

كفاءة سوق رأس المال

Market Efficiency

تمهيد:

تشهد الأسعار السوقية للأسهم والسندات تقلبات من فترة لأخرى، فكيف يحدث ذلك؟ وكإجابة مبدئية يفسر ذلك بأن التغير في الأسعار يرجع إلى وصول معلومات جديدة وأن المستثمرون يقدرون قيمة الأصل على أساس تلك المعلومات أي أن الأسعار تتعدل بسرعة وبدقة عند ورود أي معلومات جديدة ، فإذا حدث هذا فإن السوق يتصف بالكفاءة أي إذا عكس السعر الجاري تماما المعلومات الواردة إلى السوق مما يعني أن السعر عادل ولا يوجد مجال للقول بأن السعر السائد أقل مما يجب أو أعلى مما يجب.

فما المقصود بكفاءة سوق الأوراق المالية؟ ماهي متطلباتها؟ وكيف يمكن تحقيق الكفاءة الكاملة؟

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

هناك عدة تعاريف لكفاءة سوق الأوراق المالية نذكر منها:

تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية على أنها : "السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها ، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام ، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة أي السوقية للسهم وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي **قيمة عادلة Fair Value** أنها تعكس تماما القيمة الحقيقية Intrinsic Value التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر ، وبمعنى آخر تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه.

ويعرف كذلك:

يقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة أو الواردة إلى السوق بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة.

ثانياً: شروط كفاءة السوق الكاملة :

تثير فرضية السوق الكفاء الكثير من الجدل ، حتى أن البعض يرى بأنه من شروط تحقق السوق الكفاء هو وجود مستثمرين يعتقدون بعدم كفاءة السوق من أجل سعيهم للحصول على معلومات إضافية وصولاً إلى الكفاءة.

والكفاءة الكاملة أو التامة هي تلك التي ينعدم فيها الفاصل الزمني ما بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السعريّة للأصول المتداولة، وتحقق ذلك يستدعي تحقق الشروط الآتية:

1-وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر أو ما يعرف بالكفاءة المعلوماتية وبذلك ستصبح توقعات المستثمرين متجانسة استنادا لتجانس معلوماتهم.

2-انعدام القيود على التعاملات، مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب وعدم وجود قيود كمية للمعاملات (الأوامر) (كسرية أو دورية) مع حرية الدخول أو الخروج للمستثمرين.

3-وجود عدد كبير من المستثمرين والبائعين بحيث تمنع هذه الكثرة أي من المستثمرين الاستئثار أو الهيمنة لأحدهم على السوق، ويصبح المستثمرين أقرب إلى ملتقى السعر.

4-الرشادة في القرارات الاستثمارية التي تستهدف تعظيم المنفعة من وراء الاستثمار.

نشير إلى أن هذه الشروط مشابهة لسوق المنافسة التامة للسلع والخدمات ، ونظرا لصعوبة تحقق هذه الشروط دفعة واحدة ، حيث توجد تكاليف وضرائب تمارس دورها في البورصات، فضلا عن وجود مؤسسات مالية وسيطة لها قدرة استثمارية كبيرة وإمكانية واسعة في الحصول على المعلومات وتحليلها والتأثير في أسعار الورقة المالية من خلال صفقاتهم الكبيرة.

لذلك فإن الكفاءة الكاملة لا تتحقق وعندها يمكن قبول الكفاءة الاقتصادية والتي تعني وجود فجوة زمنية بين المعلومات واستجابة الأسعار لهذه المعلومات واحتمال حدوث انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع.

وعليه نميز بين نوعين لكفاءة سوق رأس المال وهما:

أ-الكفاءة الكاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع ودون تكاليف، هذا وتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توفر الشروط التالية:

1-شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع ودون تكاليف.

2-حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ولا قيود على دخول وخروج أي مستثمر من السوق أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.

3-تواجد عدد كبير من المستثمرين ، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

4-رشادة المستثمرون وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

ب-الكفاءة الاقتصادية: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب نتيجة الفارق في السعر وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الأغلبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

كما نشير إلى أهمية المعلومة في السوق الكفاء، إذ يعرف نظام المعلومات على أنه مجموعة من القواعد والإجراءات التي تكفل المعلومات إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفاء أو التصرف الأحسن في وقت معين، هذا ويعتبر نظام المعلومات كـهـ انسياب المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية، إذ يتم الاعتماد على المعلومات المحاسبية في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بها وكذا تقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق، وتبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة كافة الأنشطة الاقتصادية والعمليات التي قامت بها الشركة، إذ يجب أن تكون المعلومات الواجب الإفصاح عنها واضحة وسهلة الفهم وموضوعية وتعرض في الوقت المناسب ، هذا وتتمثل مصادر المعلومات المالية فيما يلي:

التقارير التي تنشرها الشركات: وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات للمساهمين مفصلة نشاط عن الشركة، هيكلها، بشكل سنوي، أو ربع سنوي أو في شكل نشرات إخبارية. ✓ أرباحها ...

التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: حيث تقوم هذه الأخيرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية. ✓ المالية ، توصيات

✓ **المعلومات مدفوعة الثمن:** وتتمثل في الصحف والمجلات وخدمات الإرشاد الاستثماري.

✓ **قواعد البيانات:** تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.

ثالثا: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

من الشائع التمييز بين ثلاثة أشكال أو صيغ لكفاءة السوق وهذا حسب درجة الكفاءة ، ويتعلق الأمر ب: الصيغة ضعيفة الكفاءة، الصيغة المتوسطة القوة، والصيغة قوية الكفاءة.

أ-الصيغة الضعيفة القوى للكفاءة:

تتضمن هذه الصيغة أن أسعار الأصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة

د. بن شريف مريم مقياس أسواق مالية

(بيانات تاريخية)، ووفقا لهذه الصيغة فإن سعر السهم الحالي إنما هو انعكاس على الأقل لأسعاره الماضية ، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات وهذه المدة متاحة وشائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر.

وتعرف كذلك بنظرية الحركة العشوائية للأسعار ، إذ ترى أن المعلومات التاريخية لا تمكن من تسعير مرتبط بها مستقبلا ولا بد أن يكون السعر مستقلا عن الماضي، أي أن التغيرات السعرية المستقبلية مستقلة عن بعضها ولا يوجد ترابط، وهو ما يمكن التعبير عنه بالحركة العشوائية، لذلك لا يمكن لأحد من المستثمرين في ظل هذا الوضع تحقيق عائدا استثنائيا طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا على معلومات تاريخية.

ب-الصيغة متوسطة القوى للكفاءة:

وتتضمن هذه الصيغة إطارا محتواه بأن الأسعار الجارية للأسهم والسندات والأصول المالية الأخرى، تعكس كل المعلومات المتاحة والتي تؤثر في تسعير هذه الأصول متمثلة في الظروف الاقتصادية والمالية ومعلومات تاريخية وحالية عن الأسعار والحجوم التبادلية ومستويات الائتمان في الاقتصاد وحجوم الإصدار ولا تنحصر فقط بالأسعار الماضية وحجم التعاملات، لذلك فالمستثمرين يستخدمون كل ما هو متاح من معلومات للتقويم أو التسعير ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة.

ج-الصيغة القوية للكفاءة:

وفقا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة العامة والخاصة التي تستخدم في تحديد قيمة الأصول في البورصة، وتشمل معلومات المدراء التنفيذيين، الصحفيون، حاملوا الأسهم الرئيسيون... الخ ، فهذه الصيغة أختيرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، ويقوم بها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار والمتخصصون في تحليل الأوراق المالية.

وينشغل السوق الكفاء أساسا بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات ومدى سرعة استجابة الأسعار لها وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية ، فكلما زادت الكفاءة زادت عشوائية الأسعار والعكس صحيح.

تدل الشواهد على أن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يعترف بوجود فاصل زمني بين ورود المعلومات واستجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات، وفي هذا الإطار يشير فرانسيس وسامليس وولكس (1986) إلى أن السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصيصاً كفئاً للموارد الانتاجية المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ، وبهذا يؤدي السوق دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:

الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم مؤسسة ما فهو في حقيقة الأمر يشتري عوائد يعني أن المؤسسات التي تتاح لها فرص استثمار واحدة -وصلت أخبارها إلى المتعاملين في السوق- سوف ✓مستقبلية، هذا تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم بل وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال بالتبعية.

الدور غير المباشر: فهو أن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المؤسسة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات ✓يعني إمكانية مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول.

ولتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتحقق في سوق رأس المال سمتين رئيسيتين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل:

أ- كفاءة التسعير: "الكفاءة الخارجية" يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير ودون تحمل تكاليف باهضة في سبيلها، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين الحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفؤ لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين الحصول على الدوام على تلك المعلومات ، فالجميع لديهم نفس الفرصة في تحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

ب- كفاءة التشغيل: "الكفاءة الداخلية"

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن

د. بن شريف مريم مقياس أسواق مالية

يتاح للتجار المتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغالا فيه وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لاتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد والوقت للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

ونشير إلى أن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتين لأسواق الأوراق المالية مرهون بمجموعة من الشروط:

- 1- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للحد من الاحتكار.
- 2- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة وفي الوقت المناسب.
- 3- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل.
- 4- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقاتهم.
- 5- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف ب هيئة أو لجنة إدارة السوق تتوفر فيها صفة الفعالية وتكون محايدة وذات خبرة تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهذا ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.