأسعار بنسبة الثلث إلى الثلثين والتي سبق لها أن صعدت في ظل سوق صاعد أو هبط في ظل سوق هابط، وغالباً ما تنتهي الحركة الثانوية بفتور في نشاط السوق ويسمى البعض حركات تصحيحية⁽²⁾ Dullness in the market . activity

أما التقلبات اليومية Day-to-day fluctuations فهي ليست جزء من تفسير النظرية في سلوك السوق بل ولا معنى لها في النظرية حتى لقد ذهب البعض إلى أنه في الخرائط التي يستخدمها الفنيون والمعروفة بـ Point and figure charts أو (PFC) أن السعر قد ينتقل من عمود إلى آخر ثم إلى آخر في خلال عشر دقائق بينما قد لا ينتقل السعر إلى عمود جديد لمدة عشر سنوات، وهذا يشير إلى أن التقلبات العشوائية الطفيفة التي تتم من يوم لآخر قد لا تظهر كلية في هذه الخرائط ولو استمرت لمدة عشر سنوات.

A ten minute period in which the direction of the price made two significant re reversals would generate two new columns on a PFC if the price did not make a significant reversal during a decade, however, then

(1) Fredrick Amling op cit .528-530.

(2) Jack Clark Francis, Ibid, P 584.

the PVC would not move on to a new Column For ten years⁽¹⁾.

وقد يكون من المفيد أن نعرض لثلاثة نماذج من خرائط الفنيين والتي تحدد التقسيمات الرئيسية الثلاثة التي تقوم عليها نظرية داو جونز لتبيان وجه التباين بينهم⁽²⁾.

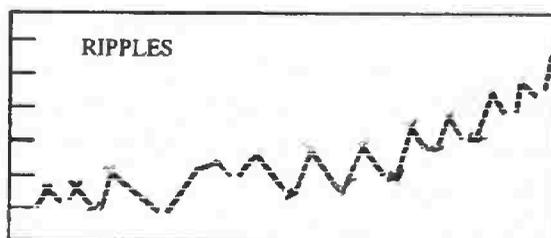
وكما يبين من الرسم فقد حرص بعض الفنيين على تصوير الحركات الثلاث بالبحر من حيث المد والجزر والموجات، والموجات القصيرة والسريعة.

أما المد أو اتجاه السوق أو ما يسمى بالحركة الأولية فيمثلها الشكل السابع، وأما الحركات الثانوية فجاء تمثيلها في شكل موجات تمثل التغيرات في الأمد القصير كما يبين من الشكل السادس، وأما التقلبات اليومية والتي قد تتلاشى عند إبراز خط الاتجاه العام فجاءت على شكل موجات قصيرة جداً كما يتبين من الشكل الخامس.

(١) John o. Clendenin, introduction to investment 3rd ed 1960.

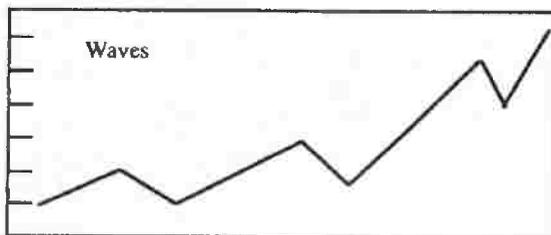
(٢) Jack clark Francis, Management of investment, Mc Graw Hill International editions.

نذبذبات سريعة
وموجات قصيرة



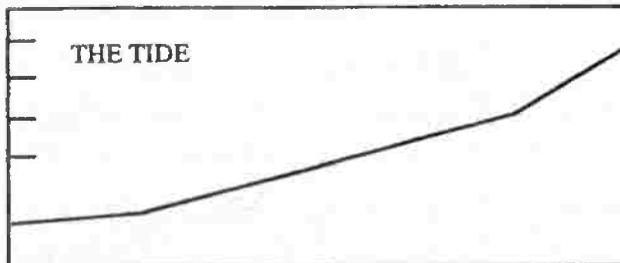
الشكل رقم (٥)
ويوضح التقلبات اليومية للأسعار

موجات قصيرة



الشكل رقم (٦)
ويبين حركة المؤشر في الفترات القصيرة وهي الحركة الثانوية

مد وجذر



الشكل رقم (٧)
الحركة الأولية لمؤشر داو جونز في الفترة الطويلة

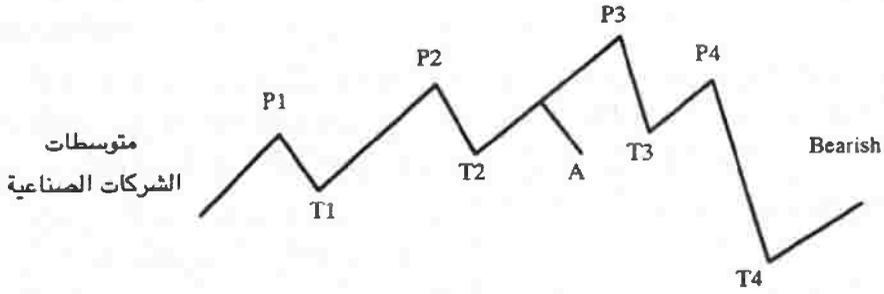
كيفية استخدام النظرية وتحديد اتجاه السوق:

