

## العلاقة بين سيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية

راهم لخفيري  
مخبر المالية الدولية ودراسة الحكمة  
جامعة باجي مختار - عنابة  
Kaderahem@gmail.com

### الملخص:

يهدف هذا المقال إلى معرفة العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية من خلال دراسة تأثير السيولة على الكفاءة، ذلك لأن السيولة تعتبر أحد مقومات السوق الجيد، باعتبار السوق الجيد في حقيقة أمره هو السوق الذي يتسم بالكفاءة ويحقق السيولة لما يتداول فيه من أوراق مالية، 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 الاستراتيجيات التي من شأنها أن تحقق لسوق الأوراق المالية السيولة والكفاءة.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، السيولة، الكفاءة، المعلومات المالية

### Résumé :

L'objectif de cet article est d'éclaircir la relation entre la liquidité et l'efficacité du marché boursier à partir de l'effet de la liquidité sur l'efficacité du marché. On a remarqué que les conditions essentielles pour la création d'un bon marché sont identiques à celles d'un un marché efficient, permet d'obtenir des liquidités lors de la négociation de ses titres. 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 stratégies qui permettront d'effectuer la liquidité et Efficacité au marché boursier.

**Mots clés:** marché boursier, la liquidité, l'efficacité, l'information financière.

### Abstract :

This article aims at identifying the relationship between liquidity and the efficiency of the stock market by examining the effect of liquidity on efficiency. Liquidity is considered a good market component. The good market is the efficient and liquidity market for securities. In this study, we found that the behavior of the noise team contributes to the compatibility of liquidity and efficiency. However, the information team's behavior shows that there is an

inverse relationship between liquidity and efficiency. This has led to an intensification of efforts to find strategies to achieve the stock market. The Liquidity and efficiency.

**Keywords:** stock market, liquidity, efficiency, financial information.

**تمهيد:**

إن كفاءة سوق الأوراق المالية هي السمة الضرورية لبقائها واستمرارها، حيث تختلف درجة الكفاءة من سوق إلى آخر باختلاف المعلومات المتاحة عن ربحية الشركة وعلى المخاطر التي تتعرض لها، فإذا حدثت تغيرات سعرية دون أن يكون لها مبرر فإن سمة الانتظام والأدوات المتاحة لضبط حركة الأسعار كفيلة بإعادة التوازن وتحقيق السيولة التي تعتبر من مقومات السوق الجيد، باعتبار السوق الجيد في حقيقة أمره هو السوق الذي يتسم بالكفاءة ويحقق السيولة لما يتداول فيه من أوراق مالية وذلك بتوفر المتطلبات الأساسية للسوق الكفاء، وهي كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير، عدالة السوق ودرجة الأمان و الانضباط بين المتعاملين، وبتحليل هذه السمات للسوق الكفاء تحدد مكانة كل من السيولة والكفاءة وأهميتهما بالنسبة للمتعاملين في ذلك السوق، ولكن هل الكفاءة و السيولة يكمل كل منهما الآخر أم أنهما سمتان متعارضتان؟ هذا ما سنجيب عنه في الدراسة التالية:

**المحور الأول: السيولة و القيمة السوقية للورقة المالية:**

إذا كانت لسيولة الورقة المالية أهميتها بالنسبة للمستثمر فإن لها أهميتها أيضا للشركة المصدرة لها، والتي تباع بسعر مرتفع بسبب ما تتسم به من سيولة لها تأثير مباشر وآخر غير مباشر عن القيمة السوقية للشركة، باعتبار أن القيمة السوقية للشركة مساوية لعدد الأسهم المصدرة مضروبة في القيمة السوقية للسهم، فإن ارتفاع القيمة السوقية للسهم يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للشركة، وهذا هو التأثير المباشر للسيولة، أما التأثير غير المباشر

فينجم من أن بيع الأسهم المصدرة بأسعار مرتفعة نتيجة لسيولتها يؤدي إلى زيادة حصيللة الاصدار وانخفاض تكلفة الحصول على الأموال وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للشركة.

**أولاً : السيولة و القيمة السوقية:** تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع تتولد عنها، مخصومة بمعدل خصم يعكس حجم المخاطر التي تتجم عن استثمارها، وهذه المخاطر نوعين: النوع الأول: المخاطر المنتظمة ذات السمة العامة تتعرض لها كافة الأوراق المالية.

النوع الثاني: المخاطر غير المنتظمة التي ترتبط بورقة مالية ما، ومن بينها مخاطر ضعف السيولة التي تعتبر من المخاطر الخاصة، إلا أن المستثمر لا يستطيع التخلص منها بسهولة<sup>1</sup>.

العائد المطلوب للتعويض عن مخاطر صعوبة تسويق الأوراق المالية يختلف من مستثمر إلى آخر، وذلك باختلاف الفترة التي يخطط فيها للاحتفاظ بالورقة المالية التي يملكها، وهذا راجع إلى هامش الربح الذي يحصل عليه صانع السوق.

وعليه فإنه كلما طالت فترة الاحتفاظ بالورقة المالية كلما انخفض نصيب الوحدة الزمنية من تلك التكاليف، وانخفض العائد الذي يطلبه المستثمر للتعويض عن مخاطر ضعف السيولة، مما يدل على انخفاض تأثير ضعف السيولة على القيمة السوقية للورقة المالية، وعلى الرغم من أن المستثمرين دون تمييز يتفاعلون كلما انخفض هامش الربح الذي يحصل عليه صانع السوق، إلا أن المتعاملين الذين يخططون لاستثمارات قصيرة الأجل لا

يرفضون دفع أسعار مرتفعة لشراء الأوراق المالية التي يتسم هامشها بالانخفاض، فسوقها يتميز بدرجة عالية من السيولة.

