

القسم الثاني

الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية

الفصل الخامس

أسواق الأوراق المالية

المبحث الأول

تنظيم وإدارة أسواق رأس المال الفورية

يقصد بها أسواق رأس المال الحاضر، ويطلق عليه تجاوزاً أسواق الأوراق المالية Security Markets، ففي هذه الأسواق يدفع المشتري قيمة الورقة أو جزء منها عند التعاقد، مقابل انتقال ملكيتها إليه على الفور. وهي بهذا تختلف عن الأسواق المستقبلية التي ينفذ فيها التعاقد في تاريخ لاحق، أي يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق.

أولاً: السوق الأول: Primary Market

يقصد بالسوق الأول السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية، وتسمى عادة هذه المؤسسة بنك الاستثمار أو المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، مثل مار لنش، ومؤسسة بوسطن الأولى، ومروجان ستانلي في الولايات المتحدة.

وفي الدول التي تنسم سوق أوراقها المالية بالصغر، قد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار.

ويتمثل دور بنك الاستثمار كوسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، وبين الجهة التي قررت إصدارها.

يقدم بنك الاستثمار المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور، وبالتالي فإن بنك الاستثمار لا يمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف، كما أن تمويله لشراء الإصدار لا

يمثل استثماراً دائماً، بل هو استثمار مؤقت ينتهي بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار بالبيع.

إن بنك الاستثمار ليس السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية، حيث يوجد طريقان آخران هما:

الأول: الأسلوب المباشر Direct Approach:

ويتمثل بقيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين، مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تباع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها.

الثاني: أسلوب المزاد Auction Approach:

وهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من أوراق، حيث يتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء. ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل، إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار. إلا أن الأسلوب السائد في إصدار أسهم وسندات منشآت الأعمال هو الاعتماد على بنوك الاستثمار.

اختيار بنك الاستثمار:

يجب على المنشأة المعنية أن تتخذ قرارات رئيسية قبل اختيار بنك الاستثمار. وتشمل هذه القرارات تحديد حجم الأموال المطلوب الحصول عليها، وتوقيت الإصدار ونوع الورقة التي ينبغي إصدارها سواء أكانت سهماً أو سنداً. وتعتبر هذه القرارات مبدئية؛ حيث يمكن إعادة النظر فيها، بناء على نصيحة بنك الاستثمار الذي سيتم اختياره.

وتقوم المنشأة باختيار بنك الاستثمار بأحد أسلوبين:

الأول: التفاوض المباشر Direct Negotiation:

في ظل هذا الأسلوب لا يتوقع أن يكون عدد البنوك التي يجري معها التفاوض كبيراً، نظراً لأن التفاوض عادة ما يكون مع بنوك ذات خبرة سابقة مع المنشأة، كما أن بنوك الاستثمار ذاتها متخصصة في تصريف أوراق مالية لأنواع معينة من المنشآت.

الثاني: أسلوب العطاءات Competitive Bid:

في ظل هذا الأسلوب يتنافس عدد من بنوك الاستثمار، لكي يرسو عليها عطاء الإصدار، حيث تتم المفاضلة بين العطاءات على أساس التكاليف التي تتكبدها المنشأة.

في حال السندات، يتم اختيار البنك الذي يتضمن عطاؤه أقل معدل كوبون ممكن، بينما في حال الأسهم تكون المفاضلة على أساس السعر الذي يدفعه البنك لشراء الإصدار أو على أساس نسبة الإصدار التي يضمن تصريفها.

وتشير بنوك الاستثمار إلى أن التفاوض المباشر يخدم مصلحة المنشأة بشكل أفضل، نظراً لأن البنك يخصص من البداية وقت أطول ومجهوداً أكبر لوضع برنامج متكامل لتسويق الإصدار، وهو أمر لا يمكن تحقيقه في ظل أسلوب العطاءات، طالما أن البنك لا يضمن رسو العطاء عليه. تتم المفاضلة على أساس التكاليف التي تتكبدها المنشأة في ظل أسلوب العطاءات، وليس على أساس جودة الخدمة المقدمة لها، وخاصة في مجال النصح والمشورة.

المهام الرئيسية لبنك الاستثمار:
يتطلب قيام بنك الاستثمار بوظيفته على أكمل وجه الاضطلاع بأربع مهام رئيسية هي:

تقديم النصح والمشورة: Advisory
تتمثل هذه المهمة في قيام بنك الاستثمار بتقديم النصح والمشورة فيما يتعلق بحجم الإصدار، ومدى ملائمة توقيته، وتحديد إمكانية وجود وسائل تمويل بديلة أكثر ملائمة. وهذا يعني إمكانية إعادة النظر في القرارات التي سبق أن اتخذتها المنشأة.

الإجراءات التنفيذية: Administrative
أي القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة، وما يتضمنه ذلك من اتصالات بجهات أخرى، مثل لجنة الأوراق المالية والبورصة.

التعهد: Underwriting
ويقصد بها تعهد بنك الاستثمار بتصريف كل أو حد معين من الكمية المقرر إصدارها. ويمكن أن يدفع البنك للجهة صاحبة الإصدار مقدماً قيمة الكمية التي تعهد بتصريفها. وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار من دون أن يلتزم بتصريف قدر محدد منه، وذلك في مقابل عمولة. وإذا ما تبقى جزء لم يتم تصريفه، يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار. في بعض الحالات، يمكن أن يقتصر دور البنك على القيام بمهمة وكيل البيع الذي يعرض الإصدار الجديد على حملة الأسهم الحاليين، على أساس أنهم الأولى من غيرهم بشرائه.

٢-٤- التوزيع: Distribution
تتمثل هذه المهمة في التوزيع الفعلي للإصدار، وذلك ببيعه للجمهور. وتعتبر هذه المهمة المحور الأساسي لعملية الإصدار.

يطلق على البنك الذي أبرم العقد مع المنشأة، بالبنك المنشئ. وبالنسبة إلى الإصدارات الكبيرة، عادة ما يبرم البنك المنشئ عقد مشاركة مع بنوك استثمار أخرى، تتعهد فيه بالمساهمة في توزيع وتمويل شراء الإصدار، كما تتحمل مع

البنك المنشئ مخاطر الفشل في التسويق، وذلك في مقابل الحصول على جزء من عمولة الإصدار التي تتراوح عادة بين ١٠% - ١٥% من حصة بيع الإصدار. تسجيل وتسعير الإصدار:

يتطلب تسويق الإصدار تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة، للتأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على جودة الإصدار، ومن هذه البيانات: الهدف من الإصدار.

السعر المحدد للبيع للجمهور، وكذلك السعر المحدد للبيع للملاكين الحاليين للشركة.

ميزانية عمومية وقائمة دخل تفصيلية عن السنوات الثلاث السابقة. نسخة من العقد المبرم بين الجهة المعنية بالإصدار وبنك الاستثمار. ويقوم البنك المنشئ بإرسال صورة من البيانات السابقة، بعد اعتمادها من اللجنة المذكورة إلى المستثمرين المحتملين الذين قد يرغبون في الشراء، والتي تسمى بالمشور Prospectus.

