

العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال

ملخص

يهدف هذا المقال إلى معرفة العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال من خلال دراسة تأثير السيولة على الكفاءة، ذلك لأن السيولة تعتبر أحد مقومات السوق الجيد، كما أن مقومات السوق الجيد هي نفسها مقومات السوق الكفء باستثناء السيولة، حيث اكتشفنا من خلال هذه الدراسة أن تصرفات فريق الضوضاء هي التي تساهم في تحقيق التوافق بين السيولة والكفاءة، غير أن تصرفات فريق المعلومات توضح أن هناك علاقة عكسية بين السيولة والكفاءة، هذا ما أدى إلى تكثيف الجهود للبحث عن الأسباب والسياسات التي من شأنها أن تحقق لسوق رأس المال السيولة والكفاءة معا.

أ. سميرة لطرش
كلية العلوم الاقتصادية
وعلوم التسيير
جامعة منتوري قسنطينة
الجزائر

مقدمة

يعتبر سوق رأس المال المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون على الأوراق المالية (طويلة الأجل)، سواء كانت سوق حاضرة أو سوق عقود مستقبلية، سوق منظمة (بورصة) أو غير منظمة، يشقيها السوق الثالث والسوق الرابع، أو أسواق احتكارية تحتكرها مؤسسات عمومية من أجل التعامل في نوع محدد من الأوراق المالية.

ولا نعتقد أن هناك من يستطيع أن ينكر الدور الأساسي الذي تلعبه أسواق رأس المال من خلال تعبئة الادخار، تمويل الاستثمارات، المساهمة في تنمية الاقتصاد الوطني، توفير السيولة، تنظيم عمل المؤسسات والرقابة عليها، وتوجيه الموارد المالية نحو المجالات الأكثر ربحية.

وكلما كان السوق المالي أكثر كفاءة، كلما اقتربنا أكثر من تحقيق كل هذه الأهداف مجتمعة، وكلما دل ذلك على كفاءة سوق رأس المال. بمعنى

Résumé

L'objectif de cet article est d'éclaircir la relation entre la liquidité et l'efficacité du marché financier à partir de l'effet de la liquidité sur l'efficacité du marché financier.

On a remarqué que les conditions essentielles pour la création d'un bon marché sont identiques à celles d'un un marché efficient, sauf la condition de liquidité.

On a constaté à travers cette étude qu'il y a une relation négative entre la liquidité et l'efficacité du marché financier, ce qui nécessite le renforcement des efforts pour la recherche des méthodes et des politiques qui permettront d'effectuer la liquidité et l'efficacité du marché financier.

أنه يمكن الحكم على مدى تطور سوق رأس المال من خلال دراسة مدى كفاءة سوق رأس المال، لذلك نلاحظ أن أغلب الدول تسعى جاهدة لزيادة كفاءة أسواقها المالية وذلك بتوفير الشروط اللازمة لذلك.

يجب الأخذ بعين الاعتبار كذلك أن من بين أسس أو مقومات السوق الجيد نجد السيولة، لهذا ورغبة منا في معرفة العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، قمنا بهذه الدراسة انطلاقاً من الإشكال المثير للجدل فيما يخص هذين العنصرين.

1.1. أهداف الدراسة

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، انطلاقاً من دراسة تأثير السيولة على كفاءة سوق رأس المال وذلك بالتعرض إلى:

- مفهوم كفاءة سوق رأس المال.
- أشكال كفاءة سوق رأس المال.
- متطلبات الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال.
- مفهوم السيولة.
- كيف يحقق السوق السيولة.
- استراتيجيات تحسين سيولة و كفاءة السوق.

2.1. أهمية الدراسة

ترتكز الدراسة بصورة أساسية على أهمية الموضوع، حيث لا يمكننا أن نتجاهل ما وصلت إليه الدول من تقدم فيما يخص كفاءة سوق رأس المال، حيث تعتبر أسواق رأس مال وم.أ أكثر الأسواق كفاءة، وحتى الدول العربية حققت تقدماً ملحوظاً في تنظيم ومتابعة أسواق رأسمالها، لذلك يعتبر هذا النوع من البحوث قاعدة تسمح بتسليط الضوء على تجارب دول سيقتنا في هذا المجال لنقتدي بها.

كما أنه يعتبر أساس نظري يثري حاجات الطلبة والباحثين في موضوع كفاءة سوق رأس المال، خاصة بالنسبة للجزائر أين تكاد تكون ثقافة الاستثمار في سوق رأس المال غائبة تماماً، كما أن المقومات الأساسية لقيام سوق رأس المال عندنا شبه معدومة، فهل يمكننا أن نتحدث عن كفاءة سوق رأس المال.