ثانيا: قياس السيولة: تقاس سيولة السوق بعدة طرق منها:

1- هامش ربح صانع السوق: يتمثل هامش الربح الذي يحققه صانع السوق في الفرق بين السعر الذي يشتري به الورقة المالية والسعر الذي يبيعها به.

ولما كان هامش الربح الذي يحققه صانع السوق يمثل الجانب الأكبر من تكلفة المعاملات التي يدفعها المستثمر للتخلص من الورقة المالية والتي تعد مؤشرا لما تتمتع به هذه الورقة من سيولة، وبالتالي فإن الهامش يعتبر مقياسا ملائما للسيولة.

وما يدل على اعتبار هامش ربح صانع السوق مقياسا للسيولة هو وجود العلاقة العكسية بين سيولة الورقة المالية وهامش الربح أو المدى الذي يحققه صانع السوق، والذي يمثل العائد الذي يطلبه لتوفير السيولة للورقة المعنية، فكلما ارتفعت مخاطر تسويق الورقة المالية بسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، أي كلما انخفضت سيولتها ارتفع الهامش الذي يطلبه صانع السوق<sup>2</sup>.

2- نسبة السيولة: تقاس نسبة السيولة متوسط قيمة حجم الصفقات التي أبرمت على الورقة المالية في آخر فترة، إلى متوسط النسبة المئوية للتغير المطلق في سعرها اليومي خلال نفس الفترة<sup>3</sup>، ويدل ارتفاع قيمة النسبة أن الصفقات الضخمة لا ينتج عنها تغيرا كبيرا في القيمة السوقية للورقة المالية، أما انخفاض النسبة فيعني أن الصفقات الضخمة التي تجري على تلك الورقة من شأنها أن تحدث تأثيرا كبيرا على القيمة السوقية لها، وتستخدم هذه النسبة

كمقياس للسيولة في سوق الأوراق المالية، حيث ترتب المؤسسات والشركات التي تتداول أسهمها في البورصة ثم تصنف إلى مجموعات حسب القيمة السوقية الكلية لتلك الأسهم.

**ثالثاً: سيولة السوق:** أن لسيولة الورقة المالية تأثير على قيمتها السوقية وهو ما يهتم المستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية، ولكن توجد سمات يجب أن تتوفر في السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية تجعلها سهلة التسويق وهذه السمات هي:

1- **عمق السوق:** توجد في سوق الأوراق المالية أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المعنية، ونتيجة لهذا التعامل النشط يباع وشراء فإن أي خلل في التوازن بين العرض والطلب عادة ما ينتج عنه تغيير طفيف في السعر، مما يدل على ضالة الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت، وهو ما يدل على عمق السوق<sup>4</sup>.

2- **اتساع السوق:** على عكس السوق المحدود، يتسم السوق بالسعة عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية المتداولة، مما يحقق استقراراً نسبياً في سعرها، وبالتالي يقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وفي مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار، كما يقبل صانع السوق هامش ربح منخفض على أمل أن يعوض ذلك ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية<sup>5</sup>.

3- **سرعة استجابة السوق:** أن أي خلل محتمل في التوازن بين العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال تغير طفيف في الأسعار، وهو ما يؤدي إلى ضالة الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة، مما يقلل فرصة ترده في بيعها، كما يضعف أمل المشتري في إمكانية شرائها، وبالطبع يتوقع أن يقبل صانع السوق لتلك الورقة هامش ربح

منخفض، نظرا لانخفاض المخاطر التي يتعرض لها مخزونه إذا ما انخفضت الأسعار<sup>6</sup>.

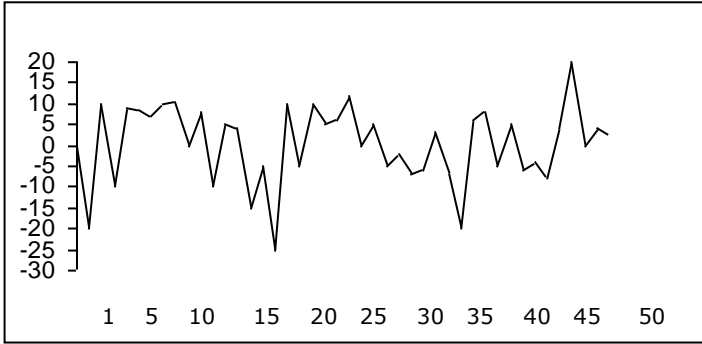
### المحور الثاني: السيولة وتأثيرها على كفاءة السوق

أحد المحددات الممكنة لخيارات الاستثمار هو مستوى تطور الأسواق المالية وخاصة أسواق الأوراق المالية، التي يفترض أن تتسم بالسيولة والكفاءة، فإذا لم تكن هناك سوق للأوراق المالية تتسم بالسيولة فإن فرص تنويع المخاطر بالنسبة للمستثمرين تكون محدودة، بالإضافة إلى الدور الذي تقوم به أسواق الأوراق المالية الجيدة الأداء في التزويد برؤوس الأموال فإنها تؤدي أيضا دورا مهما في توفير المعلومات للمستثمرين من خلال تجميع المعلومات عن إمكانات الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية فيها، مما يؤدي إلى تحسين سيولة تلك الأوراق.