في الرسم التالي:

بافتراض أن «P» ترمز إلى القمة (Peak) وأن

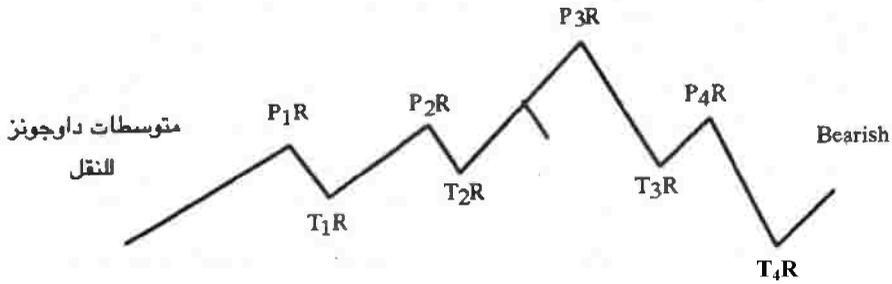
«T» ترمز إلى القاع (Trough) وأن

«AR» «A» نقط التعزيز لسوق صاعدة



شكل رقم (أ)

مؤشرات داوجونز وتحديد اتجاهات الأسعار^(١)



بإمعان النظر في الشكل الأول والخاص بالشركات الصناعية، فإنه حتى يتأكد لنا إن كان الاتجاه صعودياً أم نزولياً فإنه يتعين تعريضه بالشكل الثاني والخاص بمتوسطات شركات النقل، وهذان الشكلان يكشفان عن الكيفية التي تستخدم بها النظرية.

نلاحظ أن اتجاه السوق من P1 إلى P3 صعودياً وتفصيل ذلك أن P2 أعلى من P1، P3 أعلى من P2 وكذلك لأن T2 أعلى من T1، T3 أعلى من T2 الأمر الذي يعني أن الاتجاه يكون صعودياً إذا اتجهت كل قمة إلى الارتفاع عن القمة التي سبقتها وارتفع القاع عن القاع الذي سبقه، ثم يأتي دور التعزيز، إذ تعزز متوسطات شركات النقل بمتوسطات الشركات الصناعية فنلاحظ أن T4 في الشكل الأول أكثر انخفاضاً من T3 وحينها نطابق ذلك مع القاعات متتالية الانخفاض في متوسطات النقل سوف نجد تعزيز لسوق هابطة مع اتجاه السوق نحو الانخفاض.

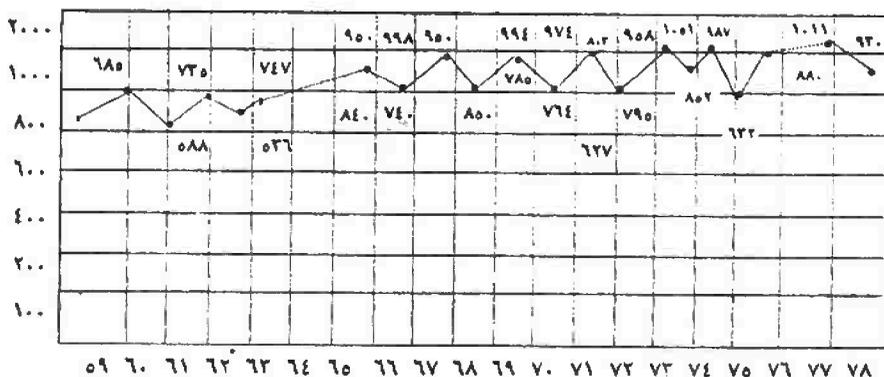
إلا أن لدينا مشكلتين لتحديد اتجاهات السوق في مؤشرات داوجونز.

الأولى: أنه ليس حتماً أن تتجه المتوسطات في اتجاه واحد، الأمر الذي يتعذر معه

التعزيز فالشركات الصناعية لا تخضع دائماً لنفس المؤشرات والقوى التي تخضع لها شركات النقل ، فقد تلجأ القوى التي تتعامل على أسهم السكك الحديدية إلى قهر السعر، وعلى النقيض من ذلك قد يلجأ المتعاملون على أسهم الشركات الصناعية إلى تصعيد السعر.

وفضلاً عن ذلك، فإن تعزيز السوق لا يتسنى التوصل إليه حتى بعد الزيارة أو الانخفاض وفي الشكل المتقدم فإن نقطة التعزيز هي A ، AR وحتى وصول هذه النقطة فإن أصحاب نظرية داو لا يستطيعون الجزم بكون السوق صعودياً أو نزولياً.

وتطبيقاً لما تقدم نعرض هنا للاتجاه الحقيقي للسوق الأمريكية خلال الفترة من ٥٩ إلى ٧٧ وفقاً لمؤشر داو جونز الصناعي ونظريته.