والجدير بالذكر أنه تستثنى الإصدارات الحكومية من تقديم أو اعتماد أي بيانات من لجنة الأوراق المالية والبورصة.

ويتحدد السعر الذي تباع به الورقة عادة قبيل آخر خطوة في إجراءات التسجيل، لكي يتم التسعير وفقاً لأحدث المعلومات المتاحة.

ويتوقع أن ينفذ الإصدار في فترة قصيرة (أيام معدودة أو ربما في بضع ساعات) إذا كان تقدير السعر سليماً، والظروف الاقتصادية مواتية، والمركز المالي للمنشأة المعنية قوي. أما إذا لم يتوفر واحد أو أكثر من الشروط السابقة فقد يتطلب الأمر أسابيع أو شهوراً.

وقد يلجأ بنك الاستثمار إلى المحافظة على استقرار سعر بيع الورقة المالية وحمايته من الهبوط خلال فترة التوزيع إلى شراء ما يعرض منها للبيع في البورصة خلال تلك الفترة.

وعلى الرغم من أن هذا الإجراء يعدّ نوعاً من التضليل للمستثمرين كونه يعطي انطباعاً بوجود طلب على الورقة، فإن القانون عادة يتجاهل تناوله بهدف حماية بنوك الاستثمار من التعرض لخسائر فادحة؛ حيث أن زيادة المعروض من الورقة بسبب إعادة بيعها يؤدي إلى صعوبة التصريف فضلاً عن هبوط سعر الورقة خلال فترة التوزيع.

والجدير بالذكر أن القانون عادة ما يحرم على المنشأة التي تقوم بنفسها بتسويق الإصدار الجديد أن تدخل مشترياً لذلك الإصدار خلال فترة التوزيع.

كما أن الاستقرار المنشود في سعر الورقة خلال فترة التوزيع، يمكن تحقيقه أيضاً من خلال الأسهم المضمونة السعر، فهذه الأسهم تقدم خدمة لبنك

الاستثمار في حال تعهده بتصريف الإصدار، كما تقدم خدمة أيضاً للمنشأة إذا اقتصر التزام بنك الاستثمار على بذل أقصى جهد.

ففي الحالين تقلّ فرصة قيام المشتري بإعادة بيع الورقة خلال فترة التوزيع، وبالتالي يتضاءل احتمال الفشل في توزيع الإصدار بالسعر الذي تعرض به الورقة.

وتتفاوت تكاليف الإصدار وفقاً لنوع الورقة، إذ إن تكلفة إصدار الأسهم العادية تفوق تكلفة إصدار الأسهم الممتازة، التي تفوق بدورها تكلفة السندات. ويعود انخفاض تكلفة إصدار السندات إلى أنها تباع بكميات كبيرة لعدد محدد نسبياً من كبار المستثمرين، في حين تباع الأسهم بنوعيتها بكميات صغيرة لعدد كبير من المستثمرين.

إن العلاقة بين حجم الإصدار وبين نصيب السهم أو السند من تكلفة الإصدار، هي علاقة عكسية وإن كانت غير خطية، نظراً إلى أن الجزء الأكبر من تكلفة الإصدار (٨٥%) تقريباً من تلك التكلفة) يتمثل في مصاريف تسجيل الورقة، وتعتبر تكاليف ثابتة.

كما يوجد عامل آخر يجعل نصيب السهم أو السند من تكلفة الإصدار مرتفعاً في حال الإصدارات الصغيرة، ويتمثل في أن هذه الإصدارات عادة ما تكون لمنشآت غير معروفة، الأمر الذي يعني ارتفاع تكاليف البحث والدراسة وأيضاً التوزيع.

ثانياً: السوق الثاني: Secondary Market

يقصد بالسوق الثاني السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بعد إصدارها، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين الأسواق المنظمة (البورصات)، والأسواق غير المنظمة. ويتميز السوق المنظم بوجود مكان محدد، يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق، كما يدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.

الأسواق المنظمة (البورصات):

إن كلمة بورصة تأتي تسميتها تاريخياً من بروج البلجيكية ونسبة إلى فندق يحمل اسم صاحبه فان دير بورصن Van Der Boursen، حيث تعتبر بورصة أمستردام في هولندا أول سوق منظمة للأوراق المالية، تليها أسواق أخرى في أوروبا الغربية، أولها بورصة باريس التي أنشئت عام ١٧٢٤، ثم بورصة لندن عام ١٧٧٣، وبدا نشاط كل من هذين السوقين على شكل اجتماعات في المقاهي بين الوسطاء وعملائهم لعقد الصفقات التجارية. وكانت لندن الأولى في وضع أنظمة خاصة بها في عام ١٧٧٣، حيث شيدت مقراً خاصاً كتب على مدخله كلمة

بورصة...، إلا أن بورصة نيويورك تعتبر اليوم أهم وأكبر الأسواق المالية العالمية^(١).

ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية (البورصات) إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية.

أسواق مركزية:

ويمثل السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة، بغض النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة أو المنظمة المصدرة لتلك الورقة. ومن الأمثلة على هذه الأسواق بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم، والتي تسمى بالمجلس الكبير؛ حيث تتعامل في حوالي ٨٠ ٪ من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة.

ومن الأمثلة الأخرى عن هذه الأسواق: البورصة الأمريكية للأسهم في نيويورك والتي تتعامل في حوالي ١٠ ٪ من الأوراق المالية المسجلة، وكانت تسمى سابقاً بورصة الرصيف، نظراً إلى أن التعامل كان يتم خارجها على رصيف الشارع الذي تقع فيه البورصة، وقد انتقل التعامل إلى داخل البورصة عام ١٩٢١، في حين أخذت اسمها الجديد عام ١٩٣٥.

وتتميز البورصة الأمريكية عن بورصة نيويورك في أنها تتعامل بشكل أساس بأسهم الشركات الصغيرة والأكثر حداثة.

ويشار إلى بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية ببورصات الأسهم، نظراً إلى أن تعاملها في السندات محدود للغاية، حيث إن ٩٥ ٪ من التعامل في السندات يتم في السوق غير المنظمة.

بورصات المناطق أو البورصات المحلية: Regional Exchanges

وتعمل فيما تبقى من الأوراق المالية المسجلة أي ١٠ ٪ الباقية، وهي عادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهتم المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو في المناطق القريبة منها، كما تتيح البورصة المحلية للسماسرة غير القادرين على الحصول على مقعد في أحد البورصات المركزية فرصة التعامل في الأوراق المالية المتداولة في تلك البورصات. كما أن انخفاض عمولة السمسرة في البورصة المحلية، قد يدفع كبار المستثمرين إلى تفضيلها على البورصات المركزية.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد ما يمنع من تعامل البورصات المحلية في الأوراق المالية المتداولة في البورصات المركزية.

١ - تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أكبر أسواق الأسهم والسندات في العالم بأسره، لذا فإن دراسة أسواقها من شأنه أن يزود القارئ بالمعرفة الواسعة في هذا المجال.

