

الفصل الأول

السوق المالية:

مفاهيم أساسية

obeikandi.com

تمهيد

نظرا لاعتبار السوق المالي أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، أصبح من الضروري وجود أسواق مالية كبيرة يقوم من خلالها هؤلاء بالتخصيص الكفء لمواردهم المتاحة، إضافة لكونها مصدر مهم من مصادر التمويل، نجدها تضع أمام الشركات مجالا واسعا للقيام باستراتيجيات مالية وبعمليات نمو خارجي بهدف تعظيم قيمتها السوقية، وفرض نوع من الرقابة على أدائها.

إلا أن ما سبق يقتضي توفر قدر كاف من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة حتى تتصف هذه الأخيرة بالكفاءة، إذ تتعلق مستويات السوق الكفاء بمدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات المتاحة، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية. فكفاءة الأسواق المالية تلعب دورا هاما في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها، بالإضافة الى ضمان تحقيق الدقة والشفافية في المعلومات المتاحة.

وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى سوق الأوراق المالية وموقعها ضمن السوق المالي من خلال عرض المفاهيم الأساسية للسوق المالي، تنظيم سوق الأوراق المالية في المبحث الأول. وماهية كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها، وكذا علاقتها بالمعلومات في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فيتضمن صيغ الكفاءة والطرق المستعملة لقياسها، مع عرض عوائق تطبيق نموذج السوق الكفاء والآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها ضمن السوق المالي

مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، إذ تمثل سوق الأوراق المالية إحدى أهم مكونات السوق المالي، والتي يتم من خلالها الاتصال بين عارضي وطالبي الأموال، وتعتبر أحد أهم المصادر لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستثمرة، وفرصة لتمويل القطاعات التي تعاني من عجز.

المطلب الأول: السوق المالي: مفاهيم أساسية

1- لمحة تاريخية عن تطور الأسواق المالية:

أدى التطور في الانتاج الصناعي وظهور الانتاج الواسع Mass Production إلى الحاجة لتمويل المشاريع الكبيرة، مما أدى إلى ضرورة انشاء مؤسسات مالية غير مصرفية تستطيع الوصول إلى كافة المدخرات المتاحة لدى جميع الأفراد بمختلف طبقاتهم وتوظيفها في القطاعات الانتاجية المختلفة، ومن ضمن هذه المؤسسات الأسواق المالية، حيث بدأ الأمر بتسمية السوق المالي بكلمة البورصة (Bourse)، إذ تعود هذه التسمية إلى عائلة تاجر بلجيكي يدعى بورص كان التجار يجتمعون أمام قصره ليتبادلوا الصفقات، وبعد ذلك تطور الأمر إلى إنشاء أول سوق مالي في مدينة انفرس عام 1536 ثم في مدن أوروبية أخرى مثل أمستردام، لندن وباريس.

بصورة عامة يقوم المتعاملون في الأسواق أي الطرف البائع مع الطرف المشتري بتبادل الأصول مقابل النقد، ولذلك فقد يكون السوق لتبادل الأصول الحقيقية (Real Assets Market) كالعقارات والذهب والأراضي، أو سوق تبادل الأصول المالية

(Financial Asset Market) كالأسهم والسندات والمشتقات المالية. ونتيجة للتطور الحاصل في شكل المشاريع والاتجاه نحو تأسيس شركات المساهمة بعدد كبير وتنوع القطاعات الاقتصادية، نشأت الحاجة إلى تكوين سوق لتداول الأوراق المالية المصدرة من قبل هذه الشركات إضافة إلى تطور الفوائد المالية، ودراسة أهمية تنوع هيكل تمويل الشركات بهدف تخفيض كلفة التمويل والحصول على عوائد كبيرة.

ويستعين السوق المالي بشريحة من الخبراء لتنظيم عمليات التبادل وتوفير المعلومات الدقيقة للمتعاملين في السوق ولفئة المالكين، أما الفئة الثانية العاملة في السوق فهم الوسطاء أو الوكلاء⁽¹⁾.

2- مفهوم السوق المالي:

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد، بل يكفي صناعته تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع والمشتري⁽²⁾.

كما يعرف السوق المالي بأنه الآلية التي تمكن الأطراف من القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء. ويشمل هذا التعريف المفاهيم التالية:

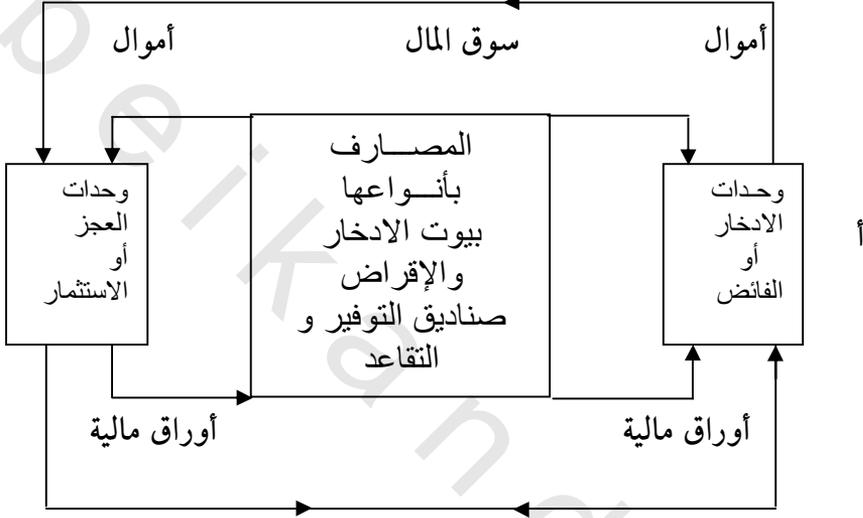
- الآلية: تمثل المجال أو الاجراءات والقواعد التي يدار على أساسها السوق المالي.

(1) دريد كامل آل شبيب، (2009): الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، الطبعة العربية، عمان، ص183.

(2) أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، (2004): الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة، عمان، ص110.

- الأطراف: هم الأفراد والمؤسسات والحكومات، سواء يمثلون وحدات الفائض أو العجز.
- اصدار وتداول: تعني وجود سوقين هما: سوق الاصدار وسوق تداول أدوات الاستثمار⁽¹⁾

شكل رقم (1): السوق المالي والمؤسسات العاملة به



المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان، 2004، ص 111.

يتضح من الشكل أن السوق المالي يقدم خدماته إلى وحدات العجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادرها بكفاءة وأقل كلفة. أما بالنسبة لوحدات الفائض فإنها تستفيد من آلية السوق لكونها الوسيلة التي تقدم خدمات ادخارية واستثمارية في آن واحد من خلال أدوات الملكية والمديونية، وتتحقق كفاءة هذه الخدمات من خلال فاعلية الوحدات العاملة في السوق، وبتوفر عنصر السيولة والمرونة للأموال المطلوبة أو المعروضة في السوق.

(1) السيد متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، ص 67.

وخلاصة القول أن السوق يقوم على ثلاث أركان أساسية هي: المقرضون، المقترضون، وفئة الوسيطاء⁽¹⁾.

3- تقسيمات السوق المالي :

حسب معيار أجل استحقاق الأصول المالية، فإنه يندرج تحت مصطلح السوق المالي كل من سوق النقد وسوق رأس المال.

3-1- سوق النقد⁽²⁾:

وهي السوق التي يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل والتي تقل آجال استحقاقها عن سنة واحدة، حيث تلتقي الوحدات ذات العجز المالي المؤقت مع الوحدات الأخرى ذات الفائض المالي المؤقت. وتتمثل الوظيفة الأساسية لسوق النقد في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات الاحتياجات المالية المختلفة من خلال أصول مالية قصيرة الأجل، ومن أمثلتها: أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، الكمبيالات، وشهادات الإيداع. وتتميز الأصول المالية المتداولة في هذه الأسواق بالسيولة المرتفعة وانخفاض درجة المخاطرة.

ولأسواق النقد درجة كبيرة من الأهمية للاقتصاد القومي، حيث أنها:

- تؤمن سيولة للنظام المصرفي بما يمكن البنوك التجارية من توظيف أموالها بشكل آمن واستعمال فائضها بشكل مؤقت، مما يساعد على الاحتفاظ باحتياطي نقدي ثابت ومنخفض.

- تساعد البنك المركزي على تحقيق الرقابة اللازمة، من خلال التأثير على كمية وأسعار الأموال السائلة، وذلك بالتدخل في هذه السوق إما بعرض الأموال أو طلبها، وفقاً للسياسة النقدية التي يقوم البنك المركزي بتنفيذها.

(1) أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، مصدر سبق ذكره، ص 111.

(2) محمد أحمد عبد النبي، (2009): الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، دار زمزم، عمان، الأردن، ص 27.

3-2- سوق رأس المال (1):

هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، وتختلف عن السوق النقدية من حيث أنها سوق احتياجات مالية طويلة الأجل في حين السوق النقدية هي سوق سيولة، لذا فإن مخاطرتها تكون أكبر من مخاطرة السوق النقدية، والمتعاملون في هذه السوق هم: الشركات، الحكومة والأفراد، والأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال تشمل استثمارات المديونية والمتمثلة في تعهدات مالية يلتزم بموجبها المقترض للأموال باعادتها في تاريخ محدد ودفع الفوائد المترتبة عليها إلى الدائنين، كما نجد أيضا استثمارات حق الملكية والتي تعبر عن حصص ملكية في الشركات التي استلمت الأموال، ويوجد نوعان: الأسهم العادية والأسهم الممتازة. ويتسم سوق رأس المال بمجموعة من الخصائص أهمها:

- يكتسب أهمية في تمويل المشروعات الانتاجية التي تحتاج أموالا تسدد على أمد طويل.
- يعتبر أكثر تنظيما من السوق النقدي نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين.
- الاستثمار في سوق رأس المال يعتبر ذو عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين فيه يتجه نحو الدخل أكثر من السيولة.
- يتطلب وجود سوق ثانوي للتداول حتى يتم تنشيط الاستثمار، ويتم توفير سيولة نقدية ملائمة للأدوات طويلة الأجل الأمر الذي يزيد من سرعة تداولها.

4- أهمية الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي:

تنبع أهمية الأسواق المالية بشكل عام من الدور الأساسي الذي تلعبه على مستوى الشركات وعلى جميع نواحي الحياة الاقتصادية، حيث يتجلى هذا الدور في:

(1) طاهر حيدر جردان، (2009): أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 32.

