

2

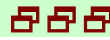
الباب الثاني

أسواق المال ووسطاء السوق

٦٠	الفصل الرابع: أسواق تداول الأسهم
٨١	الفصل الخامس: طرح الأسهم (الاكتتاب)
٩١	الفصل السادس: الوسطاء وطرق التداول
١١٣	الفصل السابع: أوامر البيع والشراء

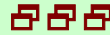
الفصل الرابع

أسواق تداول الأسهم



في هذا الفصل

- ✓ ما المقصود بالسوق المالي وما أنواع الأسواق المالية؟
- ✓ كيف يعمل سوق نيويورك وهل من الضروري على المستثمر معرفة ذلك؟
- ✓ ما هما سعرا العرض والطلب وكيف يتم تحديد السعر من وقت لآخر؟
- ✓ ما هو سوق انازداك وكيف يختلف عن سوق نيويورك؟ ومتى يقوم سوق نيويورك بإيقاف التداول منعاً لتدهور الأسعار؟
- ✓ هل بالإمكان البيع والشراء بين سعري العرض والطلب؟



سوق

المال هو مكان يتم فيه التقاء البائع والمشتري معاً، وعن طريقه يحصل المشتري على أصل ما (كأسهم والسندات وغيرها) ويحصل البائع على مبلغ من المال مقابل تسليم الأصل للمشتري. فيما يلي سنتعرف على طبيعة أسواق المال وكيفية عملها ودورها في التنمية الاقتصادية، ونسلط الضوء على اثنين من أشهر أسواق المال المختصة بتداول الأسهم وغيرها من الوسائل المالية في الولايات المتحدة.

الشركات ودورها في التنمية الاقتصادية

الشركة التجارية عبارة عن كيان اقتصادي يقوم بتقديم المنتجات والخدمات ويتقاضى مقابل ذلك مبلغاً من المال لتغطية النفقات اللازمة للإنتاج، ومن ثم استخدام الفائض في المزيد من التنمية والتطوير. وتقوم الشركات بتوزيع ما يتبقى من العائد المالي (أي ما يزيد عن حاجتها) على من يملك حصة في الشركة وذلك على شكل أرباح فصلية أو سنوية. وهنا تجدر الإشارة إلى نقطة هامة، وهي أن الشركة النامية من المستحسن ألا توزع أرباحاً على المساهمين، حيث إن توزيع

الشركة لأرباحها قد يدل على عدم وجود مشاريع جديدة لدى الشركة وعدم وجود مشاريع تطويرية لمنتجاتها وخدماتها.

وتعتمد الشركات المساهمة بشكل خاص على سوق المال للحصول على ما تحتاجه من أموال تساعد في النمو والازدهار، بل إنها تحتاج لسوق المال قبل ولادتها عن طريق الطرح الأولي للأسهم أو الاكتتاب من أجل أن تظهر إلى الوجود.

إذاً سوق المال هو كيان اقتصادي يتم فيه التقاء البائع والمشتري لإجراء الصفقات المالية التي تحقق الفائدة لكلا الطرفين. فنجد المستثمر الصغير أو الكبير قد قدم إلى السوق وبحوزته مبلغ من المال يود أن يقرضه (أو يموله) لطرف آخر، وهذا المال تجمع لديه نتيجة زيادة موارده المالية عن حاجته، فادخر مبلغاً من المال ويود أن يستثمره بشكل جيد كي يحقق له أرباحاً مستقبلية. وبالنسبة للمشتري فهو كيان اقتصادي آخر كالشركات والبنوك وغيرها قد قدم إلى السوق بحثاً عن مبلغ من المال يحتاجه في تطوير منتجاته وخدماته أو لإقراضها لمستثمرين ومستهلكين آخرين. أو قد يكون المشتري جهة حكومية قدمت إلى السوق بحثاً عن المال لاستخدامه في التنمية الاقتصادية للبلد أو سداد ما عليها من ديون. على سبيل المثال تم تمويل مشروع حفر قناة السويس على شكل سندات أصدرتها الحكومة المصرية لمستثمرين أجانب من دول أوروبية، وبذلك حصلت الحكومة على المال اللازم وحصل المستثمرون على فوائد سنوية مقابل ما تم دفعه من مال.

ولكي يحصل المقترض على المال المطلوب عليه أن يقدم بالمقابل شيئاً ما للمستثمر صاحب المال. فنجد أن البنوك تقدم فائدة نقدية مقابل الحصول على مال المستثمر، الذي يحصل بدوره على شهادة إيداع (Certificate of Deposit) تعده بإرجاع رأس ماله لاحقاً إضافة إلى الفائدة المستحقة. كذلك تقوم الجهات الحكومية بتقديم فائدة نقدية للمستثمر مقابل حصولها على المال ويحصل هو بدوره على سندات حكومية (Government Bonds) أو أدونات خزينة (Treasury Bills)، وبالنسبة للشركات فقد تلجأ إلى منح المستثمر ما يعرف بالسندات المؤسسية (Corporate Bonds) بمعدل فائدة محدد، أو قد تلجأ إلى منح المستثمر حصة من ملكيتها على شكل أسهم ملكية في الشركة. بأي حال من الأحوال وبغض النظر عن البائع والمشتري لابد أن يكون هناك تعويض مالي أو مادي مقابل أي عملية تجارية تقوم بين جهتين أو شخصين، وهذا هو الأساس الذي يقوم عليه النظام الرأسمالي.

إن عملية تقسيم ملكية الشركة إلى عدد من الحصص أو الأسهم هي القاعدة التي يقوم عليها سوق الأسهم في أي مكان في العالم، وإن ما يتم تداوله يومياً في أسواق الأسهم في العالم هو تلك الحصص أو الأسهم التي يملكها المستثمرون في هذه الشركات. ونجد أن بعض الشركات الكبيرة قد يصل عدد أسهمها المملوكة من قبل المستثمرين إلى ما فوق خمسة بلايين سهم، كشركتي [مايكروسوفت] و [جنرال إلكتريك]، وعلى العكس نجد هناك شركات صغيرة لا يتجاوز عدد أسهمها

المليون سهم. وتختلف أسعار الأسهم من بضع سنتات إلى آلاف الدولارات للسهم الواحد، كما هو الحال بالنسبة لشركة [بركشاير هاثاواي] (Berkshire Hathaway) والتي تجاوز سعر سهمها ٩٥ ألف دولار في عام ٢٠٠٤م - انظر صفحة ١٥٠ للمزيد عن هذه الشركة. وبسبب تعدد أدوات الاستثمار تتعدد أسواق الأموال، فنجد أن هناك أسواقاً مخصصة للطرح الأولي للأسهم (Primary Markets) وذلك عن طريق بنوك الاستثمار والسماسرة المختصين في هذا المجال. وهناك سوق الأسهم المتعارف عليه كسوق نيويورك الشهير (NYSE) والسوق الأمريكي للأسهم (AMEX) وسوق [نازداك] (NASDAQ) وغيرها من الأسواق الإقليمية المنتشرة في الولايات المتحدة، والتي تعرف جميعها بالأسواق الثانوية (Secondary Markets) لكون الأسهم التي تباع وتشتري من خلالها قد تم طرحها سابقاً في السوق الأولي. إلى جانب ذلك نجد هناك أسواقاً أخرى كأسواق النقد التي يتم من خلالها تمويل الشركات بواسطة الاقتراض من البنوك المتخصصة في هذه العمليات.

وبالإمكان تقسيم الأسواق المالية إلى أسواق آنية أو عينية، حيث تتم عملية استلام الأصل مباشرة كما يحدث في سوق الأسهم، وأسواق مستقبلية (أو آجلة)، والتي يتم تسليم الأصول فيها في وقت محدد في المستقبل، كما سنرى لاحقاً. وسوف نستعرض بشكل مفصل اثنين من أهم الأسواق المالية في العالم: سوق نيويورك للأسهم وسوق [نازداك] للأسهم، ونشير هنا إلى ضرورة معرفة طبيعة هذه الأسواق وكيفية عملها، بل من الواجب على المستثمر في الأسواق الأمريكية التأكد من الفهم الصحيح لعملية البيع والشراء التي تتم داخل الأسواق المالية قبل البدء بالاستثمار. ومن المؤسف أن نجد هناك الكثير من المستثمرين الذين أمضوا سنوات طويلة في التعامل في الأسواق المالية يجهلون تماماً آلية البيع والشراء التي تتم داخل الأسواق، ونتيجة ذلك يقعون في أخطاء كثيرة عند البيع والشراء نتيجة جهلهم بهذه الآلية.

