الفصل الأول
سوق الأوراق المالية
المفهوم - الوظائف - معايير الكفاءة

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

البورصة سوق منظمة تقام فى مكان ثابت ، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يؤمها المتعاملون فى الأسهم والسندات من الراغبين فى الاستثمار، والناشدون الإستفادة من تقلبات الأسعار. تنعقد جلساتها فى المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشترين(١٧) .

التأصيل التاريخى للفظ البورصة : The Origin of the Term "Bourse"

بالنسبة لأصل كلمة «بورصة» لم يقطع فيها السابقون برأى يطمئن إليه المحققون ويستوثق به الباحثون والدارسون، وان تقاربت أقوالهم وتشابهت آراؤهم، ونعرض هنا لأهم ما ورد فى كتب المتخصصين وأسفار العلماء والمؤرخين: يقول الدكتور أحمد زكى موسى هيكل : اختلف المؤرخون فى الأصل الذى اشتقت منه كلمة بورصة فمنهم من يقول أن سبب استعمال كلمة بورصة هو ما حدث فى مدينة بروج "Bruges" البلجيكية حيث كان التجار يجتمعون فى منزل أحد أعيانهم وهو «فان دى بورص» وكان ذلك هو السبب فى استعمال اصطلاح البورصة واردف قائلا، وهناك رأى آخر يقول ان هذه العائلة كان لها فندق خاص اشتهر باسمها حيث كان التجار الفلورانتيون يجتمعون، بينما يقول البعض الآخر أن إجتماعات البورصة كانت تعقد فى منزل أحد صيارفة المدينة، وكان يضع كيساً من النقود على واجهة المنزل، وان كلمة بورصة "Bourse" الفرنسية تعنى بالعربية كيس، واستطرد قائلاً، والظاهر أن هذا المعنى هو الذى يحمل المعنى الدقيق، إذ أن هذه المنطقة التى يعزى إليها هذا الرأى بجانب الحدود الفرنسية حيث يتكلم أهل الاقليم اللغة الفرنسية(١٨).

بينما يرى د. مقبل جميعى أن السبب فى استعمال لفظ بورصة فى القرن السادس عشر هو ما قيل أن بعض التجار الفلورانتيين كانوا ينزلون بفندق لعائلة تسمى Van Der Bourse بمدينة بروج وكان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين هؤلاء التجار. قال. وقيل أن التجار كانوا يجتمعون فى منزل لأحد الصيارفة الذى نقش على واجهة منزله ما يدل على حرفته وهو ثلاثة أكياس من النقود ووفق البعض بين هذين

الفكرين فقالوا إن رب الدار كان صيرفياً، ونقشه الأكياس على واجهة منزله دلالة على حرفته، وسميت العائلة بهذا الاسم "Bourse" الذى اشتق منه اسم البورصة(١٩) بينما يقول جول خلاط، «كان تجار مدينة بروج عاصمة بلاد الفلمنك الغربية فى بلجيكا فى القرن السادس عشر الميلادى يجتمعون فى قصر تاجر غنى 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 فى ذلك العصر جاز ألا تكون هذه الحكاية أقصوصة»(٢٠) .

ومجمل القول أن كافة الروايات التى تناقلها الدارسون والباحثون والكتاب المتخصصون تفتقر إلى الدليل، ويشق على الباحث التمييز من خلالها بين الخبر الصحيح والسقيم، فالروايات جميعاً محمولة على عدد من الاحتمالات ليس أحدهما أظهر ولا أوثق من الآخر وهو الأمر الذى يبين من عباراتهم الرخوة والتى لا تقطع فى أمر ولا تحسمه ، وحسبنا إبراز سياق العبارات هنا:

اختلف المؤرخون فى الأصل.... فمنهم من يقول ..... وهناك رأى يقول ..... وآخر يقول «قيل ان بعض التجار الفلورانتيين ..... وقيل إن التجار..... ووفق البعض بين هذين الفكرين بقوله.....

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 قطعى 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 والتى نشأت أول بورصة فى حضانتها وهى «بلجيكا» فوقفت على الحقيقة الغائبة.

تشير الوثائق التى وافانى بها سعادة السفير البلجيكى فى مصر بأنه فى نهاية القرن الثالث عشر الميلادى بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية فى الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وما إن وطد الإيطاليون أقدامهم فى هذه البلاد حتى شرعوا فى إقامة مستعمراتهم فى واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية فى ذلك الحين وهى مدينة بروج "Bruges" البلجيكية، واتخذت القنصليات الايطالية الثلاث لكل من جنوة والبندقية وفلورنسا مقراً دائماً لكل منها فى قلب حى الأعمال فى هذه المدينة، وكان لتجمع هذه القنصليات فى مكان واحد أن أصبح هذا المكان مرغوباً من جانب الايطاليين وصار مهبط التجار ورجال الأعمال. ولما كان من الثابت تاريخياً أن المقر الدائم لقنصلية البندقية كان فى سابق عهده فندقاً مملوكاً لعائلة «فان

ديربيرس» البلجيكية "van Der Beurse" والتى 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 – الذى تحيطه القنصليات الثلاث وصار ملتقى التجار الذين يتعاملون فى مختلف أنواع السلع وتجمع رجال الأعمال – باسم هذه العائلة، نقصد عائلة فان ديربيرس. وقد دعت هذه الظروف إلى إطلاق لفظ البورصة فيما بعد على ذلك المكان المتسع الذى كانت تحيطه الأروقة وتتوسطه الأعمدة فى مدينة انترب Antwerb الفلندرية المعروفة بانفرس[٢١] ، حيث أقيمت هذه البورصة على أنقاض بورصة بروج التى احتفظت لنفسها بمركز الصدارة فى المال والتجارة خلال الفترة من سنة ١٣٠٠م إلى ١٤٥٠م[٢٢] ، وقد دشنت أنفرس بورصتها التجارية سنة ١٤٨٥م بعد أن أزاحت بروج من طريقها وقامت بتوسيعها سنة ١٥٣٠م فاستوعبت التجار من كل صوب وحدب[٢٣] .

ولكن يظل السؤال مطروحا : إذا كان لفظ البورصة قد اشتق من اسم عائلة Van Der Beurse فإن ثمة اختلافاً بين الاسم الذى أطلق عليه المكان أو الميدان الذى يلتقى فيه التجار Bourse وبين لقب هذه العائلة الذى اشتق منه لفظ البورصة وهو Bourse وحقيقة الأمر انه لاخلاف ولا اختلاف؛ إذ من الثابت أيضا أن هذه العائلة قد اكتسبت هذا الاسم من أكياس النقود الثلاثة التى كانت تعتلى باب الفندق الذى كانت تملكه قبل أن يصبح مقراً دائماً لقنصلية البندقية وكلمة Bourse باللغة الجرمانية[٢٤]، تعنى كيس النقود وهى بالألمانية وبالفرنسية Bourse وبالإنجليزية Purse وباللاتينية Bursa[٢٥] وبالايطالية Borsa.

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 وتقاليد، ولذلك تنسحب كلمة السوق على البورصة بينما لاتنسحب كلمة البورصة على السوق، لأن البورصة سليلة السوق والفرع ينسب إلى أصله، والعكس ليس صحيحا، ولذلك فلا تثريب على من استخدم أياً من اللفظين الشائعين «السوق أو البورصة» عند الإشارة إلى هذا الكيان الذى عرف منذ القرون الوسطى بالبورصات، وصار هذا اللفظ عند الناس مألوفا، ولدى الخاصة والعامة فى الحياة العملية أكثر شيوعا، 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 ، ولايزال قيامهما في مكان واحد في بعض المدن كمدينة الاسكندرية أثراً من آثار الخلط بينهما في الماضي(٢٦).

* 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 لايتم الاعلان عن السعر للجمهور في الأسواق بيد أن السعر في البورصة يتم الإعلان عنه رسمياً ويومياً لما له من أهمية في الحياة الاقتصادية(٢٧) .

٤- في الأسواق يستطيع المشترى الحصول على السلعة بنفسه ودفع ثمنها ، في حين أن العمليات في البورصة تتم عن طريق الوسطاء المعتمدين لديها الأمر الذى يعكس انتفاء الطابع الشخصي في هذه المعاملات حيث لا يلتقى البائعون بالمشترين ولايعرف بعضهم بعضا(٢٨).

٥- يقتضى التعامل في الأسواق تسليم البضاعة في الحال ودفع ثمنها فوراً، أو بعد أجل معين، بينما لايتم التسليم في البورصات فور عقد الصفقات إذا كانت البيوع فورية، بل وليس هناك ثمة مايمكن تسليمه إذا كانت البيوع آجله.

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، أى تكون متجانسة الوحدات معروفة الأوصاف بحيث يسهل فرزها وتحديد نوعها ورتبتها وبالتالى بيعها وشراؤها دون حاجة إلى معاينة.

(ب) أن تكون السلعة غير قابلة للتلف أو سريعة العطب كالخضر والفاكهة حتى يمكن تخزينها، ولذلك يلحظ العامة أن هناك سوقا للخضر والفاكهة، ولكن ماسمع أحد قط عن وجود بورصة لأى منهما.

(ج) تتميز السلع التي يجرى عليها عقد الصفقات في البورصات بكونها من السلع التي تستغرق وقتا في انتاجها وبضخامة حجم صفقاتها وتكرارها ولذلك تتأثر أسعارها بفعل هذه العوامل تأثراً واضحاً.

وجه الشبه والاختلاف بين سوق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق:

سوق الأوراق المالية شأنها شأن سائر الأسواق تلتقى فيها قوى العرض والطلب وتتحدد على أساسهما الأثمان، إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق من حيث أنه يجرى فى تلك الأسواق التعامل على الثروة ذاتها، بينما فى أسواق الأوراق المالية يجرى التعامل فى حقوق على هذه الثروة وهى الأسهم التى فى حوزة المتعاملين، ولأن حقوق أصحاب المشروع تتمثل فى أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين، ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق حيث تباع الحقوق وتشترى دون مساس بأصل الثروة المتمثلة فى 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 سابقتيها أهمية وهى:

العلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية:

يمكن تصوير العلاقة بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية على أنها ذات العلاقة بين الأصول العينية التى يجرى التعامل عليها فى البورصات السلعية، والأصول المالية متمثلة فى أسهم هذه الشركات والتى يجرى التعامل عليها فى أسواق الأوراق المالية، وتفصيل ذلك أن الشركات التجارية والصناعية التى تقوم بتوفير احتياجاتها أوتصريف منتجاتها من خلال بورصات التجارة عن طريق عقد الصفقات وتنفيذ عقود البيع والشراء، يتم فى ذات الوقت التعامل على اسهمها فى بورصات الأوراق المالية، لذلك فإن تقلبات الأسعار صعودا وهبوطا فى البورصات التجارية تنعكس فى الحال على أسعار التداول لأسهم هذه الشركات فى بورصات الأوراق المالية ولذلك فالعلاقة بينهما هى علاقة متغير تابع وهى أسواق الأوراق المالية بمتغير مستقل وهى البورصات السلعية، والأمر على النحو المتقدم يكشف عن طبيعة العلاقة بين البورصتين وحساسية حركة التعامل واتجاهات الأسعار فى بورصات الأوراق المالية لاتجاهات الأسعار فى البورصات السلعية.

obeikandl.com

المبحث الثانى : وظائف سوق الأوراق المالية والتقسيم الوظيفى والتنظيمى لها :

ما قامت البورصة إلا حينما اقتضت الضرورة قيامها، ولتقوم بوظائف معينة ما كان من المتصور القيام بها فى غيابها. ولذلك فإن قيامها كان لازمة من لوازم النماء الاقتصادى وإحداث التنمية(٢٩)

وبورصة الأوراق المالية بمثابة العمود الفقرى لسوق رأس المال، وهى فى أدائها أشبه ما تكون بالجهاز العصبى الذى 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**: هى تلك الوظائف التى إذا عجزت البورصة عن أدائها فقدت أهم مقوماتها وأسباب وجودها والتى يمكن إجمالها فى الآتى:

١– لما كانت حقوق أصحاب المشروع تتمثل فى أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين– إذا ما رغب فى الانسحاب من الشركة التى يمتلك جزءاً من أسهمها– ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق لتؤدى أهم الوظائف التى دعت إلى وجودها وهى بيع الحقوق. وشراؤها دون مساس بأصل الثروة المتمثلة فى أصول المشروع من أراض ومبان وآلات ومعدات، الخ...

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

ومن المعروف أن رؤوس الأموال تنجذب دائما نحو الاستثمارات ذات العوائد المرتفعة وتحجب نفسها عن الاستثمارات ذات العوائد المنخفضة(٣٠) .

٣– تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء فى سوق للمزايدة Auction Market يتزاحم فيه المتنافسون من البائعين والمشترين وتتحدد الأثمان من خلال تفاعل قُوى 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) والتى يشتد سعارها فى بعض الأسواق فيطلق عليها المتخصصون «حمى المضاربة Over over heated speculation" أو Wild Cat Speculation .

٤- توفر البورصة مؤشراً يومياً عن ظروف الاستثمار واتجاهات الأسعار، ويرى بعض علماء التمويل والاستثمار وخبراء البورصات أن حجم العمليات والمستوى النسبى للأسعار يعتبر مؤشراً لقوة الاقتصاد الوطنى وضعفه أو لقطاع من قطاعاته(٣١) .

٥- مع أن تداول الأسهم بالبورصة لا يعنى استثماراً جديداً إلا أنه ينعكس وبصورة واضحة على الإصدارات الجديدة.

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

وهناك وظيفتان أخريان أضافهما الباحثون والمتخصصون فى شئون البورصات، وهما من وجهة نظرنا ليسا من وظيفة البورصة ولكنهما من مثالب المعاملات التى تتم من خلالها وهما:

الأولى: أن البورصة أداة للتأمين التجارى التى يقوم بها المضارب بفضل عملية التحويط Hedging التى يقوم بها فى البورصة، بغية تأمين مركزه ضد تقلبات الأسعار، فالمضارب فى البورصة الذى يشترى سلعة ليبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها فإنه يحتاط لنفسه فيبيع فى نفس الوقت كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشترى ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره(٣٢).

الثانية : ذهب خبراء البورصات الغربية إلى اعتبار المضاربة «بمفهومها الغربى» أحد الوظائف الهامة للبورصة، بمعنى أنها ليست من مثالب وعيوب التطبيق لفئة من محترفى المضاربة والمقامرين ولكن باعتبارها وظيفة أساسية من وظائف البورصة(٣٣). وذهب البعض إلى أن المضاربة يمكن أن تكون ظاهرة صحية تفيد الاقتصاد طالما كانت فى حدود معقولة، ويرون أنه فى عالم تسوده التوقعات وعدم اليقين يكون من المفيد وجود مجموعة من الأفراد المتخصصين فى عمليات التحويط ضد المخاطر وعدم اليقين(٣٤).

وذهب جول خلاط إلى القول بأنه إذا بطلت المضاربة بطلت البورصة وإلى أن البائع على المكشوف يضغط وقتياً على السوق إلا أنه عنصر من عناصر الثبات المقبل، ونقل عن برودون ما يثير الدهشة فى شأن المضاربة(٣٥).

وظائف مكملة تابعة:

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

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

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

٣- وجهت الاتجاهات التضخمية الأنظار إلى بورصات الأوراق المالية استناداً إلى أن الاستثمار فى أوراق الشركات يقلل من مخاطر التضخم المالى وتآكل القوى الشرائية، ويعد وسيلة تعويضية عن ارتفاع الأسعار(٣٦).

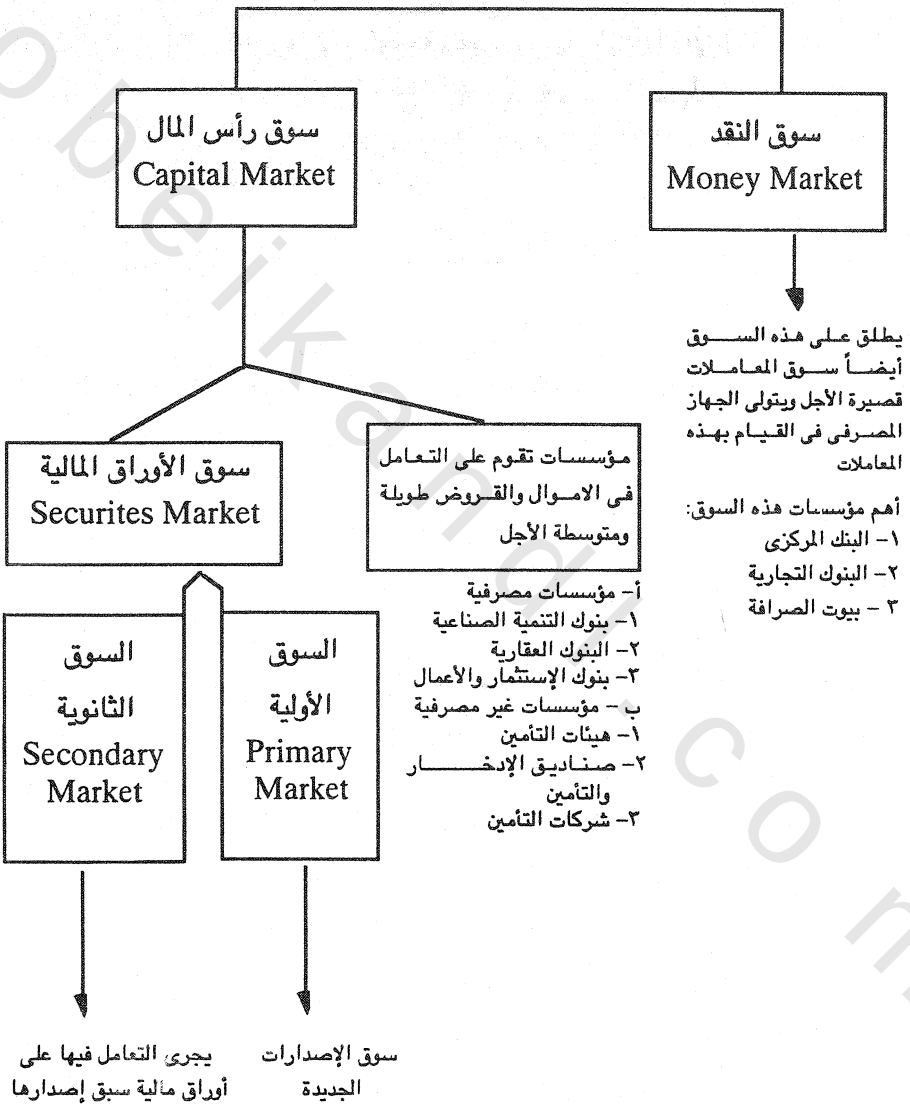
ب - التقسيم الوظيفى والتنظيمى لأسواق الأوراق المالية : وقد يكون من المفيد قبل أن نشرع فى عرض التقسيم الوظيفى والتنظيمى لسوق الأوراق المالية أن نحدد مسبقا موقع سوق الأوراق المالية على خريطة السوق المالية بمعناها الواسع، خاصة وقد شاع الخلط والالتباس فى المراجع والأبحاث بين السوق المالية وسوق الأوراق المالية.

من المعلوم أن السوق المالية هى مجموعة القنوات التى تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها فى شكل تيار نقدى أو مالى مستمر.

وبالتالى فإذا تحدثنا عن أى من القنوات التى تتدفق من خلالها الأموال، فإنما نتناول رافداً واحداً من روافد السوق المالية، وليست الأسواق المالية ذاتها.

