

## آليات التعامل في سوق الأوراق المالية

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم آليات التعامل في سوق الأوراق المالية، ومن ثم ف إن دقة صياغتها وضرورة فهمها يمثلان مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة، ويمكن إبرار أنواع الأوامر وخصوصياتها فيما يلي :

### I. الأوامر وخصوصياتها:

يمثل الأمر طلبا أو تفويضا يصدره المستثمر إلى وكيله السمسار لشراء أو بيع الأوراق المالية والمنتجات المالية المتداولة في البورصة ، ويتضمن التفويض عادة معلومات نمطية يمكن تلخيصها فيما يلي :

- ✓ نوع العملية أو الصفقة، هل هي بيع أم شراء؛
- ✓ عدد الأوراق المالية محل الصفقة؛
- ✓ طبيعة الورقة المالية: هل هي سهم أم سند أو أي نوع أخر من المنتجات المالية؛
- ✓ نوع السوق فورية أم آجلة؛
- ✓ مدة صلاحية الأمر: يوم، أسبوع، شهر، أم مفتوح؛
- ✓ نوع الأمر هل هو محدد أم غير ذلك.

وتأخذ الأوامر إحدى صورتين: أوامر تامة وتدعى طلبية دائرية وهي أوامر تشتمل على 100 سهم أو مضاعفاتها مثل 200، 300، 400 سهم، وأوامر كسرية يقصد بها الأوامر التي تشتمل على أقل من 100 سهم، فمثلا لو احتوى الأمر على 135 سهما فعندئذ يعامل هذا الأمر كما لو كان يتكون من أمرين منفصلين، أمر تام يتضمن 100 سهما وأمر كسري يتضمن 35 سهم. وعادة ما تكون تكلفة الأوامر الكسرية أعلى من مثيلتها التامة وذلك نظرا لأن نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية عادة ما يفوق مثيلة داخل الكمية غير الكسرية.

وعند تحرير الأمر من قبل المستثمر فإله لابد الأخذ بعين الاعتبار الحدود الزمنية للأمر، ففي حالة أوامر اليوم الواحد، يبذل السمسار قصارى جهده لتنفيذها خلال يوم تلقياها، وإذا لم يتم التنفيذ

خلال ذلك اليوم فلن الأمر يعد لاغيا ، أما إذا لم يضع المستثمر حدودا زمنية فسيعامل السمسار هذا الأمر كما لو أنه أمر ليوم واحد؛ وقد تكون الأوامر مفتوحة أو سارية النفاذ حتى الإلغاء، بمعنى أنها أوامر تبقى سارية المفعول إلى أن يتم تنفيذها أو إلغائها بواسطة المستثمر صاحب الأمر. لذلك يطلب السمسار من متعامليه بصفة دورية تجديد الأوامر منعا لحدوث مشاكل سيما عند وصول المعلومات الجديدة إلى السوق. وإلى جانب ذلك، هناك أوامر أخرى تترك للسمسار حرية التصرف في وضع مواصفات الأمر ويطلق عليها الأوامر الحرة وقد تكون حرية السمسار هنا كاملة في وضع جميع المواصفات أو مقيدة بوضع سعر الأمر وتوقيته فقط.

## II. أنواع الأوامر:

تختلف أوامر شراء و بيع الأوراق المالية باختلاف سعر وزمن التنفيذ، كما تؤثر آليات الايقاف والاستمرار للطبقة في تحديد نوع الأمر. لذلك يمكن تقسيم الأوامر إلى الأنواع الآتية :

### 1. أوامر السوق:

وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعا، حيث يطلب المستثمر من السمسار بيع أو شراء عدد محدد من الأوراق المالية بأفضل سعر ممكن في السوق وقت صدور الأمر. وهنا يكون السمسار ملزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أقل الأسعار في حالة أمر الشراء وأعلى الأسعار في حالة أمر البيع. وفي هذا النوع من الأوامر يكون المستثمر شبه متأكد من تنفيذ الصفقة طالما أن هناك مرونة في التنفيذ ، وعادة ما تستعمل هذه الأوامر في حالة المنتجات المالية المسجلة بطريقة التسجيل المستمر وليس بطريقة التسجيل الثابت.

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمن التنفيذ ، إلا أن نتائجها قد لا تتناسب ورغبات المستثمر نظرا لأن المستثمر لا يمكنه أن يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر إلا بعد إتمام الصفقة، كما أن عليه أن يقبل بالسعر السائد في السوق لحظة تنفيذ الأمر أيا كان هذا السعر. غير أن التأثير السلبي لهذا النوع من الأوامر عادة ما يكون محدودا، حيث تساهم الكفاءة العالية للسوق كما هو الحال في بورصة نيويورك في جعل التقلبات السعرية من لحظة إلى أخرى محدودة وهامشية.