3.1. إشكالية البحث

تتمثل الإشكالية المدروسة في كيفية تأثير السيولة على كفاءة سوق رأس المال، وذلك بالتركيز على توضيح الكيفية التي يخلق بها السوق سمات السيولة، بالإضافة إلى دراسة الركائز الأساسية التي يقوم عليها السوق الجيد ومنها السيولة. وعليه كيف تتحقق هذه السيولة؟ وكيف تؤثر على كفاءة سوق رأس المال؟ بمعنى هل هناك علاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال؟ وما هي طبيعة هذه العلاقة؟

4.1. فرضيات البحث

من أجل تغطية مختلف جوانب الموضوع قمنا بوضع الفرضيات التالية :

- في ظل السوق الكفاء تنعكس جميع المعلومات وبسرعة على سعر الورقة المالية.
- سعر الورقة المالية في السوق الكفاء يعكس قيمتها الحقيقية.
- تشترك السيولة والكفاءة في بعض الشروط اللازمة لقيام كل واحدة منها.
- تساهم تصرفات فريق الضوضاء في تحقيق الانسجام بين السيولة والكفاءة.
- هناك علاقة عكسية بين السيولة والكفاءة.

1.5. طريقة البحث

اعتمدنا في انجاز هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، من خلال دراسة مفهوم كفاءة سوق رأس المال، أشكال الكفاءة، ومتطلبات الكفاءة الاقتصادية من جهة، ودراسة مفهوم السيولة، والكيفية التي تتحقق بها السيولة من جهة ثانية، لنحاول توضيح العلاقة بين السيولة والكفاءة في مرحلة أخرى.

2 . كفاءة سوق رأس المال

" مفهوم الكفاءة يفترض سوق مثالي، بمعنى سوق بورصة، سعر الأصول فيه يسمح باتخاذ قرارات صائبة حول تخصيص الموارد، لأن سعر الأوراق المالية يعكس في لحظة معينة، في المتوسط، بشكل صحيح، كل المعلومات المتاحة، سواء حول الأحداث السابقة أو المستقبلية.(1)

بمعنى أنها " السوق التي تكون في حالة التوازن المستمر. بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها. (2)

كما أنه في ظل السوق الكفاء نجد أن سعر الورقة المالية يتغير بسرعة تبعاً لنوع المعلومات الجديدة التي يتحصل عليها المتعاملون في هذا السوق، فإذا كانت هذه المعلومات مرضية، أي تعكس صورة ايجابية عن المنشأة المصدرة لهذه الورقة المالية، سنلاحظ زيادة الطلب عليها مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها والعكس صحيح . وعليه يمكن القول أن سعر السهم في السوق الكفاء هو مرآة عاكسة لكل معلومة تصل السوق بشأن ذلك السهم.

وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الادعاء بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية أو الذاتية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر. (3)

وتلعب المعلومة دوراً هاماً في السوق الكفاء، إذ تعتبر الأساس الذي يعتمد عليه المتعامل في اتخاذ قراره بالاستثمار في ورقة مالية ما من عدمه. وتعتبر الميزانيات المحاسبية وجدول حسابات النتائج، والتقارير السنوية والنصف السنوية، والنشريات التي تفرزها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على المنشآت المسجلة في البورصة من أهم مصادر المعلومات اللازمة لاتخاذ قرارات الاستثمار المناسبة في أسواق رأس المال .

إن التطورات التكنولوجية الحالية بما توفره من وسائل اتصال، انترنت، حاسبات آلية، وسائل الإعلام، كلها ساهمت في سهولة الوصول إلى المعلومات الضرورية بسرعة وبدون تكاليف مبالغ فيها.

هذه المعلومات قد تكون سابقة (تاريخية) كالنتائج التي حققتها المنشأة في سنوات سابقة، كما قد تكون حالية أو مستقبلية، من خلال القيام بتقديرات وتنبؤات لما سيكون عليه وضع المنشأة في سنوات لاحقة. وعليه يمكننا القول أن:

1- " المعلومات المناسبة تلعب الدور الأساسي في صياغة وتعديل التوقعات، وبالتالي في تحريك سوق الأوراق المالية سواء من حيث حجم المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية أو من حيث تغيرات أسعار هذه الأوراق.

2- تلعب المعلومات المحاسبية والمالية دورا كبيرا فيما يتعلق بفاعلية القرارات الاقتصادية سواء أكان ذلك على مستوى المستثمر الفرد أو على المستوى القومي ككل.

