

## الدرس رقم 10: كفاءة الأسواق المالية

أولاً: مفهوم كفاءة السوق المالية.

ثانياً: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية.

رابعاً: خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة.

هناك نظرية مقبولة بشكل عام من قبل الأكاديميين وكذلك من قبل عدد كبير من الممارسين ، وهي نظرية كفاءة الأسواق المالية. لمفهوم الكفاءة معانٍ عديدة ، ولكن في أبسط صيغته ، تعني الكفاءة أنه من الصعب التنبؤ بالتطور المستقبلي لأسعار الأسهم وبالتالي "التغلب" على السوق. من المسلم به أن أكثر الاختبارات عددًا تتعلق بأسعار الأسهم ، وهذه هي التي تم الإبلاغ عنها في هذا الفصل. تم تنفيذ معظمها في سبعينيات القرن الماضي وبدا أن سبب كفاءة السوق قد أصبح مفهومًا بحلول ذلك الوقت.

ومع ذلك ، فقد أعطت مجموعتان من الظواهر أهمية جديدة لهذا الموضوع وأثارت خلافات جديدة. أولاً ، عدد متزايد من الدراسات ، التي أجريت بشكل رئيسي في الولايات المتحدة ، ولكن أيضاً في الأسواق الأوروبية والآسيوية الرئيسية ، أبرزت بعض الانحرافات ، والتي تتعارض على ما يبدو مع مفهوم كفاءة السوق المالية.

علاوة على ذلك ، وفي أعقاب التقلب الكبير في المالية الكلية ، ولا سيما أسعار الأسهم ، شكك عدد معين من الاقتصاديين ، وليس أقلهم ، في عقلانية سلوك المشغلين والمستثمرين ، وقدرة الأسواق المالية لتسعير الأصول المدرجة هناك بشكل صحيح. بقدر ما هي معلومات جديدة ذات صلة بتقييم توقعات الشركات التي هي القوة الدافعة وراء التغيرات في التوقعات وبالتالي التغيرات في أسعار سوق الأوراق المالية ، ما زلنا نتساءل اليوم عن المعلومات التي يمكن أن تسببت في انخفاض جميع أسواق الأسهم بحوالي 30٪ خلال تحطم 19 أكتوبر 1987. كما أن تسارع ارتفاع أسعار الأسهم التكنولوجية منذ عام 1997 وانخفاضها الحاد من مارس 2000 ، أو ظهور فقاعة عقارية في الولايات المتحدة خلال العقد الأول من القرن الحادي والعشرين وانفجارها في عام 2007 قد ساهم بشكل كبير في هذه الأسئلة.

تبقى الحقيقة أن مفهوم السوق الكفؤ يظل أساس كل النظريات المالية الحديثة. حصل عمل يوجين فاما Eugene Fama الأساسي حول كفاءة السوق أيضًا على جائزة نوبل في الاقتصاد في عام 2013. ومع ذلك، هناك بعض الالتباس حول معناه، وحتى حول صحته. لهذا نبدأ هذا الفصل بتحديد معانيه المختلفة. يقدم القسم الثاني دراسات اختبرت جوانب مختلفة من كفاءة السوق. يقدم القسم الثالث بعض المبررات لعدم كفاءة الأسواق بناءً على نفسية المستثمرين وغالبًا ما يتم تجميعها تحت مصطلح "المالية السلوكية". ونشير إلى ما تعنيه هذه النتائج لإدارة المحافظ والمخاطر المالية.

### أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية .

يرتبط مفهوم الكفاءة في الأسواق المالية بشكل عام بالكفاءة المعلوماتية، أي حقيقة أن أسعار الأسهم تعكس على الفور جميع المعلومات المتاحة. ومع ذلك، فإن مفهوم الكفاءة يرتبط أيضًا بمفهوم عقلانية المستثمرين وبمفهوم الكفاءة الاقتصادية للأسواق.