تحديد اتجاه السوق الأمريكية باستخدام مؤشرات داو جونز (مرجع سابق)

هذا الشكل مقتبس من كتاب **Investment** (مرجع سابق)

نلاحظ أنه حينما اتجه السوق للهبوط إلى مستوى ٨٥٣ من مستواها غير المسبوق في عام ١٩٧٣، كان عليه أن يخترق مستوى الـ ٧٩٠ قبل أن يتم تعزيز السوق ، وقد اعتبر بعض مصممي الخرائط مستوى ٨٥٠-٨٦٠ نقطة مقاومة حيث كان السوق في مرحلة ثانوية مع اتجاه السوق نحو الصعود، وفي عام ١٩٧٤ بدأ السوق يتقدم إلى مستوى ٩٨٧ ولكن ذلك لم يكن بالقدر الكافي لكي يرتفع فوق ١٠٥١ وهذه علامة من علامات النزول في سنة ١٩٧٥ هبط المستوى إلى ٦٣٣ ليصل إلى ما هو أدنى من مستوى القاع السابق وهو ٨٥٣ معزراً اتجاه السوق اتجاهاً هبوطياً **Bearish market**.

وتفصيل ذلك أنه حينما ارتفع المؤشر إلى مستوى ٩٨٧ فكانت القمة أدنى من القمة التي قبلها، وحينما انخفض هبط إلى مستوى أدنى من القاع فتعزز بذلك اتجاه السوق على أساس أنه سوق هابط، وبصعود السوق إلى مستوى ٨٨٠ كان هذا المستوى أدنى من مستوى القمة السابقة وهي ٩٨٧، وهذا كان تعزيزاً آخر بأن السوق سوق هابط. إلا أنه انخفض بعد ذلك إلى مستوى ٩٣٠ لكنه لم ينخفض إلى مستوى السابق ليظل محتفظاً بكونه سوقاً صعودياً.

مناطق المقاومة ووقف الاتجاه الرئيسي: Resistance Areas

عندما يصل سعر السهم (أو المؤشر) إلى القمة ثم يتجه إلى الهبوط إلى أسفل فإن ما بعد القمة تسمى منطقة مقاومة، وإذا ما تجاوز السعر القمة السابقة يقال: إن السعر قام باختراق منطقة المقاومة. وإذا اتجه السعر إلى الاندفاع إلى أعلى فإن هذه إشارة أو علامة لشراء الأسهم لأنه من المتوقع أن يستمر الصعود إلى أعلى وإذا اتجه السعر إلى الانخفاض عن القاع السابق فإنه من المتوقع أن يستمر في الانخفاض، وهذه إشارة إلى البيع، وجوهر فكرة المقاومة عند المحللين الفنيين هو استحباب الشراء حينما يصعد السعر بما يتجاوز قمته السابقة، واستحباب البيع عندما يهبط السعر إلى ما دون القاع السابق Trough.

وتوضيحا لما تقدم نعرض من خلال الشكلين التاليين (١٠، ١١) نموذجاً مبسطاً نستبين من خلاله كيفية تصميم المؤشر باستخدام النقط والحروف Point and figure charts مع إبراز مناطق المقاومة التي أسلفنا الإشارة إليها.

وإمعان النظر في الشكل المتقدم نلاحظ أن السعر عند البدء The initial price كان \$33 وتم إثبات ذلك بوضع (x) داخل العمود (A) أمام هذا الرقم وعندما تحرك السعر إلى أعلى ليصل إلى 35 تم أيضًا وضع (x) داخل ذات العمود عند الرقم 35 ، وطالما بقي السعر في الصعود فإنه يجري وضع الـ (XS) في داخل ذات العمود الرأسي Vertical column وعندما ينخفض السعر إلى مستوى أدنى، فإن مصمم الخريطة يسجل التغيير بوضع (O) في العمود التالي، وفي الحالة التي نحن بصددتها تحرك السعر إلى 35 ووضعت علامة (O) في العمود التالي B عند 35.

والجدير بالذكر هنا أنه لا محل للأزمة عند الانتقال فيما بين الأعمدة؛ حيث إن السعر يجري تسجيله على المحور الرأسي والاتجاه على المحور الأفقي، وبصفة عامة فإن القاعدة المبسطة التي يتبعها مصممو الخرائط Chartists هي وضع (x) على الخريطة عند ارتفاع السعر ووضع (O) عند هبوط السعر، أما المربعات (Boxes) فيتم شغلها عند حصول تغير في السعر فقط، ويجري البدء بعمود جديد في كل مرة ينقلب فيها اتجاه السعر.

مؤشر ستاندرد آند بور: Stanard & poor's 500 index

خلافًا لمؤشر داو جونز الذي يجري احتسابه باستخدام المتوسط الحسابي أي باهمال الأوزان ، فإن مؤشر ستاندرد آندبور هو مؤشر مرجح فيراعي في احتسابه الأوزان الترجيحية فيظهر التغيرات النسبية في أوراق الشركات التي يشملها المؤشر مقارنة بسنة الأساس وهي 1941 - 43 = 10 وبالنظر إلى صيغة = المؤشر وهي:

$$10 \times \frac{\text{مجم س ك 1}}{\text{مجم س ك}}$$

حيث س 1 = السعر الجاري.