3- نقص المعلومات المحاسبية التي يتم نشرها في سوق الأوراق المالية يؤدي إلى عدم قدرة المستثمر على التقييم الدقيق لمستوى أداء الوحدات الاقتصادية مما يؤدي في أغلب الأحوال إلى زيادة الأسعار الفعلية للأسهم عن أسعارها الحقيقية.

4- عدم ملائمة البيانات والمعلومات التي تعرضها التقارير المالية الحالية المعدة وفقا للأساس التاريخي في القياس المحاسبي لاحتياجات المستثمرين في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى تعدد أساليب القياس المحاسبي البديلة.

5- لن يقدم المستثمر في الأسهم على شراء السهم إلا إذا توصل إلى تقدير ملائم لسعر السهم الذي يقبل أن يدفعه، وهذا السعر يتوقف بصفة أساسية على عاملين: - تدفقات العائد وتوقيته الزمني، أي توزيعات الأرباح، وتتأثر بسياسة الشركة فيما يتعلق باحتجاز الأرباح المطلوبة لنمو الشركة.

- معدل العائد المطلوب والملائم للاستثمار في السهم، ويتأثر بعوامل السوق.

6- لتحديد القيمة الحقيقية للسهم يلزم تحليل الظروف الاقتصادية العامة ثم تحليل ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة ومن ثم تحليل ظروف الشركة، والقيمة الحقيقية للسهم تتمثل في:

- التدفق النقدي المتوقع.

- معدل الخصم الذي يتضمن المخاطرة. (4)

وعليه فإنه في السوق الكفاء تتحدد القيمة الاستثمارية لأي ورقة مالية حيث أن " القيمة الاستثمارية للورقة المالية هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع صاحب الورقة المالية أن يحصل عليها". (5)

وفي حالة وجود اختلاف بين سعر الورقة المالية وقيمتها الاستثمارية فهذا يدل على عدم كفاءة سوق رأس المال. وعموما فإنه في ظل وجود عدد كبير من المتعاملين الذين يسعون إلى شراء الأوراق المالية التي تحقق عوائد مستقبلية مرتفعة، اعتمادا على

المعلومات التي تم الحصول عليها.

وانطلاقاً من كون أن المعلومات تكون متوفرة ومتاحة للجميع وبتكاليف منخفضة، فإننا نعتقد أنه لن يكون لأي واحد من هؤلاء المتعاملين الحظ في تحقيق فرص ربح غير عادية مقارنة بغيره من المتعاملين، بمعنى أنه في السوق الكفاء نلاحظ أن جميع المتعاملين سيحققون نفس معدل العائد، وهو معدل عائد عادل لأنه يسمح لكل متعامل بتغطية مخاطر الاستثمار في تلك الورقة المالية. هذا يعني أنه في السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمتها الاستثمارية (الحقيقية).

1.2. الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

إن أسعار الأسهم تتغير مباشرة بعد كل معلومة جديدة يتحصل عليها المتعاملون في هذا السوق - تبعاً لطبيعة هذه المعلومة - وهو ما يعني أنه لا توجد فترة زمنية بين الحصول على المعلومات وتحليلها وبين التغير في سعر السهم.

إن هذا المبدأ ينطبق تماماً على مفهوم الكفاءة الكاملة، التي يتطلب تحقيقها توفير مجموعة من الشروط، نوردتها فيما يلي:

- 1- المعلومة المناسبة يجب أن تكون متاحة مجاناً لكل المشتركين في السوق.
- 2- يجب أن يكون عدد المشتركين في السوق كبيراً (مرتفعاً)، بالشكل الذي يجعل معاملاتهم لا تترك أثراً كبيراً على سعر السهم، وأن تكون بينهم منافسة حقيقية. (6)
- 3 - يجب أن يتصف المستثمرون بالرشد.
- 4 - يجب أن لا تكون هناك تكاليف على المعاملات، ويجب أن لا تكون هناك قيود مادية على كمية الأوراق المالية المتداولة، ولا تكون هناك قيود على الدخول أو الخروج من سوق رأس المال.

لكن بالرجوع إلى هذه الشروط، نلاحظ أنها صعبة التحقيق، فبالنسبة للشرط الأول لا يوجد ما يضمن أن لا يكون لأحد المتعاملين في أسواق رأس المال علاقات صداقة أو قرابة في المنشأة المعنية تسمح له بالحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين، كما لا يمكننا إلغاء فكرة وجود تكاليف وقيود على المعاملات في أسواق رأس المال .