والخريطة التالية توضح موقع الأوراق المالية على خريطة السوق المالية.

السوق المالية
وموقع سوق الأوراق المالية منه
Finanacial market



obeikandl.com

أولا: التقسيم الوظيفى لسوق الأوراق المالية :

تنقسم السوق من حيث وظائفها إلى قسمين:

١- الســـوق الأوليـــة Primary Market

٢- الســـوق الثانويـــة Secondary Market

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

الســـوق الأولية: تعرف السوق الأولية بأنها سوق الإصدارات الجديدة:

The Primary market is a market for newly issued financial secuities(37)

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

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

٢- أن الإصدار الجديد يمثل زيادة فى رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام أو سندات بغرض زيادة مواردها المالية.

٣- أن الإصدار الجديد يمثل زيادة فى 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 مؤسسى الشركة، ولذلك تسمى شركة ذات اكتتاب مغلق.

وقد تباينت الآراء فى مسألة زيادة رأس مال الشركات المقفلة عن طريق الإصدارات الجديدة التى يتم طرحها للاكتتاب العام بين مؤيد ومعارض(٣٨).

الأهمية المالية والاقتصادية للسوق الأولية:

السوق الأولية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادى، ودعامة قوية من دعاماته، وليس من المتصور- فى ظل النظم الاقتصادية المعاصرة غير الشمولية- إحداث التنمية فى غيبتها، فهى تمثل وبحق إحدى الآليات الهامة فى تجميع المدخرات الوطنية

وتوجيهها مباشرة نحو المشروعات الإنتاجية. وهى تقوم على هذا النحو بعدة وظائف هامة نجملها فيما يلى:

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

٢- أنها مصدر أصيل لضمان استمرار التدفقات النقدية، ،الأمر الذى يشجع الوحدات الإنتاجية على إعادة تقدير احتياجاتها التمويلية لتصحيح الخلل فى هياكلها التمويلية وتمكين هذه الشركات من إجراء عمليات الإحلال والتجديد أو التوسع والتحديث ، دون ما حاجة تضطرها إلى الالتجاء إلى الاقتراض الذى غالباً ما يؤدى إلى إرهاقها واستنزاف أموالها والتهام عوائد إنتاجها وتراكم الديون وأعبائها.

٣- أنها تؤدى وظيفة هامة تتضاءل بجانبها كافة مزايا المصادر التمويلية الأخرى وهى توجيه المدخرات الوطنية والتدفقات النقدية فى مسارها الصحيح.

٤- أنها تولد عند المواطن العادى الشعور بالانتماء بمشاركته الفعلية فى تمويل التنمية الاقتصادية.

لذلك فلا غرو أن تتجه التشريعات الحديثة ومنها التشريع المصرى إلى تحفيز الأفراد على التعامل فى هذه السوق من خلال الإعفاءات الضريبية التى يتمتع بها حائزو الأوراق المالية المشتراة من السوق الأولية.

كيفية تنفيذ البيع فى الأسواق الأولية:

يتم التعامل فى السوق بأحد أسلوبين:

١- التعامل المباشر ٢- التعامل غير المباشر

١- التعامل المباشر : Direct transaction

وهذا النوع من التعامل يتم من خلال الاتصال بالمشترين مباشرة، وفى الحياة العملية تلجأ بعض الجهات المصدرة للسندات إلى هذا الأسلوب إذا لم يكن حجم الإصدار بالضخامة التى تقتضى الاستعانة ببيوت الخبرة والوساطة المالية المتخصصة فى عمليات تغطية الاكتتاب وتسويق الأسهم والسندات. وتقوم الجهات المصدرة فى هذه الحالة بجهد تسويقى يعتمد على العلاقات الشخصية فى ظاهره وإن كان يصطبغ بالصبغة الرسمية من ناحية أخرى للتأثير على الجهات التى يتم الاتصال بها كالبنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق الادخار والمعاشات. وقد تغطى مشتريات هذه الجهات أو بعضها الإصدار بكامله وقد تخفق أيضاً(٣٩).

٢- التعامل غير المباشر : Indirect transaction

يعتمد هذا الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يقومون بدورهم بتولى مسئولية 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 بأى ثمن يعرض عليهم؛ لما ينطوى عليه الأمر من مخاطر جسيمة. وكم من بنوك وشركات متخصصة فى شئون 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 والتى تسبق دائماً أى جهد تسويقى، فضلا عن إسداء النصح وتقديم المشورة لمن يطلبها من العملاء.

وتفصيلاً لما تقدم فإن الشركة التى 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 بينهما 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 كبيراً ، فإن بنك الاستثمار the orginirator 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 فى تحقيق أرباح مجزية تتناسب مع حجم المخاطر التى يتحملها، وقد يقوم بدعوة بعض بيوت السمسرة للمعاونة فقط فى عملية البيع Selling Group. وقد يقوم بدور الوكيل Agent ويتقاضى عمولة Commission على الكمية المباعة. وقد يقوم بدور المستشار المالى Financial counsel ويتلقى الأتعاب مقابل إسداء النصح والمشورة:

المشروعات الصغيرة ومشاكل 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 فى 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 الصغيره – 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 سالفة الذكر فضلا عن مصادرها الداخلية.

إن زيادة رأس مال الشركات الصغيرة يعد مشكلة من وجوه عديدة، أهمها: الافتقار إلى سوق للأوراق المالية على درجة عالية من الكفاءة ، بحيث يتمكن المستثمر من تسييل 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(٤٠).

نشرة الاكتتاب(٤١) : Prospectus

من البداهة أن يكون التخاطب مع الجمهور- من قبل الجهات المصدرة للأسهم والسندات- بوسيلة مكتوبة ومقبولة تحمل إليهم نبأ تكوين الشركات أو الرغبة في زيادة رؤوس الأموال، ويفصح هذا الإعلان عن كافة البيانات والمعلومات اللازمة للتعريف 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 وتفاصيلها من تشريع لآخر، وهذا الإعلان هو ما يعرف بنشرة الاكتتاب.

وفي مصر أشار القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ إلى نشرة الاكتتاب بما قررته 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 أو مؤسسة قائمة بالفعل تطرح أسهماً أو سندات قرض للاكتتاب العام أن تقوم بإعداد

نشرة إصدار وفق النموذج المقرر من قبل سوق عمان المالى. ويحتوى هذا النموذج على كافة الإيضاحات التى تمكن المستثمر من اتخاذ قرار معلل للإقدام على الاستثمار أو الإحجام عنه.

ونورد فيما يلى أهم البيانات التى تحتويها نشرة الاكتتاب فى عدد من الدول لأهميتها، أربع منها لدول عربية هى مصر والأردن وتونس والمغرب ودولتان غربيتان هما الولايات المتحدة الأمريكية والسويد.

بيانات نشرة الإكتتاب فى الأسهم التى نص عليها القانون المصرى :

اسم الشركة - الشكل القانونى - تاريخ العقد الابتدائى - أسماء المؤسسين وحرفهم وجنسياتهم ومحال 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) الذى سيتم الاكتتاب بواسطته - مصاريف الإصدار - أسماء أعضاء مجلس الإدارة وصفاتهم وعناوينهم - أسماء مراقبى الحسابات وعناوينهم ومؤهلاتهم - بيان تقريبى مفصل بعناصر مصروفات التأسيس - تاريخ بداية السنة المالية وانتهائها - بيان عن طريقة توزيع الربح الصافى للشركة - طريقة تخصيص الأسهم والسندات إذا بلغت طلبات الاكتتاب أكثر من المعروض للاكتتاب[٤٢].

نشرة الاكتتاب فى السندات :

ومن بين البيانات الوفيرة التى أوجبتها ذات اللائحة التنفيذية لقانون الشركات فى مصر فيما يتعلق بالسندات:

اقرار من مجلس الإدارة بأن السندات المصدرة لاتتجاوز قيمة أصول الشركة - أن رأس المال مصدر بالكامل - مقدار القرض - عدد السندات - القيمة الإسمية لكل سند - سعر الفائدة - مدة القرض - طريقة سداد القرض - ضمان القرض - ملخص عن المركز المالى للشركة - تقرير المراقبين عن السنتين الأخيرتين السابقتين على زيادة رأس المال - مقدار الاحتياطيات فى كل من السنوات الخمس السابقة - الأرباح أو الخسائر المحققة خلال السنوات الخمس السابقة - توقيع مراقب الحسابات على النشرة[٤٣].

بيانات نشرة الاكتتاب المنصوص عليها قانونا فى 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 – التغيرات التى طرأت على حركة الأسهم بالنسبة للشركات القائمة – القوائم – الميزانية العمومية والحسابات الختامية للسنوات السابقة ولأقرب فترة لسنة الطرح – ملخص لدراسة الجدوى الاقتصادية فى حال كون الشركة حديثة التأسيس.

كما يوجب القانون نشر أية معلومات هامة تؤثر على أسعار الأوراق المالية للشركة المصدرة والتى طرأت خلال الفترة الممتدة ما بين تاريخ الموافقة على نشرة الإصدار وحتى نهاية اليوم الأخير المحدد لانتهاء فترة الاكتتاب العام(٤٤).

بيانات نشرة الاكتتاب فى 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.

ويضيف القانون أن النشرة يجب أن تتضمن ذكر المزايا المشترطة لفائدة المؤسسين أو أعضاء مجلس الإدارة – والمكافآت – كما تبين النشرة إجراءات دعوة الجمعية العمومية للانعقاد، ومكان إجتماعها، وتقدم ملخصا للبيانات التى تم نشرها بالرائد الرسمى «الجريدة الرسمية للجمهورية التونسية» مع ذكر عدد ذلك الرائد(٤٥).

نشرة الإكتتاب والتشريع المغربى:

انشغل المشرع المغربى منذ سنين طويلة بالمعلومات التى يجب أن تنشر من طرف شركات رؤوس الأموال وذلك لما تكتسبه من أهمية بالغة بالنسبة للمساهمين والعموم، وفى هذا النطاق وبظهير (تشريع) ١١ غشت سنة ١٩٢٢ 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 القانونى للشركة – تاريخ التأسيس – نوع النشاط – السنة المالية – حق الأسهم الجديدة – تاريخ الاستفادة من الربح – مدة الاكتتاب – تعيين مكان الاكتتاب – عنوان الموثق – موازنة السنة الأخيرة(٤٦).

والهدف من نشر هذه المعلومات فى جريدة رسمية هو إعلان المكتتبين بصفة شاملة عن كل مميزات الشركة: من حيث الجانب الأساسى والقانونى والحسابى حتى يتسنى للعموم الاطلاع على وضعية الشركة وممارسة حق الاكتتاب بطريقة واقعية(٤٧).

ومن الملاحظ أن هذه البيانات جاءت خلوا من ذكر رأس مال الشركة، وعدد الأسهم أو السندات – القيمة الأسمية 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.

الولايات المتحدة الأمريكية:

فى جميع الولايات الأمريكية باستثناء ولاية -Delware- الأمريكية روعى فى جميع التشريعات حماية المستثمرين من عروض الإحتيال والغش Fraudlent 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 (Sec) The Securities & exchange Commission وهى الوكالة المنظمة على المستوى الفيدرالى - ايقاف بيع الإصدارات الجديدة أو تأخيرها.

ويقضي قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣ بالإفصاح الكامل Full Disclosure عن المعلومات للمستثمرين فى 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(٤٨).

ويرجع الأصل فى تسمية هذه القوانين بقوانين السماء الزرقاء الى الاعتقاد الشائع بأن مروجى المشاريع الاستثمارية يؤملون المستثمرين من زبائنهم بالحصول على «السماء الزرقاء» إذا اشتروا اسهمهم وذلك كناية عن تحقيق أرباح خيالية لاحدود لها(٤٩).

السويد:

تنفيذاً لقانون التعامل فى الأوراق المالية والبورصات الصادرة فى ٤٤/٢/١٧ يتعين ان تتضمن نشرة الاكتتاب البيانات التالية:

أولا: بالنسبة للشركات تحت التاسيس:

١ - بيانات عن الأساس القانونى والغرض من استخدام حصيلة الاصدار.

٢ - قيمة الاصدار.

٣ - خصائص الورقة المصدرة من حيث نوع الورقة، القيمة الاسمية، الفئات، الكوبونات، بيانات عن الورقة من حيث صدورها فى شهادات إسمية أو لحامله، وفي حالة إصدار سندات يتعين ذكر سعر الفائدة وشروط الاستهلاك قبل ميعاد الاستحقاق، ومواعيد الاستحقاق، والقيمة الاسمية، وبيان ما إذا كانت الأسهم مدفوعة بالكامل أم جزئياً، وكذلك اسم الوكيل الذى سيقوم بالدفع وذكر أنواع الضمان فى حالة إصدرات القرض.

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

Appropriate data concerninig Financial status, revenues and expenditures by the Public body concerned(50)

ثانيا: بالنسبة لشركات المساهمة المسجلة والقائمة بالفعل:

١ – اسم الشركة، المقر الدائم، والغرض.

٢ – تاريخ القيد فى السجل التجارى.

٣ – مدة الشركة وبيان أى إمتياز على وجه التفصيل من حيث المدة والشروط.

٤ – مقدار رأس المال ومكوناته وكذا الاحتياطيات وأية حقوق تفضيلية كحصص التأسيس.

٥ – بيان حقوق التصويت.

٦ – أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين وأسمائهم وقت النشر.

٧ – التوزيعات العادية "Normal Dividends" خلال السنوات الخمس السابقة أو منذ تكوين الشركة.

٨ – مقدار السندات المصدرة من قبل الشركة وضماناتها والفائدة وامكانية استهلاك السندات والقيمة الاستهلاكية وتواريخ الاستحقاق وأية رهونات للديون.

٩ – السنة المالية للشركة والقواعد التى تحكم إعداد القوائم المالية وتكوين الاحتياطيات والاستهلاك والتصرف فى الأرباح.

١٠– نسخة من القوائم المالية وكذا الأرباح عن سنة مالية سابقة.

١١– بيان عن تطور الأعمال الجارية للشركة(٥١).

ومن البيانات المتقدمة حرص المشرع على توفير كافة المعلومات والتى تمثل فى مجموعها سياجاً قوياً لحماية المستثمر.

٢ – السوق الثانوية «سوق التداول» Secondary Market :

يقصد بالسوق الثانوية تلك السوق التى يجرى التعامل فيها علي الأوراق المالية التى سبق إصدارها.

أهمية السوق الثانوية:

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

وللوقوف على أهمية الدور الذى تؤديه هذه السوق فلنتصور غياب هذه الأسواق عن ساحة الواقع الإقتصادى المعاصر – والذى أضحت شركات المساهمة أبرز علاماته.

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

ولو افترضنا جدلا أن أثمرت جهود هذا المستثمر واتصالاته، أو ساقت إليه الأقدار – على غير ترتيب مسبق – من يقبل شراء هذه الأوراق فور عرضها عليه، فلن تنتهى مشكلة المستثمر عند هذا الحد، بل ستنهض أمامه مشكلة أخرى إذ عليه أن يقدر السعر الذى 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 وبالتالى تقل حتى تكاد تنعدم فرص تسييلها 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 bargainning وليس هناك موضع لشك أن عجز المساهمين عن تسييل Liquidating ما فى حوزتهم من أصول مالية بمعنى تضاؤل فرص تحويلها بسرعة وسهولة إلى نقدية مؤداه استحالة قيام شركات مساهمة جديدة. فمن غير المتصور أن يقبل المستثمرون على شراء أسهم يتعذر إعادة بيعها، كما يؤدى 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 التى تتضاءل فرص بيعها تنخفض قيمتها وترتفع درجة مخاطرتها (٥٢).

وإذا كنا قد تناولنا على أساس افتراضى مثالب غياب هذه الأسواق عن حياتنا المعاصرة،فعلى النقيض من ذلك تبدو أهمية وجود هذه الأسواق والتى يمكن الوقوف عليها من خلال هذه الأسواق.

وظيفة السوق الثانوية:

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

(ب) إن الأصول المالية المتمثلة فى 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، وهى تتباين باختلاف درجة المخاطرة سواء كانت مالية أو إقتصادية، وقد اصطلح علماء التمويل والاستثمار على تسمية الأوراق المالية التى تستخدم كضمان للحصول على قروض شأنها شأن باقى الأصول بأنها Collateral assets.

(جـ) إن تسهيل تسييل الأوراق المالية فى أسواق التداول يؤدى إلى زيادة قيمة الأوراق المالية المقدمة كضمان للحصول على القروض(٥٣).

(د) نظرا لقيام السوق بتلك الخدمات فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعداداً لشراء الأسهم والسندات واثقين من إمكانية تصفيتها بسرعة وبسهولة وبأدنى تكلفة ممكنة وافضل سعر ممكن، ومؤدى ذلك أن السوق الثانوية تؤدى خدمة عظيمة القدر للسوق الأولية، حيث يصبح بمقدور أى من الشركات التى ترغب فى 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 فى تاريخ معين تمثل قيمة الشركات من وجهة نظر المجتمع، وكذا تسجيل وتسهيل نشر الأسعار بمعرفة السوق فإن تلك الأسواق تؤدى إحدى أهم الخدمات فى تمويل التنمية الاقتصادية بتوجيه التدفقات النقدية فى مسارها هذا فضلاً عن الوظائف الأخرى التى تعرضنا لها فى المبحث الأول عن وظائف بورصة الأوراق المالية.

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

يذكر بعض الكتاب «أن البورصة هى الجهاز الذى يحدد ثمن الأوراق المالية التى يتم تداولها فيها(٥٤).

وحقيقة الأمر أن البورصة ذاتها لاتبيع ولاتشترى ولاتمتلك ولاتشارك فى تحديد الأسعار بالنسبة للأسهم أو السندات ووظيفة البورصة هنا لاتتجاوز توفير المكان الملائم لإلتقاء البائعين بالمشترين من خلال الوسطاء والأعضاء المقيدين (Listed) والإعلان عن الأسعار الناتجة عن تفاعل قوى العرض والطلب فى سوق للمزايدة.

وتعضيداً لما سقناه وتفنيداً لما أورده غيرنا وتثبيتا للحقيقة العلمية فقد يكون من المناسب أن نعرض فى 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 Providies 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 auctien market. (55)

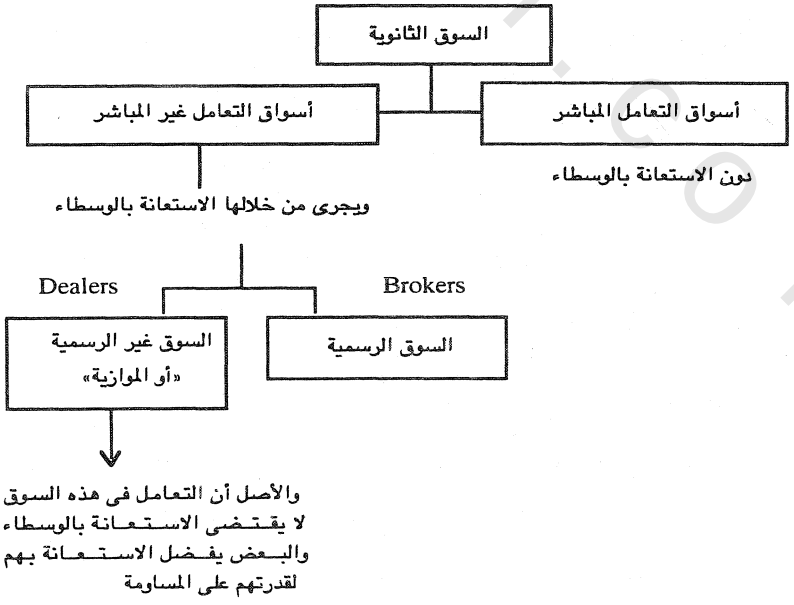
ويقول آخر.

