

البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية

المقدمة:

■ زادت معرفتنا بالبنية الجزئية لأسواق الأسهم بسرعة خلال الثلاثين السنة الأخيرة لما يحظى به هذا المجال البحثي من اهتمام متصاعد من طرف الباحثين والمستثمرين والسلطات الإشرافية في ضوء التحول السريع لبيئة أسواق الأسهم من خلال التكنولوجيا والتنظيم والعمولة. فقد تحولت جل بورصات العالم، بعيدا عن الصورة التقليدية المتمثلة في وجود غرفة صاخبة يقوم السماسرة فيها بتسجيل أوامر البيع والشراء على السبورة، إلى أسواق الكترونية تتألف من حاسوب مركزي ومحطات فرعية تمكن لشركات السمسرة والبنوك من إدخال الأوامر في أي وقت وبأقل التكاليف.

■ تعود تسمية هذا المجال البحثي في الاقتصاد المالي لعنوان مقالة لغارمان سنة 1976 تم اعتماده فيما بعد لوصف نطاق واسع من البحوث النظرية والتطبيقية التي تعني بالعلاقة بين الهيكل المؤسسي والسلوك الاستراتيجي والسيولة والشفافية وأسعار وحجم التداول في أسواق الأسهم والصراف، الهدف منها النظر داخل "الصندوق الأسود" الذي تتحول أوامر المستثمرين بعبا وشراءً من خلاله إلى صفقات.

■ كذلك تحاول هذه النظرية إعادة النظر في فكرة كفاءة أسواق الأسهم المهيمنة من Fama (1965,1970) والتي أعيد تسميتها بعقلانية أسواق الأسهم Market Rationality (Merton 1987) حين يتم الأخذ بعين الاعتبار طبيعة المشتركين في التداول، أنظمة التداول الحقيقية وعدم اتساق المعلومات المتاحة في إطار نموذج اقتصادي جزئي في محاولة لتفسير التقلبات الحادة في أسعار الأسهم وإعادة طرح مسألة عقلانية هذه الحركات وعلاقتها بالقيمة العادلة لهذه الأسهم .

■ ناقش فيما يلي أهم استنتاجات هذا المجال البحثي مع التركيز على الجانب الوصفي لأهم ترتيبات عملية التداول في أسواق الأسهم عامة وأسواق الأسهم العربية على وجه الخصوص .

أنظمة التداول

■ وظيفة التداول ترتبط ارتباطاً وثيقاً بعملية قبلية وهي عملية توجيه الأوامر (Order routing) وعملية بعدية وهي التسوية (Clearing-settlement). وقد أسفرت موجة من حوسبة وظيفة توجيه الأوامر إلى أسواق الأسهم، التي بدأت سنة 1976 مع افتتاح النظام الأمريكي (DOT Designated Order Turnaround) والذي عوض فيما بعد بنظام Super Dot، إلى اعتماد جل البورصات في العالم أنظمة توجيه الكترونية مع الاستعانة بمصادر خارجية كالإنترنت. فاعتمدت بورصة تورنتو سنة 1977 لنظام الكتروني للتداول ثم بورصة طوكيو (1982) وباريس (1986) و استراليا (1990) إلى أن تحولت اليوم غالبية الأسواق إلى أنظمة الكترونية.

■ المواجهة بين نموذج السوق التي تحركها الأسعار (Quote driven market) و السوق التي تحركها أوامر البيع والشراء (Order driven market) يؤدي إلى البحث عن التنظيم المثالي للأسواق الذي يمكن من تحقيق السيولة والكفاءة والشفافية إلى جانب تصغير تكاليف المعاملات.

■ فغالبية أسواق الأسهم تعمل حسب واحد من هذين النموذجين مع إدخال أشكال وسيطة. أما بالنسبة للمعايير التي تشرح الفرق فتلخص في ثلاثة عناصر وهي **التوقيت** و**المناظر** و**مكان التبادل**. وتؤدي هذه المعايير إلى التمييز بين سوق مستمرة (continuous market) أو غير مستمرة وهي سوق التثبيت (call market)، بين سوق تحركها الأسعار أو الأوامر وبين سوق مركزية وغير مركزية.

معيار الزمن

■ يميز هذا المعيار بين ما إذا كان التبادل مستمر خلال كامل الفترة أو يقع في وقت محدد من اليوم. في الحالة الأولى يعرف السوق بالسوق المستمرة أما الحالة الثانية فيعرف السوق بالتثبيت.

