

## المحاضرة 10:

### كفاءة الأسواق المالية

#### المرجع الأساسي:

- Fabozzi, F. J., & Jones, F. J. (2019). Foundations of global financial markets and institutions. MIT Press.
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2009). Modern portfolio theory and investment analysis. John Wiley & Sons

#### الأهداف:

- تعريف كفاءة الأسواق المالية وأنواعها (التسعيرية والتشغيلية).
- التعرف على مستويات الكفاءة: شرح الكفاءة الضعيفة، شبه القوية، والقوية مع أمثلة.
- استعراض الانتقادات: مناقشة الانتقادات النظرية والتجريبية للنظرية كفاءة الأسواق المالية.

#### الكلمات المفتاحية:

- الكفاءة (Efficiency)
- كفاءة الأسواق المالية (Efficient Markets)
- الكفاءة الاقتصادية (Economic Efficiency)
- الكفاءة التامة (Perfect Efficiency)
- الكفاءة التسعيرية (Pricing Efficiency)
- الكفاءة التشغيلية (Operational Efficiency)
- الكفاءة الضعيفة (Weak-form Efficiency)
- الكفاءة شبه القوية (Semistrong-form Efficiency)
- الكفاءة القوية (Strong-form Efficiency)

### 1. مدخل لنظرية كفاءة الأسواق المالية

نظرية كفاءة الأسواق المالية تفترض أن أسعار الأوراق المالية تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة حول قيمتها الاقتصادية. يُعتبر السوق كفوياً عندما تعكس الأسعار جميع المعلومات الحالية ولا يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية باستمرار استناداً إلى هذه المعلومات.

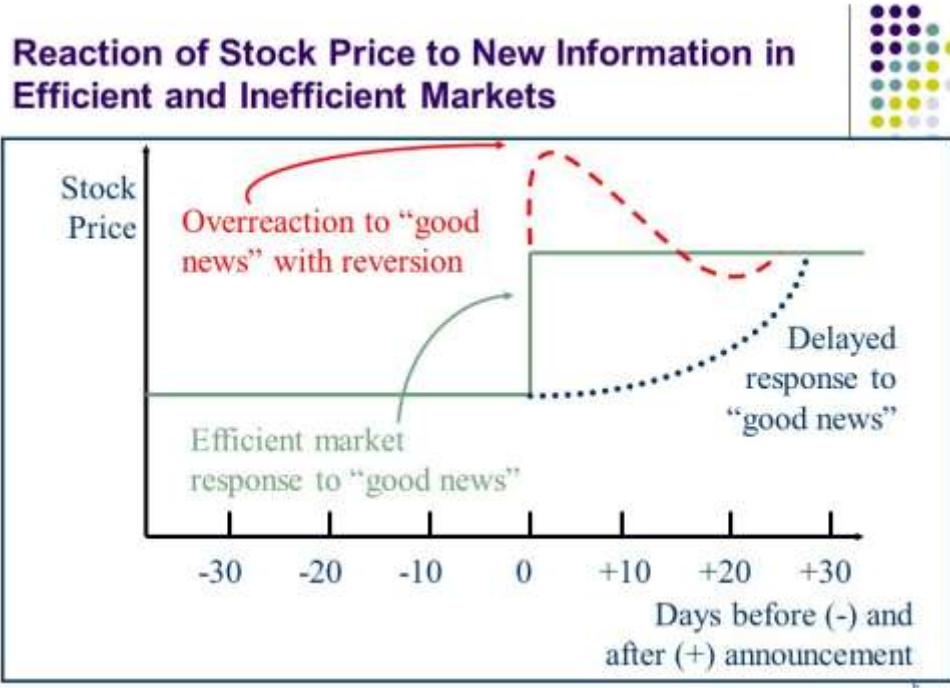
الفرضية الأساسية لهذه النظرية هي أن المستثمرين يتصرفون بعقلانية وأنهم يسعون لتحقيق أعلى العوائد مع أقل المخاطر.