الطرح العام والطرح الخاص للأسهم:

يتوقف قرار المنشأة في هذا الشأن على تقييمها لمزايا وعيوب كل بديل. فمن مزايا طرح الأسهم للتداول العام، إتاحة الفرصة للمؤسسين لتتويع محفظة الأوراق المالية الخاصة بهم، بينما في حالة الطرح الخاص قد يضطر المؤسسون لشراء الإصدار كله أو جزء منه، وبالتالي تجميد جزء كبير من ثروتهم في الاستثمار في منشأة واحدة.

إن طرح أسهم المنشأة للتداول العام، يعني أن لتلك الأسهم قيمة سوقية عادلة، يمكن على أساسها تقدير القيمة السوقية للمنشأة ذاتها.

بينما لا يتوفر هذا للمنشآت التي ليس لأسهمها سوق يحدد القيمة العادلة لأسهمها. يضاف إلى ذلك احتمال ارتفاع تكلفة الأموال في حالة الطرح الخاص مقارنة بالطرح العام. إذ يفضل المستثمرون الأسهم ذات الطرح العام نظراً لسهولة التصريف عند الحاجة، وما لذلك من أثر إيجابي على سعر بيع الأسهم وعلى حصيلة بيع الإصدار بالتبعية.

وبصعب تصريف الإصدار المطروح للتداول الخاص لثلاث أسباب رئيسة، هي:

- إجماع الملاكين الحاليين عن شراء الإصدارات الجديدة، لعدم توافر الأموال أو لتجنب تركيز ثروتهم في استثمار واحد، في الوقت الذي يصعب فيه بيع الإصدار الجديد لمستثمرين جدد، نظراً لإدراكهم مسبقاً أن المؤسسين لن يسمحوا لهم بامتلاك عدد كافٍ من الأسهم، يمكنهم من التأثير على مجريات الأمور في المنشأة.

- لا ينطوي الطرح الخاص على إلزام المنشأة المعنية بنشر معلومات عن نشاطها وأرباحها. وهي معلومات تشجع المستثمرين على شراء إصداراتها، في الوقت الذي لا يتوقع أن تقوم المنشأة بذلك اختياريًا.

- صعوبة تصرف المستثمر في السهم الذي يطرح للتداول الخاص، في الوقت الذي يناسبه وبسرعة عادلة، على عكس التداول العام.

عضوية البورصة:

تتمثل عضوية البورصة بالمقاعد المخصصة، والعضوية غير مجانية؛ حيث ينبغي دفع مبلغ كبير للحصول عليها، إذ تصل هذه القيمة في بورصة نيويورك إلى نصف مليون دولار. ويحق للعضو التصويت لانتخاب مجلس المحافظين، كما يحق له أن يتنازل عن عضويته لشخص آخر تتوافر فيه الشروط المطلوبة. وتوجد خمسة أنواع من الأعضاء في البورصة، هم:

السماسرة والوكلاء

سماسرة الصالة

تجار الصالة

المتخصصون

تجار الطلبيات الصغيرة.

٣-١- السماسرة والوكلاء:

السمسار الوكيل Commission Broker هو الشخص الذي يعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة، كما قد يعمل تاجراً لحسابه الخاص.

ولبيوت السمسرة الكبيرة مصدران للسيطرة على هؤلاء الأعضاء، وهي: السيطرة المباشرة: وتنشأ من خلال قيام بيت السمسرة بإقراض السمسار رسم العضوية، ويبقى القرض قائماً دون سداد قيمته، طالما بقي السمسار في خدمة بيت السمسرة.

السيطرة غير المباشرة: ويعود لضخامة حجم معاملات بيوت السمسرة بشكل يجعل خدماتها موضعاً للمنافسة بين هؤلاء الأعضاء، نظراً لمعرفتهم بإمكانية لجوء بيت السمسرة إلى سماسرة الصالة لتنفيذ معاملاتهم.

٣-٢- سماسرة الصالة: Floor Brokers

يطلق على سمسار الصالة أحياناً سمسار السماسرة، وهو لا يعمل لحساب بيت سمسرة معين، وإنما يقدم الخدمة لمن يطلبها، لذا فإنه يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة.

ويقدم هؤلاء السماسرة خدماتهم للسماسرة الآخرين داخل السوق في فترات الذروة، حيث يجرون المعاملات نيابة عنهم في مقابل الحصول على جزء من العمولة.

وبالتالي فإن وجود سماسرة الصالة يسهم في الحد من إمكانية حدوث اختناق في المعاملات، كما يتيح لبيوت السمسرة ممارسة نشاطها بعدد قليل من السماسرة الوكلاء، نظراً لإمكانية الاعتماد عليهم لإتمام معاملاتها.

٣-٣- تجار الصالة: Floor Traders

يسمى تجار الصالة بالمضاربين Speculators، وأيضاً التجار المسجلون Register Traders، وهم يشبهون سماسرة الصالة في أنهم يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، أما الاختلاف فيمكن في أنهم يعملون لحسابهم فقط؛ أي لا ينفذون عمليات لحساب الجمهور أو السماسرة، بل يستغلون أي فرصة سانحة للبيع أو الشراء داخل الصالة على أمل تحقيق الربح.

٣-٤- المتخصصون: Specialists

يقصد بالمتخصصين أعضاء السوق الذي يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق، وهو وحده الذي يضطلع على دفتر الأوامر المحددة للأوراق التي يتعامل فيها، والذي يمثل نوعاً من

الاحتكار. ويدفع المتخصصون رسم العضوية من أموالهم الخاصة، ويحدد مجلس المحافظين المكان المخصص الذي سيعمل فيه كل متخصص.

يجمع نشاط المتخصصين بين السمسرة والاتجار، حيث يتمثل وجه التشابه مع السمسار في تنفيذه معاملات لحساب سمسرة آخرين مقابل عمولة، كما أنه يشبه التاجر في أنه يتاجر لحسابه بيعاً وشراءً.

ويعمل المتخصصون بطريقة تحقق الأداء المستمر والمنتظم للبورصة؛ حيث إن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية في السوق يتحدد من قبل المتخصصين. ونظراً إلى أهمية الدور الذي يلعبونه في هذا الصدد، فإن شروط عضويتهم عادة ما تنسم بقدر كبير من التشدد.

٣-٥- تجار الطلبات الصغيرة: ODD – Lot Dealers

يمثل تجار الطلبات الصغيرة، التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبات بكميات كبيرة، ثم بيعها بكميات صغيرة. وتتمثل العمولة التي يتقاضاها هؤلاء التجار في الفرق بين سعر البيع والشراء. وتكون هذه النسبة أكبر بالمقارنة مع التجار الذين يبيعون بكميات أكبر في الطلبية الواحدة، إلا أن دخول بيوت السمسرة والمختصون في سوق الطلبات الصغيرة، أدى إلى إجبار هؤلاء التجار على تخفيض مقدار العمولة التي يتقاضونها.

٤- الأسواق غير المنظمة: Unorganized Markets

يقصد بها المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة. ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، حيث تتم من خلال شبكة اتصالات قوية، تتمثل في خطوط هاتفية ووسائل الاتصال السريعة الأخرى. ومن خلال شبكة الاتصال يمكن للمستثمر الاتصال بالسمسرة والتجار المعنيين ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر، لذا تعتبر الأسواق غير المنظمة طرقاً لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكاناً لإجراء تلك المعاملات.