The exchange itself neither buys, owns, nor sets the Prices of securities. All these are activites of members of the exchange initiated by investors who can express their investment needs quickly and economically through the members (56)

ثانيا: التقسيم التنظيمى:

ليست سوق التداول هى السوق الرسمية أى «البورصة» فقط كما قد يتصور البعض، ولكنها تشمل كافة الأسواق التى يجرى التعامل من خلالها على الأوراق المالية السابق إصدارها سواء كانت هذه الأوراق مقيدة فى السوق الرسمية أو غير مقيدة ويجرى التعامل عليها فى السوق الرسمية وسواء تم التعامل عليها بطريقة مباشرة أى دون استعانة بالوسطاء أو بطريقة غير مباشرة.

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



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

فقد يعتمد المستثمرون على جهودهم الذاتية فى البحث عمن يبيع لهم أو يشترى منهم أوراقاً مالية وذلك مايعرف بالتعامل المباشر Direct transaction وتسمى السوق فى هذه الحالة Direct search market، وقد يلجأ المستثمر إلى أحد بيوت السمسرة Brokerage house التى تشتغل ببيع وشراء الأوراق المالية، بما يغنيه عن تكبد مشقة البحث عمن يشترى منه أو يبيع إليه، ويتمكن بالتالى – 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 بالمتاجرة فى الأوراق المالية وهم الذين إصطلح على تسميتهم فى الدول الرأسمالية بلفظ Dealers وهو الأمر الذى يمكن المستثمر من تسييل أصوله بسرعة وبسهولة.

أولاً: أسواق التعامل المباشر : Direct search markets :

على الرغم من إمكانية قيام الأفراد بالتعامل مع بعضهم البعض تعاملاً مباشراً فى شراء وبيع الأوراق المالية دون الإستعانة بالوسطاء المتخصصين، إلا أن بعض التشريعات ومنها التشريع المصرى لا يجيز التعامل فى الأوراق المالية تعاملاً مباشراً(٥٨).

ويرى علماء الاستثمار أن أبعد الأسواق عن تحقيق أمثل الأسعار هى تلك الأسواق التى يتعين فيها على كل من البائع والمشترى أن يبحث كل منهما عن الآخر.

وقد سبقت منا الإشارة عند الحديث عن أهمية السوق الثانوية إلى أن المستثمر الذى يلجأ إلى أسلوب التعامل المباشر Direct transaction قد يحتفظ بما لديه من صكوك الأسهم أو السندات فترة طويلة دون أن يصادفه من يقبل شراءها إن كان راغباً فى البيع، وأنه لو تصادف ووجد من يقبل شراءها فسوف تثور أمامه مشكلة السعر الذى ينبغى أن يقبله أو يطلبه، وغالباً مايتم التعامل على الأسهم العادية للشركات الصغيرة وخاصة بنوك القرى تعاملاً مباشراً فى الدول الرأسمالية.

"The comman stocks of small companies, especially small rural banks trade in fragmented direct search market "(59)

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

ونظراً لعدم وجود أية وسيلة اقتصادية لاذاعة أسعار المعاملات التى تتم فى هذه الأسواق، فان المعاملات تتم فيها بأسعار مختلفة وأبعد ماتكون عن أفضل سعر ممكن.

ومع ذلك فان هذا النوع من التعامل بدأ ينتعش ويعث ولكن بشكل جديد فيما اصطلح عليه السوق الرابعة Fourth market والتى سيكون لنا وقفة عندها فى الموضع المناسب.

ثانيا: أسواق التعامل غير المباشر : Indirect transaction :

١ - السوق المنظمة أو الرسمية : Organised market :

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

وقد نصت لوائح بعض البورصات صراحة - ومنها بورصة الكويت - على أن البيوع التى تجرى داخلها هى بيوع مزايدة، أي تتم بالمزاد العلنى فتنص المادة الثانية من لائحة بورصة الكويت[٦٠] «بأن يتم تداول الأوراق المالية داخل قاعة السوق Floor of trading عن طريق المزايدة المكتوبة وذلك بعرض جميع أوامر البيع والشراء على اللوحة المعدة لهذا الغرض طبقاً للقواعد والإجراءات المنصوص عليها فى هذه اللائحة.

كما تضمنت القواعد التنفيذية لتنظيم تداول الأسهم فى المملكة العربية السعودية[٦١] فى مقدمتها مايلى:

«يقصد بمكان السوق «ردهة البورصة» floor of the exchange التى يتم عليها تداول الأوراق المالية علناً» عن طريق وسطاء مرخص لهم يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم فى البيع والشراء بطريقة «المزاد العلنى» دون أن يكون هناك تماس فيزيائى بينهم وبين العملاء، وأن طريقة المزاد العلنى فى التداول تمكن من الوصول إلى أحسن الأسعار بالنسبة للبائع، Highlest Bid وللمشترى Lowest offer.

وكما فى أى سوق للمزايدة فان الأوراق المالية تباع إلى الوسطاء الذين يعرضون أعلى سعر للشراء، وتشترى من الوسطاء الذين يقبلون أدنى سعر بيع.

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

ولأن السوق مستمرة فان البائعين والمشترين ينافس بعضهم بعضاً، والتنافس هنا هو التزاحم من قبل المتعاملين لإتمام الصفقات بما يرونه في مصلحتهم.

إلا أن تكييف السوق على الوجه المتقدم أنه سوق للمزايدة لا يصادف فى رأينا الصواب كله، وذلك أن المزاد كما عرفه فقهاء القانون وشراحه هو التنافس بين عدة أشخاص بحيث تعطى الصفقة لمن يقدم أعلى ثمن[٦٢] . وشتان بين التعامل فى أسواق الأوراق المالية وبين التعامل فى صالات المزادات، ففى الأولى يتنافس عدد كبير من المشترين 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 هنا يحصل التنافس بين المشترين بعضهم البعض والبائعين بعضهم البعض، يتنافس المشترون بأن يزيد بعضهم على بعض فى الأسعار التى يعرضونها ويتنافس البائعون مع بعضهم البعض من خلال الأسعار الأقل التى يطلبونها، بينما فى صالات المزاد فإن المتنافسين هم المشترون، وأما البائعون فلا وجه لجمعهم حيث أن البيع يتم لحساب جهة واحدة. ونظننا فى غنى عن أن نضيف أن الوحدات المباعة فى صالات المزادات ليست غالباً متماثلة، ولو تعدد البائعون ماكان هناك وجه للمنافسة لعدم تماثل الوحدات محل البيع.

لذلك فنحن لا نتفق فى الرأى مع ماورد فى إحدى الموسوعات الشهيرة ذائعة الصيت التى جعلت من أسواق الأوراق المالية أسواقاً عرجاء تمشى على ساق واحدة حينما تقرر أن الأسعار التى تتحدد فى 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[63].

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 يعنى أن الأوراق التى يتم بيعها إنما يتنازل عنها البائع الذى يقبل أدنى الأسعار التى يطلبها البائعون ويحصل عليها المتنازل إليه «المشترى» الذى يعرض أعلى الأسعار مقارنة بغيره من المشترين.

"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[64].

وعلى الرغم من التحرز الظاهر في هذا الرأى بعدم تجاهله للطرف المقابل فى 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 مايمكن القول به هنا إن اللفظ خالف القصد فجاء مشوباً بالقصور عن أداء المعنى المقصود، فإذا كان الاصطلاح يشير إلى أنه مزايدة من جانبين فالحق أنه مزايدة من جانب ومماكسة «أي انتقاص» من جانب آخر[٦٥] . وإن شئت فقل أنها أسواق تقوم على سيادة المنافسة.

السوق غير الرسمى [٦٦] : The over - the - Counter :

إن أول مايستوقف الباحث ويثير لديه التساؤل عند تناوله بالبحث لموضوع السوق غير الرسمية هو اسمها الذى شاع استعماله من جانب الممارسين والأكاديميين وكافة المشتغلين فى السوق المالية بمعناها الواسع وهذا المصطلح هو The over-the-counter market والذى قلما استخدم اللفظ المقابل له باللغة العربية، شأنه فى ذلك شأن الألفاظ الدارجة فى حياتنا، كثيرة التداول على الألسنة، مثل التليفون والتليكس والبورصة والبنك وغيرها من الألفاظ التى لاتنتمى إلى اللغة العربية. وقد تصدت بعض الموسوعات الغربية وكذا بعض الكتاب القلائل لهذه المسألة، ولم يختلف بعضهم عن بعض أن هذه السوق قد اكتسبت إسمها من الطريقة التى كانت تمارس بها عمليات المتاجرة فى الأوراق المالية فى مكاتب بيوت الصيارفة فى العصور الاستعمارية حيث كان للمشتغلين بالمتاجرة فى هذه الأوراق محال "Stores" على أبوابها مناضد أو طاولات "Counters" يطلق عليها وحتى عصرنا الحالى لفظ «بنك»

حيث كان يجرى تداول الأوراق المالية أخذاً وعطاء واستلاماً وتسلماً وقبضاً ودفعاً للأثمان من فوق هذه «البنوك» شأنها فى ذلك شأن سائر المحال التجارية حيث تباع وتشترى هذه السلع من فوق هذه «البنوك».

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

تعريف السوق غير الرسمية :

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

وهى سوق للمفاوضة لأن الأسعار فيها تخضع للتفاوض مع المشتغلين بالمتاجرة فى هذه الأسواق من المحترفين وهم طائفة الديلرز Dealers[٦٧] وهى أيضاً غير مركزية لأن عمليات البيع والشراء لا تتم فى مكان واحد معد خصيصاً لهذا الغرض كما هو الحال فى بورصات الأوراق المالية.

ووجود هذه الأسواق فى بعض البلاد ليس دليلاً على تقدمها فى هذا الميدان، كما أن عدم وجودها ليس دليلاً على تأخرها، ودليلنا على ذلك أن المملكة المتحدة التى تمتلك أكبر بورصة فى العالم[٦٨] هى بورصة لندن لا توجد بها سوقاً غير رسمية، بينما خوجد هذه الأسواق فى بعض البلاد الآخذة فى النمو مثل الكويت وتونس، ويطلق عليها فى هذه الأخرة السوق غير القارة[٦٩] وأعظم هذه الأسواق شأناً فى زماننا المعاصر والتى ينقل عنها الدارسون والممارسون، ويرجع إليها دون غيرها الباحثين هى السوق غير الرسمية فى الولايات المتحدة الأمريكية والتى تستأثر بنحو ٩٥٪ من جملة العمليات التى تتم فى أسواق التداول[٧٠].

وقد يكون من المفيد الإشارة هنا إلى أنه ليس فى قوانين الولايات المتحدة الأمريكية – وغيرها أيضا فى البلدان – ما يلزم شركات المساهمة بقيد أوراقها فى جداول أسعار الأسواق الرسمية. وقد اتجه المشرع المصرى مؤخراً إلى محاكاة هذه الدول بالغائه للنصوص المقيدة السابقة على اصدار قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ والتى كانت تلزم الشركات بقيد أسهمها فى جدول الأسعار ببورصة الأوراق المالية[٧١]

ورغم وجاهة هذا التوجه، إلا أنه قد فات المشرع المصرى أن يرخص فى إنشاء سوق غير رسمية، باعتبارها البديل الأوحد لعملية القيد فى السوق الرسمية، وبذلك يكون المشرع قد أعطى للشركات خيار القيد شكلاً وسلبه جوهراً وموضوعاً[٧٢].

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

وتشير إحدى الدراسات فى الولايات المتحدة الأمريكية "warton study" إلى أن ٩٠ ألف ورقة مالية تقريباً خاصة بأوراق الشركات والسندات الحكومية يجرى التعامل عليها فى هذه الأسواق. ومن الثابت أيضاً أن السوق غير الرسمية يجرى التعامل فيها بنسبة ١٠٠٪ على السندات الحكومية وسندات البلدية[٧٣].

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

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

وظائف السوق غير الرسمية :

مما لاريب فيه أن الأسواق غير الرسمية تؤدى خدمة عظيمة القدر لجمهور المستثمرين من ناحية توفير الجهد الذى يبذلونه والوقت الذى ينفقونه، وان شئت فقل يضيعونه فى البحث عمن يشترى منهم أو يبيع إليهم فيما لو اعتمدوا علي التعامل المباشر فى بيع وشراء الأوراق المالية. ويمكن ابراز أهم الوظائف التى تقوم بها السوق غير الرسمية فيما يلى:-

١ - بيع الأوراق المالية الخاصة بالإصدارات الجديدة، فمن المتعارف عليه فى البلاد الأجنبية أن بنوك الاستثمار تعتمد على بيوت الديلرز Dealers firms فى بيع الأوراق المالية المصدرة. ومن الأمثلة الشهيرة على ذلك أن شركة موتور فورد الأمريكية إستعانت بحوالى ألف ديلر عند طرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة عام ١٩٥٦[٧٤].

ولئن كانت هذه الوظيفة من وظائف السوق الأولية إلا أننا لم نجد محيصاً من ذكرها فى هذا الوضع الذى نتحدث فيه عن وظائف السوق غير الرسمية لإبراز أهميتها.

٢ – تقوم السوق غير الرسمية بتسييل الأصول المالية التى يقتضى الأمر بيعها بكميات كبيرة Large blocks وبسرعة فائقة. ومثل هذه الكميات غالباً مايتعذر تسييلها فى السوق الرسمية بالسعر المناسب وفى الوقت المناسب إذا ماكانت مقيدة فى هذه السوق، فضلاً عن أن إغراق السوق الرسمية بها "Dumping" يترتب عليه إختلال مؤقت فى العلاقة بين العرض والطلب وبالتالي هبوط قيمتها ونزولها نزولاً حاداً ويحدث ذلك غالباً فى حالة وفاة أحد كبار مساهمى الشركات المغلقة.

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

ومن المزايا التى يحصل عليها السماسرة. وهذه فى أغلب الأحوال – إن لم تكن جميعها أكبر – من هامش الربح الذى يحصل عليه الديلرز وهو يمثل الفرق بين سعر الشراء والبيع Bid - Ask spread.

كيفية التعامل مع «الديلرز» :

أمام المستثمر الذى يرغب فى بيع أو شراء ورقة مالية معينة أحد أسلوبين. الأول أن يتوجه مباشرة إلى أحد بيوت الديلرز لشراء الورقة التى يرغب فيها أو لبيع الورقة التى يرغب عنها. أما الأسلوب الثانى فيتحقق بلجوء المستثمر إلي أحد سماسرة الأوراق المالية ليقوم هذا الأخير بصفته وكيلاً عن العميل بشراء أو بيع الأوراق المالية التى كلفه بها عميله من خلال أحد مكاتب «الديلرز»، والدور الذى يقوم به السمسار فى هذه الحالة هو دور تاجر التجزئة الذى يتسوق من بين عدد كبير من بيوت الديلرز للحصول على أفضل الأسعار.

وعلى الرغم من أن العميل يتكبد عمولة سمسرة فى هذه الحالة إلا أنه غالبا ما يفضل هذا الاسلوب ويؤثره على الاسلوب الأول للأسباب التى سنبينها فيما بعد. وتبدأ هذه المعاملات غالبا بالاطلاع على نشرة الأسعار الخاصة بمكتب الديلر والتى تتضمن أسعار البيع والشراء، وبالطبع فإن هذه الأسعار لاتمثل أفضل الشروط الممكنة لتنفيذ العملية من وجهة نظر المستثمر لذلك فلا غرو أن يقدم الديلر فى كثير من الأحيان بعض التنازلات "Concessions" إذا ما تعرض لبعض الضغوط وبفرض أن أسعار الديلر لورقة ما هى ١٨ جم للشراء "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 شراؤها وظروف العرض والطلب وعدد الديلزر الذين يتنافسون فيما بينهم لصناعة سوق لورقة معينة.

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

ونظرا لما للسمسار من قدرة فائقة على المفاوضة والمساومة فإن علماء الاستثمار على غير اختلاف بينهم يستحسنون التعامل مع الديلرز من خلال سماسرة الأوراق المالية رغم تكبد العميل فى هذه الحالة للعمولة التى يتقاضاها السمسار.

الأسواق غير الرسمية الداخلية والخارجية[٧٥]:

Inside and outside Markets :

أولاً: الأسواق الخارجية:

الإجراءات التى تناولناها بشأن كيفية التعامل مع الديلر أيا كان الاسلوب الذى يقع عليه اختيار العميل أى فى التعامل مباشرة مع الديلر أو من خلال أحد سماسرة الأوراق المالية تمثل أحد شقى التعامل مع الديلر ويطلق عليها مسميات فى الأسواق الأجنبية.

الأول: الاسواق الخارجية : Outside Markets :

الثاني: أسواق التجزئة : Retail makets :

والمسميات شىء واحد وإن اختلفت الألفاظ المستخدمة لتبيان المقاصد فهى أسواق خارجية لأن التعامل فيها لايتم بين المحترفين بعضهم البعض، وإنما يتم بين أحد بيوت الديلرز من جهة وبين الجمهور من جهة أخرى، ومن يتعامل مع الجمهور حتى فى الأسواق التقليدية يُعرف بتاجر التجزئة Retailer وتزداد المسألة وضوحاً بتناول الشق الثانى من هذه المعاملات.

ثانياً: الأسواق الداخلية[٧٦]:

ولايقتصر تعامل الديلرز فى الأسواق غير الرسمية على التعامل مع الجمهور إنما يتعامل الديلرز مع بعضهم البعض فيما يمكن أن نطلق عليه أسواق الجملة Whole sale markets ويتم هذا التعامل إما بهدف تعديل مخزون أحدهم من الأوراق المالية Adjusting the inventory أو لتزويد أحدهم بما يحتاج إليه من الأوراق المالية

المطلوبة من أحد أو بعض عملائه والتى لاتتوفر لديه. ويطلق على هذه السوق أيضا ثلاثة مسميات:

الأول: الأسواق الداخلية : Inside Markets .

الثانى: أسواق التعامل الداخلى بين المحترفين: Interdealer markets .

الثالث: أسواق الجملة: Wholesale Markets .

ويبين من هذه المسميات أيضا انها تتفق فى تحديد نوع التعامل فى هذه السوق ويوضح بعضها بعضا.

ويلاحظ إنخفاض هامش الربح "Spread" فى الأسواق الداخلية عن الأسواق الخارجية بمعنى أن فرق السعر الذى يحصل عليه الديلر (المشترى) من الديلر (البائع) يكون دائماً أقل من الفرق الذى يتم الحصول عليه من خلال تعامل الديلر مع الجمهور وهذا أمر طبيعى وضرورى حتى يتمكن الديلر الذى لاتتوفر لديه الأوراق المطلوبة من شرائها من تاجر آخر ويبيعها إلى العميل بعد تحقيق الربح المناسب والذى يضيفه على الثمن المشترى به، كما قد يقوم تاجر التجزئة هنا بتقاضى عمولة فيكون قد قام هنا بدور السمسار. والمعاملات فى السوق الداخلية تؤدى إلى تخفيف الاختلالات فى المخزون العشوائى وتصبح الأسعار والمخزون أكثر تجانساً وانسجاماً مع متطلبات السوق.