كما أن وجود عدد من المؤسسات التي تبرم صفقات ضخمة على نوع من الأوراق المالية من شأنه ترك أثر على سعر هذه الورقة المالية. يبقى شرط الرشادة هو الشرط الوحيد المعقول، حيث نجد فعلاً أن معظم المتعاملين يسعون إلى تحقيق أكبر عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطرة. وإذا ما رجعنا إلى الكفاءة الاقتصادية فإنها تعني وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأسهم.

2.2 . متطلبات الكفاءة الاقتصادية

إن تحقق الكفاءة الاقتصادية في أسواق رأس المال يتطلب توافر شرطين أساسيين، هما كفاءة التشغيل و كفاءة التسعير.

1.2.2. كفاءة التسعير

" تعرف كفاءة التسعير بأنها الكفاءة الخارجية لأنها تعتمد على وصول المعلومات إلى المتعاملين بالسوق بسرعة وبتكلفة منخفضة، ويكون أمام كل المتعاملين في السوق الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح، وينعكس هذا على صعوبة تحقيق أرباح غير عادية، والمستثمر الذي يخسر يكون بسبب جهله وعدم تحليله للمعلومات المتوافرة في السوق". (7)

2.2.2. كفاءة التشغيل

وهي التي تعرف باسم الكفاءة الداخلية، ذلك لأنها تقوم على مبدأ خلق التوازن بين العرض والطلب داخل سوق رأس المال في ظل انخفاض تكاليف المعاملات. وهو الأمر الذي يشجع على زيادة حجم المعاملات مع سرعة تنفيذها، كما أنه في ظل كفاءة التشغيل لن يتمكن المتخصصون من تحقيق عوائد مرتفعة نظرا لانخفاض تكاليف السمسرة.

3.2. الصيغ المختلفة للكفاءة

إن طبيعة المعلومات المنعكسة على سعر السهم، بمعنى فيما إذا كانت معلومات عامة أو خاصة، ماضية أو حاضرة، هي التي تعكس الصيغ المختلفة للكفاءة والتي تتمثل في:

1.3.2. الصيغة الضعيفة للكفاءة

"يعني فرض الصيغة الضعيفة أن سعر التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، وهذا ما يرتبط بقواعد التحليل الفني كوسيلة للحكم على تطور السوق وبالتالي يصبح تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى للمستثمر". (8)

2.3.2. فرض الصيغة متوسطة القوة

في ظل الصيغة متوسطة القوة لكفاءة سوق رأس المال، فإن سعر السهم يعكس جميع المعلومات، سواء كانت هذه المعلومات تخص التغيرات التاريخية لسعر السهم وحجم التداول عليه، أو كانت هذه المعلومات تتعلق بالظروف الدولية، وظروف الاقتصاد الوطني، ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، أو ظروف المنشأة في حد ذاتها.

3.3.2. الصيغة القوية للكفاءة

يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات المنشورة فحسب، وإنما تعكس أيضا تلك المعلومات التي لم تنشر. أختبر هذا الشكل بالعديد من الطرق أهمها: صناديق الاستثمار، والمتاجرة الداخلية.

وإذا كانت الكفاءة واضحة في المستويين الأوليين في أغلب الأحيان، فهي غير ذلك في الشكل الثالث نظرا لإمكانية استعمال المعلومات المحكرة من قبل بعض الفئات من

المتعاملين الداخليين INSIDERS لتحقيق أرباح غير عادية. (9)

4.2. مقومات السوق الجيد

يمكننا جمع مقومات السوق الجيد في أربعة عوامل أساسية:

- كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير، والتي سبق وأشرنا إليها في متطلبات الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال.
- دقة وسرعة وصول المعلومات، حيث يفترض أن السوق الجيد يتيح للمتعاملين فيه كل المعلومات الخاصة بحالة السوق، بمعنى حجم العرض والطلب، ومن ثم أسعار البيع والشراء في الوقت المناسب وبالذقة المطلوبة.
- عدالة السوق: بمعنى إعطاء نفس الفرصة لجميع المتعاملين في الحصول على المعلومات الضرورية وبالسرعة المطلوبة وفي نفس التوقيت.

وفي حالة ما إذا حدث خلل بين العرض والطلب نتيجة لورود حجم كبير من أمر معين، سواء كان أمر بيع أو أمر شراء على نوع معين من الأوراق المالية، فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تلجأ إلى توقيف التعامل على هذا النوع من الأوراق المالية حتى تنتج الفرصة لجميع المتعاملين للتعامل عليها، الأمر الذي من شأنه أن يعيد التوازن بين العرض والطلب.

هذا النوع من الإجراءات من شأنه أن يعطي الفرصة لجميع المستثمرين للتعامل على ورقة مالية معينة - بيعة أو شراء- بما لا يسمح باحتكار التعامل من طرف مستثمر معين أو جهة معينة. كما يسمح بتفادي الهزات الكبيرة التي تحدث في أسواق رأس المال نتيجة الارتفاع الحاد، أو الانخفاض الحاد في الأسعار الراجع إلى اختلال التوازن بين العرض والطلب.

وإذا أمعنا النظر جيدا في هذه المقومات سنجدها نفس الخصائص والشروط التي سبق وأشرنا إليها في توضيح مفهوم كفاءة سوق رأس المال، وهو الأمر الذي يعني أن السوق الكفاء هو نفسه السوق الجيد في ظل الشروط المذكورة. يبقى آخر مقوم من مقومات السوق الجيد وهو السيولة.

" يقصد بالسيولة liquidity أن يستطيع البائع والمشتري إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على ذات الورقة، وذلك على فرض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق. وهذا يعني أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق، توفر سمة الانتظام orderly market أي سمة انتظام الأسعار والتي يقصد بها استقرار الأسعار أي عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى. (10)

لكن كيف يحقق السوق السيولة ؟

يجب أن نميز في سوق رأس المال بين نوعين من المتعاملين، متعاملين على أساس معلومات موضوعية عن منشأة معينة يحصلون عليها من مصادر موثوقة كالنشریات،

والجداول المالية وغيرها ، ومتعاملون يتعاملون على أساس الإشاعات والتقدير أو التخمينات الشخصية وهم من يطلق عليهم اسم فريق الضوضاء.

وهناك اعتقاد بأن فريق الضوضاء هو الذي يحرك السوق ويجعله أكثر نشاطاً، بما يسمح بخلق السيولة. كيف ذلك ؟

لو فرضنا أن جميع المتعاملين في السوق هم من أصحاب المعلومات، فسنجد أن أغلب الأوامر ستكون متشابهة، بمعنى إما أن أغلب الأوامر أوامر شراء، أو أن أغلبها أوامر بيع، وحتى لو حرر أحد المتعاملين أمر شراء ووجد باقي المتعاملين دخلوا كبائعين، فإنه سيتدرد كثيراً في تنفيذ الأمر، كما قد يتراجع عن الشراء ظناً منه أن باقي المتعاملين حصلوا على معلومات جديدة لم يعلم بها. وهو الأمر الذي سيجعل حركة التعامل في سوق رأس المال بطيئة جداً.

لذلك يساهم فريق الضوضاء بشكل كبير في تنشيط سوق رأس المال، حيث أن تعاملهم على أساس التخمينات الشخصية أو الإشاعات سيجعل القيمة السوقية للورقة المالية تبتعد كثيراً عن قيمتها الحقيقية، وهو ما يعطي الفرصة لفريق المعلومات بإبرام صفقات تسمح لهم بتحقيق عوائد ناتجة عن الفرق بين أوامر البيع وأوامر الشراء، كما أن تحرك فريق المعلومات في هذه الحالة سيؤدي في نهاية المطاف إلى إعادة التوازن بين العرض والطلب، ومن ثم الرجوع بقيمة الورقة المالية إلى قيمتها الحقيقية، وهكذا...

وعليه نلاحظ أن تعاملات فريق الضوضاء تسمح بتحقيق سمتي العمق والاتساع للسوق. ونقصد بالعمق أن هناك أوامر مستمرة (بيع أو شراء على الورقة المالية)، أما الاتساع فيقصد به وجود عدد كبير من أوامر البيع وأوامر الشراء، على الورقة المالية، وهاتين الصفتين تسمح بتقليل الخسائر الرأسمالية الناتجة عن الاختلال الكبير في الأسعار، إذ يكون التغير في السعر صغير.

وتوفر هاتين السمتين في السوق سيؤدي إلى تحقيق السيولة، بمعنى سيجعل الورقة المالية سهلة التسويق .

4. السيولة وكفاءة سوق رأس المال

تظهر العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، من خلال التغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء، وتلك التي يحدثها أصحاب المعلومات. حيث تعتبر التغيرات التي يحدثها فريق الضوضاء تغيرات مؤقتة ما تلبث أن ترجع إلى حالة التوازن.

أما التغيرات التي يحدثها أصحاب المعلومات الناتجة عن وصول معلومات جديدة إلى السوق فإنها لا تحدث تغير فوري في السعر، وإنما يتغير السعر شيئاً فشيئاً حتى

يصل إلى المستوى الجديد تبعا لطبيعة المعلومة (صفة الانتظام).

