



المحاضرة الخامسة: فرضية كفاءة الأسواق المالية

1- مؤشرات قياس درجة تطور البورصة

1-1- مؤشر السوق

1-2- سيولة السوق

1-3- درجة التركيز و عدم الاستقرار

2- كفاءة و سيولة سوق الأوراق المالية

2-1- مفهوم الكفاءة

2-2- أهمية الكفاءة

2-3- الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية

2-4- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال

✓ فرض الصيغة الضعيفة *The weak form efficient market hypothesis*

✓ فرض الصيغة متوسطة القوة *The semi strong form efficient market hypothesis*

✓ فرض الصيغة متوسطة القوة *The strong form efficient market hypothesis*

3- خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية

3-1- السيولة

3-2- استمرارية السعر

3-3- عمق السوق

3-4- شمولية السوق

3-5- حيوية السوق

3-6- إنخفاض تكاليف المبادلات

3-7- قيود على التعامل

4- عدم كمال الأسواق : *Market imperfection*

✓ الاختيار المعاكس *adverse selection*

✓ سلوك القطيع *herding behavior*

✓ و الخطر المعنوي *Moral hazard*

1 - مؤشرات قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية :

لقياس درجة تطور و نمو سوق الأوراق المالية هناك مجموعة من المعايير يتفق عليها الاقتصاديون لتقدير درجة تقدم و نضج السوق نذكر منها حجم السوق، درجة السيولة، درجة التركيز.

1-1- حجم السوق : و يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين¹ :

① **المؤشر الأول :** معدل رصمة السوق، وهو عبارة عن القيمة السوقية للسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، و يفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رصمة السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

② **المؤشر الثاني :** عدد الشركات المقيدة في البورصة، فزيادة عدد الشركات المقيدة في البورصة له دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالية و دورها في توسيع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني.

1-2- سيولة السوق : تعني سيولة السوق القدرة على شراء و بيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية، وهناك مؤشرين لقياس السيولة² :

① **المؤشر الأول :** حجم التداول، تمثل هذه النسبة قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة فيه و حجم النشاط. وتكمل هذه النسبة نسبة رأسمال السوق، فقد تكون هذه الأخير مرتفعة في حين حركة التعاملات ضعيفة.

② **المؤشر الثاني :** معدل الدوران، تمثل هذه النسبة القيمة الجمالية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على رصمة السوق ، و يستخدم هذا المؤشر في الغالب كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، و يكمل معدل الدوران نسبة رأسمال السوق فقد يكون سوق الأوراق المالية صغيرا و نشيطا.

إن مؤشرات السيولة تقيس درجة التداول -السيولة- بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل و بالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية.

1-3- درجة التركيز و عدم الاستقرار : يقصد بدرجة تركيز التداول ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزا في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها³ :

① **المؤشر الأول :** تمركز السوق ، تقاس هذه النسبة من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأسمال السوق، و يشير إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، و تعد درجة التمرکز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها تؤثر بشكل سلبي على السوق.

1 - أميرة حسب الله، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دار الثقافة للنشر/الاسكندرية 2004-2005 . ص 65.

2 - أميرة حسب الله، مرجع سابق، ص 66.

3- رشيد بوكساني : محددات إنشاء بورصة فعالة و مدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أداؤها ، *Revue des Reformes Economique et Intégration* ، *en Economie Mondiale N°04/2008.Ecole Supérieure de Commerce Alger.P13.*

2 **المؤشر الثاني** : عدم الاستقرار، تقاس هذه النسبة بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية،  حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا.

و دلالة هذه النسبة تشير إلى درجة التقلب في العوائد في سوق الأوراق المالية، بمعنى آخر تشير إلى درجة عدم الاستقرار في السوق. وعادة ما يعني انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشر التطور و تنمية السوق.

2- كفاءة و سيولة سوق الأوراق المالية

تعتبر بورصة الأوراق المالية ذات كفاءة عالية Efficient Stock market إذا كانت رؤوس الأموال توجه للمشاريع الأكثر إنتاجية والأكثر ربحية ومن الشروط الضرورية لكفاءة السوق المنظمة توفر معلومات عن الأوراق المالية و إيصال هذه المعلومات بسرعة و بتكلفة زهيدة إلى كافة المتعاملين في السوق و في وقت واحد حيث لا يكون هناك أي ميزة لأي مستثمر على آخر في معرفة المعلومات و الاستفادة منها بشكل غير عادل إن توفر هذه الشروط يجعل أسعار الأوراق المالية تتغير و تتبدل بسرعة لتعكس كافة المعلومات المتوفرة في السوق و لن يستطيع أي متعامل الحصول على عوائد استثمارية غير طبيعية بصورة مستمرة. و إذا لم تتوفر هذه الشروط فانه يصبح من الممكن للمتعاملين الذين يحصلون على المعلومات أولا أن يستغلوها للتلاعب بأسعار الأوراق المالية و التحكم فيها.