سوق نيويورك للأسهم

يعتبر عام ١٧٩٢م البداية الحقيقية لسوق نيويورك (New York Stock Exchange) والذي فيه بدأ المستثمرون ببيع الأسهم وشرائها لأول مرة في الولايات المتحدة. واستمر هذا السوق بالتطور إلى أن سُجِّل رسمياً في عام ١٩٣٤م، ومن ثم أصبح منظمة غير ربحية في عام ١٩٧١م، وقد بلغت إيراداته في عام ١٩٩٩م ٧٣٥ مليون دولار وتجاوزت أرباحه ٧٥ مليون دولار، أي أن صافي الربح لديه يساوي حوالي ١٠% من الإيرادات ويعد ذلك جيداً.

عند الدخول في سوق نيويورك للأسهم والذي يستقبل الزوار في كل يوم من أيام التداول سوف يفاجأ الزائر بما سيشاهده من فوضى وصراخ في قاعته الكبيرة التي يوجد بها بشكل يومي حوالي ثلاثة آلاف شخص من العاملين في السوق، الشكل ٤-١. وعند التمعن في طبيعة هذا السوق لا

نجدّه غامضاً بهذا الشكل، فهو يحتوي على ١٣٦٦ مقعداً، بواقع مقعد واحد لكل عضو مسجل في السوق، وهذا الرقم ثابت ونادراً ما يتغير. وبالرغم من أن العاملين في السوق يبدون واقفين دوماً إلا أن عضويتهم هذه يطلق عليها مقعداً. ويختلف سعر المقعد من عام لعام حسب العرض والطلب، إلا أنه بلغ حوالي ٢,٥ مليون دولار في عام ٢٠٠٢م، وفي عام ٢٠٠٤م كان حوالي ١ مليون دولار فقط، وعاد مؤخراً في نوفمبر ٢٠٠٥م ليصل إلى أعلى سعر له بلغ ٣,٥ مليون دولار! وسعر المقعد له دلالة على حركة الأسهم وإقبال الوسطاء والمتعاملين عليها، فكلما زاد السعر دل على إقبال كبير قائم أو قادم.



الشكل ٤-١: صالة التداول الرئيسية في سوق نيويورك للأسهم، وتبدو خانات التداول التي يعمل فيها الأعضاء.

معظم الأشخاص الذين تراهم في صالة التداول هم سماسرة تابعون لأعضاء السوق أو أنهم سماسرة مستقلون يتعاملون مع هؤلاء الأعضاء. ولكل سهم يتم تداوله في سوق نيويورك هناك شخص واحد يطلق عليه الأخصائي (Specialist)، ويتواجد هذا الشخص في مكان يطلق عليه خانة التداول (Trading Post)، فيه يقوم الأخصائي بمتابعة الأسهم لعدة شركات في وقت واحد.

ويوجد حوالي ٦٠٠ أخصائي يعملون لصالح ٢٢ شركة متخصصة في هذا المجال ومسجلة رسمياً في سوق نيويورك، يتمثل دورهم بتسهيل عملية البيع والشراء وإضفاء الاستقرار والاستمرارية لعملية التداول، حيث يقومون بمد السوق بالسيولة اللازمة لإنجاح عمليات تداول الأسهم الواقعة تحت اختصاصهم. فتجد الأخصائي أحياناً يتدخل بنفسه ويبيع ويشترى ليضمن ثبات أسعار الأسهم ومدها بالسيولة اللازمة حتى وإن كانت الأسعار في توجه غير مشجع. ولكنه غالباً لا يتدخل بشكل كبير في عمليات البيع والشراء حيث تقدر مشاركته بحوالي ١٠% من التداول اليومي، ويعود ذلك

لحجم السوق الكبير، حيث يوجد هناك آلاف البائعين والمشتريين، الأمر الذي يجعل من قوى السوق الطبيعية المحدد الرئيسي للأسعار وضمان استمرارية السوق.

هنا تجدر الإشارة إلى أن معظم الأسواق العربية لا يوجد فيها أخصائيون يعملون بهذا الشكل، ولا حتى صناع سوق Market Makers كما سنرى في سوق [نازداك]. ويطلق بعض الناس على كبار المستثمرين والمضاربين مسمى صانع سوق وهذا خطأ، حيث إن صانع السوق أو الأخصائي هو شخص مرخص لهذا العمل ويلتزم بشروط وضوابط عديدة الهدف منها مد السوق بالمرونة والسيولة اللازمة في أي وقت من الأوقات. فنجد أن صانع السوق ملزم نظاماً بالشراء عندما يكون هناك من يود البيع، وملزم بالبيع عندما يكون هناك من يود الشراء، وبالمقابل لا يقوم صانع السوق بدفع عمولة على العمليات التي يقوم بها.

قراءة سعري العرض والطلب

لقراءة سعر السهم بشكل صحيح انظر الشكل ٤-٢ الذي يوضح مفهوم العرض والطلب من وجهة نظر المستثمر، حيث نرى هنا أن السعر الذي يمكن للمستثمر أن يشتري به الأسهم هو ٤٥ دولاراً (سعر العرض)^١ وأن السعر الذي يمكنه البيع به هو ٤٤,٧٥ دولار (سعر الطلب).



الشكل ٤-٢: من وجهة نظر المستثمر، يمكن شراء وبيع كمية معينة بسعر معين.

يبين الشكل ٤-٣ كيفية عمل قائمتي العرض والطلب، حيث نرى في الجهة اليسرى طابور أوامر الشراء، ونسميها جهة الطلب (أي طلب شراء السهم). وفي الجهة اليمنى نرى قائمة أوامر البيع، ونسميها جهة العرض (أي عرض السهم للبيع). ويتكون أمر الشراء من سعر معين وكمية معينة بحيث يوضع أعلى سعر في أعلى القائمة، ويسمى أفضل طلب. ويتكون أمر البيع من سعر معين وكمية معينة بحيث يوضع أقل سعر في أعلى القائمة، ويسمى أفضل عرض.

¹ تستخدم أحياناً كلمة Ask لتعني سعر العرض، بدلاً من كلمة Offer. ولكن لتجنب التباس الاسم باللغة العربية حيث إن كلمة Ask تعني يطلب أو طلب وهذا يعكس المعنى المراد هنا. لذا فسوف نستخدم كلمة Offer والتي تعني يعرض أو عرض بدلاً من كلمة Ask، ونستخدم كلمة Bid، لتعني الطلب.

لاحظ أن الوضع الحالي يشير إلى أن هناك من يود شراء ٢٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٤ دولار، وهناك من يود بيع ٧٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٧ دولار، فنقول أن الفارق (Spread) بين أفضل طلب وأفضل عرض يساوي في هذه الحالة ٣ سنتات. وبذلك لا يوجد حالياً اتفاق على السعر، ولن تحدث أي صفقة حتى يأتي أمر جديد للشراء بسعر ١٢,٧٧ دولار أو أمر آخر للبيع بسعر ١٢,٧٤ دولار. وعندما نتحدث عن طبيعة أوامر البيع والشراء وأنواعها (الفصل السابع) سوف نرى أن الأمر بسعر السوق يعني شراء السهم أو بيعه حسب السعر المتاح في القائمة، وأن الأمر المحدد هو الأمر الذي يدخل في القائمة ويتنافس مع بقية الأوامر. على سبيل المثال، لو جاء إلى السوق أمر شراء لعدد ٧٠٠ سهم بسعر السوق، فسوف ينفذ الأمر بسعر ١٢,٧٧ دولار، ولو كان هناك أمر بيع بسعر السوق لعدد ٢٠٠ سهم فسوف يتباع هذه الأسهم بسعر ١٢,٧٤ دولار.