يبدو أن التوافق بين السيولة والكفاءة يظهر في حالة التغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء، حيث أن التغير في السعر يكون سريعا وهو ما يعكس كفاءة السوق. هذا من جهة، و من جهة ثانية، أن التغير في السعر يحدث فارقا ولو طفيفا بين سعر البيع وسعر الشراء، وهو ما يشجع أصحاب المعلومات على التعامل على الورقة المالية، مما يسهل عملية تسويقها وبذلك تتحقق السيولة.

كما أن السعر هنا وتبعا لتصرفات فريق الضوضاء، يعكس الانتظام من جهة، كما قد يؤدي إلى إيقاف التعامل لفترة محددة - في حالة وصول طلبيات كبيرة على ورقة مالية معينة- حتى يتحقق التوازن بين العرض والطلب. وهاتين الصفتين ضروريتين لتحقيق الكفاءة، وكذلك ضرورية لتحقيق السيولة.

غير أننا سنصل إلى نتيجة معاكسة تماما في حالة التغيرات السعرية التي يحدثها أصحاب المعلومات، إذ يتضح في هذه الحالة أن هناك علاقة عكسية بين السيولة والكفاءة، كيف يكون ذلك؟

لأنه وكما سبق وأوضحنا أن تغير السعر الناتج عن تصرفات أصحاب المعلومات لا يحدث مرة واحدة، بل أن السعر يستغرق بعض الوقت حتى يصل إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية، وهو ما يعكس صفة الانتظام ويعكس كذلك سيولة الورقة المالية.

غير أن تحرك السعر بهذا الشكل سيسمح لبعض المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية وهو ما يتعارض مع مفهوم كفاءة سوق رأس المال. وهو ما يعني أن العلاقة عكسية بين السيولة والكفاءة، وأن السوق الذي يحقق السيولة لن يحقق الكفاءة.

كما أن تعديل الخلل في الأسعار الذي أحدثه فريق الضوضاء - والذي سمح بخلق السيولة للسوق- سيستغرق وقتا طويلا حتى يعود بالأسعار إلى مستوى التوازن، وهو ما يتعارض مع مفهوم الكفاءة.

يمكن للشخص أن يفكر بأنه لتجاوز هذه الحالة يجب التخلي عن فريق الضوضاء، الأمر هكذا يبدو بسيطا، لكن في الواقع غياب فريق الضوضاء سوف يؤدي إلى ركود التعامل في أسواق رأس المال، إذ غالبا ما يتعامل أصحاب المعلومات مع فريق الضوضاء أكثر من تعاملهم مع بعضهم البعض، كما أن لركود التعامل في سوق رأس المال من شأنه أن يقلل من عدد المتعاملين فيه، ونحن نعلم أن من شروط تحقيق الكفاءة وجود عدد كبير من المتعاملين في سوق رأس المال. وعليه يبدو جليا وجود تعارض واضح بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال.

وبما أنه لا يمكن التقليل من أهمية كفاءة أسواق رأس المال لما لها من دور في توجيه الموارد المالية نحو المجالات الأكثر ربحية، و كما أنه لا يمكن لأي سوق أن يقوم ويستمر من دون سيولة، فهل يمكن الجمع بينهما؟

5. اتجاهات لزيادة الكفاءة والسيولة في سوق رأس المال الأمريكي

نريد أن نشير إلى أنه تم دراسة السوق الأمريكي هنا، لأن أسواق رأس المال الأمريكية تعتبر هي الرائدة أو السبّاقة في هذا المجال، لذلك فإننا سنحاول من خلال هذه الدراسة إلقاء الضوء على مختلف السياسات والأساليب المستخدمة من أجل تحسين سيولة وكفاءة سوق رأس المال، وهذا من خلال تجارب الدول المتقدمة في هذا المجال.

انطلاقاً من ذلك نجد أن من أهم الاتجاهات المعتمدة لتحسين كفاءة وسيولة السوق الأمريكية يمكن أن نذكر: عمولة السمسرة، تحديث أدوات التعامل في سوق رأس المال، توحيد سوق رأس المال أو خلق سوق رأسمال قومي موحد.

1.5. عمولة السمسرة

يعتبر التحول من فرض عمولة سمسرة ثابتة إلى فتح المجال للتفاوض بشأن هذه العمولات من بين الإجراءات التي من شأنها أن تزيد من كفاءة وسيولة سوق رأس المال. تخفيض عمولة السمسرة من شأنه أن يشجع الاستثمار مما يساهم في زيادة حجم الأوامر واستمرارها، بمعنى المساهمة في تحقيق صفتي العمق والاتساع بالشكل الذي يخلق السيولة.

