



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الجزائر3

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير



مطبوعة في مقياس بورصة الأوراق المالية

مخصصة للطلبة السنة الثالثة

شعبة العلوم المالية والمحاسبة وفق المقرر الوزاري

تخصص مالية المؤسسة

من إعداد الدكتورة: بلقاسم ليندة

أستاذة محاضرة صنف - ب -

السنة الجامعية:

2021 - 2020

ثانياً: الأوامر في بورصة الأوراق المالية

تعتبر أوامر البيع والشراء في البورصة هي نقطة البدء في تعاملاتها، وبموجب تلك الأوامر يصدر العميل أمره إلى السمسار الذي يرتضيه يخطر فيه برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة، ويسمى هذا الأمر أمر شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، وأمر بيع إذا كانت الرغبة هي البيع وهذه الأوامر بنوعها يطلق عليها أوامر البورصة.¹

يتم شراء وبيع الأوراق المالية من قبل السماسرة فقط داخل المقصورة أثناء المواعيد الرسمية للبورصة، حيث يخصص لكل سمسار غرفة صغيرة مزودة بأحدث وسائل الاتصال لضمان سرعة التنفيذ والسرية. ويتلقى السمسار الأوامر من قبل عملائه محددة اسم الورقة المالية، عددها والسعر، ويتم تنفيذ العقد وفق لطلبات العميل داخل المقصورة حيث ينادي السمسار بصوت مرتفع مينا اسم الورقة المالية التي يرغب بيعها أو شرائها، ويتقدم إليه السمسار الذي يرغب في شراءه أو بيع هذه الأوراق لحساب عملائه، حيث يتم الاتفاق على الكمية والسعر، فإن تم الاتفاق تدون العملية بدفتر خاص وتتم الإجراءات من قبل مراقب المقصورة، والذي سجلها في سجل خاص ويرسل إلى الموظف المتخصص بالكتابة على لوحة الأسعار التي تبرز المتعاملين وسعر التعامل في هذا الوقت لهذا النوع من الأوراق، أما ما تبقى من العملية بين السمسار والعميل يقوم السمسار بإرسال الخطاب إلى العميل يبين كل التفاصيل المتعلقة بالصفقة كالكمية والنوع والسعر في فاتورة مفصلة². إن هذه السيرورة تتطلب الوقوف عند كل مرحلة من المراحل الأساسية لها، ونستهلها بمفهوم الأوامر، كما هو مبين فيما يلي:

1- مفهوم الأوامر:

يتم التعامل بين العملاء والسماسرة بواسطة أوامر وتعليمات يصدرها العميل للسمسار، سواء كانت أوامر بيع أو شراء. لقد عرفت هذه الأوامر على أنها: "عبارة عن طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم السماسرة (أو يقومون بها بأنفسهم إلكترونياً) والتي يجري تنفيذها فيما بعد"³، وتعرف أيضاً على أنها: "عبارة عن التعليمات أو الأوامر التي يمنحها العميل للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر"⁴. لضمان حسن تنفيذ الأوامر، لا بد أن يحدد صاحب الأمر تسمية الورقة المالية ورودها في تسعيرة البورصة وبيان نوعها، السعر، الكمية والتاريخ،

¹: أحمد محمد لطفي أحمد، "أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية: دراسة فقهية مقارنة"، ط1، دار الفكر والقانون، مصر، 2013، ص 137.

²: بن الضب علي، شيخي محمد، "الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 62.

³: كافي مصطفى يوسف، "بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 123.

⁴: بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مرجع سبق ذكره، ص 52.

بالإضافة الى حجم الطلبية (قد تأخذ حجم الطلبية التي يرغبها العميل في صورة دائرية* أو كسرية**) والمدى الزمني (يعتبر الزمن من أهم المتغيرات في الأمر وعنصرها هاما في تغيير المعلومات**، حيث يهدف العملاء الى تحديد الفترة طبقا لرؤيتهم الاستثمارية واستشارة المحللين الماليين)¹.

2- أنواع الأوامر:

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل، وتقسم أوامر العملاء الى أربع مجموعات رئيسية تختلف باختلاف معايير تصنيفها، والمتمثلة فيما يلي:

أ- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر: أوامر يطلب فيها العميل من السمسار تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الامر ويطلق عليها أوامر السوق، وأوامر يشترط فيها العميل سعرا محددًا لإتمام الصفقة ويطلق عليها الأوامر المحددة²، وهذا ما سنراه فيما يلي:

• أوامر السوق:

يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعا لأن السعر يتحدد فيه من خلال تلاقي قوى العرض مع قوى الطلب، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر³. ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر السوق بالبيع بمعنى البيع بأعلى سعر يجرى التعامل به، يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان العميل يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة بحيث لا تحدث تغييرا ملموسا في السعر الذي يتم التعامل به في السوق⁴. ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمنان التنفيذ، أما أهم عيوبه فهي أن المستثمر لا

*: الأوامر بكميات غير كسرية (Round Lots) هي تلك التي يشتمل الامر فيها على 100 سهم أو مضاعفاتها.

