

# التحليل المالي (نظرة محاسبية) د. محمد السهلي

## الفصل الثاني

### كفاءة السوق

إعداد:

أ. نورة الماضي

أ. ايمان العقيل

## مقدمة:

اهتم العديد من الباحثين والمؤلفين بكفاءة السوق في تعديل أسعار الأسهم بصورة سريعة تبعاً لوصول معلومات جديدة تؤثر في أسعار أسهم الشركات المتداولة. على الجانب الآخر قام بعض الباحثين بدراسات حول ظاهرة التسعير الخاطئ Mispricing للأوراق المالية في أسواق المال، الأمر الذي يعني عدم كفاءة السوق في استيعاب المعلومات وتعديل أسعار الأسهم تبعاً لها.

## محتوى الفصل :

١. مفهوم كفاءة السوق.
٢. كفاءة السوق والمعلومات.
٣. سلوك المستثمرين.
٤. اختبارات الكفاءة.

## ١- مفهوم كفاءة السوق :

- من أهم المفاهيم التي تمخضت عنها الدراسات المالية والمحاسبية في الخمسينيات دراسة Fama في بحثه عن كفاءة السوق.
- **كفاءة السوق** تعني أن سعر الورقة المالية المتداولة في تلك السوق في تاريخ معين يعكس المعلومات المتاحة عن تلك الورقة حتى هذا التاريخ، وأن أية معلومات جديدة عن هذه الورقة سوف تنعكس بصورة فورية على السعر بعد إتاحة هذه المعلومات الى المتعاملين في السوق المباشرة.

ويوضح باحثوا المحاسبة المالية أن الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل اسعار الاسهم صعوداً أو هبوطاً تعني ثلاثة أمور في غاية الأهمية :

الأمر الأول: أنه في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفقاً للمعلومات المتاحة عن تلك الورقة.

← أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين هي دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.

الأمر الثاني: المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي ليس لها تأثير حالي على سعر الورقة المالية.

← لكن قد يكون وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى كافة المتعاملين وبين استلام المتعاملين للمعلومات وتحليلها والاستجابة لها يمثل قيداً على كفاءة السوق، ولا يعني هذا مطلقاً ان السوق عديم الكفاءة.

الأمر الثالث: أن المعلومات تصل إلى كافة المتعاملين في وقت واحد وأن قدرتهم على التحليل متقاربة الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية بناء على معلومات خاصة.

← تجدر الإشارة هنا إلى القول بأن المعلومات الخاصة تأخذ إحدى الصورتين التاليتين:

١. الحصول على المعلومات قبل باقي المتعاملين.
٢. أو فهم الأثر الحقيقي للمعلومات أكثر من الآخرين.

## ١-١ الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية:

### أ/ الكفاءة الكاملة:

- الكفاءة الكاملة تعني ← عدم وجود فاصل زمني بين استلام المعلومات وتحليلها والإستجابة لها بما يضمن تغير فوري في سعر الورقة المالية.
- يحدد الباحثون أربعة شروط يجب توافرها لتحقيق الكفاءة الكاملة للسوق:
    - ١- إن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة دون تكاليف، يجب أن تكون استنتاجات وتوقعات المتعاملين حول القيمة الحقيقية للورقة المالية متماثلة.
    - وصول المعلومات دون تكلفة في وقت واحد ← دور هيئات رقابة السوق.
    - شروط عدم تحمل تكاليف لتحليل أثر تلك المعلومات ← غير قابل للسيطرة.

٢- لا توجد أية قيود على التعامل.

قيود التعامل التي تحد من الكفاءة الكاملة للسوق:

- تكاليف المعاملات.

- الضرائب.

- قيود الكمية المتداولة.

٣- هناك عدداً كبيراً من المتعاملين في السوق مما يحول دون سيطرة أي منهم أو أي تحالف بين عدد منهم على أسعار الاسهم بالشكل الذي يسمح بتحريك سعر السهم بصورة غير منطقية تتيح له أو لتحالف المتعاملين تحقيق مكاسب غير عادية سريعة على حساب غيرهم.

٤- السلوك الاقتصادي الرشيد للمتعاملين، وهذا الشرط يعني أن كل من يتعامل في سوق الاسهم يهدف الى تعظيم مصالحه الاقتصادية المتمثلة في تحقيق اقصى ارباح ممكنة من جراء المعاملات المالية التي يقوم بها  
← هذا الشرط امر بديهياً لا يحتاج الى اثبات.



## ب/ الكفاءة الإقتصادية:

الكفاءة الإقتصادية تعني ← إمكانية وجود فاصل زمني معين بعد وصول المعلومات الجديدة إلى السوق إلى أن يستجيب السوق لهذه المعلومات ويعكس مضمونها في الأسعار الحالية.

■ عدم تحقق شروط الكفاءة الكاملة جعل الباحثون يقبلون فكرة الكفاءة الإقتصادية.

■ شروط تحقق الكفاءة الإقتصادية:

١- أن السوق يتضمن عدداً كبيراً من المتعاملين المستقلين، يسعى كل منهم إلى تحقيق أقصى ربح ممكن.

← شرط الاستقلال يعني عدم وجود تحالفات صريحة أو ضمنية بين المتعاملين لتبني سلوك معين حيال المعلومات الجديدة.

٢- إن المعلومات الجديدة تأتي للسوق أو تصل للمتعاملين بشكل أو بصورة عشوائية:

مفهوم العشوائية : يعني أن المعلومات تصل للمتعاملين بصورة عشوائية من حيث عدد مستلمي المعلومات ومن حيث توقيت استلامها.

← من حيث عدد مستلمي المعلومات : ليس شرطاً أن تصل تلك المعلومات لكافة المتعاملين إنما يكفي بأن تصل إلى متعاملين غير معروفين مسبقاً إذا لم يطلع عليها كافة المتعاملين.

← من حيث عشوائية الوقت: عنصر المفاجأة في نشر المعلومات حيث تاريخ وصولها للسوق غير معروف.

• شرط العشوائية هنا ينفي صفة التحيز.

٣- إن المستثمرين الساعين إلى تحقيق أقصى أرباح ممكنة يمكنهم تعديل الأسعار بسرعة وبصورة مستقلة وعشوائية.

← التعديل المستقل للأسعار: لا يتفق اثنين من المستثمرين أو أكثر على تعديل السعر في اتجاه معين.

← عشوائية تغير السعر: لا يستطيع أي متعامل أن يتوقع بدرجة كبيرة من التأكد على أن الحركة التالية للسعر هي انخفاض أو ارتفاع.

إذا فإن الكفاءة الاقتصادية تميل للواقعية أكثر من الكفاءة الكاملة حيث تتفق مع منطق التداول في كافة السوق ولكن العوامل الرئيسية التي تميز كفاءة سوق عن آخر يمكن تحديدها فيما يلي:

١- طول الفترة اللازمة لاستقرار السعر بعد نشر المعلومات، فكلما كانت تلك الفترة أقل كلما كانت الكفاءة الاقتصادية للسوق افضل من تلك السوق التي تحتاج لفترة أطول إلى أن يصل السعر إلى الاستقرار. ← وتجدر الإشارة هنا إلى ان وضع حدود للتحرك أعلى أو أسفل سعر الفتح كوضع نسبة ٥% مثلا للتقلب في اليوم الواحد تطيل هذه الفترة وتجعل سعر الورقة المالية يسير في عدد كبير من دورات الصعود والهبوط الأمر الذي يؤخر عملية استقرار السعر عند المستوى الحقيقي.

٢- درجة التقلب حول القيمة الحقيقية (أو بديلاً عنها متوسط السعر خلال فترة التقلب التي تعقب نقل المعلومات).

← وتقاس درجة التقلب عادة بالانحراف المعياري للأسعار بعد فترة نشر المعلومات.