**2. الأوامر المحددة:**

على عكس أوامر السوق، يقوم المستثمر في هذا النوع من الأوامر بتعيين سعر محدد يمثل سعر التنفيذ، فبالنسبة لأمر الشراء المحدد يستلزم من السمسار تنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد في الأمر أو يتساوى معه، أما إذا كان الأمر المحدد خاص بالبيع فيتوجب منه تنفيذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه، وعلى عكس أوامر السوق فإن المستثمر في هذا النوع من الأوامر يكون متأكدًا مسبقًا من الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان الأمر أمر شراء أو الحد الأدنى للمبلغ الذي سيجنيه إذا كان الأمر أمر بيع، غير أن ما يؤخذ على هذا النوع من الأوامر إمكانية عدم تنفيذه بسبب أنه قد لا يصل سعر السوق إلى السعر المحدد أو بسبب ورود الأمر في الترتيب الأخير في جدول الأوامر الكلية للسوق طبقًا لقاعدة "الأمر الوارد أولاً ينفذ أولاً".

**3. الأوامر الخاصة:**

تتضمن الأوامر الخاصة أو أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة، وفيما يلي إيضاح لهذه الأوامر:

**أ. أوامر الإيقاف:**

وتدعى أيضا بأوامر الخسارة، ويقصد بها تلك الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها، ويحدد المستثمر في هذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها كما هو الحال في الأوامر المحددة، إلا أن تنفيذ أمر الإيقاف يختلف عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين، وتنقسم أوامر الإيقاف إلى نوعين هما: أوامر خاصة بالبيع وأخرى خاصة بالشراء.

ففي أوامر الإيقاف التي تتعلق بالبيع يتوجب من السمسار تنفيذ الأمر إذا ما وصل السعر إلى المستوى المحدد في الأمر أو إذا انخفض عنه، فلو أن لدى المستثمر أسهما سبق أن اشتراها بسعر \$500 للسهم الواحد، وكان السعر السائد في السوق في حدود \$ 550 للسهم الواحد، فإذا كان هذا المستثمر يتوقع هبوط الأسعار فعندئذ قد يصدر أمرًا للسمسار بالبيع إذا ما انخفض إلى حدود \$520، وفي حالة عدم التمكن من إتمام عند هذا السعر واستمرت الأسعار في الانخفاض فسيظل

السمسار ملزماً بالتنفيذ عند أي سعر يمكن الوصول إليه ولو كان أدنى من \$520، وبذلك يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق واجب التنفيذ حسب السعر السائد.

أما أمر الإيقاف الخاص بالشراء فيقتضي من السمسار ضرورة التنفيذ عند وصول السعر إلى ما هو محدد في الأمر أو زاد عنه، فلو أن مستثمراً ما يريد شراء أسهم شركة ما بناء على توقعاته المتفائلة بمستقبل هذه الشركة، وبناء على ذلك يتوقع ارتفاع أسعار أسهما، فعندئذ يمكن لهذا المستثمر أن يصدر أمر إيقاف بالشراء. فبافتراض أن السعر الذي يباع به السهم في السوق كان في حدود \$ 700 فسيصدر المستثمر أمراً للسمسار بالشراء إذا بلغ سعر السهم \$ 730 أو تعدها، وبذلك يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق.

ومن مزايا أوامر الإيقاف إمكانية استعمالها كأداة تغطية ضد المخاطر التي يمكن أن تحدث نتيجة تقلب الأسعار، كما أنها تعفي المستثمر من متابعة حركة السوق خلال جلسات التداول بغرض حماية نفسه من تذبذب الأسعار. غير أن ما يعاب عليها هو إمكانية عدم تنفيذها إذا كان السعر المحدد بعيداً عن سعر السوق.

#### ب. أوامر الإيقاف المحددة:

تعتبر هذه الأوامر امتداداً لأوامر الإيقاف، إذ أنها تقلل من تأثير ظروف عدم التأكد فيما يتعلق بسعر التنفيذ عند استخدام أوامر الإيقاف، ففي أوامر الإيقاف المحددة يضع المستثمر الأمر حداً أدنى لسعر بيع الأصول المالية على أن يقوم السمسار بتنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أفضل منه، أو أن يقوم المستثمر بوضع حد أقصى لسعر الشراء على أن ينفذ السمسار الصفقة بذلك السعر أو بسعر أحسن منه. ومن عيوب هذا النوع من الأوامر هو إمكانية عدم القدرة على تنفيذه خاصة مع تغير الأسعار بسرعة.

