

أولاً: سوق الأوراق المالية

تنامي الاتجاه نحو الإهتمام بأسواق المال وخصوصاً سوق الأوراق المالية، حيث تلعب هذه السوق دوراً هاماً في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي، كما تمثل هذه السوق أحد المصادر الهامة لتوفير الإستثمار للقطاعات التي توجد بها سيولة غير مستغلة، فضلاً عن أهميتها الحيوية لتمويل القطاعات التي يوجد لديها عجزاً في السيولة النقدية.

ولذلك تظهر أهمية دراسة سبل تنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية للمشاريع الإنتاجية المختلفة عبر قنوات متنوعة أشكالها وأنواعها وأمطها، وبالإضافة إلى ذلك فإن مثل هذه السوق يمكن أن تلعب دوراً هاماً في إتمام عمليات الخصخصة بفاعلية... وهكذا تبدو العلاقة المتبادلة بين كل من سوق المال والخصخصة، فسوق المال ينشط وينمو بالخصخصة وعمليات الخصخصة تُسهل وجود سوق مال كفاء ونشط.

ومما تجدر الإشارة إليه أن السنوات الأخيرة شهدت إهتماماً متزايداً في موضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها في البلدان العربية، وفي إمكانية الربط بينها، وقد جاء هذا الإهتمام إنطلاقاً من إيمان راسخ لدى الدول العربية بأن هذه الأسواق سوف تساعد على زيادة النمو الاقتصادي، وتقليل الإعتماد على التمويل الخارجي بإعتبارها أحد القنوات الرئيسية في حشد الموارد المالية، إذ تشكل أسواق الأوراق المالية العربية آلية هامة من آليات تجميع المدخرات من بلدان الفائض المالي إلى بلدان المعجز المالي في المنطقة العربية. وقضية تنمية أسواق الأوراق المالية وإيجاد وسائل الربط بينها تحل أهمية كبرى في تيسير حركة إنتقال رؤوس الأموال العربية وإستثمارها داخل الوطن العربي، حيث أن تطوير وإفتتاح هذه الأسواق أصبح يشكل ركناً أساسياً في تمويل التنمية العربية المشتركة، وتعزيز التكامل الاقتصادي العربي كخطوة نحو الهدف المنشود وهو السوق العربية المشتركة.

١ - تعريف سوق الأوراق المالية:

هى سوق مستمرة ثابتة فى المكان تقام فى مراكز التجارة والمال فى مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل فى الأوراق المالية وفقاً لنظم ثابتة ولوائح محددة... وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهى أول من يتأثر بالكساد أو الراج، وفى جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب شأنها فى ذلك شأن أية سلعة أخرى.

٢ - تعريف الأوراق المالية:

هى صكوك الأسهم والسندات التى تصدرها الشركات والمصارف والهيئات العامة وغيرها، وهى صكوك طويلة الأجل تصدر لمدة حياة الشركة فيما يتعلق بالأسهم أو لمدة عدد من السنوات فيما يتعلق بالسندات مما يجعلها عرضة لتقلب الأسعار فى السوق حسب تغيرات الظروف الاقتصادية... والسهم هو صك يمثل حصة فى رأس مال الشركة المساهمة أو إحدى شركات الأموال، أما السند فهو يمثل ديناً على الهيئة المصدرة ويعتبر صاحب السند دائناً لهذه الهيئة له الحق قبلها مضمون بجميع ممتلكاتها.

٣ - أنواع سوق الأوراق المالية:

ومجال عمل سوق الأوراق يكون عند إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو عند تداولها بعد ذلك، ولذلك فهو يشمل:

(١) سوق الإصدار (السوق الأولى)

وهو الذى يتم التعامل فيه على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، ويختص بتأسيس الشركات الجديدة، أو التوسع فى رأس المال، وطرح رأس مال الشركات للإكتتاب فى صورة أوراق مالية (أسهم - سندات).

