

المحاضرة الرابعة عشر: كفاءة سوق الأوراق المالية

1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

الكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية. وعادة ما نجد أن مفهوم الكفاءة مرتبط بمفهوم الفعالية، فالفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة تهتم بالكيفية التي يمكن بها بلوغ هذه النقطة. وفيما يخص كفاءة سوق الأوراق المالية، فيتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية في السوق وعلى وجه السرعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير نظرتهم عن الشركة المصدرة لها، حيث تتجه أسعار هذه الأوراق إلى الارتفاع أو الانخفاض تبعاً لطبيعة الأنباء الواردة، وفي السوق الكفاء يعكس سعر الورقة المعلومات المتاحة عنها، سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، أو معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية لأداء 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 أن تتطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً.⁽⁷⁸⁾ أو بعبارة أخرى تتحقق كفاءة السوق عندما تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاك السهم والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار - يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر - تساوي القيمة السوقية للسهم يوم شراؤه.⁽⁷⁹⁾

2. الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

السوق الكفاء هي السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، بما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر كرد فعل لما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. وهذا

⁽⁷⁸⁾ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، مرجع سبق ذكره: ص 32.

⁽⁷⁹⁾ - محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره: ص 31.

المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة الكاملة *Perfectly Efficient Market* التي تفترض شروط الكمال في السوق وهي: (80)

- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في نفس اللحظة، وبدون تكلفة، وبالتالي تكون توقعات المستثمرين متماثلة.

- أنه لا توجد قيود على التعامل، فلا توجد تكاليف للمعاملات ولا ضرائب، كما يمكن للمستثمر الشراء والبيع بكل حرية لأي كمية يرغب فيها، مع عدم وجود قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق.

- وجود عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات بعضهم لا تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن الأسعار المعلنة قضية مسلم بها.

- أن المستثمرين يتصفون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استثمار ثروتهم.

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق *Economically Efficient Market* يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، ويعني هذا أن القيم السوقية قد تكون أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت، غير أنه يعتقد بسبب وجود تكلفة للمعاملات والضرائب وغيرها، لن يكون هناك فارق كبير بين سعر السهم وقيمه الحقيقية إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل. (81)

3. متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

يتضح من مفهوم الكفاءة الاقتصادية وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، ولكن السوق الكفاء هو الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، مما يعني أن للسوق دورين: دور مباشر، حيث عندما يشتري المستثمرون أسهم شركة ما، فإنهم يشترون عوائد

(80) - منير إبراهيم هندي، *أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية*، مرجع سبق ذكره: ص 400.

(81) - محمد الصيرفي، *البورصات*، مرجع سبق ذكره: ص 33.

مستقبلية مما يمكن الشركة من بيع الأسهم الجديدة بسعر مناسب، وبالتالي زيادة حصة الأسهم وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية. ودور غير مباشر، فأقبال المستثمرين على شراء أسهم الشركة، بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يمكن الشركة من الحصول على مزيد من الأموال بتكلفة منخفضة. ولكي يتحقق هدف سوق رأس المال والمتمثل في التخصيص الكفاء للموارد، ينبغي توافر شرطين هما⁽⁸²⁾ كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

1.3 كفاءة التسعير:

يقصد بكفاءة التسعير Price Efficiency أو الكفاءة الخارجية، سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. وبهذا يصبح التعامل في السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، ويصعب معها تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

2.3 كفاءة التشغيل:

يقصد بكفاءة التشغيل Operational Efficiency أو الكفاءة الداخلية، قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق هامش ربح كبير. وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل جهد للحصول على معلومات جديدة وتحليلها، مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية، وإذا كانت تكلفة المعاملات مرتفعة، فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً، ولا يكفي لتغطية تلك

(82) - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 191.

التكاليف، وبالتالي لا يكون هناك سعي للبحث عنها. وتكون الأسعار السوقية غير معبرة عن القيمة الحقيقية لتلك الأوراق، وبالتالي يكون السوق بعيدا عن الكفاءة المنشودة. وتوفر الخاصيتين السابقتين لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط⁽⁸³⁾:

- أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، وهذا يعني توفر عدد كبير من الباعة والمشتريين، تتوفر لهم حرية الدخول والخروج وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
- أن يوفر هذا السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه، ويتوافر هذا الشرط تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت والسرعة المناسبين.
- أن يتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة، توفر للمتعاملين فيه معلومات تتخذ شكل مؤشرات متعددة، تقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن سوق الأوراق المالية.
- توفر عنصر الشفافية، ويقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات، متاحة لجميع المتعاملين فيه بشكل متساوي، ويحد من احتكار المعلومات.
- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، وذلك بالإضافة إلى توفر مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق، ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
- أن يكون السوق المالي والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية، يشترط أن تكون محايدة ومكونة من أفراد ذوي خبرة.

⁽⁸³⁾ - محمد مطر، إدارة المشروعات، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 1999، ص 141.