■ **سوق التثبيت** هي السوق التي تتزامن فيها عمليات التبادل وتتم في أوقات محددة سلفاً. يتم تجميع أوامر المستثمرين في سجل الأوامر؛ أوامر الشراء من جهة وأوامر البيع من جهة حسب أولوية السعر ووقت إدخالها في النظام. يتم فيما بعد مطابقة أوامر البيع والشراء، وفقاً للأولويات، بتحديد سعر نظري يهدف إلى تعظيم حجم التداول.

■ يمكن هذا السعر النظري المستثمرين من تنقيح أوامرهم أو إدخال أوامر جديدة. يتم فيما بعد تحديد سعر فعلي من شأنه أن يؤدي إلى تطابق أكبر حجم ممكن من الأوامر. أما الأوامر التي لم تلي نظراً لعدم تطابق السعر فإنها تبقى في سجل الأوامر لجولة أخري أو المداولة في السوق المستمرة.

■ يمكن لهذا النظام أن يعتمد طريقة المزايدة المكتوبة حيث يتطلب من الوسطاء التواجد في قاعة التداول. سعر التوازن يتم اكتشافه عن طريق التخمين التدريجي. وقد أهملت هذه الطريقة في التداول لصالح التداول المستمر، ولكنها اعتمدت كنظام تداول في فترات تمهيدية قبل بدأ نظام التداول المستمر، أو في فترات تداول ختامية قبل غلق الأسواق.

■ وتعتمد جل بورصات العالم هذا التدرج في التداول لما لنظام التثبيت من مزايا فيما يتعلق بتحديد أفضل سعر يمثل أفضل تقدير للقيمة السوقية من آخر إغلاق نظرا لحجم تدفق المعلومات في الليل أو في العطل بشكل عام. وقد اعتمدت جل البورصات العربية هذه النظام من فترات وجيزة كفترات تمهيدية قبيل انطلاق السوق المستمرة.

■ **السوق المستمرة** هي السوق التي يجري فيها التداول بصفة مستمرة ويتسم بعدم تزامن وصول وتنفيذ الأوامر. يمكن هذا النظام المستثمر من مراقبة السوق وحرية التدخل عن طريق إصدار أمر بيع أو شراء حسب ما تمليه استراتيجياته، مما يضمن على السوق أكبر قدر من المرونة والشفافية. ويمكن تحقيق ذلك عن طريق أنواع مختلفة من الأوامر (أمر البيع أو الشراء الفوري، أمر المطابقة، أمر السوق، الأمر المحدد السعر...)، وسرعة تنفيذ هذه الأوامر يعتمد بدورها على سيولة السوق وكفاءتها.

ومن أهمها:

- أمر البيع أو الشراء الفوري: أمر لبيع أو لشراء كامل الكمية المتوفرة بسعر السوق الأفضل.
- أمر المطابقة: يستخدم لإنشاء أمر مقابل (مطابق) لأمر حالي موجود.
- أمر السوق: هو أمر بدون سعر لتداول السهم فوراً بالسعر الحالي الأفضل المتوفر في السوق. ويصبح أمر السوق أمراً محدد السعر حالما يتم حساب السعر. ويقوم النظام تلقائياً بإصدار سعر محدد لأوامر السوق على أساس المعادلة الموضوعية لحماية الأسعار المحددة.
- الأمر المحدد السعر: هو أمر لبيع أو شراء عدد محدد من الأسهم بسعر محدد أو أفضل منه.

■ الأمر غير المسعر : هو أمر مشابه لأمر السوق من حيث أنه يتم إدخاله بدون سعر محدد، ويصبح أمرا محدد السعر حالما يتم حسابه. والفرق بينهما هو أنه لا يتم استخدام حماية أسعار للأمر غير المسعر.

■ الأمر ذو الكمية غير المعلنة : وهو الجزء من الكمية الإجمالية للأمر التي لا تظهر في شاشات الوسطاء. وقد يكون هذا ضروريا عند وجود أمر يتضمن بيع أو شراء كميات كبيرة من الأسهم، حيث أن إخفاء الكمية الفعلية للأسهم في الأوامر الكبيرة يسمح بتنفيذ الكميات المعلنة من الأمر بالأسعار السائدة في السوق. أما إن تم عرض كامل الكمية في السوق، فقد تؤثر الكمية الكبيرة من الأسهم سلبا على اتجاه السوق.