(٢) سوق التداول (السوق الثانوى)

وهو الذى يتم التعامل فيه على الأوراق المالية بعد إصدارها، وفيه يتم تداول الأوراق المالية التى تطرح للإكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار (السوق الأولى)، وفيها يلتقى العرض بالطلب، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الإستثمار فى أوراق مالية بديلة، ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية (أسهم أو سندات أو أدوات المديونية الأخرى).

٤- ويتم التداول فى سوق الأوراق المالية على صورتين:

(أ) عمليات عاجلة:

وتتم فيها تصفية العملية مباشرة، حيث يتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري، وبذلك يلتزم المتعامل فى السوق العاجله أو السوق النقدية بأن يسدد فوراً ثمن الأسهم المشتراة أو أن يتخلى عن الأسهم التى حوزته فور عقد الصفقة وإستلامه ثمنها.

(ب) عمليات آجلة:

ويتم عقدها مباشرة، ولكن تؤجل تصفيتها لموعد قادم، وبذلك لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية فى السوق الآجلة لدى عقد الصفقة ولكن بعد فترة معينة حسب الإتفاق المبرم بين الطرفين. ولذلك فإن أنظمة السوق تشترط على المتعاملين بالسوق الآجلة تقديم تأمين مالى (تغطية) حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائياً يختلف حسب نوع العمليات المعقودة.

وتتميز الأوراق المالية (الأسهم - السندات) التى يتم تداولها فى أسواق الأوراق المالية بأنها أوراق مسعرة، أى لها سعر سوقى، حيث يمكن للمستثمر أن يعرف السعر الحالى للورقة المالية من خلال السمسار أو النشرة اليومية للسوق، بل يمكن معرفة أسعار التداول خلال يوم العمل داخل السوق من خلال الإشتراك فى شبكات الإتصالات المحلية والعالمية. وتختلف الأوراق المالية من حيث السعر السوقى،

وتوقيت الحصول على العائد ومقداره ودرجة تذبذبه من فترة لأخرى، ويتطلب ذلك قيام المستثمر بالمفاضلة بين الأوراق المالية على أساس أخذ تلك العوامل في الاعتبار، والتي يمكن إجمالها في متغيرين أساسيين هما: العائد، والمخاطر للورقة المالية.

٥ - الأوامر في سوق الأوراق المالية، وأنظمة التسعير:

١. أوامر السوق:

ويقصد بأمر السوق التوكيل الذي يعطى لأحد الوسطاء لبيع أو شراء أوراق مالية معينة، وتأخذ هذه الأوامر عدة أشكال، وتبقى صالحة طيلة الجلسة التي أعطيت خلالها مالم يكن هناك إتفاق أو تعليمات تخالف ذلك، وأهم أشكال هذه الأوامر ما يلي:

(أ) الأمر بالسعر المحدد... وفيه يحدد العميل للوسيط مسبقاً السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به، فيحدد السعر الأدنى في حالة البيع، والسعر الأعلى في حالة الشراء.

(ب) الأمر بالسعر الأول... وبموجبه يلزم تنفيذ الأمر (بأول سعر) يتم فيه التسعير.

(ج) الأمر بالسعر الأخير... وبموجبه يلزم تنفيذ الأمر عند (الإقفال).

(د) الأمر بالسعر حوالى... وهو أمر أكثر مرونة بالنسبة للسعر الثابت، حيث يترك العميل للوسيط حرية تنفيذ السعر أعلى بقليل من السعر المطلوب عند الشراء، أو أدنى بقليل من السعر المطلوب عند البيع.

(هـ) الأمر بالسعر الأفضل... ويترك هذا الأمر بعض الحرية للوسيط الذي يعمل على تنفيذ الأمر فور إستلامه مع مراعاة ظروف ووضع السوق.

