

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/256065389>

نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية (The Electronic Trading System in the Saudi Stock Market)

Article in SSRN Electronic Journal · April 2000

DOI: 10.2139/ssrn.2275534

CITATIONS

0

READS

3,458

1 author:



Mohammad Ibrahim Alsuhaibani

Imam Mohammad ibn Saud Islamic University

60 PUBLICATIONS 119 CITATIONS

SEE PROFILE

نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية

د. محمد بن إبراهيم السحيباني

أستاذ الاقتصاد المساعد – جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية

نشرت نسخة محدثة من البحث في المجلة الاقتصادية السعودية

السنة الأولى – العدد الرابع - ربيع ٢٠٠٠، ٩١ - ١١١

الملخص

تتركز المعالجة في هذا البحث على دراسة العديد من القواعد التفصيلية التي تحكم آلية التعامل في سوق الأسهم السعودية في ظل نظام التداول الإلكتروني المطبق في السوق منذ عام ١٤١١ هـ (١٩٩٠ م). والقواعد التفصيلية التي يناقشها هذا البحث هي: (١) الحد الأدنى للتغير في السعر (٢) آلية التنفيذ بواسطة سوق النداء والسوق المستمرة (٣) قواعد أولوية تنفيذ الأوامر (٤) شفافية السوق (٥) تنفيذ الأوامر الكبيرة (٦) مواجهة التلاعب (٧) هيكل العمولة (٨) استقرار الأسعار (٩) التسوية ونقل الملكية. وحيث أن صياغة هذه القواعد تتطلب موازنة مصالح مختلف المتعاملين بهدف توفير أكبر قدر من السيولة واكتشاف أكفأ الأسعار، فإن التطبيق المباشر لهذه الدراسة يتمثل في مساعدة منظمي السوق على تصميم آلية للتداول تتوافق مع الأهداف التي يتوخونها من هذا النظام.

عنوان المراسلة: ص. ب. ٨٤٤، الرياض ١١٣٥٢، المملكة العربية السعودية

Email: mohisuh@gmail.com

نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية

١ مقدمة

بدأت الأسواق المالية باستخدام نظم التداول الإلكتروني منذ ما يقارب ثلاثة عقود. وقد تزايدت درجة استخدام الحاسب الآلي لميكنة التعامل في هذه الأسواق مع مرور الوقت. ومن أشهر الأسواق المالية العالمية التي تعتمد بشكل أساسي على نظام إلكتروني للتداول أسواق تورنتو وباريس وطوكيو^١. ولقد تعاظم الاهتمام في السنوات الأخيرة بنظم التداول الإلكترونية في أغلب الدول بسبب زيادة المنافسة على تيار الأوامر الدولي بين الأسواق المالية المختلفة نتيجةً لانفتاح الأسواق، والتقدم في تقنية الحاسب والاتصالات، وزيادة حجم الاستثمار المؤسسي، والاتجاه نحو التخصص.

ويعد نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية من أقدم أنظمة التداول الإلكتروني في العالم العربي؛ حيث بدء العمل بهذا النظام في بداية عام ١٤١١هـ (النصف الثاني من عام ١٩٩٠م). ويعتبر تطبيق هذا النظام ثاني أكبر حدث في تاريخ صناعة تداول الأوراق المالية في المملكة بعد قرار تنظيم التداول في السوق في عام ١٤٠٥هـ (١٩٨٤م). ويحمل النظام اسم (النظام الإلكتروني لمعلومات الأسهم)، أو اختصاراً إيسس ESIS^٢. وقد أدى تطبيق النظام إلى نقلة نوعية كبيرة في سوق الأسهم؛ حيث ألغى تجزئة السوق، ومكن من تنفيذ أوامر المتعاملين في ظل قواعد واضحة وعادلة، ووفر معلومات دقيقة عن العروض والطلبات السائدة وأسعار الصفقات السابقة، وحسن كثيراً من آلية تسوية الصفقات. وقد تم تحديث النظام في فترات متلاحقة، وكان آخرها الإصدار رقم (٩) والذي دخل حيز التنفيذ في عام ١٤١٩هـ.

وملاحظ أن صناعة تداول الأوراق المالية في سوق الأسهم السعودية (بعناصرها الأربع: المتعاملون والأدوات المالية والأسواق والمنظمون) تعتبر ناشئة مقارنة بالأسواق المالية العالمية. إذ لم يتم بعد تنظيم عمل بيوت السمسرة وتجار

الأسهم، ولا يوجد سوق نشطة للإصدارات الجديدة أو الأوامر الكبيرة، ولم يتم إسناد مسؤولية تنظيم السوق إلى هيئة مستقلة. وسيتم التركيز في هذا البحث على استعراض المبادئ الاقتصادية الرئيسية التي تحكم أحد أهم مكونات هذه الصناعة وهو نظام التداول الإلكتروني (إيسس). وتنبع أهمية هذه البحث من أن بنية آلية التداول كما تحددها معلمات هذا النظام الإلكتروني تؤثر بشكل مباشر على استراتيجية جميع المتعاملين، ومن ثم على الهدفين الرئيسيين للسوق وهما توفير السيولة من خلال جذب أكبر قدر ممكن من البائعين والمشتريين، وتحقيق الكفاءة من خلال توفير آلية لاكتشاف الأسعار تقلل ما أمكن، وفي أسرع وقت، من الفرق بين سعر السهم وقيمه الحقيقية.

وقد تم تقسيم فقرات هذا البحث على النحو التالي. تبدأ الفقرة ١-١ من هذه المقدمة بإجمال مكونات النظام الإلكتروني لمعلومات الأسهم، يعقبها في الفقرة ٢-١ استعراض للتصنيف الرئيسي للمتعاملين والأوامر في هذه السوق. ويناقش القسم الثاني - في تسع فقرات - تسعا من أهم القواعد التي تحدد طبيعة نظام التداول في هذه السوق. ويختتم القسم الثالث هذا البحث بذكر بعض الملاحظات الختامية.

١-١ النظام الإلكتروني لمعلومات الأسهم

عندما تم تنظيم سوق الأسهم السعودية في عام ١٤٠٥هـ، أوكل إلى مؤسسة النقد العربي السعودي تنظيم تداول الأسهم، وتم حصر تداول الأسهم في البنوك السعودية. وبعد تطبيق نظام التداول الإلكتروني في عام ١٤١١هـ قامت البنوك بإنشاء وحدات تداول مركزية مرتبطة بنظام التداول الموجود في مؤسسة النقد. وتداول الأسهم منحصر في هذه الوحدات أو فروع البنوك المتصلة بها؛ حيث قام كل بنك بربط عددا من فروع بوحدة التداول المركزية الخاصة به.