### أولا: كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار:

1- ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار: يرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار في عام 1900 إلى الباحث الفرنسي "لويس باشيليه" حيث كشفت متابعته للتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع على أنها تفتقد إلى وجود أي ترابط بينها ما يؤكد على عدم وجود نمط محدد لحركة تلك الأسعار، حيث يرى ان المضاربة في السوق هي لعبة عادلة لا يمكن للبائع أو المشتري أن يضمن تحقيق الأرباح، وهو ما يدل على أن الأسعار الحالية في السوق تعتبر في حقيقة الأمر تقديرا غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في التاريخ المحدد لتنفيذ الصفقة، وهذا ما يعني بمفهوم كفاءة السوق إن الأسعار الحالية تعكس الظروف السائدة في ذلك التاريخ، ومن هنا توصل باشيليه إلى إنه إذا أبرمت صفقة بسعر معين في السوق، وأراد المستثمر

تخمين السعر الذي ستكون عليه السلعة محل الصفقة في تاريخ محدد فإن التخمين غير المتحيز يكون هو ذلك السعر الذي سبق أن أبرمت به الصفقة. وقام "روبرتس" Roberts سنة 1959 بتصوير بياني لمستويات الأسعار الفعلية في السوق خلال 52 أسبوع وفقاً لمؤشر دوجونز لمتوسط الصناعة، وذلك كما في شكل رقم (01) خريطة فعلية لقيمة مؤشر دوجونز



المصدر: منير ابراهيم هندي: "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" ص 517.

يوضح شكل رقم (01) أن الحركة الفعلية لأسعار الأسهم هي حركة عشوائية، حيث تتذبذب الأسعار من لحظة إلى أخرى بمستويات عشوائية.

**2- العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق:** أن الفرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم الكفاءة هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم وذلك من خلال سعيهم جاهدين إلى تحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وهو ما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات، غير أنه لما كانت المعلومات ترد إلى السوق في أي وقت وبنمط عشوائي وغير منتظم، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق، فالحركة المتوقعة في ظل هذه الظروف لا بد أن تكون عشوائية حيث لا تتغير الأسعار إلا بوصول معلومات جديدة إلى السوق، ولكن هذه

المعلومات لا تكون جديدة إذا كان من الممكن التنبؤ بها مقدماً فإن التغير في الأسعار قد يحدث في أي لحظة وفي أي اتجاه اعتماداً على طبيعة المعلومات الجديدة التي تأتي إلى السوق والتي لا يعلم أحد عنها شيئاً.

### ثانياً: كيف يخلق السوق سمات السيولة:

نميز بين مجموعتين من المتعاملين في سوق الأوراق المالية:

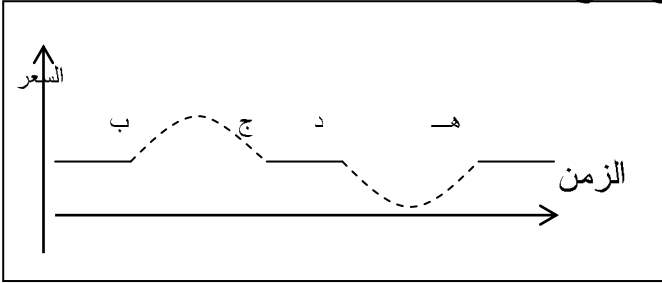
- مجموعة تتعامل على أساس معلومات متاحة لديها عن الشركة المعنية وتسمى بفريق المعلومات Information traders<sup>7</sup>.

- مجموعة تتعامل على غير أساس من المعلومات أي يتعاملون بناء على أحاسيس شخصية وإشاعات لا أساس لها أو بناء على آراء غير خبيرة بسوق الأوراق، حيث يتعاملون على أساس من الضوضاء ويتصرفون كأنها معلومات صحيحة، مثل هذا الفريق يمكن أن تسفر تعاملاته عن فوضى في السوق تكون من نتائجها أحداث تغيرات طارئة في أسعار الأوراق المالية المتداولة دون أن يكون لذلك أي أساس وتسمى هذه المجموعة بفريق الضوضاء noise traders (تجارة الضوضاء)، يعتقد في أن فريق الضوضاء هو الذي جعل أسواق الأوراق المالية حقيقة واقعة، بل هو الذي خلق لها السيولة المطلوبة، فلو أن جميع المتعاملين في السوق هم من ذوي المعلومات لاختفت الحركة النشطة في الأسواق، ففريق الضوضاء هو الذي يوفر للسوق مقوماته، فأعضائه إما يتعاملون على أساس ضوضاء يعتقدون في أنها معلومات صحيحة، أو أنهم عظيمي الثراء يتعاملون لإشباع رغبة لديهم وذلك رغم علمهم أن احتمال تحقيق عائد من وراء إبرام الصفقة هو احتمال ضئيل.



بوجود هؤلاء يجد المتعاملون ذوي المعلومات دافعا لإبرام الصفقات ذلك لأن تعاملات فريق الضوضاء من شأنها أن تأخذ الأسعار بعيدا عن القيمة التي ينبغي أن تكون عليها (القيمة الحقيقية)، وهنا يجد فريق المعلومات فرصة لإبرام الصفقات بما يعود بالأسعار إلى المستوى الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية، وهذه الخدمة ليست مجانية إذ يتولد عنها أرباحا تتمثل في الفرق بين سعر الورقة المالية، وهو السعر الذي أبرمت به الصفقة وبين القيمة الحقيقية لها.

والشكل رقم (02) يوضح أرباح فريق المعلومات.



المصدر: منير ابراهيم هندي: "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" ص 555.

يوضح الشكل رقم (02) أن معاملات فريق الضوضاء أدت في البداية إلى ارتفاع في القيمة السوقية للورقة المالية عند الزمن (ب)، وهنا تدخل فريق المعلومات لبيع ما يملكه من تلك الأوراق بالسعر المرتفع مما أدى إلى زيادة العرض وعودة الأسعار إلى مستواها، السابق عند الزمن (ج)، وبالتالي تحقيق أرباح إضافية تمثلت في الفرق بين السعر الذي وصلت إليه الورقة المالية وبين سعر التوازن الذي يعكس القيمة الحقيقية لها، أما في الزمن (د) فإن تعاملات فريق الضوضاء نجم عنها انخفاض في القيمة السوقية للورقة المالية، وهنا وجد فريق المعلومات فرصة لشراء المزيد من تلك الأوراق،

مما ترتب عنه زيادة الطلب وعودة الأسعار مرة أخرى الى مستوى التوازن في الزمن (هـ).