و يعكس مفهوم السوق الكفاء استجابة أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة لجميع المعلومات المتاحة في السوق سواء كانت معلومات عن الحالة الاقتصادية أو معلومات عن الصناعة التي تنتمي إليها الشركة أو عن الشركة نفسها.⁴

2-1- مفهوم الكفاءة : إن مضمون كفاءة السوق Efficient Market يعني أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة و بدقة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع و السنوات الماضية.⁵

✓ و يعرف السوق الكفاء كذلك بأنه السوق الذي يجعل السعر لأصل مالي معين يساوي باستمرار قيمته النظرية أو الدفترية.

✓ وهناك تعريف آخر يعرف السوق الكفؤة بأنها السوق التي يتعامل فيها عدد كبير من الباعة و المشترين للأوراق المالية ضمن آلية كفؤة، مما يجعل الأسعار تعكس بصدق و بسرعة التوقعات المتعلقة بالشركات التابعة لها تلك الأوراق.⁶

✓ أو هي تلك السوق التي تنعكس فيها فوراً كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة على أسعار أوراقها المالية. كما عرفت بأنها السوق التي تتوفر فيها معلومات كثيرة و بأسعار منخفضة بالنسبة لكافة المستثمرين و أن كل المعلومات الخاصة بالورقة المالية قد انعكست في أسعارها. لهذا السبب فإن المشتريات و المبيعات في سوق كفؤة هي صفقات بقيم حالية صافية مساوية للصفر.

* و يشير التعريف الأول إلى ثلاثة عناصر رئيسية هي :

4 - إيهاب الدسوق : اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية ، القاهرة، 2000، ص 7.

5 - منير إبراهيم هندي : مستقبل أسواق رأس المال العربية - مخاطر و محاذير - منشأة المعارف، الإسكندرية 1995، ص 13.

6 - جبار محفوظ : كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2003 ، مجلة العلوم الاقتصادية علوم التسيير ، جامعة سطيف ، العدد 03، 2004، ص 84.

- ✓ **التأثير الكامل** : يفترض مفهوم الكفاءة أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات لاتخاذ قرار الشراء و البيع و من ثمة تعكس أسعار أسهم أي شركة كل المعلومات المفروض أن تؤثر عليها.
- ✓ **جميع المعلومات متاحة** : يفترض مفهوم كفاءة السوق أن كل المعلومات سواء كانت تاريخية، جارية أو مستقبلية تكون متاحة و مروجة لجميع المتعاملين في السوق مما يجعلها تنعكس بالكامل على أسعار الأوراق المالية.
- ✓ **السرعة و الدقة** : ينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل بسرعة في الأسعار مع معرفة المعلومات الجديدة، ولا يعني أن السعر الجديد يعكس دائما سعر التوازن الجديد لكنه يكون فقط السعر العادل للتوازن النهائي الذي يحدث بعد قيام المستثمر بتقييم كل المعلومات. كما لا يوجد في السوق الكفاء فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة و بين و الوصول إلى النتائج بخصوص سعر الورقة المالية.

2-2- أهمية الكفاءة :

تعد المعلومات و أنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات السائدة لتطور و نضوج أسواق رأس المال بشكل عام و بورصة الأوراق المالية بشكل خاص، بل إن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمر بالمعلومات المتاحة والمنشورة و تلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة و خاصة. و تعتبر الكفاءة بشقيها السعري و التشغيلي أساس قيام و استمرار و توسع الأسواق المالية مهما كانت طبيعتها، حجمها و موطنها. لذا تحرص كافة الدول على ضمان أقصى درجات الكفاءة لبورصاتها لتؤدي دورها الرئيسي في أحسن الظروف لتمويل الاقتصاد الوطني⁷.

2-3- الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية : السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إليه و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم و هو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس تلك المعلومات وهذا ما يعرف بالكفاءة الكاملة التي تقتضي توافر مقومات و شروط السوق الكاملة و التي تتمثل فيما يلي⁸ :

- ① - وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشد، و يسعى كل مستثمر لتعظيم الربح من خلال التحليل و التوقعات العلمية، و لكن لا يستطيع أي مستثمر التأثير بمفرده في سعر الورقة المالية.
- ② - توافر المعلومات بسرعة و دقة وبدون تكاليف، و من ثمة تماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم.
- ③ - توافر المعلومات بصورة عشوائية و سهولة الدخول و الخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل مثل العمولات و الرسوم والضرائب.
- ④ - استجابة المستثمر بسرعة و دقة للمعلومات الجديدة و من ثم تعديل أسعار الأوراق المالية.

