

## كفاءة أسواق رأس المال والحركة العشوائية للأسعار

### [ The financial markets efficiency and Random walk of prices ]

*Rami HARID<sup>1</sup>, Khayreddine BELAAZE<sup>1</sup>, and Rabah KHOUNI<sup>2</sup>*

<sup>1</sup>Laboratory of finance, banking and management,  
University of Mohamed Khider,  
BP 145 RP, 07000,  
Biskra, Algeria

<sup>2</sup>Department of commercial sciences,  
University of Mohamed Khider,  
BP 145 RP, 07000,  
Biskra, Algeria

Copyright © 2014 ISSR Journals. This is an open access article distributed under the **Creative Commons Attribution License**, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

**ABSTRACT:** This sheet discusses a subject very important it's the relationship between the efficiency of capital markets and the random walk of prices, where they appear this relationship through stock prices, which is expected be responsive to all information reach to investors , and movements of prices become random so long as the information contained independent of one another, which increases the efficiency of capital markets, However, some investors access to private information will leading to a non-random changes in prices as a result of information asymmetry and therefore weaken the efficiency of capital markets, Accordingly came the signal theory to help least partially in the provision and correct the information available to investors and raise the efficiency of capital markets.

**KEYWORDS:** efficiency of financial markets, Random walk of prices, signal theory, information asymmetry.

**ملخص:** تتناول هذه الورقة موضوعا على درجة كبيرة من الأهمية وهو العلاقة بين كفاءة أسواق رأس المال والحركة العشوائية للأسعار، حيث تظهر هذه العلاقة من خلال أسعار الأسهم التي يتوقع أن تستجيب لكل معلومة تصل الى المستثمرين، وبذلك تصبح حركة الأسعار عشوائية طالما أن المعلومات الواردة مستقلة عن بعضها البعض مما يزيد من كفاءة أسواق رأس المال، غير أن حصول بعض المستثمرين على معلومات خاصة سوف يؤدي الى تغيرات غير عشوائية في الأسعار نتيجة عدم تماثل المعلومات وبالتالي إضعاف كفاءة أسواق رأس المال، وعليه فقد جاءت نظرية الإشارة للإشارة للمساهمة ولو بشكل جزئي في توفير وتصحيح المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين ورفع كفاءة أسواق رأس المال.

**كلمات دلالية:** أسواق رأس المال، الحركة العشوائية للأسعار، عدم تماثل المعلومات، نظرية الإشارة.

## 1 تقديم

تلعب أسواق رأس المال دورا مهما في تحقيق النمو الإقتصادي، حيث من المعروف أن وجود أسواق رأس المال وبورصات الأوراق المالية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي.

ويعتمد الاستثمار في الأوراق المالية وتداولها بالدرجة الأساس على الإفصاح عن البيانات والمعلومات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية في السوق المالي، والعنصر الرئيسي في تحديد أسعار الأوراق المالية دقة البيانات والمعلومات المنشورة التي تؤثر كثيرا على قرارات المستثمرين، وأن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي الى انخفاض كفاءة أسواق رأس المال.

ويكون السوق المالي كفاءً إذا كانت جميع المعلومات المتاحة حول أصل مالي معين وفي أي لحظة من الزمن منعكسة في سعره في اللحظة ذاتها، حيث تستمد هذه الفرضية أصولها من فرضية السلوك العشوائي التي تنص على أنه في نقطة زمنية معينة يكون حجم واتجاه التغير السعري التالي عشوائياً بالنسبة لما هو معلوم في تلك النقطة الزمنية إذا كان جميع المستثمرين لديهم نفس المعلومة.

وطالما أن هناك فئة من المستثمرين تتفوق على غيرها في الحصول على المعلومات وتحليلها وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين لا تتاح لهم هذه المعلومات، فإن حركة الأسعار لا تكون عشوائية في مثل هذه الحالة باعتبار أن فئة من المستثمرين يمكن لهم التنبؤ بالأسعار في الفترة القريبة المستقبلية.

وعليه فإن هاته الورقة البحثية تأتي للإجابة على الإشكال التالي :

**إلى أي مدى يمكن الحكم على كفاءة أسواق رأس المال من خلال الحركة العشوائية للأسعار ؟ وكيف يمكن أن تساهم نظرية الإشارة في رفع كفاءة أسواق رأس المال خاصة في شكلها القوي ؟**

وللإجابة على هذا التساؤل قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- عندما تكون أسواق رأس المال كفاءة فإن المعلومات الواردة للمستثمرين تصل بسرعة وبشكل عشوائي.

- في الشكل القوي من كفاءة أسواق رأس المال تكون الأسعار غير عشوائية.

- تساهم نظرية الإشارة في رفع كفاءة أسواق رأس المال خاصة في شكلها القوي.

ومن أجل الإحاطة قدر الإمكان بمختلف جوانب البحث ارتأينا أن نتناول الموضوع من خلال المحاور التالية:

- كفاءة أسواق رأس المال.

- العلاقة بين كفاءة أسواق رأس المال والحركة العشوائية للأسعار.

- نظرية الإشارة كآلية للمساهمة في رفع كفاءة أسواق رأس المال.

## 2 كفاءة أسواق رأس المال

لقد أثارت فكرة كفاءة سوق رأس المال حلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي الى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة التي تعد أحد أهم المقومات الرئيسية المساندة لتطور ونضج سوق رأس المال، حيث أن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار ما توفره هذه الأخيرة من معلومات للمتعاملين، وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرين في تلك المعلومات المتاحة.

### 2.1 مفهوم كفاءة أسواق رأس المال

يعرف منير إبراهيم هندي سوق رأس المال الكفاء (Efficient market)، على أنه " السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو التقارير عن أثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الادعاء بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة (fair value) تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناتجة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه". [1]

$$K = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{t_n}{(1+m)^n} \dots\dots\dots [2]$$

حيث: **K**: القيمة السوقية للسهم وهي تعادل القيمة الحقيقية.

**T**: التوزيعات السنوية.

**N**: عدد السنوات.

**M**: معدل العائد المطلوب على الاستثمار الذي يكفي لتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم.

تشير المعادلة أنه في ظل السوق الكفاء يعكس سعر السهم في السوق توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية، وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وعلى الرغم من أن المعلومات متاحة للجميع فإنهم لن يصلوا الى نفس التقديرات بشأن المكاسب والمخاطر التي تحيط بها، والسبب في ذلك هو اختلاف أساليب التحليل من مستثمر لآخر، إضافة الى تباين مستوى الخبرة والكفاءة بين المتعاملين، ومع ذلك فإن الأسعار التي تتم بها المعاملات والناتجة عن التحليل وتوقعات المستثمرين تقترب من القيمة الحقيقية للسهم.