■ أمر التنفيذ الكامل فقط: وهنا يجب تداول جميع كمية الأمر، وإلا فيتم إلغاء الأمر.

النظراء

- في السوق التي تحركها الأوامر يلعب دور النظراء أصحاب المصلحة المواجهة بمعنى الجهات ذات الأوامر العكسية. أما في السوق التي تحركها الأسعار فالنظير هو صانع السوق.
- تسمى السوق التي تحركها الأوامر بسوق المزاد المزدوج حيث يتم مواجهة وتنفيذ أوامر البيع والشراء كلما أمكن ذلك، وحيث يقوم المستثمرين باختيار نوعية الأوامر وفقا لمتطلباتهم من حيث السعر والوقت.

■ الأوامر المحددة السعر تتراكم حسب أفضلية السعر والتوقيت فيما يسمى بسجل الأوامر. هذا الأخير يطرح أوامر الشراء من جهة وأوامر البيع من الجهة الأخرى ابتداءً من الأوامر الأكثر ملاءمة إلى الأقل ملاءمة. فسعر المشتري (البائع) الذي يتأس القائمة هو الأعلى (الأضعف).

مثال من بورصة البحرين

بورصة البحرين
BAHRAIN BOURSE

Live Quotes : Thursday, 12 February 2015

Value	0	Volume	0	Curr. Index	1,448.02	Change	=	=%	Plus	0	Minus	0	No Change
-------	---	--------	---	-------------	----------	--------	---	----	------	---	-------	---	-----------

Company	Symbol	Bid	Bid Vol.	Ask	Ask Vol.	Last Price	Change	Opening
Al Salam Bank - Bahrain B.S.C.	SALAM	0.135	100,000	0.144	50,000	0.142	0.000	0.000
Al-Ahli United Bank	AUB\$	0.800	550,000	0.805	100,000	0.805	0.000	0.000
Bahrain Islamic Bank	BISB	0.000	0	0.159	30,000	0.150	0.000	0.000
BBK	BBK	0.000	0	0.484	50,000	0.484	0.000	0.000
Ithmaar Bank B.S.C.	ITHMR\$	0.160	200,000	0.175	25,000	0.170	0.000	0.000

SALAM : Market Orders By Price						By Order					
Bid	Volume	Orders	Ask	Volume	Orders	Bid	Volume	Type	Ask	Volume	Type
0.135	100000	1	0.144	50000	1	0.135	100000		0.144	50000	
Total	100000	1	0.145	146600	3				0.145	100000	
			0.150	200000	2				0.145	30000	
			Total	396600	6				0.145	16600	
									0.150	100000	

■ حسب المثال أدناه (لأحدي الأسهم المتداولة في سوق البحرين يوم 28 أكتوبر 2008) فإن أفضل (أعلى) سعر شراء هو 0.635 د.ب (دينار بحريني) لـ 2000 سهم. بالمقابل أفضل (أضعف) سعر بيع هو 0.675 د.ب لـ 10000 سهم. يجدر الذكر بان سوق البحرين، كمعظم البورصات العربية ومن فترة قصيرة، تفصح بدون مقابل عن أفضل خمس أوامر بيع و أفضل خمس أوامر شراء بحثا عن تقليص عدم تناظر المعلومات.

■ وتجدر الإشارة إلى أن الفرق بين أفضل سعر بيع و أفضل سعر شراء (bid-ask spread) $(0.675-0.635=0.04)$ يمثل النطاق السعري (spread). أما الكميات المرافقة لتلك الأسعار فتتمثل عمق السوق، بمعنى قدرة السوق على استيعاب صفقات دون تغيير الاسعار. هذان العاملان يحددان سيولة السوق والتي سيتم مناقشتها أدناه.