نظام التسعير فى السوق غير الرسمية: Quotation :

عندما يقوم السمسار بتنفيذ أمر عميله مع أحد بيوت الديلرز فى السوق غير الرسمية بصفته وكيلا عنه فإن أول سؤال يطرح نفسه على السمسار هو «من أفضل ديلر يمكن التعامل معه كأحد صناع السوق النشطين» وأما السؤال الثانى فهو (أى من هؤلاء الديلرز يعطى أسعاراً أفضل من الآخرين ويتقبلها العميل)(٧٧).

وبفرض أن هذا السمسار يقوم بعمله فى الولايات المتحدة الأمريكية التى تتمتع باضخم وأعظم الأسواق غير الرسمية شأناً في العالم(٧٨). فإن الإجابة على هذين السؤالين تخلص فى الآتى:-

قبل عام ١٩٧١ كان يكفى النظر إلى نشرة الأسعار القرنفلية وإن شئت فقل الوردية والتى كان يصدرها مكتب التسعير الوطنى National Quotation Bureau (NQB) حيث كانت هذه النشرة توزع يوميا على السماسرة مبينا بها أسعار طلبات الشراء وعروض البيع التى يرفعها الديلرز إلى مكتب التسعير الوطنى (NQB) بعد ظهر اليوم السابق.

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

تطور نظم التسعير في السوق غير الرسمية :

فى ٨ فبراير ١٩٧١ بدأت الجمعية الوطنية للمشتغلين بتجارة الأوراق المالية National Association Of Securites Dealers (NASD) نشاطها فى السوق غير الرسمية (OTC) وأتاحت للديلرز والسماسرة نظاما للتسعير الآلى (NASDAQ) والذى أضفى على المعاملات فى هذه السوق رؤية ذات مضمون ومعنى Meaningful لما يجرى فيها وزودها بوسيلة إليكترونية لإعادة تنظيمها هيكليا.

وعلى الرغم من أن المعلومات التى يتم تجميعها وإعادة توزيعها من خلال النظام الآلى تقتصر على التعامل فى السوق الداخلية Interdealer Market أو ما يسمى أيضا بسوق الجملة والذى يتم فيه التعامل بين الديلرز بعضهم البعض، وأن هذه البيانات تتضمن أيضا حجم التعامل لكل صناع السوق إلا أن هذه البيانات لها قيمة رائعة بالنسبة لجمهور المستثمرين وللجمعية أيضا باعتبارها المسئولة عن تنظيم العمليات والتأكد من وجود سوق عادلة ومنظمة وخالية من أى سلوك غير قانونى.

والنظام الجديد بتعجيله الافصاح عن السعر قد أدى إلى تغيير جوهرى فى هيكل السوق(٧٩).

نظام التسعير الآلى للمشتغلين بالمتاجرة فى الأوراق المالية فى السوق غير الرسمية:

National Association of Securites Dealers Automated Quotation System

ترتبط بيوت السمسرة والديلرز بشبكة معقدة من الاتصالات بنظام التسعير الآلى. حيث يتوفر لدى كل مؤسسة من مؤسسات الديلرز وحدة طرفية "Terminal" وهى مزودة بشاشة فيديو وترتبط هذه الوحدات الطرفية بالنظام الآلى للتسعير، ومن خلال

هذه الوحدات الطرفية التى تتاح للديلرز دون سواهم يقوم الديلرز بتزويد النظام الالى بالمدخلات التى تتمثل فى أسعار الأوراق المعروضة وتلك المطلوبة وتظهر هذه المدخلات "inputs" بعد ثوان على شاشات الفيديو المتاحة للسماسرة والديلرز الآخرين مصحوبة بالبيانات الموضحة لها وبذلك تم القضاء على المشكلة الخاصة بنظام النشرات القرنفلية التى لاتتزامن مع أوقات صدورها، وما تقدم يعرف بالمستوى الثالث من الوحدات الطرفية.

أما المستوى الثانى فيتم من خلال ترتيب أسعار عروض البيع وطلبات الشراء ترتيبا موضوعيا تنازليا وتصاعدياً موضحاً أمام كل سعر منها اسم الديلر، وهذه الوحدات الطرفية خاصة بالسماسرة والمؤسسات الاستثمارية.

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

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

هذا وقد ساعد النظام الجديد على زيادة كفاءة السماسرة فى 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 فى السوق.

ومع هذا فإن الأسعار وفقا لهذا النظام ليست ملزمة حتى لأولئك الذين أعلنوا بها عن أنفسهم من خلال نظام التسعير الآلى بمعنى أنها لاتعتبر تعاقدا ملزماً ولهذا وجب التعزيز من خلال الاتصال التليفونى بين الديلر والسمسار(٨٠).

السوق الثالثة: Third Market :

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

ولعل السبب فى قيام هذه السوق هو الصعوبات التى غالباً ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة فى البورصات لذلك قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات بالولايات المتحدة الأمريكية بانشاء أسواق غير رسمية يجرى التعامل من خلالها على بعض الأوراق المقيدة فى جداول أسعار السوق الرسمية.

وعلى الرغم من أن المعاملات تتم فى إطار السوق غير الرسمية، فإن أسعارها ترتبط بأسعار التعامل فى البورصة، وقد أطلق على هذه السوق تمييزاً لها عن غيرها السوق الثالثة.

السوق الرابعة : Fourth Market :

وفي الولايات المتحدة أيضا سوق رابعة وهى سوق التعامل المباشر على الأوراق غير المقيدة فى البورصة، ولا مجال للوساطة فى هذا النوع من الأسواق ويرجع السبب فى قيام هذه السوق إلى حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ بعض الصفقات باحجام كبيرة (Blocks) وبأقل تكلفة ممكنة وتقوم بعض الشركات المتخصصة بربط عملائها بشبكة من الوحدات الطرفية Terminals وعملاء هذه الشركات المتخصصة هم المؤسسات الاستثمارية الكبرى والتى تشمل صناديق الادخار والمعاشات والتأمين التبادلى والبنوك التجارية[٨١] ومن مزايا هذا الأسلوب الاقتصاد فى عمليات المتاجرة فى الأوراق المالية بوحدات كبيرة فضلا عن سرعة التعامل. ورغم تقاضى الشركات التى تؤدى الخدمات لاتعاب Fees تعد عالية التكاليف إلا أنها تنخفض بإنخفاض أعباء خدمات البحث والاستشارة التى تقوم بها بيوت السمسرة[٨٢] والجدير بالذكر أن الكميات التى تعتبر (Blocks) هى الكميات التى تبلغ ١٠,٠٠٠ سهم فأكثر[٨٣].

المبحث الثالث : معايير الكفاءة ودور جهاز السوق فى تحديد اتجاهات وحركة الاسعار وفقا لمختلف النظريات

المقاييس الوصفية لأداء السوق : Measures of market Performance :

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

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

وينبنى على ما تقدم صعوبة تنفيذ أية طلبات بسعر أدنى من سعر التوازن السائد فى 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 فان أدنى سعر يطلبه البائعون سيكون أعلى من أى 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 فى الحالة الأولى أن يبيع ما لديه من أوراق بسعر أعلى، وكان بوسع المشترى فى الحالة الثانية أن يعقد هذه الصفقة بسعر أقل.

إن مستوى السوق الذى تنتشر فى ربوعه المعلومات بلا مقابل لا نكاد نعرفه فى عالم سابق ولا فى عالمنا المعاصر وهو أمر بعيد المنال حيث أن التعرف على مصالح الآخرين غاية يصعب إدراكها وإذا صار ذلك الأمر ممكنا فبثمن باهظ التكاليف. إن وجود طلبات شراء بسعر أعلى من أدنى سعر يقبله البائعون يعكس المعلومات والتى هى من خصائص الأسواق التى يعز فيها الاتصال بين المتعاملين فى السوق الواحدة وهى التى يطلق عليها Fragmented Markets وكلما زادت تكلفة الاتصال كلما عز الاتصال وصارت الأسعار أكثر بعداً عن أفضل الأسعار المتاحة.

وهناك ثلاثة مقاييس وصفية لأداء السوق والتى تبرز أهمية سرعة انتشار المعلومات بين كافة المتعاملين فى السوق.

١- عمق السوق Market's depth

٢- اتساع السوق Maket'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 فهى التى تمثل تعاملاً فعلياً وحقيقياً على أوراق موجودة بالفعل، وأما الاوامر غير الحقيقية فهى التى يجرى التعامل فيها على أوراق غير موجودة أو لا يتيسر تغطيتها بسهولة. فحينما يجرى التعامل فى سوق ذات عمق على ورقة مالية يلاحظ أن ثمة اختلالات وقتية لأوامر البيع أو أوامر الشراء «بمعنى عدم وجود أوامر عكسية لأى منها» تؤدى الى حدوث تغيرات محسوسة فى الأسعار ويترتب على هذه التغيرات إعادة التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء. وتتطلب السوق ذات العمق علم المستثمرين الفورى باسعار 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 سماسرة 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 فى السوق. وتعتبر المعرفة الفورية بالأسعار والتنفيذ الفورى للأوامر شروطاً مسبقة لوصف السوق بأنها سوق ذات عمق.(٨٣)

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

اتساع السوق : Market's Breadth :

توصف السوق بالإتساع إذا توفرت فيها أوامر البيع والشراء بأحجام كبيرة أو غير محدودة، وكلما زاد حجم السوق كلما زادت فرص استقرار التغيرات فى الأسعار والتي تصاحب عادة اختلال أوامر البيع والشراء. وكلما زاد عدد المستثمرين الذين تتطاير إليهم المعلومات عن التغيرات فى أسعار العرض والطلب لتوها كلما كان ذلك دليلا على إتساع السوق وإنتفاء محدوديته.

وعلى الرغم من صعوبة الفصل بين عمق السوق وسعته فى الحياه العملية لارتباطهما الوثيق، إلا أنهما ليسا شيئاً واحداً وليست لهما دلالة أو مفهوم واحد.(٨٤)

ورغبة منا فى إبراز وجه الاختلاف بين سعة السوق وعمقه Depth and breadth of a market فسوف نعرض من خلال الجدول(٨٥) التالى أربع صور محتملة أو ممكنة لأسعار الطلب فى سوق، أفضل سعر لطلب شراء فيها هو ٥٠ جم لوحدة الورقة المالية.

بيان توضيحي لسعة السوق وعمقة

Market Depth and Breadth

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

بإمعان النظر فى الجدول السابق نلاحظ الاتى:

١- بوسع المستثمر أن يبيع مائة وحدة باعلى سعر طلب شراء bid وهو ٥٠ جم فى أى من الأسواق الأربعة.

٢- اذا رغب المستثمر فى بيع ٣٠٠ وحدة وفى أى من السوقين الضيقين ١ ، ٢ أى ٢٠٠ وحدة إضافية فضلاً عن المائة السابقة فإن ذلك يقتضى أن يبيع هذه الوحدات بسعر ٤٩ جم للوحدة.

٣- وعلى النقيض من ذلك فإن بوسع المستثمر ان يبيع ما يصل الى ٥٠٠ وحدة بسعر طلبات الشراء ٥٠ جم لوحدة فى أى من السوقين غير المحدودين ٣، ٤ Broad markets .

٤- فى السوقين الضحلين ١ ، ٣ وهى Shallow markets فلن يتوفر ثمة طلبات شراء بسعر أدنى من ٤٩ جم للوحدة.

٥- بينما فى الأسواق ذات العمق Deep markets سوف تكون هناك أوامر تدنو فيها الأسعار المصاحبة لطلبات الشراء الى ٤٦ جم.

٦- فى الأسواق الأربعة فان الأوامر ذات الأحجام الكبيرة يمكن تنفيذها بأسعار أدنى دائما. ومع هذا فإن العلاقة بين حجم البيع والسعر الذى 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 باسعار منخفضة تصل إلى ٤٦ جم للوحدة.

٨- السوق رقم (١) والذى يتصف بكونه ضيقا وضحلا Thin and shallow هو أسوأ الأسواق.

٩- السوق رقم (٢) والذى يتصف بكونه ضيقا إلا أنه ذو عمق فانه يستوعب ١٢٠٠ وحدة من المبيعات، ولكن شريطة أن تكون الوحدات الأخيرة وهى ٣٠٠ وحدة بسعر ٤٦ جم للوحدة.

١٠- بمقارنة السوق رقم ٢ بالسوق رقم ٣ أى بمقارنة السوق التى توصف بكونها ضيقة ولكن ذات عمق بسوق واسعة ولكنها ضحلة يبين أن بوسع المستثمر أن يبيع ١٢٠٠ وحدة بسرعة وسهولة فى السوق الأولى (٢) بينما يصبح فى إمكانه أن يبيع فقط ١٠٠٠ وحدة فى السوق رقم (٣) ولكن بمتوسط سعر أفضل من السوق رقم٢.

فاذا تساءلنا أى السوقين افضل؟.. أسواق ضيقة ولكنها ذات عمق أفضل أم أسواق واسعة ولكنها ضحلة... والإجابة على ذلك أن الأمر يتوقف على حجم أوامر البيع التى يتم تنفيذها.

ونخلص مما تقدم

١- أن أفضل الأسواق على الإطلاق الواسعة ذات العمق :

Broad and deep markets

٢- وأن أسوا الأسواق هى 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 وان كانت ذا عمق.

مرونة السوق : Resiliency of a market :

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 لتحقق مرونة السوق وكذلك فان انتشار المعلومات بين المستثمرين على وجه السرعة يعد امراً بالغ الأهمية للحفاظ على مرونة السوق.

وإذا كنا قد تناولنا أوجه الاختلاف بين سوق وأخرى باستخدام المنهج الوصفى فى تناول مقاييس أداء السوق، فان ثمة أمور أخرى تتساوى فيها هذه المقاييس، فتصبح السوق أكثر سعة أو أكثر عمقاً أو أكثر مرونة كلما كان لدى المستثمرين المقدرة على التعرف على الأسعار والتجاوب معها والتعامل عليها وفقا لما تقتضيه مصلحتهم، وكلما زادت سرعة الاتصالات كلما كانت السوق أكثر تكاملاً.

وأعلى مراتب الأسواق عند علماء التمويل والاستثمار هى 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 بانها كاملة إذا كان جميع من ينتظر منهم البيع والشراء على علم مستمر بالأسعار التى تعقد بها الصفقات وعلي علم بما يعرضه البائعون وما يطلبه المشترون، وحينما يكون هناك سعر واحد فى كافة أنحاء السوق ودون تكبد المتعاملين أية تكاليف(٨٦).

ووجه الشبه كبير فى هذا الصدد بين الأسواق السلعية وأسواق الأوراق المالية وإن كانا غير متماثلين من جميع الوجوه.

وإذ يرى بعض علماء التمويل والاستثمار أن سوق الأوراق المالية تعتبر سوقاً كاملة اذا ما كان باستطاعة كل مستثمر فى جميع الأوقات أن يعرف أفضل الأسعار التى يستطيع أن ينجز بها عمليات البيع والشراء. بينما يرى البعض الآخر أن عدة شروط ينبغى تحققها حتى يمكن إسباغ صفة السوق الكاملة على سوق الأوراق المالية وهذه الشروط هى:-

١- عدم تحمل البائعين أو المشترين لأية تكاليف مقابل انتقال حقوق الملكية متمثلة فى الأوراق المالية محل التعامل - من البائعين إلى المشترين.

٢- أن تكون المعلومات الخاصة بالأرباح المستقبلية وكذا مخاطر الأوراق المالية محل التعامل متاحة لجميع المتعاملين فى السوق وبلا مقابل.

٣- ألا يكون بوسع أى من المستثمرين من المشترين أو البائعين التأثير على أسعار الأوراق المالية محل التداول.

٤- إمكان تجزئة الأوراق المالية الى أجزاء صغيرة إذا اقتضى الأمر ذلك حيث يتعذر عملاً تسييل الأوراق ذات الفئات الكبيرة، وتعتبر حينئذ من معوقات السوق.

ولكن من المعلوم أن عدم وجود أية تكاليف على نقل الملكية فى السوق الثانوية أو على الاصدار الجديد فى السوق الأولية يعد من قبيل الافتراضات التى لا وجود لها فى الواقع. ذلك أن جميع الأسواق القائمة فى أرجاء المعمورة تشوبها النقائص Imperfec-tions إذ يتقاضى السماسرة عمولات أو أتعاب Commissions or fees على عمليات البيع والشراء، كما تفرض بنوك الاستثمار تكاليف إصدار Floating costs على الأوراق المالية المصدرة حديثا.

ولذلك يرى علماء الاستثمار أنه سواء كانت السوق كاملة أم مشوبة بالنقائص فإنه يمكن الاصطلاح على تسميتها Efficient Markets أى الاسواق ذات الكفاءة(٨٧).

الأسواق ذات الكفاءة : Efficient Markets :

هى تلك الأسواق التى تنعكس من خلالها كافة المعلومات وكافة القرارات الادارية على أسعار الأوراق المالية إيجاباً وسلباً أى صعوداً وهبوطاً فيكون ارتفاعها ثواباً وانخفاضها عقاباً جزاءً وفاقاً وذلك فور تلقى السوق لهذه القرارات أو تطايرها اليه فور صدورها(٨٨).

ويرى بعض الكتاب ان مسألة كفاءة الأسواق يجب أن تكون دائماً موضع إهتمام بهدف زيادتها وأن هناك ثلاثة معايير لقياس هذه الكفاءة(٨٩).

١- الكفاءة التبادلية : Transactin Efficiency:

٢- الكفاءة التشغيليه : Operational Efficiency :

٣- الكفاءة الهيكلية : Structural Efficiency :

أما الكفاءة التبادلية فتتصل بتكاليف التبادل وهى عمولات السماسرة 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 ايضا بينهما عكسية فتنخفض الكفاءة التشغيلية بزيادة الفرق بين سعر البيع والشراء وترتفع بانخفاض الفرق بينهما.

الكفاءة الهيكلية:

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

وليس معنى ذلك أن الاسواق التى تتصف بالكفاءة على درجة واحدة. فقد قسم علماء الاستثمار درجات الكفاءة على أساس افتراضى الى ثلاثة تقسيمات فيما يعرف بـ Forms of Efficient Market Hypothesis.

١ - أسواق ضعيفة الكفاءة : Weak form efficiency :

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

٢ - أسواق متوسطة الكفاءة : Semi - Strong form :

ووفقاً لهذ الافتراض الأسعار تعكس بكفاءة كافة البيانات المعلنة عن الشركة المعنية مثل الأرباح التى وزعت أو تقرر توزيعها على المساهمين، وحجم الارباح المحققة، وغير ذلك من البيانات المنشورة المؤثرة على الأسعار والتى تتضمنها الميزانيات والتقارير المالية المصاحبة لها.

وتعرف تغيرات الأسعار فى هذه الحالة عند علماء الاستثمار بـ The adjustment of 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 الخالى من المخاطرة مضافاً إليه نسبة تمثل علاوة المخاطرة والتى تختلف من مشروع لآخر باختلاف الهيكل التمويلى للمنشأة، ومدى توسعها فى استخدام الرافعة المالية والذى قد يترتب عليه اعسار الشركة فنياً أو مالياً ونسبة أخرى تمثل المخاطرة الاقتصادية والتى تختلف باختلاف نوعية النشاط الذى 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(٩٠).