كان ينظر إلى السوق غير المنظمة في الولايات المتحدة على أنها السوق التنافسية على اعتبار أن عمولة السمسرة تتحدد في تلك الأسواق بالتفاوض بين العميل والسمسار، إلا أن الأسواق غير المنظمة منذ عام ١٩٧٥ فقدت هذه الميزة؛ حيث أصبحت عمولة السمسرة في الأسواق المنظمة تتحدد أيضاً على أساس التفاوض.

وتشكل الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة، وعلى الأخص السندات، الأساس الذي تتعامل به الأسواق غير المنظمة؛ حيث يكون تعاملها في الأسهم عادة على نطاق ضيق يقتصر على أسهم شركات صغيرة أو محلية يملك معظم أسهمها المؤسسون أو أفراد عائلاتهم، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في

الأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة، وخصوصاً السندات الحكومية وسندات بعض منشآت الأعمال.

ويعتبر كل تاجر في السوق غير المنظمة بمثابة صانع سوق Market Maker للأوراق المالية التي يرغب التعامل فيها؛ حيث يحتفظ بمخزون منها يتيح للراغبين في شرائها وجود مركز دائم لبيعها، كما يتيح للراغبين في بيعها وجود مركز دائم للشراء، وبالتالي يلعب هؤلاء التجار دوراً مشابهاً للمتخصصين في الأسواق المنظمة. ويمارس بعضهم دور تاجر جملة، أو تجزئة، بالإضافة إلى فريق آخر يشمل نشاطه الجملة والتجزئة. وبغض النظر عن نوعية هذا النشاط، فإن الورقة المالية الواحدة عادة ما يتعامل فيها أكثر من تاجر واحد، كما يمكن أن يتراوح عدد التجار الذين يتعاملون في ورقة مالية معينة ما بين ١٥ - ٢٠ تاجراً. ويتحدد سعر الورقة في السوق غير المنظمة بالتفاوض. وعادة ما تسبق عملية التفاوض محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار، والمتمثلة في حقيقة الأمر ببيوت السمسرة التي تمارس أيضاً نشاط الإيجار، وعلى أساس السعر يبدأ التفاوض على الصفقة مع التاجر الذي يقدم أفضل الأسعار. في الولايات المتحدة يشترط على بيت السمسرة الراغب في التعامل في السوق غير المنظمة أن يكون عضواً في الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية (National Association of Security Dealers (NASD

الذي يضع شروط العضوية، ويتأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المتعارف عليها في المعاملات.

ولكي تنشر أسعار ورقة مالية ما متعامل فيها في السوق غير المنظمة، لابد من توافر عدد من الشروط، أهمها:

أن تكون أسهم المنشأة مملوكة لعدد لا يقل عن ١٥٠٠ مستثمر.
ألا يقل عدد بيوت السمسرة (التجار) المتعاملة في الورقة عن ثلاثة بيوت.
أن تتوفر معلومات مستمرة عن اهتمامات المستثمرين بتلك الورقة، والذي يقاس بحجم التعامل فيها كل ستة أشهر.

وينشر سعر بيع وشراء الورقة المتداولة في السوق غير المنظمة في مجموعات حسب حجم التعامل فيها.

وفي هذا الصدد يؤخذ على الأسواق غير المنظمة عدم وجود آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، الذي يمكن أن يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، بينما يمكن تحقيق هذا التوازن في الأسواق المنظمة بعدة طرق منها دخول المتخصصين بائعين أو مشتريين، وكذلك إصدار قرار من إدارة البورصة بإيقاف التعامل في ورقة معينة على أمل دخول مشتريين أو بائعين إضافيين عندما يتقرر إعادة التعامل فيها، الأمر الذي يساهم في إعادة التوازن بين العرض والطلب.

ويتضمن السوق غير المنظم، الذي هو أحد مكونات السوق الثاني، أسواقاً
فرعية أخرى، هي:
السوق الثالث
السوق الرابع
أسواق أخرى

٤-١- السوق الثالث: The Third Market

يمثل السوق الثالث قطاعاً من السوق غير المنظم، ويتكوّن من بيوت
سمسرة من غير أعضاء الأسواق النظامية، ولهم الحق في التعامل في الأوراق
المالية المسجلة في تلك الأسواق. وهذه البيوت على استعداد دائم لشراء أو بيع
تلك الأوراق وبأي كمية، وبالتالي فإن هذه البيوت تمارس دوراً منافساً
للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة.

ويتمثل جمهور العملاء في هذا السوق بالمؤسسات الاستثمارية الكبيرة،
مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك
التجارية.

ومن الأسباب التي كانت وراء خلق ونمو هذا السوق في الولايات المتحدة، ما
يلي:

أولاً: عدم تمتع المؤسسات الكبيرة بخصم في العمولة عند تعاملها مع
الأسواق المنظمة. وبالتالي وجدت تلك المؤسسات ضالتها في السوق الثالث الذي
يتيح لها فرصة التفاوض في مقدار العمولة وحتى الحصول على تخفيض مغر.
ثانياً: شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين في السوق المنظمة
على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة، وعدم كفاية ما لديهم من رأس
مال.

وتعود قدرة بيوت السمسرة المتعاملة في السوق الثالث على منح خصم إلى
ثلاثة أسباب:

الأول: أن السماسرة في هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة.

الثاني: نظراً لأن هذه البيوت تتعامل مع كبار المستثمرين أو مع بيوت
صغيرة للسمسرة، فإن الخدمات التي تقدمها لهم عادة ما تكون محدودة. حيث إن
هؤلاء العملاء لديهم خزائن لحفظ الأوراق المالية التي يشترونها، كما أنهم ليسوا
بحاجة إلى خدمات مساعدة عند إعادة بيع ما تم شراؤه من الأوراق.

الثالث: إن بيوت السمسرة المتعاملة في السوق الثالث لا تدفع رسوم
عضوية، وبالتالي انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تؤديها.

٤-٢- السوق الرابع:

يقصد بالسوق الرابع The Forth Market المؤسسات الاستثمارية الكبيرة
والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في

طالبات الكبيرة، وذلك كاستراتيجية إضافية للحدّ من العمولات التي يدفعونها للسماسة. ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، ولا يقوم هذا الوسيط بدور السمار أو التاجر، لذا فإن أتعابه تقل كثيراً عن عمولة السمسرة.

ويتم إبرام الصفقات في السوق الرابع بسرعة أكبر، كما يترتب على الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وبتكلفة أقل. وبسبب هذه المزايا، فإن السوق الرابع يعدّ منافساً قوياً للأسواق المنظمة، إضافة إلى الأسواق غير المنظمة الأخرى، خاصة وأنه يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق.

٤-٣- أسواق أخرى:

وهي الأسواق التي يخلقها السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بينهم من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضونها. ويمارس النشاط في هذه الأسواق سماسرة الخصم، وتجار الطلبات الكبيرة.