فإذا كان لدى المستثمر 100 سهم سبق أن اشتراها بسعر \$500 للسهم الواحد، وكان هذا المستثمر يتوقع هبوط السعر فعندئذ سيصدر أمر إيقاف محدد مثلاً بسعر \$480 ويمكن صياغة هذا الأمر في حالة البيع على النحو التالي: "بع 100 سهم عند سعر \$490 إيقاف، وبسعر \$480 تحديداً"، وعملياً يبدأ السمسار في تنفيذ إجراءات البيع عندما ينخفض السعر إلى حدود \$490، على أن يواصل عملية البيع إذا انخفض السعر إلى حدود \$480؛ أما في حالة أمر الإيقاف المحدد

الخاص بعملية الشراء، فيمكن صياغة الأمن على النحو التالي: " اشتر 100 سهم عند سعر \$480 إيقاف، وبسعر \$490 تحديداً"، وفي هذه الحالة سيبدأ السمسار بتنفيذ إجراءات الصفقة بمجرد ارتفاع سعر السهم إلى حدود \$480 ومواصلة عملية الشراء إذا ارتفع السعر إلى حدود \$490، على أن يتوقف عن تنفيذ الإجراءات إذا ارتفع السعر عن هذا المستوى.

### ج. أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:

على عكس الأوامر السابقة و التي يكون فيها للمستثمر الأمر كلمة الفصل في تنفيذ الأمر من عدمه فإن الأمر حسب مقتضى الأحوال يعطي للسمسار الحق في إبرام الصفقة وإجراء العمليات حسب توقعاته، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة في وضع مواصفات الأمر كوقت التنفيذ والسعر والكمية أو مقيدة بإحدى المواصفات، ويفر هذا النوع من الأوامر قدرا كبيرا من المرونة للسمسار وحرية التصرف بسرعة لاقتناص الفرص المناسبة دون تكليف نفسه عناء استشارة زبائنه.

### III. تنفيذ الأوامر وتسوية الصفقات:

لتوضيح كيفية تنفيذ المعاملات في جانبها الإجرائي سيتم الاعتماد في هذا الصدد على مثال افتراضي عن كيفية تنفيذ أمر شراء في بورصة نيويورك، فإذا قرر أحد المستثمرين مثلا شراء كمية تامة (غير كسرية) من أسهم شركة جنرال موتورز في بورصة " وول ستريت"، كخطوة أولية يتوجب على هذا المستثمر الاتصال بالسمسار أو بالمدير التنفيذي لبيت السمسرة للاستقصاء عن أسعار تلك الأسهم، وعندها يقوم المدير التنفيذي بتحصيل المعلومات المطلوبة عن تلك الأسهم، من خلال الاتصال بصالة التعامل في البورصة ثم تبليغها للمستثمر ليقدر على أساسها اتخاذ القرار من عدمه. وتتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي، أعلى وأدنى سعر خلال يوم التداول وسعر آخر صفقة أجريت، بالإضافة إلى أقصى سعر يمكن للمتخصص أن يشتري به وأدنى سعر يمكن أن يبيع به الورقة المعنية.

وفي حال موافقة المستثمر على المعلومات السابقة يقوم بإصدار أمر للسمسار أو للمدير التنفيذي الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر وتبليغها للإدارة التجارية لبيت السمسرة لتتأكد ما إذا كان السهم يتعامل عليه في إحدى البورصات أم لا، ف إذا كان الأمر كذلك تقوم إدارة بيت السمسرة

بالاتصال بمقر البورصة وإبلاغها بالأمر من خلال النظام الإلكتروني كما هو سائد في بورصة نيويورك، وهو نظام يسمح لبيوت السمسرة المشتركة فيه بتمرير الأوامر إلى مقصورة التعامل. وبمجرد وصول الأمر إلى مقر التعامل يقوم الكاتب المختص بإبلاغه للسمسار الوكيل الذي يتولى تنفيذ الأمر بالتفاوض مع المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.

ويمكن تنفيذ الصفقة السابقة على نحو آخر دون اشتراط المرور على المتخصص، إذ ربما يجد السمسار الوكيل الحامل لأمر الشراء سمسارا وكيلا آخرًا يحمل أمر بيع للأسهم المطلوبة من قبل المستثمر، وإذا تم ذلك تنفذ الصفقة على أساس سعر اتفاقي يحدد عن طريق التفاوض، وبمجرد تنفيذ الأمر المذكور ترسل الإدارة التجارية خطابا إلى المستثمر لإعلامه بتنفيذ الأمر بالطريقة نفسها التي وصل بها إلى البورصة.

أما إذا كانت الأسهم محل الأمر مسجلة في الأسواق غير المنظمة، فعندئذ يمكن تنفيذ الصفقة من خلال اتصال الإدارة التجارية مباشرة ببيوت السمسرة التي تتعامل في أسهم شركة جنرال موتورز، أو من خلال طرف الحاسوب المتصل بالنظام الإلكتروني المتعلق بتلك الأسواق والمعروف باسم الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية " NASDAQ " ليتم بعد ذلك إبرام الصفقة عند أحسن الأسعار وإبلاغ المستثمر صاحب الأمر بالخطوات ذاتها التي وصل بها الأمر إلى الإدارة التجارية وعلى نحو متسلسل، أي السمسار الوكيل ثم الإدارة التجارية إلى المدير التنفيذي فالمستثمر.

أما بالنسبة لتسوية الصفقة بعد تنفيذ الأمر فهي محددة في أغلب البورصات المنظمة بثلاثة أيام عمل تحسب ابتداء من تاريخ تنفيذ الأمر، حيث يتم تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ وقيام السمسار بدوره بتسوية المعاملة مع المتخصص بائع الأوراق وذلك بدفع قيمة الصفقة من قبل المستثمر مع العمولة والرسوم ليصبح المالك القانوني للأوراق محل الصفقة، وقد تكون التسوية نقدية كما قد تكون بالاقتراض بين المستثمر وشركة السمسرة أو كما يعرف "بالبيع الهامشي".

وقد تتم المعاملات في السوق بين بيوت السمسرة نفسها وعندئذ تتم التسوية بواسطة تبادل النقود والأوراق المالية بين بيوت السمسرة، ويمكن اللجوء إلى خدمات بيوت السمسرة الكبيرة التي تقوم بتسوية حسابات بيوت السمسرة الصغيرة، وتوجد في الولايات المتحدة الأمريكية مؤسسة فيدرالية متخصصة في تسوية الصفقات الخاصة بالأوراق المالية وهي مشابهة لبيوت المقاصة، وتتولى مهمة تسوية الحسابات

الدائنة والمدينة للأعضاء في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية، غير أن التقدم التكنولوجي في أجهزة الاتصال والحواسيب قد ساعد على انجاز عملية التسوية بسهولة وبسرعة على عكس الأساليب التقليدية للتسوية.

#### **IV. تكاليف تنفيذ الأوامر:**

تتضمن عملية تنفيذ الأوامر نوعين من التكاليف، تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة وفيما يلي توضيح لكل نوع من هذه التكاليف.

##### **1. التكاليف المباشرة:**

تتمثل التكاليف المباشرة في تكاليف المعاملات وتشتمل على عدة مكونات أهمها عمولة السمسرة التي تتحدد بالتفاوض مع السمسار، والربح الذي يحققه المتخصص أو التاجر، ويتمثل في الفرق بين السعر الذي اشترى به الورقة وسعر البيع ويطلق عليه **الهامش أو المدى**، كما تتضمن تكلفة المعاملات الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع وتتوقف قيمته على المستثمر وظروف السوق، وأيضا الرسوم المستحقة لإدارة البورصة وبعض رسوم نقل الملكية والتسجيل، بالإضافة إلى الضريبة على هامش الفرق بين سعر الشراء والبيع وتدعى بضرائب صناع السوق. أما التكاليف المباشرة الأخرى، فتشمل بعض الزيادات السعرية في حالة تنفيذ الأوامر الكسرية، بالإضافة إلى الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر.

##### **2. التكاليف غير المباشرة:**

وتتمثل في عائد الفرصة البديلة الذي كان من الممكن تحقيقه لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمارية أخرى، إضافة إلى تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية محل الاستثمار. وقد يكون حساب هذا النوع من التكاليف صعبا نسبيا إلا أن تقديره يعد ممكنا ولا بد أن يؤخذ بعين الاعتبار للوصول إلى التكلفة الحقيقية لاتخاذ قرار الاستثمار المناسب.

ويمكن أن يبتلخ من هذا الم حور، تعدد الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية وت روع أشكالها وأهدافها حسب نية كل طرف، إذ تتنوع بين الحكومات بهيئاتها المحلية وبنوك الاستثمار والمستثمرين المؤسسين والشركات الراغبة في التمويل والوسطاء وبيوت السمسرة التي تؤدي دورا فعالا

في تنفيذ الصفقات وتنشيط البورصة، على نحو يؤهلها لأن تكون محور التعامل بدءاً من لحظة تحرير الأوامر من قبل المستثمرين وصولاً إلى تنفيذ الصفقات. ويتفاوت في هذا الصدد حجم أوامر الشراء والبيع التي تعقد في السوق، غير أنه يمكن تقسيمها إلى أوامر كسرية وأوامر تامة وتعد هذه الأخيرة أكثر تكلفة من سابقتها، ويمكن أن تصدر الأوامر في عدة صور، فهناك أوامر غير محددة السعر وتتوقف على حركة أسعار السوق وأخرى تعتمد على تحديد سعر التنفيذ إلى جانب الأوامر الخاصة. وعادة ما تسير إجراءات تنفيذ وتصفية متعلقات الأوامر في خطوات تضمن السير الحسن والسهولة في التنفيذ.