

## دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية

أ/ أشوقي بورقبة

كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير  
جامعة فرحات عباس سطيف.

### Abstract

*This paper addresses a topic of great importance is the role played by the signal theory in the lifting of the efficiency of financial markets, with the problem of the efficiency of financial markets and a clear interest by the financial and intellectual trends in order to reach the best possible solutions for the development of financial markets and thus boost its role in the financing of the national economy in particular and the world economy is in, and perhaps the most important mechanisms of the modern financial thought is the signaling theory, which came primarily to eliminate the problem of information asymmetry.*

*Through this research, we found that financial signals play a role in the reduction of information asymmetry Through the provision of information on the one hand and trying to correct the information available to investors in the financial market, thus contributing to the increase of the efficiency of financial markets.*

### ملخص

تتناول هذه الورقة موضوعا على درجة كبيرة من الأهمية وهو الدور التي تلعبه نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، حيث نالت مشكلة كفاءة الأسواق المالية اهتماما واضحا من قبل الاتجاهات الفكرية المالية وذلك للوصول للحلول الممكنة والمتلى لتطوير الأسواق المالية وبالتالي تطوير دورها في تمويل الاقتصاد الوطني بشكل خاص والاقتصاد العالمي بشكل عام، ولعل أهم الآليات الحديثة التي توصل إليها الفكر المالي هي نظرية الإشارة التي جاءت أساسا للقضاء على مشكل عدم تماثل المعلومة.

ومن خلال هذا البحث وجدنا أن الإشارات المالية تلعب دورا كبيرا في تخفيض حدة عدم تماثل المعلومات من خلال توفير المعلومات من جهة ومحاولة تصحيح المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين في السوق المالي وبالتالي المساهمة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية.

### الكلمات المفتاحية:

نظرية الإشارة، عدم تماثل المعلومات، كفاءة الأسواق المالية، المساهمين، المستثمرين.

### تمهيد:

عرفت العديد من البورصات انهيارات كبيرة بسبب وجود العديد من المخاطر المرتبطة بالظروف الصناعية من المستوى التكنولوجي والابتكارات والمنافسة، لذلك جاءت الهندسة المالية للحد من هذه المشكلات والتمثلة أساسا في عدم كمال السوق وأيضا استجابة لقيود معينة سواء كانت اجتماعية أو قانونية أو تشريعية تعوق عن تحقيق الأهداف الاقتصادية كالربح والسيولة وتقليل المخاطر، لذلك تعتبر الهندسة المالية ذلك والتصميم والتنفيذ لأدوات وآليات مبتكرة وصياغة الحلول الإبداعية للمشاكل المالية.

### أهمية البحث

تتناول هذه الورقة موضوعا على درجة كبيرة من الأهمية، وهو كيفية معالجة أحد أهم أسباب الأزمات المالية، والمتمثل في مشكل عدم تماثل المعلومات، ومن ثم الرفع من كفاءة الأسواق المالية، حيث نالت مشكلة كفاءة الأسواق المالية اهتماما واضحا من قبل الاتجاهات الفكرية المالية وذلك للوصول للحلول الممكنة والمثلى لتطوير الأسواق المالية من خلال تجنب الأزمات المالية ودعم الإستقرار المالي والإقتصادي للدول، ولعل أهم الآليات الحديثة التي توصل إليها الفكر المالي هي نظرية الإشارة التي جاءت أساسا للتخفيف من حدة عدم تماثل المعلومة (information asymmetry) .

### إشكالية البحث

أثبت الواقع العملي أن أحد أهم الوسائل التي تؤدي إلى عدم الإستقرار المالي وحدث الأزمات المالية هو مشكل عدم تماثل المعلومات، والتي تعبر عن الحالة التي يكون فيها أحد الأطراف المتعاملين (المسيرين) لديه معلومات أكثر من الآخرين (المساهمين، المستثمرين والدائنين)، مما يترتب على ذلك أن الأطراف الأخرى لن تستطيع تقدير العوائد والمخاطر بشكل سليم، وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة، نتيجة نقص المعلومة التي تعتبر بمثابة المادة الأولية في الأسواق المالية، ولمعالجة هذا الإشكال عملت الهندسة المالية على تطوير مجموعة من الأدوات والتقنيات والنظريات، لعل أهمها ما سمي بنظرية الإشارة (Signal theory).

كما تمثل المعلومة الأساس الذي تركز عليه نظرية كفاءة الأسواق المالية، والتي تعني انعكاس المعلومات المتوفرة في السوق المالي على أسعار الأوراق المالية المتداولة في تلك السوق.

من خلال هذا الطرح تتضح إشكالية هذا البحث والمتمثلة في:

- ما معنى نظرية الإشارة؟
- كيف تساهم نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية؟

### فرضيات البحث

وللإجابة على هذه الأسئلة قمنا بصياغة مجموعة من الفرضيات مفادها:

- نظرية الإشارة عبارة عن الأدوات وآليات التي يتم بها توفير المعلومات للمتعاملين في السوق المالي.
- تساهم نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية من خلال تخفيف حدة عدم تماثل المعلومات

## أولاً- ماهية كفاءة السوق المالي

### 1- مفهوم كفاءة السوق المالي

من أجل الوصول إلى المفهوم الدقيق لكفاءة السوق المالي يجب أن نتعرض أولا إلى مفهوم الأسواق المالية الكاملة، باعتبارها التنظيم الأول للأسواق المالية الكفاءة.

#### 1-1-الأسواق المالية الكاملة (A perfect capital Market)

يعتبر مفهوم السوق المالي الكامل أحد أهم مقومات النظرية المالية، و تتحقق له هذه الصفة (الكمال) إذ توافرت فيه الشروط التالية<sup>1</sup>:

- لا توجد أي حواجز على دخول و خروج المتعاملين ورؤوس الأموال في السوق المالي؛
- لا توجد تكاليف للمعاملات مرتبطة بالإقراض و الاقتراض و لا قيود على البيع على المكشوف\*، كما لا توجد ضرائب على الأرباح و لا تكاليف للإفلاس؛

- المنافسة في السوق المالي تكون كاملة، حيث لا يستطيع المتعاملون فيه و مهما كان حجم الأموال المتعامل بها التأثير على الأسعار و معدلات الفائدة؛  
- وجود عدد غير محدود من الأصول المالية، و يمكن شراء أو بيع أي كمية منها مهما صغر حجمها؛  
- كل المعلومات متوفرة و لجميع المتعاملين و بدون تكلفة؛  
- جميع المستثمرين يتميزون بالرشد ويسعون إلى تعظيم منفعتهم.  
من الملاحظ أن الأسواق المالية في الواقع العملي غير كاملة، فلو تمعنا شروط السابقة الذكر لوجدنا أنه من غير الممكن تطبيقها على أرض الواقع، حيث تشير الممارسات العملية إلى ما يلي<sup>2</sup>:

- من غير الممكن أن لا تكون هناك ضرائب أو تكاليف أو حواجز بجميع أشكالها على المعاملات، مما يعني أن بعض الصفقات لا تبرم بسبب هذه الحواجز؛  
- يوجد حد أدنى من الأسهم التي يمكن تداولها (العدد غير الكسري)، و هذا العدد يقابل 100 سهم في السوق المالي الأمريكي و 25 سهم في السوق المالي المصري، وكل ما قلّ عن هذا العدد يعتبر عدد كسري و لا يمكن التعامل به إلا من طرف تجار الطليبات الصغيرة؛

- تقوم المؤسسات المالية المختصة بإبرام النسبة الأكبر من الصفقات، حيث تشير الإحصائيات إلى أنه من 70% إلى 75% من الصفقات المبرمة في السوق المالي الأمريكي في العشر السنوات الأخيرة كانت لصالح مؤسسات مالية مختصة، مما يترك أثرا واضحا على الأسعار؛

- في حال ما إذا توفرت للمستثمر المعلومات، فإنها عادة تفوق قدرته على التحليل مما يدفعه إلى اللجوء إلى محلل مالي من أجل تحليلها و هذا مقابل عمولة. وبالتالي يبقى الشرط الوحيد و المقبول عمليا هو رشد المستثمرين نحو تحقيق أكبر منفعة ممكنة.

انطلاقا من هذه المناقشة المختصرة و التي يتضح من خلالها عدم كمال الأسواق المالية، انتقل المفكرون إلى مفهوم آخر يمكن تحقيقه نسبيا على أرض الواقع، وهو كفاءة الأسواق المالية.

## 2-1 - السوق المالي الكفاء (Efficient Capital Market)

بالمعنى العام نقول عن السوق المالي أنه كفاء إذا حقق الأهداف الآتية بصفة مرضية وهي<sup>3</sup>:

- توزيع أمثل للموارد؛
- تقييم عادل للمعاملات؛
- الخدمات مقدمة بأقل تكلفة ممكنة.

هذا التشخيص الأولي للأسواق المالية الكفنة يستبعد بعض الشروط التي تخص الأسواق المالية الكاملة، حيث يتبين أن هناك قيود على المعاملات (عمولات مسمرة، ضرائب على المعاملات، بعض القيود التشريعية...)، يتبين كذلك أن الحصول على المعلومات ليس مجانيا، لكن بشرط أن تكون عند حدها الأدنى<sup>4</sup>، إلا أن هذه القيود يجب أن لا تحد من التعامل على الأوراق المالية. وهذا ما جعل مفهوم الكفاءة محاط بمطلبين أساسيين هما: الكفاءة التشغيلية و الكفاءة التسعيرية<sup>5</sup>، ويعتبر شرح هذين المطلبين ضروري من أجل الوصول إلى التعريف الدقيق لمفهوم الكفاءة.

**أ- الكفاءة التشغيلية:** وتعرف أيضا بالكفاءة الداخلية. بما أن الأسواق المالية تأخذ مكانة جد هامة في إقتصاد كل دولة، وهذا من خلال دورها الأساسي المتمثل في توجيه الموارد للمجالات الأكثر ربحية و توفير السيولة، إلا أن هذا الدور لا يتحقق بفعالية إلا إذا توفر على كفاءة تشغيلية عالية<sup>6</sup>.

وتعرف الكفاءة التشغيلية على أنها " قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار و المتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه"<sup>7</sup>. انطلاقا من هذا التعريف يتبين أن كفاءة التشغيل هي جميع العوامل التي تنشط وتحسن التعامل على الأوراق المالية في السوق المالي، وأهم هذه العوامل ما يلي:

- انخفاض القيود على المعاملات، و كذا تكاليف الحصول على المعلومات، مما يجعل أغلب المتعاملين يحصلون على المعلومات و يعقدون الصفقات؛

- وجود أسواق موازية للسوق الرسمية، كالسوق الثالث والرابع في الولايات المتحدة الأمريكية، و السوق غير الرسمية في فرنسا، حيث تساهم في رفع كفاءة التشغيل، لأنها تسهل على المؤسسات التي لا تتوفر على شروط الدخول إلى السوق الرسمية (المنظمة)، الحصول على تمويلها من هذه الأسواق، كذلك نتيجة لكثرة هذه الأسواق يزداد التنافس بين صناع السوق وبيوت السمسرة، مما يؤثر على تخفيض تكاليف المعاملات<sup>8</sup>؛

- التشريعات القانونية التي تدعم هذا المطلب من الكفاءة، وكمثال على هذه التشريعات تلك التي تخص تحرير عمولة السمسرة وجعلها محل للتفاوض بين صناع السوق وبيوت السمسرة و مختلف المتعاملين مما يؤدي إلى زيادة التنافس وبالتالي انخفاض هذه الأخيرة (عمولة السمسرة) بشكل محسوس. كذلك من التشريعات التي ساهمت في رفع كفاءة التشغيل، السماح للمؤسسات التسجيل في أكثر من بورصة<sup>9</sup>.

**2- الكفاءة التسعيرية (الكفاءة الخارجية):** يطلق عليها أيضا بعض المفكرين الكفاءة المعلوماتية (information efficiency)، و يكون السوق المالي كفاء عند هذا المستوى إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة و الملائمة لتقييم الأصول المالية المتعامل بها في السوق، منعكسة في الأسعار، و في اللحظة ذاتها التي تصل فيها، وسواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالماضي أو معلومات حاضرة (تتوفر في وقت التقييم)، أو تعلق بتوقعات الأحداث في المستقبل، وبالتالي فإن سعر الأصل المالي في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمته الحقيقية<sup>10</sup>. انطلاقا من هنا يطلق بعض المفكرين في مجال الفكر المالي مصطلح الكفاءة التخصيصية (allocative efficiency) لهذا المطلب من متطلبات الكفاءة، لأنه انطلاقا من القيمة الحقيقية يتمكن السوق المالي من توجيه الموارد المالية للمجالات الأكثر ربحية<sup>11</sup>. باعتبار أن القيمة الحقيقية للورقة المالية تعطي صورة عادلة لقيمة المؤسسة المصدرة لها. وفي هذا الصدد يلعب السوق المالي دورين أساسيين هما<sup>12</sup>:

- **الدور المباشر:** فإذا أخذنا مؤسسات لها فرص استثمار واعدة، فإن أخبارها تصل إلي المتعاملين، وبالتالي يمكن لها أن تبيع أسهمها بسعر ملائم يؤدي إلى زيادة حصيلة الإصدار، ومنه انخفاض متوسط تكلفة الأموال و يحدث العكس إذا لم يكن للمؤسسة

فرص استثمارية واعدة، حيث تنخفض حصة الإصدار لديها، عند تصريف أسهمها، و منه ارتفاع متوسط تكلفة الأموال.

- الدور غير المباشر: إن إقبال المستثمرين علي شراء أسهم المنشآت الجيدة (الواعدة)، يعطي ضمان أكبر للمقرضين، و منه تستطيع هذه المؤسسات الحصول على قروض، أو إصدار سندات، وأيضا بتكلفة منخفضة نسبيا، عكس المؤسسات التي لا تتوفر على فرص استثمار واعدة حيث أن تكلفة الإقراض أو إصدار سندات تكون مرتفعة، بسبب انخفاض الضمانات المقدمة للمقرضين.

تجدد الإشارة إلى أن هذين المطلبين لمفهوم كفاءة السوق المالي غير مستقلين عن بعضهما، فلكي يحقق السوق المالي كفاءة التسعير يجب أن تتحقق له كفاءة التشغيل، بمعنى أنه لكي يعكس سعر الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يدفعها المتعاملون للحصول على هذه المعلومات و إبرام الصفقات عند حدها الأدنى، كذلك فإن السوق المالي لا يمكنه تحقيق توزيع أمثل للموارد المالية المتاحة، إلا إذا كانت الأصول المالية المتداولة فيه مقيمة تقييما عادلا (بمعنى يعكس سعر الأصل المالي قيمته الحقيقية)، وهذا لن يتأتى إلا إذا كانت المعلومات متوفرة لجميع المتعاملين بصورة عادلة و بأقل تكلفة ممكنة، وكذلك تكلفة إبرام الصفقات تكون عند حدها الأدنى<sup>13</sup>.

### 3 - تعريف و مقومات كفاءة السوق المالي

لقد تطرقنا فيما سبق للمفهوم العام لكفاءة الأسواق المالية وذلك من خلال تركيزنا على متطلباتها والتي تعتبر أساس نظرية كفاءة الأسواق المالية، لنصل إلى تعريف هذه الأخيرة ومحاولة إبراز أهم مقوماتها.

#### 3-1 تعريف نظرية كفاءة السوق المالي

إن أول من صاغ هذه النظرية هو المفكر الإنجليزي Eugène Fama سنة 1965 وجاء تعريفه لها كما يلي: " يكون السوق المالي كفئا إذا كانت جميع المعلومات المتاحة حول أصل مالي معين وفي أي لحظة من الزمن منعكسة في سعره وفي اللحظة ذاتها"<sup>14</sup>. وبالموازاة مع هذا التعريف قدم Fama نموذجا رياضيا ملخصا فيه هذه النظرية و يعرف بنموذج اللعبة العادلة (Jeu Equitable)، ويعطى بالمعادلة الآتية<sup>15</sup>:

$$Z_{i,t+1} = R_{i,t+1} - E\left(\frac{\bar{R}_{i,t+1}}{\Phi_t}\right)$$

مع العلم أن:

$Z_{i,t+1}$ : هو العائد غير العادي للأصل المالي  $i$  في الفترة  $t+1$ .

$R_{i,t+1}$ : هو العائد الحقيقي للأصل  $t$  في الفترة  $t+1$ .

$E(\bar{R}_{i,t+1})$ : هو العائد المتوقع للفترة  $t+1$ .

$\Phi$ : مجموع المعلومات المتاحة في الفترة  $t$ .

انطلاقاً من هذا النموذج، فإن العوائد غير العادية تساوي إلى الفرق بين العوائد الحقيقية في الفترة  $t+1$  و العوائد المتوقعة لنفس الفترة، وهذا بالاعتماد على مجموع المعلومات، وتكون اللعبة عادلة إذا كانت العوائد غير العادية تساوي صفر، بمعنى أن المعلومات المتاحة سمحت بالتنبؤ بالصائب للأسعار (السعر المتوقع يساوي السعر الفعلي)، ومنه لا مجال لأي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية انطلاقاً من تحليله لهذه المعلومات. مما يعني أن السوق كفاء عند هذا المستوى. ولو تمعنا هذا النموذج مع التعريف السابق، والمقدمين من طرف Fama لوجدنا أنهما يحويان المطلبين السابقين من متطلبات الكفاءة حيث:

- يعتبر السوق المالي كفاً إذا كان يهدف إلى التسعير العادل للأوراق المالية، بمعنى أن أسعار الأصول المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة وهذا ما يثبت مطلب الكفاءة التسعيرية؛
- يعتبر السوق المالي كفاً إذا كانت تكلفة الحصول على المعلومات وتكلفة المعاملات عند حدّها الأدنى، وهذا يظهر من خلال سرعة انعكاس هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية مما يدل على أن العرض و الطلب على هذه الأخيرة تعدل بسرعة، وهذا ما يثبت مطلب الكفاءة التشغيلية<sup>16</sup>؛

### 3-2- مقومات كفاءة السوق المالي

تعتبر كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل المطلبين الأساسيين والضروريين لكي يتصف السوق بدرجة ولو نسبية من الكفاءة. بالإضافة إلى هذين المطلبين هناك مجموعة أخرى من المقومات أجمع أغلب الاقتصاديين على توفرها حتى يتحقق للسوق الكفاءة المنشودة، كما أنها تعبر عن مدى تطور كفاءة السوق المالي والتي تتمثل في: **أ- دقة و سرعة وصول المعلومات:** يقوم السوق المالي بتزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة و في الوقت المناسب، سواء تعلقت هذه المعلومات بالمستوى الجزئي (حول المنشآت المسجلة بالسوق)، أو المستوى الكلي (مستوى القطاعات الاقتصادية) بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالأوضاع الاقتصادية المحلية، و الدولية، ... الخ. إن الهدف من توفير هذه المعلومات هو إعطاء فرصة لكافة المتعاملين من تقييم الأصول المالية التي تهتمهم، و بالتالي كشف المنشآت التي تعمل بكفاءة و لديها فرص استثمارية واعدة في المستقبل، والأخرى التي تفتقد للكفاءة والفرص الاستثمارية المستقبلية، وبالتالي فإن دقة و سرعة وصول المعلومات تزيد من فعالية تخصيص الموارد إلى المنشآت والقطاعات ذات لمزايا النسبية<sup>17</sup>.

**ب- السيولة:** كما ذكرنا سابقاً، يقصد بالسيولة إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسهولة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية. إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة، من خلال كثرة التعاملات عليها، عكس الأوراق المالية التي لا تتسم بالسيولة، حيث أن أسعارها تعكس ببطء (بتأخر) المعلومات المتاحة نظراً لقلّة حجم التعاملات عليها<sup>18</sup>. كذلك فإن سمة السيولة تسهم بشكل كبير في زيادة الكفاءة التخصيصية للموارد. بسبب أن الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة يكون سعرها أكبر من الأوراق المالية التي لا تتاح لها هذه الميزة، نتيجة

لإنخفاض درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار فيها (الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة)، مما يجعل أغلب المستثمرين يقدمون على شراء هذا النوع من الأوراق المالية و منه تتأثر القيمة السوقية للمنشأة<sup>19</sup> المصدر لها كما يلي:

- بطريقة مباشرة، من خلال ارتفاع القيمة السوقية للسهم نتيجة سيولته و منه ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة؛

- بطريقة غير مباشرة، من خلال بيع الأسهم بقيمة مرتفعة نتيجة سيولتها، و بالتالي زيادة حصيلة الإصدار، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال و منه ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة.

**ج- عدالة السوق:** تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين للتعامل في الأوراق المالية، سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات حيث أنه في جميع الأسواق المالية، تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات البورصة جاهدة على نشر المعلومات و إتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض و الطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة مؤقتة (ساعة أو أكثر)، من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها<sup>20</sup>.

**د- حجم السوق:** يقاس حجم السوق من خلال المؤشرين الآتيين<sup>21</sup>:

- **مؤشر رسملة السوق:** كما ذكرنا في الفصل الأول فإن هذا المؤشر يساوي قيمة الأسهم المقيدة / قيمة الناتج الداخلي الخام، و يؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى آثار إيجابية على كفاءة السوق المالي لأن ارتفاعه يعني زيادة تعبئة الموارد و منه اتساع القاعدة الاستثمارية، وهذا يؤدي إلى التنافس بين أعوان العجز من أجل الحصول على موارد مالية، مما يسهم في نشر المعلومات التي تمنح فرصة لأعوان الفائض اختيار ما يناسبهم من أصول مالية.

- **عدد الشركات المسجلة:** حيث يعبر هذا المؤشر عن مدى اتساع حجم السوق من حيث القطاعات الاقتصادية و الأحجام المختلفة للشركات المسجلة مما يعني تنوع الفرص الاستثمارية أمام المتعاملين.

**هـ- درجة التركيز:** يعني هذا المؤشر نسبة مساهمة الشركات العشرة الأوائل في رسملة السوق، و كلما انخفضت هذه النسبة، كلما دل ذلك على كثرة الشركات المقيدة وتنوعها، و منه اتساع وتنوع القاعدة الاستثمارية، وهذا ما يدعم تطور كفاءة هذا السوق المالي<sup>22</sup>.

**و- الهيكل المؤسسي التنظيمي:** من المقومات الأساسية للحكم على مدى تطور كفاءة السوق المالي وجود هيكل مؤسسي وتنظيمي يساعد على رفع الأداء وتحقيق الكفاءة، وتشير مؤسسة التمويل الدولية إلى وجود عدد من المؤشرات يمكن من خلالها الحكم على مدى ملائمة الهيكل المؤسسي و التنظيمي هي<sup>23</sup> :

- **مدى نشر المعلومات:** إن من أهم محددات ملائمة الهيكل التشريعي و التنظيمي وجود قوانين تجبر الشركات الإفصاح عن المعلومات الضرورية المتعلقة بها، لأنه كلما زادت ونظمت عملية الإفصاح زاد ذلك من كفاءة السوق المالي.

- **المعايير المحاسبية:** نظرا لاتساع ظاهرة الانفتاح المالي أمام الاستثمارات الأجنبية المختلفة، أصبحت القوانين والتشريعات المتعلقة بالأسواق المالية تلزم الشركات بإتباع المعايير الدولية للمحاسبة من أجل توحيد الطرق التي تحسب من

خلالها النتائج، و بالتالي فكلما زاد السوق المالي من إجبارية القوانين المتعلقة بإتباع المعايير الدولية للمحاسبة كلما دل ذلك على تطور الكفاءة به.

- **قوانين حماية المستثمر:** كلما زادت قدرة قوانين السوق المالي على حماية المستثمرين، كلما دل ذلك على تطور كفاءة هذا السوق.

- **العوائق على الاستثمار الأجنبي و تحويل الرساميل:** كلما انخفضت العوائق على دخول وخروج المستثمرين الأجانب وتحويل رؤوس الأموال من وإلى السوق المالي، كلما دل ذلك على زيادة كفاءته، نظرا لإتاحته الفرصة أمام جميع المتعاملين والمستثمرين دون تمييز.

#### 4- الحركة العشوائية للأسعار والأشكال المختلفة لكفاءة السوق المالي:

تعتبر ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار الأساس الذي يمكن من خلاله الحكم على كفاءة السوق المالي، لذا خصصنا هذا العنصر للإمام بهذا المفهوم، من أجل تعميق فهم نظرية كفاءة السوق المالي.

#### 4-1 مفهوم الحركة العشوائية للأسعار (Randomwalk)

إن اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار سبقت بزمن اكتشاف نظرية كفاءة الأسواق المالية ففي سنة 1900 طرح الرياضي الفرنسي "Louis Bachoulier" هذه الفكرة في دراسة أقامها على سوق السلع. ووجد أنها تفتقد إلى أي ترابط بينها مما يعني أنها تتبع حركة عشوائية، وعلق على ذلك بالقول: " أن المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة Fair game, حيث لا يمكن للبائع أو المشتري أن يضمن تحقيق أرباح على حساب غيره"<sup>24</sup>، ونفس هذه النتيجة تم التوصل إليها انطلاقا من العديد من الدراسات الميدانية التي قام بها الباحثون في المجال المالي (Kendal 1953, Robert & Osborn 1959), حيث أثبتوا أن أسعار الأوراق المالية في السوق المالي تتبع حركة عشوائية وبالتالي لا يمكن لمجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح على حساب الآخرين<sup>25</sup>، على اعتبار أن جميع المعلومات المتحصل عليها معكوسة في سعر الورقة المالية، وأي معلومة جديدة تصل السوق تعدل توقعات المستثمرين فيتغير السعر، وحتى توقعات المستثمرين بشأن بعض المؤسسات ونتاجها تكون معكوسة في أسعار أوراقها المالية المصدرة، وبالتالي فإن التغيرات في الأسعار تكون مستقلة عن بعضها البعض، و تبقى مرتبطة بالمعلومات التي تأتي إلى السوق في نمط عشوائي و تعكس في السعر بالشكل التالي<sup>26</sup>:  $P_t = E [ P_{(t+1)} / I_t ]$

حيث :

$P_t$  : سعر الورقة المالية في الزمن t.

$P_{(t+1)}$ : سعر الورقة المالية في الزمن t+1.

$I_t$  : تمثل المعلومات المتاحة (سواء كانت حقيقية أو توقعات) في الزمن t.

فمن خلال هذه المعادلة يتضح أن السعر الذي يسود في المستقبل، هو تقدير غير متحيز للسعر السائد في السوق الحاضرة، و بمفهوم كفاءة السوق المالي، أن السعر الحالي يعكس جميع المعلومات المتاحة مع التوقعات المستقبلية السائدة في الفترة الحالية، أما السعر في فترة مستقبلية فإنه يعكس المعلومات المتوفرة عن تلك الفترة، مع التوقعات السائدة عن ظروف مستقبلية أيضا في تلك الفترة، وبالتالي فلن يكون هذا



السعر المستقبلي مرتبطاً بالسعر الحالي على اعتبار أن المعلومات التي تؤثر عليه تأتي في نمط عشوائي. ومنه يمكن القول أن السوق يتبع حركة عشوائية إذا كان و فقط:

$$P_t - P_{t+1} = \varepsilon_t^{27}$$

حيث أن  $\varepsilon_t$  تمثل ضوضاء بيضاء (Bruit Blanc)، ناتجة عن التغير في السعر والعوائد مرتبطة به نتيجة ورود معلومات حقيقية إلى السوق المالي، أي تمس الأسعار وعواندها فعلاً.

#### 4-2- الأشكال المختلفة لكفاءة السوق المالي

تتباين درجة كفاءة السوق المالي وفقاً لنوعية المعلومات المتاحة، و حسب Fama, يمكن تقسيم هذه المعلومات المتاحة في السوق المالي إلى ثلاثة مستويات؛ معلومات تاريخية تتعلق بالماضي، معلومات جديدة متعلقة بالوقت الحاضر ومعلومات تتاح فقط لمجموعة من المتعاملين (معلومات داخلية)، وانطلاقاً من هذه المستويات الثلاثة، نميز بين ثلاثة أشكال لكفاءة السوق المالي نتناولها في النقاط التالية:

##### أ- الشكل الضعيف لكفاءة السوق المالي (la forme faible de l'efficience)

يعني الشكل الضعيف لكفاءة السوق المالي، أن أسعار الأوراق المالية المتداولة تعكس كافة المعلومات التاريخية المتعلقة بتغيرات أسعارها، حجم التعاملات في الماضي، الإيرادات والخسائر... الخ، بمعنى أنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية انطلاقاً من تحليله لهذه المعلومات لأنها معكوسة في الأسعار، ومنه فإن الشكل الضعيف يعترف بظاهرة الحركة العشوائية للأسعار، لأن تحركات أسعار الأوراق المالية في المستقبل مستقلة تماماً عنها في الماضي.

##### ب- الشكل شبه القوي لكفاءة السوق المالي (La Forme Semi Forte de l'efficience)

عند هذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية، كافة المعلومات العامة المتاحة كتوزيعات الأرباح، توزيعات الأسهم المجانية، النتائج الدورية للمؤسسة، دخول منتجات جديدة، الظروف الاقتصادية المحلية والدولية... الخ. ففي ظل هذا الشكل لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية انطلاقاً من تحليله لهذه المعلومات<sup>28</sup>

تعتبر سرعة انعكاس المعلومات على الأسعار هي أساس معرفة مدى كفاءة السوق المالي عند هذا الشكل، فإذا كان تعديل الأسعار فوري (L'ajustement immédiat)، فإن السوق المالي كامل الكفاءة في شكله شبه القوي. إلا أنها تبقى حالة نادرة التحقق على أرض الواقع، لأن التعديل التام للأسعار يستلزم وجود وقت معين يختلف بين بضع دقائق إلى أيام. لكن يبقى أنه كلما زادت سرعة انعكاس المعلومات على الأسعار كلما زادت درجة كفاءة السوق المالي عند هذا الشكل.

##### ج- الشكل القوي لكفاءة السوق المالي (la forme forte de L'efficience)

في ظل هذا الشكل لكفاءة السوق المالي، فإن أسعار الأوراق المالية تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية والعامة المتاحة للجميع، المعلومات الخاصة والتي تتوفر عليها فقط مجموعة من المستثمرين (يطلق عليهم بالداخليين)، كأعضاء مجلس

الإدارة، مسيرو الحوافظ المالية... الخ. ومنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية انطلاقاً من تحليله لهذه المعلومات<sup>29</sup>، لقد اختبر هذا الشكل من خلال المقارنة بين أداء أفراد ومؤسسات لديهم القدرة على الحصول على مثل هذه المعلومات الخاصة، مع أشخاص عاديين ليس لديهم القدرة على الحصول على مثل هذه المعلومات الخاصة، يبقى أن نقول في هذا الصدد أن الشكل القوي هو أعلى درجات الكفاءة للأسواق المالية، ويمكن أن نؤكد أنه غير محقق في الواقع العملي، ما دامت هناك فئة من المستثمرين تتفوق على غيرها في الحصول على المعلومات وتحليلها، وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين لا تتاح لهم هذه المعلومات، وعليه فإن حركة الأسعار في ظل هذا الشكل من أشكال التعامل تكون غير عشوائية باعتبار أن فئة من المستثمرين يمكن لهم التنبؤ بالأسعار في الفترة القريبة المستقبلية. وعلى هذا الأساس هل يمكن لنظرية الإشارة أن تعالج ولو نسبياً هذه الفجوة لعدم كفاءة السوق المالي؟ وهذا ما سنحاول التطرق له في العنصر الموالي.

## ثانياً- ماهية نظرية الإشارة

### 1- تعريف نظرية الإشارة

نستطيع أن نفهم معنى النظرية من إسمها أي "الإشارة" المستمدة من الفعل أشار، يشير، بمعنى دل على شيء، أي بمعرفة شيء ما فهو يدلنا بالضرورة على شيء أو عدة أشياء أخرى، ولتوضيح ذلك نستعين بمثال Akerlof في سوق السيارات المستعملة، حيث إذا قرر شخص ما بيع سيارته يكون السؤال المطروح لماذا سيبيع هذا الشخص سيارته؟ وتكون لدينا عدة إجابات من بينها: لم تصبح سيارته تعمل بشكل جيد، صاحب السيارة بحاجة إلى أموال، يريد شراء سيارة أخرى أكثر فعالية وأكثر تطوراً... إلخ، فيعمل صاحب السيارة بإقناع المشتري بسبب بيعه لسيارته، أي يقوم بإرسال إشارة للمشتري<sup>30</sup>.

وباسقاطنا لهذا المثال على السوق المالي، حيث المسير في المؤسسة بمثابة البائع والمستثمر بمثابة المشتري، يفهم سبب نشوء نظرية الإشارة والمتمثل في معالجة عدم تماثل المعلومة لدى كل الأطراف المهتمة بالمؤسسة من مسيرين ومساهمين ومقرضين...، أي بعبارة أخرى أن المعلومة ليست مقسمة بشكل متماثل أو متناظر، بحيث نجد أن المسيرين لديهم معلومات أكثر من الأطراف الأخرى<sup>31</sup>.

### 2- نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات

من خلال تعريف نظرية الإشارة نجد أن هناك فكرتان رئيسيتان تعتمد عليهما هذه النظرية:

- ✓ أن نفس المعلومة لا يمتلكها كل الأطراف، حيث يمكن أن يتوفر المسيرين على معلومات ليست بحوزة المستثمرين.
- ✓ حتى وإن كانت المعلومة متوفرة عند كل الأطراف، فإنها لا تستقبل بنفس الطريقة.

وبالتالي فإن القرارات المالية التي يتخذها المسيرين لا تتوقف في حد أنها قرارات صحيحة فقط بل لابد أن يعمل هؤلاء المسيرين على إقناع السوق بأنها قرارات جيدة و

في فائدة المؤسسة ومن ثم في فائدة المستثمرين، كما تعتبر الإشارة المرسله من طرف المسيرين للمستثمرين الوحدة الأساسية لسياسة الاتصال المالية، حيث أن هذه الإشارات ليست بسر أو بتصريح يتحمل نتائجه المتدخلون الأوائل في السوق المالي، ولذا فإن المستثمر بعيداً أن يكون ساذجاً لاستقبال كل الإشارات بنفس درجة الشك، وبالتالي توجد ثلاث نقاط يجب على المستثمر معرفتها:<sup>32</sup>

### 2-1- الفائدة التي يتحصل عليها مرسل الإشارة:

حيث يسأل المستثمر حول الفائدة التي يتحصل عليها المرسل وما إذا كانت هذه الفائدة تتعارض مع فائدته، وإذا تأكد ذلك فإن هذه الإشارة ستستقبل بشكل سلبي من طرف المستثمرين، وبالتالي يعمل المسيرين على إثبات العكس وذلك مثلاً بإعادة استثمار أموالهم الخاصة في المؤسسة.

### 2-2- صورة الفريق المسير وسياسة إتصاله.

### 2-3- المراقبة والعقوبات من طرف سلطات البورصة:

وذلك في حالة إنتشار المعلومات الخاطئة، حيث إذا علم المستثمر وخاصة الأجنبي بأن المراقبة فعالة فسوف يدمجها ضمن ملاحظاته، وتعتبر من الإشارات التي تدل على كفاءة السوق المالية، إلا أن بعض المسيرين يحاولون إرسال إشارات خاطئة للحصول على ميزات مشجعة، مثلاً أن مسيرو مؤسسة ما بالغوا في تفاؤلهم للأفاق المستقبلية لمؤسستهم الشيء الذي يمكنهم من بيع الأسهم بسعر جد مرتفع، ولكن السوق المالي سيتدارك هذا التضليل، بالإضافة إلى فرض غرامات مالية يسبب الإشارات الخاطئة، وبالتالي فإن دور سلطات البورصة يعتبر جد ضروري ومهم إذا أردنا أن نطلع إلى سوق مالي كفاء ومن ثم تمويل الإقتصاد بأقل تكلفة ممكنة. من خلال ماسبق يتضح أن نظرية الإشارة لا تعمل فقط على تحليل القرارات المالية للمؤسسة (سياسة التمويل التوزيع... إلخ)، ولكن تسمح أيضاً بدراسة نظم الحث التي تدفع أو تشجع مسيري المؤسسات الجيدة لإيصال الإشارات الصحيحة وفي نفس الوقت تردع مسيري المؤسسات غير الجيدة لإستعمال نفس الإشارات لتحريف القيمة الحقيقية لمؤسستهم.

### 3- أهم أدوات نظرية الإشارة

يعتبر الهيكل التمويلي وتوزيعات الأرباح من أهم المحددات لقيمة المنشأة التي تتم دراستها بإحتراس كبير في النظرية المالية، وهي إشارات حاملة لمعاني ومعلومات تفيد في توجيهه وإتخاذ القرارات لمختلف الأعوان.

### 3-1- هيكل رأس المال كأداة للإشارة

يعتبر "S.Ross" الرائد في هذه المقاربة أن أي تغيير في السياسة المالية يؤدي إلى تغيير نظرة المستثمرين للمؤسسة وبالتالي تكون لدينا إشارة مرسله إلى السوق المالي ويمكن التطرق لهيكل رأس المال كأداة للإشارة من خلال العوامل الثلاثة التي تؤثر فيه:<sup>33</sup>

### أ- نظرية الإشارة وسياسة الإستدانة

من البيهبي أن الزيادة في الإستدانة تزيد من خطر الأموال الخاصة، وبالتالي فإن مسيري المؤسسة يبررون هذه الزيادة بإرسال إشارة للسوق بأن المؤسسة لديها القدرة

على تسديد حجم الديون بدون أي صعوبة وهذا مايدل على كفاءة المؤسسة، وفي حالة ما إذا كانت هذه الإشارة خاطئة أي أن المؤسسة ليست لديها القدرة على تسديد ديونها فإنها ستعرض لعقوبات مالية، ودائما وفي ظل إفتراض أن المسيرين لديهم معلومات مميزة في المستقبل ، أثبت S.Ross

أن المسيرين سيقومون بإيصال إشارة دقيقة بشرط أن يكون هامش الربح المحتمل تحصيله من إشارة خاطئة أقل من العقوبة المسلطة.

#### ب- نظرية الإشارة وزيادة رأس المال:

إذا إفترضنا أن المسيرين يدافعون على فوائد المساهمين القدامى فالسؤال المطروح هو: كيف يقوم هؤلاء المسيرين بإقتراح زيادة رأس المال إذا كان السهم مقيم بأقل من قيمته؟

وإذا نظرنا من وجهة عدم تماثل المعلومة فإن الزيادة في رأس المال هو إشارة على أن السهم مقيم بأعلى من قيمته السوقية وأن المسيرين يتوقعون بأن التدفقات المستقبلية للمؤسسة ستكون أقل مما يعكسه سعر السهم في البورصة. وبالتالي فإن فريق المسيرين يفتنمون فرصة التقييم المرتفع للسهم لرفع رأس المال وتوجيه الأموال المحصلة إلى تغطية عجز الخزينة الحاصل من تدفقات الإستغلال الضعيفة مقارنة بالمتوقعة.

ومن جهة أخرى أثبتت البحوث بأن الإعلان في الزيادة في رأس المال يقودنا في غالب الأحيان إلى تخفيض سعر السهم بنسبة 3-5% بسبب آلية السوق أو الإشارة السلبية المستقبلية من طرف المستثمرين، ومن البديهي أن بيع المسيرين لمساهماتهم في المؤسسة هو إشارة سلبية، بمعنى أن لديهم معلومات داخلية تدل على أن قيمة التدفقات المستقبلية في ظل مخاطرة معينة ستكون أقل مما هو متوقع، والعكس في حالة ما إذا قام المسيرين بالزيادة في مساهماتهم وخاصة إذا تم ذلك عن طرق الإستدانة الخاصة ، أي أنها إشارة جد إيجابية بالنسبة للسوق المالي.

#### ج- نظرية الإشارة وتخفيض رأس المال (بإعادة شراء الأسهم)

إن إعادة شراء الأسهم تتضمن تفسير متعددة نذكر من بينها:

- غياب فرص الاستثمار بنسبة المرودية المطلوبة ، فالمسيرين يقومون بإرجاع الأموال للمساهمين لاستثمارها في مجالات تعود عليهم بمرودية أعلى.
- إشارة الخبر الجيد بحيث يعتبر المسيرون بأن سعر السهم مقيم بأقل من قيمته.
- الحافز الضريبي، لأنه في حالة إعادة شراء الأسهم تكون الضريبة أقل تكلفة من توزيع الأرباح لنفس النتيجة.

أي أن تخفيض رأس المال لا يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة ولا يؤدي إلى زيادة قيمة السهم ولكن يسمح بتجنب استثمار الأموال في مشاريع تكون مردوديتها أقل من تكلفة الأموال الخاصة، ولا يتحقق هذا إلا إذا نجحت المؤسسة في شراء أسهمها بسعر أقل من القيمة المتوقعة ، وبالتالي فإن تخفيض رأس المال يعتبر عملية تشير بأن المسيرين يعملون لفائدة وصالح المساهمين.

### 3-2- سياسة توزيع الأرباح كأداة للإشارة

لقد واجهت النظرية المالية صعوبة كبيرة في إيجاد مبررات مقنعة لتوزيع الأرباح وبالأخذ في الحسبان الوضع الحقيقي الذي يجبرنا إلى إيجاد تفسيرات جديدة لمشكل التوزيع ، فقترح نظرية الإشارة تفسير مميز بحيث تعتبر القسائم وسيلة من وسائل الاتصال بين المؤسسة والسوق المالي الذي تتعامل معه.

فيعمل المسيرون على إعطاء الصورة الحسنة للمؤسسة ، فالمؤسسات القوية أو ذات المردودية العالية تبحث عن كل الوسائل والسياسات التي تحسن من صورتها مقارنة بتلك المؤسسات التي تفتقد إلى تلك الوسائل ، ومن بين أهم هذه الوسائل نجد سياسة توزيع الأرباح، حيث كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة فهو إشارة على مردودية المؤسسة المرتفعة والعكس صحيح، وإذا ما وإن حدث انخفاض في نسبة الأرباح الموزعة فعلى المسيرين أن يقوموا بإقناع المستثمرين بأنها مرحلة عابرة لأسباب ما وستزول في الأجل القريب.

وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح تشكل عامل معلوماتي مميز يستعمله المسيرون لإقناع المستثمرين بأن الصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة<sup>34</sup>.

### 4- النظرية المالية وتخفيض عدم تماثل المعلومات

#### 4-1- مكنزمات الحصول على المعلومة

كانت هذه المكنزمات محور بحوث جادة نذكر منها بحوث "D.Dianond" في 1985، الذي إهتم بالاتصال المالي الأمثل للمؤسسات، ويفترض هذا الباحث أولاً وقبل كل شيء أن إعداد المعلومات من طرف المؤسسة، يكون أقل تكلفة مقارنة بإعدادها من طرف المستثمرين، وتخفيض حجم الأرباح الناتجة عن المضاربة.

كما عولجت إشكالية تحديد سياسة اتصال مالي من طرف "R.Merton" في عام 1987 في مقال إهتم فيه بتحديد سعر الأصول المالية في ظل عدم تماثل المعلومات بالنسبة لمختلف المساهمين، وبالتالي تم تقسيمهم إلى مجموعتين الأولى تتمثل في المساهمين الذين تتوفر لديهم معلومات كافية تمكنهم من وضع تقديرات كافية ومرضية عن المردودية المنتظر من الورقة المالية، والثانية تتمثل في المساهمين الذين لديهم نقص في المعلومات وبالتالي لا يمكنهم إجراء أي تقديرات، ومنه إستنتج "R.Merton" أن القيمة السوقية للمؤسسة تكون أكبر في حالة ما إذا كان عدد المساهمين الذين تتوفر لديهم معلومات معتبرة كبير والعكس صحيح، وأن القيمة السوقية للمؤسسة تحت فرضية عدم تماثل المعلومات هي أقل من القيمة السوقية في حالة سوق مالي كفاء<sup>35</sup>.

#### 4-2- الوسائل المساعدة على تخفيض عدم تماثل المعلومات

يمكن التطرق إلى مضمون النظرية المالية فيما يخص تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال نوعين من النماذج، نماذج بإشارات مالية ونماذج بمكنزمات محرصة:

##### أ- نماذج بإشارات مالية

تتمثل في النماذج المستعملة عندما تكون المؤسسة مدركة جيداً لنوعية مشاريعها، وبالتالي تعمل على بعث إشارات لمختلف الأعوان للتعريف بالميزات الجيدة للمؤسسة،

فمن خلال متغير مالي (الإشارة) المؤسسات الجيدة لها مصلحة في الإفصاح للعامّة عن معلومات تسمح للأعوان (مساهمين ومستثمرين ودائنين) بالتفريق بين مشاريعها والمشاريع الأقل نوعية<sup>36</sup>.

وهناك من يقترح إستعمال الخيارات أو المشتقات كأداة لتخفيض المخاطر الناجمة عن عدم تماثل المعلومات أو إستعمال السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

#### ب- نماذج بمكثزمات محرّضة

ضمن شروط العقد الذي يربط المؤسسة بمختلف الأعوان، يشترط معرفة نوعية المؤسسة على حقيقتها، ويتعلق الأمر بالضمانات ومعدل الفائدة والعلاقة مع العملاء. ولعل أهم النماذج التي طورت في هذا المجال كانت من قبل "Wett" في 1983، "Bensanko" و"Thakor" في 1987، "chan" و"Kamatas" في 1985، "Stiglitz" و"weiss" في 1981، "Bester" في 1987. حيث أبرزت حقيقة الدور الذي تلعبه الضمانات بصفقتها سلطة مقنعة تحد من الخطر المعنوي من جهة، ومن جهة أخرى الضمان ومعدل الفائدة باعتبارهما سلطة تقريرية ذاتية بالنسبة للمؤسسة وعلاقتها مع العملاء.<sup>37</sup>

كما يشجع المحيط القانوني في الرفع من كفاءة الأسواق المالية بإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات المتميزة، وبصفة عامة لا يمكن تطوير السوق المالي والرفع من كفاءته إلا بتوفر معلومات كافية وملائمة وفي الوقت المناسب التي تسمح باتخاذ القرارات، لهذا يعتبر تشجيع وإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات وتحليلها من المؤشرات المهمة المساعدة على رفع كفاءة الأسواق المالية.

#### الخاتمة

من خلال هذا البحث وإختباراً للفرضيات المطروحة نستنتج أن نظرية الإشارة هي مجموعة الأدوات والآليات التي تساعد المسيرين في إتخاذ القرارات بالإضافة إلى إقناع السوق بأنها قرارات جيدة، وهذا ما يتطلب سياسة اتصال كفاة، كما أن نظرية الإشارة ليست فقط ذلك التصريح أو السر الذي يصرح به كما يعتقد غالبية المديرين ورؤساء المؤسسات.

كما تعتبر نظرية الإشارة أداة مهمة للرفع من كفاءة الأسواق المالية، حيث تساهم بشكل مباشر في تخفيض حدة عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمستثمرين من خلال توفير المعلومات أو تصحيح بعض التفسيرات السلبية لبعض المعلومات الموجودة في السوق المالي.

كما أن السوق المالي الكفاء هو السوق الذي يعكس كل المعلومات المتوفرة على سعر السهم، وبالتالي لإعطاء القيمة الحقيقية للسهم يعمل مسيرو المؤسسة على توفير معلومات لا تتوفر لدى المستثمرين في السوق المالي، عن طريق إرسال إشارات تؤدي إلى تقييم عادل لقيمة السهم ومن ثم قيمة المؤسسة.

## الهوامش :

- <sup>1</sup> - Douglas. R. Emery, John Finerty, Principles of finance with corporat Applications, West publishing company, USA, 1991, pp. 77-78.
- \* - البيع على المكشوف هو عملية بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد وقت إبرام الصفقة على أن تسلم هذه الأوراق في فترة قادمة، بمعنى بيع أوراق مالية لا يمتلكها البائع وقت إبرام الصفقة، و هذا على أمل شراء هذه الأوراق بأقل من سعرها المحدد قبل تسليمها.
- <sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 495 - 497، بتصرف.
- <sup>3</sup> -Jaque Teulie, Patrik Topsacalion, Finance, 2<sup>e</sup> édition, Vuibert, France, 1997, p. 78.
- <sup>4</sup> - idem.
- <sup>5</sup> - B. Jaquillat, B. Solnik, C.Perignon, les Marchés Financier, gestion de porte feuille est des risques, 5<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2009, p. 78.
- <sup>6</sup> - Ibid, p. 50.
- <sup>7</sup> - عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 191.
- <sup>8</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 502.
- <sup>9</sup> - جبار محفوظ، البورصة الخوصصة وتسيير المؤسسات العمومية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 1996، ص 373
- <sup>10</sup> - B. Jaquillat, B. Solnick, op. cit, p. 47.
- <sup>11</sup> - J. Teulie, P. Topsacalian , op. cit, p. 78.
- <sup>12</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 501.
- <sup>13</sup> - Phillippe Spieser, Information économique et marchés financiers, Economica, Paris, France, 2000, p. 244.
- <sup>14</sup> - Philippe Gillet, L'effecience des Marchés Financiers, Economica, Paris, France, 1999, p. 11.
- <sup>15</sup> -J. Teulie, P. Topsacalian, op. cit, pp. 79 - 80.
- <sup>16</sup> - Pierre Vernimen, Finance d'entreprise, 5<sup>ème</sup>, édition , Dalloz, Paris, France, 2002, p. 371.
- <sup>17</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 411.
- <sup>18</sup> - Pierre Vernimen, op. cit, p. 371.
- \*- القيمة السوقية للمنشأة = عدد الأسهم المصدرة × القيمة الاسمية للسهم
- <sup>19</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 525.
- <sup>20</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص 412.
- <sup>21</sup> - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص 39 - 40.
- <sup>22</sup> - المرجع السابق، ص 40.
- <sup>23</sup> - المرجع السابق، ص 41.
- 1- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 515.
- 2- جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 360.
- <sup>26</sup> - Philippe Spieser, op. cit, p. 252.
- <sup>27</sup> - ibid, p. 253.
- <sup>28</sup> - Heneri Bourguinat, finance internationale, 4<sup>ème</sup> édition , Presses universitaire,France ,1999, p. 388.
- <sup>29</sup> - ibid, op. Cit, p. 389.
- <sup>30</sup> - Pierre Vernimen, op.cit, p.628
- <sup>31</sup> - Idem.

<sup>32</sup> Hutin.H, Toute la finance d'entreprise en pratique, Organisation, 3ème édition, 2003, p. 285.

<sup>33</sup> - Mourgues.N, Financement et coût du capital de l'entreprise, Economica, paris, 1993, pp. 276-280.

<sup>34</sup> - Bancel.F, la gouvernance des entreprises, Economica, Paris, 1997, pp. 33-35.

<sup>35</sup> - Raimbourg.P ; Asymétrie d'information, théorie de l'agence et gestion de l'entreprise, Encyclopédie de gestion, Tome : 1, p. 193.

<sup>36</sup> - Ibid, p. 196.

<sup>37</sup> - Wamba.H, l'impact de l'asymétrie d'information dans l'optimisation de la valeur de l'entreprise, article à l'université de yaoundi, cameroun, 2004.