

الفصل الخامس: التسعير والمقاصة في البورصة

إن آلية تحديد الأسعار في بورصة الأوراق المالية لا تختلف كثيرا عما هو موجود في الأسواق العادية لباقي السلع والخدمات، حيث يلتقي الباعة والمشترون للأوراق المالية عن طريق الوسطاء الماليين ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية.

1- تعريف سعر البورصة: هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية أثناء إحدى جلسات التداول في البورصة والتي تسمح بتداول أكبر كمية ممكنة من الأوراق المالية، وترتبط العمليات التي تجري في البورصة على أحد الأوراق المالية ارتباطا كبيرا ببعضها البعض بحيث تقوم في مجموعها بتحديد السعر وفقا لقانون العرض والطلب، وهناك عوامل عديدة تتحكم و تحدث تأثيرها في تكوين سعر الورقة المالية الأولى، بالنسبة للأسهم: تتحكم في تحديد السعر الأولي له العوامل التي يعكسها الشكل الموالي:

- 1 • ظروف متعلقة بالورقة المالية وهي تعكس ظروف الشركة خاصة الأرباح المتوقعة
- 2 • ظروف متعلقة بالقطاع الذي تنتمي إليه شركة الورقة المالية والتي تحدد موقعها منه ومركزها التنافسي
- 3 • ظروف عامة متعلقة بمتغيرات الاقتصاد الكلي وغيرها من المتغيرات التي تؤثر على سعر الورقة المالية

بالنسبة للسندات: السند وثيقة مديونية، وبالتالي فالجهة المصدرة لها ملزمة بردها عند تاريخ استحقاقها مهما كانت ظروفها، وبالتالي يعتبر معدل الفائدة في السوق المالي أكثر العوامل المؤثرة على قيمتها السوقية وذلك عن طريق مقارنته مع معدل الفائدة الاسمي للسند، وبشكل عام توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة السوقي وسعر السندات، فكلما اتجهت أسعار الفائدة السوقية إلى الارتفاع مقارنة مع معدلات الفائدة الاسمية للسندات أدى ذلك إلى انخفاض الطلب على السندات القديمة وبالتالي تراجع قيمتها السوقية، ويحدث العكس عند انخفاض معدل الفائدة السوقي أو الجاري عن معدل الفائدة الاسمي للسند، ومعدل الفائدة كما نعلم تتحكم فيه هو الآخر العديد من العوامل أهمها اتجاه السياسة النقدية.

2- تقنيات التسعير في البورصة: توجد العديد من التقنيات أو الطرق التي تستعمل في البورصة من أجل تحديد سعر الورقة المالية، وهي ما تسمى بتقنيات التسعير (Les techniques de cotation). تقوم البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بالإشراف على تسعير الأوراق المالية المتداولة فيها، وذلك لتحقيق الأهداف التالية:

- تنظيم عمليات البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة في البورصة؛
- تسهيل المبادلات في البورصة؛
- تعظيم المبادلات كما ونوعا؛

- متابعة أسعار الأوراق المالية؛
- الحفاظ على استقرار البورصة وتجنب الأزمات فيها؛
- ضمان استمرار عمليات التداول في البورصة.
- ومن الطرق المستخدمة لتحديد السعر السوقي للورقة المالية نذكر:

1-2- التعامل بالمناداة: يجتمع الوسطاء الماليون في مقصورة البورصة، ويقومون بالمناداة على العروض التي بحوزتهم مستعملين إشارات ورموز متفق عليها في البورصة، بحيث يخلق عرض وطلب على كل ورقة ويتحدد سعرها التوازني عند تساوي العرض والطلب عليها، وبنفس الطريقة تحدد باقي أسعار الأوراق المالية المتعامل عليها في جلسة البورصة. عادة ما يتم استخدام هذه الطريقة في البورصات النشطة والتي تسجل تداولاً كبيراً للأوراق المالية، وهي تتميز بالوضوح والشفافية، ولكنها طريقة متعبة ومجهدة خاصة مع ارتفاع عدد الأوراق المالية المتعامل عليها في البورصة.

2-2- التعامل بالأدراج: حيث يخصص لكل ورقة درج في البورصة، كل الأوامر الخاصة بها تكتب وتودع في الدرج تحت تصرف الوسيط المتخصص فيها، في بداية كل جلسة يقوم المتخصص بجمع أوامر البيع وأوامر الشراء الجديدة الواردة على الورقة بالإضافة إلى الأوامر السابقة التي لم تنفذ على الورقة والتي ما زالت صالحة للتنفيذ، ويحدد السعر التوازني بناءً على حركة العرض والطلب على الورقة المالية.