فإذا كان الانحراف المعياري مرتفع نسبياً فإن درجة التقلب صعوداً وهبوطاً تكون عالية الأمر الذي يسمح بمضاربات يومية يستفيد منها محترفو التداول ويكون السوق في هذه الحالة أقل كفاءة اقتصادية.

## ٢-١ كفاءة السوق ومفهوم العشوائية:

- من المفاهيم التي سادت البحوث المالية والمحاسبية القائمة على اساس كفاءة السوق مفهوم العشوائية أو ما يعرف بالسير العشوائي.
- السير العشوائي: يعني عدم التأكد أو عدم التحيز بالنسبة لحركة الأسعار أو بالنسبة لنشر أخبار السوق.

## الافتراضيات العشوائية لمالكيل (malkiel 1996):

- ١- أن السير العشوائي يعني أن سلسلة اسعار ورقة مالية معينة تعد سلسلة عشوائية بمعنى ان السعر التالي ينتج عنه انحراف عشوائي عن السعر الحالي . (لا يمكن التوقع بأن يكون الإنحراف الذي يحدثه السعر الجديد هو انحراف موجب أو انحراف سالب)
  - ٢- أن منطق السير العشوائي للأسعار يعتمد على منطق عشوائية الاخبار التي تصل الى السوق عن ورقة معينة.
- ← لا أحد يعلم متى وماذا تحتوي المعلومات الجديدة من اخبار.
- قاعدة السير العشوائي في تفسير تغيرات اسعار الاسهم قد ساد استخدامها في الدراسات المحاسبية خلال الاربعين سنة الماضية وفي دراسة (ball & brown 1968) المشهورة تم وصف سلوك الارباح المحاسبية للشركات المقيدة اسهمها في سوق المال بأنها تتبع السير العشوائي.

## ٢ - كفاءة السوق والمعلومات :

تلعب المعلومات الدور الاساس في صناعة أي سوق مالي فالسوق هو بمثابة مكان لتداول سلعة معينة هي الاوراق المالية، ولا يملك المتعاملون أي شيء آخر سوى المعلومات لتقويم جودة هذه السلعة وتحديد عروض الاسعار التي تتداول بناء عليها تلك الاوراق.



## ١-٢ أنواع المعلومات :

يفرق الباحثون بين ثلاثة انواع من المعلومات وفقاً لتأثيرها على أداء السوق وتشمل الأنواع الثلاثة مايلي:

### ١- معلومات التداول في السوق، تشمل بصفة رئيسية:

- أسعار التداول.
- وتغيرات الأسعار اليومية.
- أحجم التداول.
- وعدد العمليات.
- مؤشر أو مؤشرات السوق.
- بعض النشرات السوقية تنشر معلومات اضافية مثل نسب تعاملات الأفراد والمؤسسات، ونسب تعاملات المستثمرين الأجانب.

٢- المعلومات العامة: تشمل جميع المعلومات الاقتصادية والسياسية والمعلومات المالية الخاصة بالشركة وكذلك المعلومات المتعلقة بقطاع معين. مثل حجم الطلب على الإسمنت.

• المعلومات المالية الخاصة بالشركات عادة يكون مصدرها القوائم المالية.

٣- المعلومات الخاصة: وتشمل كل المعلومات الداخلية عن الشركة التي لا تتاح لكافة المتعاملين ولا يصل اليها الا اصحاب الارتباط مثل:

• المعلومات الداخلية عن تكاليف الانتاج.

• القرارات الادارية الداخلية.

• خطط الادارة.

• البحث والتطوير.

• أي معلومة لم يعلن عنها ذات تأثير على سعر سهم الشركة.

## ٢-٢ اشكال كفاءة السوق:

- درجة الكفاءة: تعني درجة استجابة السوق لحد معين من المعلومات.
- افادة السوق من المعلومات هي افادة مرحلية تراكيمة.
- ← مرحلية أي تصل لدرجة متقدمة للاستفادة من المعلومات على مراحل.

### ١/ السوق ضعيف الكفاءة:

الاسعار السائدة في السوق تعكس المعلومات السوقية المتاحة عن سوق الاسهم بما في ذلك التتابع التاريخي للاسعار وتغيرات الاسعار وغيرها من المعلومات السوقية (معلومات السوق فقط).

## يعتمد اختبار السوق على مجموعتين من الاختبارات:

**المجموعة الأولى:** تشمل الاختبارات الاحصائية لاستقلال تغيرات الاسعار:

أ- اختبار الارتباط الذاتي: يستخدم لاختبار وجود ارتباط معنوي بين تغير السعر حالياً او تغير السعر في الفترة او الفترات السابقة سواءاً كان هذا الارتباط سالباً او موجباً.

ب- اختبار الدورات: يختبر وجود سلسلة تغيرات موجبة واخرى سالبة في السلسلة الزمنية لاستكشاف دورات التغير، ويعبر عن طول الدورة بالفترة التي يظل فيها السعر في اتجاه معين (صعوداً او هبوطاً).

**المجموعة الثانية:** اختبارات قواعد التداول: وتعتمد على اسلوب المحاكاة في اشتقاق قواعد معينة للتداول مستقاة من الخبرات السابقة واستخدامها بوصفها انماطاً او نماذج وصفية للتداول.

## ٢ / الشكل شبه القوي :

- يعد أكثر تقدماً وعمقاً حيث أن الأسعار تعكس كافة المعلومات العامة المتاحة عن الأوراق المالية بالإضافة للمعلومات السوقية.
- يعد أكثر قبولاً من الشكل الضعيف والشكل القوي.
- طور Fama نموذج لاختبار السوق مفترضاً أن أي سوق يميل إلى الشكل شبه القوي من حيث الكفاءة أكثر من ميله إلى الشكل الضعيف أو الشكل القوي، ويعتمد نموذج Fama على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، الذي يستمد جذوره بدوره من فرضية مؤداها، أن المستثمر يبحث عن الفرص الاستثمارية التي تحقق له عوائد تتناسب مع المخاطر الملازمة للأوراق المالية المحققة لتلك العوائد.

## فكرة نموذج السوق:

$$R_{it} = A_i + B_i R_{mt} + E$$

**R<sub>it</sub>** : العائد على الورقة المالية (i) خلال الفترة (t)

**A<sub>i</sub>** : الجزء الثابت من عائد نفس الورقة

**B<sub>i</sub>** : معامل انحدار الورقة المالي على عائد السوق

**R<sub>mt</sub>** : العائد على السوق ككل (m) خلال افترة (t)

**E** : بواقي الانحدار، وتمثل الجزء الغير المتوقع من العائد عن الفترة

- الفرق بين تحرك السوق ككل (معلومات السوق) وتحرك سعر الورقة المالية تبعا للمعلومة المنشورة (معلومات عامة) هو العائد غير العادي.
- استخدام هذا النموذج بشكل موسع في الدراسات المحاسبية لاختبار أثر المعلومات المحاسبية المنشورة في تاريخ محدد على سعر الورقة المالية.

## دراسات السوق شبه القوي المعتمدة على نموذج السوق تنقسم على مجموعتين من الدراسات:

المجموعة الأولى: دراسات الملائمة: وهي الدراسات التي تتوقع بالعوائد أو الأسعار المستقبلية من خلال المعلومات العامة المنشورة، وتعتمد الدراسات على أسلوب السلاسل الزمنية، ويعتمد بعضها الآخر على التحليل القطاعي.

المجموعة الثانية: دراسات الحدث: وتختبر العائد غير العادي المحقق تبعاً لحدث معين، والحدث هنا هو نشر المعلومات العامة.

### ٣ / الشكل القوي:

أسعار الاسهم تعكس بصورة شبه تامة كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية سواء معلومات عن السوق أو معلومات عامة عن الشركة أو معلومات خاصة عنها.

المعلومات الخاصة ← تكون لكافة المتعاملين او قطاع عريض منهم القدرة على الوصول الى المعلومات الخاصة وهذه المعلومات ليست حكراً على أحد ولا تحقق لهم عوائد غير عادية بصفة دائمة.



## ■ الدراسات التي اختبرت فرضية الشكل القوي :

اختبارات المعلومات الداخلية : المعلومات التي تتاح عن الشركة لمجموعة محدودة من المستثمرين دون غيرهم.

## ■ وتتوقف هذه الحالة على ثلاثة عوامل رئيسية :

١. وجود مجموعات مميزة من المستثمرين لها صلة قوية بالشركة تستطيع من خلالها الوصول الى المعلومات غير العامة (لا يمكن السيطرة عليها).
٢. قدرة هذه المجموعة على التداول على الاوراق المالية دون ضوابط رقابية بها (يمكن السيطرة عليها).
٣. عدم وجود اجراءات عقابية في حالة تسريب المعلومات للآخرين او التلاعب بها (يمكن السيطرة عليها).

- وقد ركزت الدراسات المحاسبية في هذا الخصوص على ٤ مجموعات:
  ١. الاطراف الداخلية بالشركة، كالادارة والمراجع.
  ٢. اعضاء تنظيم السوق كالعاملين بهيئة السوق والوسطاء ووكلاء الحفظ والايذاع.
  ٣. مديرو المحافظ والمحللون الماليون.
  ٤. كبار حمة الاسهم من الافراد والمؤسسات.

## ٣-٢ كفاءة السوق ككل وكفاءة السوق بالنسبة لورقة مالية معينة :

- القبول بمنطق الكفاءة الاقتصادية على حساب الكفاءة الكاملة للسوق يجعلنا نسلم بإمكانية كفاءة السوق بوصفه كلا مع عدم كفاءته بالنسبة لورقة مالية معينة، أو كفاءته لعدد محدود من الأوراق المالية دون بقية الأوراق المتداولة.
- فالأساس في الكفاءة هو وجود عدد كبير من المتعاملين الساعين الى تحقيق أقصى أرباح ممكنة، لذا فإن هدف تحقيق الربح يدفع المتعاملين إلى:
  ١. تطوير قدراتهم على تحليل المعلومات وتعلم كيفية الافادة منها لتحديد وزنها الحقيقي في التأثير على سعر السهم.
  ٢. البحث المستمر عن المعلومات الجديدة سواء كانت تلك المعلومات جيدة أو سيئة، مع استعدادهم لتحمل تكاليف معينة للوصول إلى المعلومات.

هل يهتم كل المستثمرين بجميع الأوراق المالية المقيدة في السوق؟  
لا ، والأسباب:

١. المحفظة: فكل مستثمر في وقت معين أو خلال فترة معينة يهتم بعدد محدود من الأوراق المالية ويتابع أخبارها ويتخذ قرارات استثمارية متعلقة بها سواء بالبيع أو بالشراء أو بالاحتفاظ.
٢. القدرات التحليلية: ليس لدى المستثمر الطاقة أو القدرة التحليلية التي تلاحق أخبار كل الأوراق المالية الداخلة في المحفظة، كما لا يستطيع أن يقوم بتحليل كم كبير من المعلومات ترتبط بكل ورقة مالية. وينطبق الوضع نفسه على المتعاملين من المؤسسات وصناديق الاستثمار.
٣. اختلاف الافق الاستثماري بالنسبة للعائد والمخاطرة: ان المتعاملون يصنفون السوق الى قطاعات من حيث العائد والمخاطرة.

## □ علاقة حجم الشركة بكفاءة السوق :

- لا يمكن الاعتماد على مقياس واحد للحجم وللتفرقة بين الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة : حجم أصول الشركة، راس المال السوقي، حجم الإيرادات، عدد العمال، غيرها من المقاييس التي قدمتها الدراسات المحاسبية.
- الشركات الكبيرة لم تظهر بحجمها الحالي مباشرة وإنما الحجم الحالي هو دالة في أمرين:
  ١. راس المال عند التأسيس، الأمر الذي يرتبط بنشاط الشرطة وقابلية هذا النشاط للتجزئة.
  ٢. أداء الشركة بعد التأسيس (بعد التوسع) وقدرتها على النمو والتوسع خلال سنوات النشاط ويتحقق ذلك الفوائض التي تحجزها الشركة سنوياً من الأرباح وإعادة استثمارها غير أن هناك صفقات كبيرة تتم لتحقيق النمو والحجم الكبير بسرعة.

## لاحظ watts & Zimmerman أن الشركات الكبيرة تستحوذ على اهتمام السواد الأعظم.

- أن تزايد اهتمامات المتعاملين بشركة معينة يخلق نوعاً من الطلب على المعلومات هذه الشركة، ومن ثم فإن الشركات الكبيرة تكون دائماً تحت مراقبة السوق وتعاقب أكثر من غيرها في حالة نقص المعلومات المتاحة عنها.
- الإفصاح عن المعلومات في الشركات الكبيرة أكثر من غيرها من الشركات، فبالتالي الشركات الكبيرة أكثر شفافية من غيرها من الشركات الصغيرة.
- حاجة الشركات الكبيرة الدائمة الى التوسع تتطلب مزيداً من راس المال الذي تطلبه من السوق سواء عن طريق طرح اسهم جديدة او اصدار سندات، ولهذا فان الشركات الكبيرة دائماً ما تفصح عن المزيد من المعلومات للسوق للحصول على الاموال بتكلفة اقل.

- وفي كل الاحوال ان كفاءة السوق تقاس بعدد الاسهم الكبيرة النشطة ويحكم على كفاءة السوق من كفاءة تلك الاسهم حتى لو كان هناك عدد من الاسهم الاقل نشاطاً وحجماً التي لا يكون السهم كفاء بالنسبة لها.
- لا تتكون مؤشرات داو جونز أو ناسداك في الولايات المتحدة، ومؤشر فينانشال تايمز في انجلترا من كل الاوراق المالية المتداولة بالسوق وانما تضم مجموعة مختارة من أنشطة الاوراق المالية.

## ٣- سلوك المستثمرين:

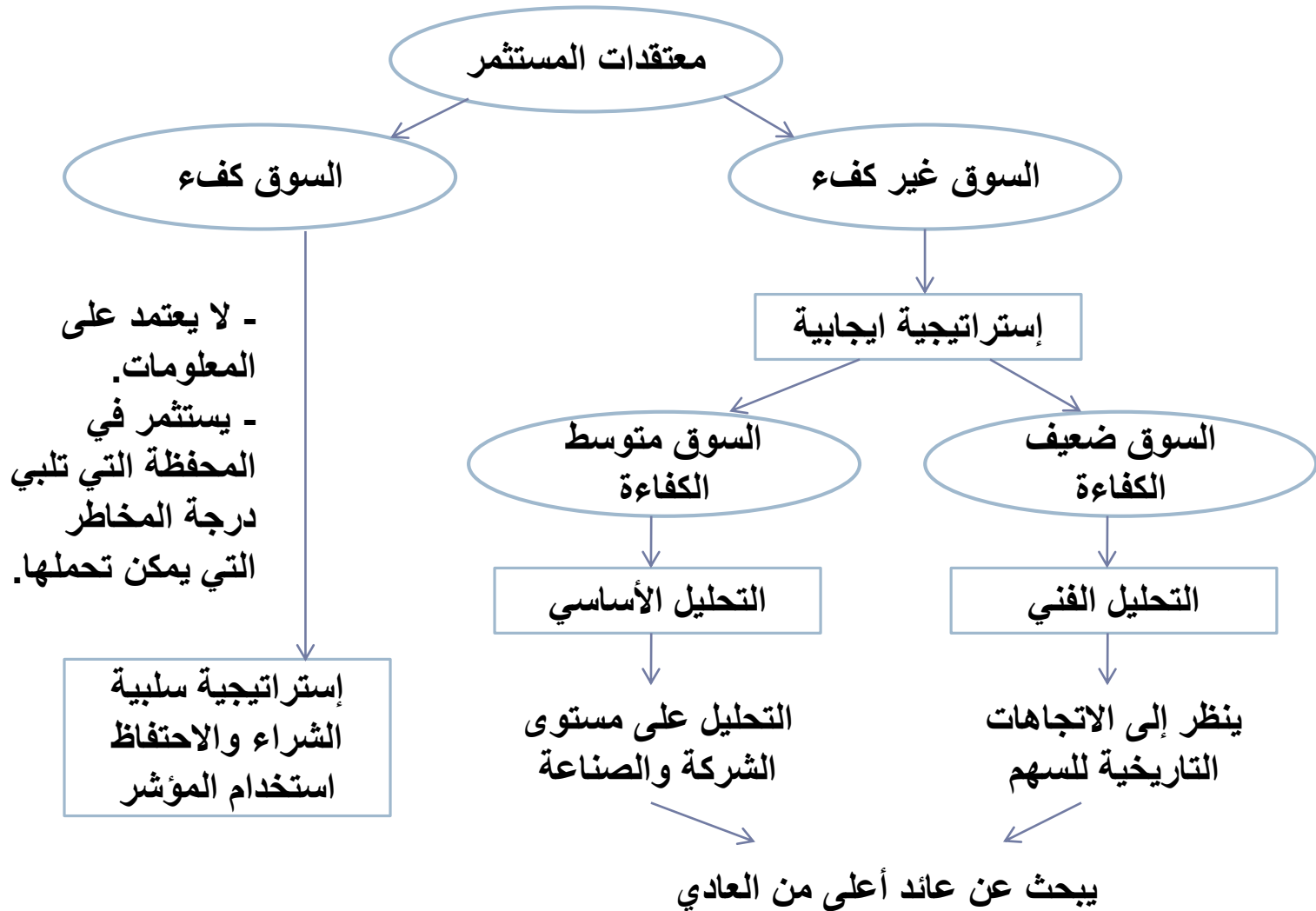
- هناك تأثير للجوانب السيكولوجية على افعال الفرد سواء كان مستثمر أو محلل أو مدير محفظة.
- اهتمت الدراسات المالية والمحاسبية بهذا الجانب من خلال محاولة فهم الكيفية التي تؤثر بها القرارات السيكولوجية على السوق.



## ٣-١ سلوك المستثمرين تجاه المعلومات :

- ظهر في الدراسات المالية ما يعرف بالسلوكيات المالية : تشرح عدم كفاءة الاسعار من خلال علم النفس وتبرهن هذه الدراسات ان الاشخاص غالباً ما يتخذون قرارات غير صحيحة نتيجة للتصرف بطريقة انفعالية.
- فعندما يفسر اغلب الناس المعلومات بنفس الطريقة الخاطئة فان الاسعار سوف تعكس تلك المعتقدات الخاطئة، وعندئذ ينتج ما يعرف بالتسعير الخاطئ حيث يمكن لأي شخص لديه معرفة بمفهوم التسعير الخاطئ أن يتعرف عليه.

## ٢-٣ معتقدات المستثمرين عن كفاءة السوق :



## ٤- اختبارات الكفاءة:

- الأبحاث التي تدرس كفاءة السوق تعتمد على اختبارات **cross-sectional**
- يدخل في هذه الاختبارات اسهم كثيرة بدلاً من سهم واحد.
  - تركز على فرض الكفاءة الضعيفة والكفاءة المتوسطة للسوق.
  - تختبر مدى وجود التسعير الخاطئ بصفة عامة لعدة منشآت.