٤-٣-١- سمسار الخصم:

يقصد بسماسرة الخصم Discount Brokers السمسار الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه والمتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة بإجراءات البيع والشراء، ويتناسب مقدار العمولة مع حجم الخدمة التي يقدمها سمسار الخصم. ولتوضيح مدى ضآلة الخدمة التي يقدمها هؤلاء السماسرة، فإنه من الملائم الإشارة إلى الخدمة الكاملة التي يمكن أن تقدمها بيوت السمسرة، والتي تحصل في مقابل ذلك على عمولة كاملة، وتتمثل تلك الخدمات في:

- حفظ وحماية محفظة العميل

- توفير المعلومات

- تقديم خدمة الاتجار

- تقديم التسهيلات الائتمانية

- تقديم النصح والمشورة

- الخدمات الإضافية

وفيما يلي توضيح لهذه الخدمات:

أ-الحفظ والحماية:

توفر بيوت السمسرة خزائن لحفظ الأوراق المالية المملوكة لمستثمر، وبالتالي لا يكون في حاجة إلى تأجير أو شراء خزائن خاصة، أو نقل تلك الأوراق من وإلى بيت السمسرة لإتمام صفقة بيع أو شراء. كما أن الاحتفاظ بالأوراق المالية لدى بيت السمسرة يتضمن تحصيل العوائد المتحصلة في التوزيعات بالنسبة إلى الأسهم، والفوائد بالنسبة إلى السندات، التي تتولد عنها، وذلك في تواريخ استحقاقها.

ب-توفير المعلومات:
توفر بيوت السمسرة للعميل أحدث المعلومات عن الأوراق المالية التي تتعامل فيها، وذلك استناداً إلى تقارير خبراء متخصصين.

ج- خدمة الإتجار:
تعمل بيوت السمسرة كسوق متنوعة للإتجار، حيث يمكن للعميل أن يعتمد عليها، ليس فقط في بيع وشراء الأوراق المالية بأنواعها المختلفة، وإنما أيضاً في المضاربة في السوق السلع.

د- التسهيلات الائتمانية:
تقدم بيوت السمسرة ذات الخدمة الشاملة أيضاً تسهيلات ائتمانية تتمثل في التمويل النقدي الجزئي، والبيع على المكشوف.

هـ- النصح والمشورة:
تقدم بيوت السمسرة النصح والمشورة لعملائها بشأن قرارات الاستثمار وما يترتب على ذلك من عمليات بيع وشراء لأوراق المالية. كما يمكن لبيت السمسرة إدارة محفظة العميل، واتخاذ القرارات نيابة عنها، ويتم ذلك بالنسبة إلى المستثمرين محدودي الخبرة في شؤون الاستثمار.

و- الخدمات الإضافية:
وتتمثل بالسلع التي تقدمها بيوت السمسرة لعملائها بأسعار رمزية، والهدايا التي تقدمها لهم، بالإضافة إلى تهيئة أماكن مجهزة بكافة التسهيلات للعملاء عند زيارتهم لبيت السمسرة.

٤-٣-٢- تجار الطلبيات الكبيرة:
يقصد بالطلبيات الكبيرة Block Trade بيع الأوراق المالية وخاصة الأسهم في طلبيات لا يقل حجم الطلبية فيها عن ١٠.٠٠٠ سهم، ويمكن أن يشترك في شرائها أكثر من مستثمر.
ويتم إبرام هذه الصفقات بواسطة سماسرة متخصصين، يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة التي تمتلك رأس مال كافٍ وشبكة اتصالات قوية.

ثالثاً: كيفية تحديد أسعار الأسهم في أسواق رأس المال:
تحدد أسعار الأسهم في أسواق رأس المال بواسطة صناع السوق، ويقصد بصناع السوق أولئك الذين يتعاملون في السهم بيعاً وشراءً، ويحتفظون لديهم بمخزون منه لتلبية طلبات العملاء. ويتمثل صناع السوق بالمتخصصين والتجار الذين يمارسون دور الوسيط بين الراغبين في البيع والراغبين في الشراء. ونظراً لأن هؤلاء (الراغبين بالبيع والراغبين بالشراء) عادة ما يتخذون قراراتهم في توقيت مختلف، فإن مخزوناً كافياً من ذلك السهم لابد أن يكون متاحاً لدى صناع

السوق لتلبية طلبات العملاء. وهذه الخدمة لا تعتبر مجانية، حيث إن الاحتفاظ بالمخزون له تكلفة تتمثل بتكلفة التخزين وعائد الفرصة البديلة، وعائد إضافي للتعويض عن مخاطر تغير الأسعار، إضافة إلى عائد للتعويض عن مخاطر نقص المعلومات لدى صناع السوق، ومخاطر تغير سعر الفائدة، وبالتالي فإن سعر بيع السهم يتوقع أن يكون مساوياً للقيمة التي يدفعها المتخصصون والتجار لشرائه، مضافاً إليه التكاليف والعوائد المطلوبة للتعويض عن المخاطر التي يتعرضون لها نتيجة لاحتفاظهم بمخزون منه. ويطلق على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بالهامش أو المدى Spread.

وتتمثل محددات المدى بشكل رئيس في مخاطر تقلب سعر السهم، أي أن السهم الذي يتعرض سعره لتقلبات كبيرة يكون المدى الخاص به كبيراً، والعكس صحيح.

وتوجد ثلاثة متغيرات تؤثر على درجة تقلب سعر السهم، هي:
القيمة السوقية للسهم.

عدد الأسهم المطروحة للتداول العام.

مدى حساسية سعر السهم للتقلب نتيجة للتغير في الظروف التي يتعرض لها السوق.

وعموماً تزداد درجة تقلب سعر السهم ويزداد معها المدى المطلوب كلما ارتفعت قيمته السوقية، وكلما انخفض عدد الأسهم المتاحة للتداول العام، وإذا ما صاحب التغير في الظروف التي يتعرض لها السوق تقلباً في سعر السهم بمعدل يفوق متوسط التقلب في أسعار السوق بصفة عامة.

المبحث الثاني

قواعد وإجراءات التعامل في البورصة

تمثل قواعد وإجراءات التعامل الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين، وبالتالي فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها عاملان أساسان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية، ووضع الأسس أمام المتعاملين لإبرام صفقات ناجحة، إضافة إلى مساهمتها في رفع كفاءة السوق. وتشمل هذه القواعد والإجراءات ما يلي:

أولاً: حجم الأوامر:

وتتمثل بأوامر البيع أو الشراء، وتأخذ إحدى صورتين هي:
أوامر بكميات غير كسرية Round Lots: ويشمل الأمر الذي يتضمن على ١٠٠ سهم أو مضاعفاتها (٢٠٠ سهم، ٣٠٠ سهم، ...).
أوامر بكميات كسرية Odd Lots: ويقصد بها الأوامر التي تشتمل على أقل من ١٠٠ سهم فإذا تضمن الأمر ٢٢٥ سهم مثلاً، عندئذ يعامل كأمرين: أمر غير كسري يتضمن ٢٠٠ سهم، وأمر كسري يتضمن ٢٥ سهم.
وتكون تكلفة السهم داخل الكمية الكسرية أعلى من مثيله داخل الكمية غير الكسرية لسببين:
الأول: إن نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية يفوق مثيله داخل الكمية غير الكسرية.
الثاني: يضاف عادة إلى سعر السهم داخل الكمية نسبة إضافية.