الطلب Bid		آخر سعر	العرض Ask	
السعر	الكمية	12.76 2500	السعر	الكمية
12.74	200		12.77	700
12.73	1200		12.79	3000
12.71	100		12.83	300
12.68	4000		12.97	1000
12.55	1000		13.05	2500
12.02	950		13.15	100
11.99	450		13.20	245

الشكل ٤-٣: من يود الشراء يتجه إلى صف الطلب، ومن يود البيع يتجه إلى صف العرض، هنا نجد سعر الشراء بسعر السوق ١٢,٧٧ دولار، وسعر البيع بسعر السوق ١٢,٧٤ دولار.

وجميع هذه الأوامر مشروطة السعر ولكنها ليست مشروطة الكمية، بمعنى أن الذي يود البيع أو الشراء لا يشترط كمية محددة لا يتم البيع أو الشراء إلا بها، بل قد يطلب شخص شراء ١٠٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٧ ولا يحصل إلا على ٧٠٠ فقط منها. ولو أن الشخص طلب شراء ١٠٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٨ واشترط شراء الكمية كاملة أو عدم الشراء، فلن يتم تنفيذ أي جزء من الأمر، في هذا المثال، بالرغم من وجود من يود البيع بسعر أقل (١٢,٧٧ دولار)، ولكن بكمية لا تكفي لهذا الأمر.

مراجعة

حاول أن تجيب عن الأسئلة التالية بالرجوع للمثال السابق (الشكل ٤-٣) قبل النظر إلى الجواب أدناه.

١. ماذا يحدث لو أردت شراء ٥٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٧ دولار؟
الجواب: يتم بيع ٥٠٠ سهم لصالحك ويتغير الجانب الأيمن بحيث تكون الكمية التي في أعلى القائمة ٢٠٠ سهم، ويبقى السعر كما هو، حيث لا يزال هناك ٢٠٠ سهم للبيع بالسعر نفسه.
٢. ماذا يحدث لو أردت شراء ٥٠٠ سهم بسعر ١٢,٦٧ دولار؟
الجواب: سوف يوضع الأمر في الجهة اليسرى ويأتي تحت الأمر ١٢,٦٨.
٣. ماذا يحدث لو أردت شراء ٣٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٥ دولار؟
الجواب: سوف يوضع الأمر في الجهة اليسرى ويكون في أعلى القائمة لكونه أفضل سعر للطلب.
٤. ماذا يحدث لو أردت بيع ٥٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٤ دولار؟
الجواب: سوف ينفذ بيع ٢٠٠ سهم لصالحك بسعر ١٢,٧٤، ويوضع أمر بيع خاص بك في أعلى الجهة اليمنى بمقدار ٣٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٤ دولار، ويأتي في أعلى الجهة اليسرى أمر الشراء (١٢٠٠ ١٢,٧٣).
٥. ماذا يحدث لو أردت بيع ١٠٠ سهم بسعر ١٢,٧١ دولار؟
الجواب: هل يتم شراء ١٠٠ سهم منك بسعر ١٢,٧١ دولار أم بسعر ١٢,٧٤ الذي يحصل في الواقع هو أن تباع الأسهم حسب الأسعار الموجودة في السوق وليس حسب السعر الخاطئ الذي أدخلته، أو بمعنى آخر يتحول الأمر إلى أمر بيع بسعر السوق، فيباع بسعر ١٢,٧٤ دولار.

التداول في سوق نيو يورك

في الطريقة التقليدية المتبعة في سوق نيو يورك، وعند وصول أوامر البيع والشراء إلى السوق يقوم ممثل الوسيط بأخذ الأمر من الطابعة والاتجاه إلى خانة التداول الخاصة بالشركة المعنية، ومن ثم يقوم بالاستفسار من الأخصائي عن السعر الحالي للسهم، وعادة تكون هناك شاشة إلكترونية إلى الأعلى من خانة التداول توضح السعر الحالي لكل سهم يتم تداوله في هذه الخانة، ولكن ممثلي الوسطاء والأخصائيين غالباً يصيحون بصوت عالٍ للفت أنظار الحضور والبحث عن لديه سعر أفضل من السعر الحالي. يطلق على خاصية اكتشاف السعر بهذه الطريقة بنظام النداء المفتوح (Open Outcry System)، وتعتبر الطريقة المثالية للحصول على أفضل سعر.

وبعد إنهاء كل صفقة يقوم كل من الأخصائي ووسيط البائع ووسيط المشتري بإدخال تفاصيل الصفقة بالحاسب الآلي الخاص بكل منهما لتكون النتيجة كالتالي:

١. يظهر في حساب البائع إشارة لكونه قد باع عدداً من الأسهم بالسعر الذي تمت به الصفقة، ويتم تحصيل المبلغ لصالحه خلال ثلاثة أيام حسب النظام (راجع الصفحة ٩٧ لمعرفة كيفية عمل الحساب النقدي وحساب الهامش)، ومن المتوقع أن يتم تقليص هذه المدة إلى يوم واحد.
٢. يظهر في حساب المشتري إشارة لكونه قد اشترى عدداً من الأسهم بالسعر الذي تمت به الصفقة وعليه تسديد المبلغ خلال ثلاثة أيام.
٣. يقوم الأخصائي بتحديث شريط تداول الأسهم الذي يظهر على شاشات البورصات في أنحاء العالم مشيراً إلى تداول العدد والكمية التي تمت بهما الصفقة، والتي تعرف بآخر سعر أو Last Price.

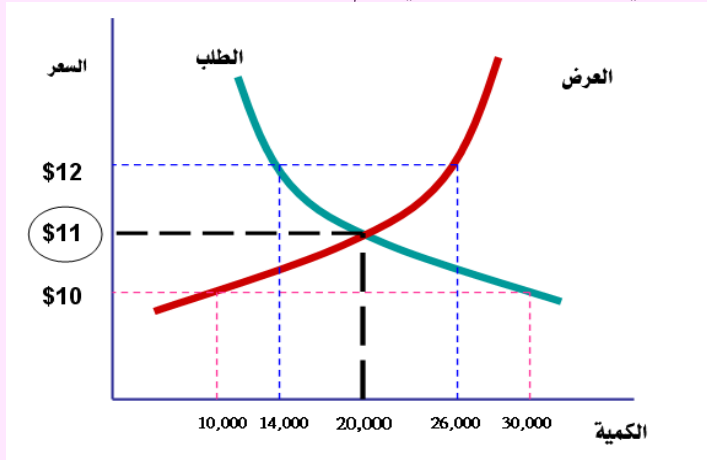
وبالرغم من أن سوق نيويورك يستخدم نظاماً آلياً عن طريقه يتم إيصال الأمر إلى الأخصائي بدون التدخل من قبل ممثل الوسيط، إلا أن الطريقة اليدوية لا زالت تمارس في سوق نيويورك، خصوصاً عندما يكون عدد الأسهم كبيراً.

ماذا لو كان أمر البيع والشراء جاء بسعر بعيد عن السعر الحالي؟ أي ماذا يتم عندما يكون السعر الحالي ٥٢ دولاراً ويكون طلب العميل للشراء بسعر ٢٠ دولاراً؟ هل يقوم السمسار بالاحتفاظ بالأمر حتى يصبح السعر ٢٠ دولاراً؟ إن ما يحصل هو أن يقوم الأخصائي عن طريق الحاسب الآلي بمتابعة هذا النوع من الأوامر ويقوم بتنفيذها حالما يتوافق السعر الحالي مع السعر المحدد في الأمر. سوف نتحدث في الفصل السابع (صفحة ١١٣) بشكل مفصل عن طبيعة أوامر التداول وكيفية عملها.

مفهوم العرض والطلب

عند النظر إلى سعر أي سلعة من السلع، سواء كانت أسهماً أو غيرها، نجد في مقابل كل سعر هناك كمية معينة من السلعة يمكن أن تباع بذلك السعر (الكمية المعروضة). وإن كان السعر عالياً نسبياً فتتوقع أن تزداد الكمية المعروضة من هذه السلعة. و في مقابل ذلك السعر هناك كمية معينة يمكن أن تشتري بهذا السعر (الكمية المطلوبة)، والتي تزداد إن كان السعر متدنياً نسبياً. وسعر التوازن هو ذلك السعر الذي من خلاله يمكن تنفيذ أكبر كمية بيع وشراء، وهذا المفهوم هو ما يعرف بعلم الاقتصاد بنظرية العرض والطلب، والتي تنطبق على جميع أنواع السلع والخدمات في الاقتصاد الرأسمالي، بما في ذلك أسعار الأسهم. إلا أنه من الممكن في أي وقت من الأوقات أن يكون سعر السلعة أعلى من سعر التوازن أو أقل منه، ولكن ذلك لا يدوم طويلاً، إذ لا بد للسعر أن يعود إلى سعر التوازن.

يمكن تطبيق مفهوم العرض والطلب على أسعار الأسهم وذلك بدراسة الطريقة التي يتم فيها تحديد سعر السهم في الأسواق التي تستعمل طريقة النداء المفتوح، أو كما يحدث دائماً قبل افتتاح السوق في جميع الأسواق. فيما يلي نقوم بدراسة العرض والطلب قبل الافتتاح.



نجد في الشكل أعلاه أن منحنى الطلب يرمز لكمية الأسهم المطلوبة للشراء من قبل المتعاملين، ونجده يميل إلى الأسفل لأن الكمية المطلوبة تقل عند الأسعار المرتفعة وتزداد عند الأسعار المنخفضة (طبيعي أن يوجد هناك من يود شراء كميات كبيرة من الأسهم بسعر منخفض، وألا يوجد من يود شراء أسهم كثيرة بسعر عالٍ). ومنحنى العرض يرمز لكمية الأسهم المعروضة للبيع من قبل المتعاملين، وبشكل عام نقول أن الكمية المعروضة تزداد عند الأسعار المرتفعة وتقل عند الأسعار المنخفضة. ومرة أخرى نجد أنه طبيعي أن يوجد هناك من يود بيع كميات كبيرة من الأسهم بسعر عالٍ، وألا يوجد من يود بيع أسهم كثيرة بسعر منخفض. من هذا المثال نرى أن هناك ١٤ ألف سهم مطلوبة للشراء بسعر ١٢ دولاراً، مقابل ٢٦ ألف سهم معروضة للبيع بالسعر نفسه، مما يعني أن هذا السعر ليس بسعر توازن، أو أنه ليس بالسعر العادل. كذلك نجد أن هناك من يود شراء ٣٠ ألف سهم بسعر ١٠ دولارات، مقابل فقط ١٠ آلاف سهم معروضة للبيع بهذا السعر. ومرة أخرى لا يعتبر هذا السعر سعر توازن، فنجد أن الأخصائي في سوق نيويورك، أو جهاز الكمبيوتر في [نازداك]، يقوم بالبحث عن السعر الأفضل، والذي يجده في هذه الحالة عند ١١ دولار، حيث تتساوى الكمية المطلوبة والكمية المعروضة، أو تكونان متقاربتين. إذاً يتم افتتاح السوق لهذا السهم عند ١١ دولار ويتم تنفيذ أكبر كمية ممكنة عند هذا السعر.

عمق السوق

إن الكمية المعروضة والكمية المطلوبة لهما دلالة مهمة على عمق السوق، أو ما يعرف بـ (Market Depth)، والذي يعطي انطباعاً عن الكمية المتداولة بالسعر الحالي. فلو كانت الكمية المعروضة ١٠٠٠ سهم بسعر ١٢ دولاراً وأراد أحد شراء ١٠ آلاف سهم بسعر السوق فلن يحصل على كامل الكمية بسعر ١٢ دولار لعدم توفر الكمية اللازمة، ونقول في هذه الحالة إن السوق ضحلة. بهذه الحالة يتم شراء ١٠٠٠ سهم بسعر ١٢ دولاراً، ويتم شراء باقي الكمية حسب الأسعار الظاهرة في القائمة. هنا تكمن أهمية أن تكون السوق عميقة ليتمكن المستثمر والمضارب من الحصول على جميع ما يحتاجه من أسهم بسعر معقول.

ملاحظة

هناك قانون سارٍ في الأسواق الأمريكية مفاده أن من الضروري على الأخصائيين وصناع السوق الالتزام بكمية معينة مقابل أي سعر للعرض والطلب، وهذه الكمية أقل من ١٠٠٠ سهم، وغالباً تكون ١٠٠ سهم فقط. فعند وجود عرض من صانع السوق أو من خلال الأخصائي في سوق نيويورك أو غيرها من الأسواق بسعر ٣٥ دولاراً فإن هذا يعني أن هناك على الأقل ١٠٠ سهم جاهزة للبيع بهذا السعر (بعد قليل نتحدث عن ضوابط عمل صناع السوق).

لاحظ كذلك أن الحصول على الأسهم بالسعر الحالي قد لا يكون ممكناً على الإطلاق، ذلك لوجود فترة من الزمن (طويلة نسبياً) بين وقت إدخال الأمر ووصوله إلى السوق، ومن الممكن خصوصاً في حالة الأسهم النشطة، أن يتم تنفيذ طلب أمر آخر بالسعر الحالي خلال هذه الفترة من الوقت، وظهور سعر جديد قد يكون أفضل من السعر السابق أو أسوأ منه، ويكون هو السعر الممكن الشراء به. وفي حالة الأسهم ضعيفة التداول فإن النتيجة قد تأتي مؤلمة وموجعة للمشتري، حيث قد يتم شراء بقية الأسهم بأسعار مرتفعة.

تداول القطع الكبيرة

بالنسبة لكبار المستثمرين من مؤسسات مالية وكبار مديري رؤوس الأموال يكون عادة لديهم أوامر شراء أو بيع على شكل قطع كبيرة (Block Trades) بعدد أسهم تزيد عن ١٠ آلاف سهم أو أكثر بكثير. هنا قد لا يكون من الممكن البيع والشراء بالطريقة العادية نظراً لضخامة الكمية والتي قد تتسبب في إخلال السعر والإضرار بمصلحة البائع أو المشتري نفسه. في مثل هذه الحالة، قد يقوم السمسار بإجراء اتفاقية مع الأخصائي للحصول على الكمية اللازمة بسعر معين، وقد يوافق الأخصائي على تنفيذها من حسابه الخاص إن لم يجد من يرغب تداولها بذلك السعر. وعند تنفيذ هذا النوع من الأوامر يقوم الأخصائي بتسجيل العملية وبثها على أشرطة الأسعار، والتي تظهر عادة على أنها أسهم تم تمريرها عن طريق الأخصائي (Crossed Shares).

وفي السنوات القليلة الماضية أصبح من الممكن حتى للمستثمر الصغير أن يواجه أمره لصانع السوق أو الأخصائي مباشرة لإتمام العملية، وتعرف هذه الخاصية بطريقة السوق المباشر Direct Market. فمن خلال موقع الوسيط على الإنترنت يستطيع الشخص أن يعرض أسهماً أو يطلبها من صانع سوق معين، يحدده بالرمز الخاص بصانع السوق.

التغيير إلى الكسور العشرية

بدأ كل من سوق نيويورك والسوق الأمريكي في ٢٨/٨/٢٠٠٠م بتغيير طريقة عرض أسعار الأسهم (سعري العرض والطلب وآخر سعر وما إلى ذلك) من كسور بسط ومقام إلى كسور عشرية، فالسعر ٤/١ يظهر كالرقم (٠,٢٥) والسعر ٨/٥ يظهر كالرقم (٠,٦٢٥)، وبدأ سوق [نازداك] بعد ذلك استعمال طريقة الكسور العشرية في أبريل ٢٠٠١م. إن الاختلاف الشكلي في هذا التغيير هو اختلاف طريقة عرض الأسعار وظهور أسعار جديدة لم تكن ممكنة فيما قبل، حيث يمكن على سبيل المثال أن يكون سعر العرض أو الطلب ١٥,١٣ أو ٩٩,٩٩، والهدف المنشود من ذلك هو أن يتقلص فارق السعر بين العرض والطلب، والذي تشير بعض الأبحاث إلى أنه يساوي في المعدل حوالي ١٠ سنتات في سوق نيويورك، وأكثر من ذلك بكثير في سوق [نازداك]، قبل التغيير إلى الكسور العشرية.

ولقد تبين بالفعل فائدة هذا التغيير في تقليص فارق السعر بين العرض والطلب إلى سنت واحد في معظم الشركات.

إجراءات الحد من التداول لمنع تدهور السوق

مع انتشار الحاسب الآلي لدى المحترفين في الأسواق المالية ظهر ما يعرف بالتداول المبرمج (Program Trading) وهي طريقة يتم فيها برمجة الحاسب الآلي للبيع والشراء في أوقات معينة حسب حالة السوق ووضع الشركات المعنية في هذا التداول. فقد يقوم أحد المحترفين بتلقيين الحاسب الآلي لبيع ما لديه من أسهم في حالة هبوط مؤشر [داو جونز Dow Jones Industrials Average] إلى حد معين (راجع الصفحة ٢١٣ لمعرفة هذا المؤشر)، أو عندما يهبط سعر سهم شركة معينة، أو نتيجة تغيرات معينة في أي من المؤشرات الأخرى. وعندما يقوم عدد كبير من المستثمرين المحترفين بانتهاج هذه الطريقة الإلكترونية يحدث هناك تسارع شديد في هبوط الأسهم، الأمر الذي يسبب إرباكاً لدى عامة المستثمرين، والذين بدورهم يسارعون ببيع ما لديهم من أسهم خوفاً من الوقوع في خسائر فادحة، وتكون النتيجة هبوطاً كبيراً في الأسعار قد يصل إلى انهيار تام. ويعتقد بعض الخبراء أن كارثة سوق الأسهم في أكتوبر عام ١٩٨٧م نتجت بشكل كبير بسبب التداول المبرمج (للمزيد عن هذه الكارثة راجع الصفحة ٤٣٨).

يقوم سوق نيويورك حالياً بالتدخل في التداول الإلكتروني عن طريق إيقاف التداول في حالة سقوط مؤشر [داو جونز] أو ارتفاعه لأكثر من ١٨٠ نقطة، ويقوم بإيقاف التداول بالكامل لمدة ساعة في حال سقوط مؤشر [داو جونز] بنسبة ١٠% أو أكثر، ويوقف التداول لمدة يوم كامل عند سقوط المؤشر بنسبة ٣٠% أو أكثر.

سوق [نازداك] للأسهم

بدأ سوق [نازداك] (NASDAQ، National Association of Securities Dealers Automated Quote)، أعماله في عام ١٩٧١م كوسيلة لتنظيم تداول أسهم الشركات الكثيرة التي

لم تحظ بفرص التسجيل في سوق نيويورك الشهير، حيث كانت أسهم هذه الشركات تباع وتشتري عن طريق صناع السوق فيما يعرف بسوق من على الكاونتر (Over-the-counter)، كون الأسهم كانت تباع وتشتري من على كاونتر (طاولة). وعند إنشاء سوق NASDAQ للتداول الإلكتروني والذي تتولاه الجمعية الوطنية لبائعي الأسهم (NASD)، أصبح هذا السوق بلا كاونتر، بل إن هذا السوق لا يوجد بشكل كيان عمراي على الإطلاق كما هو الحال في سوق نيويورك.



سوق [نازداك] هو عبارة عن عدد كبير من صناع السوق (Market Makers) الذين هم سماسرة ووكلاء بنوك استثمار وغيرهم من المهنيين العاملين

في الأسواق المالية والمتواجدين في أماكن مختلفة حول الولايات المتحدة. ويتجاوز عدد صناع السوق في سوق [نازداك] الخمسمائة، ويستخدمون أجهزة الحاسب الآلي للارتباط بشبكة تداول الأسهم الخاصة بجمعية NASD، والتي من خلالها يتم عرض أسعار الأسهم وإتمام عمليات البيع والشراء. وتوجد هذه الحاسبات الرئيسية لسوق [نازداك] في ولاية كوناتيكت (Trumbull, CT) وتوجد لها أجهزة رديفة (Backup) في ولاية ماريلاند (Rockville, MD).

العرض والطلب في [نازداك] ودور صناع السوق

يضم هذا السوق المترامي الأطراف أسهم نحو ٥٠٠٠ شركة، وهو بذلك أكبر من سوق نيويورك من حيث عدد الشركات وأقل منه بالنسبة للقيمة السوقية (Market Capitalization). ولكل سهم

يوجد العديد من صنّاع السوق قد يصل إلى أكثر من مائتي صانع سوق لبعض الشركات الكبيرة، كشركة Intel [إنتل] وشركة Cisco [سيسكو]، ويزداد وينقص هذا العدد حسب الإقبال على الشركة من عدمه. فقد يكون العدد كبيراً في الأيام القليلة التي تعقب طرح الأولي لأسهم بعض الشركات، ويتناقص في حال هبوط سعر الشركة وابتعاد المستثمرين عنها. وحسب قانون [نازداك] يجب أن يكون هناك على الأقل اثنان من صنّاع السوق لكل سهم، وتشير بعض الدراسات إلى أن متوسط عدد صنّاع السوق يتراوح ما بين اثنين إلى عشرة.

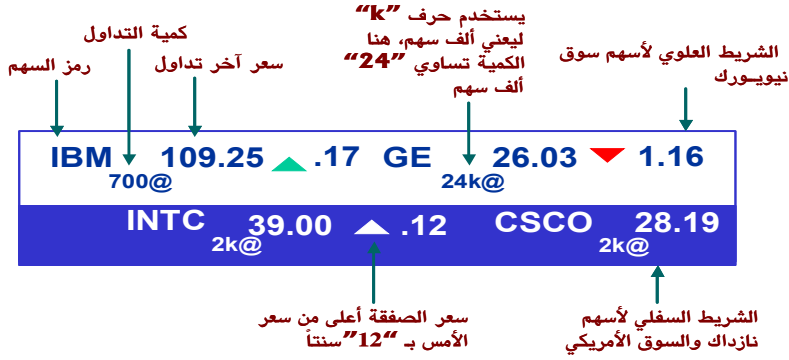
ويتمثل دور صنّاع السوق في كونهم يحتفظون بمخزون معين من أسهم الشركات التي يتعاملون معها، ويقومون بالشراء والبيع مباشرة إما لصالح حسابهم الخاص أو لصالح عملائهم (الوسطاء والسماسرة وغيرهم)، أو يبيعون ويشتررون بين بعضهم البعض حسب شروط وضوابط معينة². يشترط نظام [نازداك] على صانع السوق إدخال أوامر شراء وبيع بشكل مستمر وبكمية لا تقل عن ١٠٠ سهم أو ٥٠٠ سهم، حسب طبيعة السهم، حيث يشترط النظام حالياً فيما يخص الأسهم الصغيرة ألا تقل الكمية المعروضة والكمية المطلوبة التي يلتزم بإظهارها صانع السوق عن ١٠٠ سهم إذا كانت كمية التداول اليومية في المتوسط أقل من ١٠٠٠ سهم وسعر السهم أكثر من ١٠ دولارات، وما عدا ذلك من الأسهم يجب ألا تقل الكمية عن ٥٠٠ سهم، وفي الأسهم الكبيرة يجب ألا تقل الكمية عن ١٠٠٠ سهم.

ولا يسمح لصنّاع السوق بمنافسة بعضهم البعض في الشراء والبيع، لأن الهدف من وجود صنّاع السوق مد السوق بالسيولة اللازمة في كل الأوقات، لا التنافس مع بعضهم البعض. هذا يعني أنه من غير المسموح به لصانع السوق أن يدخل أمر شراء، لصالح حسابه الخاص، بسعر البيع المدخل من قبل صانع سوق آخر، أو إدخال أمر بيع بسعر الشراء المدخل من قبل صانع سوق آخر. ولكن يحق له بالطبع إدخال سعر شراء أعلى من سعر شراء صانع سوق آخر فينافسه على الشراء، أو إدخال أمر بيع أقل من أمر بيع صانع سوق آخر، فينافسه على البيع. وهذه الضوابط لا تنطبق إذا كانت الأوامر التي يقوم بها صانع السوق أوامر خاصة بعملائه، أي ليست لصالح حسابه الخاص. كما يمنع النظام صنّاع السوق من استخدام الطرق المبرمجة لتعديل أوامر البيع والشراء، ما يسمى بـ Autoquote، والهدف من ذلك منعهم من تغيير أوامرهم بسرعة من أجل البقاء بعيداً عن أسعار التنفيذ.

لا يتعامل المستثمر العادي غالباً مع صنّاع السوق بشكل مباشر، بل يتم ذلك عن طريق السمسار أو الوسيط، إما يدوياً كما كان يحدث في الماضي عندما يقوم الوسيط بأخذ الطلب وتوجيهه عن طريق الحاسب الآلي إلى صانع السوق، أو أن تتم العملية بشكل إلكتروني فيقوم جهاز الوسيط بأخذ طلب الزبون من الإنترنت وتوجيهه لأحد صنّاع السوق الذين يتعامل معهم، والذي بدوره يقوم إما بتنفيذه

² راجع أنظمة نازداك (Rule 4000 series)، منها Rule 4613.

مباشرة لصالح حسابه بشرط ألا ينفذه بسعر أضعف من السعر المتاح في السوق، أو أن يقوم بإرساله إلى أجهزة [نازداك] المركزية ليتمكن الجميع من رؤية الأمر.



الشكل ٤-٤: شريط الأسعار كما يظهر على شاشة تلفزيون CNBC، ويأتي غالباً مؤخراً ٢٠ دقيقة.

ويمكن للمستثمر الحصول على أسعار الأسهم عن طريق أي من خدمات الأسعار المتوفرة على الإنترنت (Quote Service) وحسب مستويات متعددة من الشفافية (كما سنرى بعد قليل)، أو مشاهدة الأسعار عن طريق شاشة التلفزيون، حيث تقوم بعض المحطات التلفزيونية بنشر الأسعار على شكل شريط في أسفل الشاشة، كما يتضح في المثال الموضح في الشكل ٤-٤. لاحظ أن الشريط لا يعرض أسعار العرض والطلب، بل يشير فقط إلى سعر آخر صفقة والكمية التي تمت بها.

ولقد انضم سوق [نازداك] للسوق الأمريكي (American Stock Exchange) في عام ١٩٩٨م وتم تكوين شركة فيما بينهما لمتابعة تطور السوقين وأدائهما، مع بقاء كلا السوقين بشكلهما الحالي، أي أن هذا التغيير لا يؤثر على التعامل في السوقين، ويبقى سوق [نازداك] سوقاً إلكترونياً مكوناً من صناع السوق، ويبقى السوق الأمريكي سوقاً مركزياً يعتمد على دور الأخصائي مثل سوق نيويورك.

التداول بين سعري العرض والطلب

ظهر تنظيم جديد لعمل [نازداك] بناء على توجيه من هيئة الأسواق والأسهم الأمريكية في عام ١٩٩٧م، يقضي بأن على صناع السوق إبراز أوامر السعر المحدد (Limit Orders) التي تأتي عن طريق المستثمرين فيما إذا كانت هذه الأوامر أفضل من السعر الحالي للعرض والطلب. ويهدف هذا التنظيم إلى منع صناع السوق من استغلال ما لديهم من معلومات للتلاعب بالأسعار، وبالتالي إضاعة الفرصة على المستثمر للحصول على أفضل الأسعار. ولإيضاح الطريقة التي يعمل بها التنظيم لنفرض أن السعر الحالي للعرض ١٨ دولاراً وسعر الطلب ١٧,٧٥ دولار.

Bid=\$17.75, size=200

Offer=\$18, size=200

فإذا كنت تريد شراء ٢٠٠ سهم ولا تود دفع سعر العرض فقد تحدد أمر الشراء بمبلغ ١٧,٨٨ دولار، وطبيعي ألا يتم تنفيذ الطلب بهذا السعر لأن سعر العرض الحالي لا يزال ١٨ دولاراً. ولكن الاستفادة من نظام [نازداك] الجديد تأتي لكونه يجبر صناع السوق أن يغيروا من سعر الطلب الحالي من ١٧,٧٥ دولار إلى ١٧,٨٨ دولار، بمعنى أن أفضل سعر لمن يريد البيع الآن هو ١٧,٨٨ دولار. فيتم تغيير سعري العرض والطلب بعد وصول الطلب الجديد على النحو التالي:

Bid=\$17.88, size=200

Offer=\$18, size=200

لاحظ أن سعر العرض لا يزال ١٨ دولاراً، وهذا يعني أنك لن تستطيع الشراء بأقل من ذلك السعر، ولكن الفائدة الحقيقية تظهر عندما يأتي أمر بيع بسعر السوق من قبل شخص آخر أو من قبل أحد صناع السوق، فإن السعر الذي يحصل عليه البائع هو ١٧,٨٨ دولار (سعر الطلب)، وبذلك يكون البائع قد حصل على سعر أفضل من سعر الطلب الأصلي (١٧,٧٥ دولار) ويحصل المشتري على سعر أفضل من سعر العرض الأصلي (١٨ دولاراً). تعرف هذه العملية بعملية البيع والشراء بين العرض والطلب، وهناك استثناء لهذا القانون في كونه لا ينطبق على الأوامر المشروطة ذات خاصية الكل أو لا شيء (All-or-None)، ولا ينطبق حين تكون الكمية أقل من مائة سهم، بمعنى أن صانع السوق في مثل هذه الحالات غير ملزم بإظهار أمر الزبون حتى وإن كان أفضل من السعر الحالي.

وقبل صدور هذا التنظيم كان صناع السوق يقومون بإخفاء السعر الجديد عن الشاشات وبذلك لا يتم تنفيذ الأمر بهذا الشكل، فالفائدة من هذا التنظيم جيدة، وبالفعل فقد تقلص الفارق بين سعري العرض والطلب بشكل كبير بعد صدور هذا التنظيم.

تنبيه

هنا تظهر عدم مناسبة البيع والشراء بسعر السوق والتي غالباً ما يوصي بها السماسرة والوكلاء مع الأسف الشديد. فمن الأفضل عدم البيع والشراء بسعر السوق خصوصاً للأسهم ذات التداول المتدني (ذات السوق الضحلة)، تلك التي لا يتجاوز مجمل التداول اليومي لأسهمها ٥٠٠ ألف سهم. بل يفضل استخدام طريقة البيع والشراء بين سعري العرض والطلب كما ذكرنا قبل قليل. ومن المعتقد أن الأثر السلبي لشراء الأسهم الصغيرة في سوق نيويورك أقل مما هو في سوق [نازداك]، ذلك لأن الأخصائي في سوق نيويورك يطبق قانون استمرارية السوق الذي يلزمه بتجنب القفزات غير الطبيعية في السعر. كما أن طريقة النداء المفتوح تجعل من الممكن الحصول على سعر أفضل من الطرق الإلكترونية.

ما تجب معرفته عن صناع السوق

إن هدف صناع السوق في نهاية الأمر هو الربح المالي، إلا أن وجودهم في الأسواق ضروري لكونهم يمدون السوق بالسيولة المستمرة، بالرغم من أنهم يتلقون قسطاً من المجازفة مقابل ذلك. ففي حالة اندفاع الناس لشراء السهم يجب على صانع السوق مدهم بالأسهم، إما من حسابه الخاص إن كان لديه أسهم، أو عن طريق البيع المسبق (بيع أسهم الزبائن الآخرين)، أو إن أمكنه ذلك فقد يتركهم يشترون من البائعين الآخرين. وعندما يبدأ الناس بالبيع فعلى صانع السوق الشراء لزيادة مستوى المخزون لديه، أو لتغطية بيع مسبق قام به سابقاً.

من الإستراتيجيات التي يقوم بها صناع السوق والتي من الواجب معرفتها، تلك الحالات التي يقوم فيها صانع السوق بعرض كميات كبيرة مما لديه من أسهم للبيع عند سعر معين، خاصة عندما يجد أن لديه مخزون كبير من الأسهم، فتكون منطقة السعر هذه منطقة مقاومة للسهم، يقف دونها ولا يستطيع التقدم. وفي الوقت نفسه، يقوم صانع السوق بإدخال أوامر شراء كبيرة عند سعر أقل من ذلك. فتكون النتيجة أن يبيع بسعر عالٍ ويشتري بسعر منخفض، وتعرف هذه الطريقة بالمراوحة، وهي طريقة مربحة جداً إذا استطاع صانع السوق تطبيقها بشكل جيد. على سبيل المثال، يستطيع صانع السوق أن يعرض أسهمه للبيع بسعر ٢٠ دولاراً وشراءها بسعر ١٨ دولاراً، فيكون ربحه دولارين للسهم الواحد. وبالطبع فهو يعرض نفسه للمخاطرة في حال حدوث بيع كبير على السهم، حيث قد يسقط السهم عن ١٨ دولاراً، بينما يتبقى لديه أسهم كثيرة معروضة للبيع بسعر ٢٠ دولاراً. عندما نتحدث لاحقاً عن مناطق الدعم والمقاومة سنرى أن من الضروري البيع عند منطقة المقاومة (٢٠ دولاراً في هذا المثال) والشراء عند منطقة الدعم (١٨ دولاراً في المثال).

أسواق أخرى

يجب عدم الخلط بين سوق [نازداك] وكل من سوق OTC و سوق OTC Bulletin Board. حيث أن هذين السوقين مستقلان عن [نازداك]. وتعتبر الأسهم المسجلة فيهما أقل جودة من أسهم [نازداك] الذي بدوره ينقسم إلى قسمين: الأول ما يعرف بسوق الأسهم الصغيرة (NASDAQ Market Small Cap)، والثاني سوق [نازداك] الوطني للأسهم (NASDAQ National Market) وهذا الأخير يضم أكبر الشركات في [نازداك]. فمن ناحية تسجيل الشركات في سوق [نازداك] الوطني فإن شروطه تعتبر إلى حد ما صارمة، لذا نجد بشكل عام أن الأسهم المتداولة في سوق [نازداك] الوطني متميزة، بمعنى أن هذه الشركات قد اجتازت شروط التسجيل والمحافظة على مكانها في [نازداك]، وبالطبع هذا لا يضمن أداء الشركة ولا نزاهة القائمين عليها.

ويمكن تصنيف الأسواق من حيث جودتها كما يلي:

١. سوق بورصات مثل سوق نيويورك والسوق الأمريكي وبقية الأسواق الإقليمية.
٢. سوق [نازداك] الوطني.
٣. سوق [نازداك] الصغير NASDAQ Small Cap Market.
٤. سوق لوحة المصقات NASDAQ Bulletin Board.
٥. سوق الأوراق الوردية Pink Sheets Market.
٦. أسواق التداول الإلكترونية مثل آي نت وأركيبلاغو ونايت INET, Archipelago, Knight وغيرها.

ويتم تسجيل الشركات في هذه الأسواق حسب عدة عوامل منها المتطلبات التي يفرضها كل سوق، ومنها رغبة الشركة ذاتها. فأحياناً قد تقرر الشركة أن تدرج أسهمها في سوق نيويورك أو سوق [نازداك] الوطني ولا تدرجها في السوق الأمريكي لضعف التداول في ذلك السوق بشكل عام. وأحياناً تبدأ الشركة حياتها في سوق [نازداك] الوطني وعندما لا تلتزم بشروط ذلك السوق، من حيث سعر السهم وعدد مالكي الأسهم وغيرها من الشروط الخاصة بتقديم التقارير الدورية وغيرها، يتم طردها من السوق الوطني وعليها عندئذ البحث عن سوق يضمها، والذي في الغالب يكون سوق لوحة المصقات BB. وعندما لا تلتزم بشروط هذا السوق فغالباً تتجه إلى سوق الأوراق الوردية، أو تعلن إفلاسها وتصفية أصولها.

شروط التسجيل

من أهم شروط التسجيل في سوق [نازداك] الوطني ألا يقل رأس مال الشركة عن حوالي ٣٠ مليون دولار (الرقم الحقيقي يعتمد على تصنيفات أخرى لن نتطرق لها هنا)، ولا تقل القيمة السوقية عن حوالي ١٨ مليون دولار وعدد الأسهم عن ١,١ مليون سهم، ولا يقل سعر السهم عند التسجيل عن ٥ دولارات ولا يقل عن دولار واحد فيما بعد ذلك. وبالنسبة لعدد المستثمرين يجب ألا يقل عن ٤٠٠ شخص، كل شخص يملك على الأقل مائة سهم. وتقوم الشركة المسجلة في السوق بدفع حوالي ١٢٥ ألف دولار عند التسجيل وحوالي ٥٠ ألف دولار سنوياً.

أما بالنسبة لسوق [نازداك] الصغير فشروط التسجيل مشابهة ولكنها أقل صرامة مما ذكر. على سبيل المثال، يجب ألا يقل رأس مال الشركة عن حوالي ٥ ملايين دولار، والقيمة السوقية أكثر من مليون دولار وعدد الأسهم لا يقل عن ٥٠٠ ألف سهم، ولا يقل سعر السهم عند التسجيل عن ٤ دولارات ولا يقل عن ١ دولار فيما بعد ذلك. وبالنسبة لعدد المستثمرين يجب ألا يقل عن ٣٠٠ شخص، كل شخص يملك على الأقل مائة سهم. وتقوم الشركة المسجلة في السوق بدفع حوالي ٣٠ ألف دولار عند التسجيل وحوالي ١٥ ألف دولار سنوياً.

الأمر المهم للمستثمر معرفته هو أن الشركات المسجلة في سوق الأوراق الوردية لا توجد عليها أي شروط عدا تعبئة طلب التسجيل وإحضار الأوراق الرسمية للشركة، وهذه الشركات غير ملزمة بنشر تقارير دورية للمستثمرين ولا حتى تسليمها لهيئة الأوراق والأسواق المالية SEC.

وبالنسبة للأسواق الإلكترونية الأخرى مثل [آي نت] وغيرها، فهي مجرد وسيلة لتداول الأسهم ولا يمكن تسجيل الشركات فيها. والفائدة منها تكمن في منح المتداولين أماكن أخرى لتداول الأسهم خارج نطاق البورصات والأسواق الرسمية، ويستفيد منها كبار المستثمرين ومديري المحافظ الكبيرة لإجراء الصفقات دون تدخل وسيط. إضافة إلى ذلك تستخدم هذه الأسواق الإلكترونية من قبل كافة المستثمرين في التداول خارج الأوقات الرسمية من أجل البحث عن أسعار أفضل من أسعار الأسواق الرسمية، راجع صفحة ١٠٧ للمزيد عن التداول خارج الأوقات الرسمية.

مستويات الأسعار

بقي أن نعرف أن المعلومات المتوفرة عن أسعار الأسهم لدى [نازداك] تأتي في ثلاثة مستويات.

المستوى الأول (Level I Quote) وهو الذي يظهر عادة على الشاشات وعن طريق شبكة الإنترنت أو غيرها، وهو متوفر لدى جميع المسجلين رسمياً لدى [نازداك]. وهذا المستوى يبين أعلى سعر للطلب وأقل سعر للعرض والكمية المطلوبة والمعرضة.

