

الفصل الخامس : الاسواق المالية الكفاءة

أولاً: مفهوم السوق المالي الكفاءة.

هي تلك السوق التي تتمتع بدرجة عالية من المرونة بحيث تستطيع اسعار الالوراق المالية الاستجابة بشكل سريع للتغيرات التي تحصل في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق وبما يؤدي الى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

والسعر الحقيقي للورقة المالية يطلق عليه بسعر التوازن حيث يعرف بسعر السوق اذا كان السوق كفوء و يتحدد عن التوازن عند نقطة التقاء منحى العرض مع منحى الطلب على الالوراق المالية عنها يتحدد السعر التوازني.

اما القيمة السوقية فهي قيمة عادلة تعكس القيمة الحقيقية التي يتولد منها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي يتعرض له استثماره، لذلك فإن الاستجابة الفورية لتعديل الورقة المالية ارتفاعاً وانخفاضاً يعني تحقيق مجموعة من النتائج التي يمكن اجمالها بما يأتي:

1- في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية وفقاً للمعلومات المتاحة والمتوفرة عن تلك الورقة.

2- ان المعلومات التي وصلت الى السوق في الماضي لن يكون لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية.

3- ان المعلومات تصل الى المتعاملين كافة في وقت واحد وان قدرتهم على التحليل متقاربة هذا يعني عدم قدرة اي واحد منهم على تحقيق عوائد غير عادية.

ثانيا: مؤشرات قياس الكفاءة في السوق المالي.

- 1- **الكفاءة التشغيلية:** تعني قدرة السوق على تحويل الاموال والموارد المالية المتاحة إلى من يحتاجون إليها بأقل تكلفة ويطلق على هذه التكلفة " تكلفة المعاملات " وتشمل هذه تكلفة الوسطاء المالية وتكلفة تحويل الأوراق المالية، لذلك فإن نجاح السوق المالي يتوقف بدرجة كبيرة على تقليل هذه التكلفة الى أدنى مستوى ممكن.
- 2- **كفاءة التسعيرية:** تعني هذه الكفاءة مدى استجابة الأسعار السائدة في السوق المالي للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه دون وجود فاصل زمني كبير.
- 3- **الكفاءة التخصيصية:** ان المهمة الاساسية للأسواق المالية تقتصر على تحويل الاموال الفائضة عن حاجة من لديه فائض الى من يحتاج هذه الاموال بشرط ان تتم بكفاءة، وهي مهمة اساسية ليست سهلة ويطلق عليها بكفاءة التخصيص اي تحويل الاموال الى استثمارات أكثر ربحية.
- 4- **الكفاءة الهيكلية:** هذه الكفاءة تعكس درجة المنافسة في السوق وتقاس بعدد المشاركين فيه سواء كانوا مستثمرين او مقترضين، لذلك هناك علاقة طردية بين عدد المشاركين ودرجة الكفاءة الهيكلية فكلما زاد عدد المشاركين زادت الكفاءة الهيكلية.
- 5- **الكفاءة التنظيمية:** تتحدد الكفاءة التنظيمية من خلال توفير اطار تنظيمي واضح للسوق اضافة الى تحديد القواعد التنظيمية التي تنظم عمل السوق وتنظيم مهمة الوسطاء وكذلك الرقابة الفعالة بهدف زيادة كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها.

ثالثا: خصائص كفاءة السوق المالي.

- 1- **الشفافية:** قدرة المستثمرين في سوق المال في الحصول على المعلومات والبيانات حول اسعار العروض والطلبات وكذلك الحصول على حجم التداولات في كل وقت بدقة تامة اضافة الى الحصول على نتائج اعمال الشركات وتوصياتها بشكل عادل دون افضلية للبعض على حساب البعض الاخر.
- 2- **الإنصاف:** يعني الاعلان عن كل المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في سوق المال والتي من شأنها ان تؤثر في قوى العرض على الورقة المالية، وذلك بهدف توفير مناخ استثماري عادل وصحي للمستثمر

بهدف اتخاذ قراراته الاستثمارية واتخاذ قرارات الشراء والبيع وتقدير السعر المناسب للأوراق المالية لذلك يعد الافصاح هو جوهر العملية الاستثمارية ويعمل على تطوير المناخ الاستثماري ويدعم الثقة بين المستثمرين.

3- **توفر السيولة:** تعني القدرة على بيع الأصول المالية بسرعة وسهولة من دون خسارة مالية فالأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة.

4- **عمق السوق:** السوق العميقة هي التسوق التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشتريين القادرين والمستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى أو أدنى من سعر السوق للورقة المالية، إضافة إلى قدرتهم بالتعامل مع أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية.

رابعاً: انواع كفاءة السوق المالي.

أولاً: الكفاءة الكاملة. في ظل الكفاءة الكاملة لن يتمكن المستثمرين الاستفادة من الفروق السعرية في تحقيق أرباح غير عادية، فهناك شروط أساسية يجب توفرها في السوق المالية الكفؤة حتى تتسم هذه السوق بالكفاءة الكاملة ومن أهم هذه الشروط هي:

1- **تماثل المعلومات:** يجب أن تكون المعلومات الاستثمارية متاحة للجميع بنفس القدر ونفس الوقت ومن دون تكاليف ولا تحولت إلى سوق احتكار.

2- **عدم وجود قيود في التعامل:** مثل عدم وجود تكاليف للسمسرة أو تكاليف إصدار الورقة المالية وعدم التمييز بين ضرائب الدخل وضرائب الأرباح الاستثمارية.

3- **حرية الدخول والخروج من وإلى السوق الاستثماري:** أي حرية إقامة المشروعات الجديدة وعدم وجود تكاليف قانونية أو محاسبية.

4- للمستثمر الحق في بيع وشراء الكمية التي يريدها من الأسهم دون شروط وبسهولة تامة ويسر.

5- وجود عدد كبير من المستثمرين مما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات أحدهم على أسعار الأسهم.

6- يمتاز المستثمرين بالرشد والعقلانية أي أنهم يهدفون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها كم خلال استغلالهم للثروات.

لكن في الواقع قد لا تتوفر بعض هذه الشروط فمثلاً ان المعلومات قد لا تكون متوفرة ومتاحة للجميع بنفس القدر ونفس الوقت ودون تكاليف، كما قد تكون هناك قيود على وجود تمييز بين ضرائب الدخل وضرائب الأرباح الاستثمارية وربما توجد قيود على عملية الدخول والخروج من وإلى السوق الاستثماري، وفي ظل وجود عقلانية ورشادة لدى المستثمرين وسعيهم إلى تعظيم المنفعة فلا بد من الإشارة إلى نوع آخر من الكفاءة وهي الكفاءة الاقتصادية.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية: تعني القيمة السوقية للسهم هم قد تبقى أعلى أو أدنى من القيمة الحقيقية لفترة من الزمن على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لا يكون الفرق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.

ثالثاً: انواع المعلومات في السوق المالي. في ظل الكفاءة يفترض ان سعر الورقة المالية يعكس المعلومات المتاحة كافة عن تلك الورقة لذلك صنف فاما عام 1970 تلك المعلومات التي يتضمنها سعر الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات هي:

- 1- **المعلومات التاريخية:** وهي معلومات تخص فترات سابقة وتكون متاحة للجميع مثل اسعار الأسهم وأرباحها ونشاط الشركات المصدرة لهذه الأسهم.
- 2- **المعلومات الجديدة (حالية):** وهي المعلومات السابقة نفسها ولكن يتم الإفصاح عنها في الوقت الحالي وتكون أيضاً متاحة للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير وميزانيات وقوائم مالية إلا أنها تحتاج لبعض التفسير وربط المتغيرات مع بعضها البعض.
- 3- **المعلومات الخاصة:** هذا النوع من المعلومات لا يكون متاح للجميع ولكنها تقتصر على البعض دون الآخر ممن لديهم اتصال بصانعي القرارات في المنشآت، لذا فإن المعلومات الخاصة تأخذ إحدى الصورتين وهما (أ) الحصول على المعلومات قبل باقي المتعاملين. (ب) فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين.
- 4- **المعلومات المستقبلية:** وهي المعلومات التي يتوقع حدوثها أو الحصول عليها في المستقبل.

رابعاً: مستويات كفاءة السوق المالي. يمكن التمييز بين ثلاث اشكال من كفاءة السوق المالية والتي تتوقف على درجة الكفاءة ويمكن تصنيف ذلك على ثلاث صيغ الضعيفة والمتوسطة والقوية، وبيان الفروق الجوهرية بين هذه الاشكال من حيث درجة الكفاءة في نوعية المعلومات المستخدمة ومدى تأثير هذه المعلومات على اسعار الاوراق المالية ويمكن توضيحها فيما يأتي:

1- كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

يعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة وفي هذا الشكل تعكس اسعار الأسهم والسندات المعلومات كافة التي لا يمكن استعمالها من كل أو بعض المتعاملين لتحقيق ارباح غير عادية، لأنه بكل بساطة هذه المعلومات اصبحت معروفة لدى الجميع وهي موجودة في الاسواق المالية ويمكن اعتبار السوق ذات كفاءة ضعيفة في حال عدم تحقيق ارباح غير عادية وفي حال اتخاذ القرارات الخاصة في تحديد وقت شراء او بيع الاوراق المالية، و بدلاله نوعية المعلومات المرتبطة بالاستثمارات فان الشكل الضعيف للكفاءة يتحقق عندما لا يستطيع اي مستثمر من تحقيق ارباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات التاريخية.

2- كفاءة السوق عند المستوى شبه القوي (المتوسطة).

يعرف بفرضية الصيغة المتوسطة للكفاءة وهذا الشكل يبين الاسعار الحالية للأوراق المالية التي تعكس المعلومات التاريخية كافة والمتاحة لدى الجمهور والتوقعات التي تقوم على تلك المعلومات، فإذا كانت الاسعار الحالية تعكس تلك المعلومات فلن يستطيع اي مستثمر ان يحقق ارباحاً غير عادية على حساب الآخرين الا اذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة، وبدلالة نوعية المعلومات المرتبطة بالاستثمارات فان الشكل المتوسط للكفاءة يتحقق عندما لا يستطيع اي مستثمر من تحقيق ارباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات التاريخية السابقة او معلومات جديدة.

3- كفاءة السوق عند المستوى القوي.

يعرف بفرضية الصيغة القوية للكفاءة وهي ان تعكس الاسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لهم بالحصول على ارباح غير عادية بصفة نظامية حتى لو تم الاستعانة بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار، وبدلالة نوعية المعلومات المرتبطة بالاستثمارات

فان الشكل القوي للكفاءة يتحقق عندما لا يستطيع اي مستثمر من تحقيق ارباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات الخاصة.

خامساً: عوائق تطبيق نموذج السوق المالي الكفوء.

هناك عدة عوائق تقف امام تطبيق نموذج السوق المالي الكفوء ومن بينها:

- 1- **تأثير سعة الانتاج:** هناك بعض المنشآت الصغيرة قد تحقق لفرته طويلة عوائد مالية كبيرة مما يؤدي ذلك الى اختلالاً في التوازن المحفظة الاستثمارية والتالي يكون من الصعب معرفة المخاطر الناتجة عن ذلك.
- 2- **تأثير التضليل الإعلامي:** عندما يحدث تضخم في ارقام المنتجات والارباح ويكتشف المستثمرون أنهم وقعوا في خدعة مالية سوف يؤدي ذلك الى انهيار الثقة في المؤسسات المالية والشركات المعنية ومن ثم في السوق المالية ككل.
- 3- **تأثير حساسية السعر:** ان حساسية المستثمرين اتجاه الاسعار يمكن تحديدها من خلال معدلات التغيير او المروونات والتي تكشف عن مدى ايجابية ردود الأفعال.
- 4- **تأثير ضعف التقدير:** ان المعدلات الكاملة للعوائد او المخاطر تجعل التقديرات عند مستويات ادنى وبالتالي تشهد الاسواق المالية تقلبات في اسعار الادوات المالية بمعدلات اكبر من تلك التي يتم التنبؤ بها.
- 5- **تأثير القيم المتوسطة:** ان العوائد المتحققة تتقلب في فترات قصيرة بين مستويات عالية و مستويات منخفضة وبالتالي فان اعتماد القيمة المتوسطة لتحديد الاتجاه المستقبلي جزئياً او كلياً قد يكون مضللاً.
- 6- **تأثير فترات زمنية معينة:** هناك فترات معينة خلال السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلبات الاسعار حيث يقوم المستثمرين ببيع أسهمهم في شهر معين من السنة اي قبل نهاية العام وقبل ان يتحملوا الضرائب المفروضة على عوائد حصصهم.