- تعتبر الأسواق المالية ركنا هاما من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية، فهي تسعى إلى تشجيع الادخار لدى الأفراد وتنميته وذلك من أجل تمويل الشركات التي تستثمر في مختلف القطاعات، مما يساعد على تنمية الاقتصاد الوطني وتطويره. اذ تقوم بتجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر (1).
- تلعب دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية للدولة، فبواسطته يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة، وأيضا عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا كبيرا في السوق، وبالتالي يستطيع البنك المركزي تحقيق أهداف السياسة النقدية.
- إن وجود سوق مالي فعال يوفر سيولة للأصول المالية قصيرة الأجل مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة تمويلها، ويكون ذلك سببا لزيادة الطاقة الإنتاجية مما يخلق بدوره انتعاشا وازدهارا اقتصاديا (2).
- تقوم بتمويل المشاريع الجديدة وسد الفجوة التمويلية في حالة عزوف البنك عن تمويلها (3).
- يمكن للأسواق المالية من خلال مكاتبها المتخصصة وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأوراق المالية عن طرق تحليل عوامل العرض والطلب، وبيان احتياجات هذه الشركات وتحديد أنسب الطرق لتمويلها.
- تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.
- إن التزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التداول في السوق يضمنان مناخا استثماريا يتسم بالشفافية (4).

(1) محمد يوسف ياسين، (2004): البورصة (عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ص12

(2) طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، مصدر سبق ذكره، ص29.

(3) دريد كامل آل شبيب، مصدر سبق ذكره، ص188.

(4) هوشيار معروف، (2009): الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، ص85.

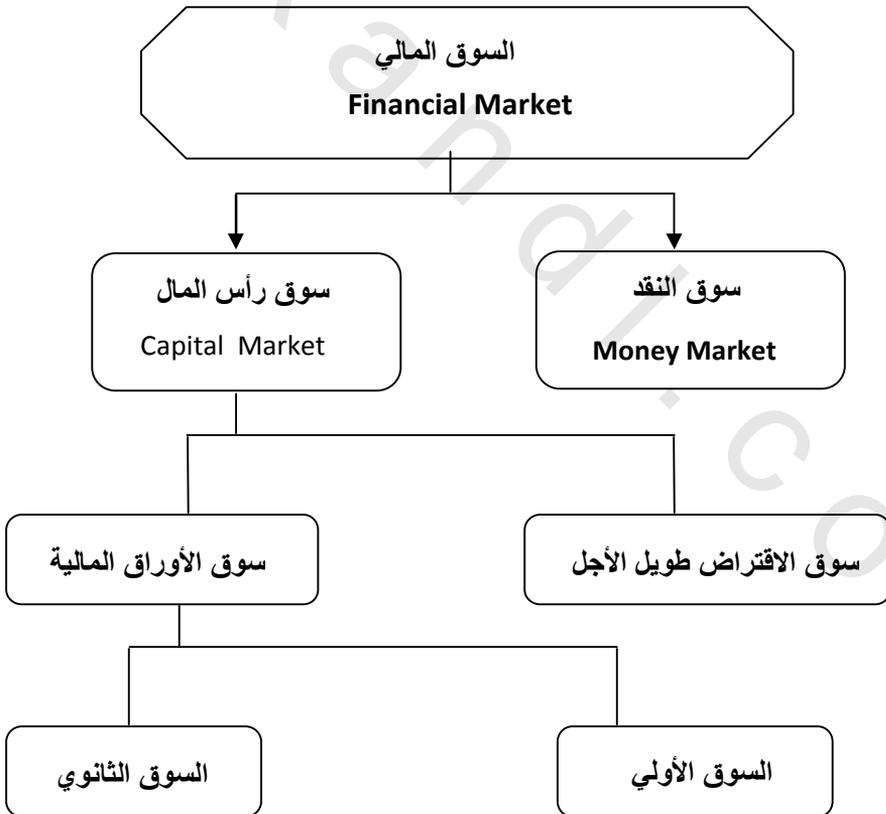
من خلال ما سبق يمكن القول أن هناك ارتباط بين النمو الاقتصادي وكفاءة النظام المالي (أسواق المال، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، البنوك... الخ)، ومنشأ هذا الارتباط يظهر مع تزايد معدلات النمو الاقتصادي، حيث يزيد كل من الادخار والاستثمار، وبالتالي تزداد الحاجة الى التحصيل الكفء لرؤوس الأموال وتنويع النشاط وتسهيل تدفق المعلومات.

المطلب الثاني: موقع سوق الأوراق المالية ضمن السوق المالي

يمكن أن نوضح موقع سوق الأوراق المالية ضمن السوق المالي من خلال الشكل

رقم (2):

شكل رقم (2): موقع سوق الأوراق المالية ضمن السوق المالي



المصدر: محمد أحمد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 28.

حسب الشكل رقم (2) فإن سوق رأس المال ينقسم إلى قسمين:

- سوق الاقتراض طويل الأجل (السوق المصرفي)

- سوق الأوراق المالية

حيث أن سوق رأس المال بالمفهوم الضيق يمكن أن نطلق عليه اسم سوق الأوراق المالية.

1- مفهوم سوق الأوراق المالية:

هي المكان الذي يتم فيه الالتقاء بين عارضي وطالبي الأموال، اذ يقوم طالبو الأموال بإصدار أوراق مالية للحصول على ما يحتاجونه من الأموال من طرف العارضين، وتتم العملية على مرحلتين، يتم بوجها تعريف سوقين هما السوق الأولي والسوق الثانوي (بورصة القيم) ⁽¹⁾.

كما يعرف سوق الأوراق المالية على أنه مكان اجتماع تجرى فيه المعاملات على الأوراق المالية في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها، وذلك عن طريق سمسارة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.

لذا يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار أنه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السمسارة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات، وتعرف بإسم سوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون للسوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات، مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو

(1) سويسسي هوارى، (2008): تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، ص114.

السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضا سوق للمنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب⁽¹⁾.

2- تقسيمات سوق الأوراق المالية:

2-1- السوق الأولي :

يطلق على السوق الأولي سوق الإصدارات، يتم التعامل فيه بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة وذلك عن طريق ما يسمى بالاكتماب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس أو إنشاء الشركات الجديدة، أو زيادة رأسمالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل، وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار⁽²⁾

ما يميز السوق الأولي أنه غير محدد بمكان معين كما أن إجراءاته لا تخضع لقانون العرض والطلب، ذلك أن المصدر الأولي للورقة المالية يحدد بنفسه السعر بناء على تقديراته الخاصة، وتتم عملية البيع في السوق الأولي بإتباع الأسلوبين التاليين⁽³⁾:

- التعامل المباشر: يتم التعامل مع المشتري مباشرة بالاعتماد على العلاقات الشخصية مع مصدري الورقة المالية .
- التعامل غير المباشر: يعتمد هذا الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يتولون مسؤولية الإصدار وتغطية الاكتماب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار، حيث يقوم المتعامل المالي بعمليات مضاربة عن طريق شراء الأوراق المالية ثم إعادة بيعها

(2) بوكساني رشيد، (2006): معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، ص44.

(1) عصام حسيني، (2008): أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، عمان، ص 18.

(2) الياس بن ساسي ويوسف قريشي، (2006): التسيير المالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص 435 .

بسعر أعلى للمستثمرين في الأوراق المالية، وذلك مع تحمل مخاطر السوق التي تحدث آثارا سلبية على قيمة الورقة المالية.

2-2- السوق الثانوي:

تعرف بأنها السوق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، أين يتم بيع الحقوق وشراؤها دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول الشركة، حيث تخضع عمليات البيع والشراء لقوانين العرض والطلب. وتتمثل الوظيفة الرئيسية للسوق الثانوية في تحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز أي القيام بوظيفة تحقيق السيولة، وهي إحدى الوظائف المهمة التي تقوم بها الأسواق المالية بالنسبة للبايع، أما بالنسبة للمشتري فتكون الوظيفة الرئيسية هي خزن القوة الشرائية عن طريق استبدال النقود بورقة مالية، ويتم التعامل في السوق الثانوية في أماكن مخصصة لذلك وهي قاعة التداول⁽¹⁾.

وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين:

2-2-1- الأسواق المنظمة:

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المدرجة، بمواعيد دورية طبقا لقواعد واجراءات تحددها لجنة السوق وبطريقة المزايدة العلنية، تتميز بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم، يدار من قبل لجنة السوق، تتكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق، والوسطاء، وعن الحكومة، تتحدد مهام المجلس بإدارة وتنظيم المتاجرة بالأوراق المالية، والاشراف على عملية الإدراج ورصد المخالفات وتخصيص منصات التداول⁽²⁾.

(1) زياد رمضان ومروان شموط، (2008): الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق، القاهرة، مصر، ص 15-16.

(2) أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مصدر سبق ذكره، ص 124 .

2-2-2- الأسواق غير المنظمة:

هي أسواق للأوراق المالية ليس لها موقع جغرافي محدد، فضلا عن تعاملها بالأوراق المالية غير المسجلة (على الرغم من قدرة أطرافها على التعامل مع الأوراق المسجلة من خلال بيوت السمسرة) ولا يوجد نظام يسجل العمولة كما هو في السوق المنظمة، بل يترك للتفاوض، تدعى معاملات الأسواق غير المنظمة بالمعاملات فوق الطاولة (Over the counter)، لتمييزها عن المعاملات في الطاولة للسوق المنظمة، وتكاد تكون هذه السوق منتشرة في الوقت الحاضر بشكل كبير بناء على ما وفرته أجهزة الحاسوب من إمكانيات الاتصال وعرض وتسجيل وخزن كبيرة لهذه السوق⁽¹⁾.

بالإضافة إلى القسمين الرئيسيين لأسواق الأوراق المالية الثانوية (المنظمة وغير المنظمة) فإنه يمكن إضافة الأقسام التالية⁽²⁾:

- الأسواق الثالثة:

وهي أسواق غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة من خلال سمسرة غير أعضاء في الأسواق الثانوية لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبيا، وتضم بيوت السمسرة والمتعاملين في الأسواق المالية المنظمة مع الاستعداد للبيع أو الشراء بأي كمية وفي أي وقت، وعادة ما تكون الصفقات بين شركات الاستثمار نفسها.

- الأسواق الرابعة:

هي أسواق أيضا غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين، وليس السمسرة، ويتم التعامل فيما بين المستثمرين على كافة الأوراق المالية، وتتميز بانخفاض التكاليف والبساطة في الإجراءات.

(1) محمود محمد داغر، (2007): الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، ص 244.

(2) فيصل محمود الشواورة، (2008): الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الاسس النظرية و العملية)، دار وائل، عمان، الأردن، ص 58.

3- الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تعتبر الأوراق المالية بمثابة السلعة التي يتم تداولها بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية، وتصدر من طرف الشركات أو الحكومة، والأوراق المالية هي عبارة عن أدوات استثمار وتمويل طويلة وقصيرة الأجل، يتم تداولها في سوق منظم خاص بها يسمى سوق الأوراق المالية، وبمعنى آخر هي أدوات الاستثمار المالي المتمثلة في صكوك أو مستندات تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقا، كما تضمن لأصحابها استرداد القيمة الأصلية للورقة المالية في نهاية مدة معينة وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت، وبصورة أخرى هي عبارة عن شهادات ملكية أو صكوك دائنة مقابل الحصول على توزيعات من الأرباح أو العوائد الثابتة أو المتغيرة⁽¹⁾.