ثانياً: الأوامر التي يصدرها العملاء:

وهي الأوامر الصادرة من العميل إلى السمسار لتنفيذ عمليات البيع والشراء. ويمكن تقسيم الأوامر إلى أربع مجموعات رئيسية:
أوامر محددة لسعر التنفيذ
أوامر محددة لوقت التنفيذ
أوامر تجمع بين تحديد وقت وسعر التنفيذ
الأوامر الخاصة

١- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: Limit of Orders

ويقصد بها الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل العامل الأساس في تنفيذ الصفقة من عدمه. وفي هذا الإطار يوجد بديلان من الأوامر: أوامر السوق والأوامر المحددة.

أ - أوامر السوق: Market Order

وهي من أكثر الأوامر شيوعاً، وبموجبها يطلب العميل من السمسار تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر. ونظراً إلى أن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً، فإن الصفقة عادة ما تنفذ في خلال دقائق.

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر: السرعة وضمان التنفيذ. أما عيوبه فتتمثل في أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ به الأمر، إلا عند إخطاره به، كما عليه قبول السعر السائد في السوق. ولا يكون لهذه العيوب وزن كبير في الأسواق ذات الكفاءة العالية كبورصة نيويورك.

ب- الأوامر المحددة: Limit Order

وهي الأوامر التي يضع العميل بموجبها سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، وبالتالي ليس أمام السمسار إلا الانتظار لتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حال أمر الشراء، أو أعلى منه في حال أمر البيع، وذلك خلال الفترة الزمنية التي يحددها المستثمر لتنفيذ الأمر.

ومن مزايا هذا النوع من الأوامر معرفة المستثمر مقدماً الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها في حال الشراء، أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها في حالة البيع. أما أهم عيوبه فهو أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد ومن ثم لا تنفذ الصفقة، حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً.

٢- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: Time Limit of orders

وهي الأوامر التي يكون الزمن هو العامل الأساسي في تنفيذ الصفقة من عدمها. ويمكن أن تكون مدة الأمر يوماً أو أسبوعاً أو شهراً، كما يمكن أن يكون الأمر مفتوحاً من دون وجود تاريخ محدد لتنفيذه.

أوامر محددة بيوم: Day Order

وهو الأمر الذي يكون سارياً لما تبقى من ساعات اليوم. ويعدّ هذا الأمر من أكثر الأوامر شيوعاً، وغالباً ما يكون مبنياً على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعنية.

وما يميز هذا النوع من الأوامر أن ظروف السوق، بالإضافة إلى الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة والمنشأة عرضة للتغير من لحظة إلى أخرى، وبالتالي ما قد يكون ملائماً للمستثمر في يوم ما، قد لا يكون ملائماً له في اليوم التالي.

أوامر محددة بأسبوع أو شهر: Week or Month Order

وهي الأوامر التي تبقى سارية حتى نهاية الأسبوع أو الشهر الذي صدرت فيه. كما يمكن لمدة الأمر أن تتحدد بفترة أكبر من ذلك كشهرين أو ثلاثة أو أكثر، بل وقد تمتد لتتحول إلى أمر مفتوح.

ج- الأمر المفتوح: Open Order or Good-Till Canceled (GTC) Order

وهو الأمر الذي يبقى ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغائه. ويرتبط بالأمر المفتوح نوعان من المخاطر:

الأول: مخاطر النسيان:

فقد ينسى المستثمر قيامه بإصدار أمر مفتوح نظراً لطول المدة التي انقضت منذ إصداره، وحتى في حال تنبيهه للسماح بوجود الأمر فقد لا يكون الوقت ملائماً لتنفيذه.

الثاني: مخاطر تغير المعلومات:

حيث يمكن أن تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشأن المنشأة التي أصدرت الورقة، وبالتالي تعطى الأولوية لأوامر البيع المحددة، بينما قد لا تتاح الفرصة أبداً لأوامر البيع المفتوحة.

٣- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

ومن هذه الأوامر الأمر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة، والأمر المفتوح بسعر محدد.

الأمر المحدد للسعر خلال فترة محددة:

وهي الأوامر التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ، مع الالتزام بتنفيذ الصفقة خلال فترة زمنية معينة، وبالتالي فهي تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر، والأوامر المحددة للزمن.

الأمر المفتوح في حدود سعر معين:
وهو الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ، إلا أنه يشترط إتمام الصفقة عند وصول سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو إلى سعر أفضل منه. ويناسب هذا النوع من الأوامر المستثمر الذي لديه ثقة بأن إعطاء وقت كافٍ للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط التي يريدها، أما أهم عيوبه فيتمثل بأن الأمر لا ينفذ إذا كان السعر المحدد مختلفاً قليلاً عن سعر البيع أو الشراء.

٤- الأوامر الخاصة:

ومن أهم أنواع الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة، والأمر الذي يترك للسماح حرية التصرف حسب الظروف.

أوامر الإيقاف: Stop Orders

وهي الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معيناً أو تعدها، ويوجد نوعان من أوامر الإيقاف:

الأول: أوامر إيقاف تتعلق بالبيع:

وفيها يكون لازماً على السماسر تنفيذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه. وإذا لم يتمكن السماسر من إبرام الصفقة عند السعر المحدد واستمرت الأسعار بالانخفاض، يكون السماسر ملزماً بتنفيذها عند أي سعر يمكن اللحاق به.

الثاني: أوامر إيقاف تتعلق بالشراء:

وهي الأوامر التي يقوم السماسر بموجبها بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معيناً أو تعدها. وتعتبر هذه الأوامر من أهم الأدوات في صفقات البيع على المكشوف.

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر أنها تمثل أداة للحد من تضائل هامش الربح أو زيادة الخسائر التي يمكن أن يتكبدها العميل، إلى جانب عدم حاجة المستثمر إلى مراقبة حركة السوق. ومن أهم عيوب هذه الأوامر أنه إذا كان السعر المحدد قريباً من سعر السوق، فإن تغيراً مؤقتاً في السعر يعني تنفيذ الأمر، وبالتالي إلحاق الضرر بالمستثمر بدلاً من تحقيق مصلحته. ومن جانب آخر، فإذا كان السعر المحدد بعيداً عن سعر السوق، فإن تنفيذ الأمر قد يصبح مستحيلاً.

أوامر الإيقاف المحددة: Stop Limit Order

وهي الأوامر التي يضع المستثمر حداً أدنى لسعر البيع، وحداً أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو سعر أفضل منه.

ومن أهم عيوب هذا النوع من الأوامر أن أسعار السوق قد تتغير بسرعة، بحيث لا يتمكن السمسار من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد، في الوقت الذي تستمر فيه الأسعار بالانخفاض، وبالتالي مضاعفة تضاول القيمة السوقية لما يملكه المستثمر من أوراق.

ج- أمر التنفيذ حسب الظروف: Discretionary Order

وهي الأوامر التي تعطي الحق للسمسار في إبرام الصفقة حسب ما يراه. وقد تكون حرية السمسار مطلقة من حيث اختيار الورقة محل التعامل والسعر، وما إذا كانت الصفقة شراءً أو بيعاً، وتوقيت تنفيذها.

ويقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين يتقنون بشكل كامل في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم.