جدول (1): مثال 1 : سجل الأوامر (حالة 1)

الأوامر	كمية الأسهم المعرضة للبيع	سعر البيع	الأوامر	كمية الأسهم المطلوبة	سعر الشراء (العملة)
1	10000	0.675	1	2000	0.635
1	30000	0.680	1	10000	0.632
1	20000	0.700	1	3000	0.630
1	16000	0.710	1	5000	0.620
1	20000	0.715	1	5000	0.610
5	96000		5	25000	المجموع

المصدر: سوق البحرين ، أكتوبر 2008

■ يتم عقد صفقة عندما يدخل السوق أمر غير محدد السعر أو أمر محدد السعر على أن يكون السعر المحدد يعادل (أو أكثر ملاءمة) من أفضل سعر بسجل الأوامر. فإذا أدخل أحد المستثمرين أمراً غير محدد السعر لبيع 3000 سهم يتم تنفيذه فوراً وتلقائياً باستخدام أفضل سعر شراء بالسوق وهو 0.635 د.ب ل 2000 سهم و 0.632 د.ب ل 1000 سهم. عندها تتغير حالة سجل السوق ليصبح أفضل سعر شراء هو 0.632 د.ب ل 9000 سهم، كما يفصح عن أمر شراء وهو 0.600 د.ب ل 1000 سهم. ويتغير سجل السوق ليصبح كما يلي:

جدول 2: مثال 2: سجل الأوامر (بعد التغيير)

الأوامر	كمية الأسهم المعرضة للبيع	سعر البيع	الأوامر	كمية الأسهم المطلوبة	سعر الشراء (العملة)
1	10000	0.675	1	9000	0.632
1	30000	0.680	1	3000	0.630
1	20000	0.700	1	5000	0.620
1	16000	0.710	1	5000	0.610
1	20000	0.715	1	1000	0.600
5	96000		5	23000	المجموع

المصدر: سوق البحرين ، أكتوبر 2008

■ إذا أصدر أحدهم أمراً محددًا سعره عند 0.675 لشراء 15000 سهم، يقع تنفيذ هذا الأمر جزئيًا باستعمال أفضل أمرٍ بيع عن سعر 0.675 لـ 10000 سهم ويبقى الأمر جاريًا جزئيًا بالنسبة على 5000 سهم الباقية إلى أن يتم مطابقتها وتنفيذها حسب تطور سجل الأوامر. ويتغير هذا الأخير ليصبح كما يلي:

جدول 3: مثال 3: سجل الأوامر (بعد التغير الثاني)

الأوامر	كمية الأسهم المعرضة للبيع	سعر البيع	الأوامر	كمية الأسهم المطلوبة	سعر الشراء (العملة)
1	30000	0.680	1	5000	0.675
1	20000	0.700	1	9000	0.632
1	16000	0.710	1	3000	0.63
1	20000	0.715	1	5000	0.62
1	10000	0.720	1	5000	0.61
5	96000		5	27000	المجموع

المصدر: سوق البحرين ، أكتوبر 2008

■ ويجدر التمييز بين نموذجين من الأسواق التي تحركها الأوامر، يعتمد الأول على نظام المعالجة الآلية والثاني على وسيط مركزي يقوم بكتابة أوامر البيع والشراء على لوحات التداول حيث تتم عملية إتمام الصفقات عند تماثل أسعار العرض والطلب.

■ أما السوق التي تحركها الأسعار فعادة ما تتمحور حول صناع السوق الذين يعرضون بصورة دائمة أسعار شراء وأسعار بيع. تمكن هذه الأسعار المستثمرين من التداول بسرعة ويمثل الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، ما يعرف بالنطاق سعري، الربح الذي يتقاضاه صانع السوق من جراء عملية الشراء والبيع (bid-ask spread).

■ لا يمكن للمستثمرين استعمال أوامر محددة السعر لأنها تنافس أسعار صانعي السوق. المستثمر يحدد نظيراً على استعداد للتبادل في أي وقت، وبما أن التبادل يتم على مستوى أحسن سعر فإن المنافسة بين صناعي السوق تحثهم على اقتراح أحسن سعر للمحافظة على حصصهم في السوق. هذا النموذج يعتمد على NASDAQ وسوق الصرف.

مكان التداول

■ مركزية التداول أو تجزأته تعد من أهم التدابير من أجل تعزيز تدفق الأوامر إلى السوق. في السوق المركزية تتمركز كل أوامر البيع والشراء في نفس المكان، بمعنى وجود حاسوب مركزي لوحات التداول كما في السابق. في لحظة معينة يقع تطبيق سعر واحد، بدون اعتبار المعاملات خارج النظام المركزي على غرار سوق القطع (Block trading) الذي يُمكن من تداول عدد كبير من الأسهم بسعر ثابت. وتحت السوق المجزئة التي يقودها صانعو السوق. تعدد النظراء من شأنه إن يمكن المتعاملين من إبرام صفقات على أسعار مختلفة في نفس الآونة.