٢. أنظمة التسعير في السوق:

للوصول إلى سعر معين في سوق الأوراق المالية لابد من توافر بائعين ومشتريين لأسهم معينة، وتجنباً من فروقات كبيرة في الأسعار تتضمن أنظمة أسواق الأوراق

المالية المختلفة عادة أحكاماً خاصة بالفروق القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروض بشكل لا تتجاوز فيه نسباً معينة تنص عليها لوائح تلك الأسواق، وتمثل أهم نظم التسعير فيما يلي:

(أ) نقطة التوازن... وهي نتيجة تقابل العرض والطلب عند نقطة معينة.

(ب) التسعير بالمناداة... وذلك بإجتماع الوسطاء فى قاعة السوق ومناداتهم على العروض والطلبات بحوزتهم.

(ج) التسعير بالمعارضة... حيث يدون فى سجل خاص لكل ورقة مالية كافة عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدى مجموع هذه التسجيلات إلى مقدار ما يطلب بيعه أو شرائه من الأسهم، وحدود الأسعار المعروضة.

(د) التسعير بواسطة الصندوق... حيث يضع الوسطاء عروضهم وطلباتهم فى صندوق خاص، وتتولى إدارة الصندوق تحديد الأسعار حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.

٦ - عمليات المضاربة والموازنة:

١. المضاربة:

وهى عملية يقوم بها الأشخاص بناء على معلومات فنية وتقديرات مدروسة للإنتفاع من فروق الأسعار فى الزمان والمكان... والمضاربة تقوم على المخاطرة وهى لازمة لقيام المشروعات الجديدة، فهى التى تمول المكتشفات الحديثه وطرق الصناعة المبتكرة وغيرها من المشروعات التى لا يكون نجاحها مؤكداً فى أول إنشائها على الأقل.. والمضاربة لازمه وضرورية لإستمرار العمل فى سوق الأوراق المالية، فهى تنبىء بالأحداث المستقبلية وتعد السوق لأستقبالها، فالمضاربون يستشعرون العوامل التى تسبب إرتفاع أو إنخفاض أسعار الأوراق المالية قبل حدوثها، ويحددون بالصفقات التى يعقدونها الإتجاه الحقيقى للأسعار فى السوق، فيحولون بذلك دون حدوث إنخفاض مفاجىء، أو إرتفاع صعودى غير متوقع... والمضاربة قد تنقلب

أحياناً إلى مقامرة وهى نوع من العمليات تقوم على التخمين غير المدروس والشراء أو البيع العشوائى .

٢. الموازنة،

وهى عملية تتم بين سوق أو أكثر وينتج عنها توازن وتطابق أسعار الأوراق المالية بين هذين السوقين.... وتم هذه العمليات بين أسواق محلية أو عالمية، ويتطلب نجاحها توافر وسائل إتصال ذات مستوى عال، وجهاز مدرب وكفاء للقيام بهذا العمل الفنى.

الصور الحديثة للتعامل فى أسواق المال:

مع التطور الهائل الذى شهدته أسواق المال، شهدت السوق تقديم مجموعة من الأدوات والوسائل المالية التى توفر المزيد من المرونة والسيولة والتغطية للمتعاملين فى السوق، ومن أهمها ما يلى:

العقود الآجلة... والعقد الآجل هو إتفاقية تغطية بين طرفين بهدف تثبيت شروط تبادل سوق يحدث فى تاريخ لاحق فى المستقبل، وبالتالي فهو يحدد من الآن كل من **موضوع التبادل** (ورقة مالية/ عملة/ سلعة) و**السعر** الذى سوف يتم على أساسه التبادل، و**التاريخ الآجل** الذى سوف يتم عنده التبادل فى المستقبل.

- **عقود المستقبليات...** وتوجد ثلاثة أنواع منها تتداول فى البورصات العالمية وهى:
عقد مستقبليات معدلات الفائدة - عقد مستقبليات العملة - عقد مستقبليات مؤشر الأسهم... وهى تساعد فى إزالة المشاكل المتعلقة بكل من السيولة، وخطر الإلتمان المرتبط بالعقود الآجلة، وذلك بإتباع عدد من النظم يتولاها بيت المقاصة عند إدارته لسوق المستقبليات هى: نظام تثبيت السوق - نظام مدفوعات الهامش - نظام حد التوقف.. حيث يتم تسوية المواقف المترتبة على عقد المستقبليات يومياً، حتى وإن ظل العقد مفتوحاً لتفادى التقلبات الواسعة فى الأسعار والعوائد.