ومن مزايا هذا النوع من الأوامر إعطاء قدر كبير من المرونة للسمسار، بما يمكنه من التصرف بسرعة لاستغلال الفرص المتاحة من دون انتظار أوامر محددة من العميل، كما أن العميل لا يشغل نفسه بمحفظه أوراقه المالية. ومن جانب آخر فإن الكثير من السماسرة لا يفضلون هذا النوع من الأوامر، كونه يزيد الأعباء الملقاة على عاتقهم إلى جانب خشيتهم من أن تنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء.

ثالثاً: المعلومات الداخلية وأثرها على أداء السوق المالية:

١- تعريف المعلومات الداخلية:

يقصد بالمعلومات الداخلية كافة أنواع البيانات والتقارير المتعلقة بالنشاط الداخلي للشركة من حيث: خطط الإدارة العليا في الشركة تجاه توزيع الأرباح ونسبة التوزيع وتوقيت الإعلان عن ذلك، والأشكال المقترحة لتوزيع الأرباح سواء أكانت أسهماً أو نقداً. خطط الشركة المستقبلية فيما يتعلق بالنمو والتوسع. كفاءة الكوادر داخل الشركة وقدرة الإدارة على تحقيق الأهداف المقترحة. التطور التاريخي لأرباح الشركة واستقراره خلال السنوات السابقة. الميزة التنافسية لنشاط الشركة داخل القطاع الذي تنتمي إليه ومقدرتها على تحقيق أفضل النتائج. استقرار العمالة ومعدل دورانها ومسببات التغيرات التي تحدث في هيكل العمالة.

طبيعة العلاقة بين الشركة والموردين في الفترات الماضية والمستقبلية. كفاءة وفاعلية البرنامج التسويقي للشركة وقدرته على التكيف مع متغيرات البيئة الداخلية والخارجية المحيطة بالمنظمة.

المخاطر النظامية وغير النظامية التي تواجه الشركة وكيفية تعامل الإدارة معها.

٢- تأثير المعلومات الداخلية على مستوى الأداء في السوق:
تلعب المعلومات، خاصةً الداخلية منها، دوراً مهماً في زيادة كفاءة السوق المالية. ويتجلى هذا الدور من خلال:
١-٢- إن نوعية وكمية المعلومات الداخلية المتوافرة للسماسرة والمتعاملين، من شأنها تدعيم حركة التداول، بطريقة تتناسب واحتياجات كل مستثمر.

٢-٢- تحقق المعلومات الداخلية غير المعلنة لبعض المستثمرين وفورات مالية على حساب كفاءة الأداء داخل السوق، كما إنها تسبب أيضاً مخاطر للاقتصاد القومي ككل.

٢-٣- إن ظاهرة المعلومات الداخلية غير المعلنة تعتبر من أهم عوائق تطوير وزيادة كفاءة الأداء داخل الأسواق المالية في الدول النامية.

٢-٤- المعلومات الداخلية غير المعلنة تؤدي إلى الرفع المصطنع للأسعار وزيادة المضاربة، وبالتالي خلق نوع من الإرباك والفوضى في مستوى الأداء داخل السوق وإحداث وفورات في مستويات التعامل لا تستند إلى أسس صحيحة.

٢-٥- إن حدوث تداول غير عادي لأسهم الشركة معينة في السوق بناء على معلومات داخلية غير معلنة، يؤدي إلى التأثير على حركة أسعار أسهم الشركات الأخرى وتسارع المستثمرين لإتمام عمليات شراء غير سليمة، وبالتالي التأثير السلبي على أداء الأسعار للشركات المسجلة الأخرى.

٣- أنواع المعلومات الداخلية المؤثرة على أداء السوق:
إن المعلومات الداخلية لها تأثير كبير على مستوى الأداء داخل السوق، خاصة المعلومات المتعلقة باهتمامات المستثمرين الأولية. وتحتمل مقاييس الربحية الاهتمام الأول لدى المستثمرين في السوق المالي، سواء كانت عن فترة حالية أو مستقبلية. كما أن المعلومات المتعلقة بمستوى الربحية يؤثر على أداء أسهم الشركة في السوق من قبل المستثمرين. ولذلك يجب أن تكون هذه المعلومات منشورة بصفة دورية ومنتظمة وفي وقت واحد لجميع المستثمرين. وفي الدول النامية تعاني الأسواق المالية من تسريب المعلومات غير المعلنة عن نسبة الربح المقترحة للتوزيع، وذلك عند إعداد الميزانية السنوية

للشركة، الأمر الذي يؤدي إلى تداول غير عادي لأسهم الشركة في نهاية السنة المالية، سواء أكان ذلك تداول عمليات بيع أو شراء، الأمر الذي يخلق إرباكاً وحيرة عند المستثمرين داخل السوق.

كما أن المعلومات الخاصة بتوزيع الأرباح، سواء كانت نقدية أو أسهماً، تلعب دوراً هاماً في عمليات التداول لأسهم الشركة، كما تؤثر في مكونات المحافظ المالية للمستثمرين من خلال التوقعات لشكل العوائد التي سيتم الحصول عليها عند الإعلان عن تلك الفوائد. ويؤثر حصول بعض المستثمرين على معلومات داخلية على قرارات توزيع الأرباح وشكل التوزيع على أداء أسعار الأسهم داخل السوق المالي.

وتؤثر خطط الشركة المستقبلية على قرارات توزيع الأرباح، وخاصة فيما يتعلق بعمليات امتلاك أو استبدال أصول إنتاجية لرفع كفاءة النشاط في المشروع أو عمليات التوسع المستقبلية ومصادر التمويل المقترحة لإتمام ذلك. وتؤدي أنواع أخرى من المعلومات إلى حدوث رد فعل غير عادي لبعض المستثمرين في حال الحصول عليها بطريقة غير عادلة، كالتغيرات المتوقعة حدوثها في مجلس الإدارة أو نية الحكومة لشراء نسبة من أسهم هذه الشركة أو أي مخاطر أخرى تختص بالعلاقة بين الشركة ومورديها. الأمر الذي يؤدي إلى فورة أو كساد لأسهم الشركة داخل السوق.

٤- كفاءة أسواق الأوراق المالية

٤-١- تعريف كفاءة الأسواق المالية:

يقصد بكفاءة الأسواق المالية مدى توافر المعلومات للمستثمر من حيث سرعة تواجدها وقلة تكلفتها، ومدى توافر المعلومات يشير إلى درجة مناسبتها وملاءمتها، وإلى أي درجة تعكس واقع وحقيقة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، وسرعة تأثير هذه المعلومات على سعر الأوراق المالية.

وكفاءة الأسواق المالية تعني أن الأسعار الحالية للأوراق المالية المعروضة تعكس حقيقتها، من حيث قوتها، وضعفها، وبالتالي يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من جني أرباح أو عوائد غير عادية، أو أن يجد بعض المستثمرين أنهم استثمروا أموالهم في أوراق مالية مسعرة بأكثر مما يجب.

وتؤثر كفاءة الأسواق المالية على إدارة الاستثمار من ناحيتين:

إذا كان هدف التحليل المالي للأوراق المالية هو تحسين أداء المحفظة أو الاستثمار، فإن المحلل المالي عليه أن يجد طريقة فعالة في تحليل الشركات للوصول إلى الشركات ذات احتمال الأداء الجيد والتميز.