3-2- التعامل بالمقابلة: يتم تسجيل أوامر البيع والشراء على الورقة المالية في سجل خاص، ثم يلتقي الوسطاء المعنيون بالورقة ويحددون السعر التوازني حسب ما تقتضيه الأوامر الموجودة؛

4-2- التعامل بالصندوق: تستخدم هذه الطريقة لتسعير الأوراق المالية التي تواجه مشاكل في تحديد سعرها التوازني، فتلجأ إدارة البورصة لوضع صندوق خاص بهذه الورقة يضع الوسطاء الماليون عروضهم وطلباتهم فيها، ثم تحدد إدارة البورصة سعر الورقة حسب ما يتضمنه الصندوق.

في الأخير، تجدر الإشارة إلى أن معظم البورصات في العالم تحدد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها إلكترونياً، حيث يتم تسجيل أوامر البيع والشراء التي ترد للوسطاء، ويتم مقابلة الطلب والعرض بما يسمح بتحديد السعر التوازني لكل ورقة متداولة، وهو ما أدى إلى اختصار الجهد والوقت والتكلفة وكذا السرعة في تنفيذ الأوامر. حيث يتم تسجيل أوامر البيع والشراء في الحاسوب وفق علاقة السعر بالطلب والعرض، وهي:

- بالنسبة لأوامر الشراء يتم ترتيبها من أكبر سعر إلى أقل سعر على أساس أنه كلما ارتفع السعر انخفض الطلب؛
- بالنسبة لأوامر البيع ترتب من أقل سعر إلى أكبر سعر، على أساس أنه كلما زاد السعر زاد العرض لوجود علاقة طردية بين سعر البيع والكمية المباعة.

وعن طريق المقابلة ما بين العرض والطلب يقوم الحاسوب بتحديد السعر التوازني للورقة المالية. إذا تم التوصل إلى سعر يتساوى عند العرض والطلب على الورقة المالية نقول أن السعر المحدد هو سعر التوازن، وعلى أساسه يتم تبادل أكبر كمية ممكنة من الورقة المالية المسعرة، أما إذا لم يحدث التساوي بين العرض والطلب وتقارب العرض والطلب فيكون سعر التوازن جزئياً، وتنفذ عنده الأوامر الممكنة. علماً أن هذه الأسعار لا تناقش ولا ترفض. وللإشارة تلجأ الكثير من البورصات خاصة في الدول النامية إلى فرض حدود لتغير السعر دنيا وقصوى في أوامر البيع والشراء المصدرة وذلك حفاظاً على مصالح أطراف التعامل ومنع التغير الكبير في أسعار الأوراق المالية المسعرة نتيجة المضاربة، رغم أن هذه

الحدود تتنافى ومبدأ كفاءة السوق الذي تعكس فيه الأسعار المعلومات المتوفرة عن الورقة المالية. كما أنه عادة ما يتم التنبؤ بتغير أسعار الأوراق المالية المسعرة انطلاقاً من واقع الكميات المعروضة والمطلوبة منها في الأوامر. والجدول الموالي يبين صورة تقريبية لكيفية مقابلة العرض والطلب على ورقة مالية في بورصة الأوراق المالية:

رقم الأمر	الطلب (أوامر الشراء)		السعر	العرض (أوامر البيع)		رقم الأمر
	عدد الأوراق المطلوبة عند كل سعر	عدد الأوراق المالية المطلوبة المتراكمة		عدد الأوراق المالية المعروضة عند كل سعر	عدد الأوراق المطلوبة المتراكمة	
01						10
02						09
03						08
04						07
05						06

3- مثال توضيحي حول كيفية تحديد سعر الورقة المالية: إليك الجدول التالي الذي يمثل مجموعة من الأوامر الواردة على الورقة المالية س إلى البورصة، علماً أن السعر الافتتاحي لهذه الورقة المالية قد كان 497 ون.

أ/ أوامر الشراء الواردة على الورقة س: وهي مرتبة من أكبر سعر إلى أقل سعر، يأتي سعر السوق أولاً في حالة الشراء لأنه قد يقبل المشتري بالشراء بسعر مرتفع إذا كان هو السعر الذي يدني خسائره،

مصدر الأمر	نوع الأمر	حجم الأمر	نوع السعر
01	شراء	800	سعر السوق
02	شراء	200	502
03	شراء	500	501
04	شراء	1400	500
05	شراء	1900	499
06	شراء	2500	498

ب/ أوامر البيع الواردة على الورقة س: مرتبة من أقل سعر إلى أكبر سعر، يأتي سعر السوق أولاً في حالة البيع لأنه قد يقبل البائع بالبيع بسعر منخفض إذا كان هو السعر الذي يدني خسائره،