- **عقود الخيارات...** وهى حق، وليس التزام، فى شراء أو بيع ورقة مالية أو أصل

معين، عند سعر معين، ولفترة زمنية معينة. والأصل محل التعامل فى سوق الخيارات يُعرف بإسم الورقة المالية المعينة... وتنقسم الخيارات إلى نوعين:

– **خيار الطلب**.. وهو يعطى حامل الخيار الحق فى شراء الأصل المعنى فى أى وقت يشاء وخلال مدة العقدة.

– **خيار العرض**.. وهو يعطى حامل الخيار الحق فى بيع الأصل المعنى فى أى وقت يشاء وخلال مدة العقدة.

والسعر الذى يشتري أو يباع عنده العقد فى سوق الخيارات يسمى: **سعر الممارسة**.
والجدير بالذكر أن كلاً من عقدى المستقبلات والخيارات هما أوراق مالية مشتقة، أى مشتقة من ورقة مالية أصلية تتداول فى السوق الثانوى، وأن الهدف من إنشاء هذه العقود على الأوراق المالية القائمة هو التغلب على المخاطر المرتبطة بالتقلبات الواسعة فى أسعارها أو العوائد عليها.

٧ – أهمية أسواق الأوراق المالية:

تعتبر سوق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية صلة الوصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، كما أنها تعد سوقاً منظمة لتداول الأسهم والسندات حيث يتم بيع وشراء الأوراق المالية فيها من خلال السماسرة المرخص لهم، وحيث يلعب فيها العرض والطلب دوره الرئيسى فى تحديد الأسعار بما يوفر الحماية للمستثمرين من الغش والتدليس من خلال القواعد التى تلزم بها أعضائها من السماسرة فى معاملاتهم مع المستثمرين، بالإضافة إلى ما توفره السوق من العلانية للمستثمر عن وضعية الشركات المالية... وتلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً فى توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية، وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادى بما ينعكس أثره فى النهاية على معدل التنمية الاقتصادية للبلاد، وهى بذلك تعكس حقيقة الوضع الاقتصادى للبلاد فى أوقات الرواج والكساد.

وفىما يلى أهم المزايا التى تحققها سوق الأوراق المالية فى النظم المعاصرة:

- أ- تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الإستثمار المختلفة للإقتصاد القومى .
- ب - إيجاد منافذ شرعية للمدخرين لنقل ممتلكاتهم للغير .
- ج- تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية .
- د- تكوين تراكم رأسمالى لأجال قصيرة أو طويلة .
- هـ - تحقيق السيولة للأموال المستثمرة فى شكل أسهم وسندات فى سهولة ويسر .
- و - تجنب الآثار التضخمية لحد بعيد، إذ لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة فى حجم الإئتمان المحلى، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة وأن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج .

٨ - شروط قيام سوق فعال للأوراق الماية:

- ١- توافر مناخ إستثمارى مستقر يتمثل فى: حالة إستقرار إقتصادى وسياسى وإجتماعى - سياسة إقتصادية رشيدة ومرنة - حالة إنتعاش إقتصادى - وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد... ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت فى البيئة والظروف الاقتصادية الملائمة فإنها تعتبر من أكبر الوسائل التى تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للإستثمارات طويلة الأجل، وعن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل إستثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أى نوع من أنواع الهزات التى تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع .
- ٢- توافر الحرية الاقتصادية والوعى الاقتصادي حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدورها .
- ٣- توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية التى تستخدم أساليب فنية متقدمة .
- ٤- توافر التقنية المناسبة (شبكة إتصالات متقدمة، وشبكة إلكترونيات متطورة) لربط أسواق الأوراق المالية ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة .

٥- توافر الإفصاح والعلانية، وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، كما تُلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعاتها حتى يكون المساهم المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات، وبما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم، ويبعث الثقة في الأوراق المالية والوصول إلى السعر الحقيقي لها بخضوعها لقوانين العرض والطلب في السوق.

٦- أوراق مالية سليمة قابلة للتداول، بحيث يتم التأكد من إتمام التعامل على أوراق مالية سليمة قابله للتداول، وأن عقد العمليات بالسوق لا يشوبه غش أو نصب أو إحتيال أو مضاربات وهمية. ويتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين (السماصرة) الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري.

٧- المنافسة الحرة... حيث يجب أن يتحقق في هذا السوق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب ليكون سوق متوازن.

٨- السرعة والدقة... حيث يجب سرعة إتمام الصفقات، وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة والشروط المحددة بأوامرهم.

٩- المرونة.. حيث يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة إنتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر، وإنشاء قسم للإستعلامات يزود بالأخصائيين للرد على إستفسارات جمهور المستثمرين، كذلك تدعيم السوق بالوسائل الآلية للإحصاء، لتسهيل إصدار بيانات يومية عن كميات التداول لكل نوع من الأوراق المالية حتى يكون تقرير المتعامل سليماً.

١٠- ضمان سلامة الإدخار وحمايته، وذلك عن طريق خلق جو من الثقة بين المتعاملين، ومراقبة ميزانيات الشركات... ولا شك أن سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات يساهم بشكل ملحوظ في توليد الثقة بين المتعاملين.

١١- تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من إستثماراتهم، وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للإكتتاب، أو إعفاء العائد من الضرائب...

١٢- توفر المرافق العامة (المواصلات السلكية واللاسلكية - المساكن ... إلخ).

١٣- الوضع الجغرافي للبلد ومدى قربه من الأسواق المالية الأخرى، وأعتدال جوه.

١٤- وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية وشركات الإستثمار الوطنية والأجنبية.

١٥- نمو الوعي الإدخارى وارتفاع نسبة الإدخار لدى الأفراد.

١٦- عدم وجود قيود أو رقابة على الصرف.

١٧- وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالى فى أسعاره ومعدلاته.

١٨- خطوات أخرى يتعين اتخاذها:

أ- طرح أسهم بعض شركات القطاع العام للإكتتاب للجمهور بما يسمح بزيادة مساهمة الأفراد فى هذه الشركات.

ب- ضرورة قيد الشركات المساهمة وأسهمها بالسوق بما يساعد على تحويلها إلى سوق أوراق مالى عالمى.

ج- تحريك محافظ الأوراق المالية للمصارف وشركات التأمين والهيئات الإدخارية الأخرى ودخولها السوق مشترية فى حالة إنخفاض السعر، وباتعة عند ارتفاعه، وذلك للعمل على إحداث التوازن بالسوق.

د- إصدار سندات نوعية ذات قيمة إسمية تتناسب مع صفار المدخرين بأسعار فائدة مرتفعة، وذلك لتدعيم دورهم فى خطة التنمية المنشودة، وزيادة الأوراق المالية المتداولة.

هـ- رفع نسبة تسليف المصارف التجارية على الأوراق المالية المقيدة بجدول سوق الأوراق المالية، وذلك تشجيعاً للتعامل فى الأوراق المالية.

و- السماح ببيع أسهم الشركات الأجنبية التي يكون مركزها الرئيسى بالخارج والتي تعمل فى سوق الأوراق المالية، وذلك كمرحلة أولى يعقبها قيد أية أسهم أجنبية أخرى، حيث يترتب على ذلك إمكان التعامل بين الأسواق المحلية والأجنبية. كذلك أتاحه الفرصة - فى مرحلة تالية - لمكاتب السمسرة الأجنبية لفتح مكاتب لها فى الدولة.