كما يبدو فإن التصرفات المتعاقبة لفريق الضوضاء، هي التي تخلق الحركة النشطة على الورقة المالية، وبالتالي تحقق لسوقها العمق والاتساع، وهما عنصرين أساسيين لسهولة تسويق الورقة المالية، أما في غياب فريق الضوضاء سوف تقتصر المعاملات على فريق المعلومات مما يدل على أن التغيرات السعرية ستكون في أضيق الحدود، و الأرباح لاتغطي تكلفة المعاملات.

### ثالثا : العلاقة بين السيولة وكفاءة السوق

يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من التغيرات السعرية:

- تغيرات سعرية عارضة ترجع إلى تصرفات فريق الضوضاء، وتحدث خلا مؤقتا بين العرض والطلب.

- تغيرات سعرية تحدث نتيجة المعلومات الجديدة وهي تدوم وتبقى إلى أن تصل إلى السوق معلومات أكثر حداثة<sup>8</sup>.

في ظل النوع الأول تتأرجح الأسعار في حدود المدى بين سعر الشراء وسعر بيع الورقة المالية وهذا قد لا يصبحه تغير في الهامش، وحتى إذا ما حدث التغير فعادة ما يكون محدودا وما يلبث أن يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات.

على العكس من ذلك فإنه في ظل النوع الثاني يترتب على المعلومات الجديدة تحرك الأسعار إلى مستوى جديد، حيث تكون الحركة بالزيادة إذا كانت المعلومات سارة، أما إذا لم تكن كذلك فإن الأسعار تتجه نحو مستوى أقل مما كانت عليه، ليس هذا فقط بل أن التغير في السعر قد يكون كبيرا حتى في

الصفات الصغيرة، وذلك عندما تعكس المعلومات درجة عالية من التفاؤل (أو التشاؤم) بشأن ربحية الشركة المصدرة للورقة المالية، وهذا بمثابة مؤشر يدل على كفاءة السوق.

وبالتالي فإن الانسجام بين السيولة و الكفاءة يكون واضحا في ظل النوع الأول من التغيرات السعرية، فالتغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء لا تقوم على أساس من المعلومات، ومن ثم ينبغي أن تكون في أضيق الحدود أو لا تكون على الإطلاق، وهو ما ينسجم مع مفهوم الكفاءة للسوق، كما ينسجم مع متطلبات السيولة، هذا يعني بالتبعية أن أدوات تحقيق السيولة مثل سمة الانتظام وإجراءات إيقاف التعامل في حالة وجود خلل في التوازن بين العرض والطلب، هي ذاتها أدوات تحقق الكفاءة للسوق خلال الفترات التي لا تصل فيها معلومات جديدة.

ولكن ماذا يمكن أن تكون عليه العلاقة في حالة ورود معلومات جديدة؟<sup>9</sup>

باختصار يبدو التعارض واضحا بين السيولة والكفاءة فالسوق الذي يحقق السيولة لما يتداول به من أوراق مالية من شأنه أن يؤدي إلى إضعاف كفاءة السوق، ويجعل أسعار الأوراق المالية مضللة لا تعكس المعلومات المتاحة عنها.

إن تصرفات فريق الضوضاء التي تخلق السيولة للسوق تؤدي أيضا إلى إضعاف كفاءته، لأن سعر الورقة المالية في ظل وجود هذا الفريق سوف لا يعكس فقط المعلومات المتاحة التي يتعامل على أساسها فريق المعلومات، بل سيعكس كذلك الاشاعات التي يتعامل على أساسها فريق الضوضاء، كل ذلك يؤدي بفريق المعلومات مواجهة الموقف باجراء كم كاف من التعاملات يكون من شأنها إزالة الخلل في سعر الورقة المالية، ورغم أنها فرصة جيدة لتحقيق الأرباح إلا أن أصحاب المعلومات لا يقومون بها وذلك لسببين:

**السبب الأول:** إن المعلومات المتاحة لدى فريق المعلومات تعطيه ميزة على تجار الضوضاء، ولكن التعامل على أساس المعلومات المتاحة لا يضمن تحقيق الأرباح في كل مرة يجري فيها التعامل مع هؤلاء التجار، وعليه يصبح من غير المتوقع أن يبرم فريق المعلومات صفقات كبيرة الحجم تقليلا للمخاطر المحتملة، ذلك لأنه كلما زاد حجم الصفقة زادت المخاطر التي يدفعها.

**السبب الثاني:** ليس هناك ما يؤكد للفريق من نوي المعلومات أنه يتعامل بالفعل على أساس معلومات وليس إشاعات، فمثلا إذا كانت الأسعار الجارية تعكس بالفعل ما يتاح لهم من معلومات فإن تعاملهم على أساس معلوماتهم جديدة ولم تتعكس على الأسعار لا يخرج عن كونه تعامل على أساس ضوضاء، وبالتالي إزالة آثار الضوضاء التي تتسبب في خلق السيولة، وهو ما يدل على الوقت الطويل الذي ينجح فيه فريق المعلومات بدفع الأسعار إلى مستواها الحقيقي، مما يتعارض كلية مع الكفاءة التي يسعى السوق إلى تحقيقها، فوجود فريق الضوضاء من شأنه أن يجلب الضوضاء للمعلومات التي يقوم عليها التحليل ويهتدي بها فريق المعلومات في اتخاذ قراراتهم، حيث أنه من النماذج التي يستخدمها المحللين في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، هي مضاعف الربحية الذي يحسب بضرب ربحية الورقة في نسبة السعر إلى ربحية الورقة، وفي ظل الضوضاء التي يحملها سعر الورقة لن يكون تقدير القيمة الحقيقية لها سليما وهو ما يعد إخلال بمتطلبات الكفاءة.

ليس هذا فقط بل أن كون سعر الورقة يتأرجح إلى الأعلى وإلى الأسفل، فإنه يكون في بعض الأحيان أعلى من القيمة الحقيقية للورقة، وفي أحيان أخرى أقل من تلك القيمة، وإذا ما أخذ في الحسبان أن الأوراق المالية ذات

المضاعف المنخفض هي الأكثر جاذبية<sup>10</sup> لتجار الضوضاء فإن هذا يعني المساس بالاعتقاد السائد الذي يقضي بأن العائد من الاستثمار في تلك الأوراق يفوق دائما مثيله للأوراق ذات المضاعف المرتفع، كما أن تصرفات الضوضاء من شأنها أن تضعف كفاءة السوق إلا أن غيابهم يعني أيضا عدم وجود سوق نشط، فالمتعاملين من ذوي المعلومات يتعاملون مع تجار الضوضاء أكثر من تعاملهم مع بعضهم البعض، ومن ثم فإن غياب تجار الضوضاء ينتج عنه هبوط شديد في التعاملات على أساس المعلومات وبالتالي انخفاض حركة السوق بصفة عامة.

هكذا يبدو أن السوق الكفاء الذي يتطلب عدم وجود فريق الضوضاء لا يمكن أن يجذب عددا كبيرا من المتعاملين، وذلك في الوقت الذي يعتبر فيه العدد الكبير من المتعاملين أداة من أدوات تحقيق الكفاءة لسوق الأوراق المالية، كذلك إذا كان السوق الكفاء غير جذاب للعديد من المستثمرين خاصة من ذوي المعلومات فإن السيولة في مثل هذا السوق سوف تكون عند حدها الأدنى.

وباعتبار العلاقة العكسية بين السيولة وبين تكلفة الأموال بالنسبة للشركة المصدرة للأوراق المالية، فإنه يمكن القول بأن السوق الكفاء الذي عادة ما يضعف السيولة قد لا يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال للشركة التي تتداول أوراقها في ذلك السوق.

كذلك من التناقضات بين السيولة و الكفاءة أنه توجد العديد من الشركات تسعى جاهدة إلى تحسين السيولة للأسهم التي تصدرها، وذلك بالدخول كمشتريه لتلك الأسهم، ولما كان شراء الشركة لأسهمها يحمل في طياته معلومات متفائلة بشأن مستقبل الشركة، فإن التمادي في إتباع هذه الإستراتيجية، من شأنه أن يضعف ثقة المستثمرين فيما تصدره الشركة من

أوراق مالية، وباعتبار أن السوق الكفاء هو الذي تعكس فيه الأسعار المعلومات الصحيحة عن الشركة، فإنه يمكن أن نستنتج أن كفاءة السوق هي بمثابة قيد على إستراتيجية تحسين السيولة من خلال إعادة شراء الشركات لأسهمها المتداولة.

### المحور الثالث: استراتيجيات تحسين سيولة وكفاءة السوق:

تناضل أسواق البلدان المتقدمة لتحقيق السيولة والكفاءة من خلال إتباع عدد من الاستراتيجيات، منها:

#### أولاً: استراتيجيات الشركة لتحقيق السيولة لأوراقها المالية:

إذا توفرت لسوق الأوراق المالية سمة العمق والاتساع وسرعة الاستجابة، سوف تتحقق لها درجة عالية من السيولة، وتترك إدارة الشركة المصدرة للورقة المالية أن لسهولة التسويق تأثير على القيمة السوقية للورقة وهو ما يترك أثره المباشر على القيمة السوقية للشركة ذاتها، كما يترك عليها أثراً غير مباشراً من خلال التأثير الذي تحدثه السيولة على تكلفة الأموال، حيث يصبح من المتوقع أن تعتمد الشركات إلى إتباع استراتيجيات من شأنها أن تساهم في سهولة تسويق أوراقها المالية، منها:

**1- طرح الأسهم للتداول العام:** تتمتع الأسهم التي تطرح للتداول العام بميزة إمكانية التصرف فيها بحرية في أي وقت مما يجعل المستثمر راغباً في امتلاكها وهو يمثل شيء من التناقض في سلوك المستثمر، ذلك لأن المستثمر يسعى جاهداً للحصول على ملكية في الشركات التي يسهل أن يخرج منها بسهولة، كما يتوقع أن ينجم عن طرح الخاص تأثير عكسي على عمق واتساع السوق، وهو تأثير لا بد أن يمتد أثره العكسي إلى السرعة التي يتم بها تسويق الورقة المالية الذي يمثل الشق الأول للسيولة<sup>11</sup>.