طبيعة المتداولين

■ أعيد النظر في فكرة كفاءة أسواق الأسهم حين تم الأخذ بعين الاعتبار تكلفة اقتناء المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة وأسعار وحجم التداول في السوق. لذا أعادت نظرية البنية الجزئية لأسواق الأسهم صياغة التوازن بين العرض والطلب بصورة أكثر واقعية اعتماداً على إمكانية اعتبار السلوك الاستراتيجي لثلاثة أنواع متميزة من العملاء وهم المطلعين على المعلومات (insiders)، صانعي السوق (market makers) وغير المطلعين على المعلومات.

■ حيث يسعى المطلعين من خلال سلوكهم الاستراتيجي للاستفادة من معلوماتهم قبل كشفها في الأسعار بينما يسعى غير المطلعين من الحد من خسارتهم تجاه المطلعين. كما يجدر الذكر ان بقاء صانعي السوق في الأسواق التي تحركها الأسعار يحثهم على اقتراح أسعار بيع وشراء تحفظ لهم حصتهم في السوق وتخولهم في نفس الوقت من تعويض خساراتهم الناجمة عن تعاملهم مع المطلعين على المعلومات بالإضافة إلى تكاليف تخزين الأسهم .

■ أما في السوق التي تحركها الأوامر فيتجه المستثمر المستعجل إلى الأوامر غير المحددة السعر على عكس المستثمر الصبور الذي يبحث عن سعر أفضل مما هو عليه حال السوق. اختياره للسعر يعكس تصوره للسعر الافتراضي للسهم اعتماداً على مراقبته لتطور سجل الأوامر. مما يعني أن المستثمر مطلع على معلومات ذات صلة بالسهم المزمع بيعه أو شراؤه ينجر عن اللجوء إلى الأمر المحدد السعر فترة انتظاره وتنفيذ غير مؤكد في حالة تطور السوق بصفة عكسية تتعد عن السعر المحدد من طرفه. على العكس فإن المستثمر المستعجل يلجأ إلى إصدار أمر غير محدد السعر لضمان تنفيذ الصفقة بكل سرعة قابلاً شروط الجهة المقابلة من حيث السعر. اندفاع المستثمر المستعجل لا يعني إهماله لناحية السعر، بل بالعكس خوفه من تغيير السعر إلى الأسوأ هو الدافع الرئيسي وراء عجلته.

■ ينبغي لنا أن نعتِّرف بأن المتداولين يختلفون في معتقداتهم وفي درجة العقلانية، بدون أن يكون ضرورياً، كما تذهب إليه النظرية التقليدية، إلى خروجهم من السوق. وأظهرت مساهمات نظرية الحاجة إلى إدخال عملاء يتداولون بدافع سيولة أو ضوضاء ليشكلوا نظيراً للعملاء المطلعين. فيما بعد اعتبر سلوك هؤلاء بأقل تقيداً في إشارة إلى إمكانية تبادلهم على أساس معلومات، غير ذات صلة بالقيمة العادلة، ولكن اعتقادهم فيها يدفعهم إلى اتخاذ موقف في السوق شراء أو بيعاً .

ويرجع سوء تقييم أسعار الأسهم إلى وجود متداولين صاخبين مما يضعف كفاءة الأسواق ويعطي الفرصة للمتداولين الراشدين للتحكيم على أساس تقييمهم الصحيح للأسعار ومن ثم تصحيحها. لذلك، وحسب نسبة المتداولين الصاخبين في السوق، تكون الأسعار أكثر أو أقل ابتعاداً على القيمة العادلة للأسهم. إن عملية التحكيم محدودة نظراً لتزايد المخاطرة وقلة الموارد المتاحة، مما يسمح للمتداولين الصاخبين البقاء في السوق. هذه الفكرة تتعارض مع الرأي السائد منذ خمسينات القرن الماضي والذي يقدم تفوق المتداولين الراشدين الذين يلحقون خسائر دائمة بمن دونهم تؤدي إلى إخراجهم من السوق.