قبل التطرق لمفهوم كفاءة السوق المالية نتطرق أولاً لمفهوم الكفاءة بصفة عامة:

#### 1- تعريف الكفاءة:

يقصد بالكفاءة " الاستخدام الرشيد للموارد المتاحة والذي يحقق أقل مستوى للتكلفة دون التضحية بوجود مخرجات للمؤسسة.1

- تعرف الكفاءة بأنها نسبة المخرجات الفعلية (المحققة) إلى المخرجات القياسية المخططة  
 - تعرف الكفاءة عن الاستخدام العقلاني و الرشيد في المفاصلة بين البدائل واختيار أفضلها بشكل يسمح بتقليل التكاليف أو تعظيم الربح إلى أقصى درجة ممكنة، ويكون ذلك عند اختيار أسلوب علمي معين للوصول إلى هدف معين2  
 من خلال ماسبق يمكن استنتاج مايلي:

- ترتبط الكفاءة ارتباطاً شديداً بالعقلانية سواء في جانب استخدام الموارد أو تخفيض التكاليف .

- يتم ربط الكفاءة بنقطة مرجعية من خلال مقارنة الفعلي بالقياسي .  
 - نعتبر القرارات المتخذة في النشاط وعملية الاختيار بين البدائل المعيار الأساسي في تحديد درجة الكفاءة.

- تبين الكفاءة على اختيار أسلوب علمي معين لتحقيق هدف محدد.

يعتبر الاقتصادي الشهير Poul Samuelson من الباحثين الأوائل الذين حاولوا اعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وعلاقته بالسلوك العشوائي للأسعار ومن بين التعاريف لهذا المصطلح:

**تعريف 01:** عرف Fama السوق الكفاء الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة والهيئة التي أصدرت الأوراق. سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الاعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأوراق المالية.

**تعريف 02:** السوق الكفاءة هي التي يعكس فيها كافة المعلومات المتاحة عنها مهما كانت هذه المعلومات سواء تمثلت في القوائم المالية أو المعلومات التي تبنيها وسائل الاعلام أو في التسجيل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع للسنوات السابقة. أو قد يكون مصدر المعلومات أيضا تحليلا أو تقارير عن أثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم 1.

**تعريف 03:** يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عالي من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفاء اذا كانت تعكس كافة المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفقا لمجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة. من خلال ما سبق يمكن استنتاج مايلي:

\*السوق الكفاء هو السوق الذي تتطابق فيه القيمة السوقية للورقة المالية مع القيمة النظرية.

\*تعكس القيمة العادلة للورقة المالية جميع المعلومات المتاحة عن هذه الورقة.

\*يمكن أن نقول أن السوق كفاء بعد تحقيق الأهداف التالية:

-تخصيص أمثل للموارد

- التقييم الدقيق للمبادلات . -تقديم الخدمات بأقل تكلفة.

\*يتضح أن الكفاءة هي التي تحدد قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال سواء من الداخل أو الخارج، وكذلك قدرته على التوزيع الأمثل لتلك الأموال.

2- شروط كفاءة السوق المالية: تسعى كل اقتصاديات العالم الى توفير سوق مالية كفوة وذلك للاستفادة من ايجابيات هذه الأخيرة ولا يمكن تحقيق ذلك الا بتوفر الشروط التالية:

- المكان
- القدرة على تجميع المدخرات في الاقتصاد
- تطور النظام المالي المصرفي
- توفر المناخ الاستثماري الملائم
- وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر وهو ما يسمى بالكفاءة المعلوماتية ، أين تصبح توقعات المستثمرين متجانسة استنادا الى تجانس معلوماتهم.
- توفر شروط المنافسة التامة(مثل: حرية دخول وخروج البائعين والمشتريين الى السوق، عدم وجود الاحتكار، السعر يتحدد من خلال آلية العرض والطلب، عدم تدخل الدولة من خلال وضع قيود على المعاملات في السوق المالي.
- توفر نظام تقني واطار اداري وقانوني متطور يسعل عملية اجراء المعاملات بدرجة عالية من المرونة وهو مايسمح بانخفاض تكاليف اجراء هذه المعاملات وكذا توفير المعلومات اللازمة للمتعاملين في الوقت المناسب والرقابة على المعاملات في البورصة لحماية المتعاملين.
- توافر عنصر الافصاح والثقافية وذلك بنشر المعلومات الكافية للمستثمرين مثل الأسعار اليومية. تطور نشاط الشركات المدرجة بما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم وبيعت الثقة في الأوراق المالية والوصول الى سعر حقيقي لها.