كما أن تخفيض عمولة السمسرة يعتبر أحد شروط تحقيق الكفاءة الكاملة، وهكذا نستطيع القول أنه يمكننا الجمع بين السيولة والكفاءة من خلال تخفيض عمولة السمسرة.

2.5. تحديث أدوات التعامل

" في مارس 1976 أدخلت بورصة نيويورك نظام الكتروني لإبلاغ الأوامر (DOT (Designated Order Turnaround). يسمح للسمسار الذي يتمتع بعضوية النظام بإبلاغ أوامر السوق market orders الصغيرة مباشرة إلى المكان الذي يوجد به المتخصص Trading floor الذي يتعامل في السهم محل الأمر، وذلك من خلال طرف الحاسوب المتصل بالنظام، دون أن يمر الأمر بالمقصورة Floor booth التي يوجد فيها السماسرة الوكلاء. وبمجرد تنفيذ الأمر يقوم المتخصص بإبلاغ بيت السمسرة بذلك من خلال طرف الحاسوب أيضاً، كل ذلك في خلال فترة لا تتجاوز في المتوسط دقيقتين.

هذا، وفي البداية كان الحد الأقصى لعدد الأسهم التي يتضمنها الأمر 100 سهم ثم ارتفع بعد ذلك إلى 599 سهم. والآن زادت طاقة النظام وأصبح قادراً على تناول أوامر السوق على الأسهم الفردية بحد أقصى 2099 سهم، ومن ثم فقد أطلق عليه بنظام سوبر دت SUPER DOT .

ليس هذا فقط، بل يقدم النظام الجديد الضمان بتنفيذ الأمر وإبلاغ النتيجة لمن أصدره، وذلك في حدود ثلاث دقائق. وإذا لم يبلغ صاحب الشأن في خلال تلك المدة فإن هذا يعد بمثابة رسالة ضمنية بأن الأمر قد تم تنفيذه بالسعر الذي كان يجري به التعامل في لحظة صدور الأمر. وإلى جانب ذلك يتعامل السوبر دت مع أوامر سوق

أكبر في حدود 30099 سهم، ولكن دون ضمان لوقت التنفيذ. (10)

إن إدخال هذا النوع من الأنظمة على أسواق رأس المال من شأنه أن يعفي المستثمرين من دفع عمولة تجار الصالة وهو ما يساهم في رفع كفاءة وسيولة السوق.

3.5. خلق سوق رأسمال أمريكي موحد

" في محاولة لرفع كفاءة وسيولة أسواق رأس المال أدخل الكونجرس الأمريكي في عام 1975 تعديلات على قوانين الأوراق المالية SECURITIES ACTS AMENDMENTS أعطيت بمقتضاها لجنة الأوراق المالية والبورصة صلاحية التصرف من أجل توحيد كافة أسواق رأس المال - المنظمة وغير المنظمة - في سوق قومي واحد (NMS) NATIONAL MARKET SYSTEM وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصالات إلكترونية، من شأنها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المعنية. هذا بالإضافة إلى إتاحة أفضل فرصة ممكنة للمستثمرين لأن يبرموا الصفقات في ظل أفضل الشروط. (10)

ولخلق سوق موحدة لا بد من توفر مجموعة من العوامل منها مركزية التقارير والمعلومات، ومركزية المعلومات عن الأسعار، ومركزية دفتر الأوامر المحددة، بالإضافة إلى المنافسة المفتوحة.

خاتمة

إن أسواق رأس المال وجدت أساسا من أجل تعبئة المدخرات وتمويل احتياجات المنشأة والجهات المختلفة، بمعنى توجيه الموارد المالية إلى الاستثمارات المربحة بالشكل الذي يسمح بتمويل النمو الاقتصادي و تحريك عجلة الاقتصاد.

فهي بذلك تعتبر أداة فعالة لتحقيق تنمية شاملة ومتسارعة تمس مختلف جوانب الحياة، وكلما توفرت الشروط والمقومات الأساسية لقيام هذه السوق كلما اقتربنا أكثر فأكثر من تحقيق الكفاءة لها.

والسوق الكفاء هو السوق الذي يتغير فيه سعر الورقة المالية بسرعة تبعا لنوع المعلومات التي ترد إلى السوق، بمعنى إذا كانت معلومات سارة (متفائلة) ستدفع بالأسعار إلى الارتفاع والعكس صحيح، أي أن سعر الورقة المالية في السوق الكفاء يعبر عن قيمتها الحقيقية، وهي قيمة عادلة تكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في مثل هذا النوع من الأوراق المالية، حيث أن سعر الورقة المالية يعتبر مرآة عاكسة لكل معلومة تصل إلى السوق.