مصدر الأمر	نوع الأمر	حجم الأمر	نوع السعر
07	بيع	150	سعر السوق
08	بيع	1000	498
09	بيع	1100	499
10	بيع	650	500
11	بيع	1000	501
12	بيع	1250	502

ج/ ترتيب أوامر الشراء والبيع لتحديد السعر التوازني للورقة س:

رقم الأمر	الطلب (أوامر الشراء)		السعر	العرض (أوامر البيع)		رقم الأمر
	عدد الأوراق المطلوبة عند كل سعر	عدد الأوراق المالية المطلوبة المتراكمة		عدد الأوراق المالية المعروضة المتراكمة	عدد الأوراق المعروضة عند كل سعر	
01	800	800	سعر السوق	-	-	-
02	200	1000	502	5150	1250	12
03	500	1500	501	3900	1000	11
04	1400	2900	500	2900	650	10
05	1900	4800	499	2250	1100	09
06	2500	7300	498	1150	1000	08
-	-	-	سعر السوق	150	150	07

وحسب الجدول فإن السعر التوازني الذي يتم به مبادلة أكبر كمية ممكنة من الأوراق المالية هو 500 ون، حيث تنفذ عنده الأوامر 01 و02 و03 و04 الخاصة بالشراء، بينما تنفذ الأوامر 07 و08 و09 و10 الخاصة بالبيع.

4- أنظمة التسعير في البورصة: بعد تحديد سعر الافتتاح لكل ورقة مالية في البورصة، والذي يكون نفسه أو قريباً من سعر الإغلاق للورقة المالية في الجلسة السابقة، فإن سعر التداول للورقة المالية يتحدد وفق نظامين هما:

4-1- التسعير المستمر: تسمح هذه الطريقة بتحديد سعر التوازن للورقة المالية في كل لحظة من لحظات التعامل في البورصة، فتدفع أوامر البيع والشراء على الورقة المالية يحرك قوى العرض والطلب باستمرار مما يتيح تحديد الأسعار في كل لحظة. يتيح التسعير المستمر إمكانية تداول الأوراق المالية الأكثر سيولة على أساس دائم. وتعتمد غالبية الأسهم في سوق الأوراق المالية على هذا النوع من الأسعار. يتم تنفيذ أوامر هذه الأوراق المالية بشكل مستمر خلال ساعات التداول حسب كل بورصة من وقت الافتتاح اليومي للبورصة إلى وقت إغلاقها، ويتم تعديل قيمة الورقة المالية عند وصول الأوامر القابلة للتنفيذ. يقوم نظام الكمبيوتر باستقبال ونقل أوامر الشراء والبيع إلى مختلف المشاركين في الأسواق المالية، وفرزها حسب السعر والوصول.

4-2- في حالة التسعير الثابت: في حالة البورصات الصغيرة والمحدودة الحجم أو المتخلفة التقنيات، أو تلك التي تعرف قلة في السيولة وبالتالي محدودية الأوامر التي ترد للسوق على الأوراق المالية، يتم اللجوء إلى التسعير الثابت حيث لا يتم معرفة سعر تداول الورقة المالية إلا خلال عدد محدود من الأوقات في جلسة البورصة (مرة أو مرتين)، حيث عند بداية كل جلسة تداول يفتح المجال لتجمع أوامر البيع والشراء على الورقة المالية دون أن يكون هناك تبادل أو تحديد للسعر، وفي الوقت المحدد من قبل البورصة يتم مقابلة العرض والطلب على الورقة المالية المعنية وتحديد السعر التوازني ويتم تنفيذ الصفقات، ثم تترك فترة أخرى لتجميع الأوامر وفترة لمقابلة العرض والطلب وهكذا. وبالتالي لا يمكن معرفة السعر الذي ستبادل به الأوراق المالية إلا في أوقات محددة من جلسات البورصة.

5- عملية المقاصة والتسوية في البورصة:

بعد تحديد السعر التوازي للورقة المالية ويتم الاتفاق على إبرام الصفقات الخاصة بشراء وبيع الأوراق المالية من طرف الوسيط المالي، تبدأ العملية العكسية لإخبار المستثمر بالصفقة والمعلومات المتعلقة بها، كما تبدأ ما يسمى بمرحلة المقاصة والتسوية والتي تتعلق بعقد الصفقة فعليا وتنفيذها بانتقال ملكية الأوراق المالية فعلا للمشتري وقبض البائع لثمن الصفقة. وهنا نميز ما بين عمليتين هما:

5-1- المقاصة: وهي عملية التحقق والمطابقة بين البائع والمشتري فيما يخص الصفقة التي تم عقدها، من حيث السعر وعدد الأوراق المالية المتبادلة وتاريخ التسوية، حيث يتم التأكد من أن كل من البائع والمشتري لديه الأموال الكافية والأوراق المالية المطلوبة. وأن العملية متوافقة مع التنظيم المعمول به داخل البورصة.

