

## المحور الخامس: كفاءة الأسواق المالية

### المطلب الأول: تعريف ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

#### أولاً: تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط ومتداخل مع المفهوم العام للفعالية، فالفاعلية في هذا السياق تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى نتائج التي يتم تحديدها مسبقاً وإن الهدف عبارة عن نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد. فالكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت و الربحية.

ومن هنا نشير إلى اختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفعالية حيث أن الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي يمكن بها البلوغ هذه النقطة.

إن السوق المالي هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية المصدرة والمتداولة لكافة المعلومات المتاحة على المؤسسة، إذ يقتضي ذلك فاصل زمني بين الحصول على المعلومة والنتائج المرتبطة بأسعار الأوراق المالية، إن السوق المالي الكفاء هو الذي يحقق لنا:

- التخصيص الأمثل للموارد؛
- التقييم الدقيق للمبادلات؛
- تخفيض تكاليف الخدمة إلى أقل ما يمكن.

ومن تعاريف السوق الكفاء ما يلي:

**التعريف الأول:** تتسم سوق الأوراق المالية الكفاء بالتنافسية، أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقاً لقوى العرض والطلب، وتتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين، وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات<sup>(1)</sup>.

**التعريف الثاني:** أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة.

**تعريف آخر:** أن سوق الأوراق المالية تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة<sup>(2)</sup>.

1 Bodie Z. Kane et Marcus A "essentials of investments", times Minor higher education group, INC Chicago USA, 1995, P 54.

2 محمد صالح الخناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، دار الجامعة الإسكندرية، الطبعة الثالثة، 2002، ص 154 .

**وتعرف:** وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنهم تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم وتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء، إذا كانت إيجابية أم لا.

وفي سوق يمتاز بكفاءة يعكس سعر السهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها وسائل الإعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رزمة الأرباح، ورقم الأعمال وغيرها ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاءة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما<sup>(3)</sup>.

ويتميز السوق المالي الكفاء بمجموعة من الخصائص نذكر منها :

- كافة المعلومات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين بتكاليف منخفضة أو بدون تكلفة.
- وجود انتشار واسع لهذه المعلومات إذ لا يمكن أن تنحصر في يد مستثمر واحد أو مجموعة معينة دون الآخرين.
- وجود عدد كبير من المستثمرين الذين يقومون بتحليل هذه المعلومات ومن ثم اتخاذ قرارات البيع أو الشراء بناء على نتائج التحليل.
- عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومة والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للورقة المالية مع ضرورة وصول ذلك لكافة المستثمرين.

### ثانيا: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

عندما نتحدث عن كفاءة السوق المالي يجب أن نميز بين الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة.

**1- الكفاءة الكاملة:** تقتضي بأن لا يكون هنالك فاصل زمني بين صدور المعلومة وانعكاسها على سعر الورقة المالية مع عدم وجود تكاليف للحصول على هذه المعلومة، هذا النوع من الكفاءة يكاد يكون شبه مستحيل في الواقع ومع ذلك يرى بعض المختصين أن الكفاءة الكاملة لكي تتحقق لابد من توفر الشروط التالية<sup>(4)</sup>:

- كثرة المعلومات ووفرتها وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر، الأمر الذي يجعل توقعات المستثمرين تكون متشابهة لأنها مبنية على نفس المعلومة.
- حرية الدخول والخروج من وإلى السوق المالي دون قيود.

3 حسان حضر، "تحليل الأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 08-09.

4 محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، نفس المرجع، ص 162.

- عدم وجود تكاليف للمعاملات وعدم وجود قيود على الكميات المشتراة أو المباعة، ويدخل في ذلك الإطار عدم وجود ضرائب مفروضة على تلك المعاملات.
- عدم وجود تأثير لقرارات الاستثمار من طرف مجموعة من المستثمرين على حركة الأسعار.
- وجوب اتصاف المستثمرين بالرشادة والعقلانية.

أما عن الأسباب التي تجعل الكفاءة الكاملة شبه مستحيلة تتمثل في :

- إن حصول المستثمرين على المعلومة وتحليلها لا يكون بدون تكلفة وحتى وإن كان الحصول عليها مجانا فإن عملية تحليلها تكون في الغالب عن طريق مكاتب الاستشارة وهي مكاتب تعمل مقابل عمولة.
- إن بعض المستثمرين لهم ميزات تمكنهم من الحصول المسبق على المعلومة وقد يرجع ذلك لقرهم من المديرين أو كبار العاملين في الشركات المدرجة في البورصة.
- إن كل الأسواق المالية توجد بها تكاليف وعمولات على التعامل والتنظيم كما أن الضرائب موجودة في الكثير من التشريعات ولا يتم الإعفاء عن كل المعاملات من الضرائب في كل الدول.

**2- الكفاءة الاقتصادية:** والتي بمقتضاها يتوقع أن يمضي بعض الوقت على وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية وتحقق الكفاءة الاقتصادية من خلال كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

**2-1- كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة -دون فاصل زمني كبير- مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن تكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب التالية :

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظر لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.
- قد تستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا ما يحدث في لعدد قليل من المستثمرين ومرات معدودة.
- هذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

**2-2- كفاءة التشغيل:** يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يدفعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة، وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف<sup>(5)</sup>.

وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي<sup>(6)</sup>:

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الإحتكار.

وبتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية ما يعرف بخاصيتين العمق و الإتساع، حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الإستجابة، التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة أوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، ويتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة، كما أن توفر هذه الخاصية توفر لسوق الأوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه، والتي تخفف من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقلل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات إتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل، وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

- توفر عنصر الشفافية: جعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة وبشكل يحد من عملية ما يعرف بإحتكار المعلومات، وفي السياق نفسه تتضمن شروط

5 وليد أحمد صاني، "الأسواق المالية العربية، الواقع والأفاق"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002/2003، ص58.

6 محمد مطر، مرجع سبق ذكره، 1999، ص133-134.

الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة بالإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.

- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والإستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

كما يشترط أن تكون السوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولا، ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانيا ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات إستشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الإستقرار والأمان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

### ثالثا: أهمية السوق المالي الكفاء وشروط تحقيقها لسوق المال

في هذا المطلب سنبرز أهمية السوق المالي الكفاء، إضافة إلى شروط تحقيقها بالنسبة للسوق المالي.

#### 1- أهمية السوق المالي الكفاء:

إن وجود سوق مالي كفاء له دلالات اقتصادية واستمرارية أهمها :

- السوق الكفاء دالة على أن الأسعار المعروفة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد إستراتيجية الاستثمار والتخصص الكفاء للموارد.
- ينتفع جميع المتعاملين في السوق من المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر للمعلومات باعتبارها تعكس السعر العادل.
- يكون في ظل كفاءة السوق تحقيق السعر العادل والمقبول للبائع والمش تري دون غبن أو تضليل.
- السوق الكفاء دالة على حالة التوازن لأن جميع المتعاملين يحصلون على معلومات متماثلة وتكون بالتالي توقعاتهم متماثلة في المستقبل.
- تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات المنتجة.
- يحقق السوق الكفاء تماثل للمعلومات مما يضمن الاستجابة العادلة للمعلومات.
- في ظل السوق الكفاء يتدفق رؤوس الأموال بكل حرية وانسيابية عالية مما يحقق التخصيص الكفاء للموارد<sup>(7)</sup>.

**2- شروط تحقق الكفاءة في السوق:**

من شروط تحقق الكفاءة في السوق المالي ما يلي:

- وجود منافسة كاملة من خلال توفر عدد كبير من المشترين والبائعين الذين تتوفر لهم جدية الدخول في العمليات السوقية بعيدا عن الاحتكار.
- توفر خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة وذلك من خلال توفر عنصر الاستمرارية في الأسعار بعيدا عن حدوث التحركات المفاجئة وغير المبررة.
- وجود قنوات اتصال فعالة تعطي معلومات دقيقة عن الأسعار وحجم عمليات التبادل ومؤشرات العرض والطلب من خلال نشره حركة الأسعار اليومية.
- توفر عنصر الشفافية بمعنى أن تتوفر كافة المعلومات لكافة المتعاملين على درجة متساوية بما يمنع احتكار المعلومات.
- توفر التقنيات الحديثة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات بالإضافة إلى توفر مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين ومساعدتهم على تنفيذ الصفقات بيعا و شراء.
- أن تتوفر في حصة إدارة السوق صفة الحيادية والخبرة ومجموعة من النظم والقواعد التي دف إلى توفير الاستقرار والأمان للمستثمرين<sup>(8)</sup>.

إذا فكفاءة أسواق الأوراق المالية تتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين، مما يترتب عنها تغيير نظرهم في المنشأة المصدرة للسهم، و المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعود مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار.

**رابعا: المعلومات وأسواق الأوراق المالية**

تتوقف كفاءة السوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبني على أساس العناصر الآتية<sup>(9)</sup>:

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن إستخدامها في المفاضلة بين فرص الإستثمار المختلفة.
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

8 محمد صالح الخناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد " تحليل وتقييم الأوراق المالية"، مرجع سابق الذكر، ص14 .

9 محمد صالح الخناوي، تحليل وتقديم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 132.

هناك طرفين تتعامل بالمعلومات وفقا لمنطق الرشادة الإقتصادية عن طريق عرض أو طلب تلك المعلومات<sup>(10)</sup>.

**الطرف الأول:** معدي ومنتجي المعلومات: ولديهم أربعة حالات ممكنة لعرضها:

- مراعاة الاستخدام الخاص بالمعلومات وإنتاج شيء ذو قيمة وبيعه في السوق؛
- بيع المعلومات مباشرة للمستخدمين؛
- النشر المجاني للمعلومات لتشجيع شراء سلع أخرى؛
- التضليل والخداع في المعلومات.

**الطرف الثاني:** مستخدمين المعلومات ولديهم أربعة حالات ممكنة لاستخدامها وهي:

- الحصول عن المعلومات بالطريقة المباشرة عن طريق السؤال والبحث؛
- شراء المعلومات من السوق مباشرة؛
- الحصول على المعلومات مجانيا؛
- تقييم المعلومات المتاحة.

مما سبق ذكره يتضح أهمية المعلومات ومدى توفرها في سوق الأوراق المالية وعدم تكافؤ المستثمرين أي المتعاملين في الحصول عليها، من شأنه أن يؤثر على سير أداء السوق المالي الفعال وفي حالة عدم تكافؤ فرص الحصول المتعاملين على المعلومات في سوق الأوراق المالية تسمى هذه الحالة **بعدم تماثل المعلومات**، أي امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، مثلا يجوز كبار موظفي المؤسسة على معلومات معينة يستطيعون حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي لحسابهم الخاص وذلك قبل نشرها في التقارير المالية<sup>(11)</sup>.

**المطلب الثاني:** المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية والعلاقة بين هذه المستويات

**أولاً: المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية**

من الأمور التي يجب إدراكها أن كفاءة أسواق الأوراق المالية هي مفهوم نسبي وليس مطلق يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى.

10 شوقي السيد فودة، نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية، مجلة آفاق جديدة، السنة العاشرة، العدد 4، 1998، ص165.

11 محمد صالح الخناوي، تحليل وتقدم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 133.

وبعبارة أخرى أن من بين خصائص السوق الكفاءة أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه، لذا يجب التعرض إلى المستويات المختلفة للكفاءة الأسواق الأوراق المالية والتي يمكنها توضيحها من خلال هذا الشكل أدناه.

والجدير بالذكر أن هذا التقسيم للمستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية ناتج عن الدراسة التطبيقية التي قام بها الباحث فاما FAMA عام 1965 حلل بموجبها حركة أسعار الأسهم المستخدمة في حساب متوسط، داو جونز Dow Jones حيث راقب، FAMA الحركة اليومية للأسعار (30 سهم) خلال 5 سنوات وقد خلص من دراسته إلى قياس الدرجة العشوائية التي تحصل في تقلبات أسعار الأسهم، وقد بين تماما أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى المستثمر في الأسهم وبشكل مفاجئ قادرة أن تغير من نظرة المستثمر المستقبلية وبما أن المعلومة التي تصل إلى المستثمر مستقلة عن غيرها من ناحية الزمن لذلك فإن أسعار الأسهم أي القيمة السوقية سوف تنقلب عشوائيا صعودا ونزولا وفقا لنوع المعلومة التي ترد إلى السوق (12).

لذلك سوف تناول في هذا الجانب المستويات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية و هي (13):

- مستوى الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق يفترض بأن المعلومات التاريخية سوف تعكس الأسعار السوقية لسهم؛
- مستوى الصيغة الشبه قوية الكفاءة السوق، يفترض أن كل المعلومات العامة سوف تعكس بالأسعار السوقية للأسهم؛
- مستوى الصيغة القوية لكفاءة السوق يفترض أن المعلومات سوف تعكس الأسعار السوقية للأسهم.

## 1- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق:

تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضي، وهو ما يعني أن عملية التنبؤ ستكون على دراسة المتغيرات التي طرأت على السعر في الأيام الماضية أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى، وهذا ما يعرف بصيغة الفرضية الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية.

## 2- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق:

و يطلق عليها أيضا صيغة فرضية السوق المتوسطة، و تقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي متاح للجمهور.

12 حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص124.

13 عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، بدون سنة الطبع، ص155.



وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الإستجابة ضعيفة لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية شأن تلك المعلومات غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم.

### 3- الصيغة القوية لكفاءة السوق:

بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين وقد ثبتت صحة هذا الفرض.

من الملاحظة من المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية أن صيغة الفرضية الضعيفة لكفاءة الأسواق أقرب إلى الواقع نظرا لأن حركة الأسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن هذه المعلومات تصل إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم.

### ثانيا: العلاقة بين أشكال كفاءة أسواق الأوراق المالية

تخفى الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية و جمهور المتعاملين في السوق، ويشهد الخلاف حول حقيقة افتراضات الشكل شبه القوي والقوي للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الخاص بالمعلومات المتعلقة بكل شكل منها.

ويتبين من ذلك أن سعر السهم سيكون انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات وهي: "معلومات الكفاءة الضعيفة، الكفاءة شبه القوية، والكفاءة القوية"، وعليه إذا كان السوق كفاء بالشكل القوي فلا بد أن يمر بمرحلة الكفاءة الضعيفة والكفاءة شبه القوية.

أما في حالة كون السوق بالكفاءة الضعيفة يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادية<sup>(14)</sup>.