

تباين القرارات الاستثمارية في أسواق المال في ظل عدم تناظر المعلومات

أ. مكرودي سالم، جامعة جيجل

أ. صاري علي، جامعة الجزائر

الملخص:

يلقي هذا البحث الضوء على مفهوم القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق المالي، وأسباب التباين الحاصل في القرارات نظراً لمشكلة عدم تناظر المعلومات المالية المتاحة للمستثمرين فيما يخص المؤسسات المدرجة في السوق.

ولعل من أهم الأسباب في اختلاف نوعية هذه القرارات، نقص الوعي المالي للمستثمرين، الاعتماد على التسريبات والإشاعات، المضاربة الغير المرتكزة على أساس علمي أو مهني سليم، وضععية الأسواق المالية الناشئة من ناحية المخاطر والصعوبات التي تواجهها هذه الأسواق.

إن اتخاذ قرار سليم من قبل المتعامل في السوق المالي فيما يتعلق بالاستثمار سواءً من ناحية الشراء أو البيع في سهم معين، يتوجب عليه أن يكون ملماً وعلى معرفة بكيفية قراءة القوائم المالية.

وقوائم الدخل والتدفقات النقدية، وكيفية تحليل هذه القوائم واستخراج بعض المؤشرات المالية التي تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وتخفيض مستوى عدم التأكد المرتبطة بهذه القرارات، مما يؤدي إلى رفع فعالية وجودة أي قرار استثماري من خلال التوجيه السليم للمدخرات. لذا يجب أن يكون جميع المستثمرين على قدم المساواة من حيث كم ونوع ووقت المعلومات التي ترد إليهم. وهنا يمكن القول انه سوق مالي كفؤ تتحقق فيه العدالة لجميع المستثمرين و يصبح مناخاً استثمارياً ملائماً.

Abstract

This research sheds light on the concept of investment decisions for clients in the financial market, and the reasons for the discrepancy.

Decisions made in view of the problem of asymmetry of financial information available to investors with respect to institutions listed in the market.

Perhaps the most important reasons for the difference in the quality of these decisions, lack of financial awareness to investors, rely on leaks and rumors, speculation of others based on a sound scientific basis Omhenne, the status of

emerging financial markets in terms of risks and difficulties faced by these markets.

That make a good decision by the trader in the financial market with regard to investment both in terms of purchasing Oualbea in a particular stock, he must be familiar with and know how to read financial statements.

And statements of income and cash flows, and how to analyze these lists and extract some financial indicators that enable him to make rational investment decisions and reduce the level of uncertainty associated with these decisions, leading to higher efficiency and quality of any investment decision through the proper guidance of the savings. Must therefore be all investors on an equal footing in terms of quantity and quality and time information received by them.. Here we can say that an efficient financial market justice is served for all investors and the investment climate becomes a fit.

المقدمة:

يتمثل مفهوم الاستثمار من وجهة نظر الأفراد على أنه تضحية بقيم حالية مؤكدة في سبيل الحصول على قيم غير مؤكدة في المستقبل. فيرى البعض أن المستثمر يحرم نفسه من التمتع باستهلاك حالي متاح (شراء السلع والخدمات) في سبيل تحقيق استهلاك أفضل منه في المستقبل .

إن الاستثمار عادة ما يدر عائداً وإن هذا العائد غالباً ما يكون غير مؤكد وعرضة للتقلبات. فهو يمثل مقدار الإضافة المتوقعة للثروة أو الدخل خلال فترة زمنية مقبلة، وطالما أن هذا العائد يتعلق بالمستقبل فهو غير مؤكد وأنه يحمل قدراً من المخاطر. وبالتالي فإن المستثمر يحتاج لترشيد قراراته الاستثمارية من خلال إدارة فاعلة قادرة على تقييم عوائد الأسهم وبناء محافظ استثمارية تعطي له عائد مناسب، بالإضافة إلى حاجته إلى معرفة العوامل التي على أساسها يتم تحديد عوائد الأسهم في الأسواق المالية. وتحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة التي تقوم على أساس التعامل الحر، فمن خلالها يتم تجميع الموارد المالية – المدخرات وتوجيهها نحو المجالات الاستثمارية المختلفة، التي بدورها تقوم بإنتاج السلع والخدمات، وزيادة الناتج القومي، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظراً لما تطلع به من وظائف، وما تزاوله من أعمال، فهي تمثل حلقة الوصل بين الأفراد، والبنوك ومؤسسات الادخار، التي يتجمع لديها المدخرات من ناحية، وبين المشروعات الاستثمارية والإدارة القادرة على استغلال رؤوس الأموال، بأفضل استخدام ممكن من ناحية أخرى. هذا بالإضافة إلى أن الأسواق المالية تمثل حلقة من حلقات نماء النظام المصرفي في أي دولة .

ومن أجل أن تقوم البورصة بالدور المتوقع بكفاءة عالية، لا بد من أن تتوفر بيانات محاسبية ومالية عن الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية، على أن تكون تكلفة الحصول على تلك المعلومات تكلفة معقولة. أما طبيعة وكمية البيانات التي يجب أن تتوفر، فهي تعتمد إلى حد كبير على متطلبات المستخدمين لهذه المعلومات في اتخاذ قراراتهم، إضافة إلى قدرتهم على التأثير على إدارة الشركة في الإفصاح عن المعلومات المطلوبة. وإذا كان المستثمرون يبنون قراراتهم الاستثمارية على تحليلهم لكيفية إدارة الشركة لمواردها المالية المتوفرة لديها، وعلى قوة مركزها المالي، وعلى السياسات المالية والاستثمارية المتبعة، فلا بد إذاً من توفر معلومات كافية تساعد المستثمر في الوصول إلى إجابات عن تساؤلاته، والتي يثيرها عند اتخاذ قرار الاستثمار وعند إدارته لمحفظته المالية.

2- أهمية البحث: تنبع أهمية البحث مما يلي:

- توضيح الأسس والمبادئ التي يمكن من خلالها التعرف على أثر المعلومات المالية (المحاسبية) على قرارات المستثمرين في السوق المالي، وأثر ذلك في تحديد أسعار الأسهم والسندات.
- التعرف على أهم الأسباب التي تمنع المستثمرين في الأسواق المالية من الوصول إلى مستوى عدم التردد في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

3- أهداف البحث: يهدف هذا البحث إلى:

- 1- السعي للتعرف على التباين بين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق المالية.
- 3 -استكشاف أسباب أو(عوامل) الكفاءة المنخفضة للقرارات الاستثمارية في الأسواق المالية.
- 2- مشكلة عدم تماثل المعلومات المالية لدى جميع المستثمرين في السوق المالي.

مشكلة البحث: يهدف الباحث من خلال هذه الداخلة العلمية للإجابة على إشكالية رئيسية يمكن صياغتها على النحو التالي: " ما مدى التباين في القرارات الاستثمارية للمتعاملين في الأسواق بناءً على المعلومات الواردة أو المتاحة لهم".؟ تتم الإجابة على هذه الإشكالية من خلال عناصر البحث التالية:

1- بناء القرار الاستثماري.

2- مشكلة عدم تناظر المعلومات داخل الأسواق المالية.

3- كفاءة الأسواق المالية.

4- الخاتمة و النتائج.

أولاً: بناء القرار الاستثماري.

إن أية تغيرات في مسار أسعار الأوراق المالية التي في السوق المالي في أغلبها ليست إلا انعكاس مباشر لتلك القرارات الاستثمارية وحتى المضاربية نتيجة قرارات المستثمرين، وأيضاً أن أياً من تلك القرارات الصادرة عن أي مستثمر ليست إلا تأرجح ذاتي داخلي بين حد الرغبة في الامتلاك وحد عدم الرغبة في الامتلاك، وأن هذه الرغبة ليست إلا نتيجة تفاعل كم هائل من الأفكار والمشاعر والتوقعات المُفضية في نهايتها إلى تبلور وتشكل القناعة الداخلية ، إما للحرص والطمع بالمكسب، أو الخوف والهرب من الخسارة.

هكذا هي ببساطة فسيولوجية عملية اتخاذ القرار الاستثماري في الأسواق المالية، فإذا كان سوق الأوراق المالية الذي حقق في القرون الأخيرة عصرنة قوية لمختلف التعاملات الاقتصادية، هذه العصرنة و الحداثة تمثلت في الأوراق القابلة للتداول و التي تمثل حقوق شراكة أو حقوق قرض، و التي تحول لحاملها مداخيل دورية (1). فهل بإمكاننا إذن أن نتحكم في هذه الفسيولوجية المهمة جداً، مادام أنها هي التي وراء ما يؤثر على قراراتنا الاستثمارية، ومن ثم يمتد تأثيرها إلى مدخراتنا واستثمارنا المستودعة في سوق الأوراق المالية؟!.

الإجابة باختصار تبدأ من نوع وكمّ البيانات والمعلومات والتقارير والأخبار والتطورات المتعلقة بتقييم الأوراق المالية التي نشترى فيها ونبيع، فكلما كانت أقرب إلى الدقة والثقة والتأكد والحداثة والشمولية والعقلانية والمهنية والعلمية، كانت نتيجة هذه (الفسيولوجية) أقرب إلى العدالة والحياد والدقة، ومن ثم ستأتي قراراتنا الاستثمارية لاحقاً كمجرد نتائج لها، فيما أن يتم اتخاذ القرار بالشراء، أو البيع، أو الإبقاء على

الأصل الاستثماري في المحفظة إن كان موجوداً فيها، أو عدم شرائه إن كان خارج المحفظة.

وتحقيق ذلك يتطلب بذل جهد ذاتي غير هين، وتحمل تكلفة مادية ومعنوية غير قليلة، وهو ما يمكن وصفه مهنيًا بالعناية والحرص اللازمين لأي مستثمر ينوي خوض تجربة الاستثمار في أي سوق للأوراق المالية، يغلب على تقييمها الراهن والمستقبلي عامل (عدم التأكد)، وما هذان العناية والحرص المتضمنان كل تلك الاعتبارات المذكورة أعلاه إلا من أجل تضيق مساحة هذا العامل المتمثل في (عدم التأكد)، ومحاولة الاقتراب قدر الإمكان من درجة مقبولة أو معقولة من التأكد، على أنه من المحال عموماً التوصل إلى درجة كاملة من التأكد، ويستثنى من ذلك الحصول على معلومات داخلية مؤكدة دون غيرك من بقية المستثمرين، إلا أن هذا الاستثناء يُصنّف على أنه من أكبر المخالفات والمحظورات في جميع الأسواق المالية حول العالم، التي تُعرض مرتكبها لأشد العقوبات والجزاءات المنصوص عليها حسب الأنظمة واللوائح القانونية المعمول بها في مختلف الأسواق المالية. لأن منافعها (الأسواق المالية) لا تفتر على الحكومة والسلطات النقدية و المؤسسات المالية والمصرفية والادخار التعاقدية المختلفة، بل تساعد كذلك بوصفها واحدة من أهم أوعية انتقال المدخرات في الاقتصاد، مختلف قطاعات الأعمال والأفراد، سواء لاعتبارها وسيلة آمنة للاستثمار أو كمؤشر يساعد في بناء (اتخاذ) قرارات استثمارية سليمة(2).

غير أن تجارب المستثمرين في إدارة المحفظة الاستثمارية، يجدون أنفسهم يقعون فقط في (نوع وكَم البيانات والمعلومات والتقارير والأخبار والتطورات المتعلقة بتقييم الأوراق المالية التي نشترى فيها ونبيع)، التي تحدد بقوة نمط القرار الاستثماري المتخذ من قبل كل مستثمر.

بناءً على ما تقدم، قد تكون الظروف التي تمر بها الاقتصاديات والأسواق في الوقت الراهن غير مستقرة على الإطلاق، وهذا مما قد يزيد من صعوبة اتخاذ القرارات الاستثمارية، وبالتالي يزيد من أهمية بذل الجهد والعناية تجاه آليات بناء تلك القرارات، رغم أن حتى هذه الأخيرة قد تذهب أدراج الرياح قياساً ببعض النتائج أو التبعات القاسية للأزمات المالية، التي حينما تتفاقم مساوئها المدمرة فإنها لا تفرّق بين الجيد من الرديء من الأصول المدرجة في السوق. وبذلك فإن القرار الاستثماري في هذه السوق مرهون بجملة من المعطيات منها:

1- مقدار العائد: وهو ما يعكس حجم الأرباح أو الخسائر التي يحصل عليها المستثمر والتي غالباً ما يعبر عنها كنسبة مئوية من رؤوس الأموال المستثمرة.

2- درجة المخاطر(3): وتمثل احتمالات المخاطر المتوقعة أو ما يسمى بعنصر عدم التأكد (Uncertainty) في مجال تقييم المشروعات، فهي بذلك تعني فرصة انحراف العائد الفعلي عن المتوقع (4). إذ إن الأسهم التي تحمل عوائد أو مردودات مماثلة ليست بالضرورة تحمل نفس معدلات الخطورة، مما يدفع المستثمر إلى وضع تقييم للوصول إلى حالات من الموازنة بين معدلات الأرباح وما ينشأ عنها من مخاطر وبالشكل الذي يجعل قراره أقرب إلى الصواب.

3- الوقت: إن شراء الأوراق المالية محدودة بفترة زمنية حيث يتحدد بموجبها الوقت الذي يحتفظ فيه المستثمر بالأسهم والسندات، إذ إن عامل الزمن يرتبط بنوع الشركة، ونظرة المستثمر وتوقعاته لنموها وتطورها، وهكذا يمكن تحديد المتحركات الأساسية في سوق الأوراق المالية بما يأتي:

أ- سعر الفائدة: يؤثر اختلاف سعر الفائدة بشكل معاكس على أسعار الأوراق المالية، إذ إن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض عمليات التعامل في الأسواق المالية، وبالعكس فإن انخفاض أسعار الفائدة يعمل على ترويج التعامل في الأسواق المالية، أما قياس درجة تلك المؤثرات فيتم باستخدام نسب التغير في الأصول والخصوم التي تتأثر بتلك التغيرات أو التذبذبات.

ب- السيولة: وهي الموجود النقدي المتوفر لدى المستثمر أو المصرف أو المؤسسة المالية وبالشكل الذي يضمن سد الاحتياجات بحيث لا يضطر لبيع الأوراق المالية التي بحوزته والتي قد تسبب الخسارة أحياناً ويتم قياس السيولة بالتعرف على نسبة الاستثمارات المالية إلى مجموع الودائع أو الموجودات.

ج- الائتمان: يبرز دور هذا المتحكم في المصارف والمؤسسات المالية في حالات عدم قدرة الجهة المصدرة للأوراق المالية على السداد في الأوقات المقررة وخاصة عند اختلاف التوازن ما بين القروض والائتمان ونسبة الخسائر في القروض.

د- رأس المال: ويمثل حالة القدرة أو عدم القدرة على تغطية قيم الأوراق المالية المصدرة ولا سيما عندما تكون هناك خسائر؛ الأمر الذي يتطلب الاهتمام بهذا العنصر ومراقبة حقوق الملكية التي يتمتع بها البنك أو المؤسسة المالية أو الفرد المستثمر.

هذا ويحتاج المستثمر الذي يريد خوض التعامل في الأسواق المالية الدولية إلى مجموعة من المعلومات تتيح له فرصة اتخاذ القرار بمعرفة كاملة بالملابسات الناتجة عما يتخذه من قرارات. تلك المعلومات التي يمكن تقسيمها إلى ما هو سابق لاتخاذ قرار الاستثمار، وما هو لاحق له، ولا سيما تلك التي تتيح للمستثمر تقدير ما يختاره وما لا يختاره من أوراق مالية أو سندات بما في ذلك المعلومات التي تهيئ له متابعة عناصر محفظته، وما يصدر من نشرات تلخيص لخصائص أسهم الشركات والسندات المطروحة، وأوضاع الهيئات المصدرة وكذلك أوضاع الاكتتاب نفسه، إلا أنه غالباً ما تتسم هذه السوق (السوق الدولية للأوراق المالية) بعدم وضوح ماهية المستثمرين ومعرفة ما يتخذونه من مواقف وما يتبعون من سلوك حتى من خلال مصادر الإعلام المتوفرة، وخاصة بالنسبة إلى المؤسسات المالية المشتركة فالبنوك الكبرى وصناديق الاستثمار التي بدأت تلعب دوراً في سوق الأسهم والسندات الدولية لا تفصح إلا نادراً وبصورة مبهمة عن السياسة التي تنتهجها بشأن الاستثمار والتي كثيراً ما تعتمد على عنصر الحسد وتأثير العوامل النفسية، هذا إلى جانب التعامل السطحي بالمعلومات المتوفرة، وبناءً عليه فإن مسألة التعامل في هذه الأسواق يعتمد على أمرين هما:

الأول: أهمية الدور الذي يلعبه تجار الأوراق المالية وبيوت السمسرة بشأن توجيه المستثمرين وتقديم النصح إليهم ومساعدتهم في كيفية ترشيد واتخاذ قراراتهم.

والثاني: أهمية العمل على زيادة وعي المستثمرين بما هم يقومون به أو يقدمون عليه وضرورة العمل على زيادة إلمامهم بمختلف جوانب السوق التي يريدون الاشتراك أو التعامل فيها.

ثانياً: مشكلة عدم تناظر المعلومات داخل الأسواق المالية:

تعتبر سوق الأوراق المالية قناة مهمة لتمويل الاستثمار لكونها تمثل سوقاً لتراكم رأس المال وتوظيفه ، كما هو عليه الحال في المجالات الاستثمارية الأخرى، من جهة ولارتباطها الوثيق والمهم باقتصاديات السوق من جهة أخرى.

إن حسن أداء الاقتصاد القومي يتطلب وجود أسواق مالية قادرة على تخصيص موارد المجتمع تخصيصاً مبنياً على تحويل المدخرات من الأفراد أو المنظمات الذين لا يتوافر لديهم فرص استثمارية منتجة إلى الأفراد أو المنظمات الذين يتوفر لديهم فرص استثمارية منتجة تنمي الاقتصاد القومي(5)، وتحقيق مستوى معيشة أفضل لأفراد المجتمع. و لا يتم ذلك إلا بوضع الضوابط و التشريعات الحكومية التي تحد من حدوث أي مشكلات أو عوائق تؤثر على أداء هذه الأسواق المالية ، ويعتبر مشكل عدم تماثل المعلومات من المشكلات الهامة التي يجب التصدي لها لما تحدثه من آثار سلبية على قرارات المستثمرين ومن ثمة على الأداء الاقتصادي الوطني.

- 1- المقصود بعدم تماثل (تناظر) المعلومات:** المقصود بعدم تماثل المعلومات هو عدم إتمام أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر لهذه الصفقة مما لا يمكنه من اتخاذ القرار السليم.
- 2- مشاكل عدم تماثل المعلومات:** يترتب على وجود عدم تماثل المعلومات ظهور نوعين من المشاكل يعتبران من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية، المشكلة الأولى تحدث قبل إتمام الصفقة وتسمى مشكلة الاختيار السيئ، و المشكلة الثانية تحدث بعد إتمام الصفقة وتسمى مشكلة مخاطر سوء النية.

1- مشكلة الاختيار السيئ: وهو عدم قدرة أصحاب الأموال على التفرقة بين الصالح والطالح من الأفراد والمنظمات الذين يسعون للحصول على هذه الأموال لتمويل أنشطتهم الاستثمارية، الأمر الذي قد يعرضهم للاختيار السيئ، أي توجيه مدخراتهم للطالح من الأفراد أو المنظمات وما يترتب عليه من نتائج غير مرضية.

ونظراً لعدم تماثل المعلومات نجد أن أكثر الأفراد و المنظمات رغبة و إباحا للحصول على الأموال هم الأكثر احتمالاً لإحداث نتائج غير مرضية لأصحاب هذه الأموال

كانعدام القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية، لذلك فهم الأكثر احتمالا للحصول على هذه الأموال.

و نظرا للاحتمال المرتفع للاختيار السيئ يتمتع أصحاب الأموال عن التعامل في الأسواق المالية رغم احتمال وجود أفراد ذوي فرص استثمارية منتجة، ولديهم القدرة على الوفاء بالتزاماتهم المالية، مما يؤدي إلى انخفاض أداء الأسواق المالية وتقليص دورها في تحويل المدخرات من الأفراد و المنظمات الذين لديهم فائض من الأموال ولا يتوافر لديهم فرص استثمارية منتجة إلى الأفراد و المنظمات الذين لديهم فرص استثمارية منتجة ويفتقرون إلى التمويل اللازم لذلك.

إن عدم توافر المعلومات لدى مشتري الأوراق المالية تجعله غير قادر على تحديد أي من الشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية ذات معدلات عائد متوقعة مرتفعة ومخاطر منخفضة وأيها ذات معدلات عائد متوقعة منخفضة ومخاطر مرتفعة، لذلك فعند دخول هذا المشتري هذه الأسواق المالية سيكون على استعداد لعرض سعر لا يعكس الجودة الحقيقية(القيمة الاقتصادية الحقيقية) لورقة المالية، بل يعكس متوسط الجودة للأوراق المطروحة في السوق، وهو سعر يقع ما بين القيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية الجيدة والقيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية الرديئة، وهذا السلوك من قبل المشتري لا يشجع مديري الشركات الجيدة على طرح أوراقهم المالية داخل هذا السوق لعلمهم أن هذه الأوراق ستباع بأقل من قيمتها الاقتصادية الحقيقية أما مديري الشركات الرديئة فهم الأكثر رغبة في طرح أوراقهم المالية لعلمهم بأن المشتريين المرتقبين على استعداد لعرض أسعار تفوق القيمة الاقتصادية الحقيقية لأوراقهم المالية لذلك فهم يملئون السوق مما يجعل المشتري المرتقب عرضة لمشكلة الاختيار السيئ الأمر الذي يحجب الكثير من المستثمرين عن التعامل مع هذه الأسواق المالية مما يحدث أثارا سلبية ليس فقط على أداء هذه الأسواق و لكن أيضا على أداء الاقتصاد القومي وذلك لعدم فاعلية هذه الأسواق على تعبئة المدخرات وتوجيهها للمنظمات الجيدة التي تتوافر لديها فرص استثمارية منتجة تساهم في زيادة النمو الاقتصادي للمجتمع.

أ-1 كيفية التغلب على مشكلة الاختيار السيئ: لا شك أنه إذا ما توافرت المعلومات الكافية عن المؤسسات المصدرة للأوراق المالية فإن أصحاب الأموال سيدخلون إلى الأسواق المالية بل وسيدفعون القيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية (وليس متوسط القيمة في حالة عدم تماثل المعلومات)، كما ستدخل الشركات الجيدة إلى هذه الأسواق

لترح أوراقها المالية وذلك لكون المدخرين على دراية بالقيمة الاقتصادية الحقيقية لهذه الأوراق المالية الأمر الذي ينعكس في النهاية على زيادة المعاملات داخل هذه الأسواق ويتحسن أدائها ، ولذلك فمن منطلق تعريفنا لمشكلة الاختيار السيئ فإن التغلب عليها يكون بتوفير المعلومات الكافية لجميع المتعاملين في السوق وذلك من خلال:

1- إنشاء شركات متخصصة في عملية جمع وإنتاج وبيع المعلومات التفصيلية التي تميز بين الشركات الجيدة و غير الجيدة ومن الشركات التي تعمل في هذا الشأن: شركة Standar and poor وشركة Moodys بالولايات المتحدة الأمريكية.

2- سن التشريعات الحكومية التي تلزم الشركات التي ترشح أوراقها المالية للبيع داخل الأسواق المالية بالإفصاح عن نفسها و ذلك بنشر المعلومات الصحيحة عن أرباحها و خسائرها وأصولها والتزاماتها وذلك تطبيقاً للمعايير المحاسبية المتعارف عليها دولياً.

ب- مشكلة مخاطر سوء النية: حتى مع افتراض قدرة الأفراد – أصحاب الأموال - على التفرقة بين الجيد والسيئ من الأفراد والمنظمات قبل إتمام الصفقة المالية وبالتالي عدم تعرضهم لمشكلة الاختيار السيئ، إلا أنهم لا يزالون عرضة لمشكلة أخرى تحدث بعد إتمام الصفقة المالية وهي احتمال تعرضهم لمخاطر سوء النية من قبل مستخدمي الأموال الذين يقومون باستخدام الأموال في أنشطة لا يرضى عنها أصحاب الأموال كالأنشطة الغير منتجة أو مرتفعة المخاطر، الأمر الذي يزيد من فرص عدم قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم المالية اتجاه أصحاب الأموال، فعلى سبيل المثال نجد أن عدم تماثل المعلومات بين مديري الشركات وحملة الأسهم يعرض حملة الأسهم لهذا النوع من المشكلات. كقيام مديري هذه الشركات باستخدام أموال حملة الأسهم في القيام بأنشطة استثمارية غير منتجة كبناء وتجهيز مكاتب فاخرة أو شراء سيارات فاخرة للاستخدام الشخصي أو استخدام الأموال في تنفيذ استراتيجيات ليس من شأنها زيادة ربحية الشركة ولكن لتدعيم مكانة وزيادة نفوذ هؤلاء المديرين، كالإستراتيجيات الخاصة بشراء شركات أخرى فقط لمجرد زيادة حجم الشركة وما يترتب عليه من زيادة نفوذ هؤلاء المديرين وانخفاض احتمال تعرض الشركة للبيع.

ويطلق على هذا النوع من المشاكل التي يتعرض لها حملة الأسهم بعد إتمام الصفقة بمشكلة الوكالة أي عدم قدرة مديري الشركات باعتبارهم وكلاء لحملة الأسهم على

تعظيم ثروة هؤلاء الأفراد. ويبقى السبب وراء تعرض الفرد المقرض أو المستثمر لمخاطر سوء النية هو عدم قدرته على المتابعة الدائمة لأنشطة المقرض أو الجهة المصدرة للورقة المالية، وذلك نظرا لما تتطلبه هذه العملية من تكاليف الوقت والجهد التي ليس بمقدوره أن يتحملها وحتى مع إصرار هذا الفرد على أن يتضمن عقد الاقتراض على بنود تحد من قدرة المقرض على القيام بأنشطة مرتفعة المخاطر، إلا أنه لا يزال عرضة لهذه المخاطر إذا لم يقم بالمتابعة الدائمة لأنشطة المقرض للتعرف على مدى التزامه بينود العقد. وتجنبنا لهذه المشكلة وما قد يترتب عليها من تكاليف نجد أن غالبية المدخرين يحجمون عن التعامل مع الأسواق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أداء هذه الأسواق وذلك بتقليص دورها في تعبئة مدخرات الأفراد وتوجيهها لفرص إنتاجية تساهم في زيادة النمو الاقتصادي وتحقيق مزيد من الرفاهية لأفراد المجتمع.

وخلاصة القول أن عدم تماثل المعلومات يترتب عليه ما يلي:

1- تقليص دور الأسواق المالية، وذلك نتيجة لإحجام الكثير من الأفراد المدخرين عن التعامل مع هذه الأسواق خوفا من التعرض للمشكلات سالفة الذكر. و أيضا لأحجام الشركات الجيدة عن دخول هذه الأسواق خوفا من بيع أوراقها المالية بأقل من قيمتها الحقيقية، الأمر الذي يعني حجب مدخرات المجتمع عن الفرص الاستثمارية الجيدة التي تقيد الاقتصاد القومي وترفع مستوى معيشة الأفراد.

2- انخفاض كفاءة الأسواق المالية وذلك نتيجة لدخول بعض المدخرين لاستثمار أموالهم في هذه الأسواق دون توافر المعلومات الكافية مما يعرضهم لمشكلة الاختيار السيئ وبالتالي توجيه مدخراتهم إلى من يسيء استخدامها، الأمر الذي يعني عدم استخدام موارد المجتمع الاستخدام الكفء الذي يخدم النمو الاقتصادي.

3- حتى مع عدم تماثل المعلومات فهناك مشكلات أخرى يواجهها المدخر الفرد تمنعه من دخول الأسواق المالية وهذه المشكلات تتمثل فيما يلي:

أ- ارتفاع تكاليف عقد الصفقات، حتى لو توفرت المعلومات لهذا المدخر فإنه يعزف عن الدخول لهذه الأسواق نظرا لارتفاع تكاليف عقد الصفقة، ما يسبب في تقييد قدرة المستثمر على تنويع استثماراته وذلك لصغر حجم أمواله التي تمتص تكاليف عقد الصفقات نسبة كبيرة منها.

ب - ارتفاع تكاليف السيولة، وهي التكاليف التي يتحملها صاحب الورقة المالية عند بيعها لتحويلها إلى سيولة نقدية.

ج - احتمال تعرض المستثمر الفرد لمخاطر السعر والتي تعني احتمال انخفاض سعر الورقة المالية عن سعر الشراء الأصلي لهذه الورقة بما يعرض حامل هذه الورقة لخسارة مالية.

ب-1 كيفية التغلب على مشكلة سوء النية:

إن التغلب على مشكلة مخاطر سوء النية يكمن في توفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأنشطة التي يقوم بها المديرون التنفيذيون وذلك من خلال:

- قيام حملة الأسهم و حملة السندات بالتعقب المستمر لأنشطة هذه الشركات.

- سن التشريعات الحكومية التي تلزم هذه الشركات على الإفصاح عن بياناتها المحاسبية لتمكين حملة الأسهم من الحكم على أدائها.

- إنشاء قوانين خاصة تفرض عقوبات رادعة على مديري الشركات إذا تبين تورطهم في نشر بيانات خاطئة عن شركاتهم أو تزوير سجلات الشركة أو استغلال سلطاتهم الوظيفية للحصول على بيانات داخلية عن شركاتهم واستخدامها للتأثير على أسعار الأوراق المالية في السوق لتحقيق استفادة خاصة.

وتعتبر الهيئات العامة لسوق المال الجهة المسؤولة على توفير المعلومات والبيانات الكافية عن الأوراق المالية و الجهات المصدرة لها والتأكد من صحتها، و جعلها متاحة بصفة منتظمة ودورية لتحقيق الغرض من توفيرها.

إن حديثنا عن مشكلة عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية يدفعنا إلى الحديث عما يسمى : السوق الكفاء والكيفية التي تتحقق بها الكفاءة للسوق.

كفاءة سوق رأس المال : أثارت فكرة كفاءة السوق جدلا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق ، فما المقصود بالسوق الكفاء ؟ وما هي شروط تحقق كفاءته ؟.

ثالثاً: كفاءة الأسواق المالية.

أ- مفهوم كفاءة السوق المالي: إن مفهوم الكفاءة في سوق المال له العديد من التعريفات ، وإجمالاً يمكننا القول بأن الكفاءة في سوق المال يعني بها مدى توفر المعلومات للمستثمرين من سرعة وجودها وسهولة الحصول عليها وقلة تكلفتها، بحيث تعكس

الأوراق المالية المتبادلة القيم الحقيقية للأصول المالية، وأن تكون حركة الأموال بسهولة وسرعة ودقة.

كما يعرف السوق الكفاء على انه السوق الذي " يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لهذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بان تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية و المخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستندفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بان تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها(6)

كما أن مضمون كفاءة السوق المالي يعني مدى انعكاس المعلومات في الأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات المنشورة في وسائل الإعلام(7).

وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأنه في ظلّ السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية، والتي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار من مخاطر.

ب- الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة للسوق:

إنّ المستثمرين في سوق المال يسعون إلى تحقيق أقصى منفعة ممكنة لذلك فهم يتنافسون فيما بينهم لتعظيم الأرباح التي يحققونها من وراء الصفقات التي يبرمونها، لكن وفي ظلّ السوق الكفاء وحتى يجني المستثمر أعظم ربح بالمقارنة مع باقي المستثمرين لا سبيل أمامه سوى الانفراد بميزة الحصول على المعلومات قبل غيره من المستثمرين حتى يمكن له اكتشاف ما إذا كانت القيمة السوقية الحالية للسهم – في ظل المعلومات الجديدة التي وردت إليه – أعلى أو أقلّ من قيمته الحقيقية بما يمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح قبل أقرانه.

لكن في ظل السوق الكفاء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها، فالمعلومات عن وجود فرق بين القيمة السوقية الحالية للسهم وبين قيمته الحقيقية نتيجة لورود المعلومات الجديدة سيتمّ تحليلها

بسرعة لتصل إلى الجميع في نفس الوقت، مما يترتب عليه حدوث تغيير فوري في القيمة الاسمية للسهم لكي تعكس قيمته الحقيقية دون أن يتاح لأي مستثمر ميزة سبق التي من شأنها أن تتيح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، حتى وإن حدث وأن حقق بعض المستثمرين أرباحا غير عادية على حساب غيرهم فإن ذلك يرجع للصدفة فقط. إذ لا يمكن لأحد في ظل السوق الكفاء أن يتنبأ بالظروف التي يمكن في ظلها أن يحقق مثل هذه الأرباح دون أن يكون هناك فرصة مماثلة ومتاحة للآخرين.

جـ : الفرق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

على ضوء التحليل السابق يمكن القول بأن السوق الكفاء كاملة هو ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تمثله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، وهذا يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيرهم، هذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة الكاملة والتي تقتضي توافر شروط السوق الكاملة المتمثلة في:

- 1- إتاحة المعلومات عن السوق للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف.
- 2- عدم وجود قيود على التعامل (تكاليف المعاملات ، ضرائب... الخ) ، مع تمكين المستثمر من شراء أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها وذلك ببسر وسهولة.
- 3- وانعدام القيود التشريعية للدخول والخروج من السوق وذلك بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود من أي نوع آخر.
- 4- قبول المستثمرين للأسعار المعلنة على أنها قضية مسلم بها.
- 5- اتّصاف المستثمرين بالرشد، فهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

بعد استعراض شروط السوق الكامل نلاحظ أنّ فكرة الكفاءة الكاملة لا يمكن أن تتوافر في سوق رأس المال أو أي أسواق أخرى، هذا ما يدفعنا إلى الانتقال من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية.

* الكفاءة الاقتصادية للسوق:

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثار هذه المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أنّ القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقلّ من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقلّ.

الأبعاد الاقتصادية للسوق المالي الكفاء (8): إن السوق المالي الكفاء ذو أهمية بالغة لكل من الاقتصاد و المجتمع الاستثماري و يتجلى ذلك في:

- 1- توجيه وإرشاد المستثمرين نحو الخيارات الاستثمارية بشكل صحيح.
- 2- إن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة ومن دون تكاليف مما يضمن انسيابية تدفق أوامر البيع و الشراء للأوراق المالية المتداولة في السوق.
- 3- التسعير العادل للأوراق المالية المتداولة.
- 4- حالة التوازن مستمرة في ظل السوق الكفاء، طالما أن الأسعار السوقية فيها تكون مساوية للقيم الحقيقية لها، وذلك بسبب توافر المعلومات لجميع المتعاملين وبتكلفة رخيصة.
- 5- الحد من حالات المضاربة المالية، لأن الأسعار في السوق الكفاء تستجيب للمعلومات الصحيحة فقط.

وبهذا فإن سوق الأوراق المالية أداة لتنشيط الاستثمار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي، فسوق الأوراق المالية تلعب دوراً هاماً في زيادة كفاءة الشركات من خلال عدة نقاط أهمها أن القطاع المالي هو المسؤول عن نقل رؤوس الأموال من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز وبالتالي فهو يعمل على زيادة إنتاجية رأس المال عن طريق توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص الموارد في الاستثمارات التي تحقق معدلات عائد أعلى(9) .

2- : متطلبات كفاءة السوق المالي: حتى يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما:

2-1- كفاءة التسعير: ويطلق عليها بالكفاءة الخارجية يقصد بها أنّ المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة – دون فاصل زمني كبير – ممّا يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، وذلك دون أن يتكبّد المتعاملون تكاليف باهظة ممّا يعني إتاحة الفرصة للجميع.

2-2- كفاءة التشغيل: ويطلق عليها بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبّد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أنّ يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه، وكما يبدو فإنّ كفاءة التسعير تعتمد إلى حدّ كبير على كفاءة التشغيل.

3- خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية (10): تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية، هذه الخصائص هي: توفر السيولة، استمرارية السعر، العمق، توفر المعلومات، وانخفاض عمولات الوساطة، وسنبحث هذه الخصائص على حدة فيما يلي:

***- السيولة:** تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، وتعني السيولة المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة. فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق، وصار من المطلوب إعطاء خصومات أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة .

كما أن عدم وجود مؤسسات صانعة للسوق، والتي تشكل العمود الفقري لهذه الأسواق يعتبر من المعوقات التي تؤثر على سيولة السوق وبالتالي تحد من هذه الأسواق ونموها، كما ان غياب الدور الفعال للمؤسسات الصانعة للسوق الثانوي يعتبر من العوامل التي غالبا ما تحد من قرارات المستثمرين(11).

***- استمرارية السعر:** تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدّة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة .

***- عمق السوق:** تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشتريين (أوامر شراء) المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فوراً للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى تغير كبير في أسعار الأوراق المالية.

وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بأسواق ضحلة **Shallow Markets** لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع لأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعاً. ولتأمين خاصية العمق في السوق، يجب أن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال جيدة وسريعة، ورخيصة حتى يتمكنوا من العثور بسرعة على كافة أسعار العرض والطلب ويتموا الصفقات .

***- شمولية السوق:** تتميز الأسواق المالية بالشمولية إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان حجم التداول الناتج صغيراً، فإن السوق تكون ضيقة، وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقاً .

***- حيوية السوق:** عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق. وعليه فإنه في الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية، يكون الفرق ما بين سعر العرض والطلب ضيقاً، ويتم إنجاز أي صفقة بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيراً، ويعتبر وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق .

وبهذا نكون قد عرفنا كيف تؤدي مشكلة عدم تماثل المعلومات إلى نقص أداء الأسواق المالية في تحويل مدخرات الأفراد من المتعاملين الذين لديهم عجز، وهذا ما ينعكس سلباً على أداء الاقتصاد الوطني. ولكن وفي ظلّ فرضية السوق الكفاء يفترض توافر المعلومات لكلّ المتعاملين الاقتصاديين، وهو ما يقلص من مشاكل عدم تماثل المعلومات.

الخاتمة :

تعد أسواق الأوراق المالية الموجه الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة، ومن الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة، لذا كان من الأهمية إبراز الدور تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية حتى يتم حماية المتعاملين فيها، وتوفير المناخ الملائم لسلامة المعاملات المالية، و الارتقاء بكفاءة السوق ورفع مستوى الأداء فيها.

كما يجب معرفة كيف تؤدي مشكلة عدم تماثل المعلومات إلى نقص أداء الأسواق المالية في تحويل مدخرات الأفراد و المؤسسات التي لديها فائض إلى المؤسسات والمتعاملين الذين لديهم عجز مالي، وهذا ما ينعكس سلبيًا على أداء الاقتصاد الوطني.

وما يترتب على ذلك من ظهور نوعين من المشكلات التي تعتبر من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية، المشكلة الأولى تحدث قبل إتمام الصفقة وتسمى مشكلة الاختيار السيئ، بينما تحدث الثانية بعد إتمام الصفقة وتسمى مشكلة مخاطر سوء النية.

كما يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى تقليص دور الأسواق المالية نتيجة لإحجام الكثير من الأفراد المدخرين عن التعامل مع هذه الأسواق وإحجام الشركات الجيدة عن دخول هذه الأسواق خوفاً من بيع أوراقها المالية بأقل من قيمتها الحقيقية، الأمر الذي يعني حجب مدخرات المجتمع عن الفرص الاستثمارية الجيدة التي تفيد الاقتصاد القومي وترفع مستوى معيشة الأفراد.

النتائج والتوصيات:

1- يعتبر الاستثمار في سوق الأوراق المالية من بين المجالات الاستثمارية المهمة التي تستلزم وضع الأسس الكفيلة بإنجاح العمليات الاستثمارية في هذا المجال، وذلك لتحقيق

الاختيار الناجح لتشكيلة الأوراق المالية في السوق دون التضحية بالعائد المتوقع من وراء تلك الاستثمارات.

2- يُفترض بالمستثمر في سوق الأوراق المالية بداية أن يعمل أولاً على توسيع وتعميق أرصدته المعرفية والعلمية في الجوانب الاقتصادية والمالية، وثانياً أن يكون دائماً مطلعاً ومتابعاً للأخبار والبيانات الاقتصادية والمالية التي تصدر من المؤسسات الرسمية والمالية، ويحاول بقدر ما اكتسبه من معرفة مالية أن يعكس تلك التطورات على استثماراته في الأسواق، ويمكنه أن يعوض نقص خبرته أو عدم فهمه لبعض التطورات بالبحث عن رأي الخبراء والمؤسسات المالية الموثوقة فيها.

3- على المستثمر أن يتنبه إلى ضرورة دراسة وفهم التفاعلات والعلاقات القائمة داخل ومع القطاعات المختلفة للاقتصاد الكلي، والتعمق من ثم تحليلاً في صلب الأسواق والصناعات التي تعمل فيها الشركات المساهمة المستهدفة، وإسقاط النتائج النهائية لتلك الدراسة على الشركة، ومحاولة الربط بينها وبين ما تفصح عنه أنشطة ونتائج الشركة المستهدفة من خلال قوائمها المالية التي توضح مركزها المالي (قائمة المركز المالي)، وصافي دخلها المتحقق من أدائها التشغيلي، وأي دخل آخر تحقق لها من أنشطة أخرى غير نشاطها الأساسي.

4- ان التعرف على كيفية تعامل إدارة الشركة مع النقدية المتوافرة لديها، سواء كانت تدفقات داخلية أم خارجية (قائمة التدفقات النقدية)، وهذا بدوره سيخدم المستثمر في التعرف بصورة دقيقة على الفرص الحقيقية إن وجدت، التي بدورها ستعزز من قيمة الأوراق المالية التي يستهدفها، كما أنها ستتيح له التعرف على المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الشركة المساهمة المستهدفة، وبناءً عليه، يمكن اتخاذ القرار بالاستثمار من عدمه.

قائمة المراجع و الإحالات:

(1)- Choinel AIAIN et Rayer Goyer, le marche financière, Banque édition, PARIS, 1999, P 02.

(2)- محمد يسر برنية، تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، صندوق النقد العربي، أبو ضبي 2004.

(3)- لمزيد من الشرح في مخاطر الاستثمار راجع: محمد عوض عبد الجواد، وعلي ابراهيم الشدقات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد، عمان 2006، ص ص 49 50.

(4)- الشعار نضال، "الأسواق المالية-البورصة"-، دار الضاد للنشر و التوزيع، حلب 2002، ص121

(5)- Frederic S, mishkin, the Economic of Money, banking and financial Market, sixt Editio wesley, U.S.A, 2001, p 30

(6)- صالح مفتاح و معارفي فريدة، متطلبات كفاءة السوق المالية، مجلة الباحث، عدد 182 /07-2009-2010، ص 182

(7)- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء ، الطبعة الأولى، عمان 2010، ص 200.

(8)- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص ص 202، 203.

(9)- أحمد عبد الفتاح، الأهمية الاقتصادية والتنموية لإحداث سوق الأوراق المالية في سوريا، متاح على:
<http://www.pathways.cu.edu.eg/news/news/uf17/06/2011>

(10)- محمد أيمن عزت الميداني، خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية،
<http://ik.ahram.org.eg/IK/ahram/2004/4/19> متاح على: 2011/06/27

(11)- رأفت حسين مطير، تطور اسواق راس المال في مجلس التعاون الخليجي،
مجلة علوم إنسانية، العدد 45، سنة 2010 WWW.ULUM.NL