

الدرس الخامس: التسعير في سوق الأوراق المالية

(أوامر السوق، التسعير المستمر، التسعير بالتثبيت Fixing، طرق أخرى للتسعير).

أولاً: الأوامر السوق

ثانياً: مراحل عملية التسعير في السوق المالي.

ثالثاً: أنظمة التسعير في البورصة.

رابعاً: التسعير المستمر والتسعير الثابت

خامساً: مثال عن عملية التسعير في البورصة

أولاً: الأوامر السوق

1- تعريف أوامر البورصة:

يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء لكي يبيع أو يشتري له في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له. وفي جميع الحالات يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقاً للقواعد المقررة في البورصة هذا فيما يتعلق بالأوراق المالية أما فيما يخص بورصة العقود فالأمر هو التكاليف الذي يصدره العلماء لأحد السماسرة بالشراء أو البيع و به يحدد سعر العملية. يجب أن يلتزم السمسار في تنفيذ أوامر البورصة تعليمات عملية بدقة إذا لم تكن لديه تعليمات واضحة. كان عليه أن يعمل طبقاً لما يجري عليه العمل به من التقليد و العرف.

لا يسري أمر البورصة إلا للجلسة التي أعطي عنها، يجوز أن تكون أوامر البورصة في أشكال عديدة و هي لا تختلف بمضمونها عن بورصة الأوراق المالية إلا فيما يتعلق بموضوع الصفقة.

يتم تحديد سعر الأصل المعروض في السوق (سواء في الأوراق المالية أو المشتقات المدرجة) من خلال إعداد دفتر الأوامر carnet d'ordres. الذي يبسط عملية التسعير. لا تتأثر المعاملات الكبيرة، التي تسمى الكتل blocs، بهذه العملية.

أ- تداول الكتل: يتم تعريف الكتلة على أنها معاملة أكبر من أو تساوي "كمية الكتلة العادية" (MNB)، والتي تكون خاصة بكل سوق. بالنسبة لهذه الكتل، تتم المعاملات خارج الدفتر المركزي، ولكن بمعدل يأخذ في الاعتبار "سعر السوق".

ب- دفتر الأوامر: المثال أدناه مأخوذ من NYSE-Euronext. لذلك فهي ليست عالمية وقد تكون هناك اختلافات مع ممارسات الأسواق الأخرى ، والتي قد يكون لها على وجه الخصوص أنواع أخرى من الأوامر.

يتبع هيكل دفتر الطلبات قواعد محددة للغاية:

- الجزء الأيسر يشير إلى أوامر الشراء ، مصنفة حسب السعر المتناقص ؛
- الجزء الأيمن يشير إلى أوامر البيع ، مصنفة حسب السعر المتزايد ؛
- يتم عرض أفضل 10 طلبات وعروض؛
- يتم عرض الطلبات عند كل سعر؛
- من ناحية أخرى، لا يتم عرض أولويات الوقت في دفتر الأوامر لأنها تعتمد على نوع الطلبات المقدمة.

2- أنواع الأوامر:

يمكن التمييز بين الأنواع التالية من الأوامر.

1-2 الأمر "في السوق" *at market or market order*: له الأولوية على جميع الطلبات الأخرى ويجب تنفيذه بالكامل (ولكن ليس بالضرورة بسعر واحد). هذا الأمر الحازم والفوري، يمكن أن يعرض المستثمر لخطر تغيرات الأسعار المحتملة في حالة انخفاض السيولة. لكن في المقابل، يتجنب المستثمر التنفيذ الجزئي: فهو يتحكم في التوقيت إذا لم يكن لديه سيطرة على السعر.

2-2 الأوامر المحددة: يتضمن حدًا أقصى للسعر إذا كان أمر شراء أو حدًا أدنى للسعر إذا كان أمر بيع. وبالتالي، لا يمكن تنفيذ الأوامر المحدودة للشراء طالما أن سعر الورقة المالية أعلى من القيمة المحددة. كما لا يمكن تنفيذ الأوامر المحدودة للبيع طالما سعر الورقة المالية أدنى من القيمة المحددة.

3-2 الأمر بأفضل سعر *Ordre a la meilleure limite*: يشبه الأمر المحدد، إلا أن المستثمر قرر التداول بالسعر الحالي وليس بسعر قد يكون أكثر ملاءمة له. إذا كانت الأحجام المتوفرة في السوق بهذا السعر غير كافية، يتم تنفيذ الأمر للحجم المتاح ثم يصبح الرصيد غير المنفذ أمرًا محددًا.

4-2 أوامر الإيقاف *stop order*: الذي يسمح للمستثمر أن يصبح مشتريًا أو بائعًا بسعر محدد، أي:

- عند هذا السعر وفوق هذا السعر إذا كانت عملية شراء

- بهذا السعر وأقل من هذا السعر إذا كان بيعاً.

يستخدم هذا النوع من الأوامر للحد من الضرر الذي يلحق بالمركز في حالة انعكاس الاتجاه المحتمل، ومن هنا جاء اسمه.

ثانياً: مراحل عملية التسعير في السوق المالي.

1- المرحلة الأولى: يقوم الوسطاء بنقل و إدخال الأوامر في الحواسيب التابعة لنظام التداول الممكن التابع للبورصة والموضوعة تحت التصرف ضمن إطار نظام التسعيرة دون أن يعني ذلك في أي حال من الأحوال إتماماً و تنفيذ عمليات التداول.

2- المرحلة الثانية: تتم إلكترونياً مقابلة أوامر البيع والشراء المسجلة بالنسبة للصك المالي على حدة، و يتم السعر في حال سمحت المقابلة بذلك.

3- المرحلة الثالثة: يسمح للوسطاء في حال حصول اختلال ما بين أوامر الشراء و البيع عند سعر التوازن، أن يدخلوا أوامر إضافية بسعر التوازن وبالاتجاه المعاكس للاختلال دون سواه، بغية التخفيف من حجم هذا الاختلال.

4- المرحلة الرابعة: يتم الإعلان بالنسبة لكل صك مالي عن عدد الصكوك المتبادلة في أسواق البورصة. وعن السعر المحدد و عن شروط التداول.

5- المرحلة الخامسة: تتم إلكترونياً طباعة لائحة نهائية بالأوامر المنفذة، كما تتم طباعة لائحة بالصفقات المباشرة الجارية خارج البورصة والمقبولة، مع تحديد وضعيات التسديد والتسليم الخاصة بكل وسيط والتي تقوم البورصة بنقلها إلى الهيئة المعتمدة لإنجاز عمليات التسديد والتسليم.

6- المرحلة السادسة: يتم لدى البورصة إلغاء الأوامر غير المنفذة في جلسة التسعير من نظام التداول الممكن المتبع للبورصة.

7- المرحلة السابعة: وهي الإعلان عن إختتام الجلسة.

ثالثاً: أنظمة التسعير في البورصة.

1- طريقة التسعير بالمناداة: la cotation à la criée

تتم من خلال اجتماع ممثل العروض والطلبات في مقصورة والمناداة بأعلى أصواتهم على ماهية

العروض والطلبات التي بحوزتهم حتى يتم التوازن

2- طريقة التسعير بالأدراج:

تتم هذه الطريقة كتابيا عكس الطريقة الأولى التي تتم شفهيًا، حيث تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض وطلبات هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي متخصص في التعامل بتلك الورقة حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، وفي بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك

3- التسعير بالصندوق

هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة، حيث تستخدم عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة مالية تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات تخرج عن التعامل العادي كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الانحراف العادي مثال، ويكمن جوهر هذه الطريقة في تسجيل وجمع كافة أوامر الشراء أو البيع للورقة المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة وليس في درج تابع للوسيط المتخصص - كما هو الحال في الطريقة السابقة- وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

4- طريقة التسعير بالخزائن:

حيث يجمع السمسار المتخصص الأوامر الموكلة إليه في خزينته، ثم يحدث مواجهة بينها حتى يتوصل إلى السعر المناسب الذي يتم عنده تنفيذ حد من الأوامر بأفضل الأحوال.

5- طريقة التسعير بواسطة الاعلام الآلي:

حيث يتم تسجيل كل الأوامر التي ترد إلى المقصورة في الحاسوب المركزي، يقوم هذا الأخير بفرز الأوامر ومعالجتها حسب نوعها، حجمها، الأسعار التي تتضمنها. ثم يتم مواجهة الأوامر بصفة آلية وتعقد الصفقات كلما تلاقى أمران متاسبان.

رابعاً: التسعير المستمر والتسعير الثابت

مواجهة أوامر البيع والشراء، وبالتالي عرض الأسعار، يمكن أن تحدث على مدار اليوم أو في وقت محدد. في الحالة الأولى، الإدراج المستمر، هناك مواجهة للأوامر عند وصول أمر جديد، مما يؤدي إلى تحديد سعر سوق الأسهم الجديد. يتم استخدام التسعير المستمر للأسهم الأكثر سيولة في البورصة. في الحالة الثانية، التسعير الثابت، يتم التسعير في وقت محدد. تتراكم أوامر البيع والشراء في آلات التداول مما يؤدي إلى التداول في ساعة الصفر. إذا وصل الأمر بعد الوقت المذكور، فسيتم تنفيذه في التثبيت التالي.

1- نظام التسعير الثابت

إن وظيفة التسعير هي من أهم المهام الموكلة لأيّة بورصة، بحيث نصف السوق بـ: "سوق الكفاءة الكاملة "Full Efficient Market – Marché Pleinement Efficace" عندما تقوم بأمثل درجة من التسعير؛ فيظهر السعر فيها مساوياً تماماً لسعر السوق العادل المتشكّل من العرض والطلب الحر.

ويتمثل "نظام التسعير الثابت "Call Quotation System – Cotation Fixe" "بأسلوب تسعير يقوم على تثبيت حركة السعر في البورصة عبر استخدام آلية: "السوق الثابتة Call Market" "Marché Fixe – التي يُمكننا تعريفها بأنها:

"السوق القائمة على استقبال وتسجيل وتخزين أوامر التداول بأسعارها في سجلّ نظام التداول الثابت، ثم مقابلة أوامر البيع والشراء في وقت ثابت واحد، حتى يتم استخراج سعرٍ وسطيٍّ واحدٍ بالنسبة لكل ورقةٍ ماليّةٍ"

فوفقاً لنظام التسعير الثابت -أو المُجمّع- يتمّ تجميع الأوامر ثم مطابقتها في: "مزايدة ثابتة " "Call Auction – Vente Fixe" أي في وقت ثابت واحد وليس في وقت ورودها إلى نظام التداول كما يتمّ في السوق المستمرة، وبالتالي فإنّ التسعير الثابت يضع وقتاً ثابتاً واحداً لمقابلة الأوامر بهدف استخراج سعرٍ سوقيٍّ واحدٍ يُمثّل -وفقاً لهذا النظام- سعر السوق العادل. ولذلك فقد أُطلق على هذا النظام تسمية: "السوق الثابتة" كون القيمة السوقيّة تُمثّل وقت ثابت محدد مسبقاً في لحظة مقابلة الأوامر، ولا تُمثّل سعر السوق المُحيّن المستمر أبداً.

وفي الواقع، يَنْتَجُ التسعير الثابت عن تطبيق: "نظام التنفيذ المؤجَّل "Delayed Execution" " وفي الواقع، القائم على تعليق تنفيذ أوامر التداول المتطابقة في البورصة إلى أن يحين الموعد الثابت الواحد لتنفيذها واستخراج سعر السوق الوحيد منها.

وقد جاء: "تثبيت السوق" بغاية مباشرة، وهي: "توحيد سعر السوق" بالنسبة لكل ورقة مائيّة، وبغاية غير مباشرة وهي: "فرض التوازن في البورصة"، فيتمّ حماية البورصة من تذبذب الأسعار، وغيرها من وضعيّات عدم الثبات السوقي التي قد تدفع البورصة نحو أزمات السيولة أو الانهيار.

إنّ التسعير الثابت قد جاء خوفاً من تلك الوضعيّة التي تؤدّي بالبورصة للتحوّل إلى: "سوق متأرجحة أو عديمة الاتجاه". Sideways Market – Déchiré Marché. فصحيحٌ أنّ وضعيّة "الثبات" ستجعل السوق في منأى عن المضاربات ما سيُريحها من التقلّب، ولكنه بالمقابل سيجرمها من كمّيّات هائلة من السيولة، ومن حركة ونشاط المتداولين، وهذا ما سيدفع البورصة نحو حالة من ضعف التداول ونقص الكفاءة، ثمّ "الضحالة" "Depthless – Profondeur"؛ أي نقص الشركات المدرجة وقلة الأوراق المائيّة المتداولة، وبالنتيجة ضعف رأس المال السوقي المتداول، وعدم إرسال المستثمرين لـ: "أمر التداول بسعر السوق.

2- نظام التسعير المستمر

تُعتبر بورصة الأوراق المائيّة سوقاً خاصّة بـ: "التقييم المستمر – Continuous Valuation" " "Évaluation Continue؛ حيث أنّ غاية الوصول إلى أقرب نقطة سوقيّة ممكنة من نقطة تلاقي منحنيات العرض مع الطلب هي من أهمّ الدوافع التي أدت إلى ابتكار مفهوم البورصة المنظّمة الخاصّة بالأوراق المائيّة، وذلك تحت مظلة قانون وأنظمة مُتخصّصة بنشاط التداول من جهة، وبمراقبة لجنة ذات مهام تنظيميّة من جهة أخرى. ولهذا يقوم "نظام التسعير المستمر Continuous Quotation" " "System – Système de Cotation Continu" بفرض آلية "السوق المتواصلة Continuous" " "Market – Marché Continu" التي يُمكننا تعريفها بأنّها:

"إتاحة التقييم السوقي المستمر للأوراق المائيّة المدرجة في البورصة طوال يوم التداول بهدف استخراج سعر السوق العادل من عوامل العرض والطلب، بالتزامن مع تنفيذ كل عمليّة تداول. وبالتالي، فإنّ معنى التسعير المستمر هو التغيير المتواصل للقيمة السوقيّة الخاصّة بالأوراق المائيّة المتداولة في جلسة واحدة؛ فنرى أسعار تلك الأوراق المتداولة تختلف ارتفاعاً وانخفاضاً بشكل

متواصل خلال يوم التداول الواحد، وذلك انعكاساً لاختلاف اتجاهات التداول، ونتيجةً لشفافية البورصة عن قوى السوق المحركة للسعر. ولذلك ينتج عن تطبيق نظام التسعير المستمر فرض البيئة المناسبة تنظيمياً لاختلاف سعر السوق تبعاً لاختلاف سعر عمليّات التداول المُنفَّذة في البورصة، ومن هنا نرى أنّ التسعير المستمر كنظام ينشأ نتيجةً لفرض "نظام التنفيذ الفوري Immediate Execution" "System – Système D'Exécution Immédiate" لعمليّات التداول المتطابقة بعد استقبالها في نظام البورصة.

خامساً: مثال عن عملية التسعير في البورصة

ضع في اعتبارك ورقة السوق، للقيمة X ، تقدم نفسها في وقت t على النحو التالي:

الأسعار	كمية الأوراق . للبيع	الكمية المتراكمة . للبيع	الكمية المتراكمة . للشراء	كمية الأوراق . للشراء	الأسعار
49,10 €	100	100	49,10 €
49,00 €	100	450	250	150	49,00 €
48,90 €	60	350	340	90	48,90 €
48,80 €	90	290	450	110	48,80 €
48,70 €	120	200	570	120	48,70 €
48,60 €	80	80	670	100	48,60 €



التوضيح:

- يتم إنشاء كميات الشراء التراكمية من خلال النزول أسفل الجدول لأن حدود الشراء هي قيم سقف:
- هناك أمر (أوامر) شراء واحد (أو أكثر) لـ 100 ورقة مالية في الورقة المالية المحددة X ، من مستثمرين مستعدين لشراء هذه الورقة المالية بأقصى سعر يبلغ 49.10 يورو.
- يوجد أمر (أوامر) شراء واحد (أو أكثر) لـ 150 ورقة مالية في الورقة المالية المحددة X ، من مستثمرين مستعدين لشراء هذه الورقة المالية بسعر أقصى يبلغ 49.00 يورو.
- يقبل أصحاب الأوامر الذين مستعدين للشراء بالسعر 49.10 الشراء بسعر 49 ؛ وهكذا.
- يتم بناء تراكم الكميات للبيع من خلال صعود الجدول لأن حدود البيع هي القيم الدنيا:

- هناك أمر (أوامر) بيع واحد (أو أكثر) لـ 80 ورقة مالية في الورقة المالية المحددة، من مستثمرين مستعدين لبيع هذه الورقة المالية بسعر لا يقل عن 48.60 يورو.
- هناك أمر (أوامر) بيع واحد (أو أكثر) لـ 120 ورقة مالية في الورقة المالية المحددة X ، من مستثمرين مستعدين لبيع هذه الورقة المالية بسعر لا يقل عن 48.70 يورو.
- يقبل أصحاب الأوامر الذين مستعدين للبيع بالسعر 48.60 البيع بسعر 48.70 ؛ وهكذا.
- سعر السوق الذي يتيح أكبر كمية من الأسهم التي سيتم تبادلها هو 48.90 يورو.
- يتم تنفيذ أوامر الشراء التالية:
- ✓ 100 سهم بسعر حد 49.10 يورو؛
- ✓ 150 سهمًا بسعر الحد 49.00 يورو؛
- ✓ 90 سهمًا بسعر 48.90 يورو؛
- يتم تنفيذ أوامر البيع التالية:
- ✓ 80 سهمًا بسعر 48.60 يورو؛
- ✓ 120 سهمًا بسعر 48.70 يورو؛
- ✓ 90 سهمًا بسعر 48.80 يورو؛
- ✓ 50 سهمًا بسعر 48.90 يورو.

المراجع:

- حجاج يمينة، البنك الوسيط في عمليات البورصة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص علوم قانونية فرع قانون البنوك. جامعة سيدي بلعباس، 2018.
- جلال مسعد محتوت، مدى تأثير المنافسة الحرة بالممارسات التجارية، رسالة دكتوراه في القانون، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012.
- بن شعلال كريمة، السلطة القمعية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، تخصص قانون الأعمال، جامعة بجاية، 2012 .
- قاسمي الرزقي، نظام الوساطة في بورصة الأوراق المالية - دراسة مقارنة، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه الطور الثالث في القانون تخصص: قانون خاص فرع: قانون الأعمال، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2020.
- همام القوسي، النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة للحصول على الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة حلب، سوريا، سنة 2017.
- همام القوسي، بين التسعير الثابت والمستمر في بورصة الأوراق الماليّة (فرض الاستقرار أم جذب السيولة؟) -دراسة قانونيّة مقارنة بين أنظمة بورصة الجزائر وباريس ونيويورك وبرلين. اريخ التصفح: 2022/12/28،

- Pamela, Frank J. F. The Basics of Finance, An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management. John Wiley & Sons, Inc. 2010.
- Bertrand J, Bruno S, Christophe P. Marchés financiers, Gestion de portefeuille, et des risques. DUNOD. 2014.
- Catherine Karyotis , L'essentiel de la Bourse et des marchés de capitaux. GUALINO. 2010.
- Éric C, Marc S, Henri T, L'essentiel des marchés financiers FRONT OFFICE, POST-MARCHÉ ET GESTION DES RISQUES, Eyrolles. 2010.
- FRANK J. FABOZZ , The Handbook of financial instruments, John Wiley & Sons, Inc, 2002Sunil Parameswaran, Fundamentals of Financial Instruments, John Wiley & Sons, Inc, 2011,