ويعد نظام التداول الإلكتروني المطبق في السوق نظام اتصالات بين أطراف التعامل؛ حيث يبدأ بقبول رسائل المتعاملين في شكل أوامر بيع وشراء، وينتهي في صورة عروض وطلبات، وينفذها في ظل قواعد أولوية واضحة، وينتهي بتسوية الصفقات المنفذة. ويحدد النظام من يحق له إدخال أمر في النظام وهم الوسطاء في وحدات التداول المركزية. كما يحدد النظام نوع الأوامر المقبولة، وفترة صلاحيتها،

وكيفية تجميعها وتنفيذها. ويوفر النظام معلومات عن العروض والطلبات السائدة وأسعار الصفقات السابقة وكمياتها، وآخر الإعلانات المتعلقة بالشركات المساهمة. ويحدد النظام كذلك الآلية التي يتم من خلالها تحويل الأوامر إلى صفقات وبخاصة القواعد التي تحكم تحديد سعر الافتتاح، وأولويات تنفيذ الأوامر. ويستمر التعامل يوميا من السبت إلى الأربعاء لمدة أربع ساعات مقسمة إلى فترتين صباحية ومساءية. كما يوجد فترة صباحية في يوم الخميس لمدة ساعتين. ويتم تحديد سعر الافتتاح لكل فترة تعامل بواسطة آلية سوق النداء والتي يتم إجراؤها خلال الدقائق الخمس الأولى من كل فترة، ثم يبدأ التداول في السوق المستمرة بعد ذلك. ويسمح النظام بإرسال الأوامر في أثناء فترة التعامل أو قبلها أو بعدها. وجميع الأوامر التي ترسل خارج فترة التعامل تشارك في تحديد سعر الافتتاح لفترة التداول التالية.

٢-١ تصنيف المتعاملين والأوامر

يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأسهم السعودية لغرض دراستنا إلى نوعين: عارضو السيولة ومستهلكو السيولة. فعارضو السيولة هم الذين يقومون بتوفير السيولة للسوق من خلال إرسال أوامر مقيدة Limit Orders. ومستهلكو السيولة وهم الذين يقومون باستهلاك السيولة بإرسال أوامر سوقية Market Orders. والأوامر المقيدة هي أوامر الشراء بسعر أقل من أفضل عرض وأوامر البيع بسعر أعلى من أفضل طلب. ولا يتم تنفيذ الأوامر المقيدة فوراً؛ بل تنظم إلى طابور الأوامر المنتظرة للتنفيذ. أما الأوامر السوقية فتشمل أوامر الشراء بسعر أفضل عرض سائد، وأوامر البيع بسعر أفضل طلب سائد. ولهذا يتم تنفيذها فوراً. ويتم تنفيذ الأوامر المقيدة جزئياً أو كلياً عند وصول أوامر سوقية تتطابق معها في السعر. وحيث لا يوجد من يمتاز بصناعة السوق في سهم أو أكثر، فإن توفير السيولة في سوق الأسهم السعودية تعتمد كلياً على تجار الأسهم والمتعاملين العاديين الذين يختارون طوعاً أن يرسلوا أوامراً مقيدة تولد عروضاً وطلباتٍ تزيد من السيولة المعروضة في السوق بدلاً من إرسال أوامر سوقية تستهلكها. ويتم تجميع كل الأوامر المقيدة فيما يسمى بكتاب الأوامر المقيدة Limit Order Book، والذي يتم عرض

محتوياته للمتعاملين - من خلال الشاشات - في شكل عروض مرتبة تنازلياً وطلبات مرتبة تصاعدياً.

ومستهلكو السيولة ينقسمون إلى قسمين: قسم باعهم على التعامل ما لديهم من معلومات خاصة. فهؤلاء يعلمون أن أسعار الأسهم لا تعكس القيمة الحقيقية لها؛ إما بسبب ما لديهم من معلومات داخلية، أو لأنهم تفردوا بالحصول على هذه المعلومات من الأبحاث المكلفة. وهؤلاء بلا شك يربحون على حساب موفري السيولة، ولكنهم يقدمون خدمة ثمينة للسوق تتمثل في جعل السوق أكثر كفاءة؛ حيث إن تعاملاتهم تدفع سعر السهم نحو قيمته. والقسم الآخر من مستهلكي السيولة باعهم على استهلاكها أسباب أخرى لا علاقة لها بتغير قيمة السهم، مثل الرغبة في الاستثمار في سهم معين، أو الانتقال منه إلى آخر لتعديل مستوى المخاطرة في المحفظة الاستثمارية، أو بيع الأسهم لاستخدام إيرادها في الاستهلاك أو غير ذلك من الأسباب. ومستهلكو السيولة يقومون عادة بإرسال أوامر سوقية لأنهم يفضلون التعامل الفوري.

ومصدر الربح الأساسي لمن يوفر السيولة هو الفرق بين أفضل عرض وافضل طلب. غير أنه معرض للخسارة بسبب مواجهته للمخاطر المرتبطة بالأوامر المقيدة. وأهم هذه المخاطر: (١) خطر الخيار المجاني Free option risk : فمن يختار أن يكون عارضاً أو طالباً بإرسال أمر مقيد إلى أجل محدد إنما يقدم خياراً مجانياً لبقية المتعاملين. فلو أن الأسعار تحركت في غير صالح هذا الأمر لأصبح هذا الأمر مربحاً ولتم تنفيذه من قبل أحد المتعاملين.^٢ ويكون موفر السيولة أشد عرضة لهذا الخطر كلما كان من الصعب عليه أن يلغي أو يعدل سعر أمره بسرعة، حيث يعلب عنصر الوقت دوراً مهماً في تحديد قيمة عقد الخيار. ولهذا يعتبر المتعاملون في السوق من خلال الهاتف (بالاتفاق مع أحد البنوك) أقل عرضة لهذا الخطر من غيرهم؛ لأنهم يستطيعون إلغاء أو تعديل أوامرهم في وقت أسرع (٢) خطر الاختيار المعاكس Adverse selection risk: وينشأ بسبب وجود نسبة - مجهولة الهوية - من المتعاملين الذين لديهم معلومات خاصة عن السهم محل التعامل. فكلما زادت هذه النسبة زاد احتمال غبن موفر السيولة. وتختلف هذه المشكلة عن المشكلة السابقة في أن الأولى يمكن أن تحدث حتى ولو لم يكن هناك معلومات خاصة لدى أي

طرف، فوصول معلومات عامة جديدة تغير من قيمة السهم هي التي تجعل للخيار قيمة. بينما خطر التعامل مع من لديه معلومات خاصة تبرز حتى لو كانت مدة الأمر قصيرة جداً؛ لأن هؤلاء يكونون في العادة متوثبين خلف الشاشات لاستغلال أي أمر مقيد يصل إلى السوق. (٣) خطر عدم التنفيذ Non-execution risk. فيحتمل أن لا يتم تنفيذ الأمر المقيد لأكثر من سبب. فالأمر لن ينفذ إذا لم يصل أمر بيع سوقي يتطابق معه. كما أن ارتفاع الأسعار بعيداً عن أمر الشراء المقيد - على سبيل المثال - يؤدي إلى ضعف احتمال تنفيذ الأمر. ويعتبر عدم التنفيذ مكلفاً لموفر السيولة، لأنه يزيد من تكلفة مراقبة السوق، كما يجبرهم - إن أرادوا زيادة احتمال تنفيذ أوامرهم - أن يطاردوا السوق بتقديم تنازلات في أسعار أوامرهم. (٤) مخاطر أخرى: فإرسال أمر مقيد يعني إفصاحاً عن معلومات يمكن لغير هذا المتعامل أن يستغلها لمصلحته على حساب مصلحة مرسل الأمر. ويتعاضد هذا الخطر في حالة عدم تطبيق أولوية الوقت أو عندما يكون حجم الحد الأدنى للتغير في السعر صغيراً كما سيأتي تفصيله. ومن المخاطر كذلك ما يسمى بخطر سبق الغير front-running؛ أي سبق الغير في الاستفادة مما لدى المتعامل الأصيل من معلومات قبل أن تصل إلى السوق. وتزداد حدة هذه المشكلة كلما زاد عدد الوسطاء الذين يمر عليهم الأمر قبل الوصول إلى السوق. وهناك خطر الخسارة بسبب إمكانية استدراج المتلاعبين لعرض السيولة وإغرائه بتوفيرها عند أسعار غير توازنية. وبسبب هذه المخاطر فإن عارض السيولة - والمتمثل أساساً في المتعامل الذي يختار طوعاً وإرسال أمر مقيد - يحتاج إلى حوافز و ضمانات من أجل تقديم التزامات ثابتة بتوفيرها.

٢ القواعد المنظمة لآلية التعامل في سوق الأسهم السعودية

١-٢ الحد الأدنى للتغير في السعر

في كل سوق مالية يوجد حد أدنى للتغير في السعر. والحد الأدنى للتغير في السعر في السوق السعودية هو ريال واحد منذ تطبيقه حتى صدور النسخة رقم (٩) حيث تم تخفيض هذا الحد إلى ربع ريال. وقد كان متوسط الحد الأدنى النسبي

للتغير في السعر (الحد الأدنى مقسوماً على سعر السهم) في هذه السوق قبل التخفيض مساوياً لـ ١,٠٤% مقارنة بـ ٠,٣٧% في أغلب أسواق الأسهم العالمية.^٤ ويعد هذا التخفيض تغييراً مناسباً بالنظر إلى أنه يؤدي إلى تضيق الفرق بين العروض والطلبات وبالتالي تقليل تكلفة التعامل بالنسبة لمستهلكي السيولة. من جهة أخرى قد يؤدي تخفيض هذا الحد إلى تثبيط موفري السيولة لأن حجم الحد الأدنى للتغير في السعر يمثل أيضاً الحد الأدنى للفرق الذي يعد المصدر الرئيسي لأرباحهم. ولأن تخفيضه كذلك يقلل من أهمية أولوية الوقت التي تمنح لمن يبادر بتوفير السيولة. فلو تصورنا أن حجم الحد الأدنى للتغير في السعر يساوي ٠.١ ريال (هلاله واحدة)، فلا يكون لأولوية الوقت أهمية تذكر، حيث يصبح بإمكان أي متعامل أن يحصل على أولوية في التنفيذ بتكلفة زهيدة جداً. وهكذا يتضح أن تحديد مقدار هذا الحد مسألة مهمة لأن زيادته تكون لصالح موفري السيولة وضد مصلحة من يستهلكونها والعكس صحيح. ومن ثم فإن اختيار الحجم الأمثل لحجم هذا الحد يتطلب موازنة مصالح هاتين الطائفتين من المتعاملين.

ويلاحظ أن الحد الأدنى للتغير في السعر - حتى بعد تخفيضه - ظل ثابت الحجم؛ أي لا يتغير باختلاف سعر السهم. وهذا يعني أن الحد الأدنى النسبي للتغير في السعر يقل كلما زاد سعر السهم. وهو بخلاف ما عليه الوضع في أكثر الأسواق المالية العالمية، حيث إن الحجم المطلق لهذا الحد يختلف بحسب الشريحة التي ينتمي إليها سعر السهم. فيقل كلما قل سعر السهم بهدف الاحتفاظ بحجم نسبي شبه ثابت لجميع الأسهم باختلاف أسعارها. وهناك مسألة مهمة يجب على منظمي السوق أن يأخذوها في الاعتبار إذا قرروا الاحتفاظ بحجم ثابت للحد الأدنى وهي أنهم قد يتحكمون بالحجم المطلق لهذا الحد بالنسبة للسوق ككل ولكن ليس بوسعهم التحكم في الحجم النسبي له بالنسبة لكل سهم وهو المتغير الأهم. فعندما تقوم الشركة المساهمة بتجزئة أسهمها ينخفض سعر السهم ومن ثم يرتفع الحد النسبي للتغير في السعر بالنسبة لهذا السهم. ولذا يقترح أن يتم الاحتفاظ بحجم نسبي شبه ثابت باعتماد أحجاماً مختلفة للحد تتزايد بتزايد شريحة الأسعار التي ينتمي إليها سعر السهم.

٢-٢ النداء أو الاستمرار

يتم افتتاح سوق الأسهم السعودية باستخدام آلية سوق النداء Call Market؛ حيث يتم تجميع أوامر البيع والشراء والخاصة بسهم معين ليتم مقابلتها أنياً في وقت واحد خلال أول خمس دقائق من بداية كل فترة تداول. وهي تولد في الغالب سعراً واحداً يعظم كمية الأسهم المتبادلة بين البائعين والمشتريين. وتعتبر سوق النداء أفضل آلية لافتتاح التعامل أو استئنافه بعد توقف عارض لأن الأوامر تكون قد تراكمت مع مرور الوقت مما يحتم تنفيذها في وقت واحد عند سعر عادل. وتبدأ آلية السوق المستمرة Continuous Market بعد إعلان سعر الافتتاح. وفي ظل هذه الآلية يمكن أن تحدث الصفقة في أي لحظة خلال وقت التعامل، وذلك عندما تتطابق الأوامر السوقية مع الأوامر المقيمة الموجودة في كتاب الأوامر. وتتميز هذه السوق عن سوق النداء بالفورية والشفافية. فهي تتيح التنفيذ الفوري للمتعاملين في أي وقت خلال وقت التعامل، بينما لا يمكن ذلك في سوق النداء إلا مرتين في اليوم. كما أن معلومات المتعاملين تكون أفضل عن وضع السوق في السوق المستمرة. ففي ظل هذه السوق يعلم المتعاملون تفاصيل العروض والطلبات السائدة ومعلومات كل صفقة على حدة (السعر، الوقت، الكمية)، بينما يعلمون ماذا حدث - في المتوسط - إذا تم تنفيذ الصفقات من خلال سوق نداء. لأن السعر يكون واحداً لعدد كبير من الصفقات التي نتجت عن تقاطع أوامر متفاوت فيما بينها في أسعارها.

ولكن لا يمكن أن تتحقق هذه المزايا للسوق المستمرة إلا إذا كان السهم محل التداول نشطاً؛ لأن السوق المستمرة تتطلب حجم أكبر من الأوامر لتعمل بكفاءة. مع هذا نلاحظ أن السوق تقوم بتطبيق هذه الآلية على جميع الأسهم بدون تمييز بالرغم من الاختلاف الحاد بينها من حيث نشاط التعامل فيها. فالنظام لا يزال يقوم بتنفيذ صفقات الأسهم غير النشطة في السوق المستمرة ولكن بعد فترة تأخير مدتها عشرون دقيقة. والواقع أن الآلية الأنسب لكثير من الأسهم غير النشطة في السوق هي آلية سوق النداء. فسيولة هذه الأسهم أقل من غيرها، كما أنها عرضة للتعامل المبني على معلومات خاصة أكثر من الأسهم النشطة. ومن ثم يؤدي استخدام سوق النداء لتنفيذ صفقات الأسهم الأقل نشاطاً إلى زيادة سيولة هذه الأسهم وقت

التعامل حيث يتم تجميع الأوامر في وقت واحد. كما أنها تقلل من درجة المخاطرة التي يواجهها موفرو السيولة في سوق هذه الأسهم. فاحتمال الغبن بسبب مشكلة الاختيار المعاكس يكون أقل في سوق النداء. فعندما يتعامل الجميع في أوقات متقطعة لا يتسنى لمن لديه معلومات خاصة أن يستريح منها فور حصوله عليها حيث يتحتم عليه أن ينتظر حتى يأتي موعد النداء. وفي الغالب أن تتحول معلوماته الخاصة إلى عامة قبل ذلك الموعد. ومن مزاياها أن جميع الصفقات فيه تكون عند سعر واحد يعكس الطلب الكلي والعرض الكلي للسهم، ومن ثم فإن المتعامل الذي لا يحسن التعامل لن يهتم كثيراً فيما إذا كان السعر الذي يحدده للبيع أو الشراء يعكس المعلومات الحالية عن السهم؛ حيث تمكنه هذه السوق من الاعتماد على من هو أعلم منه لتحديد سعر عادل قد يكون أفضل من سعره. أخيراً، فإن قيمة الخيار المجاني الذي يقدمه المتعامل بالأمر المقيد تساوي الصفر تقريباً لأن مدته تكون لحظه النداء فقط، كما أن اختفاء هذه الأوامر عن أنظار المتعاملين يمنع المقلدين من استغلال المعلومات التي يفصح عنها المتعامل الأصيل.

ولحل مشكلة الفورية والشفافية في سوق النداء يمكن اللجوء إلى زيادة عدد مرات النداء في اليوم، وإلى وضع مؤشرات - عن السعر الكمية المتوقع تنفيذها - يراها المتعاملون قبل النداء مشتقة من أسعار وكميات الأوامر التي ترسل للنداء.° غير أن استخدام هذه المؤشرات بدون قيود يجعل من سوق النداء وسيلة في يد المتلاعبين. فإمكانية إرسال أمر أو إلغائه قبل ثوان من حساب السعر النهائي يمكن المتلاعبين من التأثير على هذا السعر لصالحهم على حساب المتعاملين الجادين. فعلى سبيل المثال قد يقوم مشتر بإرسال أمر بيع كبير من أجل استدراج غيره لإرسال أوامر بيع، فإن حصل ذلك قام بإلغاء أمره في آخر لحظة وأرسل بدلاً منه أمر شراء، وهو ما يجعله يحصل على سعر أفضل مما لو لم يقيم بهذه الخدعة. ومن القيود التي يمكن أن تقلل من التلاعب اشتراط جزاء يزيد كلما قل الفرق بين وقت إرسال الأمر أو إلغائه ووقت حساب السعر بواسطة سوق النداء. وقد يتطلب الأمر منع إلغاء أي أمر يرسل للسوق قبل النداء.

٣-٢ أولويات التنفيذ

تحدد أولويات التنفيذ من الذي يستحق أن ينفذ أمره المقيد أولاً من بين موفري السيولة. وتعتبر أولويات التنفيذ من أهم ما يؤثر على مدى تقديم المتعاملين للالتزامات ثابتة بتوفير السيولة. وتتبع سوق الأسهم السعودية أولوية السعر ثم الوقت؛ فتعطى الأولوية لمن يقدمون أقوى الالتزامات وهم أولئك الذين يعرضون أفضل الأسعار، في أسرع وقت. ومن الطبيعي أن يحصل الأمر ذو السعر الأفضل على أولوية. أما أولوية الوقت فالهدف منها حماية وتشجيع من يبادر إلى توفير السيولة. فحيث أن قرار إرسال الأمر المقيد ينطوي على مخاطر من جانب هذا المتعامل الأصيل الذي اختار توفير السيولة، فإن أولوية الوقت تعد بمثابة جزاء له حيث تجعله في موقع أفضل ممن يأتي بعده.

ومن الأولويات التي يمكن أن يؤدي فرضها إلى تشجيع توفير السيولة وإعلانها إعطاء الأمر الأكثر شفافية أولوية على الأمر الأقل شفافية. ويتطلب هذا بالطبع أن يكون بمستطاع المتعامل أن يتحكم بمقدار المعلومات التي يحق له أن يفصح عنها. فبناء على هذه الأولوية يعطى المتعامل الذي يفصح عن حجم أمره وهويته أولوية على من يفصح عن حجم الأمر فقط. ومن يفصح عن حجم الأمر فقط يحظى بأولوية على من يخفي بعض حجم الأمر. ولكن إفصاح المتعامل عن المزيد من المعلومات يجعله أكثر عرضة للمخاطر التي ذكرناها في المقدمة. ولذا يقترح لتقليل هذه المخاطر أن يتم إعطاء الإفصاح أولوية ثانوية - بعد السعر وقبل أولوية الوقت - من أجل حث موفري السيولة على الإفصاح. فمن يعلن عن أمره يحصل على أولوية في التنفيذ على من سبقه وأخفى أمره، ومن يعلن عن بعض حجم أمره تكون الأولوية لذلك الجزء فقط. ومن مزايا إعطاء المتعامل خيار الإفصاح عن هويته أنه يؤدي إلى تقليل الأثر السلبي لأوامره - خاصة إذا كانت كبيرة - على توقعات المتعاملين الآخرين. فهذا الخيار يمكنه مع مرور الوقت من بناء سمعة حسنة كمتعامل مختص بتوفير السيولة، ومن ثم يتقبل السوق أي أمر يرسله على هذا الأساس، ولا يرتاب في أن مصدره معلومات خاصة.

وفيما يتعلق بأولوية الحجم، فإن أهميتها تظهر في حالة وجود سوق نشطة للأوامر الكبيرة. حيث يتوقع أن يؤدي إعطاء الأوامر الكبيرة أولوية في التنفيذ إلى تشجيع السماسرة المختصين في هذه السوق على القيام بمهمتهم القيّمة والمتمثلة في

التأكد من أن هذه الأوامر الكبيرة لم تنشأ بسبب معلومات خاصة. ولكن إعطاء الأولوية للحجم الأكبر قد يقلل من حافز صغار المتعاملين لتوفير السيولة. ولحل هذه المعضلة يجب أن تتضمن قاعدة أولوية الحجم إلزام المتعاملين بالصفقات الكبيرة بتنفيذ كل الأوامر المقيدة المعلنة (دون المخفية) لصغار المتعاملين في السوق إذا كان سعرها مساوياً أو أحسن من سعر الصفقة.

٤-٢ درجة الشفافية

تعد آلية التعامل أكثر شفافية أن كانت هناك معلومات متاحة أكثر عن الأوامر (العروض والطلبات باختلاف درجة أفضليتها)، وحجمها، ومدتها، وهوية مرسلها، وعن الصفقات السابقة. ويسمح نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية للمتعاملين برؤية العدد الكلي للأسهم عند أفضل عرضين وطلبين فقط. وتعلن الصفقات آنياً لجميع المتعاملين. وهذا يعني أن كمية الأسهم عند ثالث أفضل عرض - على سبيل المثال - تكون مخفية عن بقية المتعاملين ولا تظهر إلا في حالة تنفيذ جميع الأوامر عند أفضل أول عرض. وبالمثل فإن جميع الأسهم المعروضة عند ثاني أفضل عرض تصبح مخفية بمجرد وصول عرض جديد أفضل من جميع العروض السابقة في السوق. ولا يسمح النظام للمتعاملين بالاطلاع على معلومات كل أمر على حدة (الحجم، والسعر، ومدة صلاحية، والهوية وغيرها من المعلومات)، بينما يسمح للوسطاء في كل وحدة تداول مركزية بالاطلاع على هذه المعلومات بالنسبة للأوامر المرسلة من خلال وحداتهم فقط.

ويعتبر تحديد درجة الشفافية المثلى مسألة معقدة. فمن جهة يؤدي المزيد من الشفافية إلى زيادة حجم المعلومات المتاحة للمتعاملين مما يسهل من صياغة توقعات أدق وبالتالي استراتيجيات أفضل. ومزيداً من الشفافية كذلك يجذب مزيداً من تيار الأوامر نحو السوق حيث يفضل بعض المتعاملين التعامل فقط في السوق التي تعلن عن العروض والطلبات السائدة. وحيث إنه من الطبيعي أن يفضل المتعامل الذي لديه معلومات خاصة أن يكون مجهول الهوية بالنسبة لبقية المتعاملين لكي يعظم من أرباحه على حسابهم، فإن مقداراً أكبر من الشفافية يسهل من اكتشاف من يتعامل بناء على معلومات خاصة لبقية المتعاملين، مما يؤدي إلى

تقليل فرص تحقيق ربح على حسابهم. وكما أشرنا أعلاه فإن الشفافية فيما يتعلق بهوية المتعامل تساعد من يختار توفير السيولة تطوعاً على بناء سمعة جيدة كصانع سوق. من جهة أخرى فإن مزيداً من الشفافية يجعل موفر السيولة أكثر عرضة للمخاطر التي بينها في المقدمة. ولتفادي مسألة التبادل المعقدة التي يواجهها المنظم بين الإفصاح والسيولة قد يكون الحل الأمثل أن تترك مسألة الإفصاح من عدمه بالنسبة لكل أمر للمتعامل نفسه، على أن يكون للأوامر المعلنة أولوية على المخفية.

٥-٢ تنفيذ الأوامر الكبيرة

كما أشرت في المقدمة فإن هناك تزايداً ملحوظاً في حجم الاستثمار المؤسسي. ويعتبر قرار مؤسسة النقد في عام ١٤١١هـ (١٩٩٢م) بالسماح للبنوك بإدارة صناديق مشتركة في الأسهم السعودية نواة للتوسع في هذا النوع من الاستثمار على المستوى المحلي. ويشكل التوسع في الاستثمار المؤسسي تحدٍ لنظام التداول الإلكتروني لأن من عادة هذا النوع من الاستثمار أن يتعامل بأوامر كبيرة الحجم غير مبينة في أكثر الأحيان على معلومات خاصة. والأوامر الكبيرة في ظل عدم وجود آلية خاصة للتعامل معها يجعل الأسعار تتجه في غير صالح المؤسسات المالية، كما تؤدي إلى حدوث تقلبات غير مبررة في الأسعار. والسبب في هذا أن من يملك معلومات خاصة يسعى لتحقيق أكبر فائدة منها قبل أن تصبح عامة، مما يدفعه لإرسال كميات أكبر إلى السوق في أسرع وقت ممكن. فلا غرابة في ظل هذه الحقيقة أن يرتاب المتعاملون بمنشأ الأوامر الكبيرة عموماً، فيسارعون بعد وصول أي أمر كبير إلى السوق إلى تعديل توقعاتهم ومن ثم عروضهم وطلباتهم، بغض النظر عن السبب الحقيقي وراء هذه الصفقة.

ولتقليل هذا الأثر السلبي للأوامر الكبيرة على السوق تقوم مؤسسة النقد في سوق الأسهم السعودية بإجراء الصفقات الكبيرة تحت إشرافها المباشر خارج نظام التداول الإلكتروني. فإذا تبينت المؤسسة أن منشأ هذه الصفقة أسباب أخرى لا علاقة لها بقيمة السهم فإنها تعلن عنها لمن يريد أن يكون طرفاً ثانياً فيها. وبعد تنفيذ الصفقة يتم الإعلان عنها مباشرة للمتعاملين بالسوق. والمؤسسة بقيامها بهذا تلعب - بالإضافة إلى تنظيم السوق - دور السماسرة فيما يعرف بالسوق

العلوية upstairs market في بعض الأسواق المالية. وهو أمر طبيعي في ظل الوضع الراهن لصناعة تداول الأوراق المالية في المملكة.

وفي الواقع أنه يمكن لنظام التداول الإلكتروني التعامل مع الأوامر الكبيرة مباشرة فيما لو كان النظام يسمح للمتعامل أن يجعل بعض الأمر الكبير مخفياً؛ لأن عدم إتاحة هذا الخيار سوف يؤدي إلى تقليل السيولة من خلال قيام أصحاب الأوامر الكبيرة بتجزئتها. كما يمكن للنظام أن يتعامل مباشرة مع الأوامر الكبيرة باستخدام آليات سوق نداء محسنة يمكن أن تتعامل معها بكفاءة أفضل. فبدلاً من أن يقوم المتعامل بإرسال أمر بحجم محدد ومقيد بسعر واحد، تمكن هذه الآليات المحسنة من إرسال معلومات إضافية يؤخذ بها عند تحديد الصفقات النهائية. فمن هذه الآليات ما يسمح للمتعامل بإرسال جدول طلبه أو عرضه (سلسلة من الكميات الأسعار) محدداً درجة رضاه عن كل توليفة. وتتراوح درجة الرضى بين صفرو واحد. وعند وقت النداء يتم اختيار الكميات والأسعار التي تعظم رضى جميع المتعاملين. ففي هذا النداء – خلافاً لسوق النداء التقليدي - لا يكون الهدف تعظيم الكمية بل تعظيم منفعة الجميع، كما يمكن أن يولد صفقات عند أسعار مختلفة بدلاً من سعر واحد. وبسبب تعدد الرسائل التي ترسل لهذه السوق فإن قواعد أولوية تنفيذ الأوامر تحتل أهمية أكبر عند تحديد أسعار وكميات الصفقات.^٦

٦-٢ هيكل العمولة

يتطلب مقابلة البائعين مع المشترين وتنفيذ الصفقات وتسويتها استثماراً في تقنية الاتصالات والفنيين الذين يقومون بتشغيلها وصيانتها. ومن الطبيعي أن يتحمل المستفيدون من الخدمة التي تقدمها السوق هذه التكلفة في شكل نسبة عمولة يحددها هيكل العمولة المفروض على أطراف الصفقات. وفي سوق الأسهم السعودية يقوم نظام التداول الإلكتروني بحساب العمولة على طرفي الصفقة وفق الجدول التالي. ويتم توزيع العمولة على النحو التالي: ٩٥% للبنك، و٥% للشركة السعودية لتسجيل الأسهم التي تشارك بتقديم خدمة التسوية. وتعتبر النسبة التي

تحصل عليها البنوك مرتفعة نسبياً، وهو ما يفسر التنافس الشديد بينها على جذب أكبر قدر ممكن من تيار الأوامر.

هيكل العمولة في سوق الأسهم السعودية

الشريحة (ريال)	نسبة العمولة
١ - ١٠,٠٠٠	٠,٥%
١٠,٠٠١ - ١٠٠,٠٠٠	٠,٢٥%
١٠٠,٠٠١ - ٥٠٠,٠٠٠	٠,١٥%
أكثر من ٥٠٠,٠٠٠	٠,١%

الحد الأدنى للعمولة هو ٢٥ ريالاً

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، النظام الآلي لمعلومات الأسهم السعودية.

والملاحظ على هيكل العمولة أنه يحابي من يوفر السيولة - أو يستهلكها - بكميات كبيرة. فنسبة العمولة متناقصة مع حجم الأسهم المنفذة مما يحفز المتعامل على إرسال أوامر بكميات أكبر. ويمكن في الواقع تصميم هيكل العمولة بحيث يشجع على توفير السيولة، وذلك من خلال تحميل الطرف الذي وفر السيولة نسبة عمولة أقل. فبالنسبة لكل صفقة، يتحمل المتعامل الذي وفر لها السيولة بإرسال أمر مقيد نسبة أقل ممن استهلكها بإرسال أمر سوقي. وسوف يزداد الحافز على توفير السيولة فيما لو ربطت نسبة العمولة التي يتحملها موفر السيولة طردياً بحجم الفرق بين سعر الأمر المقيد وأفضل سعر من الجهة الأخرى للسوق، وعكسياً بكمية الأسهم التي يعرضها أو يطلبها.

٧-٢ مواجهة التلاعب:

يقصد بالتلاعب في الأسواق المالية قيام متعامل (أو مجموعة من المتعاملين) بإرسال أوامر إلى السوق بهدف التأثير على توقعات السوق ومن ثم العروض والطلبات والأسعار بشكل يجعلهم يربحون على حساب بقية المتعاملين. والتلاعب من أخطر ما يواجه السوق، فهو أسوأ حتى من التعامل بناء على معلومات خاصة

لأن التعامل بناء على معلومات خاصة وإن كان يؤدي إلى غبن أحد طرفي التعامل إلا أنه يقرب سعر السهم من قيمته، بينما يؤدي التلاعب إلى الابتعاد بسعر السهم عن قيمته، مما يؤدي إلى زيادة غبن موفري السيولة، وقلة ثقة المتعاملين بالسوق، وبالنتائج التي يمكن أن يحصلوا عليها من تحليل بياناته المعلنة.

وللتلاعب صور عديدة، وما يهمنا هنا هو ما يمكن أن يتم من خلال نظام التداول الإلكتروني. ومن أسير صور التلاعب أن يقوم متعامل بإرسال أمر مقيد إلى السوق يتبعه بأمر سوقي يحدث صفقة وهمية. ولهذا لا يقبل نظم التعامل الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية تنفيذ صفقة إذا كانت من نفس المتعامل. كما يؤخر تنفيذ صفقة ممكنة لمدة ١٥ دقيقة إذا كان طرفاها المحتملان من نفس وحدة التداول المركزية. ولكن يمكن لمتعاملين أو أكثر أن يتآمروا على إحداث صفقات وهمية. وهذا يتطلب أن يرسلوا أمرين متتالين - من وحدتي تداول مختلفتين - بسعر داخل الفرق (بين أفضل عرض وأفضل طلب) حيث تكون لهما أولوية السعر والوقت. ولكن يصعب تحقيق ربح بهذه الطريقة كلما كانت السوق أكثر سيولة، حيث يكون الفرق في العادة مساوياً للحد الأدنى للتغير في السعر، وإمكانية تنفيذ الأمر المقيد الأول مع أمر سوقي لمتعامل ثالث أكثر احتمالاً.

وبالرغم أن صور التلاعب غير نظامية فانه من الصعوبة بمكان أن يثبت القائمون على السوق قصد التلاعب؛ حيث يصعب في العادة التفريق بين التعامل المبني على استراتيجية مقبولة والتعامل الذي يستهدف التلاعب. ومن الحلول التي يمكن أن تتخذ لمواجهة التلاعب أن يتم كتابة برامج خاصة بمراقبي السوق تتابع حركة التعامل عن كثب وتنبيه المراقبين عند ظهور بوادر تصرفات يشتبه أن يكون غرضها التلاعب، وذلك لغرض متابعة تصرفاتهم واتخاذ الإجراءات المناسبة لحماية بقية المتعاملين.

٨-٢ تقلب الأسعار

يعتبر تقليل تقلبات الأسعار أحد الأهداف التي يسعى منظمو الأسواق إلى تحقيقها. وينبغي التفرقة بين نوعين من تقلبات الأسعار: تقلبات عابرة لأسباب لا علاقة لها بتغير قيمة السهم، وتقلبات أساسية بسبب تغير قيمة السهم. وسبب

التقلبات العابرة هو وجود الفرق، واختلال توازن أوامر البيع والشراء. فالفرق يجعل الصفقات تتردد بين أن تكون عند أفضل عرض أو أفضل طلب. ويؤدي اختلال توازن الأوامر نتيجة تراكم الأوامر في جانب واحد من السوق إلى زيادة حدة هذه التقلبات. أما التقلبات الأساسية فسببها التغيرات في قيمة السهم بسبب وصول معلومات جديدة. ومع أن التقلب في حد ذاته غير مرغوب فيه، إلا أن كفاءة السوق تتطلب أن يتقلب سعر السهم تبعاً لتغير قيمته. ولهذا فإن هذا النوع من التقلب لا يمثل مشكلة إلا بقدر ما يؤدي إلى تثبيط موفري السيولة.

ومن الملاحظ أن كبر حجم الفرق - بسبب كبر الحجم الأدنى للتغير في السعر أو نقص سيولة السوق - يؤدي إلى زيادة حدة التقلبات العابرة. ويمكن تقليل هذه التقلبات عن طريق تقليل الحد الأدنى للتغير في السعر، وحفز المتعاملين على عرض مزيد من السيولة. ويعتبر تقليل الحد الأدنى للتغير في السعر من ريال إلى ربع ريال خطوة مناسبة في هذا الاتجاه.

كما يشتمل النظام على حد أعلى للتغير في السعر يؤدي إلى تقليل التقلبات في الأسعار. فنظام التداول لا يسمح بأن تتجاوز الأسعار خلال اليوم الواحد ١٠% من سعر الافتتاح. وهذا التقييد لا يحبذه كثير من الاقتصاديين لأنه قد يؤدي إلى منع التقلبات الأساسية التي تتطلبها الكفاءة؛ حيث تمنع السعر من عكس قيمة السهم التوازنية في حينه. مع هذا فإن لها منافعاً قد تفوق في أحيان معينة تكلفة الخسارة في الكفاءة الناشئة عن تقييد السعر. وهذه المنافع تتمثل في وضع حد أعلى لخسارة موفري السيولة خلال اليوم الواحد. ويمثل تقييد السعر في التكاليف والمنافع وقف التعامل في سهم معين مؤقتاً عند اقتراب الإعلان عن معلومات جديدة تتعلق به، ثم استئناف التعامل لاحقاً بنداء. فهذا الإجراء وإن كان يؤدي إلى الحد من الطلب على السيولة، إلا أنه يعطي المتعاملين في السوق فرصة أفضل للتعرف على المعلومات الجديدة المتعلقة بالأسهم - وبالتالي تعديل أوامرهم - قبل أن تنعكس في الأسعار، وهو ما يقلل من غبن موفري السيولة.

٩-٢ التسوية ونقل الملكية

يعقب تنفيذ الصفقات مرحلة التسوية ونقل الملكية. وتتمثل صعوبة هذه المرحلة في أنها تتطلب تبادل معلومات بين أكثر من جهة (الشركة المساهمة، شركة السعودية لتسجيل الأسهم ، نظام التداول) وبسبب أخطار المدفوعات. وقد سعى نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية إلى تسهيل وتسريع عملية التسوية بالاتجاه نحو استبدال شهادات الأسهم بالإشعارات. والإشعار يماثل الشهادة في التمتع بنفس حقوق الملكية، ولكن لا يمكن بيعه وشراؤه إلا من خلال نظام التداول. ويمتاز الإشعار عن الشهادة بأنه يمكن تسويته في نفس اليوم، بينما تتم تسوية الشهادة في يوم أو أكثر. ونتيجة لهذا التوجه يتم الآن تسوية النسبة العظمى من الصفقات إلكترونياً، وفي وقت قياسي.

وتتمثل أخطار المدفوعات التي قد تعيق التسوية في احتمال وقوع الخطأ، وخطر إعلان الإفلاس بسبب تغير الأسعار بشكل كبير بين وقت التنفيذ والتسوية أو لأسباب أخرى، وخطر حدوث أزمة مالية يترتب عليها عدم إمكانية تسوية عدد هائل من الصفقات. ولاشك أن استخدام النظام الإلكتروني لتداول الأسهم قد قلل بشكل كبير من هذه المخاطر، فقلل من احتمال الخطأ، وأدى إلى تلاشي الفرق بين وقت التنفيذ والتسوية، وسهل من عملية التحقق من وثائق ملكية الأسهم التي يراد بيعها، وضمان مبالغ صفقات الشراء قبل تنفيذها، وتوحيد سجل مركزي للمستثمرين في قاعدة بيانات مرتبطة مباشرة بنظام التداول. مع هذا سيظل هناك مخاطر يتحتم مواجهتها بالحلول المناسبة. ومن ذلك التأكد من ملاءة وحسن سمعة السماسرة وتجار الأسهم الذين قد يسمح لهم مستقبلاً بالارتباط بنظام التعامل. وقد يتطلب الأمر وضع آلية يتم بموجبها وقف التعامل مؤقتاً عند توقع أزمة مالية، وتحديد الآلية التي يتم وفقاً لها استئناف التعامل.

٣ ملاحظات ختامية

بدى جلياً من استعراض نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية أن صياغة قواعد هذا النظام هي عملية معقدة تحتاج إلى موازنة مصالح مخالف أنواع المتعاملين على نحو يؤدي إلى تحقيق أهداف السوق والمتمثلة أساساً في توفير

السيولة واكتشاف أكفأ الأسعار. وينبغي التأكيد - في سبيل تصميم النظام لتحقيق هذه الأهداف - على عدة مسائل:

١- إن صياغة بعض قواعد نظام التداول يكون لصالح فئة معينة من المتعاملين على حساب فئة أخرى. فمزيداً من السيولة يتطلب صياغة القواعد بحيث تقدم حوافز أقوى لموفري السيولة، وهو ما قد يؤدي إلى زيادة التكاليف التي يتحملها من يستهلكها. في المقابل تؤدي القواعد التي تحابي من يتعامل بناء على معلومات خاصة (وهم من مستهلكي السيولة) إلى انعكاس هذه المعلومات على الأسعار في أقل وقت ممكن، وهو ما يحسن من كفاءة السوق في اكتشاف الأسعار. ولكن السوق المشبعة بالتعامل المدفوع بالمعلومات الخاصة لا يمكن أن تنجح؛ لأن من يرغب في توفير السيولة سيتردد في التعامل في هذه السوق ومن ثم تقل السيولة. وفي دراسات إحصائية حديثة لآلية التعامل في سوق الأسهم السعودية باستخدام عينة من الأوامر والعروض والطلبات والصفقات التي نفذت بواسطة النظام الآلي لتداول الأسهم تبين أن سيولة السوق مقاسة بعدد من المتغيرات تعتبر عموماً منخفضة، وأن هناك تبايناً حاداً في المعلومات بين أطراف التعامل في السوق، وهو ما يفسر انخفاض مستوى السيولة فيه.^٧ وهذه النتائج تشير ضمناً إلى أهمية صياغة قواعد نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودية بحيث تقدم حوافز أقوى لطائفة المتعاملين الذين يختارون طوعاً توفيرها بإرسال أوامر مقيده، وذلك باعتبارهم المصدر الأساسي للسيولة في السوق.

٢- إن ما ذكر أعلاه عن تصميم آلية لتداول الأسهم ينطبق - إجمالاً - على جميع الأصول المالية. مع هذا فإن تداول الأسهم أحوج إلى التنظيم حيث إن مشكلة تباين المعلومات وبالتالي احتمال الغبن أكبر في حالة تداول الأسهم. فالملاحظ أن معلومات المتعاملين حول الأسهم أكثر تبايناً من المعلومات حول الأصول الأخرى. ومن ثم فخطورة مشكلة الاختيار المعاكس التي تنشأ بسبب تباين معلومات أطراف الصفقات في سوق الأسهم أكبر منها في سوق أي أداة مالية أخرى.

٣- إن نظام التداول الإلكتروني أحد الأنظمة التي تحكم عمل السوق، وتنفق هذا النظام لا يكفي وحده لتوفير السيولة واكتشاف الأسعار، بل لابد أن تكون

البنية الأساسية للسوق في وضع يدعم هذه الآلية لتقوم بدورها كما ينبغي. فلا بد على سبيل المثال من التأكد أن الشركات ذات السمعة الجيدة هي التي تدرج في السوق، ولابد من العمل على تقليل تباين المعلومات عند الاكتتاب، وتنظيم عمل السماسرة وتجار الأسهم، وإلزام الشركات المدرجة بنشر أكبر قدر ممكن من المعلومات وفي أسرع وقت.

٤- وأخيراً، فإن الاتجاه السائد نحو فتح الأسواق المالية والسماح بتعدد الإدراج سيؤدي إلى تغير طبيعة المنافسة. فبدلاً من سعي منظم السوق المحلية نحو جذب تيار الأوامر المحلي - من خلال حفز المستثمرين المحليين (المصدر الوحيد لتيار الأوامر) على التنافس في إرسال الأوامر إلى السوق - سيؤدي فتح الأسواق إلى تنافس الأسواق المالية فيما بينها على جذب أكبر قدر ممكن من تيار الأوامر الدولي. وهذا بدوره قد يتطلب إعادة تصميم آلية التعامل.

الهوامش:

- ١- يستخدم سوق تورنتو نظام التداول CATS وهو من أشهر أنظمة التداول الإلكتروني ومن أقدمها حيث بدء في استخدامه عام ١٩٧٧م. ويستخدم سوق باريس نظام CAC منذ عام ١٩٨٦م وسوق طوكيو نظام CORES منذ عام ١٩٨٢م. ويوجد الآن عدد كبير جداً من أنظمة التداول الإلكتروني. وخصائص الأنظمة العالمية الموجودة حتى عام ١٩٩٣م مبسطة في Domowitz (1993).
- ٢- لمعرفة المزيد عن تاريخ سوق الأسهم السعودية انظر على سبيل المثال: Butler and Malaikah (1992)
- ٣- فالمتعامل الذي يقوم بإرسال أمر شراء مقيد بسعر ٢٤ ريالاً إنما يقوم في الحقيقة بتقديم خيار بيع put-option مجاني للسوق. فلو وصلت معلومات عامة مفاجئة خفضت من قيمة السهم محل التعامل إلى ٢٣ ريالاً فإن هذا الخيار يصبح مربحاً لمن ينفذه، فيربح البائع ريالاً على حساب صاحب الأمر المقيد إذا لم يتمكن الأخير من تعديل سعره بسرعة كافية.
- ٤- Al-Suhaibani and Kryznowski (2000a)
- ٥- طبقت سوق باريس حديثاً آلية مشابهة لهذه. وهي في الواقع أشبه صور تحديد الأسعار المشهورة في علم الاقتصاد والمعروفة بالآلية والراس.
- ٦- اخترعت هذه الآلية شركة OptiMark وطُبقت في سوق Pacific Stock Exchange وسوق NASDAQ.
- ٧- Al-Suhaibani and Kryznowski (2000a, 2000b)

المصادر:

مؤسسة النقد العربي السعودي، النظام الآلي لمعلومات الأسهم السعودية.

Al-Suhaibani M. and Kryznowski L., 2000a, *An exploratory analysis of the order book, and order flow and execution on the Saudi Stock Market*, forthcoming in Journal of Banking and Finance.

Al-Suhaibani M. and Kryznowski L., 1999, *Market vs. Limit Order Trading on the Saudi Stock Market*, working paper, Concordia University, Montreal, Canada.

Al-Suhaibani M. and Kryznowski L., 2000b, *The information content of orders on the Saudi Stock Market*, forthcoming in Journal of Financial Research.

Butler, K. and S. Malaikah, 1992, *Efficiency and inefficiency in thinly traded stock markets: Kuwait and Saudi Arabia*, Journal of Banking and Finance 16:1, 197-210.

Domowitz, I, 1993, *A taxonomy of automated trade execution systems*, Journal of International Money and Finance 12, 607-631.

Domowitz, I. and Madhavan A., 2000, *Open Sesame: Alternative opening algorithms in securities markets*, in Schwartz R., ed., Building a Better Stock Market: The Call Market Alternative, Irwin Professional Publishing.

Harris, L., 1990, *Liquidity, trading rules, and electronic trading systems*, New York University Salomon Center, Leonard N. Stern School of Business, New York.

Stoll, H., 1992, *Principles of trading market structure*, Journal of Financial Research 6, 75-107

The electronic trading system in the Saudi Stock Market

Mohammad I. Al-Suhaibani

Department of Economics & Administrative Sciences.

Imam University, Riyadh, Saudi Arabia

Abstract

This paper investigates several features of the microstructure of the Saudi Stock Market under the computerized trading system, ESIS (Electronic Securities Information System) and proposes several measures that are expected to enhance liquidity and price discovery in the market. The issues examined include: (1) optimal tick size (2) call vs. continuous market (3) execution priority rules (4) market transparency (5) block trades (6) market manipulation (7) commission structure (8) price volatility (9) trade settlement. The study has direct implications for the design of the trading mechanism employed on the market.