** : الأوامر بكميات كسرية (Odd Lots) هي تلك الأوامر التي تشمل على أقل من 100 سهم. في حالة ما إذا احتوى الامر على 160 سهم مثلا، حينئذ يعامل كما لو كان أمرين أحدهما كسري 60 سهم، والآخر غير كسري أو دائري 100 سهم.

***: بمجرد رغبة شخص بإبرام صفقات حول الأسهم بيعا أم شراء فما عليه الا التوجه لأحد السماسرة المرخص لهم، وذلك بغية تعويضه، كما قد يكفي بالاتصال الهاتفي اذا كان هناك اتفاق سابق على ذلك، أما اذا كان أول مرة، في معظم الحالات يحضر العميل الى مكتب السمسار أو الوسيط ويقوم بإجراءات قد تختلف من بورصة لأخرى، ومن بين هذه الإجراءات: ملئ بيانات العميل كاسمه، جنسه، نوع العمولة، قيمتها،... الخ، حيث يتم ادخال هذه البيانات على الحاسوب والنظام الآلي، ثم بعد ذلك يقوم العميل بتعبئة استمارة أمر شراء أو أمر بيع فيها شروط وخصائص الأمر ونوعه والتوقيع، على أن يستلم السمسار شهادة الأسهم بعد التأكد من الملكية والمطابقة، وفي الأخير يتم دفع الثمن نقدا أو في شيك وهي قواعد تختلف من بورصة لأخرى.

¹: بن الضب علي، شيخي محمد، "الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 63.

²: هندي منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 125.

³: حسين عصام، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، مرجع سبق ذكره، ص 88.

⁴: عبد الجواد محمد عوض، الشديفات علي إبراهيم، "الاستثمار في البورصة: أسهم-سندات-أوراق مالية"، مرجع سبق ذكره، ص 65.

يمكن أن يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر الا عند إخطاره به، كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق كقضية مسلم بها. وفي الأسواق ذات الكفاءة العالية كبورصة نيويورك مثلا قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر، على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة الى أخرى عادة ما تكون محدودة، وفي ظل السرعة الهائلة في ابرام الصفقات عادة ما يكون الفرق بين السعر المتوقع والسعر الفعلي في حدود (1/4) نقطة أي 25 سنتا. وان كانت هذه ليس قاعدة عامة، فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة وذلك في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب، بشكل قد يلحق الخسائر بالمستثمر الذي يستخدم هذا النوع من الأوامر.¹

• الأوامر المحددة:

يضع العميل سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السمسار سوى الانتظار لاغتنام الفرصة المناسبة، ذلك عندما يصل سعر السهم في السوق الى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء، أو أعلى منه في حالة أمر البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر². وذلك على النحو الذي سيرد عند مناقشة الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ. هذا وبدلاً من أن ينتظر السمسار حتى يصل سعر السوق الى السعر المحدد، عادة ما يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في الأسهم محل الصفقة، والذي يعمل بدوره كما لو كان ممثلاً للسمسار، إذ يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق الى السعر المحدد.³

تعتبر أهم ميزة لهذه النوعية من الأوامر -على عكس أمر السوق- ان المستثمر يعرف مقدماً على وجه اليقين الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها اذا كان أمر شراء أو الحد الأدنى التي سيحصل عليها اذا كان أمر بيع. بينما أهم عيوبها هو أن سعر السوق قد لا يصل الى السعر المحدد، ومن ثم لا تنفذ الصفقة حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً. لذلك فإنه يفضل ألا تكون الأوامر محددة 100%، بل يعطي السمسار نوعاً من المرونة لكي يتحرك ضمن دائرتها.⁴

هناك أوامر مشتقة من الأوامر المحددة لسعر التنفيذ من بينها:⁵

- الأمر الذي يقضي بأن ينفذ أمر السوق أو الأمر المحدد كله أو يرفض كله.
- الأمر الذي يقضي بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد بمجرد وصوله والا يعتبر لاغياً.
- الأمر الذي يقضي بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد كله أو جزء منه بمجرد وصوله، أما الجزء الذي لم ينفذ فيعتبر لاغياً.

¹: هندي منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 126.

²: محمد عبد الله شاهين محمد، "أسواق المال بين الأرباح والخسائر: العوائد والمخاطر"، ط1، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر، 2018، ص 25.

³: هندي منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 127.

⁴: محمد عبد الله شاهين محمد، "أسواق المال بين الأرباح والخسائر: العوائد والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 25.

⁵: هندي منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 128.

- الأمر الذي يقضي بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد الخاص بالشراء، وذلك بشرط أن لا يكون سعر التنفيذ أعلى من السعر السابق الذي أجرى عليه التعامل، ويشترط أن يكون السعر السابق مماثل للسعر الذي قبله أو أقل منه، أو أن يكون سعر التنفيذ أقل من السعر السابق مطروحا منه الحد الأدنى للتغير في السعر وذلك إذا ما كان السعر السابق مساويا للسعر الذي قبله أو أعلى منه، ويطلق على هذا الأمر "Buy Minus Order".

- الأمر الذي يقضي بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد الخاص بالبيع، وذلك بشرط أن لا يكون سعر التنفيذ أقل من السعر السابق الذي أجرى عليه التعامل، وبشرط أن يكون السعر السابق أعلى من السعر الذي قبله أو مساويا له، أو أن يكون سعر التنفيذ أعلى من السعر السابق مضافا إليه الحد الأدنى من التغير في السعر، وذلك إذا كان السعر السابق مساويا للسعر الذي قبله، أو أقل منه، ويطلق على هذا الأمر "Sell Plus Order".

ب- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

هي تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الامر تتراوح بين يوم أو أسبوع أو شهر، أو قد يكون الأمر مفتوحا أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه¹. وتتمثل هذه الأوامر في:

• أوامر ذات زمن محدد:

هي أوامر مشروطة بزمن محدد كيوم، أو أسبوع أو شهر، كما قد تكون بتاريخ محدد، وبالتالي يظل الامر ساريا الى غاية نهاية المدة المحددة، وبعدها يعتبر الأمر ملغى، أما إذا كان الأمر مطلقا فهو يومي ويعتبر لنهاية اليوم الذي صدر فيه باطلا إذا لم يتم تنفيذه².

إن الأوامر المحددة بيوم واحد تعد من أكثر الأوامر شيوعا، وغالبا ما يكون مبنيا على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم يكون أفضل يوم للتعامل. أهم ما يميز هذا النوع من الأوامر أن ظروف السوق إضافة الى الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة والمؤسسة عرضة للتغير بين لحظة وأخرى ومن ثم ما قد يكون ملائما للمستثمر يوم ما قد لا يكون ملائما له في اليوم التالي.

أما الأمر المحدد بأسبوع فهو ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، فاذا صدر الأمر يوم الاثنين مثلا فانه يظل ساري المفعول حتى نهاية يوم الجمعة في بورصة الدول الغربية، وبنهاية يوم الخميس في البورصات العربية. بينما الأمر المحدد بشهر ينتهي بنهاية الشهر الذي أصدر فيه الأمر، مثلا إذا أصدر الأمر يوم 12 أبريل فان سريانه ينتهي بنهاية يوم 30 أبريل. ومدة الأمر قد تتحدد بفترة أكبر من شهر كشهريين أو ثلاثة أو أكثر بل قد يمتد لتتحول الى أمر مفتوح³.

¹: حسين عصام، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، مرجع سبق ذكره، ص 89.

²: بن الضب علي، شيخي محمد، "الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 64.

³: محمد عبد الله شاهين محمد، "أسواق المال بين الأرباح والخسائر: العوائد والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 26.

• الأوامر ذات زمن مفتوح:

الأمر المفتوح هو ذلك الأمر الذي يظل قائماً إلى أن يتم تنفيذه أو الغائه من قبل المستثمر. هناك بورصات يشترط طلب تجديد وتأكيد هذه الأوامر منعا للتدخلات والمشاكل تحسباً لتأثير التغيير في المعلومة¹. ويعيب الأوامر المفتوحة أنها تتضمن مخاطرة، وذلك من ناحيتين:

- **مخاطر النسيان:** إذ أن طول الفترة الزمنية التي يظل فيها الأمر قابلاً للتنفيذ قد يجعل العميل ينسى أنه أصدر أمراً مفتوحاً، وإذا ما تم إخباره من قبل السمسار قد يكون الوقت غير ملائم للتنفيذ².
- **مخاطر تغيير المعلومات:** قد تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشأن المنشأة المصدرة للورقة، في هذه الحالة يعطي السمسار الأولوية لأوامر البيع المحددة التي سبق الإشارة إليها، بينما قد لا تتاح فرصة بالمرّة لأوامر البيع المفتوحة، كذلك إذا ما وصل السوق معلومات تشير إلى انخفاض القيمة السوقية للورقة حينئذ ستستفيد منها أوامر الشراء المحددة بينما قد لا تتاح فرصة لأوامر الشراء المفتوحة³.

ت- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

هناك نوعان من الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ، متمثلة فيما يلي:

• الأمر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة:

يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة، هي تلك الأوامر التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر. وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن⁴.

• الأمر المفتوح في حدود سعر معين:

هو عبارة عن الأمر الذي لا يحدد له فترة زمنية 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 الشراء⁵.

¹: بن الضب علي، شيخي محمد، "الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 64.

²: أحمد محمد لطفي أحمد، "أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية: دراسة فقهية مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص 143.

³: محمد عبد الله شاهين محمد، "أسواق المال بين الأرباح والخسائر: العوائد والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 27.

⁴: هندي منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 130.

⁵: فواز صالح حموي، محمد رمضان اسماعيل، "إدارة المؤسسات والأسواق المالية"، ط1، دار علاء الدين للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، 2011، ص 154.

ث- الأوامر الخاصة:

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

• أوامر الإيقاف:

يقصد بأوامر الإيقاف، هي عبارة عن الأوامر التي لا تنفذ الا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها، وتنقسم أوامر الإيقاف الى نوعين:

- أمر إيقاف يتعلق بالبيع:

يصبح لزاما على السماسر أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم الى المستوى المحدد أو انخفض عنه. فلو أن أحد المستثمرين يمتلك أسهم سبق أن اشتراها بسعر 50 وحدة نقدية للسهم الواحد، بينما السعر السائد في السوق 60 وحدة نقدية للسهم، وأنه يخشى انخفاض شديد في الأسعار، حينئذ يصدر أمر للسماسر بالبيع إذا ما انخفض السعر الى 55 وحدة نقدية مثلا، وإذا لم يتمكن السماسر من ابرام الصفقة عند هذا السعر واستمرت الأسعار في الانخفاض، يظل ملزما بتنفيذه عند أي سعر يمكن اللحاق به. وهكذا يتحول أمر الإيقاف الى أمر سوق بمجرد بلوغ سعر السوق للسعر الذي حدده العميل، ذلك أنه يمكن للسماسر تنفيذ الصفقة عند السعر المحدد أو أي سعر أقل منه.¹

- أمر إيقاف يتعلق بالشراء:

ان هذا الأمر يقضي بأن يقوم السماسر بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها، فلو أن التوقعات تشير الى مستقبل مبشر بشأن أسهم شركة ما بخلاف توقعات المستثمر، حينئذ يمكن اصدار أمر إيقاف². فلو أن السعر الذي يباع به السهم في السوق 70 وحدة نقدية فقد يصدر الامر للسماسر بالشراء إذا بلغ سعر السهم 73 وحدة نقدية أو تعدها. ومرة أخرى سوف يتحول أمر الإيقاف الى أمر سوق. مع ملاحظة أنه في حالة أمر الإيقاف الذي يتعلق بالبيع يكون السعر المحدد في الامر أقل من سعر السوق، أما إذا تعلق الامر بالشراء فان السعر المحدد يكون أعلى من سعر السوق.³

مزايا هذا النوع من الأوامر سواء كانت للبيع أو الشراء أنها تمثل أداة للحد من تضائل هامش الربح أو زيادة الخسائر التي يمكن أن يتكبدها العميل، الى جانب عدم حاجة المستثمر الى مراقبة حركة السوق. ومن أهم عيوب هذه الأوامر أنه إذا كان السعر المحدد قريبا من سعر السوق، فان تغيرا مؤقتا في السعر يعني تنفيذ الامر، وبالتالي الحاق الضرر بالمستثمر بدلا من تحقيق مصالحه. ومن جانب آخر، فاذا كان السعر المحدد بعيدا عن

¹: محمد عبد الله شاهين محمد، "أسواق المال بين الأرباح والخسائر: العوائد والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 28.

²: حسين عصام، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، مرجع سبق ذكره، ص 89.

³: هندي منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 131-132.

سعر السوق، فان تنفيذ الأمر قد يصبح مستحيلاً¹. كذلك فانه طالما أمر الإيقاف يتحول الى أمر سوق بعد أن يتعدى سعر السوق السعر المحدد في الامر، إن الأمر قد ينفذ عند سعر قد لا يكون مقبولاً للمستثمر خاصة إذا ما كانت التغيرات السعرية سريعة ومتلاحقة.²

• أوامر الإيقاف المحددة:

يضع المستثمر حد أدنى لسعر البيع، وحد أقصى لسعر الشراء، أي أن هذه الأوامر تحدد سعر الإيقاف وحدود السعر الذي بموجبه يرغب الزبون في البيع أو الشراء، ويترتب عليه تحمل المخاطر إذا لم يصل سعر السهم الى السعر المحدد وبهذا لن يحدث أي بيع أو شراء. وإذا لم ينفذ البيع أو الشراء بواسطة السمسار عند وصول الأمر الى قاعة التداول، فان السمسار سيحول الأمر الى المتخصص والذي سينفذ الأمر بدوره إذا وصل السعر الى السعر المحدد أو أفضل منه³. تسعى أوامر الإيقاف المحددة الى معالجة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة.

من أخطر عيوب هذه الأوامر أن أسعار الشراء قد تتغير بسرعة انخفاضاً في حالة البيع وارتفاعاً في حالة الشراء بحيث لا يتمكن السمسار من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد. في الوقت الذي تستمر فيه الأسعار في الانخفاض مما يضاعف من تضائل القيمة السوقية للأوراق المالية للمستثمر.⁴

• أمر التنفيذ حسب الظروف:

هي عبارة عن 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 شراءاً أو بيعاً، وتوقيت تنفيذها. أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية السمسار على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة. ويقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين يتقنون بشكل كامل في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم. من 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 يناسب هذا النوع من الأوامر العملاء الذين يكونون في حالة غياب عن السوق (إجازة أو مرض) أو لا يريد أن يشغل نفسه بمحفظته أوراقه المالية.⁵ يتم ترتيب أوامر العملاء وتنفيذ العمليات وفقاً لأولوية السعر فيأخذ السعر الأفضل أعلى مرتبة في ترتيب الأوامر وتنفيذ العمليات، فاذا اتفق عدد من الأوامر في السعر يتم ترتيبهم حسب توقيت ادخال كل منهم، أما

¹: فواز صالح حموي، محمد رمضان اسماعيل، "إدارة المؤسسات والأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 155.

²: محمد عبد الله شاهين محمد، "أسواق المال بين الأرباح والخسائر: العوائد والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 28-29.

³: شريط صلاح الدين، "أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 50.

⁴: محمد عبد الله شاهين محمد، "أسواق المال بين الأرباح والخسائر: العوائد والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 29.

⁵: هندي منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 134.

الأوامر التي يتم إدخالها بشروط خاصة فتكون ذات أولوية أقل من الأوامر العادية أي التي تكون بدون شروط خاصة.¹

ثالثاً: تكاليف وآليات تنفيذ الصفقات في بورصة الأوراق المالية

يشترط توافر عدد من الترتيبات لكي يتم التداول والإتجار في الأوراق المالية بين المستثمرين وسماسرة وتجار الأوراق المالية، ومن بين هذه الترتيبات تتمثل فيما يلي:

1- تنفيذ وتسوية الصفقات:

يتم تنفيذ طلبات العملاء في البورصة من خلال عملية مواءمة بين العرض والطلب. فمثلاً في بورصة نيويورك تجرى الصفقات بأن يطلب العميل من السمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب في التعامل معه أن يشتري أو يبيع له أسهم معينة مسجلة للتداول في بورصة نيويورك، فيقوم السمسار أو المدير التنفيذي بتسجيل المعلومات عن الأمر ثم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة والتي يطلق عليها أحياناً إدارة الأوامر، والتي تقوم بدورها بإبلاغ الأمر إلى مقر البورصة حيث يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة البورصة وعلى الفور يقوم السمسار الوكيل بنفسه أو يكلف أحد العاملين بالبورصة باستلام الأمر من الكاتب المختص، ثم يقوم بنفسه أو بالاستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر لدى المختص الذي يتعامل في تلك الأسهم، وبمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقرير عنه مباشرة إلى الإدارة التجارية لبيت السمسرة بنفس الطريقة التي استلمه بها، والتي ترسل بدورها التقرير إلى المدير التنفيذي الذي استلم الأمر من البداية ليقوم بتبليغه للعميل، كما ترسل الإدارة التجارية خطاباً إلى العميل أيضاً للتأكد.