والقيمة الذاتية للسهم"Intrinsic value"مرادفة لقيمته الحقيقة "Actual value"وليست القيمة الحقيقية مرادفاً للقيمة الدفترية "Book value"وليست حتماً موافقة او مخالفة للقيمة Market value أو ما يسمى أيضا Market price فاذا ما كان يجرى التعامل فى 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 يعنى من ناحية أخرى أنه لن تكون هناك فرصة للمتاجرة او المضاربة «بمفهومها الغربى» Speculation والتى تقوم عليها الأسواق ذات السمعة والصيت العالمى، والتى بغيرها أيضا ما أصبح لهذه الأسواق هذه الأهمية التى تحظى بها الآن، ولا شك أن المستثمر الذى يرغب فى شراء ورقة مالية معينة إنما يتطلع الى معرفة قيمتها الحقيقية، ويقتضى ذلك وقوف المستثمر على البيانات والمعلومات الآتية:

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

أ - العائد الخالى من المخاطرة Risk free rate of return «كفوائد السندات الحكومية»

ب - علاوة المخاطرة Risk Premium

٢- العائد الموزع فى نهاية آخر سنة مالية The Dividend

٣- متوسط معدل نمو الأرباح خلال السنوات الخمس الماضية «أومادون ذلك»

Average rate of growth

وبإفتراض أن القيمة السوقية لإحدى أوراق الشركات اليوم هى عشرون جنيها

وأن نسبة العائد الخالى من المخاطر ٩٪

وأن علاوة المخاطرة المقدرة للشركة ٧٪

«مخاطرة مالية + مخاطرة اقتصادية»

وأن متوسط نسبة النمو خلال السنوات الخمس الماضية ٥٪

وأن العائد الذى قامت الشركة بتوزيعة هذا العام هو ١ر٠٩٠ جم

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

$$\text{القيمة السوقية اليوم } Po = \frac{\text{العائد الموزع (١ + نسبة النمو)}}{\text{العائد المطلوب تحقيقه - نسبة النمو}}$$

$$= \frac{\text{١ر٠٩٠ (١ + ٠ر٠٥)}}{\text{١٦ر - ٠ر٠٥}} = \text{١٨ر١٨ جم}$$

يبين من المعادلة المتقدمة أن القيمة السوقية تزيد بنسبة ١١٪ تقريبا عن القيمة الحقيقية. إلا أنه من الانصاف أيضا أن نضيف أنه من غير المتصور توافق القيمتين دائماً لأن الأسعار تتغير فى هذه الأسواق من لحظة لأخرى خضوعا لظروف العرض، والطلب، فضلا عن حقيقة أخرى مفادها اختلاف توقعات المستثمرين، وأنه نادراً ما تتفق الآراء حول تحديد او تقدير درجة المخاطرة(٩١).

ميكانيزم السوق وحركة الأسعار في أسواق الأوراق المالية:

يثور التساؤل دائماً عن سر صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية فى البورصات المحلية والعالمية من يوم لآخر، بل ومن لحظة لأخرى رغم عدم تغير الظروف الاقتصادية أو المراكز المالية للشركات التى يجرى التعامل على أسهمها فى أسواق الأوراق المالية. فاذا ما تم التغاضى عن التقلبات اليومية Fluctuations والتى لا نجد لها أيضاً سنداً علمياً – على أساس أنها تغيرات طفيفة أو محدودة يعزوها البعض إلى تغير ظروف العرض والطلب، فإن موجات الصعود والهبوط التى تجتاح هذه الأسواق من شأنها أن تُبقى السؤال مطروحاً على بساط البحث يبحث عن إجابة شافية.

إن سوق الأوراق المالية فى مجموعها قد لا تتسم فى أدائها بالرشد Rationality قياسا على الشروط المتعارف عليها عند الأصوليين، بل ومن الثابت أن السوق غالبا ما تسلك مسلكاً مغايراً للظروف الاقتصادية والأصول العلمية(٩٢) وتفصيل ذلك أن المركز المالى للمنشأة قد يكون قوياً والوضع الاقتصادى للبلاد أكثر قوة، والسوق مع هذا فى اتجاه نزولى، وعلى النقيض من ذلك فان المركز المالى للمنشاة قد يكون ضعيفاً، ووضع الاقتصاد القومى أكثر ضعفاً ، والسوق فى مجموعه مع ذلك قوياً. ويجيب على هذا التساؤل بعض الكتاب الغربيين بقولهم ان السوق قد يكون ضعيفاً وتتجه فيه الأسعار اتجاهاً نزولياً لا يتفق والقواعد الأصولية Fundamentals كالربحية والسيولة والكفاءة فى استخدام الأصول، وسلامة المركز المالى، ومقدرة الادارة، واحتمالات المستقبل، لأن أسباب الصعود والهبوط ليست مما يتعلق بالقواعد والأصول وانما بمركز السوق من الناحية الفنية، ويؤكد هذا الفريق من الكتاب أنه حتى مع ضعف العوامل الخارجية» وهى تلك المتعلقة بتحليل الاستثمار» فان هيكل السوق كثيراً ما يكون متماسكا بقوة غير متوقعة حتى مع ورود أخبار سيئة(٩٣) والأمر على هذا النحو يثير الدهشة لأن مؤداه انفصام العلاقة تماماً بين الأصول المادية المملوكة للمشروع والتى تمثل أصل الثروة والأصول المالية التى تباع وتشترى فى أسواق الأوراق المالية وتمثل حقوقا على هذه الثروة. وتعتبر السوق فى هذه الحالة مستقلة تماما، ومنعزلة عن الواقع، وهو استقلال معيب.

ويبرر هذا الفريق من الكتاب الاستقلال بأنه يرجع الى قوة السوق من الناحية الفنية فيما يسمونه فى الأسواق العالمية Tcehnical position of the market"ويضيفون أن السوق قد تكون قوية من الناحية الأصولية، ضعيفة من الناحية الفنية أو تكون على النقيض من ذلك ضعيفة من الناحية الأصولية. قوية من الناحية الفنية.

أما عن الأسباب التى تؤدى الى قوة السوق من الناحية الفنية فيرجعون ذلك الى سببين رئيسيين.

السبب الأول: هيمنة بعض البيوع على السوق فيما يسمونه Short sale أى البيع على المكشوف، وتتبدد الدهشة لتنقلب الى ذهول باعلان الممارسين فى هذه الأسواق والكتاب الامريكيين ان ما بين ٦٦٪ الى ٧٥٪ من المعاملات فى السوق بيع على المكشوف(٩٤) ويكون البيع على المكشوف اذا باع الشخص ما ليس عنده وبتعبير آخر اذا كانت الأوراق المباعة لا يملكها بائعها او ليس بوسعه تسليمها. والبائع على المكشوف يقترض من أحد مكاتب السمسرة الأوراق التى تعاقد عليها وليست فى حيازته على أمل ان تنخفض الأسعار، وفى حالة انخفاض السعر يقوم المضارب فى هذه الحالة بشراء الأوراق التى سبق له بيعها ويعيدها الى صاحبها. اما اذا تعذر اقتراض هذه الاوراق فيقال إن السوق من الناحية الفنية over - sold وقد نقل إلينا هؤلاء الكتاب صورة حقيقية لاحدى الممارسات فى السوق الغربية والتى تصور تأثير هذه البيوع على السوق وتؤدى الى قوته فنيا وترسم فى ذات الوقت صورة لميكانزم السوق فى التعامل على المكشوف.

إحدى الشركات كانت تمتلك ١٩٣ ألف سهم – ولقد كان من السهل على المضاربين على الهبوط "Bears" ان يبيعوا من أسهم هذه الشركة أكثر مما كان متاحا لهم تسليمه – كما كان من السهل – على الجانب الاخر – للمضاربين على الصعود "Bulls"ان يشتروا كل ما يمكن تسليمه لهم.

اقترض المضاربون على الهبوط "Shorts"من المضاربين على الصعود "Longs"وسلموا الاوراق للمشترين الجدد الذين قاموا بدورهم بإقراض هذه الأوراق.

وترتب على ذلك أن باع المضاربون من الاسهم اكثر مما هو موجود، واضطروا تبعا لذلك للشراء بأى ثمن من المضاربين على الصعود الذين آن لهم ان يستردوا أوراقهم. فى هذه الحالة كان السوق Over - sold ومركز السوق قويا جداً. The technical position of the stock was very strong.

أما السبب الثانى فهو المناورات التى تتم فى السوق لرفع سعر ورقة معينة مما يؤدى الى قوة السوق من الناحية الفنية وتفصيل ذلك أن جماعات المضاربة على

الصعود يتم تكوينها لشراء اكبر كم ممكن من أسهم احدى الشركات، وتقوم بعدها بالمناورة لجذب أنظار جمهور المتعاملين والذى يعقبة عادة شراء هذه الاوراق بأسعار مرتفعة من أيدى المضاربين(٩٥).

ويمكن تلخيص نظرية الفنيين فيما يلى:

١- أن القيمة السوقية تتحدد من خلال 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 الترجيحية بين شتى العوامل بصفة دائمة وبطريقة آلية.

٣- اذا ما تم التغاضى عن التقلبات المحدودة فى السوق، فان الأسعار تميل الى التحرك فى الاتجاه الذى يستمر فترة طويلة من الزمن(٩٦).

٤- أن التغيرات في الاتجاه انما تترتب على التغيرات في العلاقات بين العرض والطلب، أما عن أسباب هذه التغيرات فهو ما يمكن استنباطة عاجلاً من خلال سلوك السوق نفسه.

٥- والافتراض الأساسى الذى تقوم عليه النظرية أن التاريخ يميل دائماً الى أن يعيد نفسه وأن السعر في الماضي ينبئ عن سلوك السعر مستقبلا.

(٦) يفترض الفنيون فى الأسواق أن السوق لها حياتها الخاصة مستقلة عن قواعد وأصول تحليل الاستثمار(٩٧).

هذا عن نظرية الفنيين وهناك نظرية أخرى سبق الإشارة إليها وهى على النقيض من النظرية السابقة:

نظرية الأصوليين : Fundamentalists theory :

(١) قيمة السهم عند الأصوليين تتحدد وفقاً لقيمته الذاتية والقيمة الذاتية Intrinsic Value هى ما يعبر عنه دائما بالقيمة الحقيقية.

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

واذا كنا قد اجتهدنا فى تفسير الظاهرة السوقية وأسباب تغير الأسعار من لحظة لأخرى وكان عمدتنا فى هذا الصدد ما استخلصناه مما كتبه مشاهير الكتاب الغربيين

فقد رأينا الا يفوتنا عرض الرأى الذى تناوله أحدث مؤلف فى الاستثمار يتناول ميكانيزم السوق وتحديدها الأسعار تحت عنوان The market mechanism that determines stock prices وتخلص هذه الرؤية فى الاتى:

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

The market mechanism can be characterised by three conditions

(١) أن تكون المعلومات المالية متاحة وبتكلفة صفرية[٩٨].

Financial information is freely available

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

Secuities prices are not controlled or manipulated

(٣) ان يسود السوق ما يقرب من التوازن الدائم

Something approaching a continuous equilibrium prevails

وبالنسبة للشرط الأول وهو اتاحة المعلومات بتكلفة صفرية، ففور تلقى المستثمرين لهذه الأنباء فسوف يتفاعلون معها. البعض سوف يبالغ فى قيمتها والبعض الآخر سيقلل من شأنها الا أن هذه المعلومات تنعكس فى النهاية على اتجاهات الأسعار.

أما من حيث عدم خضوع الأوراق المالية لسيطرة أو هيمنة المتعاملين فى السوق، فان معظم المضاربين (traders) فى الأوراق المالية ليست لديهم القدرة الكافية للتأثير على الأسعار تأثيرا محسوساً. أما المؤسسات القليلة ذات الحجم الكبير والتى لديها الامكانيات والقدرة على التأثير فى أسعار الأوراق المتعامل عليها فى السوق فانها تمنع أو يمتنع عليها ذلك بمقتضى بعض القوانين كالقانون (الأمريكى) والذى يمنع التلاعب أو التأثير فى الأسعار (على الرغم من أنها تفعل ذلك أحيانا وتتسبب فى تغيير المسار السعرى الا أن تأثيرها وقتيا). وهذا ما يتعلق بالشرط الثانى.

أما فيما يتعلق بالشرط الثالث وهو أكثر الشروط حساسية وأهمية وهو أن يسود السوق ما يقرب من التوازن الدائم. فانه اذا قامت السوق بدورها كاملا فسوف تكون فى حالة ما يسمى بالتوازن المستمر Continuous equilibrium وهذا التوازن ليس توازنا ساكناً Static equilibrium لأنه يتغير تغيراً مستمراً فكلما تطايرت أنباء جديدة تغيرت القيم الذاتية للأوراق المالية واتجهت القيم السوقية فى مسار جديد تفاعلا مع المعلومات التى يتلقفها المستثمرون. ولهذا يقول «بول ساميلسون» Paul Samuelson الحائز على جائزة نوبل والذى طور مفهوم التوازن المستمر «ان هذا التوازن يوجد

عندما يتذبذب سعر السوق وقيمة الورقة سوياً وعشوائياً بطريقة ما بحيث تتساوى القيمتان بعد مرور بعض الوقت. والذى يحدد مدى كفاءة السوق هو السرعة التى تتجة معها القيمة السوقية نحو القيمة الذاتية. والسوق كامل الكفاءة يكون فى حالة توازن مستمر، بمعنى أن القيم السوقية تكون فى حالة تساوى مع القيمة الذاتية فى جميع الأوقات».

فاذا ما وجد ثمة اختلال Disequilibrium ولو كان ذا طبيعة وقتية كانت السوق فى درجة أقل من السوق كاملة الكفاءة وسوف تختلف الأسعار عن القيم الذاتية. ولما كانت أسواق الأوراق المالية ليست فى حالة توازن مستمر فإن ميكانيزم السوق على الوجه المتقدم هى نموذج اقتصادى فى مقابلة النموذج الذى يعتمد على التحليل الفنى.

Securities markets are not in continuous equilibirium. However, The market mechanism described above is an economic model against which the model that appears to underlie technical analysis (99)

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

There is no generally accepted and observable intrinsic value 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.

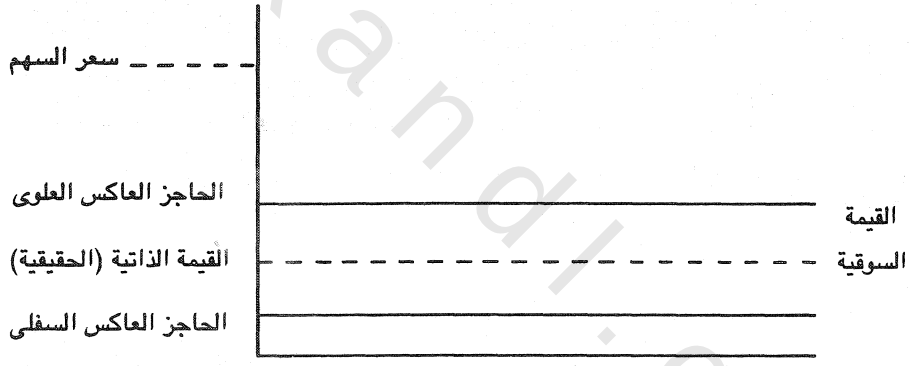
ويبين من هذا العرض وجه الخلاف بين الأصوليين والفنيين، وقد سبق لنا أن تناولنا وجهة نظر الفنيين ونظريتهم بشيء من التمحيص بما يغنينا عن التكرار فى هذه المسألة.

وإذا كنا قد انتهينا فيما تقدم إلى أن هناك دائما قيمة حقيقية Actual value أو ذاتية Intrinsic Value للورقة المالية، وأن حركة الأسعار فى الأسواق على اختلاف درجة كفاءتها تدور مع هذه القيمة صعوداً وهبوطاً ونادراً ما تلتقى معها، وأن السوق فى مجموعها قد لا تتسم فى أدائها بالرشد rationality قياساً على الشروط المتعارف عليها عند الأصوليين، فالسوق غالبا ما تسلك مسلكاً مغايراً للظروف المالية للمنشآت، والظروف الإقتصادية للبلاد. وفسر ذلك من جانب الفنيين بالأسواق أن الأمر يتعلق

بمركز السوق من الناحية الفنية وأن الأساسيات المعتبرة عند الأصوليين لا يتم إغفالها تماما، إلا أن نظرية المسار العشوائي وهي احدى النظريات التي تعالج إتجاهات الأسعار تقدم تفسيراً لحركة السوق يرفضه كثير من الكتاب الغربيين ولكننا نتقبله بقبول حسن.

نظرية المسار العشوائي : (١٠٠) Random walk Theory

تدور هذه النظرية والتي تعزى للاقتصادي الغربي كوتنر حول تفاعل القيمة الحقيقية والقيمة السوقية، وتصور تقلب الأسعار في مسار عشوائي حول القيمة الذاتية وتكشف النظرية في براعة 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 كساد ١٩٢٩ وكذلك أحداث الانهيار التي شهدتها الأسواق العالمية في أكتوبر ١٩٨٧.



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

وقد توسع بروفيسور ساميلسون - الإقتصادي الأمريكي المشهور في نظرية المسار العشوائي فادخل مفهوماً جديداً على نظرية كوتنر هو التقلب الكفء Efficient Fluctutation لأسعار الأسهم(١٠١) ومضمون نظرية ساميلسون أن القيمة الاقتصادية للسهم ليست قيمة مستقرة كما نجدها في نظرية كوتنر وإنما هي قيمة متقلبة. فتتغير

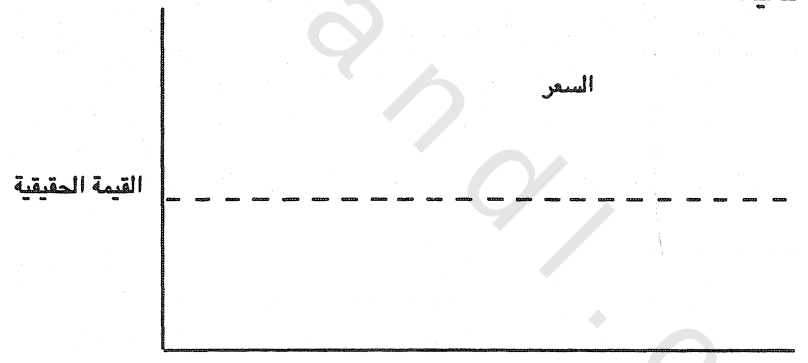
بتغير الظروف الانتاجية للشركات، ولذلك فان شروط الكفاءة عنده لسوق الأوراق المالية شرط ديناميكيDynamic وليس شرطا ستاتيكياً Static سالباً أو مستقراً. وهو ما يعنى أن سوق الأوراق المالية الكفؤ هو الذى تتقلب فيه الأسعار وتتذبذب لتتطابق فى جميع الأوقات مع القيم الاقتصادية فى تغيرها وتقلبها.

وليس من شك أن هذه الاضافة من جانب البروفيسور ساميلسون تزيد من تعقد المشكلة وتضيف عبئاً جديداً على المحترفين لكى يحسنوا متابعة وتقويم الأنباء الاقتصادية المتغيرة والمتجددة.

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

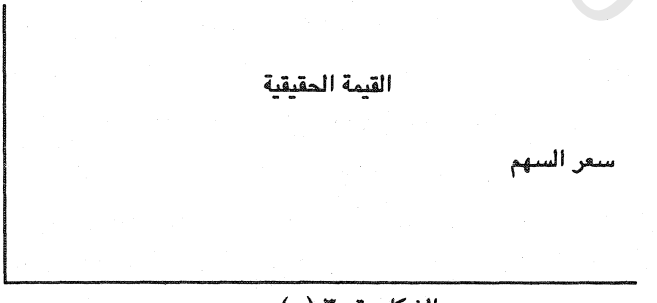
ولا شك أن إصابة الهدف المتحرك تحركاً عشوائياً أصعب بكثير من إصابة الهدف الساكن أو المتحرك تحركاً منضبطاً.