وتتحقق الكفاءة الكاملة في السوق في حالة عدم وجود فترة زمنية بين وصول المعلومة إلى السوق وانعكاسها على الأسعار، أما إذا استغرق انعكاس المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق بعض الوقت، فإننا سنكون أمام مفهوم الكفاءة الاقتصادية، وفي ظلها سيكون هناك اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية و قيمتها الحقيقية لبعض الوقت.

وتأخذ كفاءة السوق صيغ مختلفة، وهي الصيغة الضعيفة للكفاءة، والصيغة متوسطة القوة، والصيغة القوية للكفاءة، وتختلف كل صيغة عن الأخرى تبعاً لطبيعة المعلومة التي تقوم عليها كل صيغة.

كما أن قيام سوق جيد يتطلب توفر مجموعة من الشروط، وهي دقة وسرعة وصول المعلومات، عدالة السوق، كفاءة التسعير والتشغيل، والسيولة.

إن الشروط الثلاثة الأولى هي نفسها الشروط اللازمة لقيام سوق كفاء، غير أن الشرط الرابع ألا وهو السيولة يضعف كفاءة السوق.

والسيولة يقصد بها إمكانية إبرام صفقات بيع أو شراء بسرعة وبسعر قريب من آخر سعر أبرمت به الصفقة على ورقة مالية معينة. وتتحقق السيولة في السوق بفضل فريق الضوضاء، وهم متعاملون يتعاملون على أساس من الضوضاء، الإشاعات والتخمينات الشخصية، وليس على أساس معلومات موضوعية متحصل عليها من مصادر موثوقة. كما هو الشأن بالنسبة لأصحاب المعلومات.

رغم ذلك نجد أن فريق الضوضاء يساهم بشكل كبير في زيادة التعامل على الأوراق المالية، مما يساهم في تسهيل تسويق الورقة، ومن ثم تحقيق السيولة، كما يساهم في تحقيق الكفاءة كذلك كونه يعكس الانتظام من جهة، ومن جهة أخرى يؤدي تصرف فريق الضوضاء كذلك في إيقاف التعامل لفترة محددة، وهي من مميزات السوق الكفاء.

تبدو العلاقة بين السيولة والكفاءة عكسية تماماً، في ظل التغيرات السعرية التي يحدثها أصحاب المعلومات، لأنه في هذه الحالة سيتحقق شرط الانتظام وبالتالي تحقيق السيولة، نتيجة للفترة التي يستغرقها السعر حتى يرجع إلى سعر التوازن، كما سيتمكن بعض المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية وهو ما يضعف كفاءة السوق.

لذلك اتجهت الكثير من الجهود والمحاولات في العديد من الدول إلى محاولة زيادة سيولة وكفاءة السوق، وكذلك الجمع بينهما، وهو ما حدث في السوق الأمريكي، حيث تم اعتماد جملة من السياسات والإجراءات لتحسين سيولة وكفاءة السوق، نذكر منها فتح المجال للتفاوض بشأن عمولة السمسرة، تحديث أدوات التعامل في أسواق رأس المال، وخلق سوق رأسمال أمريكي موحدة.

وما زالت هذه الدول تعمل جاهدة في البحث عن السبل والإجراءات التي تمكنها من تحقيق الكفاءة في أقصى درجاتها لأسواقها، أفلا تكون هذه الحالات دافعا لنا لننشى أسواق مالية مماثلة.

المراجع

1-Mickael Barre, Françoise Lorand, la réaction du marché boursier français à l'annonce

- d'une OPRA, mémoire DESS finance d'entreprise, université de Rennes 1, Octobre 1998.p 40
- 2 - Belkagui A, accounting theory, new York, Harcourt brace, jovanor , INC, 1981.p 48
- 3- منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، 1996، ص400.
- 4-<http://www.ozlibyanstudents.com/montada-f22/topic-t162.htm> /9-10-2009 -11 :25.
- 5- Gérard Marie Henry, les marchés financiers, Armand colin, Paris, 1999.p39.
- 6- Yves Crozet, Bernard Belletante, Pierre – Yves Gomez, Bernard Laurent, Dictionnaire de banque et bourse, Ed Armand Colin, Paris ,1993.p121.
- 7- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 34.
- 8- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995، ص 505.
- 9- محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، العدد 3، 2004، ص85.
- 10- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، 1999. ص 557.