حيث س = سعر فترة الأساس.

حيث ك 1 = كمية المقارنة.

حيث ك = كمية فترة الأساس.

فإنه بوسعنا القول: إن هذا المؤشر يعتمد على القيم السوقية لفترة المقارنة

والأساس. دون حاجة إلى توحيد الكميات (الأوزان) ولذا فهو يختلف عن مؤشري (Paasche & Lasperes).

ويتكون مؤشر ستاندر أندبور من خمسمائة شركة، منها ٤٠٠ شركة تمثل ٨٥ مجموعة صناعية ٤٠ بنكا تجاريًا وشركات تأمين وادخار وتمويل، ٢٠ شركة نقل ٤٠ شركة للمرافق العامة.

كل مفردة من مفردات أسهم هذا المؤشر يجري ترجيحها بالأوزان، الأمر الذي يبدو أثره على المؤشر بالنسبة لأهميتها النسبية^(١).

وهناك مجموعة أخرى من المؤشرات بعضها يتسم بالأهمية وبعضها موضع خلاف بين علماء التمويل والاستثمار، نتناولها هنا وفق تصورنا لأهميتها، مع الأخذ في الاعتبار أن هذه المؤشرات ليست حاسمة أو قاطعة في تصوراتها المستقبلية، وإنما يستعان بها ولا يعول عليها وحدها ومن هذه المؤشرات.

المؤشرات الاقتصادية : Economic indicators and the stock market

لقد انتهى رأي السابقين إلى أن الاقتصاديات القوية تعد مطلبًا أساسيًا لأي شركة أو صناعة رابحة A Prerequisite for a healthy and profitable industry or company ، ولذلك فإن مؤشرات الإنتاج الصناعي، والنتائج القومي الإجمالي Gross Disposable National product (gnp) والدخل القومي وتقديرات الدخل المتاح income estimates تعد من المؤشرات التي ينبغي على المستثمر أن يستعين بها للتعرف على اتجاهات السوق المستقبلية.

ويستخدم النشاط الاقتصادي بصفة عامة كمؤشر لمستوى السوق، ولو فرض أن ثمة تنبؤًا بتحسين الظروف الاقتصادية، وتوقيع زيادة محسوسة في معدلات الربحية للشركات الصناعية وغير الصناعية مع انخفاض أسعار الفائدة غير المصحوب بأية اتجاهات تضخمية، فإن سوق الأوراق المالية ينبغي أن تتسم بالقوة، وعلى خلاف ذلك إذا ما بدت أعراض اقتصاد مريض يعاني من تضخم جامح ومعدلات فائدة مرتفعة وبطالة

(١) Fredrick amling,op.cit.p.529.

متزايدة، فإن السوق هنا تكون سوقاً ضعيفة وتأخذ الأسعار فيها اتجاهها نزولياً Bearish market ، لذلك لم يكن مستغرباً أن يتساءل الرئيس ريجان في دهشة بالغة -أثناء إحداث انهيار الأسواق العالمية- عن التوقعات التي تغيرت فجأة تجاه الأسهم بنسبة ٣٦٪ عما كانت عليه منذ ثمانية أسابيع^(١)، ومع هذا فإن المستثمر الذي يستخدم المؤشرات الاقتصادية كمرشد أو دليل Guide للتعرف على النشاط الاقتصادي يجب على اعتبار هذه المؤشرات أدوات تقريبية Rough tools لتحديد الاتجاهات المستقبلية كما يفترض أن المستثمر في تعامله بالبيع أن الشراء يراعي دائماً النواحي الأصولية Fundamentals في تحليل الاستثمار ولا يشبهه عن ذلك التغيرات الوقتية والتقلبات العشوائية.

البيع على المكشوف كمؤشر للسوق: Short sale as a market indicator

سبق منا التنويه في موضع سابق إلى أن حجم المعاملات التي تتم على المكشوف في الأسواق الغربية وخاصة الأمريكية تتراوح ما بين ٦٦ ، ٧٥٪ من إجمالي حجم المعاملات في هذه الأسواق وهي ظاهرة جديرة بلفت الأنظار إلى ماهيتها وتناولها بالتحوط والحذر نظراً لخطورتها، خاصة مع ما ثبت من محاكاة بعض المقلدين في البلاد النامية للفكر الغربي حتى ذهب بعضهم إلى القول: إن البيع على المكشوف يعد شرطاً أساسياً من شروط قيام سوق دائمة ومستمرة.

ويعتبر البيع على المكشوف من وجهة نظر المستخدمين لهذا المؤشر دليلاً على قوة السوق أو ضعفها فنياً، وتتضمن هذه البيوع اقتراض الأسهم المبيعة والتي يتعين على البائع أن يسلمها في غضون أيام قليلة إلى المشتري بينما هو ليس مالكا لها أصلاً، بمعنى أنه يبيع ما ليس عنده، ولا ما هو رهن تصرفه، وذلك على أمل إعادة شراء الأوراق عند انخفاض أسعارها وإعادةها لمقتريها وحيثما يتم التعاقد على البيع فهناك زيادة في عرض الأسهم في السوق تميل معها الأسعار إلى الانخفاض ، وشراء الأسهم بعد انخفاض أسعارها يؤدي إلى إعادة ارتفاعها.