3-1- الأسهم:

يعرف السهم على أنه جزء من رأس مال الشركة، ويعبر عن حق المساهم ممثلا بالنقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه في الربح، وعادة يكون رأس مال الشركة مقسما إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهما ويكتتب فيه دون توفر الثقة الشخصية بينهم⁽²⁾.

وتعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة على مستوى سوق الأوراق المالية، ويمكن أن نميز بين نوعين من الأسهم: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

3-2- السندات:

تمثل السندات صكوك دين مملوكها، وهي أداة تمويل مباشرة مابين وحدات العجز ووحدات الفائض، فهي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند. ويتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسجيل

(1) فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص75.

(2) هوشيار معروف، مصدر سبق ذكره، ص92.

العالية لحامله لوجود سوق للأوراق المالية، فضلا عن امكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية خلال عمليات التداول، وتحصل جهات الاصدار على الأموال من خلال طرح السندات للاكتتاب العام مباشرة أو من خلال سوق الأوراق المالية أو بواسطة مؤسسة مالية⁽¹⁾.

3-3- المشتقات المالية:

تمثل المشتقات المالية أدوات يترتب عنها لحاملها التزام أو خيار لشراء أو بيع أصل مالي، حيث أن هذه الأدوات تشتق قيمتها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون الأدوات أسهم أو سندات)، وتعد هذه المشتقات أحد أهم ملامح تطور أسواق الأوراق المالية. ولقد بدأ التعامل بهذه الأخيرة نتيجة للتقلبات التي شهدتها العديد من الأسواق، وذلك في كل من سعر الفائدة وسعر الصرف وسعر الأصول المالية، ولا يقتصر دورها في التحوط من الخطر فيما يخص الأوراق المالية فحسب وإنما يمتد إلى الأصول المالية الأخرى مثل الذهب، ونجد من أهم أنواع المشتقات المالية: الخيارات، المستقبلات، والعقود الآجلة⁽²⁾.

4- متطلبات قيام سوق الأوراق المالية⁽³⁾:

4-1- المتطلبات الضرورية لقيام سوق الأوراق المالية :

تمثل هذه المتطلبات الشروط الضرورية لقيام سوق الأوراق المالية، ومن أهم هذه المتطلبات مايلي:

- توفير الإستقرار السياسي للدولة :

وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال وذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين الأجانب، وعلى الدولة أن تؤمن لهم انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم، كما تسعى إلى تخفيض التضخم والسيطرة عليه وكذا تشجيع الاستثمار.

(3) محمود محمد داغر، مصدر سبق ذكره، ص 103.
(1) عاطف وليم أندراوس، (2006): أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، ص 22.
(2) السيد متولي عبد القادر، مصدر سبق ذكره، ص 97.

- تشجيع القطاع الخاص:

يتطلب قيام السوق المالي أن يكون اللاعب الأساس فيه هو القطاع الخاص، لتشجيع دوره في النشاط الاقتصادي، ويتحقق ذلك من خلال:

- توفر الأطر التشريعية والقانونية المناسبة التي تحفز هذا الدور.
- منح القطاع الخاص بعض المزايا الضريبية لتدعيم دوره في التنمية الاقتصادية.
- وجود عدد كاف من الشركات المساهمة.

- وجود جهاز مصرفي متكامل وتوافر بنك مركزي كفاء:

يعتبر الجهاز المصرفي ومؤسساته الدعامية الأساسية لوجود سوق مالي، وذلك بصفته الوسيط المالي الأساس الذي يعمل على تعبئة المدخرات. ويحقق للسوق المالي الحجم المناسب من المدخرات.

- وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفاءة في الدولة:

يتطلب قيام سوق مالية في دولة ما، وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفاءة في هذه الدولة مثل: شركات التأمين، الشركات المالية، بنوك الاستثمار، شركات السمسرة وشركات إدارة المخاطر، والتي تقوم بدور الوسيط بين المتعاملين في الأسواق المالية.

- القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى استثمارات:

يتحقق هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية ومتنوعة من الأدوات المالية التي تناسب رغبات جميع المستثمرين، بالإضافة إلى تنمية الوعي الاستثماري وتهيئة السبيل أمام الاستثمار في الأوراق المالية.

- توافر الشفافية وشبكة من الاتصالات.

4-2- المتطلبات الكافية لقيام سوق الأوراق المالية :

يوجد ثلاث شروط مطلوبة لقيام السوق المالي وهي أدوات السوق ممثلة بأسهم وسندات الشركات المساهمة، وأنظمة التداول القائمة على وسطاء السوق والمتعاملين فيها، ثم أنظمة التقاص والتسوية.

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

لتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية نتطرق للعناصر التالية:

- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية.
- المتعاملون.
- الأوامر.

1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية:

يشترط أن يتم التعامل في سوق الأوراق المالية داخل صالة للتعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها، مع الإلتزام بوحدات التعامل ووحدات لتغير الأسعار كلما كان ذلك ضرورياً، حيث تحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، وتتولى الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين. ويتكون نظام التشغيل في سوق الأوراق المالية مما يلي⁽¹⁾:

1-1- صالة التداول: وهو المكان المخصص للتداول.

1-2- الوسطاء المرخص لهم العمل في السوق:

وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط شركة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة. ويمثل الوسيط الفاعل الرئيسي في السوق، فهو أحد أهم العناصر التي بدونها لا يتم التعامل بالأوراق المالية، إذ يقوم بتقديم النصيحة للمستثمر ويساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، ويوضح له أفضل أوقات الشراء والبيع من خلال آرائه والرؤية المستقبلية للسوق ككل.

(1) بوكستاني رشيد، مصدر سبق ذكره، ص 49-50.

ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية تامة بما يحدث في السوق بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازناته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال أسواق الأوراق المالية.

1-3-3- طرق التداول بسوق الأوراق المالية:

يتم التوصل إلى تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين التاليتين:

1-3-3-1- طريقة المفاوضة:

وفق هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار البيع أو أسعار الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من اعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

1-3-3-2- طريقة المزايدة:

في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، هذا ويتم الاعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والاستلام الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2- المتعاملون:

يتدخل في سوق الأوراق المالية مجموعة من الأعوان الاقتصاديين، فالمتعاملون لهم وجهات نظر وأهداف مختلفة، ومن أبرز المتعاملين في هذه السوق:

2-1- عارضو رؤوس الأموال:

وهي فئة مقرضي الأموال في السوق الذي يرغبون في توظيف مدخراتهم أو فوائضهم النقدية بالإقراض المباشر أو بشراء الأوراق مقابل الحصول على أرباح أو عوائد⁽¹⁾. وتتمثل في:

- العائلات (الأفراد)

(1) فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص61.

- المستثمرين التأسيسيين: هم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة، وتقوم بتوظيف هذه المدخرات في شكل أوراق مالية، ويعتبرون كذلك من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة. ومن بين أهم المستثمرين التأسيسيين نجد صناديق الضمان الإجتماعي، صناديق التقاعد، صناديق البطالة، شركات التأمين، صناديق الودائع والضمانات، وكذا هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية كشركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت، وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير.
- المتعاملون الآخرون وأهمهم الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات والبنوك⁽¹⁾.

2-2- طالبو رؤوس الأموال:

- هم أولئك الذين لديهم نقص في السيولة لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم، اذ يتمثل أبرزهم في سوق الأوراق المالية في⁽²⁾:
- الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية، وذلك من خلال بيع سنداتها مباشرة في سوق الأوراق المالية، وتتميز هذه الطريقة بالسهولة إضافة إلى أنها تتيح للدولة بيع سنداتها في الغالب. كما أن الدولة لا تلجأ إلى طرح كل السندات المصدرة دفعة واحدة للبيع بل على دفعات على نحو لا يزيد من عرضها بشكل كبير فينجم عنه انخفاض في قيمتها.
- مؤسسات القرض وغالبا ما تتكون هذه المؤسسات من البنك المركزي والبنوك التجارية، وذلك من خلال اصدار السندات والقيام ببيعها بغية الحصول على السيولة اللازمة لتمويل خزيتها.
- المؤسسات الخاصة والمختلطة، اذ تقوم هذه الشركات بطلب الزيادة في رأسمالها الدائم بإصدار سندات أو أسهم حسب أسلوب التمويل المقترح.

(1) محمد براق، (1990): بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، ص13.

(2) محمد براق، المصدر نفسه، ص15.

بالإضافة للعارضين والطلابين يوجد الوسطاء، وهم صناع السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:

- السماسرة ووكلاء التبادل.
- صناديق الاستثمار.
- المحكمون والمراقبون: يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء السوق والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

3- الأوامر:

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في السوق، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، فكل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر⁽¹⁾. وتوجد عدة أنواع من أوامر التعامل في سوق الأوراق المالية التي يصدرها المستثمر للسمسار، وهذه الأوامر تختلف باختلاف هدف المستثمر وتوقعاته للأسعار، وبالتالي تتوقف كفاءة وفعالية تلك الأوامر على مدى صحة التوقعات، نذكر منها:

3-1- أوامر السوق:

يقوم المتعامل بإعطاء أمر للسمسار ببيع أو شراء مقدار محدد من الأوراق المالية بالسعر السائد في السوق ويعتبر من الأوامر الأكثر استخداما وأسرعها تنفيذا. ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر سرعة وضمن التنفيذ، أما من أهم عيوبه أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند إخطاره به، كما عليه قبول

1- شمعون شمعون، (1999): البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، ص 65.

السعر السائد في السوق. غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية قد لا يكون لهذه العيوب وزن كبير لدى المستثمر، لأن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة، إلا أنه في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب فإن التغيرات تكون كبيرة، مما يلحق خسائر للمستثمر الذي يستخدم هذا النوع من الأوامر⁽¹⁾.

3-2- الأوامر المحددة:

يطلب العميل من السمسار أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية بسعر محدد، فلا يتم تنفيذ الأمر إلا إذا تحقق هذا الشرط، ومن مساوئه أنه قد لا تتاح الفرصة لتنفيذ هذا الأمر بالرغم من الفوارق السعرية القليلة بين السعر المحدد والسعر السوقي، ويمكن أن يكون هذا الأمر يوميا أي يتم التعامل به خلال يوم واحد أو لعدة أيام، ويبطل هذا الأمر إذا لم يتم تنفيذه في الوقت المحدد، أو أن يكون الأمر ساري المفعول وغير محدود حتى يتم إلغائه.

3-3- أوامر الإيقاف:

يتلقى السمسار من العميل تعليمات لبيع أوراق مالية عندما ينخفض سعرها عن حد معين، وهذا للحد من الخسائر في الأرباح أو الحد من الخسائر الرأسمالية، ويختلف عن الأمر المحدد من ناحية أنه يتضمن التنفيذ عند حد معين يمكن أن يتعداه السعر صعودا أو نزولا، أما السعر المحدد فلا ينفذ إلا عند سعر معين⁽²⁾.

1- منير ابراهيم هندي، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الاسكندرية، مصر، ص95.

2- بن امر بن حاسين، (2013): فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، ص ص 45، 46.