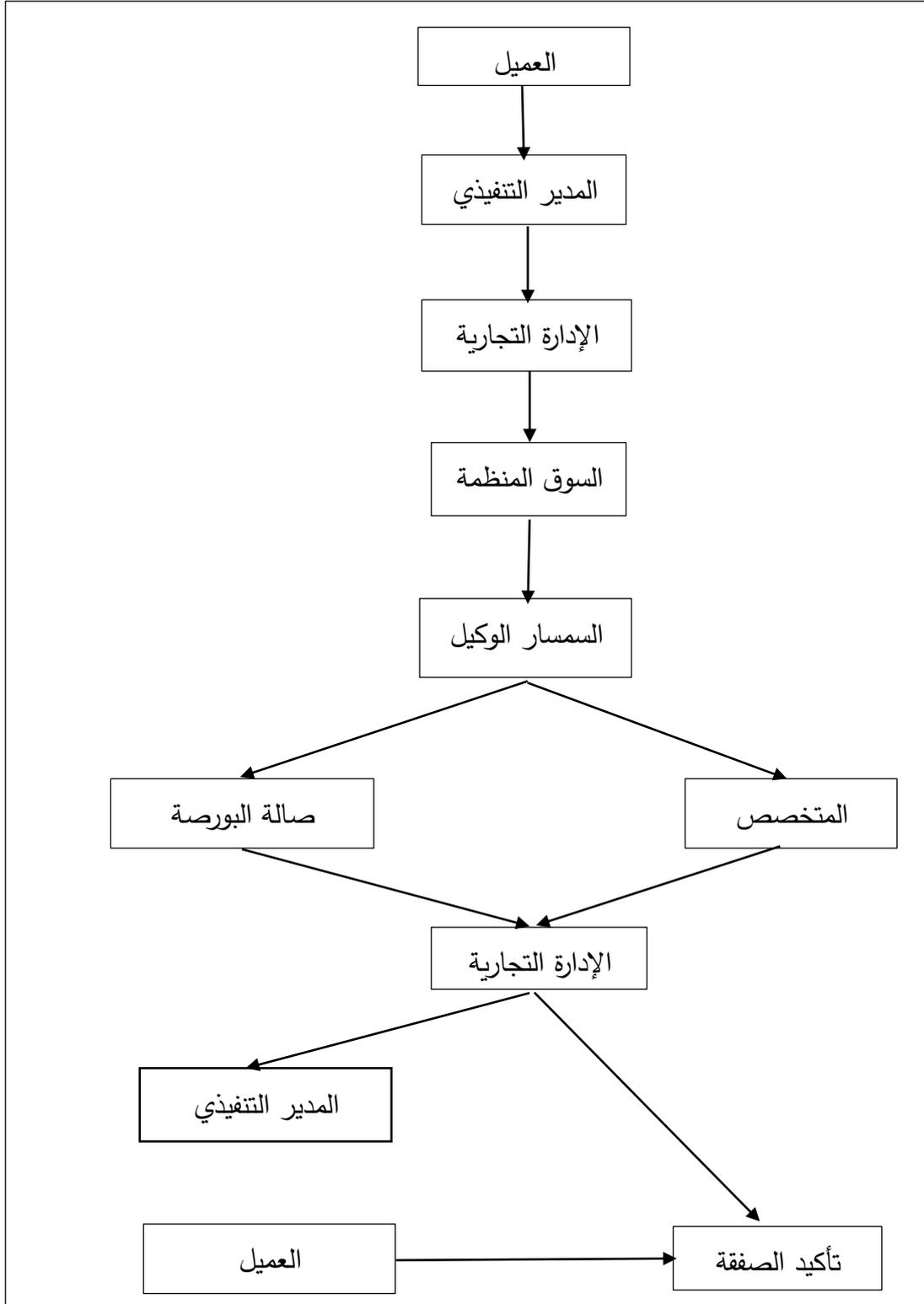
ففي سوق الأوامر يتم اتباع نفس القواعد الأولوية المطبقة على نظام التداول داخل المقصورة، ويتم ادخال أوامر البيع والشراء من خلال شاشات المقصورة الخاصة بشركات السمسرة التي يتم تنفيذ العملية بواسطتها، وذلك من خلال برنامج منفصل يسمى *OTC (التداول خارج المقصورة)، ويعتبر هذا السوق مخصصاً لتداول الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، ولكنها غير ملتزمة بقواعد القيد والافصاح الخاصة بالبورصة². الشكل التالي يوضح خطوات تنفيذ الأوامر:

¹: محمد عبد الله شاهين محمد، "أسواق المال بين الأرباح والخسائر: العوائد والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 30.

* : Over the counter market.

²: محمد عبد الله شاهين محمد، "أسواق المال بين الأرباح والخسائر: العوائد والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 30-32.