(١) The shares of 5000 companies traded on U.S.Exchanges had lost staggering \$190 Billion in value (newsweek 26-10-87).

Mr Regan asked, what had suddenly changed in the out-look for the U.S.world economies to Justify a 36 % collapse in stock prices over eight weeks.(Financial times 21-10-1987).

وأما عن أولئك الذين يستخدمون حجم البيع على المكشوف كمؤشر على قوة السوق أو ضعفه فهم يرون أن زيادة المبيعات على المكشوف تشير إلى قوة السوق وانخفاض حجم هذه البيوع دليل على ضعفها، فالبيع على المكشوف في سوق يتجه إلى الصعود دليل قوة عندهم لسببين:

الأول: استيعاب السوق لكميات إضافية من الأسهم.

الثاني: أنه إذا بدأت أسعار السوق في الهبوط إثر زيادة المعروض، فإن المضاربين يقومون بالشراء مرة أخرى وبأسعار منخفضة محققين بذلك هامشاً من الربح ومؤازرين للسوق^(١).

ويعتبر هذا المؤشر - من وجهة نظرنا - خطيراً وستتناوله بالمناقشة المستفيضة في الباب الثاني بإذن الله.

مؤشر اتساع السوق: Breadth index

ينتقد بعض المتعاملين والممارسين نظرية Dow jones على أساس أنها لا تعكس حركة جميع الأسهم في السوق، وأن متوسطاتها ليست ممثلة تمثيلاً حقيقياً للسوق، ويبيني أولئك انتقاداتهم على أساس أنه ليست كل الأسهم تتخذ اتجاهًا واحدًا في آن واحد كما تشير مؤشرات داو جونز.

ويستدلون على ذلك بأنه في يوم الأربعاء ٣ نوفمبر ١٩٧٦ عقب انتخاب الرئيس كارتر رئيساً للولايات المتحدة الأمريكية بيوم واحد فإن عدد الشركات التي تم التعامل عليها بلغ ١٨٨٣ شركة من بينها ٣١٣ شركة ارتفعت أسعار أسهمها، و١١٩٣ شركة انخفضت أسعار أسهمها بينما ثبتت أسعار ٣٧٦ شركة وبحساب المؤشر هنا فإننا نقوم بطرح عدد الشركات الصاعدة من الشركات الهابطة أو الهابطة من الصاعدة لنصل إلى صافي الصعود Net advances أو صافي الهبوط Net Declines ثم نقوم بقسمة الصافي على عدد الشركات المتعامل عليها، فنصل بذلك إلى الرقم القياسي لاتساع السوق.

وفي المثال المتقدم صعدت أسعار ٣١٣ شركة وانخفضت أسعار ١١٩٣ شركة، ويستفاد من ذلك أن صافي الانخفاض ٨٨٠ وبقسمة صافي الانخفاض على عدد

(١) Charles Amos Dice op.cit.p.355.

الشركات المتعامل عليها وهي ١٨٨٣ يبين لنا أن مؤشر اتساع السوق سالب بنسبة ٤٦.٨٪ (١٨٨٣ ÷ ٨٨٠) وهذا المؤشر إما أن يكون معضداً ومؤازراً لمتوسط حركة مؤشرات داو جونز أو مناقضا لها، فإذا ما كان المؤشر معضداً فإن هذه علامة على قوة السوق وإن كان مناقضا كان ذلك دليلاً على ضعف السوق، وفي ٣ نوفمبر ١٩٧٦ انخفض مؤشر داو جونز بمقدار ٩.٥٦ بنط أو نقطة وكانت تلك علامة على قوة السوق بتوافق المؤشرين نحو الانخفاض^(١).

مؤشر حجم التعامل : Volume of trading indicator

يستخدم حجم التعامل على الأسهم في السوق كمؤشر أو دليل Guide على مدى قوة السوق أو ضعفها ووفقاً لمفهوم هذا المؤشر، فإن اتجاه حركة الأسعار إلى الصعود أو إلى الهبوط تعتبر دليل قوة إذا صاحبها حجم ضخ من التعامل، وأما الحركة في المعاملات فتعد -من وجهة نظر مؤيدي هذا المؤشر- دليلاً على ضعف السوق، بفرض أن السوق بدأت تأخذ اتجاهها تصاعدياً بعد فترة من النزول، ففي هذه الحالة يأمل المستثمرون أن يكون هذا الصعود هو نهاية مراحلها وبداية مرحلة جديدة، فإذا كان هذا الصعود غير مصحوب بكم مناسب من المعاملات فذلك دليل على ضعف السوق من الناحية الفنية، ولا يتوقع المستثمرون حينئذ استمرار هذه الزيادة، وعلى النقيض من ذلك إذا صاحب هذه الزيادة كم كبير من المعاملات فإن السوق تعتبر من الناحية الفنية قوية، ومع ذلك فليس هنالك ما يضمن استمرار الصعود، ولذلك يفضل استخدام هذا المؤشر بجانب مؤشر آخر شبيه بمؤشر Dow Jones.