3-4- الأوامر المرتبطة بشرط:

يطلب صاحب الأمر من السمسار أن يشتري أوراقا مالية معينة بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يجدها له مسبقا، والعكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ أي أن لا تتجاوز الصفقة المعقودة قيمة المبلغ المعين مسبقا من قبل العميل⁽¹⁾.

المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

لقد أثارت فكرة كفاءة الأسواق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، ويمثل محتواها التجريبي معالجة لدور المعلومات في تحقيق الكفاءة لسوق الأوراق المالية، فهي ترى أن جميع المعلومات المتاحة تعد أساسا في تسعير الأوراق المالية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، ولأن المستثمرين يبحثون عن المعلومات نفسها فإن سعر السوق الجاري لأي أصل مالي يعكس المعلومات التي استخدمها المستثمرون للتقييم، وبالتالي لا يتوقع أن يحقق أحد المستفيدين من المعلومات عوائد استثنائية. فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

يعتبر أول من جاء بفكرة كفاءة سوق الأوراق المالية هو الرياضي الفرنسي Louis Bachelier سنة 1900، حيث أظهر في نظريته "نظرية المضاربة" أنه في سوق الأوراق المالية لا يمكن للبائعين أو المشترين أن يحققوا أرباحا منتظمة، وأن الأسعار تتبع نموذج من الحركة العشوائية، وفي سنة 1965 أظهر الاقتصادي الشهير بول

1- شمعون شمعون، مصدر سبق ذكره، ص48.

سامويلسون Paul Samuelson في مقاله أن الأسعار المتوقعة بشكل صحيح تتقلب بشكل عشوائي (1).

ولتوضيح هذا المصطلح حاول العديد من الباحثين صياغة تعاريف لكفاءة سوق الأوراق المالية، ومن بين هؤلاء Francis, Beaver, Jensen و Eugene Fama، هذا الأخير طرح مفهوما اتصف بالبساطة والوضوح، حيث يرى أن السوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه الأسعار بصورة دائمة وكاملة كل المعلومات المتاحة (2).

ويرى Beaver أن السوق يكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات، إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام معرفة كاملة³.

أما Jensen فيرى أن السوق الكفاء تعكس فيه الأسعار المعلومات إلى الحد الذي تتعادل فيه الأرباح الإضافية (غير العادية) الناتجة عن استغلال المعلومات مع التكاليف الإضافية الناتجة عن استخدام هذه المعلومات، فهذا التعريف يأخذ بعين الاعتبار تكاليف المعاملات والنشاط⁴.

ففي السوق الكفاء يعكس سعر السهم كافة المعلومات المتاحة عنه سواء تمثلت تلك المعلومات بالقوائم المالية أو بمعلومات تبثها وسائل الإعلام أو بالسجل التاريخي لسعر السهم، أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة، أو غيرها من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. لذا فإنه في ظل السوق

1 - Michel Albouy, (2005) : Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ?, Revue française de gestion, n° 157, Lavoisier, p170.

2- Eugene Fama , (1970) :Efficient capital market : A review of theory and empirical work, the journal of Finance, vol.25, No,2, New York, p 384 .

3- محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى وآخرون، (2007): الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، ص83.

4 - Michel Albouy, op cit, p170.

الكفاءة تكون القيمة السوقية للسهم عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية، والتي يتولد عنها عائد يعوض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار من مخاطر¹.

وبالتالي يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الكفاء هو السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في الأسعار للمعلومات المتاحة، فيصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نظرا لتوفر المعلومات وانتشارها بسرعة بينهم.

2- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية: في السوق الكفاء يميز بين نوعين من الكفاءة:

2-1- الكفاءة الكاملة:

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يحدث تغيير فوري في السعر. ويعني ذلك أيضا عدم وجود فواصل زمنية بين حصول مستثمر وآخر على المعلومات الجديدة، ومن ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة لا يتاح لغيره².

ولكي يسمى مفهوم كفاءة السوق "بالكفاءة الكاملة"، يقتضي توفر الشروط التالية³:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأسهم دون شروط وبسهولة.

1- شفييري نوري موسى ووليد أحمد صافي، (2009): قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 19، ص 14.

2 - محمد الصيرفي، (2007): البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ص31.

3 - عصام حسين، مصدر سبق ذكره، ص32.

- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة وراء استغلال ثرواتهم.

بيد أنه في الواقع العملي قد تغيب شروط السوق الكاملة، إذ قد لا تتاح المعلومات بدون تكلفة فضلا على أنها قد لا تتاح بشكل متماثل بين الأطراف العاملة في السوق، الأمر الذي قد يعطي الأسبقية لبعض المستثمرين على البعض الآخر، وفي الواقع توجد تكاليف للمعاملات، كما توجد ضرائب تؤثر على تعاملات السوق، وقد تقف حائلا أمام اتمام المعاملات، ومن ناحية أخرى تتصف العديد من الأسواق العالمية بسيطرة عدد محدود من الشركات بشكل يمكنها من التأثير على الأسعار¹.

2-2- الكفاءة الاقتصادية:

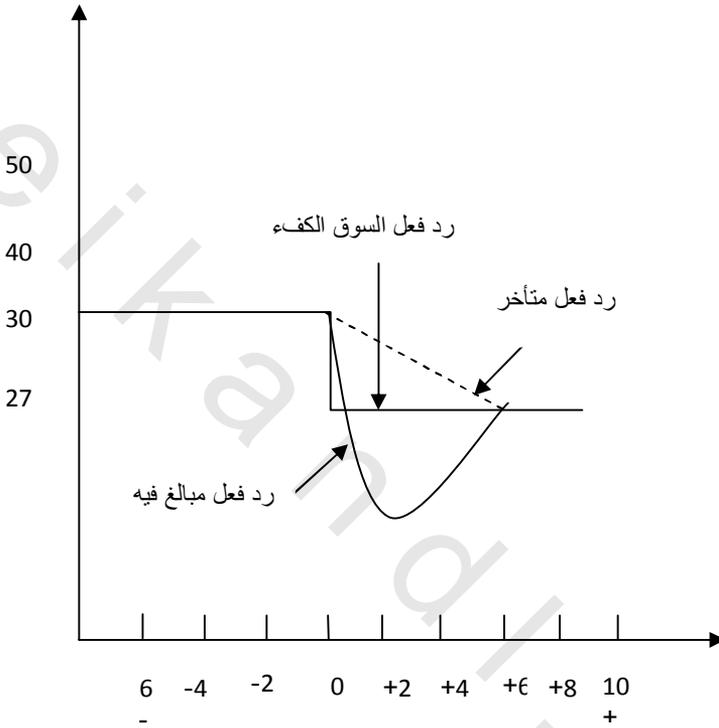
يفترض في الكفاءة الاقتصادية للسوق أن المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة من خلال الحصول على المعلومات التي تساعد في تحقيق هذا الهدف، إذ يتوقع مرور بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وانعكاسها على الأسعار، و يعني ذلك أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت، تتكفل بعدها قوى السوق بإعادة التوازن². والشكل رقم (3) يعكس مفهوم الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، ويصور حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات، حيث يمثل المنحنى والخط المتقطع ردود أفعال المستثمرين تجاه المعلومات الجيدة وغير الجيدة. حيث يتضح أنه في اليوم الذي تصل فيه معلومات جيدة إلى السوق بشأن الشركة المصدرة للسهم، وقدرت القيمة الحقيقية للسهم بـ33 دينار، فإذا كان السوق كفاء بشكل كامل فإن سعر السهم سيرتفع من 30 إلى 33 دينار فوراً في اليوم (0)،

1 - عاطف وليم أندراوس، مصدر سبق ذكره، ص151.

2 - عاطف وليم أندراوس، المصدر نفسه، ص152.

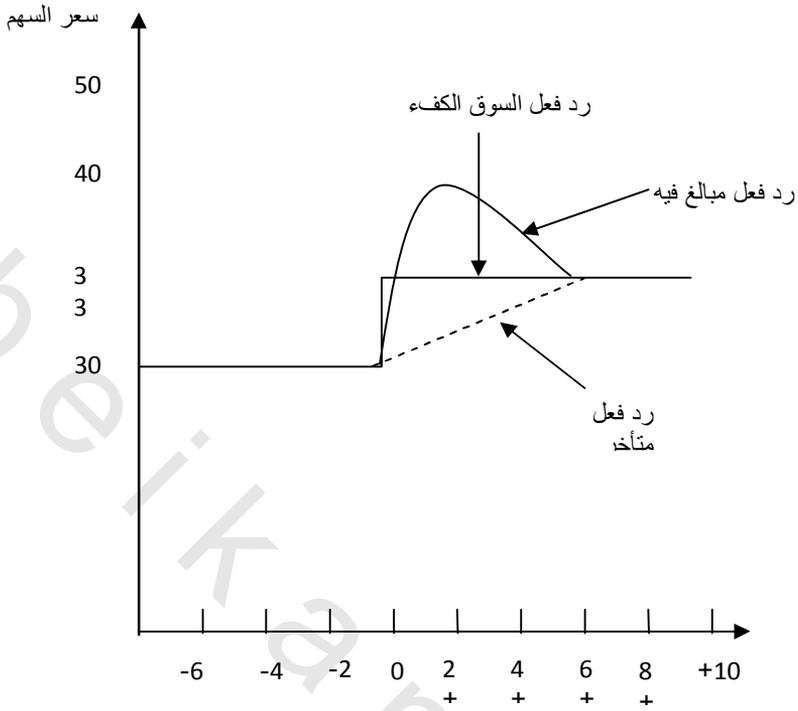
أما في ظل الكفاءة الاقتصادية، فإن المعلومات تحتاج إلى وقت لتحليلها وتفسيرها بهدف تسعير السهم، هذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق ووصولها إلى أن يرتفع السعر إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية⁽¹⁾

الشكل رقم (3): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



الأيام قبل وبعد وصول المعلومات غير الجيدة

1- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مصدر سبق ذكره، ص 136.



الأيام قبل وبعد وصول المعلومات الجيدة

المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)،
2004، ص 137.

3- الفرق بين السوق الكفاء والسوق غير الكفاء:

يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية وتنفيذ صفقات البيع والشراء بالدرجة الأولى على البيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركة التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية، لأن المتعامل بالأوراق المالية لا يقوم بتنفيذ عمليات الشراء من خلال الزيارات الميدانية للشركات المصدرة للأسهم والوقوف على أعمالها وطبيعة أنشطتها، وإنما يعتمد على تحليل البيانات والمعلومات بصورة أساسية لكي يتخذ القرار، إذ أن عدم توفر البيانات والمعلومات بالدقة المطلوبة، أو عدم تكافؤ فرص الحصول عليها سيؤثر تأثيراً كبيراً على قرارات المستثمرين عند شراء الأوراق المالية. لذا فإن كفاءة السوق تعني استجابة الأسعار بسرعة وبدون تحيز للبيانات والمعلومات المتاحة للمتعاملين. أما عدم الكفاءة فتعني أن لا تستجيب الأسعار على وجه السرعة للمعلومات الجديدة وامتلاك قسم من المستثمرين لبعض المعلومات عن الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق وحجبها عن المستثمرين الآخرين، وهذه الفجوة تؤدي إلى آثار تنعكس بدورها على مقدار الأرباح وتفسح المجال لتحقيق أرباح غير عادلة فيه.

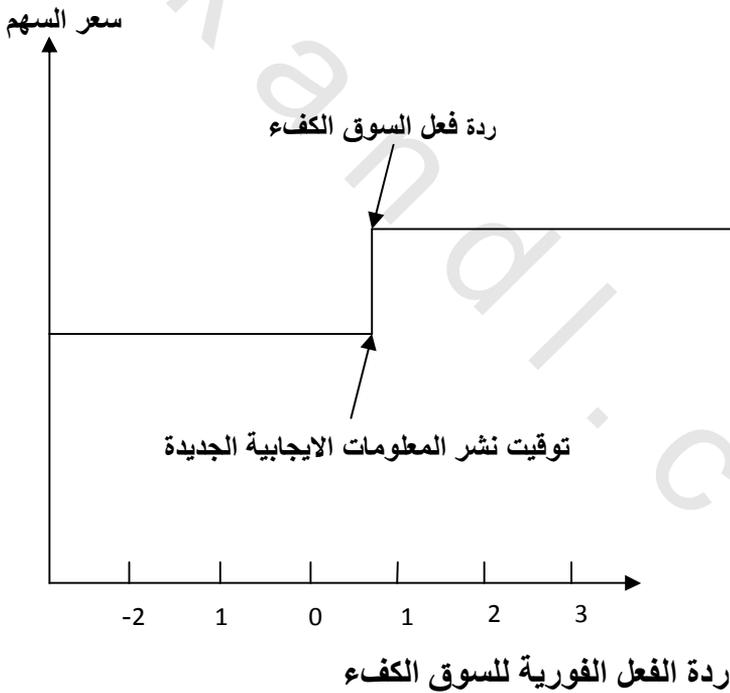
من خلال ما سبق نستنتج أن عدم كفاءة سوق الأوراق المالية تعود إلى عدة أسباب أهمها:

- عدم دقة البيانات والمعلومات المنشورة في السوق المالي وتأخير نشرها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين، وأن عدم الإفصاح عن بعض المتغيرات الأساسية يؤثر على اتخاذ القرارات الصائبة.
- تشجيع وتحفيز بعض الوسطاء لعملائهم على تنفيذ صفقات بيع وشراء الأوراق المالية دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى ومحاولة تفعيل المضاربات القائمة على التقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق، ويترتب عليه

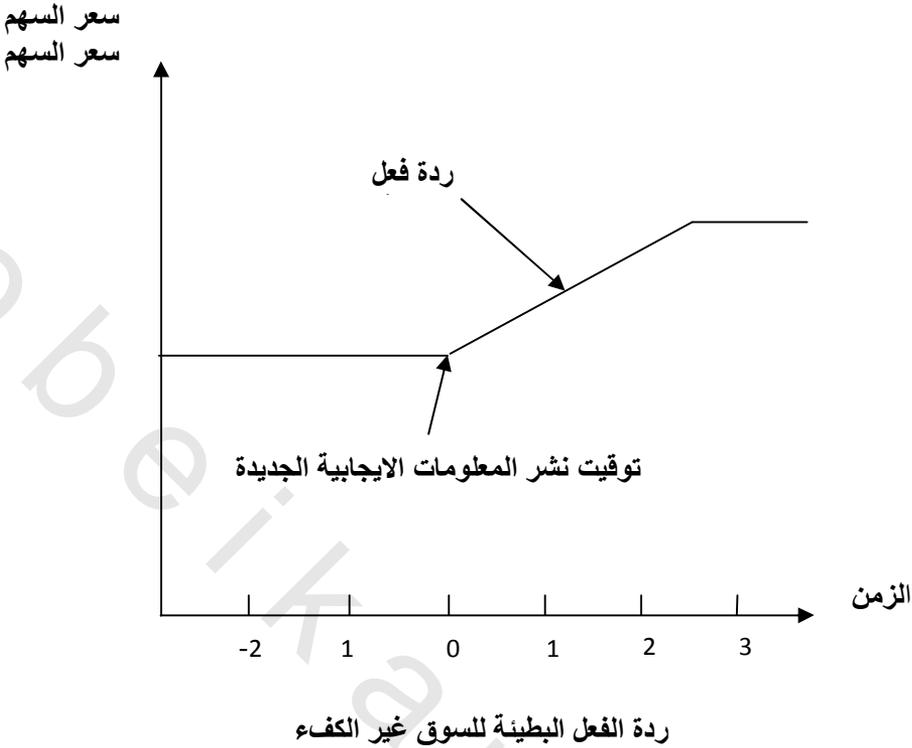
أيضا آثار اقتصادية واجتماعية تنعكس على سمعة السوق بل أحيانا على اقتصاد البلد ككل.

- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في السوق المالي مما يؤدي إلى تخفيض حجم التداول بيعا وشراء والتأثير على سيولة السوق.
- انتشار ظاهرة المبادلات الداخلية، أي استفادة المدراء والتنفيذيين في بعض الشركات من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية¹. ويوضح الشكل (4) الفرق بين السوق الكفاء والسوق غير الكفاء:

الشكل رقم (4): ردة فعل السوق المالي اتجاه المعلومات المنشورة



1- دريد كامل آل شبيب، مصدر سبق ذكره، ص 202-205.



Source: Michèle Mollet, Georges Langlois, Finance d'entreprise : manuel et applications, 2010/2011, P76.

من الشكل نلاحظ أنه في ظل السوق الكفاء، سعر السهم يعكس بشكل فوري المعلومات المنشورة الجديدة ولا يمكن لأي شخص أن يغتنم الفرصة للقيام بالمضاربة وتحقيق أرباح. أما في ظل السوق غير الكفاء، فإن سعر السهم يأخذ بعض الوقت لكي يصل الى سعر التوازن الجديد حيث أن المضاربين سوف يستغلون هذا الوقت لتحقيق أرباح¹.

1 - Michèle Mollet, Georges Langlois, Finance d'entreprise : manuel et applications, Edition Foucher, 4e édition, 2010/2011, P76.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه السمات التالية:

- الكفاءة الداخلية.
- الكفاءة الخارجية.
- عدالة السوق.
- درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين.

1- الكفاءة الداخلية:

وهي الكفاءة ذات العلاقة بالنواحي التشغيلية (التنظيمية) في السوق، لذلك يطلق عليها مصطلح الكفاءة التشغيلية، وتمثل في تحقيق النتائج أو إنجاز العمل بأقل ما يمكن من الجهد والوقت والتكاليف، وتعرف على أنها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه¹. والكفاءة الداخلية لها علاقة طردية مع سرعة تنفيذ العمليات وعكسية مع تكاليف تنفيذها من رسوم وعمولات وضرائب، فكلما ازدادت سرعة التنفيذ وانخفضت تكاليفه كانت السوق أكفأ داخليا². ويجدر الإشارة إلى أنه ثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات، أهمها:

- السماح للشركات أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي يؤدي الى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين، ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه. وقد استخدم هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية حيث صدر تشريع في أول مايو 1975 سمح بموجبه للشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي أسهم في تقوية

1- شوقي بورقية، (2010): دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 10)، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص138.
2- زياد رمضان، مروان شموط، مصدر سبق ذكره، ص 197.

المنافسة بين صناعات السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه مقابل خلق سوق للأوراق المالية.

- جعل عمولة الشراء محل للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط التداول في السوق.

- القرارات التي تتخذها الإدارة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين العرض والطلب¹.

2- الكفاءة الخارجية:

يطلق على الكفاءة الخارجية كفاءة التسعير، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف عالية، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات².

وسواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالماضي أو الحاضر (تتوفر في وقت التقييم)، فإن سعر الأصل المالي في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمته الحقيقية. ومن هذا المنطلق يطلق بعض المفكرين في مجال الفكر المالي مصطلح الكفاءة التخصيصية لهذا المطلب من متطلبات الكفاءة، لأنه انطلاقاً من القيمة الحقيقية يتمكن السوق من توجيه الموارد للمجالات الأكثر ربحية، باعتبار أن القيمة الحقيقية للورقة المالية تعطي صورة عادلة لقيمة الشركة المصدرة لها³.

إن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتين مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها:

- أن يسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتعاملين ولهم حرية الدخول والخروج منه، وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.

1 - عاطف وليم أندراوس، مصدر سبق ذكره، ص 156.

2 - عبد الغفار حنفي، (2003): بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، ص 188.

3- شوقي بوقرقة، مصدر سبق ذكره، ص 138.

- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب.
- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة الى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل، والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ "حركة الأسعار اليومية" الصادرة عن البورصة.
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات.
- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية هيئة تعرف بـ "هيئة أو لجنة ادارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية، وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع القوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين¹.

3- عدالة السوق:

تعني اتاحة فرصة متساوية لجميع المتعاملين في السوق، سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية على نشر المعلومات واتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة، فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى ايقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل اعطاء فرص متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها².

1 - مفتاح صالح ومعارفي فريدة، (2010/2009): متطلبات كفاءة سوق رأس المال (دراسة لواقع الأسواق العربية سبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث (عدد 07)، جامعة ورقلة، ص 186.

2- بن عمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، (2012): كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة السعودية، عمان، تونس، المغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية (العدد 02)، جامعة ورقلة، ص 237.

4- درجة الأمان و الانضباط بين المتعاملين:

يقصد بها ضرورة توفر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، ومن أمثلتها: مخاطر الغش وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها البعض ، إضافة إلى مخاطر افلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم بالأوراق المالية¹.

المطلب الثالث: علاقة المعلومات بكفاءة سوق الأوراق المالية

تعتمد كفاءة سوق الأوراق المالية بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة، حيث تعد هذه الأخيرة مادة القرار فإذا كانت عملية الإنتاج تتطلب المواد الأولية فإن مادة اتخاذ القرار هي البيانات والمعلومات التي يتحصل عليها متخذ القرار، ويتوقف القرار على مدى صحة المعلومات وتخزينها ووصولها في الأوقات المناسبة إلى مراكز اتخاذ القرار، ونظام المعلومات له علاقة ترابطية مع كفاءة سوق الأوراق المالية.

1- كفاءة سوق الأوراق المالية ونظام المعلومات:

في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر. مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة ومن ثم يتم تجميعها وتحليلها للاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة. والمعلومة تمثل مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد، وتتصف بالدقة، الملاءمة، وتوفرها في الوقت

1 - ضياء مجيد، (2003): البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، ص13.

المناسب، والشمول، والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي".

أما نظام المعلومات فيعرف على أنه "مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفء أو التصرف الأحسن في وقت معين"، ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية، فالمعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل¹.

لذلك واستناداً إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن القول أن :

- كفاءة السوق تقاس بالنسبة لهيكل معلومات معين ولا تعبر عن مفهوم مطلق، وإنما الكفاءة في الواقع مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن أو لا يمكن استخدامها للتنبؤ بالأسعار.
- أن العلاقة بين المعلومات وبين أسعار الأوراق المالية - وهو ما يعرف بمفهوم كفاءة السوق- تؤثر على طلب المستثمر على المعلومات كما تؤثر على سلوك المستثمر نفسه. فإذا شعر المستثمر أن السوق كفء سوف يلجأ إلى اتباع استراتيجية بسيطة لتشكيل محفظة الأوراق المالية وبالتالي سوف يقل طلبه على المعلومات، أما في حالة شعوره بعدم الكفاءة فقد يدفعه ذلك إلى البحث عن المعلومات وتحليلها أو الاستعانة بالآخرين (الوسطاء والمحللين الماليين)، وذلك في محاولة لتحقيق عوائد غير عادية.
- أن الهدف من دراسة كافة البيانات والمعلومات الخاصة بالسوق المالي هو التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعري، وذلك على أمل تحقيق إيرادات غير عادية كنتيجة لاختلاف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية، وسوف يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية فيرتفع

1- مفتاح صالح ومعارفي فريدة، مصدر سبق ذكره، ص183.

سعرها، وانخفاض الطلب على الأسهم المسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية وبالتالي تتجه الأسعار نحو التوازن.

معنى ذلك أن التحليل المالي يعد وسيلة هامة لتحقيق الكفاءة لأن أسعار جميع الأسهم لا تعكس القيم الحقيقية في جميع الأوقات، وبالتالي سوف تظهر من وقت لآخر فرص للاستفادة من تحليل المعلومات. ومع مرور الوقت وتزايد المعاملات سوف تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من قيمتها الحقيقية، وذلك بفضل التحليل المالي الذي يساعد على تقديم المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الرشيدة التي تساهم في النهاية في تخفيض التباين بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية¹.

2- دور المعلومات في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية:

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توفر المعلومات والبيانات وشفافيتها للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، حيث تلعب المعلومات دورا هاما في أسواق المال، فهي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص سوق الأوراق المالية الكفاءة أن يعكس أسعار توازن الأسهم، وهي الأسعار التي تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به، ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين وعلى فهم وتحليل وتفسير هذه المعلومات.

لذلك يمكن القول بأن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق المالي على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها، لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء

1- محمد صالح الحناوي، (2008): تحليل وتقييم الأسهم، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 134-136.

المعلومات المنشورة. أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق المالي من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه زيادة حجم السوق، وزيادة المتعاملين وزيادة حجم التعامل، ويؤدي ذلك في النهاية إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، حيث أن الأسواق المالية التي تتميز بالكفاءة تساعد على رفع كفاءة مشروعات الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية¹.

وتشير المعلومات والبيانات المرتبطة بالسوق إلى هيكل متكامل أو نظام شامل للمعلومات يشمل التقارير الصحفية المتخصصة والإصدارات الخاصة بالصناعة والاقتصاد ككل وتنبؤات المحللين الماليين، لذلك فإن التقارير المالية التي تنشرها الشركات ليست هي المصدر الوحيد للمعلومات.

أما في الدول النامية فإن التقارير المالية والقوائم الختامية والميزانيات تمثل المصدر الرئيسي للحكم على الشركات وتقدير قيمة أسهمها تمهيدا للتعامل بها سواء شراء أو بيعا، لذلك يقع على إدارة المشروع عبء إعداد الحسابات للشركات والإفصاح عن المعلومات الملائمة والتي يمكن الاعتماد عليها بدرجة ثقة عالية واستخدامها للحكم على درجة نجاح المشروع في استغلال الموارد المتاحة الاستغلال الأمثل، كما يمكن استخدامها أيضا كمؤشر للأداء في المستقبل، أي أن توفير المعلومات الملائمة لجميع المتعاملين في السوق المالي يعتبر من العوامل الأساسية لنجاح إدارة المشروع في التعامل مع السوق.

وخلاصة ما سبق أن الكفاءة في سوق الأوراق المالية سوف تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالي السائد، حيث أن نجاح السوق يتوقف على الآتي:

1 - M.Angels de frutos, Carolina Manzano, Trade disclosure and price dispersion, Journal of finance Markets, Volume 8, May 2005, p 203.

- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق وهو ما يعرف بمقياس الإفصاح العام، الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية ويمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- توافر المعلومات التي تعكس المركز المالي للشركات التي تتداول أسهمها في السوق المالي بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي لها.
- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة الخطر المرتبطة بها لكي تلي احتياجات المستثمرين¹.

3- أثر عدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية:

إن عدم تكافؤ الفرص في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر تأثيراً سلبياً على قرارات المستثمرين من ناحية وعلى كفاءة السوق المالي من ناحية أخرى، أي أن عدم تماثل المعلومات مثل امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يملكها الآخرون (مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية) يمكن أن يؤدي إلى آثار سلبية عديدة، فإذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة سوف يجمعون عن التعامل بها، وبالتالي ينخفض حجم العمليات في السوق ويتناقص حجمه نتيجة لتناقص عدد الأوراق المالية المباعة والمشتراة في فترة زمنية معينة. بالإضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في السوق المالي يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي أن توفر المعلومات بشكل غير عادل سوف يحول السوق المالي إلى سوق للمضاربة الغوغائية وهي مضاربة غير علمية تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفء

1 - محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى وآخرون، مصدر سبق ذكره، ص90.

للموارد المتاحة¹. وهذا لا يعني أن فئة المحللين يحققون أرباح عالية بطرق غير قانونية، وإنما هي نتاج الخبرة والدراسة والتحليل الاستثماري الدقيق.

كما سبق نستخلص أن عدم كفاءة نظام المعلومات لأي سبب من الأسباب سوف يؤدي إلى عدم التكافؤ بين المتعاملين في السوق في الحصول على المعلومات والاستفادة منها والذي سيؤدي إلى إضعاف كفاءة السوق، فالعمل على نشر البيانات والمعلومات في الوقت غير المناسب سوف يؤدي بدوره إلى عدم كفاءة نظام المعلومات، وهنا قد تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات وتحقيق البعض لعوائد غير عادية.

وبالتالي يمكن القول أن غياب الشفافية في نشر المعلومات سيقبل من جودة المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة، وبالتالي لا يمكن للمستثمرين اتخاذ قرارات رشيدة، أي أن نظام المعلومات غير الكفء يجعل سوق الأوراق المالية غير كفء مما يؤدي إلى انصراف المدخرين عن توظيف أموالهم، وتجذب الشركات صعوبات عديدة في الحصول على التمويل المناسب في هذا السوق.

المبحث الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية وطرق قياسها

ترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية أساسا بتوفر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق، حيث تتعلق فروض السوق الكفء بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة، لذلك قام (Fama1970) بتصنيف هذه المعلومات عند دراسته وترتيبه لمستويات قوة كفاءة سوق الأوراق المالية، كمايلي:²

1 - M.Angels de frutos, Carolina Manzano, op. Cit. p 191-192.

2- هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مصدر سبق ذكره، ص 141.

- المعلومات التاريخية عن الورقة المالية والشركة المصدرة لها؛ التي تتعلق بالماضي وتكون في متناول الجميع، مثل تقارير مجلس الإدارة، سلسلة تطور أسعار وعوائد أسهم تلك الشركات في فترات سابقة، وبصفة عامة عن الشركة في الماضي.
- المعلومات الحالية العامة؛ وتتمثل في تلك المعلومات المستقاة من القوائم والتقارير المالية التي تنشرها وتفصح عنها الشركة في الوقت الحالي، وطبيعة هذا النوع من المعلومات متاح لجميع المتعاملين في السوق.
- المعلومات الخاصة (المميزة)؛ ويمثل هذا النوع من المعلومات جميع أنواع التقارير والبيانات المرتبطة بالنشاط الداخلي للشركة التي تعد لأغراض التسيير وليست لأغراض النشر، حيث نجدها تتوفر لبعض الأفراد المستثمرين نتيجة تسريبات تصلهم من مسيري الشركة، أو قد يكون هؤلاء المستثمرين أعضاء إدارة داخل الشركة، أو أقرباؤهم أو المكاتب الكبرى للتحليل المالي والاستشارة في مجال الاستثمارات المالية.

المطلب الأول: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

1- الصيغة الضعيفة Weak form :

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن سعر السهم في الماضي بالكامل، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم. ولقد استخدمت الدراسات الميدانية مداخل مختلفة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل : سلاسل الارتباط و قواعد التصفية، وكان الهدف من استخدام هذه النماذج الإحصائية هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار مثل دراسات (Roll 1982 ; Reinganum 1983). ولقد توصلت هذه الدراسات إلى تأكيد فرض السوق الكفاء من الشكل الضعيف، مما يعني رفض الفكرة التي تقوم عليها

مدرسة التحليل الفني، والتي ترى أنه يمكن دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية بهدف التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل¹.

ويعنى آخر فإن السعر يتحدد كل يوم بيومه ولا دور لعنصر التنبؤ بالأسعار وأن هذه الأخيرة تسير بصورة عشوائية دون وجود مسار محدد لها، ولا يمكن للمستثمر أن يبني أرباح عالية اعتمادا على المعلومات التاريخية من خلال دراسة وتحليل اتجاهات الأسعار الماضية، وأن فرصة المستثمر في الحصول على الأرباح تكون بإحدى الطريقتين التاليتين :

- حصوله على معلومات خاصة غير منشورة وغير متاحة للمستثمرين الآخرين.
- تحليل البيانات المالية العامة المتاحة عن الشركة بكفاءة وخبرة تفوق كفاءة وخبرة المستثمرين الآخرين، وهنا يفسح المجال لعمل الخبراء والمستشارين الماليين، لأنهم أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات والاستفادة منها عند اتخاذ القرار وبالتالي تحقيق أرباح أكثر من غيرهم.

2- الصيغة شبه القوية Semi-strong form:

تفترض هذه الصيغة بأن الأسعار الحالية للورقة المالية المتداولة لا تعكس فقط المعلومات التاريخية لأسعار هذه الورقة بل تعكس أيضا كافة المعلومات العامة المنشورة². وتتعلق هذه المعلومات بالاقتصاد الوطني أو بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة أو بالشركة نفسها، وخاصة ما يتعلق بالتقارير السنوية والبيانات المنشورة في القوائم المالية (الميزانية، جدول حساب النتائج، وقائمة التدفقات النقدية)، إن هذا المستوى يعني استجابة أسعار الأوراق المالية لما يتاح من معلومات في السوق المالي، بحيث لا يستطيع المستثمر أو المحلل المالي التنبؤ بسعر الأوراق المالية في السوق

1- محمد صالح الحناوي، (2008): تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص 128

2- Michele Mollet, Georges Langlois, Finance d'entreprise : Manuel et application, Edition Foucher, 4eme édition, 2010, p 76.

مستقبلا، وكلما ارتفعت استجابة السوق لهذه المعلومات فإن ذلك دليل على ارتفاع كفاءة السوق بالمستوى شبه القوي¹.