نظرية كفاءة الأسواق ترتبط بفكرة "اليد الخفية" للسوق (Invisible Hand)، حيث تؤدي المنافسة بين المستثمرين إلى تعديل الأسعار لتكون انعكاساً للمعلومات المتاحة.

## 2. تعريف الكفاءة (Efficiency)

نظرية كفاءة الأسواق المالية (EMH) هي إطار نظري تم تطويره لتفسير كيفية تفاعل أسعار الأصول مع المعلومات المتاحة. وفقًا لهذه النظرية، تُعد الأسواق المالية كفؤة عندما تعكس أسعار الأصول المالية جميع المعلومات المتوفرة بشكل فوري وصحيح. ويقوم هذا المفهوم على الإفتراضات التالية:

- لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية باستمرار باستخدام المعلومات المتاحة.
  - أي تغيير في أسعار الأصول يكون نتيجة للمعلومات الجديدة وليس لتلاعب أو استغلال مزايا غير عادلة.
  - تعكس الأسعار توقعات السوق الموحدة (Market Expectations) للمستقبل.
  - لا يمتلك أي مستثمر ميزة في الوصول إلى معلومات أكثر أو أفضل من الآخرين.
- يتمثل الهدف الرئيسي لكفاءة الأسواق في ضمان التخصيص الأمثل للموارد المالية بحيث تكون الأسعار عادلة وتعكس القيمة الحقيقية للأصول.



## 3. الكفاءة الاقتصادية والكفاءة التامة (Economic Efficiency vs. Perfect Efficiency)

- الكفاءة الاقتصادية (Economic Efficiency): هي الحالة التي يتم فيها استخدام الموارد بكفاءة لتوليد أكبر قيمة اقتصادية ممكنة. تشمل قدرة السوق على تمويل المشروعات ذات القيمة الأعلى وتحويل المدخرات إلى استثمارات إنتاجية.
- الكفاءة التامة (Perfect Efficiency): هي نموذج مثالي يشير إلى أن جميع المشاركين في السوق يمتلكون نفس المعلومات ويتصرفون بعقلانية تامة.

في هذا السيناريو، تكون تكاليف المعاملات (Transaction Costs) وتكاليف المعلومات (Information Costs) معدومة، مما يجعل السوق يعمل بأقصى درجات الفعالية. الكفاءة التامة هي مفهوم نظري، بينما الكفاءة الاقتصادية أكثر واقعية وتهدف إلى تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد.

#### 4. الكفاءة التسعيرية والكفاءة التشغيلية (Pricing Efficiency vs. Operational Efficiency)

- **الكفاءة التسعيرية (Pricing Efficiency):** تشير إلى أن الأسعار تعكس جميع المعلومات المتاحة، بحيث تكون الأسعار "عادلة" بناءً على المعلومات الحالية. إذا كان السوق كفوًا تسعيريًا، فإن محاولة التغلب على السوق باستخدام التحليل الفني أو الأساسي ستفشل في تحقيق عوائد غير طبيعية على المدى الطويل.
- **الكفاءة التشغيلية (Operational Efficiency):** تتعلق بفعالية العمليات الداخلية للسوق في تنفيذ المعاملات بأقل تكلفة وجهد ممكنين. ترتبط الكفاءة التشغيلية بعوامل مثل سرعة تنفيذ الأوامر وعمق السوق (Market Depth). السوق قد يكون كفوًا تشغيليًا ولكنه ليس كفوًا تسعيريًا والعكس صحيح. . يتعلق هذا الجانب بتقليل التكاليف المرتبطة بالتداول والتي تشمل:
- تكاليف التنفيذ (Execution Costs) : الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق الذي كان يمكن تحقيقه بدون التداول. وتشمل تأثير السوق (Market Impact) وتكاليف توقيت السوق (Market Timing Costs)
- تكلفة الفرص البديلة (Opportunity Costs) : وتمثل الفرق بين الأداء المتوقع للاستثمار والأداء الفعلي الناتج عن عدم تنفيذ جميع الصفقات المطلوبة.
- الرسوم والعمولات (Commissions and Fees) : تشمل رسوم الوساطة والرسوم الإدارية مثل رسوم الحفظ والنقل.

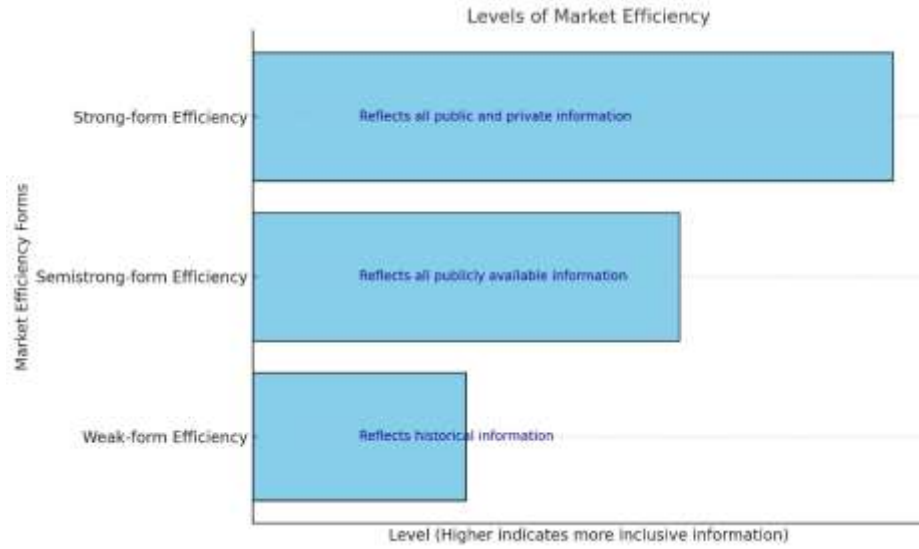
السوق الذي يتمتع بكفاءة تشغيلية عالية يمكنه تقليل تكاليف المعاملات، مما يعزز من إمكانية المستثمرين لتحقيق عوائد عادلة بناءً على المخاطر.

#### 5. مستويات وصيغ الكفاءة (Levels and Forms of Efficiency)

اقترح الباحث يوجين فاما (Eugene Fama) تقسيم كفاءة الأسواق إلى ثلاث صيغ رئيسية:

- **الكفاءة الضعيفة (Weak-form Efficiency):** تعكس الأسعار جميع المعلومات التاريخية المتاحة، مثل أسعار الإغلاق وأحجام التداول. لا يمكن التنبؤ بالمستقبل اعتمادًا على الأنماط التاريخية.
- **الكفاءة شبه القوية (Semistrong-form Efficiency):** تعكس الأسعار جميع المعلومات المتاحة للامة، مثل التقارير المالية وإعلانات الشركات. لا يمكن للمستثمرين تحقيق عوائد غير طبيعية باستخدام هذه المعلومات فقط.
- **الكفاءة القوية (Strong-form Efficiency):** تعكس الأسعار جميع المعلومات، بما في ذلك المعلومات الخاصة التي لا يعرفها سوى بعض الأطراف. لا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد إضافية حتى لو كان يمتلك معلومات داخلية (Insider Information).

يُظهر التحليل أن الكفاءة القوية هي الأكثر تطلباً ونادراً ما تتحقق، الكفاءة الضعيفة والكفاءة شبه القوية هي الأكثر شيوعاً وتطبيقاً.



## 6. انتقادات نظرية الكفاءة

نعم، نظرية كفاءة الأسواق المالية (EMH) تعرضت لعدة انتقادات، سواء من الناحية النظرية أو التجريبية. فيما يلي أبرز الانتقادات:

### 1.6. الانتقادات النظرية

**أ. عدم واقعية الافتراضات:** تعتمد النظرية على افتراض أن جميع المستثمرين يتصرفون بعقلانية (Rationality)، وأن لديهم وصولاً متساوياً إلى المعلومات. في الواقع: المستثمرون قد يتصرفون بناءً على العواطف أو الانحيازات السلوكية (Behavioral Biases). كما أن المعلومات ليست متاحة أو مفهومة بنفس الشكل من قبل جميع المستثمرين.

**ب. تكاليف المعلومات والتداول:** النظرية تفترض أن الحصول على المعلومات وتنفيذ الصفقات لا يكلف شيئاً، وهو أمر غير واقعي.

– تكاليف المعلومات: البحث وتحليل البيانات يتطلب موارد كبيرة.

– تكاليف التداول: تشمل الرسوم والضرائب والهوامش.

**ج. الإفراط في التبسيط:** تفترض النظرية أن السوق يتفاعل فوراً وبشكل كامل مع المعلومات الجديدة، لكنها لا تحدد آليات نقل المعلومات أو كيفية استيعابها في الأسعار.

### 2.6. الانتقادات التجريبية

**أ. وجود ظواهر غير مفسرة (Anomalies):** هناك أمثلة على أنماط وتغيرات سعرية لا تتماشى مع النظرية، مثل: أثر يناير (January Effect): ارتفاع العوائد بشكل ملحوظ في يناير.

أثر الحجم (Size Effect): الشركات الصغيرة غالبًا ما تحقق عوائد أعلى من المتوقع.  
أثر القيمة (Value Effect): الشركات ذات نسب القيمة السوقية إلى الدفترية المنخفضة تحقق عوائد أكبر.  
ب. **الأزمات المالية:** أزمات مثل الأزمة المالية العالمية 2008 تُظهر أن الأسواق ليست دائمًا عقلانية. أثناء الأزمات، تتحكم العواطف مثل الخوف والطمع في تصرفات المستثمرين، مما يؤدي إلى فقاعة سعرية (Bubbles) أو انهيارات (Crashes).

ج. **استراتيجيات تحقيق الأرباح:** تُظهر بعض الدراسات أن المستثمرين والمديرين ذوي الخبرة يمكنهم التغلب على السوق بشكل منتظم، وهو ما يتناقض مع فرضية أن السوق يعكس جميع المعلومات.

### 3.6. انتقادات من المدرسة السلوكية (Behavioral Critique)

علماء الاقتصاد السلوكي مثل دانيال كانيمان (Daniel Kahneman) وريتشارد ثالر (Richard Thaler) يوضحون أن المستثمرين ليسوا دائمًا عقلانيين.

**الانحياز السلوكي (Behavioral Bias):** يميل الأفراد إلى الإفراط في الثقة (Overconfidence) أو التصرف بشكل مغاير عند تحمل الخسائر (Loss Aversion).

**تأثير القطيع (Herd Behavior):** المستثمرون يميلون إلى متابعة الآخريين دون تحليل عقلائي.

### 7. النموذج البديل: الأسواق غير الكفؤة (Inefficient Markets)

تجريبياً، من الصعب فصل كفاءة السوق عن نماذج تقييم المخاطر (Risk Adjustment Models).

إذا لم ينجح الاختبار، فقد يكون السبب هو سوء تصميم النموذج وليس السوق ذاته.

التكنولوجيا الحديثة أثرت على السوق بطرق تجعل الكفاءة النظرية أقل واقعية. التداول عالي التردد (High-Frequency Trading) يعتمد على استغلال الفجوات الزمنية القصيرة بين الأحداث.

تشير بعض النظريات مثل حدود المراجعة (Limits to Arbitrage) إلى أن بعض المستثمرين قد لا يستطيعون تصحيح أخطاء السوق بسبب قيود مالية أو نفسية.

تمثل هذه النظريات الأسواق كبيئة تحتوي على أخطاء وفرص استغلال، لكنها محدودة بسبب تكلفة الاستغلال.

بينما قدمت نظرية كفاءة الأسواق المالية إطارًا قويًا لفهم الأسواق، إلا أن الانتقادات أعلاه تشير إلى أن الأسواق ليست دائمًا كفؤة بالمعنى المطلق.

هذا يفتح المجال لمزيد من البحث حول النماذج البديلة مثل التمويل السلوكي (Behavioral Finance) ونظريات الكفاءة الجزئية (Partial Efficiency).