مؤشر مقترح لقياس تقلبات الأسعار في سوق الأوراق المالية بالقاهرة:

تصدينا خلال هذا البحث لبعض المتوسطات والمؤشرات المستخدمة في قياس تقلبات الأسعار في أسواق الأوراق المالية العالمية على اختلاف أساليبها ودرجة أهميتها ودقتها، وعلى الرغم من أهمية الأرقام القياسية سواء تلك المستخدمة في قياس تقلبات الأسعار في الأسواق السلعية أو أسواق الأوراق المالية، فإنه مما يسترعي انتباه الباحثين والمتخصصين افتقار سوق الأوراق المالية بمصر لهذه الأداة الهامة والتي لا يكاد يتصور

(١) Fredrick Amling, op.cit.p.554.

المرء غيابها عن سوق عريقة كالسوق المصرية^(١).

لذلك فقد آليت على نفسي ألا ألو جهدًا لاستخراج رقم قياسي لأسعار أوراق الشركات لبورصة الأوراق المالية بالقاهرة، وذلك رغم الصعاب الكثيرة التي صادفتني التي بسببها أخفقت كل المحاولات التي بذلت جانب بعض الجهات المعنية لتحقيق هذه الغاية.

والرقم القياسي الذي قمت بإعداده هو نموذج قابل للتطوير في ضوء احتياجات السوق وتطورها وهو يختلف في تكوينه عن بعض المؤشرات المعروفة كمؤشر داو جونز Dow Jones والذي يعتمد في تكوينه على أكبر ٣٠ شركة صناعية يجري التعامل على أسهمها في بورصة وول ستريت باعتبار هذه الشركات ممثلة لجميع الشركات المقيدة بالبورصة من وجهه نظر مصممي هذا المؤشر، ويقترب مؤشرنا المقترح إلى حد ما من مؤشر Standard & Poors 500 stock composite average وذلك من حيث التركيب والذي يعتمد على الأوزان الترجيحية لفترة المقارنة، ومن حيث احتواء مؤشرنا لجميع الشركات المتعامل عليها، وضخامة عدد الشركات التي يتضمنها مؤشر ستاندر آند بور.

وأول ما يسترعي نظر الباحث ويشد انتباهه عند تقويمه لهيكل السوق المصري من حيث عدد الأوراق المقيدة ومكونات هذا العدد، والذي يمكن من خلاله الحكم على السوق من حيث سعتها أو محدوديتها فهو عدد الشركات المغلقة إلى جملة الشركات المقيدة والتي بلغ عددها في آخر أكتوبر ١٩٩٠ - على سبيل الحصر - ٥٦٤ شركة، يخص الشركات المغلقة منها ٤٠٩ شركات، والقلة القليلة الباقية وقدرها ١٥٥ شركة تخص شركات الاكتتاب العام^(٢).

وأهم الاعتبارات التي أخذت في الحسبان عند اختيارنا للرقم القياسي المقترح هو:

(١) قامت الهيئة العامة لسوق المال مؤخرًا وبعد أن قمت بإعداد هذا المؤشر، بإعداد مؤشر للأسعار وكذا حصلت المجموعة المالية، وإن كانت بعض هذه المؤشرات موضع نقد من قبل المراقبين لأداء السوق.

(٢) بورصة الأوراق المالية - التقرير الشهري عن حركة التعامل عن شهر أكتوبر ١٩٩٠ .

أولاً: أن يتوفر للرقم القياسي المقترح عدالة التمثيل وإحكام التركيب.

ثانياً: في الأسواق الضيقة Narrow Markets كالسوق المصرية والتي يقل من خلالها عدد الأوامر المتدفقة على السوق تكاد تنعدم فرص التماثل، فالأوراق التي يجري التعامل عليها في أحد الشهور ليست بالضرورة هي ذات الأوراق التي يجري التعامل عليها في شهر سابق أو لاحق أو حتى أية فترة يُرى اتخاذها كفترة أساس. ومن هنا فإنني آثرت استخدام صيغة Paashe باعتبارها أكثر الصيغ قدرة على صياغة واقع السوق المصرية بل وغيرها من الأسواق، ولأنها تتيح استخدام الأوزان دون عوائق تذكر ونعني بذلك أن استخدام كميات فترة المقارنة كأوزان من شأنه إيجاد مخرج، حال عدم التعامل على ذات الأوراق في فترة الأساس.

ووفقاً لهذه الصيغة فإن الرقم القياسي المقترح سوف يكون على الوجه التالي:

$$100 \times \frac{\text{مجم (ك} \times \text{س} 1)}{\text{مجم (ك} \times \text{س)}}$$

وحيث ك 1 تمثل كميات فترة المقارنة؟

ك. تمثل كميات فترة الأساس.

س 1 تمثل أسعار فترة المقارنة.

س. تمثل أسعار فترة الأساس.