تظهر أهمية الصيغة شبه القوية للكفاءة في أن من بين المعلومات التي تستجيب لها السوق تلك الناتجة عن مخرجات نظام المعلومات المحاسبي المزود الأساسي لعمليات تقييم الأسهم، والتي من بينها تلك المنطلقة من مدخل التحليل الأساسي الذي بموجبه عند هذا المستوى من الكفاءة يتم تحديد القيمة الحقيقية للسهم - عند دخول المعلومات للسوق - لجميع المتعاملين (تمائل المعلومات)، والتي على ضوءها يتم اتخاذ القرار وانعكاسها في سعر التوازن العادل، دون أن يفيد استعمال هذا التحليل في تحقيق أرباح غير عادية لمستثمر على حساب آخرين لم يستعملوا التحليل الأساسي².

كما سبق يمكن القول أنه في هذا المستوى لا يمكن تحقيق أرباح استثنائية من خلال دراسة وتحليل البيانات والمعلومات المتاحة، لأن هذه البيانات معكوسة في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي فإن فرص المستثمرين في تحقيق أرباح استثنائية يكون عن طريق الحصول على معلومات غير منشورة (معلومات خاصة)³.

3- الصيغة القوية Strong form :

وفقا لهذه الصيغة تستجيب الأسعار للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكاره لهذه المعلومات وعدم تماثل وجودها مع الآخرين، وحينها يفترض أن يتعادل الطلب مع العرض وبالتالي يتحقق التوازن. إلا أنه ونظرا لاستحالة انتشار المعلومات المستقبلية بين الجميع فقد تستحوذ عليها فئة قليلة دون أخرى، لذلك فإنه

1- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، مصدر سبق ذكره، ص 210 .

2- منير ابراهيم هندي، (1997): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، ص507.

3- فاسم نايف علوان، (2009): إدارة الاستثمار (بين النظرية و التطبيق)، دار الثقافة للنشر، عمان، الأردن، ص 164 .

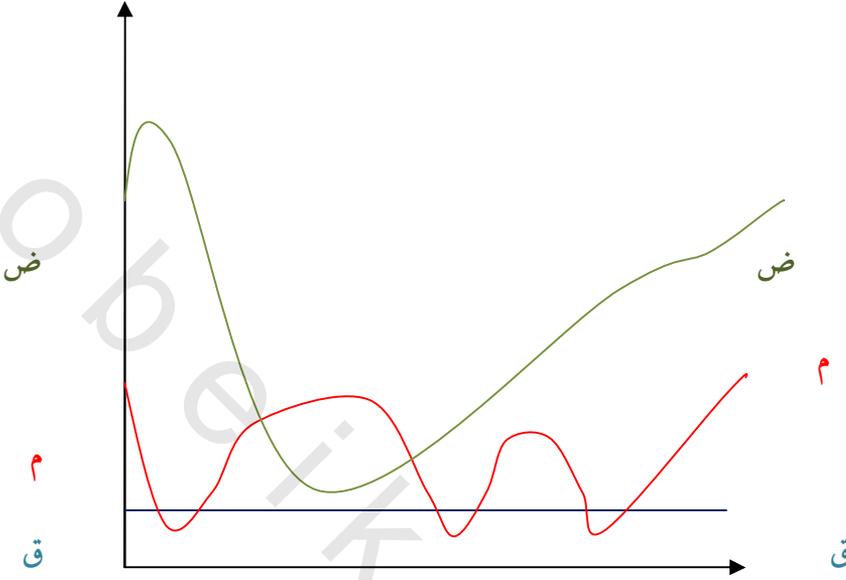
من المستحيل تواجد مثل هذه الأسواق في الواقع العملي. ومن ذلك يتضح أن الأسواق سواء كانت من الصيغة الضعيفة أو نصف القوية أو درجة قوي فهي جميعها أسواق كفاءة، إلا أن درجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة التي تعكسها¹.

ولقد اهتمت الدراسات التي تهدف إلى اختبار الصيغة القوية بقياس العائد الذي حققه بعض المستثمرين والذين بإمكانهم الحصول على معلومات خاصة (أي غير متاحة للسوق ككل)، مثل المؤسسات المالية والمحللين الماليين وكبار العاملين في الشركة. إذ أظهرت بعض الدراسات (Cumby and Glen,1990) أن المؤسسات المالية الكبرى مثل صناديق الاستثمار لا تحقق عائدا غير عادي يفوق ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر الذي يقوم بتكوين محافظ أوراق مالية بطريقة عشوائية، أما بالنسبة للمتخصصين في مجال التحليل المالي فقد أظهرت بعض الدراسات قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية (Drzycimski & Reilly,1981)، كما توصلت دراسات أخرى إلى أن كبار العاملين بالشركة المصدرة للأوراق يحققون عادة عوائد غير عادية نتيجة للتعامل في الأوراق المالية (Born,1988)، مما دفع الولايات المتحدة إلى إصدار قانون يعاقب العاملين الذين يستغلون البيانات الخاصة بشركاتهم لتحقيق الأرباح، وهكذا يبدو أن الدراسات السابقة لم تؤيد معظمها صيغة الكفاءة من الشكل القوي². ويوضح الشكل (5) الصيغ الثلاثة الخاصة بدرجة كفاءة السوق:

1- فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص 51 .

2- محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، مصدر سبق ذكره، ص 130 .

شكل رقم (5): الصيغ المختلفة للسوق المالي الكفاء



المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل و إدارة)، 2004، ص145.

- يمثل الخط (ق ق) السعر الحقيقي، يعكس الكفاءة التامة للسوق والتي تمثلها الصيغة القوية للكفاءة، حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أية اختلافات.

- يمثل المنحنى (م م) الصيغة شبه القوية، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة.

- يمثل المنحنى (ض ض) الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية كبيرة.

المطلب الثاني: الطرق المعتمدة في قياس صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

1- طرق قياس الصيغة الضعيفة:

تتنافى الكفاءة من الصيغة الضعيفة مع مدخل التحليل الفني، الذي يعتمد على تحليل المعلومات الماضية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية، لأن التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية بين مختلف الفترات مستقلة تماما عن بعضها البعض، مما لا يترك أي فرصة في استعمال المعلومات الماضية لكشف اتجاهات الأسعار للتنبؤ بالسعر المستقبلي. ولكشف مدى تحقق الصيغة الضعيفة للكفاءة نذكر الأساليب المعتمدة في قياسها على النحو الآتي:

1-1- سلاسل الارتباط¹:

يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل فقط، حيث أن المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ويرجع هذا الاختبار إلى EUGENE FAMA في الخمسينات، عندما قام باختبار معامل الارتباط لـ 30 سهما من داوجونز لفترة امتدت من يوم إلى 10 أيام. وقد وضح أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة. وعليه فإن الصيغة الضعيفة لسوق الأوراق المالية تفترض عدم وجود ترابط بين سعر السهم خلال فترة الدراسة، والتي يجب أن تكون فترة قصيرة (شهر على الأكثر). لأن وجود ترابط بين سعر السهم خلال هذه الفترة، معناه وجود اتجاه معين لسعر السهم. كما أن طول فترة الدراسة قد يؤدي إلى ظهور اتجاه معين لسعر السهم كذلك وهو ما ينفي نظرية الحركة العشوائية للأسعار (أي الصيغة الضعيفة). هذا ويعاب على أسلوب سلسلة الارتباط تأثرها بضخامة بعض

1- لطرش سميرة، (2010): كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم-دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، ص 98.

المفردات أي قيم التغير. كذلك إذا ما تجاهل المحلل حالات ثبات الأسعار نتيجة لعدم وجود تعامل على السهم في بعض الأحيان، فسوف يكون لذلك آثار غير محمودة على نتائج التحليل. لذا يوصى بتنقية البيانات قبل إجراء التحليل.

ويجدر الإشارة إلى أن اختبار السلاسل لا بد أن يأخذ المدى القصير، لأن اهتمام المضاربين ينصب حول التنبؤ بالأسعار في فترات قصيرة لتحقيق فوائد تفوق نظراءهم الذين لا يقومون بمثل هذا التحليل في حالة نقص كفاءة السوق. وإذا ما أردنا التعمق أكثر في فرض الصيغة الضعيفة، فما علينا إلا التعرض بالدراسة للتحليل الفني، الذي يستخدم أدوات معينة تسمح لنا باتخاذ قرار الاستثمار المناسب.

1-2- قواعد التصفية:

لا يؤيد البعض مدخل تحليل الارتباط على اعتبار أنه أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلاً واقعياً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، فالذين يؤمنون بهذه الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له -بعد خصم تكلفة المعاملات- عائداً متميزاً عن أقرانه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد¹.

هذا ويطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية، إذ توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية²:

- المجموعة الأولى تضم مجموعة من المؤشرات التي يمكن اعتمادها كأساس لاتخاذ قرار شراء أو بيع الأوراق المالية فمثلاً ظهور اتجاه لارتفاع سعر السهم

1- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، (2000): أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 219.
2- منير إبراهيم هندي، (1996): الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص 55.

- بنسبة معينة، سيشجع المستثمر على اتخاذ قرار الشراء، في حين أن ظهور اتجاه لانخفاض سعر السهم بنسبة معينة سيدفع بالمستثمر إلى اتخاذ قرار البيع.
- أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات الموسمية ومن بينها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار. ومنها كذلك ما يقضي بأن أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة، وهو ما يسمى بتأثير التوقيت.
 - ويمثل كل من المتوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر السهم، المجموعة الثالثة والرابعة على التوالي لقواعد التصفية، وهي كلها مؤشرات تطرقنا إليها من خلال دراسة التحليل الفني، الذي تعكس مبادئه فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بصورة واضحة .

1-3- اختبار الأنماط الطارئة

يعتمد على الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات. كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغير¹.

(+) تعني حركة سعرية زائدة

(-) تعني حركة سعرية بالنقص

(0) صفر تعني عدم وجود حركة

ما يميز هذا المدخل عن المدخلين السابقين (أي سلسلة الارتباط، وقواعد التصفية) هو أنه يمكننا من قياس التغيرات الطارئة التي يمكن أن تظهر في السلسلة الزمنية لسعر السهم سواء كانت هذه التغيرات موجبة أو سالبة، معبرين عنها بالإشارة (+) في الحالة الأولى وبالإشارة (-) في الحالة الثانية، بينما نضع صفر في حالة عدم

1- إيهاب الدسوقي، (2000): اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ص46.

وجود أي تغير في الأسعار مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يستغرقها كل تغير.

وتؤكد دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحدا أو أكثر من المداخل الثلاثة (سلسلة الارتباط، قواعد التصفية، اختبار الأنماط الطارئة) على مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق .

هذا بالطبع لا يعكس تأييدا مطلقا، وإلا لما كان هناك وجود للفنيين الذين يكرسون جهودهم لاكتشاف أنماط في حركة أسعار الأسهم¹.