٩ - كفاءة سوق رأس المال:

إن السوق الكفاء هو السوق الذى يعكس فيه سعر الورقة المالية التى تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء فى القوائم المالية أو السجلات التاريخية، لحركة الأسهم، من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة، حيث يظهر فى السوق ما يسمى **السعر العادل للورقة المالية**، والذى يعكس القيمة المحورية لها، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة والتي بدورها تكفى لتعويض المستثمر عما ينطوى عليه الإستثمار فى الورقة المالية من مخاطر... وينطوى مفهوم الكفاءة بالشكل السابق على ضرورة توافر كافة البيانات والمعلومات المتاحة لجميع المستثمرين وفى نفس الوقت، ولكن هذا لا يعنى تماثل تقديرات المتعاملين فيما يتعلق بالمكاسب المتوقعة ومستوى المخاطرة، ذلك أن سوق الأوراق المالية يتضمن أنواعاً مختلفة من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم وخبراتهم فى تعاملات أسواق رأس المال، فهناك:

(أ) المستثمرين قليلي الخبرة، وتمثل تصرفاتهم ضغطاً سلبياً على الأسعار فى إتجاهات بعيدة عن القيم المحورية للأوراق المالية.

(ب) المستثمرين المحترفين، وهم يتمتعون بقدر عال من الخبرة، وتمثل تصرفاتهم ضغطاً إيجابياً على الأسعار فى إتجاه القيم المحورية.

ونتيجة للتفاوت فى مستويات الخبرة ودقة التحليل بين مختلف أنواع المستثمرين، يكون المتوقع وجود إنحراف بين القيم السوقية للورقة المالية والقيم المحورية لها من شأنه أن يخلق فرصاً مختلفة لبعض المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية... ويضاف

إلى ذلك أن التنافس الشديد بين المكاتب والبيوت المتخصصة في تقديم المعلومات المالية وتحليلها في التوقيت الملائم يحدث استجابة سريعة وفورية في القيم السوقية للورقة المالية لتعكس القيمة المحورية لها دون إتاحة الفرصة لبعض المستثمرين ميزة سبق في تحليل المعلومات ودراستها والإستفادة منها، وبالتالي تختفى الأرباح غير العادية لحد كبير، أى دون انعدامها، نتيجة السوق الكفاء، حيث تظل الفرصة متاحة لبعض المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية على حساب البعض الآخر، كما هو الحال عندما يكون المديرون وكبار العاملين هم حملة الأوراق المالية للمؤسسات التي يعملون فيها، وحيث يتوافر لهؤلاء قدر كبير من المعلومات والبيانات السرية التي يمكن الإستفادة منها لتحقيق أرباح غير عادية على حساب غيرهم من المستثمرين الذين لم تتح لهم تلك المعلومات والبيانات في التوقيت الملائم، ولذلك فإن غالبية التشريعات تضع العديد من القيود على مثل هذه التعاملات وتجعلها غير قانونية.

إن كفاءة سوق رأس المال تتوقف على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها، وعدالة فرص الإستفادة منها، وتكاليف الحصول عليها.. كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً.. ويستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من:

(أ) **كفاءة التسعير** (الكفاءة الخارجية) في السوق، وهي تتحقق عندما تتوافر المعلومات والبيانات الجديدة في وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون في سبيل الحصول عليها تكاليف مرتفعة مع تكافؤ فرص الحصول عليها والإستفادة منها.

(ب) **كفاءة التشغيل** (الكفاءة الداخلية) ويقصد بها قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية، ودون أن يتاح لصناع السوق فرصاً لتحقيق هامش ربح مغالى فيه.

وفي مجال كفاءة سوق رأس المال يتم التمييز بين:

(ب) **الكفاءة الاقتصادية.**

(أ) **الكفاءة الكاملة**

(أ) الكفاءة الكاملة لسوق رأس المال وتتحقق عندما تتوافر مجموعة من الشروط أهمها:

(١) عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أى كمية من الأسهم، مهما صغر حجمها، بسهولة ويسر نسبياً، مما يعنى قابلية الأوراق المالية للتجزئة.