7 - جبار محفوظ : كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2003 ، مجلة العلوم الاقتصادية علوم التسيير ، جامعة سطيف ، العدد 03، 2004، ص 81.

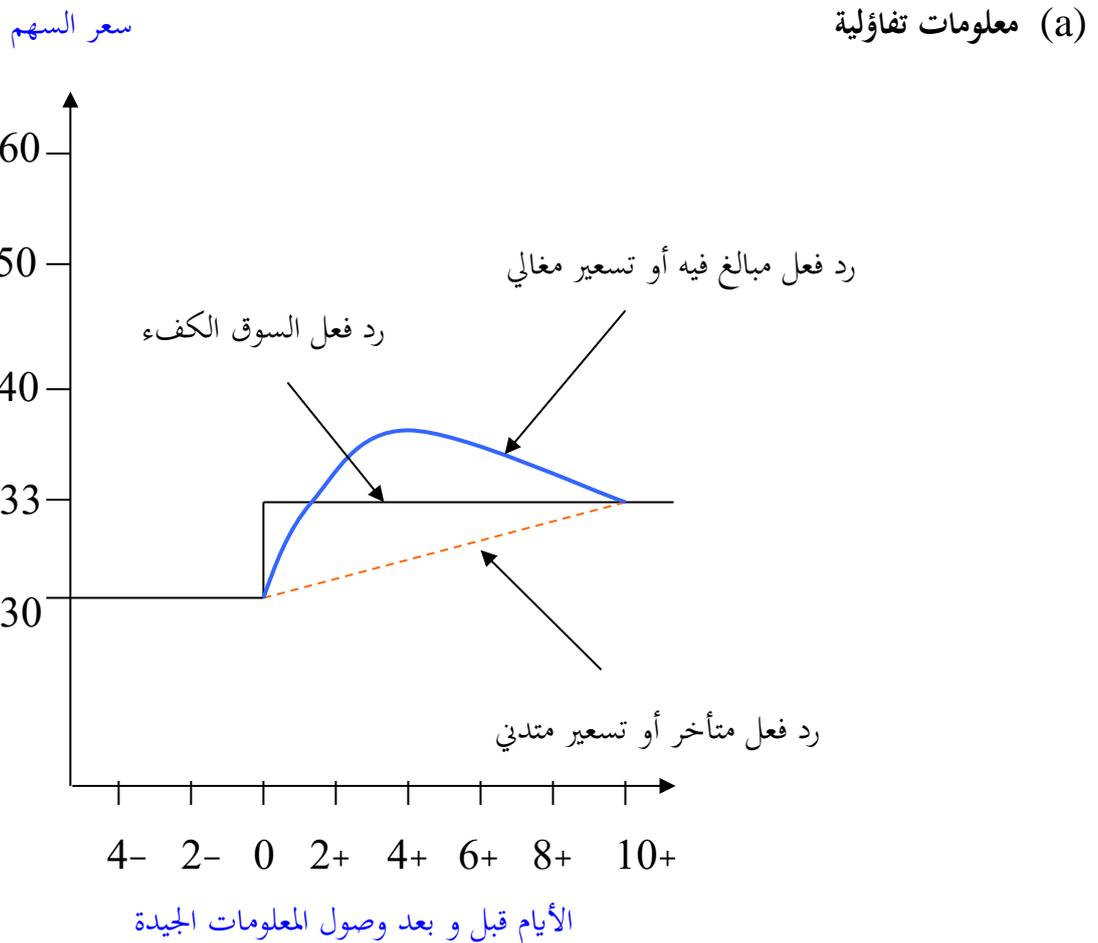
8 - إيهاب الدسوقي : مرجع سبق ذكره، ص 33.

و في ظل مثالية هذه الشروط يصعب أن تتوافر في أسواق رأس المال الكفاءة الكاملة بسبب اختلاف الإمكانيات المادية و الأهداف الخاصة بالمتعاملين و المستثمرين و قدرتهم على سرعة تسير المعلومات المستلمة إذ يحتاج السوق إلى وقت لتفسير و تحليل المعلومات لكي تترك آثارها في أسعار الأسهم الأمر الذي يجعل هناك فروقات ما بين سعر السهم في السوق و قيمته العادلة، فترة بقاء هذه الفروق ترتبط تماما بفترة تحليل المعلومات و تفسيرها. و هذه الحقيقة تؤشر فرض الكفاءة الاقتصادية للسوق⁹.

و يمكن أن نبين مفهوم الكفاءة الكاملة و الاقتصادية من خلال الشكل البياني رقم (1).

الشكل رقم (1)

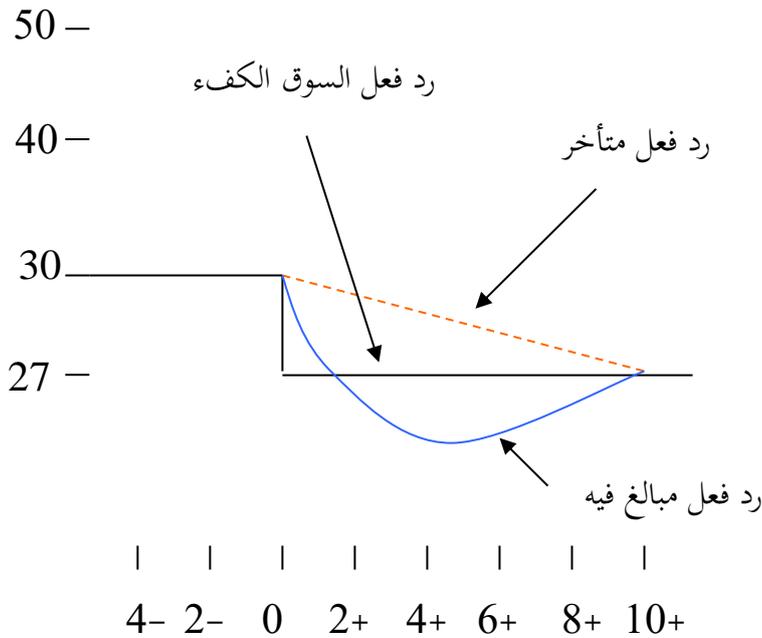
التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة و الاقتصادية



(b) معلومات تشاؤمية

سعر السهم

60



الأيام قبل و بعد وصول المعلومات الغير جيدة

المصدر : أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام : مرجع سبق ذكره، ص 137.

يتضح من الشكل البياني أنه في اليوم الذي تصل فيه إلى السوق معلومات جديدة بشأن الشركة المصدرة وهي الفترة صفر، و قدرت القيمة الحقيقية أو العادلة للسهم بسعر 33 دولارا فإذا كان السوق كفوًّا بشكل كامل فان سعر السهم سيرتفع من 30 دولار إلى 33 دولار فوراً في اليوم صفر. أما في ظل الكفاءة الاقتصادية فان المعلومات تحتاج إلى وقت لتحليلها و تفسيرها بهدف تسعير السهم، وهذا يعني و جود فاصل زمني بين و صول المعلومة في اليوم صفر و إلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية والمنحني والخط المتقطع يعكسان ردود أفعال المشاركين تجاه المعلومات المستلمة الجيدة و الغير جيدة¹⁰.

2-3- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال:

لقد درج الباحثون على تقسيم أسواق الأوراق المالية من حيث درجة الكفاءة إلى عدة صور، تندرج تبعا لقدراتها على تحقيق التعديل الدقيق و السريع في أسعار الأوراق المالية تبعا لما يتكشف عنه من معلومات، ولقد كان فاما Fama أول من قام بتصنيف السوق إلى ثلاثة صيغ مختلفة من الكفاءة، و قبل التطرق إليها نشير إلى أن السوق تكون كفوّة إذا توفر مجموعة من المستثمرين الذين يعتقدون أن سوق غير كفوّة، أي أن الأوراق المالية تباع بقيمة سوقية أقل أو أكبر من قيمتها الحقيقية، فالأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية Under priced سوف يلجأ المستثمرون لشرائها و بالتالي ترتفع قيمتها السوقية. أما الأسهم المقدره بأكثر من قيمتها الحقيقية Over priced سوف يتم بيعها مما يؤدي إلى انخفاض سعرها و يرجع ذلك إلى أن المستثمرين من ذوي القدرة العالية على التحليل مثل المحللين الماليين سوف يسارعون

لاستغلال هذه الفروق، إلا أن هذه الاختلالات الوقتية في الأسعار سوف تتلاشى تدريجياً لتتبادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية أو المحورية.

(أ) - فرض الصيغة الضعيفة : يقتضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق *The Weak Form Efficient Market Hypothesis* بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم و على حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي. ومن ناحية أخرى تظهر الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق في جوهر التحليل الفني *Technical Analysis* و يستخدم عدة رسومات و منحنيات لمعرفة اتجاه سوق الأسهم ومحاولة التنبؤ ماذا سيحدث مستقبلاً. و يعير أي اهتمام إلى المعلومات النوعية بخصوص الشركة مثل إدارة الشركة، القطاع الذي تعمل به الشركة... الخ. و لكن يعتقد أنه يتم التنبؤ بسعر السهم المستقبلي من خلال تفحص الأسعار التاريخية أو السابقة و عوامل أخرى ذات علاقة¹¹.

(ب) - فرض الصيغة متوسطة القوة : *The Semi-Strong form Efficient Market Hypothesis* و تعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية فحسب، و إنما كافة المعلومات المتاحة و المنشورة لعامة الناس¹²، سواء معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها و بصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم و التقارير المالية. و تظهر هذه الصيغة في التحليل الأساسي الذي سنتطرق إليه لاحقاً في تسعير الأسهم. وقد اهتمت العديد من الدراسات باختبار صيغة الفرض المتوسط القوة من خلال سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية مثل الأرباح و التوزيعات أو استجابة الأسعار للإصدارات الجديدة لإعلان اشتقاق أو تجزئة الأسهم أو توزيع أسهم مجانية أو توزيع الأرباح في شكل أسهم أو الإعلان عن إتباع أساليب جديدة.

(ج) - صيغة الفرض القوي : تقضي الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق *The Strong Form Efficient Market Hypothesis* بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة، أي المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور، إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل إدارة المنشأة و المصدرة للسهم و كبار العاملين و المسؤولين فيها، و تلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيين، من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة و مهارة عاليتان¹³.

و يمكن اختبار فرض السوق القوي من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمد كل منهما على تحليل المعلومات الخاصة و

هما :

11 - إبراهيم كراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم و السندات ، مرجع سبق ذكره ، ص 33.

12 - جبار محفوظ : كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2003 ، مرجع سبق ذكره، ص 85.

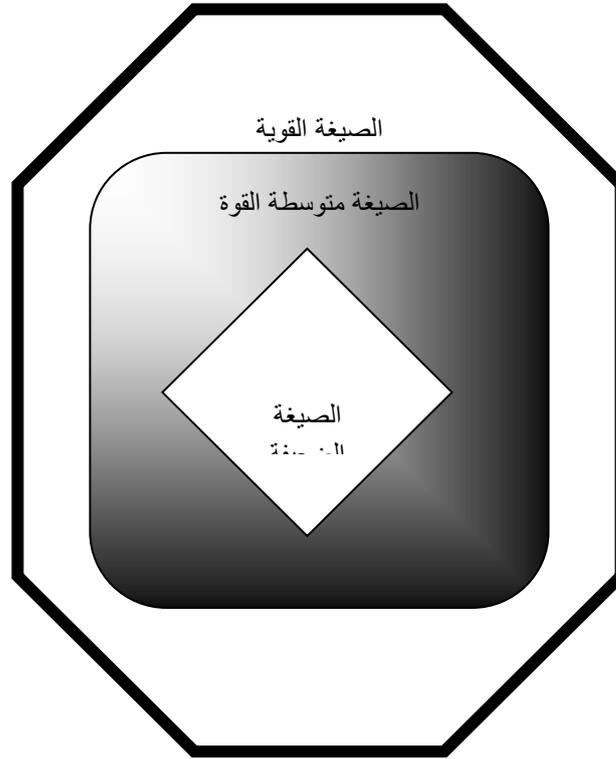
13 - بلعزوز بن علي ، محمدي الطيب محمد : دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب، مرجع سبق ذكره، ص 158/159.

☞ **العاملين بالشركة** : يتمكن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة مقارنة باقي المستثمرين، و بذلك يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية للتثبت من مدى قدرتهم على تحقيق أرباح عادية ومن ثمة مدى صحة الفرض القوي لكفاءة السوق من عدمه¹⁴.

☞ **المؤسسات المالية و المتخصصين في تحليل الأوراق المالية** : و نذكر منها صناديق الاستثمار و مؤسسات التحليل المالي التي لديها القدرة للوصول إلى المعلومات بسرعة و استخدام أدوات التحليل المالي و من ثمة القدرة على التوقع باتجاهات السوق، ويمكن اختبار هذا الفرض من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار و مقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي¹⁵.

* و يوضح الشكل البياني رقم (2) الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق فالصيغة الضعيفة تعكس مفهوما ضيقا للكفاءة، أما الصيغة القوية فتعكس المفهوم الواسع لها، بينما تقع صيغة الفرض متوسط القوة بين الاثنين.

الشكل رقم 4 : أنواع صيغ الكفاءة



المصدر : بلعزوز بن علي ، محمدي الطيب أحمد : دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب، مرجع سبق ذكره،

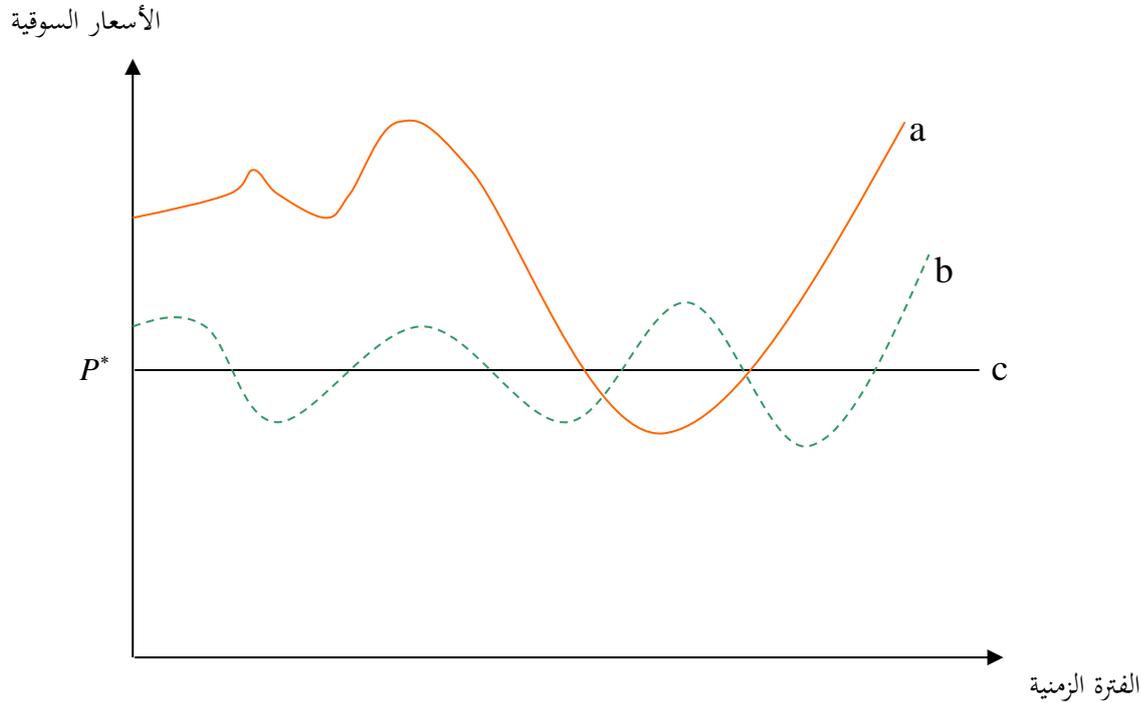
ص159.

14 - عاطف و ليم أندراوس : السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، مرجع سبق ذكره ، ص 63.

15 - عاطف و ليم أندراوس : السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، مرجع سبق ذكره ، ص 63/64.

* كما نلاحظ أيضا تداخل الصيغ مع بعضها البعض فالمعلومات ذات العلاقة بالصيغة القوية تضم معلومات كل من (6) صيغة المتوسطة و الضعيفة، و الشكل البياني رقم (3) يعكس طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للكفاءة.

الشكل رقم (5) : طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للكفاءة



المصدر : : أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام : مرجع سبق ذكره، ص 145.

◀ من الشكل البياني يتضح ما يلي¹⁶ :

👉 يمثل الخط (c) السعر الحقيقي و يعكس الكفاءة التامة للسوق و التي يمثلها فرض السوق القوي حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم و في أي لحظة و بدون اختلافات.

👉 يمثل المنحني (b) الشكل المتوسط للكفاءة حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي و القيمة الحقيقية صغيرة.

👉 و يمثل المنحني (a) الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي و القيمة الحقيقية واسعة.

3- خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية : *Breath Market Qualities Of Depth And Resiliency*

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية، ومن هذه الخصائص توفر السيولة، العمق، توفر المعلومات و انخفاض عمولات الوساطة و سنبحث في كل خاصية كما يلي¹⁷:

3-1- السيولة : *Liquidity*

¹⁶ - عاطف و ليم أندراوس : السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، مرجع سبق ذكره ، ص 65.

¹⁷ - محمد أمين عزت المبداني، مرجع سبق ذكره ، ص 8 على موقع شبكة الانترنت www.kntakji.org/figh/Markets.htm



يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع و شراء الأوراق المالية بسهولة دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية¹⁸ طالما لم تظهر أية معلومة جديدة تستوجب تغير السعر وثمة نوعان من التغيرات في أسعار الأوراق المالية : تغيرات عارضة، و تغيرات غير عارضة. و تغزى التغيرات السعرية العارضة إلى تصرفات المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم أي معلومة و يتصرفون بوحى من أحاسيسهم الخاصة دون دراسة و يطلق على أولئك فريق الضوضاء، و في ظل هذا النوع من التغيرات السعرية تتأرجح الأسعار في حدود المدى أو الهامش بين سعر شراء الورقة المالية و سعر بيعها، ولا يتغير هذا الهامش وحتى ولو فرض تغيره فانه سرعان ما يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات. بينما تغزى التغيرات غير العارضة إلى ورود معلومات جديدة تدفع الأسعار إلى مستويات جديدة و هي تدوم وتبقى إلى أن ترد إلى السوق معلومات أحدث¹⁹.

والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا انخفضت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق *Marketability* و صار من المطلوب إعطاء خصومات أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة، و يتوقف هذا على طبيعة المعلومات التي ترد إلى السوق فإذا كانت ايجابية و سارة تتجه الأسعار إلى أعلى، بخلاف ورود معلومات غير سارة تتجه الأسعار نحو الأسفل.

3-2- استمرارية السعر : *Price Continuity*

و تعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، و السوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بجدة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

3-3- عمق السوق : *Market Depth*

تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر و جود عمق *Depth* في السوق والسوق العميقة هي السوق التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين و المشترين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض و الطلب تدخل الباعة و المشترين لتعديل التغير الكبير في أسعار الأوراق المالية عن طريق أوامر البيع والشراء.

و تدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بالأسواق ضحلة *Shallow Markets* لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء و البيع و لأن الفارق *Spread* الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعا. و ينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية أما الأسواق العميقة فان أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلا من صفقة إلى أخرى، و ينتج عن ذلك أن المتعاملين أو المتاجرين بالأوراق المالية و صانعي الأسواق²⁰ *Market Markers* يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة لأن الفارق *Spread* ما بين أسعار الطلب و العرض *Bid & Ask Prices* في الأسواق العميقة يكون ضيقا²¹ ولتأمين خاصية العمق

¹⁸ - *Revue des Reformes Economique et Intégration en Economie Mondial N°4/2008* . 12. ص مرجع سبق ذكره،

¹⁹ - عاطف و ليم أندراوس : السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، مرجع سبق ذكره ، ص 67.

²⁰ - يقصد بصانعي الأسواق : الأعضاء في البورصة الذين تكلفه لجنة البورصة بتحقيق التوازن بين قوى العرض والطلب في الأوراق المالية.

²¹ - سعر العرض *Ask or Offer Price* يكون دائما أعلى من سعر الطلب *Bid Price* عادة.



في السوق يجب أن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال جيد و سريعة و رخيصة حتى يتمكنوا من العثور بسرعة على كافة أسعار العرض والطلب و يتموا الصفقات.

وتفتقد الأسواق المشتتة *Fragmented Markets* إلى العمق لأن عدد كبير من أسعار العرض و الطلب و لا يمكن التعرف عليها في الفترة الزمنية الوجيزة اللازمة للإتمام الصفقة. أي أن هناك صعوبة في الاتصالات ما بين المتعاملين أو تكلفة الاتصالات تكون باهظة ويكون الفارق بين أسعار العرض و الطلب واسعة وتستغرق عملية إتمام الصفقة وقتا طويلا.

3-4- شمولية السوق : *Market Breadth*

تتميز الأسواق المالية بالشمولية أو الوساعة إذا نتج عن أوامر العرض و الطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين و الشارين في السوق قليلا وكان حجم التداول الناتج صغيرا فان السوق تكون ضيقة. وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب و العرض ضيقا.

3-5- حيوية السوق : *Market Resiliency*

عندما يحتل التوازن بين العرض و الطلب في السوق يجب أن يتغير السعر للإعادة التوازن و يحدث ذلك من خلال أوامر الشراء و البيع التي تأتي مباشرة بعد أي تغير طفيف في الأسعار مما يدل على حيوية السوق أي أن انجاز صفقة بيع أو شراء يتم بسرعة فائقة كما أن حجم التداول يكون كبيرا مما يجعل الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية و هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية *External Efficient* أو كفاءة المعلومات أو كفاءة السعر.

3-6- انخفاض تكاليف المبادلات : *Low Transaction Costs*

هذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية و أن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فورا بحيث تكون عمليات المقاصة و تسديد نقل الملكية سريعة *Clearing Settlement and Transfer* . و إذا توفرت هذه الشروط يمكن القول أن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية أو التشغيلية *Internal Efficient*.

3-7- قيود على التعامل :

تهدف الأنظمة و القوانين و التشريعات و أجهزة الرقابة و الإشراف على أسواق رأس المال إلى حماية المستثمرين و إلى المحافظة على الأمانة و الصدق في التعامل مع عمليات تداول الأوراق المالية. ويتم ذلك من خلال عدة آليات لعل أهمها و جود قواعد صارمة للإفصاح عن المعلومات *Disclosure of Information*. فشركات المساهمة التي تطرح أوراق مالية للاكتتاب العام في السوق الأولي يجب أن تتقدم إلى كافة المستثمرين المحتملين بالحقائق الأساسية حول نشاطات أعمالها، مركزها المالي، أدائها في الماضي القريب و الحاضر و توقعات المستقبل، بنية إدارتها و نوعية مديريها، خصائص و شروط الإصدار الذي تعرضه، و المخاطر الكامنة في الاستثمار لكي يحكموا بأنفسهم ما إذا كانت الأوراق المالية للشركة تمثل استثمار جيد. أما شركات المساهمة التي لها أوراق مالية قائمة يجري تداولها في البورصة فيتوجب عليها أن تفتح للجمهور باستمرار عن كل المعلومات المالية و غير المالية التي تؤثر على سعر أسهمها ليتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار (بيع، شراء أو احتفاظ) ومن الضروري أن تكون المعلومات آنية شاملة دقيقة و تتدفق باستمرار، كذلك يتوجب على أسواق ووسطاء الأوراق المالية معاملة المستثمرين بصدق و أمانة ووضع مصالح الآخرين في المقام الأول.



* و في الأخير يمكن القول أن الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية هي الأسواق التي تتميز بالحيوية، أي أن تكاليف المعاملات تكون منخفضة مما يجعل التغير في الأسعار طفيف نتيجة لورود معلومات جديدة إلى السوق. و هذا يسهل من عملية تسويق الأصول المالية و توفير سيولة كافية داخل السوق، و بتزايد عدد أوامر البيع و الشراء و تزامن ذلك مع توفر و سائل اتصال حديثة فان عملية إتمام الصفقة يكون في وقت وجيز مما يزيد في كفاءة السوق و حيويته، أما إذا كان عدد المتعاملين قليل و تزامن ذلك مع بطئ في عملية إتمام الصفقة فان السوق تكون ضحلة و التغيرات في السعر تكون كبيرة مما ينقص من حيوية السوق و كفاءته.

4- عدم كمال الأسواق: *Market Imperfections*

يعتقد الكثير من الاقتصاديين أن أحد أهم أنواع عدم كمال الأسواق هو عدم تماثل المعلومات *asymmetric information* و هو أمر يهيمن على الأسواق المالية، و ذلك من خلال المشكلات الناجمة:

◀ الاختيار المعاكس : *adverse selection*

◀ و سلوك القطيع : *herding behavior*

◀ و الخطر المعنوي: *moral hazard*

➤ يعبر الاختيار المعاكس عن وجود رغبة لدى المستثمرين لتمويل مشروعات غير مجدية أو عديمة الجدوى، أي الرغبة الشديدة في الاقتراض أو إصدار أدوات دين لتوفير تمويل للمشروعات ذات جدوى اقتصادية منخفضة. و الاختيار المعاكس يمكن أن يجعل المدخرين اقل رغبة في الإقراض أو حيازة الأدوات المالية، بما فيها الأدوات التي يمكن أن تمول المشروعات ذات الجودة المرتفعة.

➤ يضاف إلى ذلك أن توافر المعلومات الرديئة *Poor information* يمكن أن ينتج عنها ما يسمى بسلوك القطيع. و يحدث عندما يبني المدخرون الذين لا يملكون معلومات كاملة قراراتهم بناء على قرارات أناس آخرين يشعرون أنهم يمتلكون معلومات أفضل، و في السياق العالمي يمكن لسلوك القطيع أن يحفز على العدوى *contagion* و هي انتشار عدم الاستقرار المالي إلى مستويات إقليمية، و يمكن لسلوك القطيع أن يقود أيضا إلى تخفيض أسعار الأصول المالية أو قيم العملة بشكل يفوق المحذور.

➤ و هناك مشكلة أخرى ممكنة هي الخطر المعنوي : و يقصد به إمكانية دخول مستثمر في سلوك يؤدي إلى زيادة المخاطر بعد بيع الأدوات المالية، فمدير الشركة يسعى للحصول على أعلى عائد ممكن، لكن بعد قيام الشركة قد يرغب في تخفيض النفقات باستخدام مواد و أساليب فنية رديئة مما يجعلها في نهاية المطاف غير كفؤة و غير مربحة. و النتيجة من وراء ذلك هي زيادة احتمالات فشل المدخرين في الحصول على العوائد المنتظرة من الأدوات المالية التي أصدرتها الشركة المعنية. يطلق عليها في الأدبيات اسم الخطر المعنوي و يشير هذا الاصطلاح إلى إمكانية وجود سلوك غير أخلاقي *immoral behavior* من وجهة نظر المقرض، يقوم به المقرض²².