2- طرق قياس الصيغة شبه القوية:

في ظل هذا المستوى من الكفاءة يتوقع أن تستجيب الأسعار للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وكلما زادت سرعة الاستجابة كان ذلك مؤشرا على كفاءة السوق، وبالتالي فلن يتمكن أي مستثمر حتى ولو استرشد بالتحليل الأساسي من تحقيق عوائد مميزة عن التي يحققها مستثمر آخر يتبع استراتيجية الشراء والاحتفاظ، والتي لا تتطلب القيام بأي نوع من هذا التحليل².

وقد تم اختبار فرضية الصيغة شبه القوية من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المنشورة كالأرباح والتوزيعات، الإصدارات الجديدة، الإعلان عن اشتقاق الأسهم، الإعلان عن انتهاج أساليب محاسبية جديدة. وقد اختلفت نتائج الدراسات في اختبارها للكفاءة من المستوى شبه القوي، إذ أثبتت بعضها استجابة أسعار الأسهم على وجه السرعة للمعلومات المحاسبية المنشورة بما لا يتيح لأي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية، إذ تعتبر هذه النتيجة بمثابة تأكيد للصيغة

1- عبد الغفار حنفي، مصدر سبق ذكره، ص 221.

2- ايهاب السوقي، مصدر سبق ذكره، ص 46.

شبه القوية. بينما كشفت دراسات أخرى أن الأسعار لا تعكس بسرعة تامة كافة المعلومات المتاحة، حيث يمضي وقت طويل ما بين وصول المعلومات وانعكاسها على سعر الورقة المالية، مما يعطي لبعض المستثمرين فرصة تحليل ودراسة هذه المعلومات ومن ثم تحقيق أرباح غير عادية، ويعد هذا الاستنتاج بمثابة رفض صريح لفرضية الكفاءة من المستوى شبه القوي¹.

وعموما يمكن القول أنه لاختبار الكفاءة من الصيغة شبه القوية على المستثمر استخدام التحليل الأساسي الذي يهتم بدراسة الظروف الاقتصادية العامة وظروف الشركة محل الدراسة، ومن هنا يجب على المستثمر الأخذ بعين الاعتبار (رقم أعمال الشركة، النتيجة الصافية...)، وذلك للوصول إلى تقييم صحيح للشركة.

3- طرق قياس الصيغة القوية:

لقد كشفت الدراسات الميدانية عن صعوبة الجزم بأن السوق الكفء يكون على المستوى القوي، حتى في ظل المفهوم الاقتصادي للكفاءة. مثل هذه الرؤية لكفاءة السوق تحمل في طياتها تحديا لمتهني حرفة التحليل الأساسي للأوراق المالية وللمستثمرين خاصة المحترفين منهم، ونقصد بهم القائمين على شؤون محفظة مؤسسة مالية متخصصة في الاستثمار، وانطلاقا من قناعة أنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية لن يكون هناك مبرر لتغيير مكونات محفظة الأوراق المالية، لذلك يتم الاحتفاظ بالمكونات السابقة للمحفظة. وهو القرار الذي يندرج ضمن الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق، والمتمثلة في²:

1- محمد براق، مصدر سبق ذكره، ص 204.

2- لطرش سميرة، مصدر سبق ذكره، ص 153.

3-1- إستراتيجية الشراء والاحتفاظ:

وفق هذه الاستراتيجية يقوم المستثمر بالشراء عندما تتوفر لديه الأموال، ويقوم بالبيع عندما يرغب في الحصول على الأموال، وليس عليه انتظار المستقبل ليقوم بذلك أملا في تحقيق أرباح، لأن السوق الكفء لن يسمح له بتحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين. لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أن مخاطر وعوائد الورقة المالية تختلف من ورقة لأخرى تبعا لعدة عوامل، كالظروف الاقتصادية العامة، ظروف الشركة... الخ، وعليه فإنه ليس هناك ما يمنع المستثمر من تغيير مكونات محفظته من فترة لأخرى تبعا لدرجة المخاطر التي يكون مستعدا لتحملها. ويضيف جونز أن على المستثمر - حتى في ظل هذه الإستراتيجية - أن يجري تغييرا في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر أو يدعوه لتحمل مخاطر أقل، أو إذا اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر.

كذلك فقد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة، لترفع قيمتها النسبية بشكل قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخطط له، بحيث يصبح إعادة تشكيل مكونات المحفظة مسألة لا مفر منها.

3-2- إستراتيجية صناديق المؤشرات:

حسب هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق وبنفس نسبة الأسهم لكل شركة داخل المؤشر. وبالطبع يمكن للمستثمر أن يريح نفسه كلية، وذلك بأن يشتري وثائق استثمار صناديق مؤشرات أي شراء صناديق استثمار تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر. في هذه الحالة سوف يضمن المستثمر حصوله على عائد مماثل متوسط عوائد الأسهم المتداولة في السوق، دون أن

ينطوي ذلك على تحمله مخاطر أكبر، طالما أن حركة المؤشر تعكس حركات أسعار الأسهم المتداولة في السوق¹.

المطلب الثالث: عوائق تطبيق نموذج السوق الكفاء والآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة

1- عوائق تطبيق نموذج السوق الكفاء :

توجد عدة عوامل تعيق تطبيق نموذج السوق المالي الكفاء، ومن بينها ما يلي²:

- تأثير سعة الإنتاج : Production-Scale effect

إن بعض الشركات الصغيرة قد تحقق ولفترات طويلة عوائد عالية نسبيا مما يخلق أحيانا اختلالا في توازن المحفظة الاستثمارية، والذي قد يمتد إلى كامل السوق. حيث تعتبر تكاليف المعلومات الخاصة بتقييم هذه الشركات عالية، فيكون من الصعب اعداد قياسات ملائمة لمخاطر أدوات هذه الشركات.

- تأثير التضليل الإعلامي : Misguided Information Effect

يظهر هذا التأثير بين فترة وأخرى في أكبر الأسواق المالية الدولية، وذلك عندما يجري تضخيم أرقام المبيعات والأرباح ومن ثم يكتشف المستثمرون بأنهم وقعوا في خدعة مالية، مما يتسبب في انهيار ثقتهم في الشركات المعنية ومن ثم بالسوق ككل.

1- منير ابراهيم هندي، مصدر سبق ذكره، ص 421.

2- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 82-83.

- تأثير حساسية السعر :

إن حساسية المستثمرين تجاه تغيرات الأسعار والتي يمكن تحديدها من خلال معدلات التغير تكشف عن مدى سرعة وشدة وإيجابية ردود الأفعال. وهذا ما يرتبط بالمؤثرات السلوكية والظروف المحيطة بهذه المؤثرات. فمثلا عند انخفاض إيرادات شركة ما فإن المعلومات المتعلقة بهذا الانخفاض قد تؤدي إلى ردود أفعال المستثمرين بشدة أكبر، مما يؤدي إلى انخفاض كبير في أسعار أسهم الشركة المعنية.

- تأثير ضعف التقدير Underestimation effect :

إن المعدلات الكامنة للعوائد أو المخاطر تجعل التقديرات عند مستويات أدنى، وبالتالي تشهد الأسواق غالبا تقلبات للأسعار بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها.

- تأثير فترات زمنية معينة Certain Period Effect :

هناك فترات معينة خلال السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلبات الأسعار، كما هو الحال بالنسبة لما يعرف بتأثير شهر ديسمبر في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ترتفع أسعار الأسهم في هذا الشهر مما يجعل المستثمرين يقومون ببيع أسهمهم قبل نهاية العام، وذلك قبل أن يتحملوا الضرائب المفروضة على عوائد حصصهم. ومع بداية السنة الجديدة يعملون على إعادة شراء الأسهم فترتفع أسعارها. علما أن تأثير شهر ديسمبر في السنوات الأخيرة قد قل كثيرا بالنسبة للشركات الكبيرة.

2- الآليات المقترحة لتعزيز الكفاءة:

من واقع سوق الأوراق المالية وما يواجهها من عوائق تحول دون قدرتها على استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أوعية استثمارية مرهجة ذات كفاءة عالية، نقدم مجموعة من الآليات التي من شأنها أن ترفع من مستوى كفاءة هذه الأسواق:

- تعزيز الدور الرقابي للسوق: وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري التداول فيها، والعمل على استكمال الاطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون السوق، قانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات التأثير المباشر على السوق.

- تعزيز الشفافية والافصاح: بإصدار نشرة يومية، أسبوعية، شهرية، وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الادارة، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، وابرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات بصورة آنية، كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية من خلال:

- النشر في الصحف واسعة الانتشار مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك.
- تشجيع انشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.
- تشجيع الشركات على انشاء مراكز للمعلومات بها.
- الزام الشركات المقيمة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداءها، وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.

- تعميق الوعي الاستثماري: بتشجيع صغار المدخرين على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار ومزاياها، وهو ما يتطلب ضرورة تطوير الاعلام الاستثماري.
- تشجيع الاستثمار الأجنبي: بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وازالة العوائق التي تحول دون دخولها.
- تعديل الأنظمة الضريبية: أو إلغاء بعض منها كالضرائب على العوائد الجارية، والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية بهدف تشجيع التعاملات المالية.
- مكننة أنظمة التداول: باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل التداول، وزيادة الشفافية والأمان¹.

1- مفتاح صالح و معارفي فريدة، مصدر سبق ذكره، ص192.

خلاصة:

تعد الأسواق المالية من أهم الأسواق نظرا لأهميتها الاقتصادية، وتتحدد كفاءتها استنادا للمعلومات ومدى انعكاسها على أسعار الأوراق المالية بشكل كامل، حيث يتوقع في ظل السوق الكفاء أن يتحقق التخصيص الفعال للموارد، غير أن ذلك يتطلب توفر متطلبات أساسية وهي كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق، ودرجة الأمان والانضباط بين المتعاملين، وكفاءة السوق ثلاث صيغ رئيسية هي : الكفاءة الضيفة، الكفاءة شبه القوة، والكفاءة القوية.

ويجدر الإشارة إلى أن هناك عدم إجماع على تحقق الكفاءة في شكلها المتوسط والقوي بشكل مطلق، مما يبين أهمية ومكانة من يعتمدون على التحليل الأساسي للأوراق المالية، من خلال اكتشاف الأوراق المالية التي فشل السوق في تسعيرها بقيمتها الحقيقية، مما يسمح لهم بتحقيق أرباح غير عادية. كما أن هناك شبه اتفاق على تحقق الكفاءة في صيغتها الضعيفة، مما لا يستدعي استعمال التحليل الفني المبني على التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بناء على التطورات الماضية في السعر والكميات المتداولة.

اذ تلعب المعلومات دورا هاما من حيث تواجدها وفرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها في تحقيق الكفاءة لهذه الأسواق، إلا أن دقة المعلومات تبقى مرتبطة بمدى شفافية نشر البيانات لكافة المتعاملين، اذ يقوم المستثمر المالي بتحليلها واتخاذ القرارات المناسبة. فكفاءة هذا النظام المبني على التقييم بناء على المعلومات المتوفرة تتمثل في الوصول إلى القيمة الحقيقية للأوراق المالية.