

المحاضرة 07: كفاءة السوق المالي

أولاً: مفهوم كفاءة السوق المالي: هو السوق الذي يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، أو تعاملات نفذتها الشركة أو معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة.

كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء 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 تماماً.

وعليه فيمكن القول بأن السوق الكفوء تكون القيمة السوقية للسهم فيه قيمة عادلة تعكس قيمته الحقيقية التي يكون العائد من الاستثمار موازناً للمخاطر المتوقعة منه.

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفؤاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، حيث يلعب السوق المالي الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:

- الدور المباشر: عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم شركة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية. هذا يعني، أن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار جيدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال .
- الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادةً ما يكون بسعر فائدة معقول.

ومن خصائص السوق المالي الكفاء نذكر ما يلي:

1. **المنافسة الكاملة في السوق:** وبمعنى آخر (عدالة السوق)، أي أن يكون عدد المتعاملون في السوق كبيراً، وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار بحيث يصبح المشاركون متلقون للسعر بدلاً من كونهم قادرين على فرض الأسعار للسوق .

خلاصة القول أنه يجب أن يتيح السوق العدالة لكل من يرغب في إبرام الصفقات بحيث يوفر لهم فرصاً متساوية، وهذا يتطلب التحقق من سيادة القانون وتوفير مكاتب استشارية.

2. **كفاءة التشغيل:** فلا بد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير، ويجب أن تكون تكاليف المعاملات (بيع وشراء) معقولة لكل صفقة، وبضرائب معقولة أو غير موجودة مطلقاً على الأرباح الرأسمالية.

ومن وسائل زيادة الكفاءة التشغيلية وجود أدوات لضبط حركة الأسعار في السوق، كوجود المتخصصون في سوق نيويورك وسوق طوكيو، وكذلك وجود صناعات للسوق يوفرون السيول للورقة المالية.

3. **كفاءة السعر:** أي أن يبني سعر الورقة المالية على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات.

4. الأمن: أي أن تتوفر الحماية ضد المخاطر (سواء كانت تجارية أو غير تجارية) التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، وبالتالي يجب أن تتوفر لإدارة سوق المال الإمكانية لمتابعة الصفقات الغير أخلاقية أو الوهمية، وكذلك الإجراءات الرادعة لها، ووجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر غير التجارية التي مصدرها السماسرة.

5. العقلانية: فيجب أن تكون المتعاملون في السوق يهدفون إلى تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل، وقد يتم الاستعانة بمكاتب استشارية في هذا المجال.

ثانياً: أنواع كفاءة السوق المالي: تتضح أنواع السوق المالي الكفاء حسب الخصائص المذكورة الى مايلي:

1- الكفاءة الخارجية: وتعرف بكفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية 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 فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على ، حساب الأخرى.

2- الكفاءة الداخلية: وتعرف بكفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين

العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمختصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق هامش ربح فعال فيه .وكما يتضح، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

3- الكفاءة الكاملة: ويقصد بالكفاءة الكاملة أن السوق المالي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات

الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم أي حدوث استجابة فورية للسعر السهم نتيجة تلك المعلومات التي قد تكون معلومات سارة أو غير سارة، هذا بالطبع يحمل في طياته عدم وجود فاصل زمني بين حصول المستثمر أو آخر على تلك المعلومات ومنه لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره ولكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي توافر الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

4- الكفاءة الاقتصادية: أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ

وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو اثارها على أسعار الأسهم . مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل . ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.

ثالثاً: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي: تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات

هي:

• فرضية الصيغة الضعيفة التي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

• فرضية الصيغة المتوسطة التي تقضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيره). (وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء، تقتضي هذه الصيغة المتوسطة بأن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضاء إدارة المؤسسة المصدرة للأوراق المالية وكبار العاملين فيها. بحيث تستجيب السوق للأوراق المالية للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية وبالتالي يصعب على المستثمر أن يحقق أرباح غير عادية نظراً لتعديل السعر وفقاً للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة، وقصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين السعر في ظل هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد، كبير. وقد تم اختبار فرضية الصيغة المتوسطة من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية المنشورة كالأرباح والتوزيعات، التغيرات في عرض النقود، التغيرات أو أساليب المحاسبة الجديدة، اشتقاق الأسهم، حجم التعامل على الأوراق المالية.

• فرضية الصيغة القوية وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

رابعاً: التحليل الأساسي و التحليل الفني للأوراق المالية: إن وجود المعلومات بأنواع مختلفة هذا العنصر الأساسي في السوق المالي كما نجد أيضاً تحليلها هو الآخر حاسماً في تشكيل البورصة وتحليل المعلومات في البورصة.

1- التحليل الفني: هو دراسة حركة السوق من الرسوم البيانية بغرض التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً. ينصرف اهتمام التحليل الفني إلى تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، حيث من خلال هذا التحليل يمكن تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم، فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل.

وعلى هذا الأساس يقوم المحلل الفني دراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنماط معينة لحركة سعر السهم أو حجم الأسهم المباعة، وعليه يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالاً وليس على مستوى ورقة مالية معينة.

2- التحليل الأساسي: يتضمن تحليل الشركة من حيث الأصول، الربحية، الإدارة.. الخ ، بالإضافة إلى تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة وأيضا يتضمن التحليل الأساسي اخذ المؤشرات الاقتصادية في الاعتبار مثل إجمالي الناتج المحلي، أسعار الفائدة معدلات البطالة، والمدخارات... الخ .

ويقوم المستثمر الذي يتبنى مدخل التحليل الأساسي بمقارنة القيمة السوقية للورقة المالية بالقيمة الحقيقية لها، فإذا كانت القيمة السوقية للورقة اقل من القيمة الحقيقية لها، فإن المستثمر يقبل على شراء هذه الورقة أو يحتفظ بها. إذا كانت ضمن محفظته، أما إذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية أكبر من القيمة الحقيقية لها فإن المستثمر لا يقبل على شراء هذه الورقة أو يقوم ببيعها إذا كانت ضمن محفظته .

ويرتكز التحليل الأساسي على ثلاث مستويات هي :

-تحليل الاقتصاد: ويستعمل تحليل الاقتصاد لأي بلد بالدرجة الأولى على ما يلي:

- تحديد النمو المتوقع.
- التعرف على عوامل اقتصادية مهمة مثل مستوى البطالة، مستوى التضخم والذي يؤثر بشكل مباشر على مستوى الفوائد، مستوى دخل الفرد والذي يؤثر على قوته الاستهلاكية.
- الوفرة أو العجز بميزانية الحكومة .
- الوفرة أو العجز ميزان المدفوعات والتجارة الخارجية، الذي يؤثر على سعر صرف العملة .
- فنتائج التحليل الاقتصادي تساعد المستثمر على اختيار الوقت المناسب لدخول سوق الأسهم أو الخروج منها .

-تحليل الصناعات: تحليل الصناعات يهدف للتعرف على مستقبلها في ظل التطورات الاقتصادية في البلد المعنى، فمن المعروف أن هذه الصناعات لا تستفيد بدرجة متساوية من أي ازدهار اقتصادي، ولا تتأثر بنفس القدر بأي ركود يصيب الاقتصاد.

-تحليل الشركات: يهدف تحليل الشركات لتحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في القطاع نفسه لاختيار الشركة الأولى في كل قطاع والتي من المتوقع أن تتفوق من حيث نموها وربحيتها على الأخرى في هذا القطاع.

خامسا: أطراف السوق المالي الكفاء:

1. **المتعاملين:** ويجب أن يكونوا على دراية عملية وعملية وأن يمتازوا بالعقلانية في قراراتهم الاستثمارية، وكذلك غير قادرين على تحقيق أرباح غير عادية لأن المعلومات تنعكس على أسعار الأسهم المتداولة.
2. **المساهمين:** هناك رقابة على أداء الشركات وخاصة الإدارة من خلال المالكين نتيجة لانفصال الإدارة عن الملكية، وبالتالي يكون هناك نوع من الكفاءة في التسعير والتشغيل.
3. **إدارة السوق:** فهل يتيح هذا السوق فرصا متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات (العدالة)، وهذا يتطلب سيادة القانون، بالإضافة لعدم وجود فرص لتحقيق أرباح غير عادية من معلومات خاصة.

سادسا: 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 كفنًا إذا كانت جميع المعلومات المتاحة حول أصل مالي معين وفي أي لحظة من الزمن منعكسة في سعره وفي اللحظة ذاتها" وبالموازاة مع هذا التعريف قدم Fama نموذجًا رياضيًا ملخصًا فيه هذه النظرية ويعرف بنموذج "Jeu Equitable" ويعطى بالمعادلة الآتية:

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

علمًا أن :

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

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

$E(R_{i,t+1})$: هو العائد المتوقع للفترة $t+1$

N_t : مجموع المعلومات المتاحة في الفترة t

انطلاقًا من هذا النموذج، فإن العوائد غير العادية تساوي إلى الفرق بين العوائد الحقيقية في الفترة $t+1$ والعوائد المتوقعة لنفس الفترة، وهذا بالاعتماد على مجموع المعلومات وتكون اللعبة عادلة إذا كانت العوائد غير العادية تساوي الصفر، بمعنى أن المعلومات المتاحة سمحت بالتنبؤ بالصائب للأسعار (السعر المتوقع يساوي السعر الفعلي)، ومنه لا مجال لأي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية انطلاقًا من تحليله لهذه المعلومات مما يعني أن السوق كفء 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 كفنًا 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 كفنًا إذا كانت تكلفة الحصول على المعلومات وتكلفة المعاملات عند حدها الأدنى وهذا يظهر من خلال سرعة انعكاس هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية مما يدل على أن العرض والطلب على هذه الأخيرة تدل بسرعة وهذا ما يثبت مطلب الكفاءة التشغيلية .