وذلك يعنى أن درجة التبعثر العشوائى حول النقاط المتغيرة عشوائياً ستكون أكبر بكثير من درجته حول النقاط الساكنة أو المتغيره تغيراً منتظماً وهو ما يبين من الأشكال التالية: -



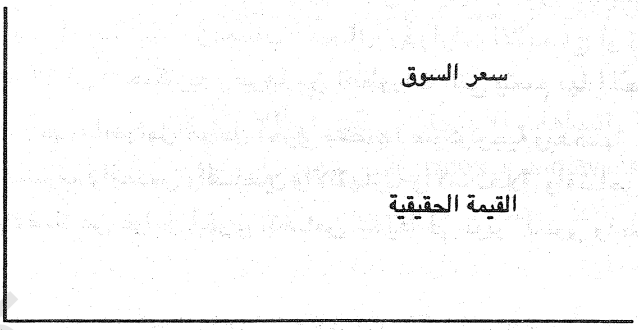
الشكل رقم ٣ (أ)

تقلب عشوائى حول قيمة ساكنة



الشكل رقم ٣ (ب)

تقلب عشوائى حول قيمة متغيرة تغيرا منتظماً بسبب موسمية الإنتاج



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

ونظرية التقلب الكفؤ التى أخذ بها ساميلسون هى التى مثلنا لها بالشكل (ج) حيث تتغير القيمة الاقتصادية للسهم تغيراً عشوائياً بينما تتغير أسعار السوق الفعلية بصورة أكثر عشوائية حول هذه القيم. ويمكن إعتبار هذه الظاهرة نتاج الإنتقال المستمر للحواجز العاكسة (العليا والسفلى) بطريقة عشوائية، ولذلك تعتبر هذه النظرية إمتدادا لنظرية كوتنر، أما الحالة الثانية التى مثلنا لها بالشكل (ب) فهى حالة خاصة تم ادخالها لنشير بها إلى تقلب القيم الاقتصادية الناتجة بسبب عوامل متكررة وبصورة منتظمة بحيث يمكن التنبؤ بها مثل التقلبات الموسمية لبعض أنواع الانتاج خلال العام.

ولكن النمط الذى ينطبق على الأسواق الرأسمالية فى عالمنا المعاصر هو الشكل (ج) وهو ما تؤكده بعض الدراسات التى أثبتت أن التقلبات العشوائية التى تتم بين يوم وآخر مستقلة تماما عن بعضها البعض[١٠٢] حيث أن المستوى العام لأسعار الأمس لا يفسر أكثر من ١,٥٪ من أسعار اليوم.

إذن يثور التساؤل عن تلك المعلومات التى تؤدى إلى مثل هذه الذبذبات، فان كان ذلك مرجعه إلى العرض والطلب فما هى إذن العوامل التى تؤدى إلى التأثير على أى منهما، وبمعنى آخر ما هى إذن العوامل التى تؤدى إلى إستفزاز عوامل الصعود والهبوط.

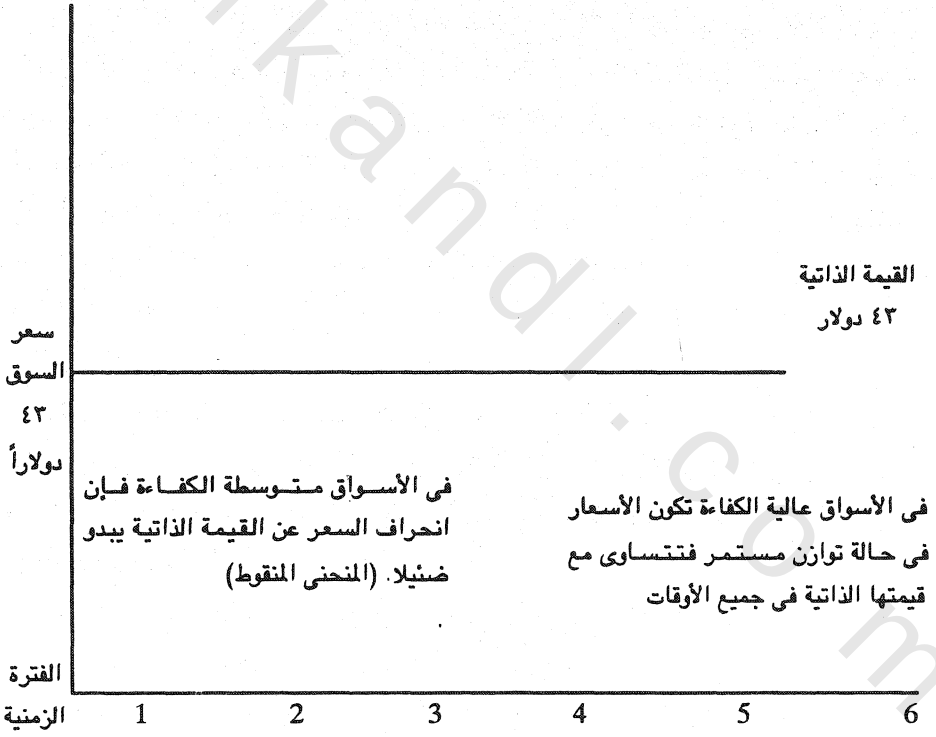
لا شك أن المعلومات والأنباء المنشورة فى الصحف المالية والعامة وما تبثه وسائل الإعلام من إعلانات وما يتناقله الناس من إشاعات سواء كانت مبشرة أو منفرة لها أثر مباشر فى تقلب أسعار السوق.

ومن أبرز المؤثرات فى تلك الأسواق - على تباينها - حوادث المنازعات الصناعية والاضرابات المستديمة من جانب العمال، وقرارات الاندماج أو تكوين الكارتيلات واتفاقات الأثمان الاحتكارية وغيرها من التطورات التى يتسم بها المجتمع الرأسمالى.

ويمتزج بهذه العوامل عوامل أخرى بعضها سيكولوجية وبعضها مضاربية بالمفهوم الغربى فالتوقع والحدس والتخمين والانتهازية والاستغلال واقتناص الفرص والتعلق بالأوهام فضلاً عن عوامل أخرى تتضامن جميعاً فى توتر السوق وعصيبيته.

تقلب الأسعار باختلاف درجات الكفاءة

فى الأسواق ضعيفة الكفاءة تتقلب الأسعار صعوداً وهبوطاً بفارق كبير عن قيمتها



مقتبس من :

Security prices fluctuate with different degrees of efficiency

(Management of Investment. P. 608)

شكل رقم ٤

obeikandl.com

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

تقاس حركة وإتجاهات الأسعار فى أسواق الأوراق المالية من خلال المؤشرات والمتوسطات indexes and averages والتى يتكون كل منها من مجموعة من الشركات والتى يفترض فيها أنها تعكس السوق جميعه.

ومن أهم هذه المؤشرات ذائعة الصيت والشهرة فى الولايات المتحدة الأمريكية مؤشرات داوجونز Dow Jones Averages والتى تم إختيار مكوناتها على أساس تاريخى باعتبارها ممثلة للسوق فى مجموعه. وأما المؤشر الآخر الذى ينافس مؤشرات داوجونز فى الأهمية فهو مؤشر Standard & Poor's 500 index والذى تم بناءه على أساس ترجيحى Weighted index construction أى باستخدام الأوزان لترجيح الأسعار فيما يطلق عليه المتوسط المرجح Weighted Average.

ويفترض فى حالة اتجاه المؤشر أو المتوسط إلى الصعود أن تكون السوق فى مجموعها متجهة إلى الصعود، وبوسع أى باحث أن يقوم بحساب الحركة اليومية لسوق الأسهم من خلال قسمة مجموع القيم السوقية للأسهم المتعامل عليها كل يوم علي مجموع أسهم هذه الشركات. وبهذا فإنه يمكن استخراج سعر مرجح للأسهم المتعامل عليها فضلاً عن التعرف على حالة السوق واتجاهاته التى يعكسها هذا المؤشر وكثيرا ما يفضل مؤشر S&P index بل ويعتبر عند كثير من محللى 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 التى يتم التعامل عليها فى يوم ما ليست هى بالضرورة ذات الأسهم التى يتم التعامل عليها فى يوم تال الأمر الذي يؤدى إلى تضاؤل فرص التماثل.

مؤشرات داو جونز:

تعتبر مؤشرات داو جونز من أقدم المؤشرات وأكثرها شهرة، حتي لقد صار تداول هذه المؤشرات على ألسنة العوام كسائر الكلام ولذلك لم يكن مستغرباً، أن نسمع رجل الشارع فى مصر يتحدث عن الانهيار الذى سجله مؤشر داو جونز فى نيويورك وهو يتابع بين لحظة وأخرى ما تنقله الصحافة العالمية والإذاعة المرئية، عن تفاصيل الأعاصير التى اجتاحت الأسواق العالمية فى أكتوبر ١٩٨٧.

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 فى البورصات العالمية من خلال عمله كسمسار Broker (١٠٢).

وإذا كان صاحب النظرية قد وافته المنية بعد عامين فقط من تقديمها أى سنة ١٩٠١ فإن النظرية قد تم تطويرها من جانب بعض الباحثين والدارسين للسوق والذين قاموا بتصحيح بعض الأخطاء التى تضمنتها. وأبرزهم W.P. Hamilton المحرر أيضا بصحيفة وول ستريت (١٠٤).

ومن المعروف لدى المتخصصين والدارسين أن عدد مؤشرات داو جونز أربعة، وكل مؤشر منها يمثل قطاعا عريضا باستثناء المؤشر الرابع والذي يمثل السوق فى مجموعه، وذلك يمكن توضيحه على الوجه التالى:

١- مؤشر داو جونز الصناعى Dow Jones Ind Average (DJIA)

ويتكون من ٣٠ شركة ويغطى قطاعا عريضا من الصناعات.

٢- مؤشر داو جونز لوسائل النقل Dowjones Transportation Average (DJTA)

ويتكون من ٢٠ شركة من بينها ست شركات للخطوط الجوية.

٣ - مؤشر داو جونز للمرافق Dow Jones Utility Average (DJUA)

ويتكون من خمس عشرة شركة خاصة بالمرافق كشركات الغاز والكهرباء(١٠٥).

٤- مؤشر داو جونز المركب Dow Jones composite Average

ويتكون من ٦٥ شركة هى مجموع الشركات التى تتضمنها المؤشرات السابقة. فهو مؤشر مركب وجامع ويمثل في مجموعه السوق ككل. وتعتبر الشركات التى يتضمنها هذا المؤشر شركات قائدة، تم اختيارها على أساس تاريخى ودونما التفات إلى أية أوزان ترجيحية (١٠٦).

نظرية داو جونز: Dow Jones Theory

أما عن نظرية داو جونز نفسها فهى من أقدم النظريات وأكثرها اتباعاً فى زماننا المعاصر وقبولاً من حيث تفسيرها لسلوك السوق من الناحية الفنية.

وتقوم نظرية داو جونز على أساس أن سوق الأسهم هو البارومتر الذى يمكن من خلاله قياس الوضع الاقتصادى. والغرض من هذه النظرية ليس هو التنبؤ بحركة أسعار الأوراق المالية، وإنما التنبؤ بالدورات الاقتصادية أو الحركات التى تشير إلى الكساد والانتعاش .

forecast The purpose of the theory not to predict movements of security business cycle or the larger movements of but to depression and prosperity(107).

وبعبارة أخرى فان المتنبىء الذى يستخدم نظرية داو جونز إنما يحاول أن يسجل التغيرات فى المد والجزر الاقتصادى من خلال دراسة الموجات الدورية.

ولعله من المفيد هنا أن نثبت ماقرره الفنيون ومصممو خرائط الأسواق أن الغرض من نظرية داو جونز ليس فقط إثبات موقف السوق فى لحظة ما وإنما إلى أين يمضى كذلك.

The Dow theory's purpose is to determine where the market is,and it also indicates where the market is going (108).

وأساس هذه النظرية متوسطات حركة الأسعار للشركات الصناعية وشركات النقل، اما حركة السوق فتنظمها وفقا لهذه النظرية ثلاثة تقسيمات رئيسية:

أولاً : الحركة الأولية: Primary movement

ثانياً : الحركة الثانوية : Secondary movent

ثالثاً: التقلبات اليومية :Day- to- day fluctuations

أما بالنسبة للحركة الأولية فهي تعبر عن اتجاه السوق سواء كان صعوديا Bullish أو كان نزوليا Bearish وتستمر الحركة الأولية من سنة إلى سنتين أو يزيد وفقا للنظرية، وإذا ماكان السوق ذا اتجاه نزولي فقد ثبت تاريخيا لدى اصحاب هذه النظرية أنها تستمر فترة أقصر من الأسواق الصعودية، وتعتبر الحركة الأولية أو ما يسمى باتجاه السوق Trend of the marketالهدف الأساسى من النظرية.

أما الحركة الثانوية للسوق فمدتها أقصر من الحركة الأولية بل ومضادة لها فى 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 فى ظل سوق «صاعد» أو هبطت في ظل سوق هابط، وغالبا ما تنتهى الحركات الثانوية بفتور فى نشاط السوق ويسميها البعض حركات تصحيحية(١٠٩) . Dullness in the market activity

أما التقلبات اليومية Day- to- day fluctuations

فهى ليست جزء من تفسيرالنظرية فى سلوك السوق بل ولا معنى لها فى النظرية حتى لقد ذهب البعض إلى أنه فى الخرائط التى 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 لاينتقل الـ (PFC) إلى عمود جديد لمدة عشر سنوات، وهذا يشير إلى أن التقلبات العشوائية الطفيفة التى تتم من يوم لآخر قد لاتظهر كلية فى هذه الخرائط ولو استمرت لمدة عشر سنوات.

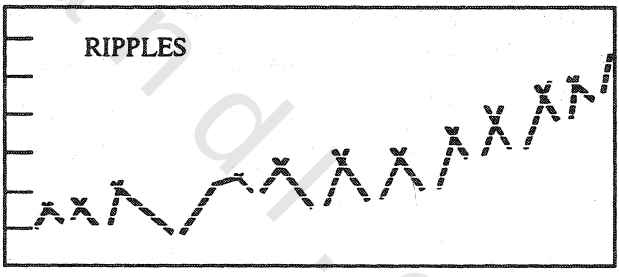
"A ten minute period in which the direction of the price made two significant reversals would generate two new columns on a PFC. If the price did not make a signficant reversal during a decade, however, then the PVC would not move on to a new Column For ten years"(110)

وقد يكون من المفيد أن نعرض لثلاثة نماذج من خرائط الفنيين والتي تحدد التقسيمات الرئيسية الثلاثة التى تقوم عليها نظرية داو جونز لتبيان وجه التباين بينهم(١١١) .

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

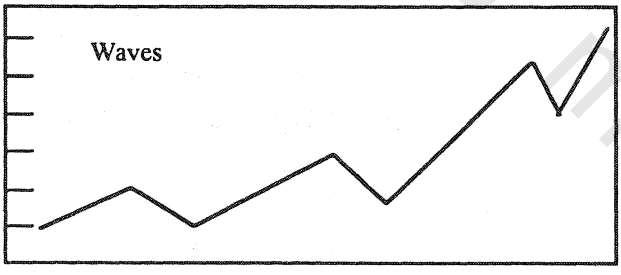
أما المد أو اتجاه السوق أو مايسمى بالحركة الأولية فيمثله الشكل رقم ٧. وأما الحركات الثانوية فجاء تمثيلها فى شكل موجات تمثل التغيرات في الأمد القصير كما يبين من الشكل السادس، وأما التقلبات اليومية والتى قد تتلاشى عند إبراز خط الاتجاه العام فجاءت على شكل موجات قصيرة جدا كما يتبين من الشكل الخامس.

ذبذبات سريعة
وموجات قصيرة

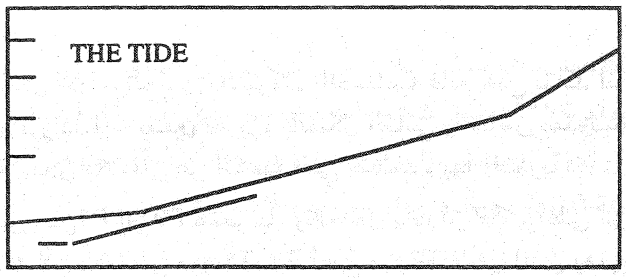


الشكل رقم (٥)
ويوضح التقلبات اليومية للأسعار

موجات قصيرة



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



الشكل رقم (٧)

الحركة الأولية لمؤشر داو جونز فى الفترة الطويلة

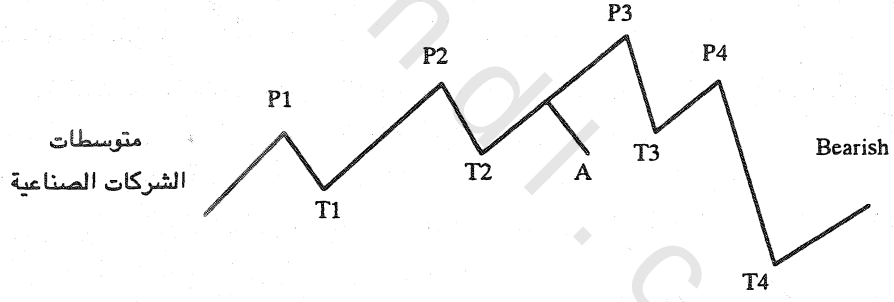
كيفية استخدام النظرية وتحديد اتجاه السوق :

فى الرسم التالى :

بافتراض أن " P" ترمز إلى القمة (Peak) وأن

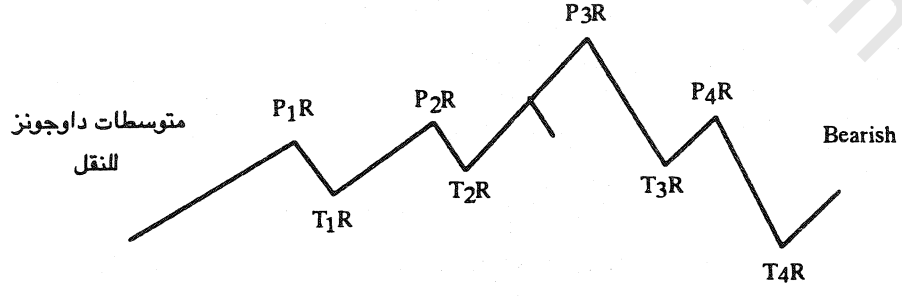
" T" ترمز إلى القاع (Trough) وأن

"AR"، " A" نقط التعزيز لسوق صاعدة .