☞ إن الجهة التي تتولى عملية المقاصة تختلف من جهة لأخرى عادة ما تكون جهات متخصصة كبيوت المقاصة المستقلة عن البورصة أو تكون جهات تابعة للبورصة يتم تكوينها لهذا الغرض. وفي الحالتين يكون الوسيط المالي عضو في هذه الجهة التي تتولى عملية المقاصة بما يضمن النهاية الجيدة للصفقات.

☞ تتضمن المقاصة إجراءات متعلقة بحسابات الأطراف المشتركين في الصفقات، حيث تتم المقاصة وفقا لمبدأ التصفية الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متداول وهو ما يؤدي في النهاية لتحديد صافي الدائنية والمديونية لكل وسيط، وعليه يكون دور عملية المقاصة هو تحديد ما إذا كان:

- الوسيط المالي مستلما أو مسلما للورقة المالية محل التعامل، مع مراعاة حجم الأوراق المالية التي لا يمكن استخدامها على شاكلة الأوراق المالية المرهونة أو المقرضة؛

- تحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتبة على الصفقات بالنسبة لجميع الوسطاء الأعضاء في شركة المقاصة.

☞ الهدف من عملية المقاصة كمرحلة وسيطة بين التفاوض على الصفقة ومرحلة التسوية والتسليم هي العمل على حماية أطراف التعامل في الصفقة بما فيها ضمان تلق الوسيط لمستحقاته المالية بعد إتمام الصفقة؛

☞ بالنسبة لبورصة الجزائر فإن عملية المقاصة هي من اختصاص شركة تسير القيم المنقولة أي بورصة الجزائر، والتي أعطيت لها هذه الصلاحية بموجب المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 رغم إنشاء المؤتمر المركزي للأوراق المالية منذ سنة 2003، إلا أنه لم تعط له صلاحية المقاصة .

5-2- التسوية: وهي العملية التي بموجبها يتم تحويل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتحويل الأموال من المشتري إلى البائع، وتحدث عند تاريخ التسوية وتأتي بعد عملية المقاصة. أغلب البورصات في العالم تعطي عدد معين من الأيام بعد تاريخ الصفقة لتسوية العملية، وهي فترة كافية للتحقق من العملية وإجراء المقاصة.

☞ إن الجهة التي تتولى عملية التسوية عادة ما تكون تابعة للبورصة يتم تكوينها لهذا الغرض، وأغلبها تجمع بين عمليتي المقاصة والتسوية في آن واحد.

☞ في الجزائر يتولى المؤتمر المركزي عملية التسوية في أجل مقداره ثلاثة أيام عمل بعد إبرام الصفقة. وهو يجمع في عضويته كل من الوسطاء الماليين والشركات المصدرة للأوراق المالية.

☞ عملية التسوية عادة ما يتخللها إخلال أحد الأطراف بالتزاماته ، وهو ما أدى بأغلب الهيآت المكلفة بالتسوية إلى إنشاء صناديق ضمان تجمع فيها الاشتراكات من قبل أعضاء الهيئة ويتم استخدامها في حالة كان هناك إخلال بالتزامات سواء في الدفع أو عدم توفر الأوراق المالية محل الصفقة، وهذا حفاظا على مصالح المتعاملين في البورصة وضمان تنفيذ الصفقات، هذا النوع من الصناديق غير موجود حاليا في الجزائر.

3-5- تكاليف تنفيذ الأوامر: كما رأينا يعتبر حماية الوسطاء الماليون في البورصة وضمان حقوقهم من ضمن أولويات السير الحسن للبورصة، وتتمثل تكاليف تنفيذ الأوامر في الشكل الموضح:



4-5- طرق تمويل صفقات الأوراق المالية: تمويل صفقات الشراء في البورصة وفق الطرق التالية:

- التمويل عن طريق رأس المال المملوك للمستثمر وهو ما يسمح بتسوية نقدية للصفقة؛
- التمويل عن طريق رأس مال مقترض من المصارف بضمان الأوراق المالية من طرف السمسار لصالح العميل، وهي تؤدي إلى زيادة المشتريات من الأوراق المالية مقارنة بالطريقة الثانية، ولكنها تحمل مخاطر ائتمانية كبيرة في نفس الوقت.