ثالثاً: إن قيد أوراق مالية جديدة وبأعداد كبيرة في جداول القيد يعد ظاهرة محسوسة في السوق المصرية في الوقت الحالي، واحتمال التعامل على تلك الأوراق فور قيدها في جداول الأسعار، لا يقل رجحاناً عن احتمال عدم التعامل عليها فور إتمام القيد، الأمر الذي يتعذر معه استخدام صيغة لاسبير Laspere's index number والتي تعتمد على أوزان فترة الأساس وهي:

$$100 \times \frac{\text{مجم (ك.} \times \text{س} 1)}{\text{مجم (ك.} \times \text{س.)}}$$

حيث لا يتوفر لدينا في هذه الحال ك.

رابعًا: أن صيغة Paashe تعد من أدق الصيغ علميًا وعمليًا.

خامسًا: أننا قد أثرنا أن تكون عدد مفردات الرقم القياسي هي كافة الأوراق المقيدة في السوق والمعامل عليها، أخذًا في الاعتبار أن الشركات القائمة في الأسواق الأجنبية- والتي لا يسلم الاعتماد عليها من النقد- ليس لدينا ما يناظرها، وأن اختيار عينة ولغلبة الظن أو احتمالها لكونها ممثلة لكافة الشركات إنما يعد من قبيل المحاكاة دون وجود أدنى قدر من وجوه التماثل لهيكل السوق وسعته وعمقه ودرجة كفاءته وأسلوب التعامل وحجم العمليات وعدد الصفقات بين السوقين، ووجوب عدم المحاكاة يعد أمرًا مسلمًا به إذا أخذنا في الاعتبار أن غالبية الأوراق المالية المصرية تمثل شركات مغلقة، وأن نسبة التعامل على أوراق الشركات المغلقة إلى مجموعها لا يتجاوز ٢٥٪^(١).

سادسًا: تراءى لنا استحسانًا أن تعظيم المنفعة للرقم القياسي المقترح يقتضي استخدام صيغة أخرى بالإضافة إلى الصيغة المتقدمة، وهي استخراج الرقم القياسي باستخدام طريقة الأوزان الترجيحية لفترة المقارنة والأساس المتحرك؛ ووفقًا لهذه الصيغة يصير كل شهر فترة أساس للشهر الذي يليه، وكل فترة مقارنة لأحد الشهور تصبح في الشهر التالي فترة أساس للشهر الذي يليه، الأمر الذي يسهل معه المقارنة وإبراز نسبة التغير في السعر من شهر لآخر.

سابعًا: فترة الأساس التي تم اختيارها هي فترة هدوء نسبي وترقب باعتبارها نهاية السنة المالية لمعظم الشركات التي يجري التعامل على أسهمها في سوق الأوراق المالية ويطرق المساهمون تسرب بعض المعلومات عن نتائج أعمال الشركة وتوزيعاتها المقترحة من جانب مجلس الإدارة.

أثر سعر الفائدة على أسعار الأسهم في أسواق رأس المال:

اختلفت الآراء حول أثر سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية وظهر في هذه المسألة

(١) التقرير الشهري لبورصة الأوراق المالية عن شهر أكتوبر ١٩٩٠. وكذا التقرير السنوي عن سنة

رأيان أحدهما راجح والآخر مرجوح؛ الرأي الأول يعطي وزناً كبيراً لتأثير النقود السهلة Easy money أو النقود الصعبة Dear money على أسعار الأوراق المالية، والمعروف أن مصطلح النقود السهلة أي النقود الرخيصة Cheap money إنما يطلق عندما تعتمد السلطات النقدية إلى خفض أسعار الفائدة لتشجيع على الاقتراض ولبعث الانتعاش في النشاط الاقتصادي، وأما النقود الغالية ويطلق عليها أيضا Tight money فإنها ينصرف مصطلحها إلى الحالة التي يقل من خلالها المعروض النقدي ويجري تقييد الائتمان والحد منه ورفع سعر الفائدة كوسيلة لمحاربة التضخم من جانب السلطات النقدية وهذه السياسة وإن كانت لا تلائم - من وجهة نظر بعض الاقتصاديين - سوى الدول الغنية والمتقدمة، إلا أنها قد طبقت في الآونة الأخيرة في مصر ونعرض للرأيين المتقدمين بشيء من التفصيل:

يرى أصحاب الرأي الأول أن زيادة المعروض النقدي بسعر فائدة منخفض يؤدي إلى صعود أسعار الأوراق المالية، وأن ندرة الأموال من ناحية أخرى وارتفاع أسعار الفائدة من شأنه حدوث انخفاض في أسعار الأوراق المالية، وتفصيل ذلك أنه حينما يكون في الإمكان اقتراض الأموال مقابل فائدة بنسبة ٣٪ فرضاً، مع إمكان استخدامها في شراء أسهم تدر عائداً يصل إلى ٧٪ فإن ذلك من شأنه تقوية الحافز لدى المستثمرين والمضاربين على استثمار أموالهم في أصول مالية وحيثما يكون المال نادراً فإنه من غير المنتظر تحقيق أرباح مجزية وغالبا ما ترتفع في هذه الحالة أسعار الفائدة، ويصبح تحول المستثمر من سوق رأس المال إلى سوق النقد أمراً تقتضيه مصلحة المستثمرين^(١).