شكل رقم (٨)

مؤشرات داوجونز وتحديد اتجاهات الأسعار(١)



obeikandl.com

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

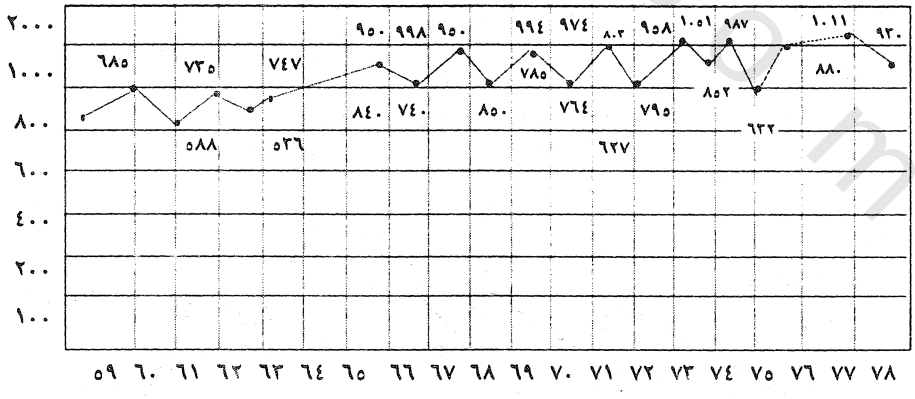
نلاحظ أن اتجاه السوق من P1 إلى P3 صعودياً، وتفصيل ذلك أن P2 ، أعلى من P1 ، P3 أعلى من P2 وكذلك لأن T2 أعلى من، T1، T3 أعلى من T2 الأمر الذى يعنى ان الاتجاة يكون صعوديا اذا اتجهت كل قمة الى الإرتفاع عن القمة التى سبقتها وارتفع القاع عن القاع الذى سبقه، ثم يأتى دور التعزيز، إذ تعزز متوسطات شركات النقل متوسطات الشركات الصناعية فنلاحظ أن T4 فى الشكل الأول أكثر انخفاضاً من T3، وحينما نطابق ذلك مع القاعات متتالية الانخفاض فى متوسطات النقل سوف نجد تعزيزا لسوق هابطة مع إتجاه السوق نحو الإنخفاض.

إلا أن لدينا مشكلتان لتحديد اتجاهات السوق فى مؤشرات داوجونز.

الأولى: أنه ليس حتما أن تتجه المتوسطات فى اتجاه واحد، الأمر الذى يتعذر معه التعزيز. فالشركات الصناعية لا تخضع دائماً لنفس المؤشرات والقوى التى تخضع لها شركات النقل، فقد تلجأ القوى التى تتعامل على أسهم السكك الحديدية إلى قهر السعر، وعلى النقيض من ذلك قد يلجأ المتعاملون على أسهم الشركات الصناعية الى تصعيد السعر.

وفضلا عن ذلك فان تعزيز السوق لا يتسنى التوصل إليه حتى بعد الزيادة أو الانخفاض. وفى الشكل المتقدم فان نقطة التعزيز هى A، AR وحتى وصول هذه النقطة فان أصحاب نظرية داو لا يستطيعون الجزم بكون السوق صعوديا أو نزوليا.

وتطبيقا لما تقدم نعرض هنا للاتجاه الحقيقى للسوق الأمريكية خلال الفترة من ٥٩ الى ٧٧ وفقا لمؤشر داوجونز الصناعى ونظرية.



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 فى عام ١٩٧٣، كان عليه أن يخترق مستوى أل ٧٩٠ قبل ان يتم تعزيز السوق، وقد اعتبر بعض مصممى الخرائط مستوى ٨٥٠ – ٨٦٠ نقطة مقاومة حيث كان السوق فى مرحلة ثانوية مع اتجاه السوق نحو الصعود. وفى عام ١٩٧٤ بدأ السوق يتقدم الى مستوى ٩٨٧ ولكن ذلك لم يكن بالقدر الكافى لكى يرتفع فوق ١٠٥١ وهذه علامة من علامات النزول. فى سنة ١٩٧٥ هبط المستوى إلى ٦٣٣ ليصل إلى ما هو أدنى من مستوى القاع السابق وهو ٨٥٣ معززًا اتجاه السوق إتجاهاً هبوطياً Bearish market.

وتفصيل ذلك انه حينما ارتفع المؤشر إلى مستوى ٩٨٧ فكانت القمة أدنى من القمة التى قبلها، وحينما إنخفض 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 وهى ٩٨٧، وهذا كان تعزيزاً آخر بان السوق سوقاً هابطاً. الا انه فى عام ١٩٧٦ قفز السوق إلى ١٠١١ متخطياً القمة السابقة مشيراً إلى اتجاه صعودى، إلا أنه انخفض بعد ذلك إلى مستوى ٩٣٠ لكنه لم ينخفض إلى مستوى القاع السابق ليظل محتفظاً بكونه سوقاً صعودياً.

مناطق المقاومة ووقف الإتجاه الرئيسى : Resistence Areas :

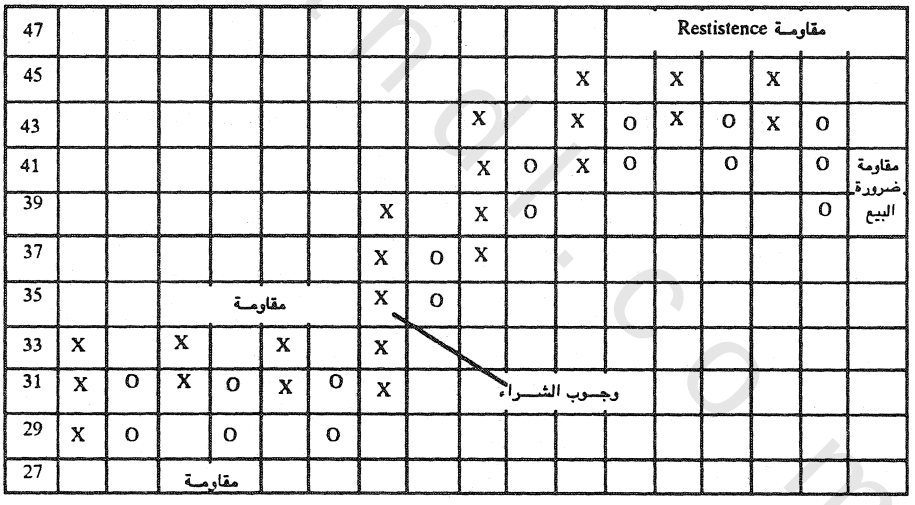
عندما يصل سعر السهم (أو المؤشر) إلى القمة ثم يتجه الى الهبوط إلى أسفل فان ما بعد القمة تسمى منطقة مقاومة، وإذا ما تجاوز السعر القمة السابقة يقال إن السعر قام باختراق منطقة المقاومة. واذا اتجه السعر إلى الاندفاع إلى أعلى فان هذه إشارة أو علامة لشراء الأسهم لأنه من المتوقع أن يستمر الصعود الى أعلى. واذا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

وتوضيحاً 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 ابراز مناطق المقاومة التى أسلفنا الإشارة إليها.

39									
37	X		X						
35	X	O	X	O					
33	X	O	X	O					
31		O		O	X				
29				O					
27									
25									
Price السعر	A	B	C	D	E				

Point and Figure Chart

الشكل رقم (١٠) بعد هذا الشكل صورة مبسطة للغاية لخرائط النقط والحروف والتى تفيد فى تفسير حركة الأسعار فى سوق الأسهم .مقتبس من كتاب (Investment)



الشكل رقم (١١) يظهر مناطق المقاومة والتى تمثل حواجز علوية وسفلية. وتشير هذه الخرائط إلى وجوب الشراء عندما تتجاوز القمة القمم التى قبلها أخذاً فى الاعتبار أن السعر سيستمر فى الصعود ويشير إلى وجوب البيع عند انخفاضه عن القيعان السابقة أخذاً فى الاعتبار أن السعر سيواصل الانخفاض. (مقتبسة من كتاب Investment).

كيفية تكوين المؤشر :

يوضح الشكل رقم (١٠) الكيفية التى يجرى بها احتساب النقط وإعداد الخرائط. وعند النظر إلى الخريطة نلاحظ الأرقام جهة اليسار وهذه تمثل السعر، وكل وحدة من المربعات (Box) تمثل نقطتين، وفى الامكان زيادتها الى عشر) وتساوى النقطة دولاراً واحداً.

وبإمعان النظر فى الشكل المتقدم نلاحظ ان السعر عند البدء "The initial price" كان ٣٣$ وتم إثبات ذلك بوضع (×) داخل العمود (A) أمام هذا الرقم وعندما تحرك السعر إلى أعلى ليصل إلى ٣٥ تم أيضاً وضع (×) داخل ذات العمود عند الرقم ٣٥، وطالما بقى السعر فى الصعود فانه يجرى وضع الـ (XS) فى داخل ذات العمود الرأسى"Vertical column" وعندما ينخفض السعر الى مستوى أدنى، فإن مصمم الخريطة يسجل التغير بوضع"O" فى العمود التالى. وفى الحالة التى نحن بصددها تحرك السعر إلى ٣٥ ووضعت علامة "O" فى العمود التالى B عند ٣٥.

والجدير بالذكر هنا أنه لا محل للأزمنة عند الانتقال فيما بين الأعمدة حيث أن السعر يجرى تسجيله على المحور الرأسى والاتجاه على المحور الأفقى، وبصفة عامة فان القواعد المبسطة التى يتبعها مصممو الخرائط chartists هى وضع"X" على الخريطة عند ارتفاع السعر ووضع "O"عند هبوط السعر. أما المربعات (Boxs) فيتم شغلها عند حصول تغير فى السعر فقط، ويجرى البدء بعمود جديد فى كل مرة ينقلب فيها إتجاه السعر.

مؤشر ستاندرد آندبور: Standard & poor's 500 index :

خلافاً لمؤشر داو جونز الذى يجرى احتسابه باستخدام المتوسط الحسابى أى باهمال الأوزان، فإن مؤشر ستاندرد آندبور هو مؤشر مرجح فيراعى فى احتسابه الأوزان الترجيحية فيظهر التغيرات النسبية فى أوراق الشركات التى يشملها المؤشر مقارنة بسنة الأساس وهى ١٩٤١ – ٤٣ = ١٠ وبالنظر الى صيغة = المؤشر وهى:

$$\frac{\text{مج س١ ك١}}{\text{مج س ك}} \times ١٠$$

حيث س١ = السعر الجارى

حيث س = سعر فترة الأساس.

حيث ك١ = كمية المقارنة.

حيث ك١ = كمية فترة الأساس.

فانه بوسعنا القول إن هذا المؤشر يعتمد على القيم السوقية لفترتى المقارنة والأساس دون حاجة إلى توحيد الكميات (الأوزان) ولذا فهو يختلف عن مؤشرى (Paasche & Laspegre).

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

كل مفرده من مفردات أسهم هذا المؤشر يجرى ترجيحها بالأوزان، الأمر الذى يبدو أثره على المؤشر بالنسبه لأهميتها النسبية(١١٢).

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

المؤشرات الاقتصادية: Economic Indicators and the stock Market.

لقد انتهى رأى السابقين إلى أن الإقتصاديات القوية تعد مطلباً أساسياً لأية شركة أو صناعة رابحة A Prequisite for a healthy and profitable industry or company، ولذلك فان مؤشرات الإنتاج الصناعى، والناتج القومى الإجمالىGross National product (gnp) والدخل القومى وتقديرات الدخل المتاحDisposable income estimates تعد من المؤشرات التى ينبغى على المستثمر أن يستعين بها للتعرف على إتجاهات السوق المستقبلية(١١٣) .

ويستخدم النشاط الاقتصادى بصفه عامة كمؤشر لمستوى السوق، ولو فرض أن ثمة تنبؤاً بتحسن الظروف الاقتصادية، وتوقع زيادة محسوسة فى معدلات الربحية للشركات الصناعية وغير الصناعية مع انخفاض أسعار الفائدة غير المصحوب بأية اتجاهات تضخمية، فان سوق الأوراق المالية ينبغى أن تتسم بالقوة، وعلى خلاف ذلك اذا ما بدت أعراض اقتصاد مريض يعانى من تضخم جامح ومعدلات فائدة مرتفعة وبطالة متزايدة فإن السوق هنا تكون سوقا ضعيفة وتأخذ الأسعار فيها اتجاها نزوليا Bearish market لذلك لم يكن مستغرباً أن يتساءل الرئيس ريجان فى دهشة بالغة – اثناء احداث انهيار الأسواق العالمية – عن التوقعات التى تغيرت فجأة تجاه اقتصاديات الولايات المتحدة الأمريكية أو اقتصاديات العالم لكى تبرر انهيار أسعار الأسهم بنسبة ٣٦٪ عما كانت عليه منذ ثمانية أسابيع.(١١٤) ومع هذا فإن المستثمر الذى يتسخدم المؤشرات الاقتصادية كمرشد أو دليل Guide للتعرف على النشاط

الاقتصادى يجب عليه اعتبار هذه الموشرات أدوات تقريبية Rough tools لتحديد الاتجاهات المستقبلية كما يفترض أن المستثمر فى تعامله بالبيع أو الشراء يراعى دائما النواحى الأصولية Fundamentals فى تحليل الاستثمار ولا يثنيه عن ذلك التغيرات الوقتية والتقلبات العشوائية.

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

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

ويعتبر البيع على المكشوف من وجهة نظر المستخدمين لهذا المؤشر دليلاً علي قوة السوق او ضعفها فنيا، وتتضمن هذه البيوع اقتراض الأسهم المباعة والتى يتعين على البائع ان يسلمها فى غضون أيام قليلة الى المشترى بينما هو ليس مالكاً لها أصلا بمعنى أنه يبيع ما ليس عنده، ولا ما هو رهن تصرفه، وذلك على أمل إعادة شراء الأوراق عند انخفاض أسعارها وإعادتها لمقترضيها. وحيثما يتم التعاقد على البيع فهناك زيادة فى عرض الأسهم فى السوق تميل معها الأسعار إلى الانخفاض، وشراء الأسهم بعد انخفاض أسعارها يؤدى إلى إعادة ارتفاعها.

وأما عن اولئك الذين يستخدمون حجم البيع على المكشوف كمؤشر على قوة السوق أو ضعفة فنياً فيرون ان زيادة المبيعات على المكشوف تشير الى قوة السوق وانخفاض حجم هذه البيوع دليل على ضعفها، فالبيع على المكشوف فى سوق يتجه الى الصعود دليل قوة عندهم لسببين:

الأول: استيعاب السوق لكميات إضافية من الأسهم.

الثاني: أنه إذا بدأت أسعار السوق فى الهبوط إثر زيادة المعروض فإن المضاربين يقومون بالشراء مرة أخرى وبأسعار منخفضة محققين بذلك هامشاً من الربح ومؤازرين للسوق(١١٥).

ويعتبر هذا المؤشر –من وجهة نظرنا– خطيرا وسنتناوله بالمناقشة المستفيضة فى الباب الثانى بإذن الله.

مؤشر اتساع السوق : Breadth index :

ينتقد بعض المتعاملين والممارسين نظرية Dow Jones على أساس انها لا تعكس حركة جميع الأسهم فى السوق، وأن متوسطاتها ليست ممثلة تمثيلا حقيقياً للسوق ويبنى اولئك انتقاداتهم على أساس أنه ليست كل الأسهم تتخذ اتجاهاً واحداً فى آن واحد كما تشير مؤشرات داو جونز.

ويستدلون على ذلك بانه فى يوم الأربعاء ٣ نوفمبر ١٩٧٦ عقب انتخاب الرئيس كارتر رئيساً للولايات المتحدة الأمريكية بيوم واحد فان عدد الشركات التى تم التعامل عليها بلغ ١٨٨٣ شركة. من بينها ٣١٣ شركة ارتفعت أسعار أسهمها و ١١٩٣ شركة انخفضت اسعار أسهمها بينما ثبتت أسعار ٣٧٦ شركة. ولحساب المؤشر هنا فإننا نقوم بطرح عدد الشركات الصاعدة من الشركات الهابطة أو الهابطة من الصاعدة لنصل الى صافى الصعود Net advances أو صافى الهبوط Net Declines، ثم نقوم بقسمة الصافى على عدد الشركات المتعامل عليها فنصل بذلك الى الرقم القياسى لاتساع السوق.

وفى المثال المتقدم صعدت أسعار ٣١٣ شركة وانخفضت اسعار ١١٩٣ شركة، ويستفاد من ذلك ان صافى الانخفاض ٨٨٠، وبقسمة صافى الانخفاض على عدد الشركات المتعامل عليها وهى ١٨٨٣ يبين لنا أن مؤشر اتساع السوق سالب بنسبة ٤٦ر٨٪ (٨٨٠ ÷ ١٨٨٣). وهذا المؤشر إما أن يكون معضداً ومؤازراً لمتوسط حركة مؤشرات داو جونز أو مناقضا لها. فإذا ما كان المؤشر معضداً فإن هذه علامة علي قوة السوق وإن كان مناقضاً كان ذلك دليلاً على ضعف السوق. وفى ٣ نوفمبر ١٩٧٦ إنخفض مؤشر داو جونز بمقدار ٥٦ر٩ بنط أو نقطة وكانت تلك علامة على قوة السوق بتوافق المؤشرين نحو الانخفاض(١١٦).

مؤشر حجم التعامل : Volume of trading indicator :

يستخدم حجم التعامل على الأسهم فى السوق كمؤشر أو دليل Guide على مدى قوة السوق او ضعفها ووفقا لمفهوم هذا المؤشر فإن اتجاه حركة الأسعار إلى الصعود أو إلى الهبوط تعتبر دليل قوة اذا صاحبها حجم ضخم من التعامل، وأما الحركة فى الأسعار سواء فى اتجاه الصعود أو الهبوط والتى لا يصاحبها حجم كبير من المعاملات فتعد – من وجهة نظر مؤيدى هذا المؤشر – دليلاً علي ضعف السوق. فبفرض أن السوق بدأت تأخذ اتجاها تصاعديا بعد فترة من النزول، ففى هذه الحالة يأمل المستثمرون أن يكون هذا الصعود هو نهاية مرحلة 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 هناك 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 المبحث لبعض المتوسطات والمؤشرات المستخدمة فى قياس تقلبات الأسعار فى اسواق الأوراق المالية العالمية على اختلاف أساليبها ودرجة أهميتها ودقتها. وعلى الرغم من اهمية الأرقام القياسية سواء تلك المستخدمة فى قياس تقلبات الأسعار فى الأسواق السلعية أو أسواق الأوراق المالية، فإنه مما يسترعى إنتباه الباحثين والمتخصصين افتقار سوق الأوراق المالية بمصر لهذه الأداة الهامة والتى لا يكاد يتصور المرء غيابها عن سوق عريقة كالسوق المصرية(١١٧).

لذلك فقد آليت على نفسى ألا آلو جهداً لاستخراج رقم قياسى لأسعار أوراق الشركات لبورصة الأوراق المالية بالقاهرة وذلك رغم الصعاب الكثيرة التى صادفتنى والتى بسببها أخفقت كل المحاولات التى بذلت من جانب بعض الجهات المعنية لتحقيق هذه الغاية.

والرقم القياسى الذى قمت بإعداده هو نموذج قابل للتطوير فى ضوء احتياجات السوق وتطورها وهو يختلف فى تكوينه عن بعض المؤشرات المعروفة كمؤشر داو جونز "Dow Jones" والذى يعتمد فى تكوينه على أكبر ٣٠ شركة صناعية يجرى التعامل على أسهمها فى بورصة وول ستريت باعتبار هذه الشركات ممثله لجميع الشركات المقيدة بالبورصة من وجهه نظر مصممى هذا المؤشر، ويقترب مؤشرنا المقترح الى حد ما من مؤشر Standard & poors 500 stock composite average وذلك من حيث التركيب والذى يعتمد على الأوزان الترجيحية لفترة المقارنة، ومن حيث إحتواء مؤشرنا لجميع الشركات المتعامل عليها، وضخامة عدد الشركات التى يتضمنها مؤشر ستاندر آند بور.