2- تسجيل الأوراق المالية بالبورصة: يعتبر تسجيل الأوراق المالية في البورصات من أهم الاستراتيجيات التي تحقق السيولة لتلك الأوراق، بالرغم من أنه لا يؤثر على المخاطر المنتظمة التي هي محدد أساسي لمعدل العائد المطلوب على الاستثمار، إلا أن له أثاره الإيجابية على مخاطر ضعف السيولة التي تؤثر على معدل العائد المطلوب على الاستثمار وعلى القيمة السوقية للورقة المالية، كما إن الارتباط بين كل من التسجيل في البورصة والسيولة والقيمة السوقية للورقة المالية التي ترتفع فور الإعلان عن إجراءات تسجيلها في البورصة، إضافة إلى العمل بالنظام الآلي الذي يربط بين صناع السوق في السوق غير المنتظمة، أدى إلى الزيادة في القيمة السوقية للورقة داخل البورصة، مقارنة بقيمتها خارجها أي في السوق غير المنتظمة، وذلك لأن النظام المذكور نجم عنه تحسن في سيولة الأوراق المالية المتداولة. مما ترتب عليه انخفاض ملموس في الهامش الذي يحصل عليه التجار في السوق غير المنتظمة، وهو ما انعكس أثره على السيولة و القيمة السوقية للورقة المالية<sup>12</sup>

3- تولي بنك الاستثمار شؤون الإصدار: من بين الإستراتيجيات التي تساهم في تحقيق السيولة للورقة المالية لجوء الشركة إلى أحد بنوك الاستثمار لتولي شؤون الإصدار، وذلك إذا ما تعرضت الورقة المالية إلى انخفاض في قيمتها السوقية أثناء تسويقها، مثل هذا الإجراء يؤدي إلى تحقيق الاستقرار في القيمة السوقية لها وبالتالي تمتعها بسيولة عالية.

4. القروض النمطية: في التعاقد المباشر بين المقرض والمقترض تكون شروط التعاقد مفصلة وفقا لما يراه المقرض ويقبله المقترض، وهي شروط قد

لا تكون ملائمة لأحد سواهم، لذا يطلق عليها بالقروض أو الأوراق المالية غير النمطية التي يعد تسويقها أمرا صعبا وذلك للأسباب الرئيسية التالية:

- إن تحديد قيمة سوقية للورقة يتطلب توفر المزيد من المعلومات.
- إن القيمة الاسمية للورقة المالية عادة ما تكون كبيرة بما لا يتلاءم مع الموارد المتاحة للكثير من المستثمرين.
- إذا كانت الشروط تناسب المستثمر (المقرض) الأصلي الذي أبرم العقد فقد لا تناسب مستثمرين آخرين لديهم أموال يرغبون في إقراضها.

وتتميط الأوراق المالية المختلفة مثل الأسهم والسندات ينطوي على قدر من التكاليف مثل تكاليف التسجيل والإصدار يمثل الاتجاه السائد وذلك لأن تلك الأوراق تتسم بدرجة عالية من السيولة نظرا لأنها لا تحمل السمات التي تتصف بها الأوراق غير النمطية، كما أن التتميط في حد ذاته يترتب عليه جعل تكلفة المعاملات عند حدها الأدنى، فميزة السيولة التي يخلقها التتميط تفسر الظاهرة التي أخذت في الانتشار بين البنوك ومؤسسات الإيداع التي بمقتضاها يتم تحويل القروض الغير نمطية إلى قروض نمطية.

5. قيام الشركة بالاقتراض: إن تكلفة المعاملات التي تنطوي على عملية الإقراض والاقتراض تكون أقل عندما تقوم بها الشركة، وذلك مقارنة بما يدفعه المستثمر إذا ما أجرى تلك المعاملات بنفسه، هذا يدل على أن للهيكل المالي تأثير على القيمة السوقية لأسهم الشركة حيث يصبح من المتوقع أن يفضل المستثمر شراء أسهم الشركة التي يتضمن هيكل رأسمالها على قروض طالما أن ذلك من شأنه أن يقلل من تكلفة المعاملات التي يدفعها المستثمر التي تترك أثرا ايجابيا على سيولة الأوراق المالية التي تديرها الشركة، هذا التأثير الايجابي للاقتراض تؤيده بعض الشواهد فانخفاض نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة يعود إلى عدم قدرتها على إبرام صفقات



الاقتراض بتكلفة أقل من تلك التي يدفعها المستثمر لو أنه قام بذلك بنفسه مما يعتبر دافع لتخفيض نسبة القروض في هيكل رأس المال. أما الشاهد الثاني فيتمثل في العلاقة العكسية التي وجدت بين الشريحة الضريبية التي يخضع لها دخول المستثمرين وبين نسبة الاقتراض في نسبة رأس مال الشركة التي يمتلكون أسهمها، وهو ما يعني أن المستثمر الذي يخضع لضريبة منخفضة يفضل أن تقوم الشركة بذاتها بالاقتراض، ذلك يحقق وفورات في تكلفة المعاملات ينعكس أثرها على القيمة السوقية لما تصدره من أوراق مالية.

**6. القيمة الاسمية للسهم:** إن إصدار الأسهم بقيمة اسمية صغيرة يوفر قدر معقول من السيولة لها، وذلك يجذب عدد كبير من المستثمرين من ذوي الموارد المحدودة مما يساهم في رفع معدل دورانها، وبالتالي يشجع صانع السوق على قبول هامش ربح منخفض يترك أثرا إيجابيا على السيولة وعلى العائد المتولد عن الأسهم.

**7. المسؤولية المحددة:** يؤثر الشكل القانوني للشركة على سيولة الأوراق المالية التي تصدرها فالشكل القانوني الذي تكون فيه المسؤولية محدودة بحصة المساهم في رأس المال، من شأنه أن يساهم في توفير السيولة لما تصدره من أوراق مالية، كما أن تكلفة الوكالة التي تصاحب الأشكال القانونية ذات المسؤولية المحدودة تعد بمثابة ثمن للسيولة التي تتحقق للأوراق المالية التي تصدرها الشركات العاملة بتلك الأشكال، ليس هذا فقط بل أن وجود الأشكال القانونية يعد في حد ذاته دليلا على أن العائد المتولد عن السيولة يفوق تكلفة الوكالة.