الشكل رقم (02): خطوات تنفيذ الاوامر



المصدر: هندي منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 167

أما بالنسبة لتسوية المعاملة بعد تنفيذ الأمر، فهي محددة قانونياً في البورصات المنظمة (خلال خمسة أيام عمل) حيث يجرى تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ والسداد يقوم بدوره بتسوية المعاملة مع المتخصص أيضاً، وبذلك يصبح المستثمر المالك القانوني للأوراق محل الاستثمار، مع الإشارة إلى أنه يتم خلال يوم التسوية دفع قيمة الصفقة من قبل المستثمر مع العمولة والرسوم. إن عملية التسوية قد تكون نقدية، وقد تكون بائتمان بين المستثمر وبين السمسرة أو ما يسمى بالتعامل بالمكشوف. أما بالنسبة للاحتفاظ بالأوراق المالية أو شهادة ملكيتها فيمكن الاحتفاظ بها لدى المستثمر، أو إبقائها في بيت السمسرة الوكيل¹، وقد لا تنتقل شهادة الملكية باسم المستثمر بل باسم بيت السمسرة الذي يتعامل معه. وفي الحالة الأخيرة يتسلم المستثمر إقرار شهري من بيت السمسرة يؤكد ملكيته للأسهم. إن تسجيل الأوراق باسم بيت السمسرة يعني قيامه بالخدمة التي تتطلبها تلك الأوراق ومن بينها تحصيل توزيعات الأسهم أو فوائد السندات، ومن ناحية أخرى يفضل بعض المستثمرين أن تكون ملكية الأسهم بأسمائهم. لأن الشركة المصدرة للأسهم لا ترسل تقاريرها المالية إلا للشخص المسجل السهم باسمه، كما أن حق التصويت لا يكون إلا لهذا الشخص.

لضمان حسن سير وجدية الصفقات فقد صدرت في الولايات المتحدة تشريعات من البنك المركزي ولجنة البورصة والأوراق المالية تتيح الفرصة لإنشاء مؤسسات تراقب تنفيذ وتسوية الصفقات، كما تساهم في تبسيط الإجراءات التي تطوي عليها. ويتم العمل في هذا الشأن على مرحلتين:²

أ- المرحلة الأولى: المتمثلة في المقارنة وتقوم بها مؤسسات متخصصة في الولايات المتحدة، أكبرها المؤسسة الوطنية لتسوية المعاملات في الأوراق المالية. حيث تتولى في الأربعة أيام الأولى (من الخمسة أيام التي ينبغي أن تنهي فيها ما يتعلق بالصفقة) مقارنة التقارير المرسله من السماسرة المشاركين في العملية. وفي حالة اكتشاف تباين في المعلومات ترسل إليهم مذكرة بذلك، وعادة ما يتم ذلك من خلال أطراف الحاسوب.

ب- المرحلة الثانية: هي التسوية فتتمثل في تسجيل العملية في الدفتر أو الملف المخصص لذلك، والمحتفظ به في الحاسوب. وقد أتاح هذا الدفتر فرصة لتلبية رغبة لبيوت السمسرة والمؤسسات المالية بأن تتم التسوية دون تسليم فعلي لشهادة الملكية، وأن يكتفي بحفظها لدى جهة مؤتمنة. وبالنسبة للتعاملات في بورصة نيويورك، والبورصة الأمريكية، والسوق غير المنظمة يحتفظ بالشهادات لدى الشركة المؤتمنة للإيداع (DTC)* والتي تعد أكبر المؤسسات التي تعمل في هذا المجال هناك.

¹: كافي مصطفى يوسف، "بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 130.

²: هندي منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 168 و ص 170.

* : Depository Trust Company

2- تكاليف تنفيذ الأوامر والصفقات:

بالرغم من صعوبة فصل الأوامر عن التنفيذ في تعاملات البورصة، إلا أن الفصل الفردي يساعد على إيضاح آلية شراء وبيع الأوراق المالية، فبعد تنفيذ الأوامر لا بد من تسوية الصفقات حيث يجرى تسليم الأوراق المالية للعميل واستلام المبلغ. يقوم السمسار بدوره بتسوية المعاملة مع المتخصصين بحيث يصبح العميل المالك القانوني للأوراق المالية مع دفع المقابل من عمولة ورسوم. كما قد تكون التسوية نقدية بانتzman أو ما يسمى التعامل بالمكشوف. قد تكون العمولة غير معقدة وتترك للتفاوض بين الزبون والوسيط، كما في البورصات الأمريكية، كما قد تكون مقيدة من قبل لجنة السوق كما هو حال كثير من البورصات.¹

لا بد من أخذ تكاليف تنفيذ أوامر البيع والشراء في البورصة بالحسبان عند الرغبة في التحقق من موقف المستثمر النهائي جراء التنفيذ، ويمكن تقسيم التكاليف الى:

أ- التكاليف المباشرة:

- التكاليف المباشرة تتضمن تكاليف تنفيذ الأمر بصورة مباشرة، تتمثل في:²
- عمولة السمسار: تمثل ما يدفع للسمسار وغالبا ما يجري ذلك بالتفاوض، علما أنها ترتبط بالعملية المنفذة، وغالبا ما تحدد الأعراف السائدة هذه العمولة لكل صفقة، وكلما ازدادت مرات التعامل انخفضت العمولة.
- الخصم على السعر: الذي يمنحه المشتري للبائع، ويتوقف على ظروف السوق وتعاملات المشتري والبائع.
- الضرائب والرسوم المستحقة للأطراف المتعاملة في البورصة: يتحمل المستثمر تكلفة تتمثل في مجموع الضرائب والرسوم التي تفرضها الحكومة من جهة، واللجنة المختصة بالقيم المنقولة.
- عمولات البنوك: يلتزم المستثمر الذي يلجأ الى أحد الفروع البنكية لإيداع أوامره بدفع عمولة إضافية نظير الخدمات التي يقدمها له على تلك التي تعطي للوسيط.
- ربح صناع السوق*: الضريبة على هامش الفرق ما بين سعر الشراء والبيع تدعى بضرائب صناع السوق (المتخصصين والتجار). حيث تطبق ضريبة على الربح، والمتمثل في الفرق الذي يحصلون عليه بين السعر الذي تشتري الأوراق المالية وسعر بيعها، ويعرف بالهامش أو المدى، وذلك مقابل الوساطة التي يقومون بها بين البائعين والمشتريين الحقيقيين لهذه الأوراق، الذين يرغبون في تحقيق ما يريدونه بسرعة، ويمكن لصناع السوق "تجار الأوراق" الاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية لتلبية معظم الطلبات لان توقيت الرغبات يكون متباين مما يحملهم تكاليف فرق هذه المدة، وهي ما تعرف بـ "تكلفة الاحتفاظ بمخزون الأوراق المالية" أو "سعر الانتظار"، وتضم

¹: بن الضب علي، شيخي محمد، "الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 66.

²: شريط صلاح الدين، "أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 51-52.

* صناع السوق: هم المتخصصون الذين يعملون داخل الأسواق المنظمة -بينما التجار يعملون في الأسواق غير المنظمة-، ويقع على عاتقهم تلبية طلبات العملاء الراغبين في شراء أو بيع الورقة المالية التي سيتعاملون فيها.

معدل العائد المطلوب مقابل مخاطرة عدم التنوع وارتفاع معدلات الفائدة كذلك التقص في المعلومات. ويضاف سعر الانتظار الى سعر الشراء مما يمكن صناع السوق من تحديد البيع ومن ثم تحقيق هامش ربح مدروس.

- حقوق الدخول والخروج ومصاريف التسيير: تتعلق هذه المصاريف، عموما بهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية وتخص:

- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير: بالإضافة الى مصاريف التسيير المتعلقة بالعمليات التي تجرى في البورصة، هناك حقوق دخول للبورصة وحددت هذه المصاريف بـ 4.75 كحد أقصى في التشريع الفرنسي، أما مصاريف التسيير فحددت بـ 1% كحد أقصى.
- الصناديق جماعية للتوظيف: حددت هذه المصاريف في التشريع الفرنسي على النحو التالي: حقوق الدخول والخروج بنسبة 4% كحد أقصى، أما مصاريف التسيير فحددت بنسبة 1% كحد أقصى.
- الرسوم المستحقة لإدارة البورصة: في حالة البورصات المنظمة وبعض رسوم نقل الملكية والتسجيل.

ان التكاليف المباشرة السابقة الذكر تدعى بـ "تكاليف المعاملات"، إضافة الى ذلك، هناك تكاليف مباشرة أخرى التي ينبغي على المستثمر أن يعطي لها اهتماما والتي تضم العناصر التالية:¹

- التكاليف الناجمة عن الزيادة السعرية في قيمة الأوراق داخل الأوامر المتعلقة بالكميات الكسرية.
- تكاليف الفوائد على الاقتراض وكذا الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء غير نقدية.
- الضرائب المتعلقة بالتوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر.

ب- التكاليف غير المباشرة:

التكاليف غير المباشرة ترتبط بتوسع الاهتمام بتكلفة الفرصة البديلة والتي تحسب على أساس عائد الفرصة البديلة للاستثمار بالأوراق المالية أي توجيه الأموال الى استثمار الفرصة المثلى. وقد يكون حساب الأخيرة صعب نسبيا الا أن تقديره ممكن، ولا بد أن يأخذ بالحسبان وصولا الى التكلفة الحقيقية لتحديد نتائج القرار الاستثماري لصفقة الشراء أو البيع للأسهم، وبذلك فان مجموع التكاليف المباشرة وغير المباشرة تمثل مجملها التكاليف الكلية للعملية.²

¹: هندي منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 163.

²: كافي مصطفى يوسف، "بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 132.