وأول ما يسترعى نظر الباحث ويشد انتباهه عند تقييمه لهيكل السوق المصرى من حيث عدد الأوراق المقيدة ومكونات هذا العدد، والذى يمكن من خلاله الحكم على السوق من حيث سعتها أو محدوديتها فهو عدد الشركات المغلقة الى جملة الشركات المقيدة. حيث استبان لنا استئثار الشركات المغلقة بنسبة ٥ر٧٣٪ من جملة الشركات المقيدة والتى بلغ عددها فى آخر اكتوبر ١٩٩٠ – على سبيل الحصر – ٥٦٤ شركة، يخص الشركات المغلقة منها ٤٠٩ شركات، والقلة القليلة الباقية وقدرها ١٥٥ شركة تخص شركات الاكتتاب العام(١١٨).

وأهم الاعتبارات التى أخذت فى الحسبان عند اختيارنا للرقم القياسى المقترح هى:

أولا : ان يتوفر للرقم القياسى المقترح عدالة التمثيل وإحكام التركيب.

ثانيا: فى الأسواق الضيقة Narrow markets كالسوق المصرية والتى يقل من خلالها عدد الأوامر المتدفقة على السوق، تكاد تنعدم فرص التماثل. فالأوراق التي يجري التعامل عليها فى احد الشهور ليست بالضرورة هى ذات الأوراق التي يجرى التعامل عليها فى شهر سابق أو لاحق أو حتى اية فترة يري 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 ايجاد مخرج، حال عدم التعامل على ذات الأوراق فى فترة الأساس.

ووفقا لهذه الصيغة فان الرقم القياسى المقترح سوف يكون على الوجه التالى:

$$\frac{\text{مج } (ك_{1} \times س_{1})}{\text{مج } (ك_{1} \times س_{.})} \times ١٠٠$$

وحيث ك١ تمثل كميات فترة المقارنة

ك٠ تمثل كميات فترة الأساس

س١ تمثل أسعار فترة المقارنة

س٠ تمثل أسعار فترة الأساس.

ثالثا: إن قيد أوراق مالية جديدة وبأعداد كبيرة فى جداول القيد يعد ظاهرة محسوسة فى السوق المصرية فى الوقت الحالى، واحتمال التعامل على تلك الأوراق فور قيدها فى جداول الأسعار، لا يقل رجحاناً عن إحتمال عدم التعامل عليها فور إتمام القيد، الأمر الذى يتعذر معه استخدام صيغة لاسبير Laspere's index number والتى تعتمد على اوزان فترة الأساس وهي:

$$\frac{\text{مج } (ك_{.} \times س_{1})}{\text{مج } (ك_{.} \times س_{.})} \times ١٠٠$$

حيث لا يتوفر لدينا فى هذه الحالة ك.

رابعا: أن صيغة "Paashe" تعد من أدق الصيغ علميا وعمليا.

خامسا: أننا قد آثرنا أن تكون عدد مفردات الرقم القياسى هى كافة الأوراق المقيدة فى السوق والمتعامل عليها، أخذاً فى الاعتبار ان الشركات القائدة فى الأسواق

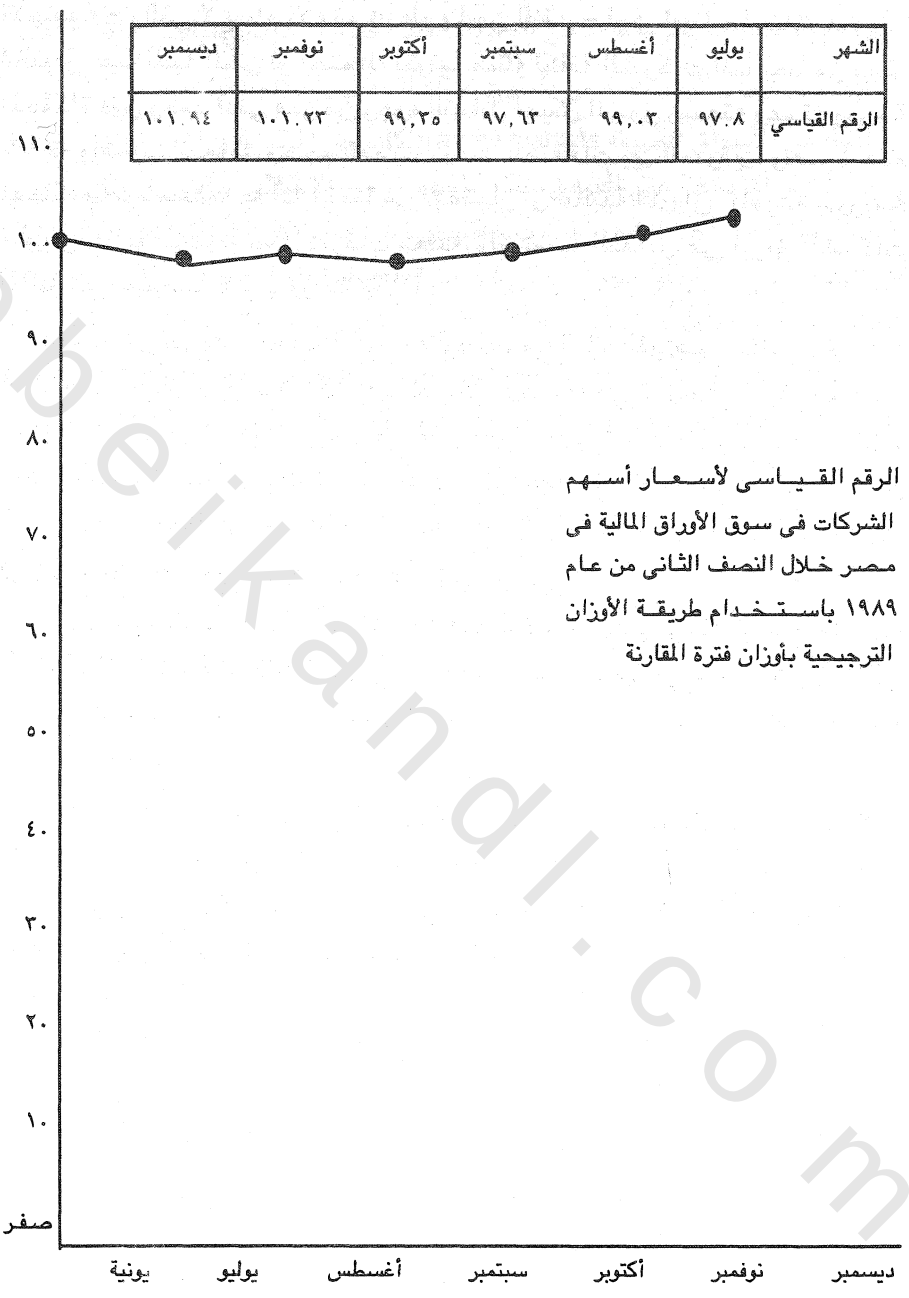
الأجنبية – والتى لا يسلم الاعتماد عليها من النقد – ليس لدينا ما يناظرها، وأن اختيار عينة لغلبة الظن أو احتماله بكونها ممثلة لكافة الشركات إنما يعد من قبيل المحاكاة دون وجود أدنى قدر من وجوه التماثل لهيكل السوق وسعته وعمقه ودرجة كفاءته وأسلوب التعامل وحجم العمليات وعدد الصفقات بين السوقين، وتصبح عدم المحاكاه امراً مسلما به اذا أخذنا فى الإعتبار أن غالبية الأوراق المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية تمثل شركات مغلقة، وأن نسبة التعامل على أوراق الشركات المغلقة الى مجموعها لا يتجاوز ٢٥٪(١١٩).

سادسا: تراءى لنا استحساناً أن تعظيم المنفعة للرقم القياسى المقترح يقتضى استخدام صيغة اخرى بالاضافة إلي الصيغة المتقدمة وهى استخراج الرقم القياسى باستخدام طريقة الأوزان الترجيحية لفترة المقارنة والأساس المتحرك. وفقا لهذه الصيغة يصير كل شهر فترة اساس للشهر الذي يليه، وكل فترة مقارنة لأحد الشهور تصبح فى الشهر التالى فترة اساس للشهر الذى يليها، الأمر الذى يسهل معه المقارنة، وابراز نسبة التغير فى السعر من شهر لآخر.

سابعا: فترة الأساس التى تم اختيارها هى فترة هدوء نسبى وترقب باعتبارها نهاية السنة المالية لمعظم الشركات التي يجرى التعامل على اسهمها فى سوق الأوراق المالية ويترقب المساهمون تسرب بعض المعلومات عن نتائج اعمال الشركة وتوزيعاتها المقترحة من جانب مجلس الإدارة.

والشكلان الموضحان فيما بعد يظهران الرقم القياسى لأسعار اسهم الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة باستخدام الصيغتين المنوه عنهما فى موضع سابق. ويترتب على ذلك ابراز التغير فى الأسعار خلال فترة معينة مقارنة بفترة الأساس مرة ومقارنة بالشهر السابق مرة أخري.

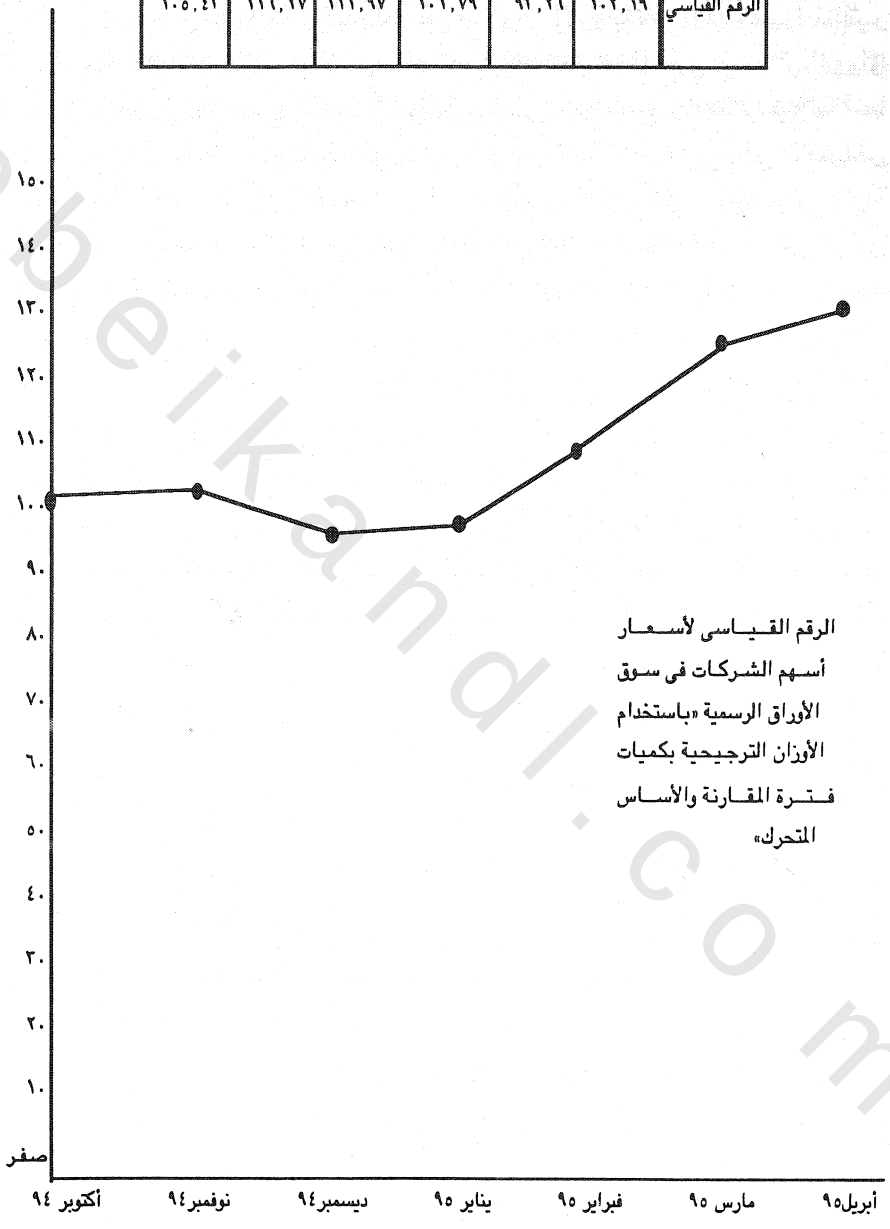
الشهر	يوليو	أغسطس	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
الرقم القياسي	٩٧.٨	٩٩,٠٣	٩٧,٦٣	٩٩,٣٥	١٠١.٢٣	١٠١.٩٤



الرقم القياسى لأسعار أسهم الشركات فى سوق الأوراق المالية فى مصر خلال النصف الثانى من عام ١٩٨٩ باستخدام طريقة الأوزان الترجيحية بأوزان فترة المقارنة

obeikandl.com

الشهر	نوفمبر	ديسمبر	يناير	فبراير	مارس	أبريل
الرقم القياسي	١٠٢,١٩	٩٣,٢٦	١٠١,٧٩	١١١,٩٧	١١٦,٢٧	١٠٥,٤٣



الرقم القياسى لأسعار أسهم الشركات فى سوق الأوراق الرسمية «باستخدام الأوزان الترجيحية بكميات فترة المقارنة والأساس المتحرك»

obeikandl.com

أثر سعر الفائدة على أسعار الأسهم فى أسواق رأس المال :

إختلفت الآراء حول اثر سعر الفائدة على اسعار الأوراق المالية وظهر فى هذه المسألة رأيان احدهما راجح والأخر مرجوح. الرأى الأول يعطى وزناً كبيراً لتأثير النقود السهلة Easy money أو النقود الصعبة Dear money علي اسعار الأوراق المالية. والمعروف ان مصطلح النقود السهلة اى النقود الرخيصة Cheap money انما يطلق عندما تعمد السلطات النقدية إلى خفض اسعار الفائدة للتشجيع علي الاقتراض ولبعث الانتعاش فى النشاط الاقتصادى. اما النقود الغالية ويطلق عليها أيضاTight money فانما ينصرف مصطلحها الى الحالة التي يقل من خلالها المعروض النقدى ويجرى تقييد الائتمان والحد منه ورفع سعر الفائدة كوسيلة لمحاربة التضخم من جانب السلطات النقدية. وهذه السياسة وان كانت لا تلائم – من وجهة نظر بعض الاقتصاديين – سوى الدول الغنية والمتقدمة، إلا أنها قد طبقت فى الآونة الأخيرة فى مصر. ونعرض للرأيين المتقدمين بشيء من التفصيل:

يرى أصحاب الرأى الأول أن زيادة المعروض من النقد بسعر فائدة منخفض يؤدى الى صعود اسعار الأوراق المالية، وأن ندرة الأموال من ناحية أخرى وارتفاع اسعار الفائدة من شأنه حدوث انخفاض فى أسعار الأوراق المالية. وتفصيل ذلك أنه حينما يكون فى الامكان اقتراض الأموال مقابل فائدة بنسبة ٣٪ فرضاً، مع إمكان استخدامها في شراء اسهم تدر عائدا يصل الى ٧٪، فإن ذلك من شأنه تقوية الحافز لدى المستثمرين والمضاربين علي استثمار أموالهم فى أصول مالية. وحيثما يكون المال نادراً فإنه من غير المنتظر تحقيق أرباح مجزية. وغالبا ما ترتفع فى هذه الحالة اسعار الفائدة، ويصبح تحول المستثمر من سوق رأس المال الى سوق النقد أمراً تقتضيه مصلحة المستثمرين(١٢٠).

ومن جهة أخرى فإنه بتخفيض أسعار الفائدة تنخفض تكاليف الانتاج فتزداد ربحية المشروعات ومع زيادة الربحية تزداد قدرة المشروعات على التوسع وزيادة الانتاج مما يبعث موجة من التفاؤل لدى المستثمرين تؤدى الى ارتفاع الأسعار وأخذ السوق اتجاهاً صعودياً.

وقد عبر عن ذلك أحد الكتاب الغربين بقوله «إن زيادة المعروض النقدى وارتفاع الأسعار فى سوق الأوراق المالية هما مترادفان.

A growing money supply and a rising security market are synonomous(121).

بينما يرى أصحاب الرأى الآخر انه اذا 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 الرأى أنه بفرض أن شخص ما قام بشراء مائة سهم بسعر السهم مائة دولار، وأن سعر هذا السهم قد صعد خلال شهر واحد فى السوق إلى ١٠٥ دولارات، فإن ربح المستثمر سيتجاوز ٤١٠ دولارا عندما يكون سعر الفائدة ٤٪ وينخفض بحوالي ١٦٫٦٧ دولارا عندما يكون سعر الفائدة ٦٪، وهذا الفرق لا يبرر – من وجهة نظرهم – التراجع عن التعامل فى الأسهم، وبالتالى فإن زيادة المعروض من هذه الأوراق ليس أمرا محتملا، واستطرد أصحاب هذا الرأى أن الحقائق تؤكد أن معدلات سعر الفائدة ليست عاملا مهيمناً وأن مسالة النقد السهل أو الصعب لا تعدو أن تكون عاملاً من عوامل كثيرة مؤثرة في السوق.

ويضيف أصحاب هذا الرأى أن معدلات الفائدة المرتفعة لا تستطيع أن توقف سوقاً أسعارُها فى صعود مالم تكن الظروف الأخرى سيئة وتؤدى الى هذه النتيجة لا محالة. كما أن النقد الرخيص لا يؤدى الى انتعاش سوق مالم تكن الأساسيات Fundamentals المتعلقة بالظروف المالية للشركات، والاقتصادية للبلاد مقبولة(١٢٢) من قبل المتعاملين فى الأسواق. وانتهى هذا الرأى الى أن تأثير سعر الفائدة على أسعار الأسهم فى السوق يعد أمراً ثانوياً Secondary وعاملا مكملا Supplementary بطبيعته.

وإنى أتفق مع الرأى الأول، وهذه المسألة من البداهة ولا تحتاج الى حشد الأدلة وتقديم البراهين.

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

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

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

وننقل هنا عن بحث لأستاذنا الدكتور عبد الحميد الغزالى عن الأرباح والفوائد المصرفية بين التحليل الاقتصادى والحكم الشرعى «أنه قد أكدت الاستقصاءات التى أجراها ميد.J. E. Meade وأندروز P. W. Andrews ان رجال الأعمال يعتقدون أن سعر الفائدة ليس عاملاً يذكر فى تحديد مستوى الاستثمار بينما فى دراسة أخرى قام بها ليبلنج H. Leibling للتجربة الأمريكية، وجد ان ارتفاع أسعار الفائدة كان مانعاً كبيراً

من الاستثمار، وأنه فى فترة الدراسة (١٩٧٠ - ١٩٧٨) بلغت مدفوعات الفوائد ثلث العائد الإجمالى على رأس المال مما أدى الى تآكل فى ربحية الشركات. وترتب على ذلك هبوط رأس المال المخاطر فى التمويل الكلى أى مجموع الأسهم والقروض، وانخفاض التكوين الرأسمالى. وأورد سيادته فى ذات البحث تساؤل M. friedman فى بداية الثمانينات عن اسباب السلوك الطائش الذى لم يسبق له مثيل للاقتصاد الأمريكى ورد على تساؤله بقوله «إن الإجابة التى تخطر على البال هى السلوك الطائش المساوى له فى أسعار الفائدة».

obeikandl.com