المستوى الثاني (Level II Quote) ويستخدم من قبل المحترفين من مستثمرين وسماسرة ويعطي معلومات إضافية عن حالة العرض والطلب وعن هوية صناع السوق. هنا نشاهد إحدى شاشات المستوى الثاني لأسعار



[نازداك]، حيث نجد أن الجهة اليسرى مخصصة لأسعار الطلب (صناع السوق وغيرهم ممن يودون الشراء بهذا السعر)، وإلى اليمين توجد أسعار العرض (صناع السوق وغيرهم ممن يودون البيع بهذا السعر). لاحظ أنه يتم عرض الأسعار حسب أفضل سعر للطلب (الجهة اليسرى) وأفضل سعر للعرض (الجهة اليمنى). وتعرض الأسطر بنفس اللون إذا تساوت الأسعار. وبالنسبة لرموز الأسماء التي تشاهدها في وسط كل جهة فهي عبارة عن مختصر لاسم صانع السوق أو الجهة التي لديها الطلب. على سبيل المثال، نجد أن أفضل سعر للطلب آت من بورصة السوق الباسيفيكي (Pacific Stock Exchange – PACX) وأن أفضل سعر

للعرض آت من بورصة سنسنتاتي (Cincinnati Exchange – CINN).

المستوى الثالث (Level III Quote) وهو خاص بصنّاع السوق ويحتوي على جميع المعلومات المتوفرة عن طريق المستوى الثاني، علاوة على إمكانية إضافة وحذف بيانات العرض والطلب الخاصة بصنّاع السوق، والحصول على أوامر بيع وشراء ذات خصائص معينة.

أخيراً، بالنسبة للمستثمر العادي فلا يحتاج لأكثر من معلومات المستوى الأول ويفضل الحصول على المستوى الثاني للمضارب والمستثمر النشط، وبأي حال من الأحوال فإن المستثمر العادي لا يمكنه الحصول على بيانات المستوى الثالث على الإطلاق. ونشير إلى أن [نأزداك] قامت في عام ٢٠٠٢م بتقديم خدمة الأسعار الشاملة Totalview والتي تظهر جميع الأوامر المتوفرة في السوق، وليس فقط أفضل سعر متوفر من قبل كل صانع سوق، كما هو الحال في أسعار المستوى الثاني. بل إنها تظهر كذلك الكمية المخفية³ وأسعار وكميات ما قبل الافتتاح والإغلاق، وهي بلا شك خدمة ذات شفافية عالية جداً بحيث يستطيع المضارب مشاهدة وتحليل جميع ما يحدث في السوق.

الأسهم الرخيصة

هناك مفهوم خاطئ لدى الكثير من المتداولين يتمثل في الاعتقاد بأن الشركة التي سعرها منخفض تعتبر "رخيصة" وتلك التي سعرها مرتفع تعتبر "غالية"، وهذا غير صحيح لأن السعر بحد ذاته لا يعني الشيء الكثير. على سبيل المثال، يستطيع مجلس إدارة أي شركة أن يغير من سعر الشركة كيفما شاء، وذلك بإجراء تجزئة عادية أو عكسية للسهم. فبدلاً من كون سعر السهم ١٠ دولارات يمكن أن يجرى له تقسيم بقدر ٢ إلى ١ ليصبح السعر "أرخص" فيكون ٥ دولارات، ويزداد عدد الأسهم المملوكة بمقدار الضعف. وفي التجزئة العكسية تقوم الشركة بتجزئة سعر السهم ليصبح مرتفعاً، على سبيل المثال بدلاً من كون السعر دولاراً واحداً، تجرى له تجزئة عكسية بقدر ١٠ إلى ١ ليكون سعر السهم ١٠ دولارات.

إذاً السعر بحد ذاته غير مهم، والأفضل أن ينظر الشخص إلى القيمة السوقية للشركة أو الـ Market Cap، والذي يرمز للقيمة الإجمالية للشركة في السوق. فإذا كانت هناك شركة سعر سهمها دولار واحد ولديها ١٠٠ مليون سهم مصدرة، تكون قيمتها السوقية ١٠٠ مليون دولار. على سبيل المثال، تتجاوز القيمة السوقية لشركة مايكروسوفت ٢٨٠ بليون دولار، وشركة آي بي أم حوالي ١٥٠ بليون دولار، وشركة بي تي أس سي PTSC من شركات السنتات قيمتها السوقية حوالي ١١ مليون دولار. وأهمية القيمة السوقية تكمن في كونها تدل على مدى التثمين الممنوح

³ الكمية المخفية هي طريقة نظامية تسمح للشخص بإخفاء الكمية الإجمالية المراد بيعها أو شرائها، وإظهار بدلاً من ذلك عدد قليل من الأسهم مكانها، وكلما تم تنفيذ الكمية الظاهرة يأتي جزء آخر من الكمية الإجمالية، وهكذا.

للشركة من قبل جموع المستثمرين والمتداولين، وتعطي بلا شك دلالة على نظرة الناس للشركة وما يقبلوا به من ثمن لها.

أسهم البني Penny Stocks

تسمى الأسهم متدنية السعر بأسهم البني (أو السنت)، ويطلق الاسم عادة على الأسهم التي سعرها أقل من دولار. ومن الأخطاء التي يقع فيها كثير من المضاربين بأسهم السنتات عدم التفكير بمقدار الربح والخسارة المتحقق من تداول هذه الأسهم. على سبيل المثال، قد يشتري شخص أسهماً بسعر ١١ سنت للسهم الواحد، وتنخفض ربما خلال اليوم ذاته إلى ٨ سنتات، فتجد أن الشخص لا يشعر بأن الخسارة في هذه الحالة تزيد عن ٢٧%. وهي عالية جداً بجميع المقاييس، بل ينظر إليها على أنها مجرد ٣ سنتات! وأمر آخر ينطبق على جميع الأسهم وهو أنه عندما ينخفض سهم بنسبة ٥٠%، فلا يكفي أن يرتفع بنسبة ٥٠% ليعود لما كان عليه، بل يجب أن يرتفع بنسبة ١٠٠%!

ولا ننسى أن نسبة الفارق بين سعر العرض والطلب يعتبر عالياً في أسهم السنتات، أولاً بسبب ضعف كمية التداول وثانياً بسبب السعر نفسه. على سبيل المثال، إذا كان سعر العرض ١٢ سنتاً وسعر الطلب ١١ سنتاً، فالفارق مجرد ١ سنت، وهو شيء جميل ومحبيب في أسهم الشركات الكبيرة، ولكن للأسف أن هذا الفرق في واقع الأمر يعادل حوالي ٨% من قيمة السهم، أي أنه لحظة شراء السهم يكون المشتري قد حقق خسارة فورية قدرها ٨% من ماله!

الخلاصة

تم تعريف سوق المال بأنه مكان يلتقي فيه المحتاج للمال بمن لديه فائض من المال، بحيث يحصل الأول على المال ويقوم بتعويض الثاني بشكل أو بآخر عن المدة التي يتخلّى فيها عن ماله. ومثال ذلك ما تقوم به الشركات عند تقسيم ملكيتها إلى عدة حصص (أسهم)، ومن ثم تقدمها لمن لديهم المال على أمل أن يجنوا مقابل ذلك الأرباح الناتجة عن نجاح الشركة ونمو قيمة أسهمها في المستقبل.

تم كذلك التطرق لأنواع الأسواق المالية والحديث بشكل مفصل عن سوق نيويورك، وكيفية عمله والطريقة التي تتم بها عمليات البيع والشراء. ويجب التأكيد مرة أخرى على ضرورة فهم العملية التي تتم بها عمليات التداول والفرق بين الأسواق القائمة على الأخصائي عن تلك التي تدار من قبل صناع السوق، كما يتم في سوق [نازدك]. وعلى المستثمر إدراك أنه يستطيع البيع والشراء بين سعري العرض والطلب ليقتنص بذلك أفضل الأسعار، ويجب عليه تجنب البيع والشراء بسعر السوق

في معظم الأحيان عدا في بعض الحالات الخاصة، وبأي حال من الأحوال يجب تجنب ذلك في حالة الأسهم ضعيفة التداول، وفي يوم الافتتاح بعد الطرح الأولي. □