**8. نشر المعلومات:** تلعب المعلومات التي تنتشر عن الشؤون الداخلية للشركات التي تطرح أسهمها للجمهور دورا هاما في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها، حتى وان لم تكن التشريعات تقضي بنشر تلك المعلومات فإن لدى الشركات دافع ذاتي لنشرها، للمساهمة في توفير السيولة لأوراقها المالية، فإذا لم تتوفر تلك المعلومات فإن هامش الربح الذي يطلبه صانع السوق يكون كبيرا لحماية نفسه من مواجهة مستثمرين لديهم معلومات لا تتاح له، وعلى العكس من ذلك فإن إتاحة المعلومات يعني مخاطر أقل يواجهها صانع السوق مما يؤدي الى انخفاض الهامش وتحقيق سيولة أكبر للورقة المالية بشكل يؤدي في النهاية إلى انخفاض تكلفة الأموال بالنسبة للشركة المصدرة لها.

**ثانيا: مساهمة أعضاء السوق لتوفير السيولة:** يلعب السماسرة دور كبير في توفير السيولة للأوراق المالية من خلال مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع، كما إن سمة الاحتكار يمكن أن تؤدي إلى إحداث تذبذب شديد في الأسعار هذا في حالة الصفقات الصغيرة، ووجود مندوبي بنوك الاستثمار (أو بيوت السمسرة الكبيرة) الذين يتعاملون في الصفقات الكبيرة الحجم، مما يؤدي إلى ظهور طرف جديد يمكن تحقيق المزيد من السيولة للأوراق المالية المتداولة في السوق، الذي يتمثل في بنوك الاستثمار التي تتعامل في الطلبات الكبيرة ويطلق عليهم تجار الطلبات الكبيرة، أو بيوت الطلبات الكبيرة التي تتعامل أساسا مع المؤسسات المتخصصة للاستثمار، ولتحقيق السيولة المطلوبة لسوق الورقة المالية يلعب هؤلاء التجار دورين متميزين:

1- الدور الأول: يتمثل في قيام تجار الطلبات الكبيرة بالبحث عن عملاء راغبين في شراء أو بيع كمية كبيرة من ورقة مالية معينة، وبمجرد

الحصول على العميل المنشود ويتم إبرام الصفقة معه يقوم التاجر بالاتصال بالمتخصص الذي يتعامل مع الورقة (السفينة) ليعلمه بوجود طلبية كبيرة للبيع والشراء حسب الأحوال، هنا يقوم المتخصص نيابة عن التاجر باستيفاء الأوامر المحددة على تلك الورقة المسجلة في دفتره وبالتالي لعب التاجر دورا بارزا في خلق سوق نشط.

2- الدور الثاني: إن قيام التاجر بتغطية نفسه في مواجهة التغيرات المحتملة في القيمة السوقية للورقة المالية خلال فترة التخزين، و التي تقتضي قيامه ببيع كمية منها في السوق مما يؤدي الى تحقيق المزيد من السيولة وذلك بالتعامل الإضافي الذي جرى عليها، كما إن النظام الآلي نازداك، الذي يقوم عليه السوق من شأنه أن يوفر المعلومات الخاصة بسعر الشراء أو البيع للورقة المعنية، لدى كل بيت من بيوت السمسرة المشتركة في النظام والتي تتعامل في تلك الورقة، مما يؤدي إلى سرعة إبرام الصفقات ومنافسة شديدة ينتج عنها تخفيض الهامش الذي هو عنصر أساسي في تحقيق السيولة للورقة المالية.

ثالث: اتجاهات لزيادة الكفاءة والسيولة: تعمل أسواق البلدان المتطورة على تحقيق السيولة والكفاءة بإتباع عدد من الاتجاهات في مقدمتها إلغاء العمولة الثابتة وجعل العمولة تتحدد على أساس التفاوض كما أدخلت بعض الأسواق أدوات مستحدثة لتيسير إبرام الصفقات بالإضافة إلى الجهود المبذولة لإقامة السوق الموحدة.

1- عمولة السمسرة: يعتبر التحول من العمولة الثابتة إلى العمولة بالتفاوض له تأثير على السيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية، فانخفاض العمولة يشجع على زيادة التعامل مما يؤدي إلى تحقيق الاتساع والعمق لسوق

الأوراق المالية وبالتالي زيادة سرعة التداول وتحقيق سيولة أفضل. كما أن تخفيض العمولة يساهم في تحويل مؤشر الكفاءة من اتجاه الكفاءة الاقتصادية إلى اتجاه الكفاءة الكاملة.

2- إدخال أدوات مستحدثة: استخدام النظام الإلكتروني يزيد من سرعة إبرام الصفقات وما ينتج عنه من تخفيض في الوقت وتكلفة المعاملات إضافة إلى أنه يسهل على المستثمرين تنفيذ أساليب ضد مخاطر تغير الأسعار، كما يؤدي إلى سرعة استجابة الأسعار للمعلومات الواردة وهو ما يصحبه من تحسين كفاءة وسيولة السوق<sup>13</sup>

3- السوق الموحد : لرفع كفاءة وسيولة أسواق الأوراق المالية أدخلت تعديلات على قوانين الأوراق المالية، أعطيت بمقتضاها لجنة الأوراق المالية والبورصة صلاحية التصرف من أجل توحيد كافة الأسواق المنظمة وغير المنظمة في سوق قومي موحد، وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة الكترونية من شأنها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المعنية وبالتالي إتاحة أفضل فرص للمستثمرين لإبرام الصفقات في أحسن الظروف، ويقوم على:

- مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق.
- مركزية المعلومات عن أسعار الشراء والبيع التي أبرمت بها تلك الصفقات
- مركزية دفتر الأوامر المحددة- المنافسة المفتوحة لكافة صناع السوق لكل ورقة.

وهذه الركائز تحقق السيولة والكفاءة لسوق الأوراق المالية<sup>14</sup>.