### ثانيا: أنواع الكفاءة في السوق المالي.

يوجد نوعين من الكفاءة للأسواق المالية والمتمثلة في مايلي:

#### 1- الكفاءة الكاملة:

يشير مفهوم الكفاءة الكاملة Perfectly Efficient Market الى قدرة السوق على جعل أسعار الأصول المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقا لمحتوى المعلومات الواردة الى السوق.دون أن يكون هناك فاصلا زمنيا بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول الى نتاشج بخصوص السعر العادل أو السعر التوازني للورقة المالية .

وحتى تتسم السوق المالية بالكفاءة التامة يقتضي توافر الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع في نفس الوقت وبدون تكاليف
- عدم وجود قيود على التعامل مثل: تكلفة المعاملات، الضرائب... الخ
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم دون شروط وببسر.
- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق بحيث لا يستطيع أي مستثمر التأثير بمفرده على السعر.
- اتصاف المستثمرين بالعقلانية أي أنهم يسعون إلى تعظيم منافعهم من وراء استغلال ثرواتهم.

## 2- الكفاءة الاقتصادية:

في ظل الكفاءة الاقتصادية فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى يبدو تأثيرها على أسعار الأسهم. مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لفترة على الأقل، ولكن السبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن تحقق الكفاءة الاقتصادية في الأسواق المالية يتطلب توافر شرطين أساسيين هما كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير

ويفرق الاقتصاديون بين نوعين من الكفاءة هما الكفاءة الخارجية والكفاءة الداخلية .

**1-2 الكفاءة الخارجية:** تعني أن المعلومات الاقتصادية متوافرة لكل المستثمرين الاحتماليين، والمقصود بتوافرها هو درجة مناسبتها وملاءمتها وقلة تكلفتها ، وإلى أي مدى تعكس هذه المعلومات واقع وحقيقة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية ، إضافة إلى أثرها على أسعار الأوراق المالية ، بحيث يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من جني أرباح أو عائدات غير عادية ، أو بالمقابل يجد بعض المستثمرين أنهم أستثمروا أموالهم في أوراق مالية بأسعار تزيد عن قيمتها الحقيقية.

وتعرف أيضا بكفاءة التسعير (Price Efficiency) هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق - دون فاصل زمني كبير- وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة (Market Fair Game)، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.

ويقرر أكثر الاقتصاديين ، والمتخصصين في الأوراق المالية بأن الغالبية العظمى للمضاربين يقعون ضحايا لأشاعات ومعلومات غير دقيقة ، حول تحركات أسعار الأوراق المالية.

وهذا الأمر يعني أن هناك سرعة استيعاب لكل المعلومات الواردة من غير تمييز أو تأكيد ، وينعكس هذا على تحرك العشوائي لأسعار الأوراق المالية ، خلال المدى القصير .

وهناك نظريات تحاول أن تضع تفسير لذلك النمط العشوائي ، منها نظرية الاقتصادي (( كونتر )) التي تسمى ((تفاعل القيمة الحقيقية وسعر السوق )) وحيث تصور نمط تقلب أسعار الأسهم بأنه مسار عشوائي ، يدور حول القيمة الاقتصادية للأسهم ، وتحده حواجز عاكسة من أعلى ومن أسفل . وترجع هذه النظرية أسباب هذا التقلب العشوائي إلى السلوك غير الراشد للغالبية العظمى من المستثمرين ، كما تؤكد دور المحترفين في تدخلهم لوضع الحواجز العاكسة ، بحيث لا يبتعد سعر السوق كثيرا عن القيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية ، والقيمة الاقتصادية للورقة المالية التي تعنيها النظرية هي تلك القيمة التي تحددها حامل السهم من الإيرادات النقدية المتوقعة من استغلال الأصول الرأسمالية في عملية الإنتاج ، والت تكون عادة في المدى البعيد .

ولكي يكون تدخل المحترفين إصلاحيا ، لابد أن يؤدي التنافس بينهم إلى التقارب بين أسعار الأوراق المالية ، والقيم الاقتصادية المستثمرة ، ولكن ذلك لا يتحقق كما يشير إلى ذلك د. سيف الدين إبراهيم ؛ حيث أن الواقع غير ذلك ، إذ نجد جهود المحترفين وطاقتهم (التحليلية والاستشارية ) موجهة نحو محاولة إتباع انجح السبل لاغتنام المكاسب المرتقبة في المدى القريب ، قبل أن يصل علمها إلى السواد الأعظم من المتعاملين ، وذلك يعني أن دافع المستثمر المالي ( بخلاف المستثمر الحقيقي ) مرتبط بتوقعات المدى القريب بل القريب جدا ، وان دور المستثمرين المحترفين ليس كما تصفه نظرية ((كونتر )) السابقة . لذلك فلا تتحقق الكفاءة الخارجية للأسواق المالية المعاصرة.

## 2-2 الكفاءة الداخلية:

تحقق الكفاءة الداخلية : حينما لا يتحمل المتعاملون في أسواق الأوراق المالية إلى الحد الأدنى من تكاليف التبادل .

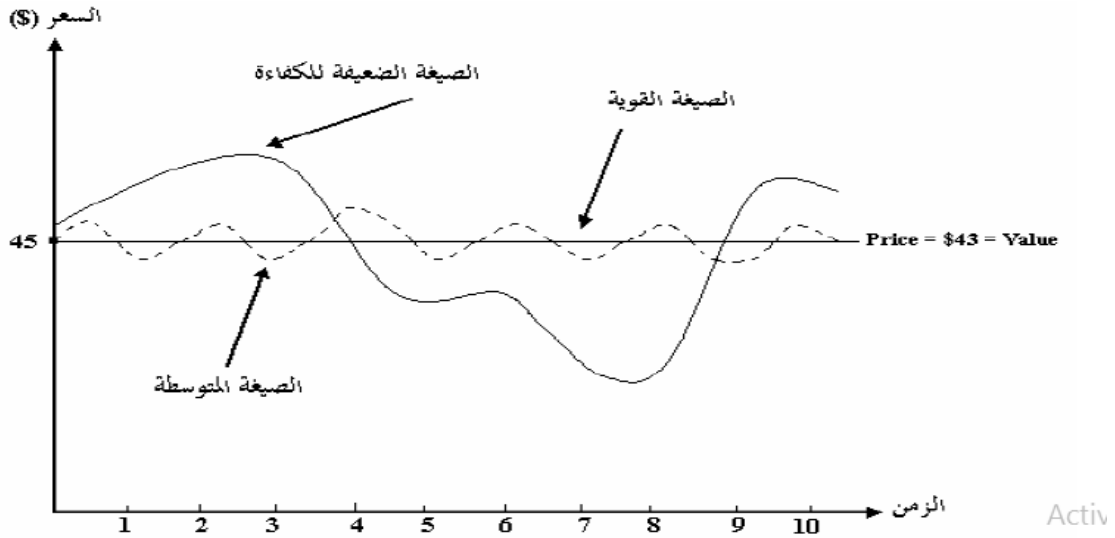
وتعرف أيضا بكفاءة التشغيل (Operational Efficiency) فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل .

وهذا يتحقق بتوظيف حرية دخول الأسواق ، والتنافس بين السماسرة الذين عن طريقهم يتم التعامل بصورة لا تسمح لهم بالحصول على أرباح احتكارية .

وبالنظر إلى واقع الأسواق المالية المعاصرة نجد أن أكبر الأسواق المالية العالمية كسوق نيويورك وسوق طوكيو ، تسودها أكبر وأقدم الاحتكارات وأشدّها انغلاقاً، إلى درجة أن مقعد السمسار في إحدى الأسواق يكلف مئات الآلاف من الدولارات وهذا يدعو إلى الاعتقاد إن دخول تلك الأسواق لا ينسنى إلا لعدد من حدود من السماسرة ومما يجعل تكلفة التبادل في تلك الأسواق مرتفعة وتتجاوز الحد الأدنى المطلوب ، وهكذا فإن الأسواق المالية المعاصرة لا يتحقق لها الكفاءة الداخلية

## ثالثاً: الصيغ المختلفة لفرضية الكفاءة

تتخذ صيغ فرضية كفاءة السوق المالي أشكالاً ثلاثة في ضوء سعة المعلومات وشمولها مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، إذ صنفت معظم الأدبيات المالية فرضية كفاءة السوق إلى ثلاثة مستويات وكل منها يعتمد فرض يقوم على وفرة المعلومات وكلفتها، ويمكن تحديد هذه المستويات كالآتي :



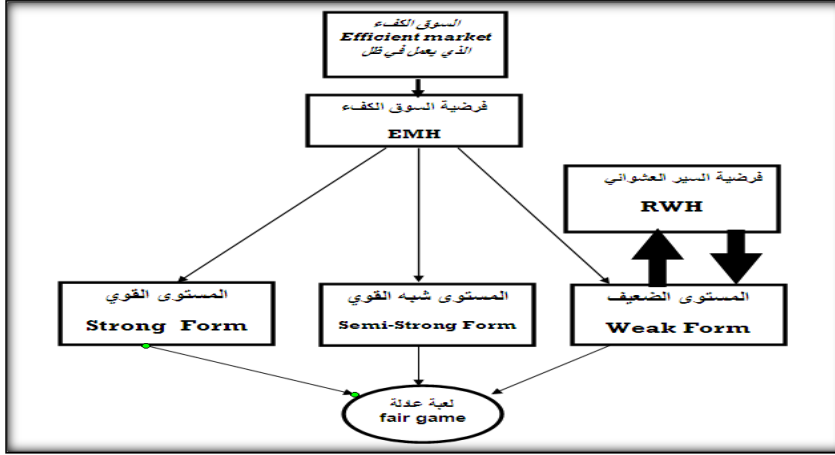
## 1- مستوى النموذج الضعيف لفرضية كفاءة السوق Weak form of EMH

تقترح هذه الصيغة ان السعر السوقي للورقة المالية المتداولة يعكس كل المعلومات التاريخية وحجم صفقات التداول لهذه الورقة، ولذلك ان المستثمر لن يكون قادراً على تحقيق أرباح غير اعتيادية من جراء تحليل هذه المعلومات، فمثلاً عند قراءة القوائم المالية فإن دراسة كميات الأسهم والسندات السابق إصدارها والأسعار التاريخية لهذه الأسهم والسندات، لن يفيد في تحقيق أرباح غير عادية ولن تؤدي إلى تحديد السعر الحقيقي للسهم أو السند اي ليس لها أي دور حيوي ومفيد في التنبؤ بقيمة الأسعار المستقبلية للأسهم والسندات، وبالتالي تحديد أسعار التوازن. وبذلك تكون هذه المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في السابق ليست ذات جدوى وأهمية في التنبؤ بالسعر مستقبلاً، طالما إن أسعار الأصول الحالية تعكس جميع المعلومات للمتعاملين في السوق عن المدة السابقة (بيانات تاريخية) وهذه المعلومات متاحة وشائعة للجميع Publicly Available لتحققها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر لذلك لا يوجد احد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائد استثنائي لأن هذه المعلومات متوفرة لدى أغلب المتعاملين في سوق الأوراق المالية ولذلك لا يمكن الاعتماد عليها لأغراض التنبؤ<sup>(2)</sup>.

وترتبط فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بنظرية الحركة العشوائية للأسعار كما يوضح ذلك الشكل (1)، لأنه من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم

الصفات في الماضي، فإن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد أن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي، وبعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط وهو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار (1).

شكل (1): يوضح علاقة فرضية السير العشوائي بالمستوى الضعيف وتقسيمات فرضية السوق الكفاء وان السوق الذي يعمل في ظل هذه الفرضية هو عبارة عن ميدان للعبة عادلة لكل المستثمرين



## 2- مستوى النموذج شبه القوي لفرضية كفاءة السوق Semi strong form of EMH

نقترح هذه الصيغة أن الأسعار الحالية للورقة المالية تعكس - بالإضافة للمعلومات التاريخية - وبشكل وافي جميع المعلومات العامة والمتاحة للجمهور، مثل الأخبار والأحداث الاقتصادية والسياسية والبيانات المالية المنشورة من قبل الشركات أي أن المعلومات التاريخية فرع من فروع المعلومات العامة لذلك عندما يعمل السوق المالي بهذه الصيغة، يأخذ بعين الاعتبار كافة المعلومات التي تعتمد عليها هذه الصيغة ويحللها بصورة جيدة من أجل أن تنعكس في الورقة المالية المتداولة فيه (2). ويتبين من ذلك، أنه بموجب هذه الصيغة يكون السعر السوقي للورقة المالية مستوعب كافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني، سواء كانت هذه المعلومات تتضمن شؤون دولية أو الظروف الاقتصادية المحلية أو الظروف الصناعية للشركة ذات العلاقة وما يعلن من تقارير وتحليلات مالية، لذلك فإنه من غير المجدي أن يعتمد المتعاملون في السوق على هكذا معلومات في تقييم الورقة المالية وما مدعى قابليتها على تحقيق عوائد غير اعتيادية، إلا أنه تجدر الإشارة هنا، قد تكون الاستجابة في بداية الأمر غير صحيحة، كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تقييم وتحليل تلك المعلومات (1).

## 3- مستوى النموذج القوي لفرضية كفاءة السوق Strong form of EMH



تقتضى الصيغة القوية لفرضية كفاءة السوق بان المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور **public Information** إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة من الأفراد مثل إدارة المنشأة المصدرة للورقة المالية وكبار العاملين فيها **Insiders** او تلك المعلومات التي يمكن إن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين . وباختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته **Everything that is knowable** . وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير اعتيادية على حساب مستثمرين آخرين ، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى لو كان صاحب المعلومة هو رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم .

#### رابعاً: خصائص الأسواق المالية الكفوءة:

توجد خصائص للأسواق المالية التي تتميز بأعلى درجات الكفاءة تميزها عن غيرها من الأسواق المالية التي تفتقد للكفاءة، هي كالاتي [٤] :

السوق المالي الكفوء يضم مستثمرين يتخذون قرارات رشيدة وعقلانية في توجهاتهم الاستثمارية، الأمر الذي يدفعهم لزيادة ثرواتهم دائماً.

السوق المالي الكفوء تتوفر فيه المعلومات دون أي تكاليف إضافية للحصول عليها، سواء كانت معلومات للمقرضين أو المستثمرين، أو الجهات الإدارية في السوق، أو الجهات الحكومية الرقابية.

السوق المالي الكفوء يخلو من الرسوم الضريبية لعملية تداول الأوراق المالية، ولا تكاليف مفروضة على عملية التداول نفسها.

السوق المالي الكفوء يشمل عدداً كبيراً من المستثمرين، وذلك لضمان عدم قدرة أي منهم التأثير على الأسعار.

السوق المالي الكفوء لا يتيح للمستثمر أن يحقق عائداً كبيراً، وإنما سيكون العائد ضمن المعدل المتعارف عليه.

السوق المالي الكفو لا بد أن تتوفر فيه معلومات مبنية على عناصر إعلامية تفصح عن البيانات الحقيقية التي من شأنها أن توجه المستثمر للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتنوعة، فهي ستعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية.