

دور المعلومة في دعم و تعزيز كفاءة السوق المالي

بداوي مصطفى - جامعة البليدة 2

ملخص:

تعتبر المعلومة أحد أهم أركان السوق المالي، فعدم وجودها بشكل كلي أو جزئي أو وجودها و انحصارها في فئة معينة دون باقي المتدخلين قد يحدث اختلالات عميقة في السوق و تشوهات سعرية كبيرة مما ينتج عنه تحقيق أرباح أو خسائر غير عادية أو ما يسمى بالربح الأكبر أو الخاسر الأكبر في السوق أي حدوث فوارق كبيرة بين الأسعار السوقية و الأسعار الحقيقية و هو ما يتعارض مع المفهوم الحقيقي للسوق الكفاء الذي يتمتع بقدر عال من المرونة اتجاه الأسعار، ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، والذي يؤدي في نهاية المطاف إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والحقيقية للورقة المالية.

الكلمات المفتاحية: المعلومة، السوق المالي، كفاءة السوق المالي.

مقدمة:

إن التطورات الكبيرة و المتسارعة التي تشهدها مختلف الأسواق المالية في جميع أنحاء العالم جعلت منها وجهة رئيسية للعديد من المستثمرين (الصغار و الكبار) ، و سعيهم لتعظيم إيراداتهم من خلال تحديد اختياراتهم الاستثمارية و اختيار التوقيت الملائم لتنفيذ صفقاتهم بناء على مختلف المعلومات الواردة و المتدفقة للسوق بشكل مستمر، مما يجعل السوق يتفاعل بشكل ايجابي مع مختلف المعلومات و الأخبار اليومية و العاجلة و المفاجئة مهما كان مصدرها .

ومن هذا المنطلق تتضح أهمية المعلومات المتدفقة إلى السوق بشكل مستمر إلى جميع المتدخلين في نفس التوقيت و في وقتها المناسب مما يضع حدا للإشاعات التي تنشأ نتيجة زيادة الفجوة المعلوماتية في السوق ، الأمر الذي يترك تأثيره على الأسعار بشكل مستمر و عقلائي مما يتناسب مع مختلف التغيرات التي تشهدها الشركة ، أي تقليل الفارق بين القيمة الحقيقية و القيمة السوقية للأسهم و التوجه بالسوق إلى ما يسمى بالسوق الكفاء الذي لا يوجد فيه لا ربح أكبر و لا خاسر أكبر، أي تحقيق عوائد عادلة ترضي جميع المتدخلين بنسب متقاربة .

و لقد أثارت فكرة كفاءة السوق المالي خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأت للسوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيحدد سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة بشكل مستمر، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات أي مرونة السوق المالي اتجاه مختلف المعلومات المتدفقة إلى السوق و الذي يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، والذي يؤدي في نهاية المطاف إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والحقيقية للورقة المالية أي اتصاف السوق في هذه الحالة بالكفاءة الكاملة أو الكفاءة الاقتصادية.

أولاً: ماهية المعلومات

تمثل المعلومات دوراً مهماً وأساسياً في أي سوق مالي، فالأوراق المالية تمثل السلعة الأساسية محل التداول في الأسواق المالية و يستخدم المتعاملون المعلومات فقط لتحديد جودة هذه السلعة وتحديد عروض الأسعار التي تتداول بناء عليها تلك الأوراق. ويمكن تعريف المعلومة على أنها: عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات، زيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد. إذن المعلومة هي كل خبر مهم. والخبر المهم في سوق رأس المال هو الذي يؤثر في قرارات المستثمرين سواء كان بيع شراء أو تأجيل القرار.

1 - أنواع المعلومات:

هناك ثلاثة أنواع من المعلومات تؤثر على أداء السوق :

أ - معلومات التداول في السوق وتشمل : أسعار التداول ، و تغيرات الأسعار اليومية ، وأحجام التداول بالإضافة إلى مؤشرات السوق . و تنشر هذه المعلومات في نشرة السوق الدورية (اليومية أو الأسبوعية أو الشهرية) وتحتوي النشرات السوقية على معلومات إضافية عن نسب تعاملات الأفراد والمؤسسات و تعاملات المستثمرين الأجانب و غيرها من معلومات التداول.

ب المعلومات العامة: تشير المعلومات العامة إلى ما يتعلق بالاقتصاد الكلي الذي يتعدى مستوى الوحدات الإنتاجية والمنشآت، ويدخل ضمن ذلك المعلومات المتعلقة بالقطاعات المكونة لمجمل الاقتصاد. وتؤثر المعلومات الكلية كالتغيرات الحادثة في الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، ومعدل الإنفاق الحكومي عند نشرها غالباً على السوق المحلية وقد تمتد الآثار أحياناً إلى الأسواق العالمية.

ج المعلومات الخاصة: تشير المعلومات الخاصة إلى الأخبار ذات السمة والنطاق المحدد والمتعلقة بالتطورات الحادثة في الشركات المحلية، مثل إصدار الشركات ونشرها تقاريرها ربع السنوية، أو تقاريرها السنوية، أو أخبار صحفية مفصلة عنها. ورغم أن مثل هذه الأخبار يمكن أن تخلف آثاراً نسبية واسعة على الأسواق المالية؛ خصوصاً إذا كانت المعلومات تتعلق بشركة رائدة، إلا أن المعلومات الجزئية غالباً ما تقتصر آثارها على الشركة المستهدفة من تلك الأخبار، وربما تمتد إلى منافسيها الرئيسيين في القطاع.

2 - مصادر المعلومات و قنواتها

تأخذ المعلومات أشكالاً متعددة فقد تكون أرقاماً إحصائية، أو أشكالاً بيانية، أو في شكل تصريحات وتقارير إعلامية. و تختلف قنوات وصول المعلومة اختلافاً واضحاً، فقد تكون في شكل مواد مطبوعة، أو في شكل اسطوانات مسجلة، أو مبنوثة إعلامياً في الوسائل المسموعة والمرئية، أو متاحة على شبكة الإنترنت، كما قد يتم الحصول على المعلومات بشكل مجاني أو بمقابل مالي .

لسوء الحظ، لا يكفي المستثمر كي يكون مستثمراً ناجحاً توافر فرص الحصول على المعلومات الدقيقة في الوقت المناسب. فالخطوة الأهم تتركز في مدى صحة وموثوقية هذه المعلومات، ومدى قدرة المستثمر على دراستها وتفسيرها، وما تعني لمحفظة الاستثمارية، ثم ما الذي يجب عليه القيام به بعد توافر تلك المعلومات وتفسيرها، وهل يقوم بالشراء أو البيع أو لا يقوم بأي من ذلك. وعلى الرغم من أن تحقيق الأرباح غير مضمون إطلاقاً عندما يكون الأمر متعلقاً بالاستثمار، إلا أنه يمكن للمستثمر تطوير إستراتيجيته الاستثمارية بما يحقق أهدافه المالية إذا مارس اتخاذ قراراته الاستثمارية بناءً على مصادر موثوقة، وليس

بناءً على الشائعات أو الصدفة أو التكهّنات التي لا تمثل منهجاً يمكن الاعتماد عليه لتحقيق الأهداف.

3 للمعلومة والإشاعة في السوق المالي

على عكس المعلومة فإن الإشاعة أمر غير مرغوب فيه في السوق المالي، فوجود الإشاعة في السوق قد يخلط جميع التوازنات وإمكانية حدوث اختلالات سعرية كبيرة و لو كان ذلك خلال فترة وجيزة. و على العموم يمكن تعريف الإشاعة بأنها كل معلومة خاطئة مغالطة في السوق بهدف تحقيق أرباح غير عادية. و يمنع نظام السوق المالي أي شخص يقوم عمداً بشكل مباشر أو غير مباشر بنشر أي بيانات غير صحيحة حول شركة ما مما قد يؤثر بشكل إيجابي أو سلبي على سعر سهم هذه الشركة. فلو قام شخص ما بتسريب انتقادات صريحة لشركة ما، ولديه علم سابق أن أساس تلك الانتقادات غير صحيح، فهو بذلك يعد خارقاً للنظام لأن قيمة سعر سهم تلك الشركة قد ينخفض بسبب هذا السلوك غير السليم. وعلى غرار ذلك، فمن غير النظامي تكتم مسؤولي الشركات وعدم إدلائهم بمعلومات جوهرية حول شركاتهم مع علمهم بأهمية المعلومة على أمل إحداث تغيير ما في سعر أسهمها.

و يعتبر منع الشائعات من التأثير على السوق أمراً مهماً جداً و يتلخص ذلك في الأسباب الثلاثة التالية:

- أن الشائعات تؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادلة للمستفيدين من ترويجها.
- أن الشائعات تؤدي إلى خسائر غير عادلة للمتضررين الذين تعرضوا لخداع المروجين لتلك الشائعات من المتلاعبين في السوق.
- أن الشائعات يمكن أن تقود إلى المبالغة في أسعار شراء أو بيع الأسهم مما يؤثر على كامل السوق.

4 - عدم تماثل المعلومة في السوق المالي:

تكتسي المعلومات أهمية كبيرة في السوق المالي، فعدم تكافؤ المستثمرين أي المتعاملين في الحصول عليها من شأنه أن يؤثر على سير أداء السوق المالي الفعال وفي حالة عدم تكافؤ فرص حصول المتعاملين على المعلومات في السوق المالي تسمى هذه الحالة بعدم تماثل المعلومات، أي امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، مثلاً يحوز كبار موظفي المؤسسة على معلومات معينة يستطيعون حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي لحسابهم الخاص وذلك قبل نشرها في التقارير المالية.

و تتوقف كفاءة السوق المالي على كفاءة المعلومة المالية وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس العناصر الآتية:

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدراً كافياً من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

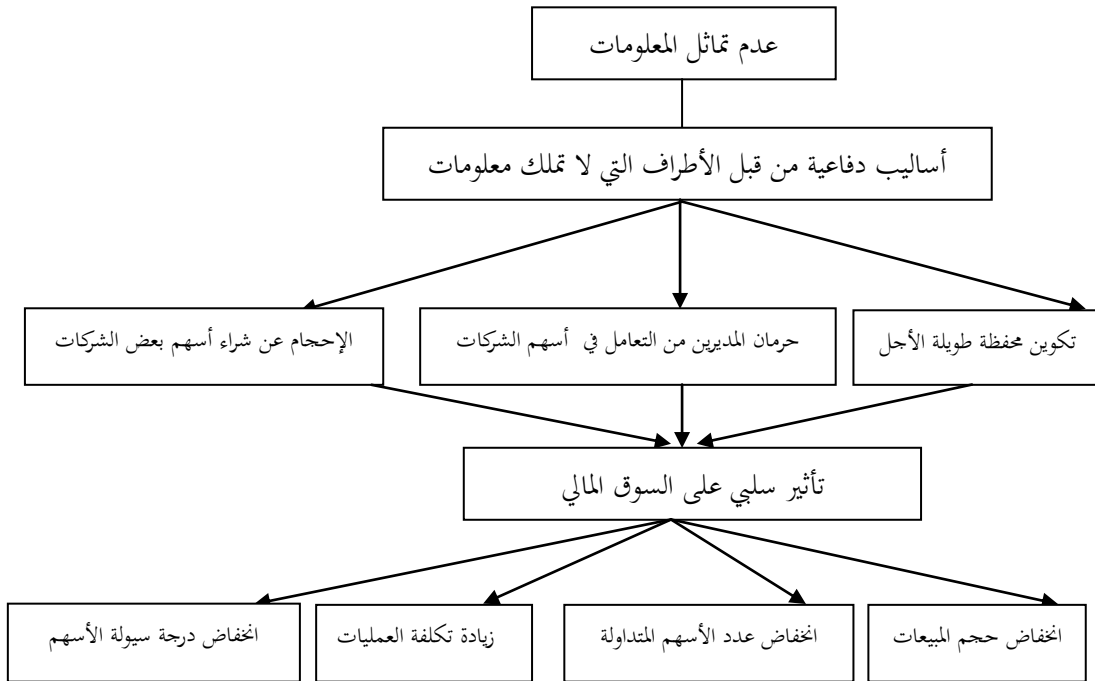
هناك طرفين تتعامل بالمعلومات وفقاً لمنطق الرشادة الاقتصادية عن طريق عرض أو طلب تلك المعلومات .

الطرف الأول : معدي ومنتجي المعلومات :ولديهم أربعة حالات ممكنة لعرضها:

- مراعاة الاستخدام الخاص بالمعلومات وإنتاج شيء ذو قيمة وبيعه في السوق.
- بيع المعلومات مباشرة للمستخدمين

- النشر المجاني للمعلومات لتشجيع شراء سلع أخرى
- التضليل والخداع في المعلومات.
- الطرف الثاني : مستخدمين المعلومات ولديهم أربعة حالات ممكنة لاستخدامها وهي:
- الحصول عن المعلومات بالطريقة المباشرة عن طريق السؤال والبحث
- شراء المعلومات من السوق مباشرة
- الحصول على المعلومات مجانيا
- تقييم المعلومات المتاحة.

شكل يوضح أثر عدم تماثل المعلومات على أداء السوق المالي



المصدر: كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة،
الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص.35

ثانيا: كفاءة السوق المالي

تلقي نظرية كفاءة السوق اهتماما كبيرا من قبل الباحثين في مجال الأسواق المالية، وقد اختلفت بشأنها وجهات نظرهم فمنهم من جعلها غير واقعية، أي أنه ليس بمقدور أي شخص استيعاب جميع البيانات، و المعلومات في السوق المالي و عكسها في الواقع الفعلي، و هناك من رآها تحقق الرأي الخاص بضرورة وجود عامل الإفصاح من خلال نشر القوائم المالية

في أوقاتها، و الكشف عن أية معلومات خفية قد تؤدي إلى خلق اهتزاز في أسعار الأسهم، و تحقيق أرباح غير عادية للأشخاص المطلعين عليها.

و في الواقع، أن مضمون هذه النظرية عميق فعلا و ذلك إذا ما أخذنا بعين الاعتبار دراسة سلوك المشاركين في السوق بيعا و شراء (و خاصة في أسواق الأسهم) حيث نلاحظ أن قيمة الأسهم المشتراة تكون أكبر من أسعارها في السوق، و في الوقت نفسه تكون قيمة الأسهم المباعة أقل من أسعارها في السوق، و لكن إذا كانت السوق التي تتداول فيها هذه الأسهم تتميز بالكفاءة بحيث تعكس كامل المعلومات، عندها فإن عملية بيع و شراء الأسهم في السوق تكون عبارة عن محاولة من المشاركين للتفوق على السوق بحيث تكون عملية تحقيق أرباح غير اعتيادية هي مسألة حظ أكثر من مسألة مهارة.

لقد تطورت نظرية السوق الكفاء منذ الدراسة الهامة التي قدمها العالم Eugene Fama الذي أتى بفكرة أن السوق التي يشارك فيها عدد كبير من المشاركين ذوي المعرفة و الذكاء فإن الأسهم سوف تسعر بشكل عادل بحيث تعكس كامل المعلومات المتاحة في السوق في تلك اللحظة.

أساس كفاءة السوق هو سرعة الاستجابة للمعلومات المنشورة عن الورقة المالية و عن السوق ككل، فعندما تنتشر معلومة فإن الأخبار الجيدة أو السيئة التي تحملها تلك المعلومة تنتشر بسرعة و تنعكس بصورة فورية في أسعار الورقة أو الأوراق المالية التي ترتبط بهذه المعلومة.

وتعني كفاءة السوق أن سعر الورقة المالية المتداولة في تلك السوق في تاريخ معين يعكس المعلومات المتاحة عن تلك الورقة حتى هذا التاريخ، وأن أي معلومات جديدة عن هذه الورقة ستنعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحة هذه المعلومات للمتعاملين في السوق، وهذا يعني أن أي معلومة جديدة سيتم تحليلها في ضوء القيمة الحالية للسعر و ينعكس أثرها على السعر في شكل تغيرات موجبة أو سالبة حسب أثر تلك المعلومة في القيمة الحقيقية للسهم. و يوضح باحثو المحاسبة و المالية أن الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا إنما تعني ثلاثة أمور في غاية الأهمية:

الأمر الأول: أنه في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة. أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين هي دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.

الأمر الثاني: أن المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي ليس لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية، فالأساس هنا أن تكون السوق قد تسلمت المعلومة واستوعبتها جيدا و تعاملت معها بإحداث تغيرات في سعر الورقة المالية بصورة فورية. ومع هذا فمن الممكن أن يكون نشر المعلومة قد تم قبل فترة وجيزة و تجاوزت السوق معها بصورة فورية ولكن لم تستوعب الأثر الحقيقي للمعلومة و من ثم تعاود السوق تعديل الأسعار فيما بعد وربما يستمر ذلك لفترة معينة. و ترجع هذه المشكلة إلى إفراط المتعاملين في الاعتماد على معلومات معينة أكثر من أثرها الحقيقي في سعر الورقة المالية.

الأمر الثالث: أن المعلومات تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد وأن قدراتهم على التحليل متقاربة الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية بناء على معلومات خاصة. وهنا فإن من الضروري التأكيد أن المعلومات الخاصة تأخذ إحدى الصورتين التاليين: الحصول على المعلومات قبل باقي المتعاملين، أو فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين.

أما فيما يتعلق بالعوائد غير العادية فهي تلك العوائد التي يحققها البعض على حساب البعض الآخر، أي أن ما يحققه متعامل معين يكون على حساب متعامل آخر وذلك بسبب المعلومات الخاصة التي تتوافر للمتعامل الأول ولم تتوافر للمتعامل الثاني.

أ - الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية:

تتأثر كفاءة السوق المالي بسرعة وصول المعلومات إلى المستثمرين، وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

1- الكفاءة الكاملة للسوق: يمكن القول بأن السوق كفء في حالة عدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق و اتخاذ القرارات الاستثمارية بشأن سعر السهم، و بذلك يتغير صعودا أو هبوطا اعتمادا على ما إذا كانت نتائج تحليل هذه المعلومات سارة أم لا.

1-1 مقومات الكفاءة الكاملة للسوق:

لكي يتصف سوق معين بالكفاءة الكاملة فإنه ينبغي أن يتوافر فيه الخصائص التالية:

* توافر المعلومات : بمعنى أن يتمكن كافة المتعاملين في السوق من الحصول على المعلومات والبيانات حول كميات و أسعار عمليات البيع و الشراء السابقة في الوقت المطلوب وبدقة كبيرة.

* توافر السيولة : بمعنى توافر المقدرة على بيع و شراء الأسهم بسرعة وسهولة في السوق بسعر محدد و معروف، بما يضمن عدم حصول تغييرات كبيرة و مفاجئة في سعر السهم بين عملية وأخرى ، باستثناء تلك العمليات التي تحدث بناء على توافر معلومات جديدة هامة ورئيسية.

* عمق السوق :بمعنى وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين والراغبين في القيام بالبيع والشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار الجارية في السوق.

* انخفاض تكلفة إجراء المعاملات في السوق :كلما كانت تكلفة التعامل منخفضة كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس هذه التكلفة بناء على نسبتها إلى قيمة المعاملة نفسها، وهو ما يعرف بالكفاءة الداخلية للسوق.

* اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

* تفضيل المتعاملين في السوق لأن تتعدل الأسعار بسرعة بناء على المعلومات الخارجية الجديدة.

1-2 معوقات الكفاءة الكاملة للسوق: إن اجتماع الشروط سابقة الذكر كاملة في سوق واحد مما يحقق الكفاءة الكاملة في السوق يكاد يكون مستحيلا و ذلك للأسباب التالية:

-أن حصول المستثمرين على المعلومات و تحليلها من طرف المكاتب المختصة لا يكون دون تكلفة، فتجميع المعلومات و تحليلها ثم نشرها يعتبر خدمة يقدمها المكتب الاستثماري وهي ليست دون مقابل؛

-يحظى بعض المستثمرين بميزة تمكنهم من تحقيق سبق في الحصول على المعلومة و ذلك بسبب قربهم من المديرين و كبار العاملين بالشركات المسعرة في البورصة؛
-في الواقع أن التعاملات في أكبر البورصات العالمية محصورة في يد مجموعة صغيرة من المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار وأن صفقاتها ضخمة إلى الحد الذي تتأثر به أسعار الأسهم في البورصة و بذلك فشرط تعدد المستثمرين وعدم قدرتهم على التأثير في الأسعار ليس واقعيًا؛

-توجد تكاليف و عمولات و ضرائب على التعاملات داخل البورصة و عليه فالكفاءة التامة للسوق المالي لا يمكن أن تتحقق.

2- الكفاءة الاقتصادية:

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق و حتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت على الأقل

ب - صيغ الكفاءة:

هناك ثلاث صيغ رئيسية لكفاءة السوق المالي نلخصها كما يلي:

1 :فرضية السوق الضعيف

تقوم هذه الفرضية على استحالة التنبؤ بسعر الورقة المالية اعتمادًا على المعلومات المتاحة في الماضي، حيث تقوم هذه الفرضية على أن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم كالأسعار و حجم التعاملات السابقة، ويرتبط ذلك بقواعد التحليل الفني كوسيلة للحكم على كفاءة و تطور السوق. وفي ضوء هذه الفرضية فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار أي سهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح، ذلك لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلًا عشوائيًا يرتبط بورود معلومات جديدة، وليس بوجود معلومات تاريخية، ولأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية، فإنه لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أي أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار. وتكون الوسيلة الوحيدة لتحقيق أرباح غير عادية هي الوصول إلى معلومات عامة أو معلومات خاصة من داخل الشركة. وفي ظل ذلك تكون الاختلافات بين السعر السوقي للسهم وقيمه الحقيقية واسعة

2 :فرضية السوق شبه القوي

تفترض هذه الفرضية أن أسعار الأسهم السائدة في السوق تعكس المعلومات التاريخية والمعلومات الأخرى المتوفرة لعامة الناس أي المعلومات المنشورة ، و تتمثل المعلومات المتاحة للجمهور بالآتي :

- الأحداث الاقتصادية والسياسية على المستوى العالمي.
 - الظروف الاقتصادية والسياسات الاقتصادية على الصعيد الوطني.
 - ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة.
 - ظروف الشركة الداخلية.
 - التقارير والقوائم المالية الخاصة بالشركة، والتحليلات والتفسيرات الخاصة بهذه القوائم.
- وفي ظل هذه الفرضية يتوقع أن تستجيب أسعار السهم لما يتاح من هذه المعلومات، غير أن الاستجابة قد لا تكون صحيحة في بداية الأمر لأنها قد تكون مبنية على رؤية أولية لهذه المعلومات، غير أنه بمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس

أثره على أسعار الأسهم. وفي حدود ذلك المستوى من المعلومات، لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية، ذلك أن الوقت المتاح للمستثمر لتحليل المعلومات بهدف الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم قد لا يكون كافياً، إذ قد تتدفق معلومات أخرى جديدة تحدث تغييراً على سعر السهم قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليله للمعلومات التي وصلت له من قبل.

3: فرضية السوق القوي

تشير هذه الفرضية إلى أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات التاريخية والعامة وكذلك المعلومات الخاصة المتاحة لمساهمي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها. وفي ظل هذه الفرضية يستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمر آخر. وفي واقع الحال فإن هذه النظرية قد لا تكون موجودة في الحياة العملية، فالكثير من الدراسات التي أجريت لاختبار مدى وجود هذه النظرية في الحياة العملية كانت تركز على فئة متخذي القرار في الشركات وعلى مدى تمكنهم من تحقيق أرباح تفوق ما يحققها غيرهم من المستثمرين العاديين بسبب معرفتهم للمعلومات الخاصة، وكانت نتائج هذه الدراسات في معظم الأحيان تؤكد حصولهم على مثل هذه الأرباح. وبناء عليه وضعت الأسواق المالية تعليمات تستطيع بموجبها إدارة السوق أن تلغي أي صفقة تتم لمصلحة متخذ القرار في نفس الشركة إذا ثبت أنه قد استغل معرفته بمعلومات خاصة عن تلك الشركة ويتم ذلك سعياً من إدارة السوق لرفع مستوى كفاءة السوق.

ج- قياس فرضية السوق الكفاء:

لقد اعتمدت الدراسات الأولية التي تناولت كفاءة السوق المالي على التحليل التطبيقي دون الاستناد إلى جانب نظري وهو ما جعل FAMA يقوم بصياغة فرضية السوق الكفاء في إطار نموذج المباراة أو اللعبة العادلة والذي ينص على أن سعر التداول في السوق يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية التي تتماشى مع مستوى مخاطر الاستثمار فيها.

وتعتمد سعر الورقة المالية وفقاً لهذه الصيغة على كل المعلومات المتاحة عن النقطة الزمنية (+) ويتغير السعر عند وصول معلومة جديدة بين النقطتين (+)، (+1) ليصل السعر إلى (+1) الذي يعكس تأثير المعلومات الجديدة ويتصف وصول المعلومات بالحركة العشوائية مما يجعل السعر الذي يتوقعه المستثمر عند النقطة الزمنية (+1) لا يكون مساوياً في بعض الأحيان السعر الذي يتم عنده التداول في الفترة (+1) ويؤدي ذلك إلى صياغة خطأ التنبؤ على أنه الفرق بين السعر الذي تم به تداول الورقة المالية في الفترة الزمنية (+1) والسعر الذي توقعه المستثمر أن يسود في تلك الفترة كما توضحه المعادلة التالية:

$$T + 1 = P_t + 1 - E T (P_t + 1)$$

حيث أن:

$$T + 1 = \text{حد الخطأ العشوائي}$$

$$P_t + 1 = \text{سعر تداول الورقة المالية الفعلي عند النقطة الزمنية } (T+1)$$

$$E T (P_t + 1) = \text{السعر المتوقع من المستثمر لتداول الورقة المالية عند النقطة الزمنية } (T+1)$$

ويعتمد المستثمر على نموذج اقتصادي لحساب العوائد المستقبلية بناء على كل المعلومات، كما يتمتع المستثمرون باتخاذ القرارات الجيدة الخاصة بالتوقعات عن العوائد المستقبلية.

وتتخذ دالة احتمال العوائد المتوقعة كالاتي: $SP(RT + n/\Omega TP) = \$ (RT + n/\Omega T)$

حيث أن:

$$QT = \text{كافة المعلومات التاريخية والحالية.}$$

$$\Omega TP = \text{المعلومات المتاحة لجمهور المتعاملين عند نفس النقطة الزمنية.}$$

وترجع المعلومات وفقا لنظرية الحركة العشوائية إلى السوق بصورة عشوائية مما يجعل هناك تباينا في التنبؤ لتوقعات المستثمرين بين العائد والعائد الفعلي وبالتالي يحقق المستثمرون خسائر أو أرباحا غير عادية يطلق عليها خطأ التنبؤ و تأخذ الصيغة الآتية:

$$M^T + 1p = RT + 1 - E^P (RT + 1 \Omega TP)$$

حيث أن:

$$M^T + 1p = \text{خط التنبؤ عند النقطة الزمنية (T+1) و يمثل الخسائر أو الأرباح غير العادية}$$

$$RT + 1 = \text{معدل العائد الفعلي على الاستثمار عند النقطة الزمنية (T+1)}$$

$$E^P (RT + 1 \Omega TP) = \text{معدل العائد المتوقع تحقيقه عند النقطة الزمنية (T+1)}$$

$$PT = a + b\theta + et \quad \text{وفي الأخير يأخذ النموذج العام لقياس الكفاءة الصيغة الآتية}$$

حيث أن:

$$Pt = \text{سعر الأوراق المالية في النقطة الزمنية.}$$

$$\theta = \text{المعلومات}$$

$$et = \text{الخطأ العشوائي}$$

$$a = \text{معدل العائد الفعلي على الاستثمار في الزمن " t "}$$

$$b = \text{معدل العائد المتوقع تحقيقه في الزمن " t "}$$

ثالثا: علاقة المعلومة بكفاءة السوق المالي:

تتوقف كفاءة السوق المالي على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها وتكاليف الحصول عليها وعدالة فرص الاستفادة منها ، وأيضا على قدرة المستثمرين على فهم وتفسير وتحليل هذه المعلومات .

وعليه يمكن القول بأن المعلومات المتاحة خاصة المعلومات المالية تساعد المتعاملين في السوق المالي على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها، لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ على ضوء المعلومات المالية المنشورة .

مما سبق يمكن القول أن الكفاءة في السوق المالي تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية، حيث أن نجاح سوق رأس المال يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في:

-أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق رأس المال وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام، الذي يؤدي إلى توفير قدر كاف من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة؛
-توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها؛

-توفر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول، بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة الخطر المرتبطة به بما يلبي احتياجات المستثمرين.

مما سبق ذكره تتضح أهمية المعلومات ومدى توفرها في سوق رأس المال وعدم تكافؤ المستثمرين في الحصول عليها من شأنه أن يؤثر على سير أداء السوق

المالي الفعال، وفي حالة عدم تكافؤ فرص الحصول على المعلومات بين المتعاملين في سوق رأس المال فإن هذه الحالة تسمى بعدم تماثل المعلومات، أي امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون.

و على العموم يمكن القول أنه حتى يكون السوق المالي على أعلى درجة ممكنة من الكفاءة يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل - كفاءة التسعير: كما تعرف أيضا باسم الكفاءة الخارجية، و يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المستثمرين مباشرة بأقل فاصل زمني ممكن والكل لديهم نفس الفرصة و بتكلفة منخفضة جدًا، لذلك فالاستثمار يعد مباراة عادلة لتحقيق الأرباح، كما أن تحقيق أحد المستثمرين لأرباح استثنائية يكاد يكون مستحيل إلا أنه ممكن.

- كفاءة التشغيل: و تعرف أيضا بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية للسمسة و دون الحاجة لصناع السوق لتحقيق مدى أو هامش مغالي فيه.

الخلاصة:

إن الأساس الذي تقوم عليه فرضية كفاءة السوق المالي هو سرعة الاستجابة للمعلومات المنشورة عن الورقة المالية وعن السوق ككل، فعندما تنتشر معلومة فإن الأخبار الجيدة أو السيئة التي تحملها تلك المعلومة تنتشر بسرعة و تنعكس بصورة فورية في أسعار الورقة أو الأوراق المالية التي ترتبط بهذه المعلومة، الأمر الذي جعل من المعلومة الصحيحة الدقيقة التي تصل لجميع المتدخلين في نفس التوقيت و في وقتها المناسب أمرا ضروريا لضمان استقرار السوق المالي من خلال ضمان تحقيق أرباح عادلة في السوق المالي دون إحداث إختلالات سعرية كبيرة.

قائمة المراجع:

- سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى المنصورة، الإسكندرية- مصر، 2002،
- منير إبراهيم الهندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية- مخاطر ومحاذير، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1995،
- عبد الغفار حنفي، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية- مصر، 2004،
- وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009،
- عاطف وليم أندرواس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، دار شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2005،
- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية- مصر، 2000،
- كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001،

-Camelia Oprean,. Testing the financial market informational efficiency in emerging States, **Review of Applied Socio- Economic Research** Volume 4, 2012

-EUGENT FAMA, Efficient capital Markets-Theory and Empirical work, Journal of finance 25, no°2, 1970,

-Burton G. Malkiel ,The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, Princeton University

CEPS Working Paper No. 91 April 2003

-Lee, C. M. C. (2001) 'Market efficiency and accounting research: a discussion

of 'capital market research in accounting' by S.P. Kothari', *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 31, No. 1-3

-Buguka, C., Brorsen, B.W., 2003. Testing weak-form market efficiency: Evidence from the Istanbul stock exchange.

International review of Financial Analysis 12,