ضرورة الانتقال والتحويل من الطريقة التقليدية لتحليل الأوراق المالية إلى المفهوم الحديث لإدارة المحفظة.

٤-٢- مقاييس كفاءة السوق:

يشمل قياس كفاءة السوق ثلاثة جوانب مهمة، هي:

أ-الكفاءة التبادلية أو كفاءة التعامل: Transaction Efficiency
ويقصد بها نسبة تكاليف التبادل وعمولة السمسرة، والعلاقة بينهما عكسية، أي كلما انخفضت تكاليف التبادل، كلما زادت الكفاءة التبادلية.

ب-الكفاءة التشغيلية: Operational Efficiency
وتشير إلى الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، والعلاقة أيضاً عكسية، فكلما انخفض الهامش أو الفرق بين سعر البيع والشراء، كلما زادت الكفاءة التشغيلية.

ج- الكفاءة الهيكلية: Structural Efficiency
ويقصد بها عدد المشاركين في السوق، وتعكس درجة المنافسة في السوق، والعلاقة هنا طردية، فكلما زاد عدد المشاركين كلما ازدادت درجة الكفاءة الهيكلية.

٤-٣- شروط حالة السوق الكفؤ:

انخفاض تكاليف التبادل (الكفاءة التبادلية)
عدم وجود أو صغر الفجوة بين سعر البيع والشراء (الكفاءة التشغيلية)
وجود عدد كبير من المتعاملين (الكفاءة الهيكلية)
والجدير بالذكر أن الكفاءة المطلقة للأسواق المالية يُعدُّ أمراً مستحيلاً؛ حيث لا يمكن الحصول على كافة المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة، لذا فإن مسألة الكفاءة هي مسألة نسبية؛ حيث يكون هناك سوق مالي أكثر أو أقل كفاءة، كما أن وجود الأنواع الثلاثة من الكفاءة تختلف، إذ أن النوع الضعيف والنوع شبه القوي هي الأكثر وجوداً، بينما النوع القوي ليس بمستوى النوعين.

رابعاً: وظائف أسواق الأوراق المالية:

تؤدي أسواق الأوراق المالية عدداً من الوظائف، سواء للمستثمر الفرد أو لمنظمات الأعمال أو الاقتصاد القومي ككل، وأهم هذه الوظائف:

١-التعامل في الأوراق المالية:

إن أول وظيفة لسوق الأوراق المالية هي بيع وشراء أسهم وسندات الشركات المساهمة وسندات الحكومة، كما أن ما يكفله السوق من ضمانات منع الاحتكار، والشفافية، يعطي للسوق قوة لضمان سلامة العمليات التي تعقد بها.

٢-استثمار رؤوس الأموال:

يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونة التعامل في السوق وسهولة البيع والشراء، مقارنة بأشكال الاستثمار الأخرى كالأراضي والعقارات. كما يتميز باستثمار أي مبلغ كبيراً كان أم صغيراً ولأي مدة زمنية. كما لا يتطلب

الاستثمار في الأوراق المالية أي خبرة خاصة؛ حيث يمكن للمستثمر الاستعانة ببيوت السمسرة والخبراء في هذا المجال، إلى جانب إتاحة الفرصة لتتويع الاستثمارات.

٣-تشجيع الادخار وتجميع الأموال:

إن التعامل في الأسهم والسندات وجذب مدخرات الأفراد يتيح للحكومة تنفيذ الكثير من المشروعات الإنتاجية التي تعود بالفائدة على المستوى القومي، كما يمكن تجميع المدخرات من تنفيذ العديد من الشركات الضخمة التي يعجز عن تكوينها رجال الأعمال بمفردهم.

٤-توجيه الاستثمار:

تمثل هذه الوظيفة أهمية كبيرة في توجيه اقتصاد الدولة، ففي حال ارتفاع الأسعار في سوق الأوراق المالية، فإن معدل الفائدة التي تحققها الأوراق المالية تقل، لذا يسرع المستثمرون إلى بيع الأوراق المالية لا إيداعها بالبنوك، كذلك عندما تقل الودائع في البنوك، تعتمد إلى زيادة سعر الفائدة، فتنقل رؤوس الأموال في الحالتين من الاستثمار بسوق الأوراق المالية إلى الاستثمار بالبنوك، والعكس صحيح.

٥-ضمان سيولة أموال المستثمرين:

تتيح البورصة للمستثمرين سهولة التخلص من الأسهم التي يملكونها في إحدى الشركات بالبيع، وبالتالي استرداد الأموال المستثمرة واستعمالها في شركة أخرى أو لمواجهة احتياجاتهم المالية؛ حيث يستحيل أن يطلبوا من الشركة التي يملكون أسهماً فيها رد أموالهم، نظراً لأنها تحولت إلى موجودات ثابتة متمثلة في أراضي وآلات ومواد أولية.

٦-الرقابة على الشركات المساهمة:

تمثل البورصات أجهزة رقابة على الشركات المساهمة وإدارتها، الأمر الذي يكفل حماية المساهمين من أي تلاعب أو انتكاس في هذه الشركات ناتج عن سوء الإدارة أو الإهمال، أو أي عامل يمكن أن يؤثر على إدارة الشركة.

٧-صعوبة التأثير على الأسعار:

نظراً لكثرة المتعاملين في البورصة وكبر حجم المعاملات، يصعب على أي مستثمر التأثير في الأسعار.

٨-مرونة السوق:

يتطلب ذلك وجود كمية كبيرة من الأسهم المدرجة في السوق ومن مختلف الأنواع والخصائص، لتلبية حاجات المستثمرين المتنوعة. وفي حال حدوث أزمات مالية طارئة، يمكن أن تتدخل إدارة السوق، ويجوز أن تصدر أوامرها بإقفال البورصة ليوم واحد أو أكثر حتى تتضح الأمور. ولتحقيق النظام، ينبغي أن

تعمل السوق وفقاً لقوانين محددة، تمنع سوء الفهم وتشويه الحقائق والتلاعب في الأسعار.

٩- توفير الفرص الاستثمارية:

توفر السوق المالية فرص استثمارية متفاوتة المخاطر، إلى جانب توفير فرص الاستثمار المحلية وتجنب المستثمرين مخاطر الاستثمارات الخارجية، بالإضافة إلى دورها في نشر الوعي المالي والاستثماري للمتعاملين مع السوق.

١٠- ترشيد المدخرات:

إن الأسعار المعلنة عن العمليات المبرمة في السوق وتطورات أسعارها وكمية الأوراق المتداولة، ترشد المستثمر إلى أفضل القنوات الاستثمارية، لتوجيه مدخراته إليها لتحقيق أكبر فائدة.

تعتبر البورصات المركز الذي تتم فيه جميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها؛ فحجم المعاملات التي تبرم فيها، يدل على أهمية وكمية الأموال السائلة المتداولة، والأسعار التي يتم التعامل فيها، تنبئ عن السعر العام لفائدة المبالغ المستثمرة، وما يستخلص من جداول الأسعار العامة، يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج.