

## المحاضرة الرابعة: نظرية كفاءة الأسواق المالية

تعد نظرية السوق الكفؤة إحدى أهم الموضوعات في أدبيات السوق المالية، ومنذ أواخر الستينيات وحتى الوقت الحالي.

### أولاً. تعريف كفاءة الأسواق المالية

السوق المالي الكفء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية، لحركة الأصول المالية، من خلال وسائل وأجهزة الإعلام المختلفة.

وتعرف أيضاً السوق الكفء هو الذي يعكس فيه سعر السهم توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فلامهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بان تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها.

كما تعرف السوق المالي كفاء بأنه ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية. فالسوق الكفء ينبغي أن ينقل المعلومات دون أي تحريف، وبالتالي تستطيع أسعار أسهم الشركات أن تتكيف على الفور لأي معلومة جديدة متوفرة ودون انحياز، وينعكس عادة هذه المعلومات الجديدة في مؤشرات معدلات العائد وتطورها عبر الزمن.

وبذلك يقترب مفهوم كفاءة السوق المالي من وجهتي نظر وهما:

- من وجهة النظر التشغيلية: يتم التقليل من تكاليف المعاملات إلى أقل ما يمكن.
- من وجهة نظر تسعيرية: إذا كانت الأسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي تعكس جميع المعلومات المتاحة في الوقت الحقيقي.

وبذلك يعتبر السوق المالي سوقاً كفء عندما يتوقع الوكلاء الاقتصاديين ارتفاع أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق ويتوافق هذا السعر مع القيمة الحقيقية للسهم، وتضبط على المعلومات الجديدة، وفي هذه الحالة، يكون الدور الحقيقي لسوق المالي نقل المعلومات في الوقت الحقيقي والمناسب. ونعني بالقيمة الحقيقية للسهم ليست القيمة المستقبلية وإنما يشير هذا المصطلح إلى سعر التوازن الذي يشتمل على جميع المعلومات المتاحة للمستثمرين في كل مرة.

وعلى ضوء ما سبق يمكن صياغة نظرية كفاءة السوق فيما يلي:

- إتاحة جميع المعلومات لجميع المشاركين في السوق في نفس اللحظة والسرعة والموضوعية وبدون تكلفة.

- عدم وجود قيود على حجم التعاملات (أي بدون تكاليف أو ضرائب).
  - وجود عدد كبير من المشترين والبائعين وكلهم على دراية كاملة بالأسعار ولا يستطيع أحدهما خداع الآخر.
  - قدرة المستثمرين على تقييم طبيعة المعلومات الواردة إلى السوق ونوعيتها.
- إن فرضية السوق الكفوة هي فرضية نسبية وليست فرضية مطلقة ويعود السبب في ذلك إلى ما يلي:
1. مشكلات تتعلق بتوقع العائد في ضوء مستوى المخاطر، حيث أن مستوى الأسعار المعروضة في السوق في لحظة معينة لا تعكس جدوى الاستثمار، بإعتبار أن المعلومات المتاحة للجميع لا يعني أن المستثمرين يصلون إلى توقعات مشابهة في الوقت المناسب، إذ إن قرارات بعضهم تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين، وعلى العكس من ذلك فإن كميات العرض تزداد عندما تكون الأسعار المطروحة في السوق مضخمة بسبب شعورهم بوجود مخاطر دفعتهم إلى التخلي من الورقة تجنباً للخسائر المحتملة.
  2. مشكلة ملاءمة المعلومات هي مشكلة نسبية حيث أنه يصعب تشخيصها بسهولة لأنها تتعلق بالدرجة الأولى بقدرات ومهارات التحليل حول مدى وضوح وموضوعية المعلومة، أو قدرة هؤلاء على تحقيق عوائد أكبر اعتماداً على المعلومات المتميزة التي يستطيعون الحصول أو الإطلاع عليها إلى جانب خبرتهم الواسعة في هذا المجال.
- إذن فالاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الورقة المالية صعوداً وهبوطاً إنما يعني تحقق مجموعة من نتائج هامة من أهمها:
1. انه في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة المالية، أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين ستعتبر دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.
  2. إن المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي لن يكون لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية، فعلى سبيل المثال فإن سعر الورقة المالية في يوم 10 من الشهر لا يتأثر كثيراً بمعلومة قد تسلمتها السوق واستوعبتها قبل هذا التاريخ فالأساس هنا أن تكون السوق قد تسلمت المعلومة واستوعبتها جيداً وتعاملت معها بإحداث تغييرات في سعر الورقة المالية بصورة فورية.
  3. إن المعلومات تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد وأن تكون قدراتهم على التحليل متقاربة، الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية (العوائد التي يحققها البعض على حساب البعض الآخر) بناء على معلومات خاصة التي تتوافر للمتعامل الأول ولم تتوافر للمتعامل الثاني.

## ثانياً. خصائص سوق المال الكفاء

يمكن إبراز أهم خصائص الأسواق المالية الكفاء فيما يلي:

1. الإفصاح: على السوق المالي القيام دورياً بنشر المعلومات والبيانات والمؤشرات والتحليلات المختلفة عن أداء القطاعات الاقتصادية في الصحف اليومية، واليوم أصبحت تعرض هذه البيانات والمعلومات على شبكة الانترنت. وكذلك يقوم بنشر تقارير ونشرات دورية شهرية، فصلية وسنوية عن أنشطتها، كما يقوم البعض منها بتحليل الميزانيات والقوائم للشركات المدرجة وتوزيعها على المتعاملين في السوق مباشرة ونشرها في وسائل

الإعلام المختلفة. ولا تكمن أهمية الإفصاح في توفير البيانات والمعلومات والقوائم المالية فحسب، ولكن أيضا في جودة ودقة هذه البيانات والمعلومات وشموليتها وتوقيتها. كما تكمن أهميتها أيضا في أنها تؤثر على قوى العرض والطلب على الورقة المالية، وذلك بهدف توفير مناخ استثماري عادل وصحي للمستثمر يعينه على اتخاذ قراره الاستثماري واتخاذ قرارات الشراء والبيع وتقدير السعر المناسب للورقة المالية، لهذا يعتبر الإفصاح هو جوهر العملية الاستثمارية والذي يعمل على تطوير وترسيخ المناخ الاستثماري ويدعم ويرسخ الثقة بين المستثمرين.

2. الشفافية: في أبسط صورها هي قدرة المستثمرين في السوق للحصول على المعلومات والبيانات حول أسعار العروض والطلبات، وحجمها وحجم التداولات في كل وقت وبدقة تامة سواء أثناء التداول، وكذلك نتائج أعمال الشركات وتوصياتها بشكل متساو وعادل دون أفضلية للبعض على حساب الآخرين.

3. توفر السيولة: وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة متى اتفق الطرفان وبسعر محدد ومعروف من آخر التداولات التي أجريت على السلعة نفسها، أي عدم حصول تغيير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية. وحتى تتوفر السيولة في السوق المالي يجب أن يتميز بالعمق أي وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.

4. عمق السوق: تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق. والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغيير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فوراً للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى ضبط التغيير الكبير في السعر.

### ثالثا. مستوى كفاءة السوق المالي

يمكن تصنيف كفاءة السوق المالية في ثلاثة مستويات حيث تتحدد الكفاءة بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتوفرة وهي كما يلي:

1. المستوى الضعيف: وهو المستوى الذي يعكس فيه الأسعار المتداولة في السوق المالي الأسعار التاريخية فيه، وهنا يمكن الاستفادة من سلسلة الدورات التاريخية أو الأداء في الماضي ولذلك تكون الفرصة أمام المحللين وأصحاب الخبرة تحقيق أرباح استثنائية وغير عادية، ويكون ذلك بطريقتين: إما أن يحصل على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات، أو أن يكون بإمكانهم تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم. ويتيح المجال في هذا المستوى من الكفاءة لعمل المحللين الماليين ذوي الخبرات والتأهيل، فيكونون أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة والتي إن وفروها لبعض المتعاملين في السوق سيمكنهم من تحقيق إرباح استثنائية لا يحققها غيرهم. وتعتبر

أسواق العربية والدول النامية تمثيلا جيدا للمستوى الضعيف من الكفاءة. ولذلك تشير أهم الدراسات التي أجريت على الأسواق المالية أن الأسواق العشوائية لها الكفاءة على الأقل في شكلها ضعيف.

2. مستوى شبه قوي: يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس الأسعار فقط المعلومات التاريخية ، ولكن أيضا أي معلومات أخرى منشورة، حيث قام أشهر الباحثين باختبار صلاحية درجة من الكفاءة من خلال دراسة المعلومات الجديدة والمنشورات مثل الفوائد، والتغيرات في أساليب المحاسبة وإعلانات، فلو حظ بأن أسعار الأسهم تكيفت بسرعة وعلى نحو كاف لمعظم هذه المعلومات.

3. المستوى القوي: وفق هذا المستوى من الكفاءة، يوفر السوق المالي للمتعاملين فيه جميع المعلومات المتاحة سواء أن كان مصدرها البيانات المالية المنشورة أو غيرها من المصادر بما فيها المعلومات التاريخية الحالية عن أسعار الأسهم وأية معلومات أخرى خاصة (منشورة أو غير منشورة) أي بمعنى آخر تكون جميع المعلومات في السوق عامة بحيث لا يجب أن تتوفر فرصة لنشوء ما يسمى **بظاهرة احتكار المعلومات** من قبل فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية يعني:

**القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية = صفر**

لأن الأسعار السائدة في السوق المالية للأوراق المالية المتداولة ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماما لقيمتها وبالتالي تنفي الحاجة لوجود المحللين الماليين.

في الواقع يعتبر هذا المستوى نظري وقد لا يكون موجودا في الحياة العملية فالكثير من الدراسات التي أجريت لاختبار مدى وجود هذا المستوى في الحياة العملية كانت تركز على فئة متخذي القرار في الشركات وعلى مدى تمكنهم من تحقيق أرباح تفوق ما يحققها غيرهم من المستثمرين العاديين بسبب معرفتهم للمعلومات الخاصة وكانت نتائج هذه الدراسات في أغلب الأحيان تؤكد حصولهم على مثل هذه الأرباح. ومن هذا المنطلق وضعت بعض الأسواق المالية تعليمات تستطيع بموجبها إدارة السوق أن تلغي أية صفقة تتم لمصلحة متخذ القرار في نفس الشركة إذا ثبت انه قد استغل معرفته لمعلومات خاصة عن تلك الشركة ويتم ذلك سعيا من إدارة السوق لرفع مستوى كفاءة السوق.

#### مستويات السوق الكفاء

داخلية	حالية	تاريخية	
		✓	المستوى الضعيف
	✓	✓	مستوى شبه قوي
✓	✓	✓	المستوى القوي

وتوجد عدة عوامل التي تنقص من كفاءة السوق المالي ومن أهمها ما يلي:

1. التأخير في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين.

2. عدم كفاية المعلومات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة، وعدم الإفصاح عنها والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة، وتفسح المجال لنشوء ظاهرة المبادلات الداخلية أي تداول الأسهم من قبل المدراء ومسؤولي الشركات لأسهمها، مستفيدين من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية، خاصة إذ تم التنسيق بين أكثر من جهة لتحقيق أرباح غير مشروعة.
3. قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة إلى العملاء لغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، وحدثت مضاربات على الأسعار نتيجة للتقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق.
4. انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في تداول الأسواق المالية بيعا وشراء، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تتجم عنها تعاملات صوريّة مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية و تحقيق أرباح غير حقيقية.