(٢) توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة فى السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.

(٣) وجود عدد كبير جداً من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أى منهم على حركة الأسعار فى السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.

(٤) تمتع المتعاملون فى السوق بالرشد الاقتصادى، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة...

وهذه الشروط لتحقيق الكفاءة الكاملة لا تتحقق فى الواقع العملى، فهناك بعض القيود التى تضعها التشريعات والتنظيمات، وهناك تكاليف للمعاملات... إلخ وهذه تؤدي إلى حدوث إختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة المحورية لها، وهذا هو الأمر الشائع مهما بلغت درجة تقدم وتطور الأسواق المالية.

(ب) الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال، وتستند إلى فرضية السعى المستمر

للمستثمر فى تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل فى سباق مع المتعاملين الآخرين فى الحصول على البيانات والمعلومات التى تساعد على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمنى بين المعلومات الجديدة التى تصل إلى السوق وبين إنعكاس أثرها على الأسعار السوقية، وبالتالي توقع إنحراف القيمة السوقية عن القيمة المحورية للأوراق المالية لبعض الوقت... وبذلك فإنه إستناداً إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، فإن السوق الكفاء للأوراق المالية هو ذلك السوق الذى يتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق إستجابة سريعة فى أسعار الأوراق المالية للتغيرات فى نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، وبما يؤدي فى النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية.

وبصفة عامة، فإن الكفاءة في سوق رأس المال تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائدة، وإن أهم أسباب عدم كفاءة نظام المعلومات المالية تتمثل في:

(١) التأخير في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فوائدها للمتعاملين وإعتمادهم على مصادر أخرى وأسرع.

(٢) عدم كفاية المعلومات والبيانات للقيام بتحليلات وتقديرات علمية سليمة لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على إتخاذ قرارات إستثمارية رشيدة..

ونتيجة لما تقدم ذكره في (١) (٢) فإنه من المتوقع (أ) حدوث مضاربات على الأسعار مبنية على تقديرات متباينة، يترتب عليها الكثير من الآثار الاجتماعية والاقتصادية السلبية والضارة (ب) عزوف العديد من المدخرين عن توظيف أموالهم من خلال الأسواق المالية، وبالتالي صعوبة حصول المستثمرين والمنشآت على الأموال اللازمة لهم للتوسع والنمو من خلال أسواق رأس المال بتكلفة مناسبة. وفي هذا المجال تجدر الإشارة إلى ما يلي:

(١) إن برامج الخصخصة في الدول النامية يمكن أن تساهم إيجابياً في تطوير وتنمية أسواق رأس المال بصفة عامة، وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة، من خلال تأثيرها على مقومات السوق الكفاء والتي تتمثل في: عمق السوق - إتساع السوق - إستمرارية السوق - عدالة السوق - .. وسوف يتحقق التأثير على هذه المقومات من خلال التأثير على كل من: عرض الأوراق المالية في السوق - عدد وغط المتعاملين في السوق.

(٢) إن بعض المعاملات في أسواق رأس المال شكلت في مجموعها عائقاً أمام تحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية، وقيداً رئيسياً أمام إمكانية تحقيق تنمية وتطوير أسواق رأس المال مثل:

(أ) تشجيع بعض الوسطاء الماليين للعملاء على إبرام صفقات معينة دون مبررات إقتصادية قوية رغبة في تحقيق المزيد من العمولات والأرباح على حساب نقص الكفاءة في السوق.

(ب) إنتشار المبادلات الداخلية حيث يتحقق للمديرين والمستولين فى المنشآت المسجلة فى بورصة الأوراق المالية مزايا سبق فى الحصول على بعض المعلومات والبيانات الهامة عن المنشآت العاملين فيها، تسمح لهم بإتمام صفقاتهم وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين.

(ج) قيام بعض المتعاملين بإجراء بعض السيوع الصورية لبعض الأوراق المالية، بنجم عنها تعامل صورى نشط ومكثف على هذه الأصول المالية لا يقابله تعامل فعلى بنفس المستوى بهدف تضليل الأفراد بوجود تعامل نشط على بعض الأوراق المالية حتى لا تنخفض قيمتها، بل من المتوقع زيادتها، وبالتالي يحقق المتعاملون أرباحاً غير عادية على حساب آخرين تم خداعهم بمعاملات صورية وهمية... وبما لا شك فيه أن هذه المعاملات وغيرها سوف يترتب عليها العديد من الآثار السلبية على سوق رأس المال، الأمر الذى يلزم معه العمل على تجنبها من خلال نصوص قانونية فعالة تحقق الحماية والنظام للمتعاملين فى سوق الأوراق المالية مع وجود جهاز أو هيئة على درجة عالية من الكفاءة تكون لديها القدرة على مراقبة التعاملات فى الأسواق، وتطبيق القانون، وإتخاذ الإجراءات التصحيحية والحماية فى الوقت المناسب، وبما يسمح بتحقيق:

- * توفير القواعد النظامية، وعدم الإضرار العمدى بمصالح المتعاملين.
- * التأكد من سلامة ودقة وإستمرارية المعلومات والبيانات التى تنشرها الشركات المسجلة فى السوق.
- * توافر عنصر التكافؤ فى الحصول على المعلومات والبيانات المالية.
- * التأكد من سلامة موقف الوسطاء الماليين فى السوق.
- * الملاحظة والرقابة الجادة للأسعار بما يمنع المضاربة الضارة فى السوق.
- * الإبتعاد عن التعقيدات الإدارية والبيروقراطية، والتى قد تكون عامل طرد للأفراد على إقتناء الأصول المالية.

* السماح بإستحداث مؤسسات مالية جديدة (صناديق الإستثمار - شركات ترويج و ضمان الإكتتاب... إلخ) فمثل هذه المؤسسات، إذا ما أحسن تنظيمها وصياغة قوانين عملها، يمكن أن تحقق العديد من النتائج الإيجابية، ولتمثل عنصر من عناصر الكفاءة فى سوق الأوراق المالية، وإلا مثل نشاطها خطراً على الأسواق المالية، عندما تصبح لها أنشطة إحتكارية وتمارس ضغوطها على الأسعار لتحقيق مصالح خاصة على حساب الكفاءة فى السوق.

(٣) من المتوقع أن يتحول جانب كبير من الودائع الإدخارية فى المصارف الوطنية والأجنبية فى إتجاه الإستثمار المالى بصفة عامة، وإصدارات التخصيص بصفة خاصة، مما يخلق طلباً جديداً على إصدارات التخصيص يسمح بإتساع نطاق برنامج التخصيص وزيادة فعاليته.

(٤) مع تطوير وتنمية سوق الأوراق المالية سوف تتولد فرصة قوية لإمكانية إعتداد المصرف المركزى على هذا السوق فى تنفيذ سياساته التقديرية من خلال عمليات السوق المفتوحة، مما سوف يضيف بعداً جديداً فى إتجاه تطوير سوق الأوراق المالية.

(٥) تتسم أسواق رأس المال بالدول النامية بعدد من الخصائص والسمات العامة أهمها: المحدودية الشديدة، وعدم العمق، وضعف الإستجابة... إلخ مما يجعلها تبتعد عن الكفاءة بمفاهيمها المختلفة (كفاءة التسعير - كفاءة التشغيل - الكفاءة الكاملة - الكفاءة الاقتصادية) كما أن طاقاتها على إستيعاب إصدارات برامج التخصيص تكون ضعيفة ومحدودة... ويتولد عن هذه الخصائص والسمات العديد من المشاكل والصعوبات التى تحد من إمكانية تنمية وتطوير أسواق رأس المال بهذه الدول، كما أنها تحد من إمكانية تنفيذ برامج التخصيص بفاعلية وعلى نطاق واسع وبسرعة ملائمة.