ومن وجهة أخرى فإنه بتخفيض أسعار الفائدة تنخفض تكاليف الإنتاج فتزداد ربحية المشروعات ومع زيادة الربحية تزداد قدرة المشروعات على التوسع وزيادة الإنتاج مما يبعث موجة من التفاؤل لدى المستثمرين تؤدي إلى ارتفاع الأسعار وأخذ السوق اتجاهها صعودياً.

وقد عبر عن ذلك أحد الكتاب الغربيين بقوله: «إن زيادة المعروض النقدي وارتفاع الأسعار في سوق الأوراق المالية مترادفان».

(١) Charles Amos Dice Op. Cit P.380 .

A growing money supply and a rising security market are synonymous⁽¹⁾.

بينما يرى أصحاب الرأي الآخر أنه إذا كانت هناك خمسة عوامل تؤثر بقوة على أسعار الأسهم، فإنه من غير المتصور التسليم بهيمنة Dominating عامل واحد من هذه العوامل وهو سعر الفائدة على أسعار الأسهم بحيث ترتفع بانخفاضه وتنخفض بارتفاعه.

ويضيف أصحاب هذا الرأي أنه بفرض أن شخصاً ما قام بشراء مائة سهم بسعر السهم مائة دولار، وأن سعر هذا السهم قد صعد خلال شهر واحد في السوق إلى ١٠٥ دولار، فإن ربح المستثمر سيجاوز ٤١٠ دولاراً عندما يكون سعر الفائدة ٤٪. وينخفض بحوالي ٦٧، ١٦ دولاراً عندما يكون سعر الفائدة ٦٪. وهذا الفرق لا يبرز - من وجهة نظرهم - التراجع عن التعامل في الأسهم، وبالتالي فإن زيادة المعروض من هذه الأوراق ليس أمراً محتملاً، واستطرد أصحاب هذا الرأي أن الحقائق تؤكد أن معدلات سعر الفائدة ليست عاملاً مهيماً وأن مسألة النقد السهل أو الصعب لا تعدو أن تكون عاملاً من عوامل كثيرة مؤثرة في السوق.

ويضيف أصحاب هذا الرأي أن معدلات الفائدة المرتفعة لا تستطيع أن توقف سوقاً أسعارها في صعود ما لم تكن الظروف الأخرى سيئة وتؤدي إلى هذه النتيجة لا محالة كما أن النقد الرخيص لا يؤدي إلى انتعاش سوق ما لم تكن الأساسيات Fundamentals المتعلقة بالظروف المالية للشركات والاقتصادية للبلاد مقبولة⁽²⁾ من قبل المتعاملين في الأسواق وانتهى هذا الرأي إلى أن تأثير سعر الفائدة على أسعار الأسهم في السوق يعد أمراً ثانوياً Secondary و عاملاً مكملًا Supplementary بطبيعته.

وإني أتفق مع الرأي الأول، وهذه المسألة من البداهة ولا تحتاج إلى حشد الأدلة وتقديم البراهين.

وهذا أحد مشاهير علماء التمويل والاستثمار وهو يذكر أن الزيادة الحادة في معدل الفائدة تسبق الهبوط في أسعار الأسهم.

(١) وكذا مقالنا بجريدة الأهرام الاقتصادي تحت عنوان «تغير سعر الفائدة وأثره على انتقال الأحداث بين سوقي النقد ورأس المال» - عدد ١١٧٩ في ١٩/٨/١٩٩١ .

(٢) Charles Amos Dice, Op. Cit. P 380 .

* The sharp rise in money rates precedes a decline in stock prices.

ولا نزاع في الرأي أنه حينما يقبل أحد المستثمرين على الاستثمار فإنه يقارن بين العائد المتوقع من الاستثمار وبين الفائدة التي يمكنه الحصول عليها فيما لو أودع أمواله في أحد البنوك.

وننقل هنا عن بحث لأستاذنا الدكتور عبد الحميد الغزالي عن الأرباح والفوائد المصرفية بين التحليل الاقتصادي والحكم الشرعي أنه قد أكدت الاستقصاءات التي أجراها ميد J.E.Meade وأندروز P.W.Andrews أن رجال الأعمال يعتقدون أن سعر الفائدة ليس عاملاً يذكر في تحديد مستوى الاستثمار، بينما في دراسة أخرى قام بها ليبلنج H.Leibling للتجربة الأمريكية وجد أن ارتفاع أسعار الفائدة كان مانعاً كبيراً من الاستثمار ، وأنه في فترة الدراسة (١٩٧٠-١٩٧٨) بلغت مدفوعات الفوائد ثلث العائد الإجمالي على رأس المال مما أدى إلى تآكل ربحية الشركات. وترتب على ذلك هبوط رأس المال المخاطر في التمويل الكلي أي مجموع الأسهم والقروض، وانخفاض التكوين الرأسمالي، وأورد سيادته في ذات البحث تساؤلاً M.friedman في بداية الثمانينات عن أسباب السلوك الطائش المساوي له في أسعار الفائدة.

* * *