**المطلب الرابع: استراتيجيات لتطوير بورصة الجزائر والبورصات العربية:**  
لا زالت أسواق الأوراق المالية العربية بعيدة عن تحقيق الأهداف المرجوة، كما أن هناك دولا عربية بلا بورصات حتى الآن، حيث تحتاج البورصات إلى مناهج وأطر نظامية للإدارة التغيير اللازم للوقوف أمام المنافسة في الأسواق الدولية، ولا يمكن أن يتم التغيير والتجديد في أسواق الأوراق المالية العربية على أساس أسلوب البطئ وفلسفة ردود الأفعال، حيث تنقص الثقافة البورصية ولا يعرف عنها الكثير في الأوساط المالية فالهياكل التنظيمية لهذه البورصات ضعيفة و معقدة وغير فعالة ولا توجد قاعدة تشريعية معروفة للبورصات في بعض الدول العربية مع غياب الضمانات لحقوق المتعاملين والافصاح المالي محدود والاتصالات التي تفيد في نشر المعلومات متقطعة والعلاقات بين قوى العرض و الطلب من الأدوات المالية غير مستقرة لذلك يحتاج سد الفجوة التمويلية في البورصات العربية إلى برامج فعالة لتطوير الأدوات المالية الحالية و ادخال منتجات مالية جديدة و توسيع نطاق الأسواق المالية و تنويع محافظ الاستثمار و تنشيط أسواق السندات و زيادة الوعي لدى الجمهور العربي في مجالات التداول بالبورصات.

جدول رقم (1) بيانات التداول ببورصة الجزائر خلال شهر جانفي 2018<sup>15</sup>

رقم الحصة	التاريخ	الحجم المتداول	القيمة المتداولة(دج)	عدد الصفقات
1766	02/01/2018	0	0,00	0
1767	04/01/2018	0	0,00	0
1768	08/01/2018	1000	420 000,00	1
1769	10/01/2018	599	251 580,00	3
1770	15/01/2018	2755	1 449 540,00	12
1771	17/01/2018	1548	650 160,00	2
1772	22/01/2018	600	252 000,00	3
1773	24/01/2018	0	0,00	0
1774	29/01/2018	646	381 320,00	3

6	2 326 895,00	3126	31/01/2018	1775
---	--------------	------	------------	------

المصدر : [http://www.sgbv.dz/ar/?page=histo\\_boc\(2018/02/12\)](http://www.sgbv.dz/ar/?page=histo_boc(2018/02/12))

من خلال الجدول نستنتج ان ضعف حجم التداول (السيولة) الناتج عن قلة الصفقات المبرمة خلال الفترة المدروسة يدل على ضعف كفاءة وسيولة البورصة.

### الخاتمة:

إن الكفاءة أداة ضرورية لضبط حركة الأسعار وأن السيولة هي الأخرى أداة ضرورية لجعل حركة السوق نشطة ولا غنى للسوق عنهما، غير أن المشكلة هي أنهما يجدان صعوبة أحيانا في العيش معا على أرض واحدة. ومع اعادة ترتيب عناصر البيئة الاقتصادية و المالية المحيطة بالبورصات تظهر الحاجة إلى تحديدها و تطويرها حتى تستطيع أن تتوافق مع التطورات في المؤسسات المالية والاستثمارية والمصرفية من جهة والتعامل مع البورصات من جهة أخرى، وللاستفادة من تجارة البورصات الدولية يجب التركيز على :

- 1- تجديد و انتاج أدوات مالية.
- 2- تطوير و تجديد البيئة التسويقية.
- 3- الاعلام الفوري و تبادل المعلومات و توفيرها عن طريق الربط الحاسوبي.
- 4- نشر مؤشرات أداء البورصات و الأوراق المالية.
- 5- تقسيم المتعاملين في السوق إلى مجموعات و بناء فرق من الوسطاء
- 6- التوسع في انشاء شركات الخدمات المالية.
- 7- تنظيم أساليب التداول.

و يؤدي تشجيع الشركات المساهمة ذات الاصدارات الضخمة للأوراق المالية وبالتالي توسيع أسواق الأوراق المالية و تنويع المنتجات المالية و زيادة

سرعة التداول فيها مما يؤدي إلى تحقيق السيولة للأوراق المالية و تحسين الكفاءتها.

### التهميش:

1. أمين السيد أحمد لطفي: التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة" الاسكندرية 2005، ص 18.
2. طارق عبد العال حماد:"دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية 2002، ص 266.
3. كمال الدين الدهراوي: تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الاسكندرية 2001، ص 207
- 4- حمزة محمود الزبيدي: الاستثمار في الأوراق المالية ،عمان، 2001، ص 134.
- 5- حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص 135.
- 6- ابراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الاسكندرية 1999، ص 535.
- 7- ابراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الإستثمار، الإسكندرية 1999، ص 79
- 8 -J.George:Jouez et Gagnez en Bourse. lattes,Paris , p39.
- 9 -D.Bertrand Jacquillat, d.Bruno solnik, "Les Marchés financiers et la gestion de por Tefeuille,dunod.Paris 1981,p 30
- 10 - J.Marchal et Lecaillon.La repartion du revenue national"Ed.M.TH Genin 1988.
- 11- منير إبراهيم هندي: أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث الاسكندرية 1999، ص 146.
- 12- جمال جويدان إبراهيم الجمل: الأسواق المالية والنقدية، عمان، الطبعة 01. 2002. ص 213.
- 13- فريد النجار: البورصات والهندسة المالية، الاسكندرية 2000، ص 169
14. إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 563.
- 15 - [http://www.sgbv.dz/ar/?page=histo\\_boc](http://www.sgbv.dz/ar/?page=histo_boc)