■ وبإلقاء نظرة على طبيعة المتداولين في بعض الأسواق العربية، فإننا نجد، كما يظهره الجدول التالي، أن نسبة المتداولين الأفراد تفوق بكثير ما هو عليه الحال في الأسواق الغربية حيث لا تتعدى هذه النسبة 35% في بورصة نيويورك و30% في سوق طوكيو على سبيل المثال.

جدول 4: طبيعة المتداولين في الأسواق العربية (%)

مؤسسات استثمارية		أفراد		
بيع	شراء	بيع	شراء	
35.3	44.35	64.7	55.64	الكويت
11.01	12	88.9	88	السعودية
36.16	27.6	63.84	72.4	دبي
37.63	21.13	62.37	78.87	قطر
35	34	65	66	مصر

المصدر: تقارير أسواق المال الشهرية (لشهري سبتمبر وأكتوبر 2009)

■ يذهب العديد إلى الاعتقاد أن المتداولين الأفراد هم المتداولين الصالحين غير المطلعين. تجدر الإشارة أن المعلومات الخاصة تأتي من قدرة البنوك والمؤسسات الاستثمارية على الحصول وتحليل المعلومات المتعلقة بالشركات أو بالاقتصاد الكلي ، في حين يعتمد المتداولون الأفراد على الشائعات أو أنواع أخرى من المعلومات غير الدقيقة، والتي من شأنها تضخيم الفجوة بين القيمة العادلة للأسهم وقيمتها السوقية.

السيولة

■ تعرف السيولة عادة بمدى قدرة المستثمر على تحويل أسهمه إلى نقد بسرعة وبدون التعرض لخسارة. إذن يتسم السوق بسيولة أكبر كلما ارتفع حجم ونشاط التداول الذين يقاسان بمؤثرات مختلفة من أهمها القيمة الرأسمالية للسوق، والقيمة الرأسمالية للسوق مقسومة على الناتج الإجمالي القومي، وعدد الأسهم المتداولة.

■ في هذا الإطار يتبين أن الأسواق العربية تميزت جميعها بضيق نطاقها مقارنة بأسواق الدول المتقدمة والناشئة. وتبرز سوق السعودية والكويت كأكثر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية تليها قطر ومصر. أما فيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة تبرز مصر تليها الأردن والكويت والسعودية.

■ علاوة على ذلك فإن هذه الأسواق تختلف كثيراً فيما يتعلق بالسيولة التي تقاس من حيث القيمة وعدد الأسهم المتداولة حيث تتأخر أسواق تونس والمغرب وعمان والبحرين على عكس دبي وأبو ظبي وإلى حد ما قطر التي نجحت في السنوات القليلة الماضية في زيادة سيولتها والاقتراب في مستواها من السعودية والكويت. باختصار تبقى أسواق الأسهم العربية غير متجانسة رغم تطورهما حيث لا تزال أسواق السعودية والكويت متفوقة من حيث الحجم والسيولة تليها دبي، أبو ظبي، مصر وقطر، خلافا لتونس والمغرب وعمان التي لا تزال صغيرة.

■ هذا وتتميز أسواق الأسهم العربية بضيق نطاقها وضعف سيولتها مقارنة مع أسواق الأسهم الناشئة والمتقدمة مما يضعف فرص تنويع الاستثمار ويؤدي إلى تقلبات شديدة في الأسعار. حيث أثبت العديد من الشواهد التطبيقية أن عمق السوق وهو الكميات المرافقة لأفضل سعر بيع وأفضل سعر شراء يحدد في علاقة عكسية، قدرة السوق على استيعاب صفقات دون تغير الأسعار.

■ ويجدر الإشارة إلى أن النطاق السعري (bid-ask spread) يضيق كلما ارتفعت سيولة السوق. كما أظهرت العديد من المقالات العلاقة العكسية بين وحدات التزايد وسيولة الأسواق ومن ثم حجم التداول. وفي هذا الصدد عملت السوق السعودية على تقليص وحدات المزايدة من 25 حالة لكل الأسهل إلى 5 حالة للأسهل التي لا يتعدى سعرها 25 ريال و10 حالة للأسهل التي يتراوح سعرها بين 25 و50 ريال، مع المحافظة على وحدة مزايدة بـ 25 حالة للأسهل التي يتعدى سعرها 50.25 ريال.

■ جاءت هذه الخطوة بعيد أزمة الأسواق المحلية لسنة 2006 في محاولة لدعم السيولة وحجم التداول. كما عمدت سلطة الإشراف السعودية وهي مؤسسة النقد السعودية إلى فتح باب التداول للأجانب على غرار الأسواق العربية الأخرى، كردة فعل لأزمة 2006 من أجل تعزيز سيولة السوق. تجدر الإشارة إلى افتقار أسواق الأسهم العربية لآلية بحوث تطبيقية تخص النطاق سعري كمؤشر لسيولتها ومدى تفاعله سلبا أو إيجابا مع مختلف التطورات في البنية الجزئية لهذه الأسواق على غرار تقليص وحدات المزايدة، وذلك راجع لعدم توفير قواعد البيانات العالية التردد للباحثين في المجال.

الشفافية

■ هي أحد أهم الشروط الأساسية لكفاءة أسواق الأسهم حيث تقيس مدى توفر المعلومات المالية المطلوبة عن الشركات مثل مستويات الأسعار، وعمق السوق والتقارير المالية المدققة. يلعب تدفق المعلومات عن الشركات المدرجة وعن حالة السوق دورا فعالا في منع الفساد والتلاعب في حال عدم تناسق المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين قد يحول دون تعبير سعر السهم عن جميع المعلومات المتاحة عن الشركة وابتعاده عن "قيمه العادلة" ومن ثم الإخلال بكفاءة السوق.

■ تعمل أسواق الأسهم العربية على غرار أسواق الأسهم المتقدمة على فرض الإفصاح المستمر للشركات المدرجة حرصاً منها على تحقيق أكبر قسط من الشفافية من شأنه الحد من عزوف المستثمرين وصغار المستثمرين على وجه الخصوص عن الاستثمار في أسواق الأسهم. إذ يدعم مبدأ العدل والمساواة في الحصول على المعلومات المتعلقة بالشركات والسوق إحساس هؤلاء المستثمرين بالثقة والارتياح مما يدفعهم على الاقبال على توسيع نطاق عملياتهم الاستثمارية مما يرفع من سيولة السوق.

■ الجدل حول مزايا ومساوىء كل نظام تداول أثار اهتمام كبير للهيئات الإشرافية والمستثمرين والباحثين، من دون التوصل إلى البت في تفوق نظام على الآخر. لذا اقترح تحقيق مزيد من الكفاءة لأسواق الأسهم عن طريق وجود قائمة من البدائل المتاحة للعملاء عن طريق مزج النظامين. هذا وتعتمد كل الأسواق الخليجية على نظام السوق المستمرة التي تحركها الأوامر، كما تعتمد هذه الأسواق على فترات تمهيدية يطبق فيها سعر التثبيت لمدة تتراوح بين 15 دقيقة و30 دقيقة.

■ يبقى سجل الأوامر غير مرئي إلى كل المتداولين ما عدى أفضل أمر بيع وأفضل أمر شراء. بينما قامت أسواق البحرين و الكويت و دبي و أبو ظبي و تونس بكشف أفضل خمس أوامر بيع وأفضل خمس أوامر شراء (السعر والكمية) في محاولة لتحسين شفافية السوق وتمكين المتداول من استجلاء أكبر جزء من سجل الأوامر ومن ثم اتجاه السوق (جدول 5).

جدول 5: بعض خاصيات الأسواق العربية

أفضل أمر بيع وأفضل أمر شراء	أفضل خمس أوامر أو أكثر	سوق مستمرة	سوق التثبيت	
√		√	√	السعودية
	√	√	√	الكويت
	√	√	√	البحرين
	√	√	√	دبي
	√	√	√	أبوظبي
√		√	√	عمان
√		√	√	قطر
		√	√	مصر
		√	√	المغرب
	√	√	√	تونس

■ ويلاحظ في هذا الصدد أن الاتجاه نحو زيادة شفافية سجل الأوامر في الولايات الأمريكية قد بدأ سنة 1996 حيث اعتمدت لجنة الأسواق المالية قوانين مصممة للحد من عدم تناظر المعلومات خاصة لصغار المساهمين عن طريق كشف سجل الأوامر فيما يخص الأسعار والكميات. وقد مكنت هذه القواعد من تقليص الفارق بين أسعار البيع وأسعار الشراء بما يعادل 20% إلى 40%. أدت هذه النتيجة إلى إتباع جل أسواق الأسهم خطوات مماثلة بحثاً عن تحسين شفافتها ومن ثم سيولتها.