ويعرف منير عبد الإله ناصر سوق رأس المال الكفاء على أنه " السوق الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا الى أن إتاحة المعلومات للجميع لا يعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستنفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها". [3]

وعليه يمكن القول أن سوق رأس المال الكفاء هو السوق الذي تستجيب فيه أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إليه، وتحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي الى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم نقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية.

## 2.2 خصائص سوق رأس المال الكفاء

وفقاً لمفهوم كفاءة سوق رأس المال يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء: [4]

- **المنافسة الكاملة:** وهذا الشرط مرهون بتوافر عدد كبير من البائعين والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول الى السوق والخروج منه في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
- **الأمن:** أي يجب أن تتوفر الحماية اللازمة ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، وبالتالي يجب على إدارة السوق المالي متابعة الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية ويكون لديها الإجراءات الرادعة لها، مع وجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر.
- **العقلانية:** وهو أن يكون هدف المتعاملين تحقيق الأرباح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل، حيث يتم الاستعانة بالخبراء والمحللين والمكاتب الاستشارية في هذا المجال.
- **دقة وسرعة وصول المعلومات:** على السوق المالي تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر، وأن يزودهم بالظروف السائدة في السوق بالنسبة لأسعار الأوراق المالية المتداولة، والتي تعكس مستوى الطلب والعرض لكل الأوراق المالية.
- **السيولة:** أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها، ويتوفر خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة، وبالوقت المناسب وبالسرعة المناسبة.
- **عدالة التسويق:** ويقصد بالعدالة هو أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فيه فرصة متساوية للتعامل، وذلك من حيث الوقت، أو المعلومات المتاحة والتحقق من سيادة القانون.

## 2.3 أنواع الكفاءة في سوق رأس المال

تتأثر كفاءة سوق رأس المال بسرعة وصول المعلومات الى المستثمرين وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

أ- **الكفاءة الكاملة (Perfectly efficient market):** يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة الى السوق وبين الوصول الى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر عاكساً بذلك ما تحمله المعلومات، على أن تكون تلك المعلومات متاحة للجميع [5].

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- توفر معلومات كاملة لجميع المتعاملين في السوق وبدون تكاليف إضافية، وهذا يعني أن جميع توقعات المستثمرين تكون متماثلة؛
  - عدم وجود قيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث يفسح المجال للمستثمر ببيع أو شراء أي كمية من الأسهم بسهولة ومهما صغر حجمها [6]؛
  - وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق بحيث لا توجد فرصة احتكار السوق أو تأثير أي واحد منهم على حركة الأسعار؛
  - يتمتع المستثمر بالرشد الاقتصادي وهدفهم السعي الى تعظيم المنفعة الخاصة لكل واحد منهم [7].
- وعند مناقشة مدى واقعية الشروط السابقة التي تؤدي لوجود الكفاءة الكاملة نرى أن الشروط الثلاث الأولى صعبة التحقيق بل تكاد تكون مستحيلة وهذا راجع الى:

- أن الشرط الأول الذي يقضي بتوفر المعلومات للجميع في نفس الوقت وبدون تكاليف غي ممكن لأن غالبية المستثمرين يحصلون على المعلومات وتحليلاتها من مصادر مختلفة ولهذه المصادر تكلفة في الغالب، وصدور المعلومات عن مصادرها يحدث بتفاوت زمني قصير؛
  - أن الشرط الثاني والذي يقول بأنه لا توجد على المعاملات أي قيود أو ضرائب أو تكاليف غير موجود نهائياً لأن غالب المعاملات تتعرض لمثل هذه القيود؛
  - أن الشرط الثالث والذي يقضي بأن المعاملات تتم عن طريق عدد كبير من المستثمرين وأن تصرف أي منهم لا يؤثر على الجمهور فهذا غير موجود أيضاً لأنه في الواقع أغلب المعاملات في سوق رأس المال تتم لحساب مؤسسات مالية كبيرة وبأحجام كبيرة وهذه المعاملات تؤثر على بعضها البعض.
- يبقى شرط واحد قابل للتحقيق وهو الشرط الأخير الذي يقضي بأن المستثمر رشيد يسعى الى تعظيم المنفعة والثروة وأنه في سياق دائم مع الآخرين للحصول على المعلومات التي تساعد في بلوغ هدفه فهذا الشرط يمكن تحقيقه، وبالتالي تنتقل من الكفاءة الكاملة والتي تتطلب الشروط الأربعة والتي من المستحيل تحقيقها الى مفهوم الكفاءة الاقتصادية والتي يمكن أن تتحقق بتحقيق الشرط الأخير.

ب- **الكفاءة الاقتصادية (Economically efficient market):** في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات الى السوق حتى تظهر أثارها على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير الى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى القصير [8].

## 2.4 متطلبات الكفاءة في أسواق رأس المال

حتى يكون سوق رأس المال على أعلى درجة ممكنة من الكفاءة يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين هما: [9]

- أ- **كفاءة التسعير (Price efficiency):** يقصد بكفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية، سرعة وصول المعلومات الجديدة الى جميع المتعاملين في السوق وأن لا يتكدوا في سبيلها تكاليف باهضة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.
- ب- **كفاءة التشغيل (Operational efficiency):** يقصد بكفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكد المتعاملين فيه تكلفة عالية للمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق، فرصة لتحقيق هامش ربح كبير، وبذلك فإن كفاءة التسعير تعتمد الى حد كبير على كفاءة التشغيل.

## 2.5 دور المعلومات المالية في كفاءة سوق رأس المال

تعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المحددات الرئيسية لتطور ونضوج السوق المالية، بل إن كفاءة أسواق رأس المال تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمر بالمعلومات المتاحة والمنشورة، وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها.

أ- مفهوم المعلومة والمعلومة المالية: المعلومة هي جملة من البيانات والدلالات والمعارف والمضامين التي تتصل بالشيء أو الموضوع، وتساعد المهتمين بالتعرف عليه والعلم به، فالمعلومات إذا توضح مفهوم الشيء وتعطيه قدره وتوضح سماته وخصائصه وتبين استخداماته ووظائفه [10].

والمعلومة المالية هي عبارة عن بيانات ذات أثر مالي تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد والمتمثل عادة في المتعاملون في السوق المالية، حيث يقومون بتحليل وتفسير هذه المعلومات من أجل تحديد مضامينها ومن ثم استخدامها في صياغة قراراتهم المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية [11].

ب- مصادر الحصول على المعلومات: هناك العديد من المصادر التي يمكن للمستثمر اللجوء إليها للحصول على المعلومات المالية، ومن أبرز هذه المصادر نجد: [12] - الصحف: من أبرز الصحف التي تهتم المستثمرين هي الصحف الأمريكية خاصة منها صحيفة نيويورك تايمز (nyt)، صحيفة وول ستريت (wsj)، وصحيفة يومييات المستثمر (id).

- المجالات المالية المتخصصة: هناك العشرات من المجالات المتخصصة في مجال المال والأعمال التي تهتم جمهور المستثمرين أهمها: مجلة فورشن ومجلة بارون.

- مطبوعات استشاري الاستثمار: يقصد بها مطبوعات المؤسسات المتخصصة في مجال المال والأعمال ومن أشهرها في الولايات المتحدة الأمريكية نجد: مؤسسة ستاندرد أند بور (Corporation standard & poor) ومودي لخدمات المستثمرين.

- تقارير المنشآت: من أبرز التقارير المنشورة التي تهتم المتعاملين في سوق رأس المال تلك التي توجه إلى حملة الأسهم العادية والتقارير التي ترسل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة (Securities and exchange commission).

- مطبوعات بيوت السمسة: عادة ما يوجد في بيوت السمسة الكبيرة أقسام متخصصة للبحوث والدراسات، ويتيح قسم البحوث والدراسات للعملاء الحاليين والمحتملين معلومات مجانية مفيدة عن أحول سوق رأس المال والأوراق المالية.

- المطبوعات الحكومية: تعتبر المطبوعات الحكومية من أهم مصادر المعلومات عن الأحوال الاقتصادية بصفة عامة والجوانب المالية لها بصفة خاصة، وذلك إضافة إلى كونها مصدرا للمعلومات عن العديد من الصناعات، وتتضمن بيانات إحصائية عن الأسعار والأجور والإنتاج، والدورات الاقتصادية، وظروف أسواق رأس المال، كما تصدر الحكومة كذلك تقرير سنوي عن مستقبل ما يزيد عن 200 صناعة في خلال 10 سنوات المقبلة، وتقارير ربع سنوية تتضمن قوائم الدخل والميزانيات العمومية للمنشآت الصناعية مصنفة على أساس نوع الصناعة وكذا على أساس حجم المنشأة.

- بنوك المعلومات: يوجد في الولايات المتحدة الأمريكية بنوك للبيانات (Data Banks) توفر للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة وعن المنشآت التي أصدرتها، وتعباً تلك البيانات في ملفات الحاسوب (Computer files) التي يمكن شراؤها من مؤسسات متخصصة بتكلفة زهيدة، وتتيح تلك الملفات للمستثمر الذي يقتنيها الحصول على أية معلومة يبحث عنها.

ج- أثر المعلومات على كفاءة سوق رأس المال: تتوقف كفاءة سوق رأس المال على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها وتكاليف الحصول عليها وعدالة فرص الاستفادة منها، وأيضاً على قدرة المستثمرين على فهم وتفسير وتحليل هذه المعلومات [13].

وعليه يمكن القول بأن المعلومات المتاحة (خاصة المعلومات المالية) تساعد المتعاملين في سوق رأس المال على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة الخطر المرتبطة بها، لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ على ضوء المعلومات المالية المنشورة [14].

مما سبق يمكن القول أن الكفاءة في سوق رأس المال تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية، حيث أن نجاح سوق رأس المال يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في: [15]

- 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 نتضح أهمية المعلومات ومدى توافرها 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.

## 2.6 الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال

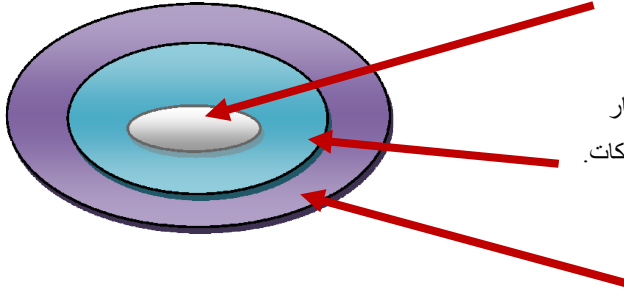
ظالما أن كفاءة سوق رأس المال ترتبط أساساً بالمعلومات فإن نوعية الكفاءة تتحدد حسب المعلومات المتاحة فيها، ويمكن تصنيف كفاءة السوق إلى المستويات التالية: [16]

أ- الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال (The weak form efficient market): يقتضي هذا الفرض أن تكون المعلومات التاريخية حول الأسعار منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار.

ب- الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق رأس المال (The semi-strong form efficient market): يقتضي هذا الفرض أن تعكس الأسعار الحالية إضافة إلى المعلومات التاريخية حول الأسعار كل المعلومات المعروفة والمتاحة حول الشركات مثل الأرباح، وتوزيعات الأرباح، المنتجات والتغيرات في أنظمة المحاسبة.

ج- الصيغة القوية لكفاءة سوق رأس المال (The strong form efficient market): يقتضي هذا الفرض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة، بحيث لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية

الشكل رقم 1: المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم



• مستوى الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال : يفترض أن تكون المعلومات التاريخية حول الأسعار منعكسة في الأسعار الحالية.

• مستوى الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق رأس المال : يفترض أن تعكس الأسعار الحالية إضافة إلى المعلومات التاريخية كل المعلومات المتاحة والمعروفة حول الشركات.

• مستوى الصيغة القوية لكفاءة سوق رأس المال : يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة.

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على التحليل السابق

### 3 العلاقة بين كفاءة أسواق رأس المال والحركة العشوائية للأسعار

تعتبر ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار الأساس الذي يمكن من خلاله الحكم على كفاءة سوق رأس المال، لكن قبل أن نكشف عن أبعاد العلاقة بين المفهومين سوف نعرض لسرد تاريخي مختصر لاكتشاف تلك الظاهرة.

#### 3.1 ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار (RANDOM WALK)

يرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار في عام 1900 إلى باحث فرنسي يدعى LOUIS BACHELIER، فلقد أسفرت متابعته للتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع عن أنها تفقد وجود أي ترابط بينها، بما يؤكد على عدم وجود نمط محدد لحركة تلك الأسعار وقد علق على ذلك بالقول بأن المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة (FAIR GAME)، حيث لا يمكن للبايع أو المشتري أن يضمن تحقيق الأرباح على حساب غيره [17].

وقد تطابقت نتائج ملاحظة Bachelier مع نتائج دراسة كارل بيرسون Karl Pearson عن الحركة العشوائية في مجال الإحصاء، نشرت في عام 1905 ففي تلك الدراسة وصف بيرسون الحركة العشوائية بالشخص المخمور إذا تركته في مكان ما ثم رغبت في العثور عليه، فليكن أن تذهب إليه في البقعة التي تركته فيها، فتلك البقعة هي التقدير الغير متحيز للمكان الذي يمكن أن تجده فيه في أي لحظة في المستقبل، ذلك أن المخمور عادة ما يسير على غير هدى مرة هنا ومرة هناك، فهو يدور حول نفسه في حركة عشوائية [18].

وعند تطبيق نتائج الدراسة التي توصل إليها بيرسون بخصوص الحركة العشوائية للأسعار في مجال الإحصاء على سوق رأس المال، نجد أن أسعار الأوراق المالية سوف تتبع حركة عشوائية باعتبار أن جميع المعلومات المتحصل عليها معكوسة في سعر الورقة المالية وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباح على حساب الآخرين، وأي معلومة تصل السوق تعدل توقعات المستثمرين فيتغير السعر، كما أن توقعات المستثمرين بشأن نتائج بعض المؤسسات تكون معكوسة في أسعار أوراقها المالية المصدرة.

وعليه فإن التغيرات في الأسعار تكون مستقلة عن بعضها البعض، وتبقى مرتبطة بالمعلومات التي تصل إلى السوق في شكل عشوائي والتي تعكس في سعر الورقة المالية، ومنه يمكن القول أن السوق يتبع حركة عشوائية إذا كان:

$$P_t - P_{t+1} = \varepsilon_t \dots \dots \dots [19]$$

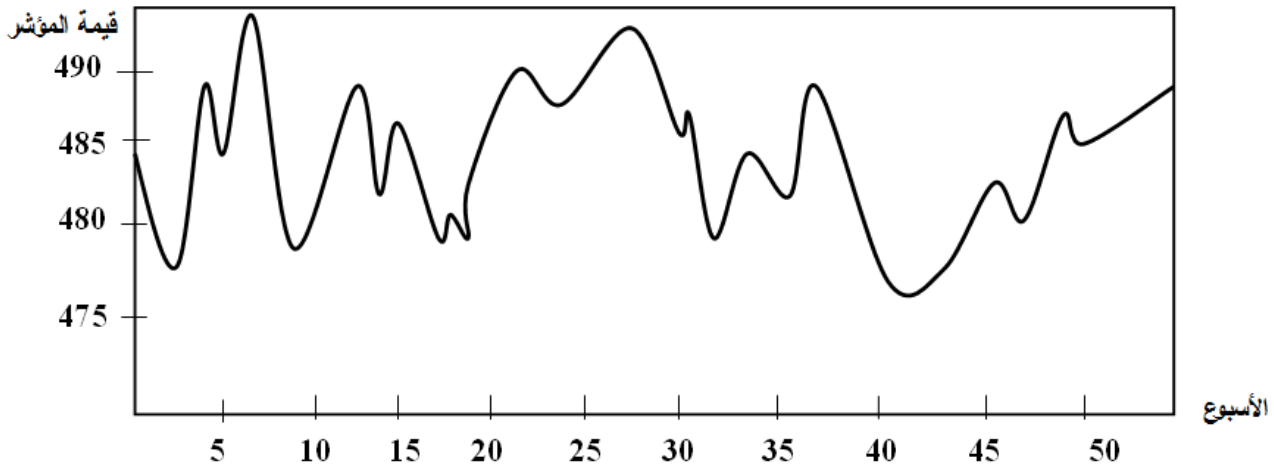
حيث:  $P_t$ : سعر الورقة المالية في الزمن  $t$ .

$P_{t+1}$ : سعر الورقة المالية في الزمن  $(t + 1)$ .

$\varepsilon_t$ : عبارة عن ضوضاء بيضاء (Bruit blanc) وهي ناتجة عن التغير في السعر والعوائد المرتبطة به نتيجة ورود معلومات حقيقية (تمس فعلا سعر الورقة المالية وعوائدها) إلى سوق رأس المال.

وفيما يلي خريطة فعلية لقيمة مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة في 52 أسبوع، والتي تظهر أن هناك حركة عشوائية في قيمة المؤشر طيلة هذه الفترة.

الشكل رقم 2: خريطة فعلية لقيمة مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة في 52 أسبوع



المصدر: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2007، ص 516.

### 3.2 الحركة العشوائية للأسعار والأشكال المختلفة لكفاءة سوق رأس المال

بعد أن قمنا بإعطاء نظرة شاملة عن ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار، سوف ننتقل الآن لدراسة العلاقة بينها وبين المستويات الثلاثة لكفاءة سوق رأس المال.

أ- الحركة العشوائية للأسعار والشكل الضعيف لكفاءة سوق رأس المال: كما سبق وأن أشرنا إلى أن فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال تقضي بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت فيه في الماضي [20]. وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى فهذه الصيغة ترفض رفضاً تاماً البناء النظري الذي يقوم عليه التحليل الفني (وهو أحد أساليب تقييم الأسهم يقوم على أساس التوقع بمستقبل حركة الأسعار بناءً على المعطيات التاريخية لها عن طريق استنتاج نمط أو اتجاه لهذه الحركة).

ويعرف الشكل الضعيف لكفاءة سوق رأس المال بنظرية الحركة العشوائية للأسعار (Random walk theory) لأن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد وأن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي، أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار [21].

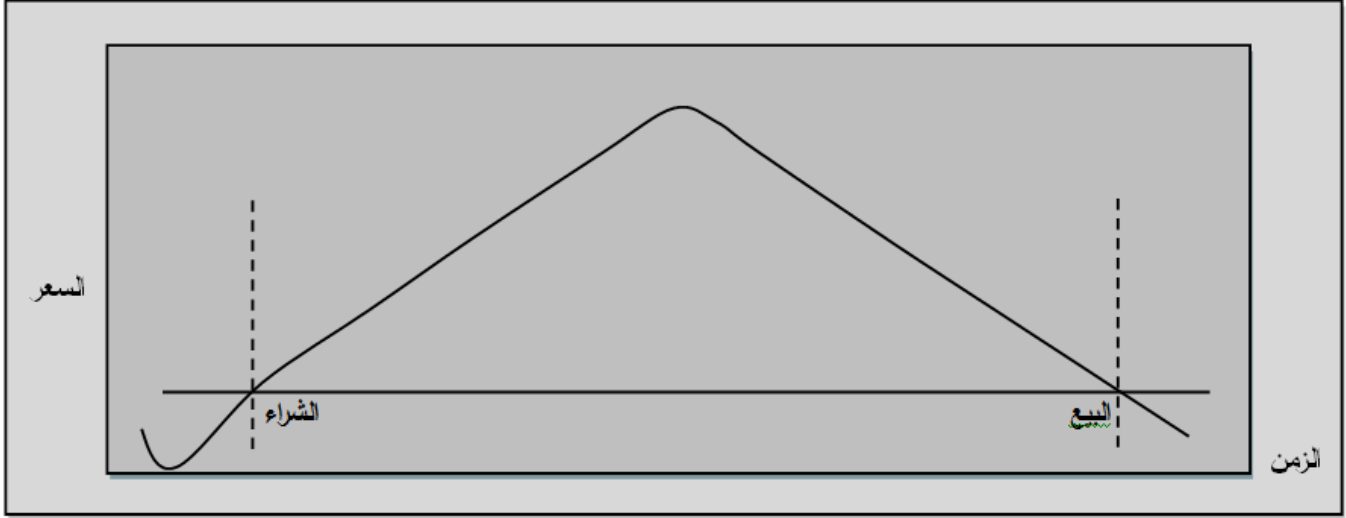
ويخضع هذا الفرض لكفاءة سوق رأس المال لثلاث اختبارات هي:

- سلسلة الارتباطات (SERIAL CORRELATIONS): حيث يتم قياس معامل الارتباط بين التغير في سعر سهم معين خلال فترة زمنية معينة على أن تكون هذه الفترة قصيرة، وذلك لإثبات نظرية الحركة العشوائية للسوق ويتم استبعاد المدى الطويل لاستبعاد احتمال وجود نمط معين لاتجاه الأسعار، غير أن السبب الرئيسي للاعتماد المدى القصير هو تناسب ذلك مع المدة التي يحاول فيها المستثمر التنبؤ بالأسعار المستقبلية بناءً على المعلومات الماضية في البورصات نتيجة للملاحظات التجريبية التي يقومون بها، وفي هذا الصدد توجد عدة دراسات أبرزها التي قام بها KENDALL (1953)، والتي أظهرت أن التغيرات المتتالية لمؤشر الأسهم المسعرة في بورصة لندن خلال الفترة (1928-1938) كانت مستقلة تماماً، وقد أكدت مجموعة من التجارب هذه النتيجة في السوق الأمريكي إضافة إلى اختبارات الارتباط الذاتي الاحصائية التي قام بها COOTNER (1964)، حيث خلصت كلها إلى أن معاملات الارتباط الذاتي بين التغيرات المتعاقبة للأسعار ضعيفة جداً مع العلم بأن هذا المعامل يكون مساوياً للصفر إذا كانت التغيرات المتتالية عشوائية [22]، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل 3 الممثل لتغيرات سعر ورقة مالية خلال فترتين متتاليتين (T) و (T+1).



أما المجموعة الثانية فهي قواعد الأسواق الدورية والموسمية (MARKET CYCLES AND SEASONALITY) ومن بينها تلك التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها كذلك ما يقضي بأن أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة، والشكل التالي يوضح ذلك

الشكل رقم 5 : قواعد التحليل الفني

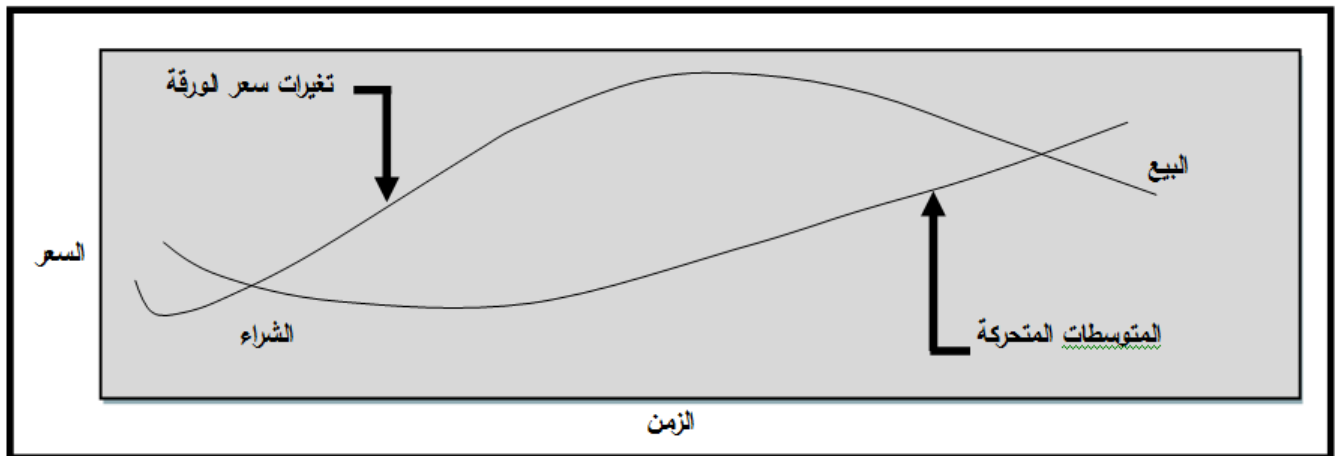


المصدر: بلجبلية سمية، مرجع سبق ذكره، ص 40.

- أما المجموعة الثالثة والرابعة فتعتمد على المتوسط المتحرك، حيث يعتبر الفنيين أن أسعار الأسهم تميل الى التحرك في اتجاه معين. وفي محاولة للوقوف على هذا الاتجاه عادة ما يقومون بحساب المتوسط المتحرك لسعر السهم خلال فترة زمنية عادة ما تكون 30 أسبوع، بل وقد يقومون بحسابه كل 10 أسابيع للوقوف على طبيعة الاتجاه في المدى المتوسط.

ولتوضيح فكرة المتوسط المتحرك سنفترض أننا بصدد حسابه لفترة عشرة أسابيع، في هذه الحالة يتم حساب متوسط السعر عن آخر عشرة أسابيع ( على أساس سعر الاقبال في نهاية الأسبوع) وذلك بإيجاد مجموع السعر خلال تلك الفترة ثم قسمته على 10 للحصول على المتوسط، وفي نهاية الأسبوع الثاني يضاف سعر هذا الأسبوع بينما يستبعد سعر أول أسبوع في السلسلة الزمنية، ويتم حساب المجموع ثم يقسم على 10 وهكذا، وتعتبر نقطة تقاطع المنحنى البياني الممثل لتغيرات سعر الورقة المالية مع المنحنى البياني للمتوسطات المتحركة المحسوبة على أساس هذه التغيرات الأساس الذي يتخذ على إثره قرار الشراء أو البيع، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم 6: تقاطع منحنى سعر الورقة المالية مع منحنى المتوسطات المتحركة



المصدر: بلجبلية سمية، مرجع سبق ذكره، ص 41.



من الشكل نلاحظ أن نقطة الشراء يتم تحديدها بتقاطع المنحنى البياني الممثل لتغيرات الورقة المالية المتجه نحو الصعود مع المنحنى الممثل للمتوسطات المتحركة وبالتالي فهي نقطة الشراء والأسعار بعد هذه النقطة ستتجه الى الارتفاع، أما نقطة البيع فيمكن تحديدها حين يتجه المنحنى البياني الممثل لتغيرات سعر الورقة المالية الى الانخفاض ثم يلتقي مع المنحنى البياني للمتوسطات المتحركة.

- **اختيار الأنماط الطارئة:** يعترف أنصار هذا المدخل بأن التغيرات السريعة قد تكون عشوائية معظم الوقت، إلا أنها قد تأخذ من أن الى آخر نمطا معيناً يمكن اقتفاء أثره، وللتأكد من مدى إمكانية حدوث ذلك يمكن استخدام اختبارات التغير في اتجاه الأسعار التي تهدف الى معرفة عدد المرات التي حدث فيها التغير في اتجاه الأسعار، وطول الفترة في كل مرة [25].

هذا وقد يكون من المناسب الإشارة الى ما خلص إليه Fama (1970)، بعد مراجعة شاملة لدراسات سابقة لاختبار صيغة الفرض الضعيف، فلقد أشار الى أن التغيرات السريعة في المستقبل لا ترتبط بالتغيرات السريعة في الماضي أو الحاضر، وبناء عليه لا يمكن للمضاربيين أن يحققوا أرباحاً غير عادية، من جراء قيامهم بتحليل الحركة التاريخية للأسعار، هذا يعني بالقطع تأييد لصيغة الفرض الضعيف [26].

**ب- الحركة العشوائية للأسعار والشكل المتوسط لكفاءة سوق رأس المال:** لقد سبق وأن أشرنا الى أن فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق رأس المال تقضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور (المعلومات العامة) أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات، سواء كانت عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الشركة (التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور).

وتعتبر سرعة انعكاس المعلومات على الأسعار هي أساس معرفة مدى كفاءة سوق رأس المال عند هذا الشكل، فإذا كان تعدل الأسعار فوري فإن سوق رأس المال كامل الكفاءة في شكله المتوسط.

وقد اختلفت الدراسات في اختبارها صيغة الفرض المتوسط حيث أثبت بعضها سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر لأن يحقق عائد متميز على حساب الآخرين (Pearce & roley 1988)، في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الواردة للسوق وتحقيق أرباح غير عادية [27].

لكن يبقى أنه كلما زادت سرعة انعكاس المعلومات على أسعار الأوراق المالية كلما زادت درجة كفاءة سوق رأس المال (أي أن حركة الأسعار ستكون عشوائية) عند هذا الشكل والعكس صحيح.

**ج- الحركة العشوائية للأسعار والشكل القوي لكفاءة سوق رأس المال:** كما سبق وأن أشرنا الى أن فرضية الصيغة القوية لكفاءة سوق رأس المال تقضي بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور (Public information) إضافة الى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم وكبار المتعاملين فيها (Insiders) [28].

ولقد اختلفت صيغة الفرض القوي بطريقة غير مباشرة، من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين، يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح للجمهور بذات السرعة وهم المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية، إضافة الى المديرين وكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم المالية في أسهم الشركة التي يعملون فيها، وقد أظهرت هذه الاختبارات ما يلي: [29]

- بالنسبة للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار كشفت دراسة Cumby & Glen (1990)، عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة تلك المؤسسات على تحقيق عائد يفوق ذلك الذي يمكن أن يحققه مستثمر بسيط، في حين أن دراسة Viet & Cheney (1982)، قد أوضحت عدم قدرة تلك المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في المستقبل، وهو ما يحمل في طياته عدم توفر ميزة خاصة لتلك المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية.

- أما بالنسبة للمؤسسات المتخصصة في التحليل والتي يعتقد أنه من خلال اتصالاتها وقدرتها الفنية يمكنها تحقيق السبق في امتلاك معلومات ذات قيمة قبل غيرها، فإن الدراسات قد كشفت أيضاً عن عدم قدرتها على تحقيق أرباح غير عادية Dimson & March (1984)، بل وأن قدرتهم على تقدير القيمة الحقيقية للسهم لا تتسم بالدقة في كثير من الأحيان.

- وأخيراً فإنه بالنسبة للدراسات الخاصة بالعائد الذي يحققه كبار العاملين من وراء الاتجار في الأوراق المالية التي تصدرها الشركة التي يعملون فيها، فتكاد تجمع على أن هؤلاء العاملين يحققوا بالفعل أرباحاً غير عادية (E.G.Seyun 1988, Rozeff & Zaman 1988, Born 1988).

وعليه يمكن القول أن الشكل القوي هو أعلى درجات كفاءة أسواق رأس المال، ويمكن أن نؤكد أنه غير محقق في الواقع العملي، طالما أن هناك فئة من المستثمرين تتفوق على غيرها في الحصول على المعلومات وتحليلها ومنه تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين لا تتاح لهم هذه المعلومات، وبالتالي فإن حركة الأسعار في هذا الشكل من كفاءة أسواق المال ستكون غير عشوائية باعتبار أن هناك فئة من المستثمرين يمكن لهم التنبؤ بالأسعار في الفترة القريبة المستقبلية.

## 4 نظرية الإشارة كآلية للمساهمة في رفع كفاءة أسواق رأس المال

سبق وأن أشرنا الى أن حركة الأسعار في الشكل القوي من كفاءة سوق رأس المال تكون غير عشوائية بسبب وجود فئة من المستثمرين يمكن لهم التنبؤ بالأسعار في الفترة القريبة المستقبلية، وعلى هذا الأساس جاءت نظرية الإشارة لكي تساهم ولو نسبياً في معالجة هذه الفجوة لعدم كفاءة سوق رأس المال.

### 4.1 مفهوم نظرية الإشارة (SIGNAL THEORY):

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية الى الكاتب ROSS (1977) [30]، وقد جاءت أساساً لتخفيف مشكل عدم تماثل المعلومات (INFORMATION ASYMMETRY) بين المسيرين والمستثمرين، ولتوضيح ذلك سوف نستعين بالمثل الشهير ل GEORGE AKERLOF، من خلال مقاله الأساسية (L'ARTICLE FONDATEUR 1970)، حول سوق السيارات المستعملة (LE MARCHE DE LEMONS)، حيث إذا قرر شخص ما بيع سيارته يكون السؤال المطروح لماذا سيبيع هذا الشخص سيارته؟ وستكون لدينا عدة إجابات من بينها أن السيارة لم تعد تعمل بشكل جيد، صاحب السيارة بحاجة الى أموال...إلخ، وبالتالي سيعمل البائع على إقناع المشتري عن سبب بيعه لسيارته، أي يقوم بإرسال إشارة للمشتري [31].

وبإسقاطنا لهذا المثال على سوق رأس المال وذلك بافتراض المسير هو البائع والمستثمر هو المشتري، سوف نفهم جيدا أن نظرية الإشارة جاءت لكي تعالج مشكل عدم تماثل المعلومات بين كل الأطراف المهتمة بالمؤسسة (المسيرين، المساهمين والمقرضين)، أي بعبارة أخرى أن المعلومات ليست مقسمة بشكل متماثل/متناظر، ذلك أن المسيرين يحوزون على معلومات تفوق تلك التي بحوزة باقي الأطراف.

#### 4.2 نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات:

تتعلق نظرية الإشارة من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء، وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة. إذن، تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما: [32]

- أ- نفس المعلومة، غير موزعة في جميع الاتجاهات: حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
- ب- وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

وبالتالي فإن القرارات المالية التي يتخذها المسيرين لا تتوقف في حد أنها قرارات صحيحة فقط بل لا بد أن يعمل هؤلاء المسيرين على إقناع السوق بأنها قرارات جيدة وفي فائدة المؤسسة ومن ثم في فائدة المستثمرين، كما تعتبر الإشارة المرسله من طرف المسيرين للمستثمرين الوحدة الأساسية لسياسة الاتصال المالية، حيث أن هذه الإشارات ليست بسر أو بتصريح يتحمل نتائجه المتدخلون الأوائل في سوق رأس المال [33]، ولذا فإن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك وعليه، لا بد من الإشارة إلى أنه: [34]

- يتساءل المستثمر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة ؛
- يحاول فهم صورة الفريق المدير للمؤسسة وسياسته في الاتصال ؛
- يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصية في حالة نشر معلومات غير صحيحة.

#### 4.3 أهم أدوات نظرية الإشارة

تكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، إذ يمكن أن تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال، أو عن سياسة توزيع الأرباح [35]، وهي إشارات حاملة لمعاني ومعلومات تفيد في توجيه واتخاذ القرارات لمختلف الأعوان.

أ- هيكل رأس المال كأداة للإشارة: يعتبر Ross أن أي تغيير في السياسة المالية يؤدي إلى تغيير نظرة المستثمرين للمؤسسة وبالتالي تكون لدينا إشارة مرسله لسوق رأس المال [36]، ويمكن التفرقة لهيكل رأس المال كأداة للإشارة من خلال العوامل الثلاثة التي تؤثر فيه:

- نظرية الإشارة وسياسة الاستدانة: إن لجوء المؤسسة إلى الاستدانة سوف يرسل إشارة إيجابية لمختلف المستثمرين، باعتبارها مؤشر على قدرة المؤسسة على تحمل أعباء ثابتة ذات طبيعة خطيرة [37]، وفي حالة ما إذا كانت هذه الإشارة خاطئة أي أن المؤسسة ليست لديها القدرة على تسديد ديونها فإنها ستعرض لعقوبات مالية من طرف سلطات البورصة [38].

- نظرية الإشارة وزيادة رأس المال: إذا نظرنا من وجهة عدم تماثل المعلومات فإن الزيادة في رأس المال يعد مؤشرا ماليا على أن القيمة السوقية لتلك الأسهم مغال فيها، وفي ظل هذا الاعتقاد فإن المستثمرين لن يقدموا على شراء تلك الأسهم إلا بسعر أقل مما هي عليه بسبب الإشارة السلبية المستقبلية من طرف المستثمرين. نفس الشيء، يمكن أن يحدث لو أن الإدارة تدرك - دون أن يدرك المتعاملين في السوق- أن مستقبل الشركة غير مبشر، هنا يتوقع أن تسعى لإصدار أسهم عادية لجلب المزيد من المستثمرين ليتمتعوا جزء من الأثار السيئة المحتملة، مما يخفف العبء على الملاك الحاليين، وهكذا يبدو أن إصدار أسهم جديدة يرتبط في أذهان المستثمرين المحتملين بأنه فال غير حسن بسبب الإشارة السلبية التي استقبلوها [39].

ولكن السؤال الذي يطرح هنا كيف يمكن للمسيرين من زيادة رأس المال المؤسسة إذا كانوا على ثقة بأن مستقبلها يبشر بنتائج جيدة؟ مبدئيا وفي ظل عدم تماثل المعلومات فإن إصدار أسهم جديدة سوف يحمل في طياته إشارات (Signals) غير سارة، حيث سيظل المستثمرون يفسرون قرار الإصدار على أنه نتيجة لكون القيمة السوقية للسهم مغال فيها، وأن الإدارة تسعى لاستغلال المستثمرين المحتملين لصالح المستثمرين القدامى، وعلى ضوء هذا التفسير فلن يقبلوا شراء السهم بالسعر المعروف رغم أنه سعر عادل، ولتصحيح هذا الوضع فإنه من الأفضل للمسيرين اللجوء إلى الاقتراض لتمويل الاستثمارات الجديدة وفي نفس الوقت إرسال إشارات سارة لسوق رأس المال.

كما أن بيع المسيرين لمساهمتهم في المؤسسة هو إشارة سلبية بسبب توفرهم على معلومات داخلية تدل على أن قيمة التدفقات المستقبلية في ظل مخاطرة معينة ستكون أقل مما هو متوقع، والعكس في حالة ما إذا قام المسيرين بزيادة مساهمتهم وخاصة إذا ما تم ذلك عن طريق الاستدانة الخاصة، وهو ما يعد إشارة جد إيجابية بالنسبة لسوق رأس المال [40].

- نظرية الإشارة وتخفيض رأس المال (إعادة شراء الأسهم): إن عملية إعادة شراء الأسهم تتضمن تفسيرات متعددة نذكر منها: [41]

- غياب فرص الاستثمار بنسبة المرادوية المطلوبة، فالمسيرين يقومون بإرجاع الأموال للمساهمين لاستثمارها في مشاريع تعود عليهم بفائدة أكبر؛
- إشارة الخبر الجيد بحيث يعتبر المسيرين أن سعر السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية؛

وعليه فإن تخفيض رأس المال لا يؤدي إلى زيادة قيمة السهم ولكن يسمح بتجنب استثمار الأموال في مشاريع تكون مردوديتها أقل من تكلفة الأموال الخاصة، وأن هذا لا يتحقق إلا إذا نجحت المؤسسة في شراء أسهمها بسعر أقل من القيمة المتوقعة، وبالتالي فإن تخفيض رأس المال يعتبر بمثابة مؤشر إيجابي على أن المؤسسة تعمل لفائدة ولصالح المساهمين.

ب- سياسة توزيع الأرباح كأداة للإشارة: تعتبر سياسة توزيع الأرباح وسيلة من وسائل الاتصال بين المؤسسة وسوق رأس المال، فالمؤسسات ذات المرادوية العالية تبحث عن كل الوسائل والسياسات التي تحسن من صورتها مقارنة بتلك المؤسسات التي تفتقد إلى تلك الوسائل، ومن بين أهم هذه الوسائل نجد سياسة توزيع الأرباح، حيث كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة فهو إشارة على مردودية المؤسسة المرتفعة والعكس صحيح، وإذا حدث انخفاض في نسبة الأرباح الموزعة فعلى

المسيرين أن يقوموا بإقناع المستثمرين بأنها مرحلة عابرة لأسباب ما وأنها ستزول في الأجل القريب، وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح تشكل عامل معلوماتي مميز يستعمله المسيرين لإقناع المستثمرين بأن الصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة.

## 5 خلاصة

إن لكفاءة سوق رأس المال مفهومين أساسيين هما الكفاءة الكاملة التي يصعب تحقيقها، والكفاءة الاقتصادية التي يمكن تحقيقها باعتبارها تقتضي فرضاً منطقياً وهو أن جميع المستثمرين يسعون إلى تعظيم ثروتهم، هذا وفي ظل سوق رأس المال الكفاء يتوقع أن يتحقق التخصيص الفعال للموارد المتاحة، غير أن هذا يقتضي توفر مطلبين أساسيين هما كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير.

إذا تحققت فرضية كفاءة أسواق رأس المال فإن أسعار الأسهم يجب أن تكون عشوائية وهذا يعني أن تغيرات وتقلبات الأسعار (وليس مستوياتها) لا يمكن التنبؤ بها بأي حال من الأحوال باعتبار أن جميع المعلومات المتحصل عليها معكوسة في سعر الورقة المالية، وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، وأن أي معلومة تصل إلى سوق رأس المال تعدل توقعات المستثمرين في تغيير السعر، وطالما أن هناك فئة من المستثمرين يمكن لهم الحصول على معلومات خاصة وتحليلها وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية نتيجة التنبؤ بالأسعار في الفترة القريبة المستقبلية فإن حركة الأسعار ستكون غير عشوائية بسبب عدم التماثل أو التناظر في المعلومات.

وتعتبر نظرية الإشارة أداة مهمة للرفع من كفاءة سوق رأس المال، حيث تساهم في التخفيف من مشكل عدم التماثل في المعلومات بين المسيرين والمستثمرين وذلك من خلال توفير معلومات لا تتوفر لدى المستثمرين أو تصحيح بعض التفسيرات السلبية من خلال إرسال إشارات تؤدي إلى تقييم عادل لقيمة الأسهم.

## المراجع

- [1] منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2007، ص ص 489-490.
- [2] نفس المرجع، ص 490.
- [3] مفتاح صالح، معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد رقم 07، 2010، ص 182.
- [4] محمود محمد سمير، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (دراسة حالة)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2011، ص 26.
- [5] عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الاقطار العربية، العدد السابع والعشرون، 2004، ص 09.
- [6] Philippe gillet, L'efficience des marchés financiers, Economica, paris, 2<sup>eme</sup> édition, 2006, pp, 19-26.
- [7] دريد آل شبيب، عبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والإبداع : إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 2005، ص 04.
- [8] عيسى محمد الغزالي، مرجع سبق ذكره، ص 09.
- [9] نفس المرجع، ص 10.
- [10] أحمد فرج، مفهوم المعلومات، تاريخ الاطلاع: 2013/01/26، من الموقع: <http://www.ahmadfarag.bbflash.net/t49-topic>
- [11] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 132.
- [12] منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 219-238.
- [13] محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعية، مصر، الطبعة الثانية، 1997، ص 130.
- [14] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 132.
- [15] محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 132.
- [16] عيسى محمد الغزالي، مرجع سبق ذكره، ص 10.
- [17] منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 515-516.
- [18] نفس المرجع، ص 516.
- [19] Phillipe Spieser, Information économique et marchés financiers, Economica, Paris, France, 2000, p : 244.
- [20] منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 503.
- [21] نفس المرجع، ص 503.
- [22] بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم - دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة (1996-2006)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: تسيير المؤسسات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص ص 37-38.
- [23] نفس المرجع، ص 38.
- [24] منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 504-505.
- [25] نفس المرجع، ص 505.
- [26] نفس المرجع، ص 506.
- [27] محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 129.
- [28] منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 510.
- [29] نفس المرجع، ص ص 511-512.
- [30] عبد الوهاب دادن، الجدال القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد رقم 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص 319.
- [31] Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 5<sup>eme</sup> édition , Dalloz, Paris, France, 2002, p. 628.
- [32] عبد الوهاب دادن، الجدال القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 319.

- [33] شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد رقم 10، جامعة فرحات عباس سطيف، 2010، ص ص 144-145.
- [34] عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المال- الاسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد رقم 04، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006، ص ص 112.
- [35] عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، ص 319.
- [36] شوقي بورقية، مرجع سبق ذكره، ص 145.
- [37] Josée st pierre, la gestion financière des pme : théories et pratiques, presses de l'université du Québec, canada, 1999, p : 90.
- [38] شوقي بورقية، مرجع سبق ذكره، ص 146.
- [39] منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 304.
- [40] شوقي بورقية، مرجع سبق ذكره، ص 146.
- [41] نفس المرجع، ص 147.