

نموذج مقترح لمعلومات العوائد المالية

في ظل فرضية السوق الكفاء

دكتور

محمد عثمان مصطفى

نموذج مقترح لمعلومات العوائد المالية

في ظل فرضية السوق الكفاء

اشكالية البحث :

في ظل عمليات الخصخصة الجارية حالياً في بعض الدول النامية (مصر على سبيل المثال) . فلعله من المنتظر ان يحدث تطور واتساع في حجم المعاملات في سوق الاوراق المالية نتيجة لهذه العمليات ونقل ملكية اسهم وحدات القطاع العام إلى القطاع الخاص . ونظراً لان عمليات المضاربة والاحتكار وما يكتنفهما من مخاطر ، تعد من أهم ما يشغل المهتمين بالاسواق المالية ، وبخاصة مسألة احتكار المعلومات لصالح فئة من المتعاملين على حساب فئات أخرى . لذلك أصبح من الأهمية بمكان العمل على محاولة تجنب سلبيات الأسواق المالية القائمة ، والتعامل من خلال تطوير ايجابيات السوق الكفاء .

فروض البحث :

الفرض الرئيسي Main Hypothesis

إن النظريات الفكرية التي تناولها الأدب الاقتصادي والمالي عن سوق الأوراق المالية تختلف اختلافاً واضحاً بالرغم من أنها تدور حول الاجابة عن تساؤلات موحدة وهي : كيف يمكن تحديد سعر الأصل المالي ؟ وكيف يمكن أن نتوقع بأن يحقق سعر الأصل المالي أرباحاً فوق الربح التوازني ؟

الفروض الفرعية Sub-Hypothesis

١ - إن الدراسات المالية المتعلقة بإعداد المعلومات المالية والتي تخدم المستثمرين في سوق الأوراق المالية تختلف عن تلك التي تستهدف صالح مجموعة المضاربين في هذه السوق .

- ٢ - هناك حاجة الى تطوير نموذج العوائد المتوقعة فى ظل السوق الكفاء .
- ٣ - توجد مجموعة من المحددات والعوامل التى تشكل اطار الدراسات المالية فى اعداد المعلومات والتقارير المالية .

الهدف من البحث :

محاولة تطوير نموذج العوائد المتوقعة بإدخال عامل المعلومات المالية عن المخاطرة العامة ضمن النموذج ليتم بذلك تحرير احد فروض السوق الكفاء ليتلائم مع الواقع .

طريقة البحث :

فى البداية سيتعرض البحث وبشكل موجز لعدة نظريات ، اهتمت بمعالجة سوق الاوراق المالية . ثم ينتقل بعد ذلك لفروض السوق الكفاء ولنموذج العوائد المالية المتوقعة فى ظل هذا السوق على أن يقوم البحث بعد ذلك بمحاولة تطوير هذا النموذج .

خطوات البحث :

مبحث أول :

عرض نقدي للنظرية الأصولية ، والنظرية الفنية ، ونظرية السوق الكفاء .

مبحث ثان :

عرض نموذج للعوائد المتوقعة فى ظل فرضيات السوق الكفاء .

مبحث ثالث :

تطوير انموذج العوائد المتوقعة .

المبحث الأول

النظريات الاقتصادية ومعالجة سوق الأوراق المالية

لعله من المناسب فى بداية تناول فرضيات البحث أن يتم عرض موجز لأهم النظريات التى تناولها الأدب الأقتصادى فى معالجة أسواق الأوراق المالية ، وفى هذا الخصوص نعرض نظرية الأصوليين ، والنظرية الفنية ، ثم نظرية السوق الكفاء ، مع تحليل هذه النظريات ، وتقييم مدى صلاحيتها لتمثيل أسواق الأوراق المالية .

ومما يجدر ذكره أن النظريات الثلاث السابق ذكرها قد تركزت حول الإجابة على السؤالين التاليين :

السؤال الأول : كيف يمكن تحديد سعر الأوراق المالية ؟

السؤال الثانى: فى ضوء الإجابة على السؤال السابق ، هل يمكن توقع سعر الورقة المالية الذى يحقق أرباحاً فوق الربح التوازنى ؟

ويمكن تناول ما تقدم فى الجزء التالى من البحث .

١ - ١ . النظرية الأصولية Fundamentalism Theory

يتم تحديد سعر السهم أو السند وفقاً لهذه النظرية عن طريق إيجاد القيمة الحالية للعائد المتوقع (Fischer, (1979: pp.31-33 . ويفترض أنصار هذه النظرية أن سعر السهم أو السند الحقيقى فى السوق سوف يظل مساوياً لهذه القيمة الحالية المتوقعة للعائد طالما يتلقى المتعاملين فى السوق بشكل عام معلومتهم المالية من مصادر واحدة . وفى إطار العلم الكامل ، فإن الاسعار تتغير فقط إذا كانت المعلومات جديدة .

كما يقوم هذا التحليل على أساس أن الدراسة الدقيقة لكل شركة تساعد فى اختيار الأوراق المالية المقومة فى السوق بأقل من قيمتها Underpriced، وتتم عملية الاختيار من خلال القيام بتحليل على مستوى

الاقتصاد القومى ، وتحليل آخر على مستوى الصناعة ، وتحليل ثالث على مستوى الشركات .

وقد حدد أنصار هذه النظرية (Fisher & Jordan (1979, pp 78 - 79) المعلومات المالية التى يمكن أن تؤثر على عوائد الأصول المالية من حيث المصدر الذى أوجد هذه المعلومات إلى :

- معلومات عن معدل النمو الاقتصادى بالدولة ، ونسب التضخم المتوقعة ، ومن خلال ذلك يتم اختيار القطاع الذى تتزايد فيه احتمالات تحقق أرباحاً أكثر.
- معلومات عن ظهور اختراعات قد تساهم فى إجراء تخفيض فى التكاليف، أو تؤدي إلى زيادة فى الطلب على منتجات قطاع ما مما يؤثر على أسعار الأوراق المالية للشركات المنتجة لهذه المنتجات .
- المعلومات الذاتية الخاصة بالمنشأة التى تعرض أسهمها فى سوق الأوراق المالية ، مثل عرض حساب الأرباح والخسائر الخاص بها ، أو الشركات المنافسة وقدراتها المالية أو الإدارية .

١ - ٢ . النظرية الفنية Technical Theory

وهى التى يطلق عليها النظرية الاقتصادية فى تحديد أسعار الأوراق المالية ، وذلك لأنها ترى أن أسعار الأسهم والسندات تتأثر بتفاعل قوى العرض والطلب عليها ، ومن خلال دراسة اتجاهات أسعارها وكميتها فى فترات سابقة يمكن التنبؤ بالأسعار المستقبلية لها وذلك من خلال استخدام المؤشرات الإحصائية المختلفة (Briston, R. J., (1975, pp. 216 - 217) .

ويرى أنصار هذه النظرية أنه من الصعب تكوين نظرية تحليلية لتحديد أسعار الأوراق المالية بشكل مستقر ، وذلك يرجع من وجهة نظرهم إلى كثرة وتعدد المعلومات والعوامل التى تؤثر على سوق الأوراق المالية بما لا يساعد على التنبؤ بالأسعار واتجاهاتها ، وأيضاً لعدم استقرار هذه العوامل وميلها إلى التغيير المستمر فى الاتجاهات فى إطار ما يعرف بتذبذب سيكولوجية السوق .

كما يقرر أنصار النظرية الفنية بأن الأسعار فى سوق الأوراق المالية سوف يكون لها اتجاهها العام الذى يبقى طالما لم تتغير قوى العرض أو الطلب ، وحين يتغير اتجاه الأسعار فسوف يكون لذلك أثره على السوق نفسه ، وهذا يعنى أن هناك ردود فعل متبادلة بين قوى العرض والطلب وبين الأسعار . وتستخدم الخرائط البيانية Charts فى هذه النظرية لتوضيح تحركات الأسعار فى الفترات السابقة لى تعطي لقارئها مؤشرات لتحركات الأسعار مستقبلا ، وذلك بفرض أن التغيرات السعرية المتتابة تعتمد على بعضها البعض . وقبل التعرض للنظرية الثالثة وهى نظرية السوق الكفاء ، يكون من المناسب أن نقيم النظريتين السابقتين على النحو التالى :

تقييم النظرية الأصولية :

من واقع المنهج الذى تقوم عليه النظرية الأصولية من حيث استخدام المعلومات فى إيجاد القيمة الحالية للأوراق المالية والتي تتساوى مع السعر السوقى لها ، وذلك على فرض توافر معلومات كاملة لكافة المتعاملين فى سوق الأوراق المالية ، ولكن فى حالة عدم تحقق هذا الشرط وظهور حالة المضاربة على الأسعار ، فإنه يمكن اعتبارها نظرية لتحديد القيمة فقط وليست نظرية لتحديد الأسعار بسوق الأوراق المالية ، علاوة على أنها أهملت المخاطرة العامة.

تقييم النظرية الفنية :

اهتمت هذه النظرية بالجانب الفنى والعملى من خلال استخدام المؤشرات الإحصائية فى التنبؤ بأسعار الأوراق المالية ، بينما لم تحاول دراسة العوامل المؤثرة فى العرض والطلب فى تلك السوق للتوصل إلى نظرية للأسعار الخاصة بها ، ويرجع السبب فى ذلك من وجهة نظر أنصار هذه النظرية إلى كثرة المعلومات وتعددتها واختلاف مصادرها وصعوبة الربط بينها ، بشكل يجعل التوصل إلى العوامل المؤثرة فى سوق الأوراق المالية أمراً صعباً وقد أهملت المخاطرة الخاصة ، وبذلك يثبت صحة الفرض الاساسى للبحث . وترتيباً على العرض السابق يكون التساؤل الآن ما يلى :

ما هي العلاقة بين المعلومات المالية التي تبني عليها النظريتان السابقتان وبين قرارات الاستثمار داخل سوق الأوراق المالية؟ وهو ما يتم تناوله في الجزء التالي من البحث .

١ - ٣ . العلاقة بين المعلومات المالية التي تبني عليها النظريتان (الأصولية والفنية) وقرارات الاستثمار بالبورصة :

يمكن تقسيم الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية إلى فئتين رئيسيتين هما المستثمرون والمضاربون ، ومع التسليم بأن معظم القرارات الاستثمارية داخل سوق الأوراق المالية تتم بغرض تعظيم الثروة ، وذلك يمكن عن طريق تخفيض درجة المخاطرة Risk إلى أدنى حد ممكن ، وزيادة الأرباح كلما أمكن ذلك . ولكن هل القرارات الاستثمارية للتعامل في الأوراق المالية لكل من المستثمرين والمضاربين متشابهة أم يوجد بينهما اختلافات ؟ وعلى أي من النظريتين السابقتين يبنى كل منهما استراتيجيته في التعامل في سوق الأوراق المالية ؟

في واقع الأمر فإن هناك أموراً جوهرية تُعد نقاط اختلاف بين كل من المستثمر Investor والمضارب Speculator (1984, p. 6) , Amling ومن أهمها :

(أ) درجة المخاطرة : حيث ترتفع درجة المخاطرة بشكل ملحوظ بالنسبة للمضارب بالمقارنة بالمستثمر .

(ب) معدل العائد المتوقع : يرتفع عائد المضارب عن عائد المستثمر ، إذ أن العائد يعتبر دالة في المخاطرة ، فطالما أن المضارب يسعى إلى عائد مرتفع ، فإن درجة المخاطرة بالنسبة له ستكون مرتفعة أيضاً مقارنة بالمستثمر .

(ج) مدة الاحتفاظ بالأوراق المالية : يميل المستثمر في الأوراق المالية إلى الاحتفاظ بهذه الأوراق لفترات طويلة نسبياً مقارنة بالمضارب الذي يحاول التخلص من هذه الأوراق في أقصر فترة ممكنة طالما حقق زيادة في السعر ، مما ينتج عنه ميزة ارتفاع القيمة السوقية

Appreciation، وتتراوح هذه الفترة بين أسبوع أو عدة أسابيع ،
وقد تمتد إلى بضعة شهور .

وبالرابط بين نقاط الاختلاف السابقة بين المستثمر والمضارب فى سوق
الأوراق المالية ، وبين النظرية الأصولية Fundamentalism Theory
والنظرية الفنية Technical Theory نجد أن المستثمر سوف يبنى قراراته
الاستثمارية فى البورصة على قواعد النظرية الأصولية ، بينما سيأخذ المضارب
بقواعد النظرية الفنية فى تلك القرارات ، وهذا يثبت صحة الفرض الفرعى الأول
والذى يقضى بأن الدراسات المالية والتي تخدم مجموعة المستثمرين فى سوق
الأوراق المالية تختلف عن تلك التى تستهدف صالح مجموعة المضاربين فى
هذه السوق .

١ - ٤ . نظرية السوق الكفاء Efficient Market Theory

فى الواقع ، فإن السوق الكفاء هى عبارته عن مجموعة من الافتراضات
التي ارتكزت عليها عدة نظريات أو مدارس فكرية أو نماذج ان صح التعبير
والنظريات السابقة وغيرها مثل نموذج ويليام شارب (١٩٦٤) ونموذج تسعير
الاصول الرأسمالية تعتمد على بعض هذه الفروض ومن جهة اخرى ومن خلال
استقراء الكتابات التى تناولت موضوع أسواق الأوراق المالية يمكن القول بأن
هناك خطأ بين مفهومى نظرية السوق الكفاء وبين أسواق الأوراق المالية
المثالية ، حيث تعبر فكرة الأسواق المثالية عن الأسواق التى تتصف بتوافر
المعلومات الكاملة وبدون أية تكاليف ، مع وجود ظروف المنافسة الكاملة فى
العرض والطلب بهذه السوق (Weston & Brigham, 1981, p. 572) ،
بينما ينظر إلى كفاءة السوق بأنها ليست كفاءة مطلقة ، ولكنها مشروطة فى
حدود قدر متاح من المعلومات لكافة المتعاملين بهذه السوق .

ومما يجدر ذكره أنه نتيجة لنمو حركة الاستثمارات فى الأسهم فى
الاقتصاديات العالمية فإن فرض السوق الكفاء سيعيد مجالاً واعداءً لأبحاث
اقتصادية كثيرة منذ بدء الثمانينات من هذا القرن ولمدة طويلة Beaver
(1981: p. 217) وذلك يرجع للأسباب التالية .

(أ) ما يتردد بين خبراء المال والاستثمار فى أسواق الأوراق المالية من أنه يمكن تحقيق أرباح غير عادية من خلال تحسن أساليب تحليل المعلومات المتاحة فى سوق الأوراق المالية ، وقد ساعد على ترويج هذه الفكرة رغبة الخبراء فى أسواق المال فى تحقيق أرباح غير عادية عن طريق شراء أوراق مالية يقل سعرها بشكل مؤقت عن قيمتها ، وبشراء هذه الأوراق والاحتفاظ بها إلى أن تتحسن الأسعار فى السوق المالية يمكن بيعها عند ذلك وتحقيق الأرباح الاستثنائية .

(ب) انتشار فكرة مؤداها أنه باستطاعة إدارة الشركات تضليل المستثمرين ومستخدمى القوائم المالية من خلال اتباع طرق وسياسات مالية من شأنها التلاعب فى أرقام الأرباح المعلنة ، وذلك قد يكون لبواعث مختلفة، فعلى سبيل المثال إذا كانت مكافآت مجلس الإدارة مرتبطة بتحقيق الأرباح، فعند ذلك يكون للإدارة بالشركات أن تختار من الطرق المالية المقبولة قبولاً عاماً ما يحقق أهدافها الخاصة .

وفى الواقع فإن سوق الأوراق المالية تعد كفاءً إذا كان سعر الورقة المالية عند أى نقطة زمنية يعكس - وبشكل عام - المعلومات المتاحة عن هذه الورقة ، بمعنى أن يكون سعرها عادلاً لأنها تولد عائداً يتلاءم مع مخاطر شرائها ، وأن هذا السعر يتغير مع أى معلومات جديدة ذات علاقة بها للمحافظة على التوازن بين عائدها ومخاطرها ، بحيث يتعذر على أى متعامل أن يحقق أرباحاً غير عادية من معرفته بأية معلومات أخرى ذات علاقة أثناء تعامله فى تلك الورقة ، وهناك شروط أساسية ينبغى توافرها لتحقيق الكفاءة فى هذا السوق (Black & Hirt (1983, p. 391) ومن أهمها :

١ - أن السوق يجب أن تتألف من مشاركين متعددين بحيث لا يملك أى منهم نصيباً زائداً فيها .

٢ - إمكانية حصول أى متعامل بالسوق على المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة بسهولة وبأقل التكاليف .

- ٣ - أن التغييرات والتطورات التي تطرأ على الاقتصاد وعلى السياسة والتغييرات الاجتماعية أيضا يجب أن تؤخذ جميعها في الاعتبار بشكل سريع في عمليات سوق الأوراق المالية .
 - ٤ - أن تكون تكاليف القيام بالعمليات من بيع وشراء منخفضة .
 - ٥ - أن تكون سوق مستمرة بشكل عام .
 - ٦ - أن تكون الشركات التي تتألف منها السوق شركات قوية .
 - ٧ - أن تكون التشريعات والتعليمات التي تنظم عمل السوق ملائمة بحيث تكفل حسن سير العمل بسرعة وسهولة .
 - ٨ - دقة الاعلام المالى عن المعلومات المهمة ذات العلاقة بنواحي النشاط فى الشركة .
 - ٩ - أن تكون الاتصالات سريعة ودقيقة وذات أنظمة فعالة .
- ويكون التساؤل الآن هو : إلى أى مدى يمكن أن تتحقق هذه الشروط فى الواقع الفعلى بحيث يمكن أن يكون النموذج العام للعوائد المتوقعة ممثلا لأسواق رأس المال الكفاء ؟ وهذا ما سيتم تناوله فى الجزء التالى من البحث .

المبحث الثاني

نموذج العوائد المتوقعة وفرضية السوق الكفاء للأوراق المالية

حتى يمكن الإجابة على التساؤل السابق سيعرض البحث نموذج العوائد المتوقعة Expected Revenues والذي يبنى على أسس اقتصادية فى التعبير عن السوق الكفاء للأوراق المالية باعتبارها سوقاً مثالية . وتتضمن هذه المثالية فرضاً مؤداه أن أثر المعلومات سوف ينعكس بشكل محدد وفورى وتلقائى على أسعار التوازن ، وعلى ذلك فإن التوزيعات العشوائية حول سعر التوازن سوف تكون متماثلة عبر الزمن .

وقد صيغ هذا المفهوم فى إطار نظرية المسار العشوائى والممثلة فى

المعادلة التالية :

$$(1) \quad F(R_{j,t+1}/I_t) = F(R_{j,t+1})$$

حيث :

$$R_{j,t+1} = \text{العائد بالنسبة لفترة واحدة معبراً عنه بنسبة مئوية .}$$

$$R_{j,t+1} = (P_{j,t+1} - P_{j,t}) / P_{j,t}$$

$$P_{j,t} = \text{سعر الأصل المالى فى الفترة الحالية}$$

$$I_t = \text{الرمز العام لأى فئة من المعلومات المفترض انعكاسها كاملة}$$

على السعر فى اللحظة " t " .

$$F = \text{دالة الكثافة والنسبة التى يفترض ثباتها خلال الفترى الزمنية " t "$$

وقد ظلت نظرية المسار العشوائى لفترة طويلة معبرة عن كفاءة سوق

رأس المال ، غير أنه لكون هذه النظرية لم تبنى على نظرية اقتصادية طورت

مسبقاً ثم أجريت عليها اختبارات تطبيقية ، ولذا فإن الدراسات الاقتصادية

التطبيقية التى أعقبت هذه النظرية أشارت إلى فرضيات أكثر عمومية مما يسمح

به المسار العشوائى ، ومن ذلك الدراسة التى قام بها كل من

حيث Mandelbort(1966,pp.242-255),Samuelson(1965,pp.4-49)

طورا نموذج العوائد المتوقعة ، وأصبح يعبر عنه بالصيغة الرياضية التالية:

$$(٢) \quad E\left(\tilde{P}_{j,t+1}/I_t\right) = \left[1 + E\left(\tilde{R}_{j,t+1}/I_t\right)\right] P_{j,t}$$

حيث :

E = هي عامل القيمة المتوقعة .

$R_{j,t+1}, P_{j,t+1}, \tilde{P}_{j,t+1}, \tilde{R}_{j,t+1}$

هي متغيرات عشوائية عن الفترة الزمنية (t)

وتوضح هذه المعادلة ما يلي :

• أن القيمة المتوقعة $\left(\tilde{P}_{j,t+1}\right)$ هي متغير عشوائي تعتمد قيمتها على قيمة

الحالية $\left(P_{j,t}\right)$ بالإضافة إلى القيمة المتوقعة للمتغير العشوائي

$\cdot \left(R_{j,t+1}\right)$

• يوضح النموذج بالمعادلة (٢) كيف تتم عملية تغير السعر $\left(P_{j,t+1}\right)$

بواسطة الطلب والعرض والذي يقوم $\left(P_{j,t}\right)$ حتى تصل إلى $\left(P_{j,t+1}\right)$

وذلك من خلال استخدام $\left(I_t\right)$.

• يعتمد $\left(P_{j,t+1}\right)$ على مكونات $\left(I_t\right)$ وعلى القدرة على ترجمة تأثير هذه

المكونات على $\left(P_{j,t}\right)$ من خلال نموذج العوائد المتوقعة ، ويتم بذلك تحديد

عائد التوازن الخاص بنموذج العائد المتوقع المختار .

ومن المعادلة (١) ، (٢) نلاحظ أن نموذج المسار العشوائي كما هو

موضح في المعادلة (١) يعتبر حالة خاصة ومقيدة للنموذج العام للعوائد

المتوقعة كما هو في معادلة (٢) والذي يعد أكثر من حيث الواقعية بعيداً عن

الشروط المثالية لتحقيق السوق الكفاء للأوراق المالية .

وبعد عرض نموذج العوائد المتوقعة كما في معادلة (٢) نعود للإجابة

على التساؤل عن الدرجة التي يمكن عندها توافر المعلومات في سوق الأوراق

المالية بما يمكن المتعاملين في هذه السوق من التعامل بكفاءة وسرعة ودون

تحيز ، وألا تؤدي تكاليف المبادلة المالية إلى حجب انعكاس المعلومات المتاحة بشكل كلى على الأسعار عند حدوث التبادل ، وفى هذا الخصوص يلاحظ أن الدراسات الميدانية قد قسمت أنماط الكفاءة فى أسواق رأس المال **Forms of Capital Market Efficiency** من حيث قابليتها وسرعة انعكاسها على أسعار الأسهم والسندات إلى ثلاثة مستويات هى الكفاءة الضعيفة والكفاءة شبه القوية ، والكفاءة القوية ، ويتناول البحث ذلك فى الجزء التالى .

٢ - ١ - ١ . الكفاءة الضعيفة **Weak Efficiency**

ويعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية فى إطار هذا المستوى من خلال قائمة معلومات عن الأسعار والعوائد خلال سلسلة زمنية لفترات سابقة ، ويمكن من خلال معلومات هذه السلسلة الزمنية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية المعروضة بالبورصة بحيث لا يستطيع أى من المستثمر أو المضارب أن يحقق أرباحاً غير عادية من خلال انتقائه للأوراق المالية عن طريق تحليل الأسعار الماضية **Fama & Eugene (1970, pp. 387 - 392)** إلا أنه مازال أمام المستثمر أن يحسن من اختياره باستخدام معلومات إضافية من القوائم المالية المتاحة إضافة لما تدل عليه الأسعار خلال الفترات السابقة .

٢ - ١ - ٢ . الكفاءة شبه القوية **Semi-strong Efficiency**

وتعنى الكفاءة شبه القوية أنه لا يمكن للمستثمرين أو المضاربين أن يحققوا أرباحاً غير عادية من خلال المؤشرات المشتقة من المعلومات المتاحة بشكل عام مثل التقارير السنوية للشركات ، والتقارير الاستشارية ، والبيانات المالية التى تنشرها الصحف عن سوق الأوراق المالية بشكل دورى . ويرجع السبب فى المقولة السابقة إلى أن المعلومات عن الفترات الماضية قد قامت بدورها فى صياغة الأسعار الحالية بسوق الأوراق المالية ، وبذلك لا يمكن الاعتماد عليها فى التنبؤ بالأسعار المستقبلية ، وذلك لأن الأسعار الجارية لا تتغير إلا عند وصول معلومات جديدة غير متاحة فى الوقت الحالى . إلا أن هذه النظرية لم تنف بشكل مطلق إمكانية تحقيق أرباح غير عادية ، وربطت ذلك بإمكانية الحصول على معلومات غير متاحة لمجتمع السوق المالية

ككل ، وتدخل هذه النوعية من المعلومات فى إطار ما يعرف بالمعلومات الداخلية الخاصة .

٢ - ١ - ٣ . الكفاءة القوية Strong Efficiency

وفى إطار هذا المستوى من الكفاءة يفترض بأنه لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على أى مصدر من مصادر المعلومات بما فيها الأطراف الداخلية بالشركات التى يكون فى استطاعتها الحصول على معلومات داخلية قد لا تكون متوافرة لعامة المتعاملين بسوق الأوراق المالية . ويرجع ذلك من وجهة نظر هذا المستوى من الكفاءة إلى أن المنافسة بين الأطراف المتعاملة سوف تدفع بالأسعار فى اتجاه التوازن مما ينفى احتمال تحقيق أرباح غير عادية تدفع بالأسعار فى اتجاه التوازن مما ينفى احتمال تحقيق أرباح غير عادية هذا (Fama & Eugene (1970, pp. 1 - 21). وعلى الرغم مما يقرره هذا المستوى من الكفاءة ، إلا أن الدراسات الميدانية التى تمت فى شأن تحليل قائمة للمعلومات فى ظل الاختبار القوي (Niedeshoffer & Osborne (1966, pp. 897 - 916 أوضحت أن نموذج السوق الكفاء تعاني من وجود الإخصائيين Specialists فى البورصات، وكذلك ، من مديري وأعضاء مجالس الإدارات بالشركات ممن يستطيعون تحقيق عوائد عالية غير عادية نتيجة استخدام ما لديهم من إمكانيات .

وبالرغم من الادعاء بأن نموذج السوق الكفاء يقوم على أساس أن أسعار الأوراق المالية بالسوق سوف تعكس عند أى لحظة من الزمن كافة المعلومات المتوافرة ، إلا أنه يمكن تسجيل عدة ملاحظات على ذلك ، وهى :

١ - أن سوق الأوراق المالية نتيجة ما تعانيه من تواجد المحللين الماليين المتخصصين ، وأعضاء مجالس إدارات الشركات بين عامة المتعاملين فى ظل فرضية السوق الكفاء ، فإن من شأن ذلك أن تتمكن هاتان الفئتان من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة تمكنهما من القيام بعمليات المضاربة Speculation على الأسعار .

٢ - سوف تميل الفئتان السابق ذكرهما أنفا إلى المضاربة على الأسعار فى سوق الأوراق المالية لأسباب موضوعية من أهمها :

- المسئولية المحدودة لحملة الأسهم فى خسائر الشركة .

• أن غالبية الأسهم تكون لحامله مما يسهل عمليات التبادل الفوري لها .
• يستطيع المساهم بالأسهم أن يمتلك أسهما في شركات متعددة ، وبذلك يتمكن من توزيع المخاطرة على محفظة الأوراق المالية الخاصة به على عدة شركات .

• أن المساهم سيسعى إلى تحقيق أكبر عائد من عمليات التبادل من خلال التقلبات السعرية بسوق الأسهم أكثر من اهتمامه بالمركز المالي للشركة التي ساهم فيها .

• عند تصفية الشركات يأتي دور المساهم في ذيل قائمة المستفيدين مما يتبقى من أصول الشركة .

٣ - نتيجة وجود مجال لحدوث المضاربة على أسعار الأوراق المالية كما هو موضح في ظل فرضية السوق الكفاء ، فإن من شأن ذلك أن يؤدي إلى سوء توزيع الثروة .

٤ - أن إتاحة الفرصة لوجود مضاربة في سوق الأوراق المالية في إطار فرضية السوق الكفاء سوف يشجع الفئات المتخصصة في عملية المضاربة هذه أن تجمد جزءاً من مواردها المالية لتمويل عمليات المضاربة وصرفها عن دورها المطلوب في القطاعات الإنتاجية ، وبما يعنى في النهاية وجود قصور في عملية التخصيص الأمثل للموارد على المستوى القومي .

٥ - أن تفتح عملية المضاربة هذه إلى تزايد معدلات الصعود والهبوط في أسعار الأوراق المالية بطريقة غير موضوعية مما يفقد استخدام هذه الأسعار كمؤشر عن القيمة الحقيقية للشركات المتعاملة بالسوق .

وترتيباً على عرض الملاحظات السابقة عن السوق الكفاء للأوراق

المالية ، يكون من المناسب عرض التساؤلين التاليين :

التساؤل الأول : هل يمكن اعتبار أن نموذج العوائد المتوقعة كما في معادلة (٢)

معبراً كاملاً عن حالة السوق الكفاء ؟

التساؤل الثاني: عن مدى حساسية سوق الأوراق المالية لاستقبال المعلومات والتي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية المطروحة بتلك السوق ؟

ونبدأ الإجابة على التساؤل الثاني كمدخل لإجابة التساؤل الأول ، وفي هذا المجال وللتدليل على حساسية سوق الأوراق المالية لاستقبال المعلومات والتي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم المتداولة بها نعرض أثر المعلومات على بورصة نيويورك والتي أدت إلى أزمة يوم الاثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ والذي عرف بالاثنين الأسود ، Lee.S.(1988,p.8); Bull Run,(1989,p.109) ، (1989, pp.16 - 18) Prennas & Farrell ، الخضراوى (١٩٨٨ ، ص ص ١٧ - ٤١) ، ومن أهم هذه المعلومات ما يلي :

١ - الموافقة على إجراء تغيير فى نظام الضرائب فى ١٣ أكتوبر يحد من عمليات دمج الشركات وكان من شأن الإعلان عن عمليات الدمج هذه أن يرفع أسعار أسهم الشركات فى سوق الأوراق المالية .

٢ - ونشرت أنباء عن رفع معدلات الفائدة ، كما أعلن عن عجز غير متوقع فى الميزان التجارى الأمريكى فى ١٤ /أكتوبر ، والذي أدى إلى انخفاض قيمة الدولار ، وكان لهذه المؤثرات مجتمعة أثر على هبوط مؤشر "Dow - Jones" المستخدم فى بورصة نيويورك كمقياس عن حركة التعامل فى أسعار الأسهم بحوالى ٩٥ نقطة .

٣ - وجه وزير الخزانة الأمريكى " جيمس بيكر " فى ١٥ أكتوبر نقداً إلى السياسة النقدية لألمانيا الغربية ، وهددت أمريكا بعدم التدخل للدفاع عن الوضع المتدهور للدولار ، مما أكد على حقيقة الاتجاه فى رفع معدلات الفائدة ، وهبط مؤشر "Dow-Jones" بمقدار ٥٧ نقطة جديدة .

٤ - تدمير ناقلة بترول أمريكية فى ١٦ أكتوبر بواسطة إيران ، مما ألقى بالكثير من المخاوف بين عامة المتعاملين فى سوق الأوراق المالية من توقع أحداث لها آثار مالية عكسية فأدى ذلك إلى هبوط المؤشر المذكور بمقدار ١٠٨ نقطة .

وهكذا نلاحظ أن مؤشر "Dow-Jones" سجل في ثلاثة أيام ١٤ - ١٦ أكتوبر ١٩٨٧ انخفاضاً قدره ٢٦٠ نقطة ، مما انعكس في شكل انخفاض واضح في أسعار الأسهم في بورصة نيويورك ، وبات المستثمرون عطلة هذا الأسبوع يستعدون للتخلص مما لديهم من أسهم خوفاً من ترقب انخفاض جديد في أسعار اسهمهم ، خاصة وأنه أعلن أثناء هذه العطلة عن استمرار رفع معدلات الفائدة في ألمانيا ، وذلك يعنى هبوط جديد في سعر الدولار ، وارتفاع مرتقب في التضخم والفائدة مما يؤثر سلباً على الأرباح المعلنة للشركات في قوائمها المالية وقد أدت حركة المضاربة في السوق إلى تسابق المستثمرين في الأسهم للتخلص مما لديهم من أسهم للتحويل إلى استثمارات بديلة - ايداعات نقدية أو سندات تضمن عائداً ثابتاً - وأدى كل ذلك إلى هبوط مؤشر " Dow-Jones " في يوم الاثنين ١٩ / أكتوبر قدره ٥٠٨ نقطة وخسائر قدرها ٥٠٠ مليار دولار .

ومن هذا يتضح أن أسعار الأسهم لها حساسية كبيرة لاستقبال المعلومات في ظل فرضية السوق الكفاء والتي تعنى بأنه إذا كان السوق كفاءً فإن كافة المعلومات المتاحة بالسوق يجب أن ينعكس أثرها على حركة الأسعار بشكل فوري .

ومن واقع حساسية أسعار الأسهم وسرعة تغيرها مع أي معلومات جديدة متاحة في سوق الأوراق المالية نعود للتساؤل الأول وهو هل يمكن اعتبار أن نموذج العوائد المتوقعة كما في معادلة (٢) معبراً كاملاً عن حالة السوق الكفاء. للإجابة على هذا التساؤل تجدر الإشارة إلى أن نموذج العوائد المتوقعة كما في معادلة (٢) السابق عرضها لا يتطلب سوقاً مثالية للأوراق المالية كما هو في معادلة (١) وذلك لأن هذا النموذج قد صيغ في إطار واقعي التحقيق في تلك السوق ، والذي أشتراط فيه :

- ضمان توافر معلومات كافية للمتعاملين في هذه السوق .
 - ألا تحظى أي فئة من المتعاملين في السوق بميزة الحصول على معلومات أفضل من غيرهم بما يمكنهم من التمتع بميزة نسبية عن غيرهم .
- ولكن وبالنظر إلى ما سبق إيضاحه من أن

السوق الكفاء للأوراق المالية كما أوضحت دراسة
Niedeshoffer & Osbrone (1966, pp. 897-916) تعاني من وجود
الإخصائيين Specialists في البورصات ، وأيضاً المتعاملين من أعضاء مجالس
إدارات الشركات ممن يتوافر لهم إمكانية الحصول على معلومات لا تتاح لعامة
المتعاملين بالسوق مما يفتح مجالاً للمضاربة على أسعار الأسهم فتحدث نذببات
سعرية غير واقعية ، ويكون بذلك نموذج العوائد المتوقعة قاصراً عن التعبير عن
السوق الكفاء . وعليه يكون قد تم اثبات صحة الفرض الفرعى الثانى .

ولقد جرت محاولات عديدة لاصلاح (تعديل) فروض السوق الكفاء
بوضع شروط جديدة تحد من المضاربة والاحتكار . وهناك دراسات أخرى رفضت
فكرة السوق الكفاء ، واهتمت بوضع تصور بديل للسوق المالى المثالى بعضها
من وجهة النظر الاسلامية . فعلى سبيل المثال نذكر كتابات كل من ،
Metwally, (1984: pp. 21 - 30) ، وتاج الدين ، (١٩٨٥ ص ٥٧ -
٧٩) حيث انتقدا السوق الكفاء وانتهى إلى انه من الأهمية بمكان للحد من
المضاربة - وضع سقف سعري، وتحديد فترة تبادل الاسهم ، ولكن الاستاذ عمر
شابرا (1984: pp. 75 - 81) Chapra, Omar اعترض ورأى أنها فكرة
غير عادلة وتضر بصغار المستثمرين ، وأضاف انه من الأهمية ألا تعكس
الأسعار فى سوق الاسهم الا الاحوال والعوامل الاقتصادية الحقيقية واقترح
بعض الضوابط لمنع المضاربة :

- ١ - منع بيع وشراء ما لا يتم ملكيته أو حيازته .
 - ٢ - الا تتم المبادلات الا بالدفع الفورى لكامل الثمن .
 - ٣ - الا يسمح بالاقتراض بفائدة .
 - ٤ - ان يمنع احتكار المعلومات المؤثرة على اسعار الاسهم .
- وبرغم وضوح موقف شابرا من تأييد للسوق الكفاء ولكن من خلال الشروط
السابق عرضها لدعم استمراريته . فإن ذلك لم يمنع بطبيعة الحال ، المفكرين فى
رفض الفكرة برمتها ووضع تصور لنموذج سوق
مالى اسلامى وقدم تاج الدين دراسات فى هذا الميدان
(1992, pp. 3 - 33) ، (Tag El-Din , (1991, pp. 49 - 66) . واعتماداً

على فرضية صهوبة توافر المعلومات لكافة المستثمرين باعتبارها الشرط
الضروري لتحقيق الكفاءة فى سوق رأس المال بسبب المضاربة أقام كل من
بوعلام والزامل (١٩٩٢ : ٢٣٥ - ٢٧١) نموذجاً للسوق المالى الاسلامى
الخالى من الربا والاحتكار والمضاربة . ويروا أنه الحل الأمثل .

ومما لا شك فيه أن محاولة بناء سوق مالى إسلامى - تعد أمنية لكل
اقتصادى مسلم . ولكن تقرير ذلك يجب أن يسبقه نظام اقتصادى اسلامى فى
كثير من الدول الإسلامية . وهذا الأمر غير واقع حالياً . لذا قد يكون من
الأسبب العمل على تطوير نموذج السوق الكفاء . حتى يكون دعماً لبرامج
التنمية والاستثمار .

التساؤل الآن : هل يمكن تطوير نموذج العوائد المتوقعة معادلة (٢)

ليستوعب المتغيرات التى ذكرت عن السوق الكفاء ؟ هذا ما يحاول البحث
تقديمه فى الجزء التالى .

المبحث الثالث

تطوير نموذج العوائد المتوقعة ليتواءم مع فرضية السوق الكفاء

اتضح من العرض السابق أن السوق الكفاء للأوراق المالية حساسة لاستقبال المعلومات مما ينعكس أثره بشكل مباشر على أسعار الأسهم المتداولة بالسوق . والسؤال الآن هو :

هل أن كل المعلومات التي تتدفق إلى السوق كلها معلومات صادقة أم أن بها جزءاً غير صادق ؟

حيث ينبه كيز (1970, p. 153) , Keznes إلى خطورة النقلص التدريجي للمعرفة الاقتصادية الحقيقية في عملية تقديم الاستثمارات ، فمن خلال ما يعانيه السوق الكفاء للأوراق المالية من وجود الاخصائيين في البورصات ، ووجود بعض من أعضاء مجالس ادارات الشركات المتعاملين بهذه السوق ممن يسعون إلى تحقيق أرباح من جراء عمليات المضاربة على أسعار الأسهم فإنه يتوقع أن تروج بعضاً من المعلومات غير الصادقة الى السوق المالية .

٣ - ١ . عوامل تطوير نموذج العوائد

يمكن تقسيم المعلومات التي ستتدفق إلى سوق الأوراق المالية إلى :

- معلومات صادقة سنرمز لها بالرمز I_t^1
- معلومات غير صادقة سنرمز لها بالرمز I_t^2
- معلومات متاحة للخاصة من المتعاملين بالسوق من أعضاء مجالس إدارة الشركات أو ما قد يتمكن الإخصائيون من الوصول إليه من مؤشرات غير متاحة وسيرمز له بالرمز I_t^3
- المعلومات التي يمكن الحصول عليها في أي وقت من الأوقات يرمز لها بالرمز I_t

وبذلك فإن :

$$(٣) \quad I_t = I_t^1 \cup I_t^2$$

$$(٤) \quad I_t^3 \subset I_t^1$$

$$(٥) \quad I_t^1 \cap I_t^2 = \emptyset$$

ووفقا لما سبق توضيحه فإن أسعار الأسهم حساسة لأية معلومات تتردد

إلى السوق في ظل فرضية السوق الكفاء ، وعلى ذلك فإنه :

• تكون أسعار الأسهم أقرب إلى المواقع مع كل زيادة في (I_t^1) وهي المعلومات الصادقة .

• تكون أسعار الأسهم بعيدة عن الواقع كلما زادت (I_t^2) وهي المعلومات غير الصادقة .

وعلى ذلك فإنه :

$$(٦) \quad I_t^1 \subset I_t^{*1} \text{ Then } E_t \left[R_{jt} / I_t^1 \right] \leq E_t \left[R_{jt} / I_t^{*1} \right]$$

$$(٧) \quad I_t^2 \subset I_t^{*2} \text{ Then } E_t \left[R_{jt} / I_t^2 \right] \geq E_t \left[R_{jt} / I_t^{*2} \right]$$

حيث :

- " R_{jt} " هي عائد السهم " z " المشتري في الوقت " t "

- " $t+1$ " هو الوقت الذي يباع فيه السهم " z "

ويلاحظ على المعادلات (٦) ، (٧) ما يلي :

أن المعلومات I_t^1 ، I_t^2 تكملان بعضهما ، وعلى ذلك فإنه :

- كلما زادت I_t^2 تزيد المعلومات الغير صادقة ، كلما كان هناك ارتفاع غير واقعي في أسعار الأسهم .

- كلما زادت I_t^1 يزيد عائد السهم " z " وتنقص I_t^2 ، ومن ثم تكون المخاطرة والتغيرير بالمستثمر العادى أقل . وهذا يعنى إتاحة المعلومات بشكل متماثل لعامة المتعاملين بالسوق ، وهو ما يظل محققا لفرضية السوق الكفاء للأوراق المالية :

ولما كان من غير المنطقى أن تبقى المعلومات الاقتصادية المتدفقة إلى سوق الأوراق المالية مجالا لأن تكون صادقة أو غير صادقة فى وقت أتاحت فيه أساليب القياس والعرض والتوصيل الحديثة إمكانيات لم تكن متوافرة من قبل ، فإنه يكون من المرغوب فيه البحث عن المؤثرات التى تتسبب فى إتاحة المجال لوجود المعلومات الغير صادقة والتى تحد من فرضية السوق الكفاء .

ولعل من أهم هذه المعلومات التى يجب توافرها امام المستثمر هى تلك المتعلقة بالمخاطرة وبتعبير آخر العلاقة بين العائد والمخاطرة المتوقعة .

٣ - ٢ . العلاقة بين عائد الأوراق المالية والمخاطرة (Risk)

من المفاهيم المستقرة لدى المستثمرين أن عائد الاستثمار فى مجال ما يتوقف على درجة المخاطرة المرتبطة بهذا الاستثمار - كلما زادت المخاطرة زاد العائد المتوقع - بما يمكن من القول بأن العائد دالة فى المخاطرة . ويمكن تقسيم المخاطر التى قد تتعرض لها الشركات إلى مخاطر عامة **Systemic Risk** ، وهى التى تحدث من مؤثرات عامة قد تشمل الاقتصاد القومى ككل ، أو إحدى القطاعات الاقتصادية التى تنتمى له الشركات ، وهناك أيضا المخاطر الخاصة **Unsystemic Risk** وهى التى ترجع إلى الظروف الخاصة بالشركة نفسها ، ومما لا شك فيه أن لكلا النوعين من المخاطر آثاره السلبية على أسعار الأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية .

ويسعى المستثمر فى الأوراق المالية إلى تجنب المخاطرة بقدر الإمكان، ويلجأ دائما عند اتخاذ قرار فى شراء أوراق مالية إلى المقارنة بين العائد المتوقع والمخاطرة المتوقعة ، لذلك يتوقع بأن يكون الاستثمار فى أوراق مالية ذات مخاطرة عالية مرتبطاً بالحصول على عائد يفوق العائد المطلوب من الاستثمار فى أوراق ذات مخاطرة أقل . وحتى يتفادى المستثمر فى الأوراق

المالية المخاطرة العالية فإن استثماراته لا تكون فى نوع واحد من هذه الأوراق، وإنما يقوم المستثمر بتشكيل مجموعة من الاستثمارات فى أوراق مالية متعددة ضمن ما يعرف بمحفظة الأوراق المالية Portfolio ، ولذلك فإن الاستثمار فى الورقة المالية لا يحتفظ بها بشكل منفرد ، وإنما تضم إلى الأصول المالية الأخرى ، ومن ثم فإن المخاطرة لأصل ما يمكن أن تتأثر بالتفاعل لنمط عوائده مع أنماط العوائد من الأصول الأخرى التى أنضم إليها الأصل (Michael & Russell, 1993, pp. 93 - 112) وعلى ذلك فإنه يمكن قياس المخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية التى تشمل محفظة الأوراق المالية عن طريق مساهمتها فى مخاطر المحفظة ككل ، وتقاس هذه العلاقة عن طريق التغيرات لعوائد الأوراق المالية مع عوائد السوق ككل .

وقد تمت دراسات ميدانية كثيرة حول قياس العلاقة بين عائد الأوراق المالية والمخاطر المرتبطة بها بهدف تحديد خط سوق للأوراق المالية ، إلا أنه يمكن القول بأن من أهم هذه الدراسات (J. Fred Weston & Eugne (1981, p. 572) التى توصلت إلى قياس هذه العلاقة هو نموذج تسعير الأصل الرأسمالى Capital Asset pricing Model (CAPM) والذى يعطينا نظرية للعلاقة بين المخاطر العامة لأصل ما ومعامل تعديل المخاطرة المطلوب . ويعبر عن ذلك من خلال خط سير الورقة المالية Security Market Line (SML) كما يلي:

$$(٨) \quad E(R_j) = \bar{R}_j = \bar{R}_f + [\beta_j (\bar{R}_M - \bar{R}_f)]$$

حيث :

$$E(R_j) = \bar{R}_j \quad \text{معدل العائد المتوقع من الورقة المالية}$$

$$\bar{R}_f \quad \text{متوسط العائد الخالى من المخاطرة}$$

$$\beta_j \quad \text{معامل بيتا للورقة المالية}$$

$$(٩) \quad \beta_j = \text{cov } \bar{R}_M, R_j \div \delta^2 R_M$$

متوسط عائد محفظة السوق الذي تنتمي اليه الورقة المالية = \tilde{R}_M

وإذا كانت المعادلة (٩) توضح التعديل في علاوة السوق للمخاطرة عن طريق قسمتها على التباين . فإنه يمكن اجراء نفس التعديل على مقياس التغيرات للمخاطرة من الورقة المالية (j) من المعادلة التالية :

$$(10) \quad \tilde{R}_j = R_f + (\tilde{R}_M - \tilde{R}_f) \beta_j$$

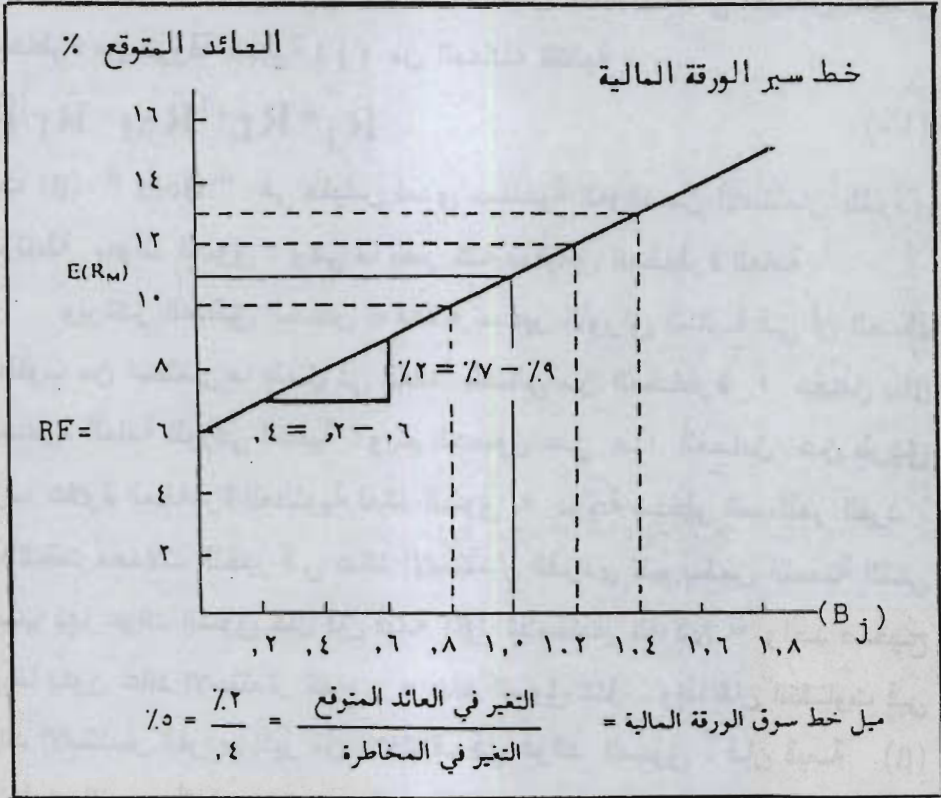
حيث (β) " Beta " هي مقياس لمدى حساسية العوائد من الاستثمار الفردي المرتبطة بعوائد السوق ، وهي ما يعبر عنه بمقياس المخاطرة العامة .

ويرتكز المنطق الخاص بمعادلة تسعير الأوراق المالية في أن العائد المطلوب من استثمار ما يتمثل في العائد الخالي من المخاطرة + معامل بدل المخاطرة العامة للورقة المالية . ويتم الحصول على هذا المعامل عن طريق ضرب علاوة المخاطرة المطلوبة لعائد السوق \times درجة مخاطر المستثمر الفرد . وإذا كانت معدلات التغير في عائد الاستثمار الفردي تتم بنفس النسبة التي تتذبذب بها عوائد السوق ككل فإن قيمة (β) للاستثمار الفردي = واحد صحيح ، وهنا يكون عائد الاستثمار الفردي = عائد السوق ككل . وإذا كان التفاوت في عوائد الاستثمار الفردي أكبر من الاختلاف في عوائد السوق ، فإن قيمة (β) للاستثمار الفردي أكبر من الواحد الصحيح ومن ثم يكون معامل تعديل المخاطرة للاستثمار الفردي أكبر من معامل تعديل المخاطرة للسوق ككل . ويوضح الشكل رقم (١) العلاقة بين درجة المخاطرة للاستثمار الفردي - المقاس بواسطة (β) ومعامل تعديل المخاطرة .

وفي هذا الشكل نلاحظ أن العائد الخالي من المخاطرة = ٦٪ فإذا استخدمنا ١١٪ كعائد متوسط في السوق للأجل الطويل فإن علاوة المخاطرة بالسوق تكون (١١٪ - ٦٪) = ٥٪ وهذه النسبة هي خط ميل سوق الورقة المالية ، وإذا كان العائد الخالي من المخاطرة ٦٪ فإن العائد بالسوق = ١١٪ أي (٦٪ + ٥٪) = ١١٪ . ويعتمد العائد المطلوب على الاستثمار الفردي على حجم (β) التي تقيس التغيرات في العوائد الفردية نسبة إلى عوائد السوق .

شكل رقم (١)

العلاقة بين درجة المخاطرة للاستثمار الفردي المقاس بواسطة
معامل (β) ومعامل تعديل المخاطرة



وهناك مقاييس اقتصادية اخرى - يمكن التعامل معها - وتهتم بقياس

المخاطر الخاصة Unsystemic Risk

١ - معدل توزيع الأرباح Dividend Payout Ratio ، ويتم تحديده عن طريق قسمة الأرباح النقدية الموزعة خلال فترة زمنية على (÷) مجموع الأرباح الصافية لنفس الفترة . مع ملاحظة أن الشركات التي تكون توزيعات أرباحها منخفضة تكون أكثر مخاطرة عن غيرها من الشركات والعكس .

٢ - معدل الرفع التمويلي Financial Leverage Ratio ، وهو متوسط المعدلات السنوية للالتزامات إلى إجمالي الأصول . ويلاحظ أن ارباح

حملة الأسهم العادية تكون عرضي للتقلب وأكثر خطراً عندما تكون الخصوم أحد عناصر الهيكل التمويلي للشركة .

٣ - نسبة السيولة Liquidity ratio ، وتحدد بمتوسط معدلات الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة ، ويعتقد أن عوائد الأصول المتداولة أقل تقلباً من عوائد الأصول غير المتداولة .

٤ - حجم الأصول Asset size ، ويتحدد بمتوسط اللوغريتمات الطبيعية لإجمالي الأصول سنويا . ويعتقد بأن الشركات ذات الحجم الكبير تكون أقل مخاطرة من الشركات ذات الحجم الصغير بالرغم من أن نظرية المحفظة الاستثمارية Portfolio Theory تفيد بأن الشركات الكبيرة الحجم تكون أكثر كفاءة عن طريق زيادة في محفظتها الاستثمارية وقد لا تكون أقل مخاطرة .

٥ - الكثافة الرأسمالية Capital Intensity ، ويتحدد بمتوسط معدلات الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول ، وكلما زادت الأصول الرأسمالية يزيد معدل الأمان وتقل المخاطرة إلا أن ذلك يكون أكثر في الشركات الصناعية التي يغلب عليها الطابع الآلي بشكل أكثر منه في الشركات الصناعية التي يغلب عليها الطابع اليدوي في العمل .

ويمكن إضافة النسب التالية كنسب إضافية مقترحة لقياس المخاطر الخاصة وأهمها :

• نسبة تغطية الأصول الثابتة ، وتقاس هذه النسبة بقسمة حقوق الملكية (÷) الأصول الثابتة ، وتعتبر الشركات التي تزيد فيها هذه النسبة عن ٦٠٪ تكون أكثر أماناً عنها في الشركات التي تقل فيها هذه النسبة عن ذلك والتي ستزيد فيها نسبة المخاطرة .

• متوسط رصيد المدينين ومدى ثبات أو تحرك هذا الرصيد ، ومتوسط فترة الائتمان حيث كلما زاد رصيد المدينين وكان يميل أكثر إلى ما يسمى بالديون الساكنة زادت نسبة المخاطرة ، كما أن زيادة فترة الائتمان ترتفع من احتمالات الخطر المرتبط بالديون ومن ثم الشركة ككل .

ومن العرض السابق يتضح أن دراسة المخاطر المرتبطة بسوق الأوراق المالية بشكل عام ، وأيضاً المخاطر الخاصة على مستوى محفظة الأوراق المالية الخاصة بالمستثمر الفرد من الأهمية بمكان الأمر الذى يضيف إلى النظام المالى للمعلومات عبء نشر المؤشرات الخاصة والعامّة عن تأثير المخاطر المختلفة على قرارات المستثمرين بتلك السوق لعامّة المستثمرين حتى تتحقق فرضية السوق الكفاء للأوراق المالية .

٣ - ٣ . الاعلام المالى Financial Information

تقوم نظرية السوق الكفاء بصفة أساسية على مقومات الاعلام المالى من حيث ضمان تدفق المعلومات المتاحة بسرعة وبشكل فوري على أسعار الأوراق المالية المعروضة فى البورصة بما لا يتيح لأى فئة من الفئات الموجودة بالسوق تفسير هذه المعلومات بشكل مختلف يؤدى إلى تحقيق أرباح غير عادية من وراء ذلك .

ويثير موضوع تدفق المعلومات إلى سوق الأوراق المالية بعدين هامين

هما :

البعد الأول :

وهو تحديد حجم المعلومات الملائم الذى يمكّن قارئ القوائم المالية وملحقاتها من الإلمام بالحقائق الهامة له دون إرباك أو لبس .

البعد الثانى :

وهو إلى أى مدى يكون هذا الحجم من الإعلام المالى متروكاً لحرية الشركة أم يكون بموجب إلزام قانونى ، و نتناول ذلك فيما يلى :

٣ - ٣ - ١ . البعد الأول : حجم المعلومات الملائم لتحقيق فرضية

السوق الكفاء :

من واقع الزيادة الملحوظة فى حجم وعدد الوحدات الاقتصادية التى نشأت فى ظل حركة النمو الاقتصادى المعاصر والتى تطرح أوراقها المالية فى البورصة ، شقّ على المستثمر العادى Normal Investor المفاضلة بين

الشركات المختلفة لاستثمار رأس ماله ، لذلك كان من المهم مساعدة هذا المستثمر عن طريق تقديم حجم المعلومات المناسبة المعروضة بشكل مَبُوب ومنظم ليتمكن من اتخاذ قراراته الاستثمارية فيقبل أو يُحجم عن شراء الأوراق المالية التي تطرحها الشركات .

والواقع أن أنظمة الشركات وحتى الأنظمة الدولية في هذا المجال لم تتفق على النوع والكم والطريقة المناسبة لعرض تلك المعلومات المالية ، فنجد أن بعضها لا يتطلب سوى عرض قوائم مالية معينة هي حساب الأرباح وقائمة المركز المالي وملحقاتها . ونظراً لأهمية هذه المعلومات فقد أدركت ذلك كثير من الدول فلم تترك عرض المعلومات المالية خاضعاً لرغبة إدارات الشركات بصفة مطلقة لأن هذا قد يؤدي إلى إخفاء حقائق هامة وبالتالي الإضرار بالمستثمرين ومن ثم المجتمع من دائنين وأفراد وهيئات وغيرهم .

ولعل المستثمر الرشيد اصبح في حاجة إلى ما يعرف بالافصاح الكافي **Adequate Disclosure** ، وهو ذلك المستوى من الافصاح الذي يمكن قارئى القوائم المالية - الأساسية أو الملحقه - من الإلمام بالمعلومات التي تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة .

وفي مجال تحديد ذلك الحجم من المعلومات الذي يحقق درجة الإفصاح الكافي المطلوبة ، فإن البحث يرى أن تشمل القوائم المالية للشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية على المعلومات التالية كحد أدنى :

١ - أن يرفق بالقوائم المالية التقليدية نتائج الأعمال للسنوات الخمس السابقة في شكل نسب مئوية مع توضيح اتجاهات التغير فيها بالرسوم البيانية ، ومعدلات التغير في الإيرادات والمصروفات عن تلك الفترة .

٢ - معدلات توزيع الأرباح في السنوات الخمس الماضية .

٣ - أى تغيير حدث في الطرق والسياسات المحاسبية خلال السنوات الخمس الماضية ، وما نتج عن ذلك من تغيرات في عناصر التكاليف ورقم نتيجة الأعمال .

٤ - معدلات الإضافات للأصول الثابتة .

٥ - معدلات الربحية للأنشطة المتعددة " إذا وجدت " .

- ٦ - التغييرات فى تكاليف الإعلان والبحوث والتطوير .
- ٧ - المعالجة الخاصة بنتائج أعمال الفروع والشركات التابعة .
- ٨ - تطور حجم المديونية ونسبة الديون الساكنة لإجمالى المدينين ، ومعدلات الديون المعدومة ، وعلاقة ذلك بنتائج الأعمال .

- ٩ - حجم المخزون السلعى وتكلفته ومدى تحركه ونسبته إلى المبيعات .
- ١٠ - بيان تحليلى عن المصروفات العمومية والإدارية ومعدلات التغير فيها .
- ومن جانب آخر لعله من الأهمية أن يكون هناك دور إيجابى للهيئة المنظمة لسوق الأوراق المالية فى مجال الإعلام المالى عن طريق إعداد مؤشر خاص بالسوق المالية المصرفية يعبر عن حركة أسعار الأسهم ، ويتم الإعلان عنه يومياً فى وسائل الإعلام بالصحف والتلفزيون ، بحيث يوضح اتجاهات أسعار الأسهم بالبورصة بشكل عام معبراً عنه بالنقط كما هو معمول به فى البورصات العاملة . كما يجب أن تنشر هذه الهيئة نشرات أسبوعية بالصحف عن مؤشرات وأسعار الأسهم المطروحة للتداول يوضح بها المعلومات التالية :

- اسم الشركة ،
 - القيمة الإسمية للأسهم .
 - القيمة المدفوعة عن السهم .
 - عدد الأسهم وعدد الصفقات المنفذة بالشركة .
 - أعلى سعر وصل إليه السهم بكل شركة .
 - أدنى سعر وصل إليه السهم بكل شركة .
 - الربح الموزع عن كل سهم .
- ٣ - ٣ - ٢ . البعد الثانى : درجة الإلزام فى الوفاء بمتطلبات الإعلام المالى :

اقتصرت المعلومات المالية المتاحة عن الشركات لفترة طويلة على ما تشمله القوائم المالية التقليدية ، ذلك أن هذه الشركات بطبيعتها لا تميل إلى زيادة المعلومات المنشورة عنها لسبب أو لآخر . غير أنه عندما أثير جدل حول نشر معلومات إضافية عن الأعمال الخاصة بتلك الشركات ، اتجهت كثير من

الأنظمة الحكومية نحو النص على وجوب نشر بعض مما تراه بياناً إضافياً
ضرورياً يجب أن يلحق بالقوائم المالية التقليدية .

وقد تمت دراسات ميدانية لتقييم الاستفادة من البيانات الإضافية في
القوائم المالية (Noreen & Sepe, 1981, pp.3-19) ، وركزت بصفة
أساسية على مدى استجابة سوق الأوراق المالية للبيانات الإضافية المعدلة
بالتغير في المستوى العام للأسعار ، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن سوق الأوراق
المالية قد استفادت من الأرقام المعدلة بالتغير في المستوى العام للأسعار في
تحديد أسعار الأوراق المتداولة بها ، وهذا يدل على أن التدخلات الحكومية في
إلزام الشركات بإظهار حقائق مالية عنها قد يكون مفيداً في مجال ضمان تدفق
المعلومات بسوق الأوراق المالية .

ومن واقع العرض السابق عن العوامل المؤثرة في نظام معلومات سوق
الأوراق المالية من حيث عامل المخاطر ، والإعلام المالي اتضح من المناقشة
والتحليل أن هذه العوامل لها أثر واضح في كمية وجود المعلومات المتدفقة في
سوق الأوراق المالية في ظل فرضية السوق الكفاء وهو ما يثبت صحة الفرض
الفرعي الثالث لهذا البحث .

النتائج والتوصيات

من خلال موضوع البحث والعرض التحليلي يمكن تقديم النتائج والتوصيات التالية :

١ - أن السوق الكفاء للأوراق المالية هي التي يعكس فيها سعر الورقة المالية عند أي نقطة زمنية المعلومات المتاحة عن هذه الورقة ، بمعنى أن سعرها يكون عادلاً لأنها تولد عائداً يتلاءم مع مخاطر شرائها ، وأن هذا السعر يتغير مع أي معلومات جديدة ذات علاقة بها للمحافظة على التوازن بين العائد والمخاطرة ، بحيث يتعذر على أي متعامل أن يحقق أرباحاً اقتصادية غير عادية من معرفته بأية معلومات أخرى أثناء تعامله في تلك الورقة .

٢ - نظراً لأن العلوم الاقتصادية والمالية قد أتاحت بدائل متعددة من الطرق والسياسات للقياس المالي ، وأن استخدامها جميعاً في ذات الوقت في إعداد معلومات مالية عن نتائج الوحدات الاقتصادية أمر غير منطقي ، لذا يكون من الواجب على مستخدم هذه القوائم الذي هو بصدد اتخاذ قرار في سوق الأوراق المالية أن يتنبأ بمتطلبات المشكلة التي هو بصدها بدرجة كافية حتى يمكن له تحديد الاختيار المناسب من المعلومات بما يتلاءم مع خصائص الموقف استناداً إلى القياسات البديلة التي تتلاءم مع قراره .

٣ - حتى يمكن لمستخدمي المعلومات والتقارير المالية أن يستفيدوا من محتواها بما يكفل الاختيار الرشيد من البدائل المطروحة ، فإن تصميم نظام المعلومات الذي يتولى تحقيق ذلك يجب أن يعد في ضوء نظام معلومات مالي يحقق في هذا التصميم إظهار المؤشرات الأساسية التي تفيده في ذلك دون الدخول في معلومات غير أساسية Information Overload ، ومن شأن هذا النسق من المعالجة

لنظام المعلومات أن ينمى فى سوق الأوراق المالية ما يعرف بالمستثمر الرشيد .

٤ - أن الإطار العام لتحقيق تطوير نظام المعلومات بهدف تحقيق فرضية السوق الكفاء ارتكز على منهجين هما : منهج تحسين المعلومات ، ومنهج اتخاذ القرارات .

٥ - أن العرض التنظيرى بالبحث عن النظريات التى تناولت سوق الأوراق المالية ، وهى النظرية الأصولية ، والنظرية الفنية ، ونظرية السوق الكفاء أوضح أن هذه النظريات قد ركزت على الإجابة على سؤالين هما: كيف يمكن تحديد سعر الورقة المالية ، وفى ضوء الإجابة على هذا السؤال هل يمكن التنبؤ بسعر الأصل المالى الذى يحقق أرباحاً فوق الربح التوازنى أم لا ؟

٦ - من واقع المحددات والشروط التى وضعتها النظرية الأصولية يمكن القول بأنها نظرية لتحديد القيمة وليست نظرية لتحديد أسعار الأوراق المالية ، كما أن النظرية الفنية لم تحاول دراسة العوامل المؤثرة فى تحديد أسعار الأوراق المالية واهتمت بالجانب الفنى للتحليل والعرض باستخدام المؤشرات الإحصائية وحجتهم فى ذلك كثرة المعلومات وتعدد مصادرها .

٧ - أن نظام المعلومات الذى يخدم المستثمرين Investors ، سوف يختلف عن ذلك الذى يخدم المضاربين Speculators ، وذلك لوجود خلافات أساسية بينهم من حيث : درجة المخاطرة حيث ترتفع بالنسبة للمضارب عن المستثمر ومعدل العائد المتوقع حيث يزيد لدى المضارب عن المستثمر وذلك ببساطة لأن العائد دالة فى المخاطرة ، ومدة الاحتفاظ بالورقة المالية حيث يميل المستثمر إلى الاحتفاظ بها لفترات أطول من تلك التى تكون بالنسبة للمضارب ، لذلك نجد أن المستثمر سوف يبنى قراراته فى البورصة وفقاً لقواعد النظرية الأصولية " نظرية القيمة " بينما نجد المضارب يركز على قواعد النظرية الفنية " نظرية المؤشرات والاتجاهات الإحصائية " .

٨ - أن سوق الأوراق المالية في ظل الكفاءة القوية Strong Efficiency ثبت بالدليل الواقعي حساسيته للمعلومات من خلال ما عرضه البحث عن مثال أزمة بورصة نيويورك في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ والتي هبط فيها مؤشر "Dow-Jones" ٥.٨ نقطة في يوم واحد وتحقيق خسائر ٥٠٠ مليار دولار .

٩ - طور البحث نموذج العوائد المتوقعة Expected Revenues كما في معدلات ٣ ، ٤ ، ٥ ، ٦ ، ٧ ليتلاءم مع الظروف الواقعية للسوق الكفاء للأوراق المالية من حيث وجود فئات من المتخصصين في البورصات Specialists ، وأيضا من أعضاء مجالس إدارات الشركات ضمن المتعاملين ، حيث يتوافر لهاتين الفئتين معلومات وخبرات غير متاحة لعامة الفئات الأخرى المتعاملة بهذه السوق .

١٠ - عرض البحث لمجموعة من أهم العوامل المؤثرة في تحديد الاستراتيجية الاقتصادية لنظام معلومات السوق الكفاء للأوراق المالية، أي التي تؤثر في تحديد الاختيار لطريقة أو سياسة مالية من بين الطرق والسياسات المالية قبولاً عاماً لتحقيق أهداف محددة ، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

المخاطرة : وتم تقسم هذه المخاطر إلى مخاطر عامة Systemic Risk وهي التي تأتي من مؤثرات عامة قد تشمل قطاعاً ما أو الاقتصاد القومي ككل ، والمخاطر الخاصة Unsystemic Risk وهي التي ترجع لظروف المنشأة الخاصة ، ونظراً لأن عائد الأصل المالي دالة في مخاطرها ، لذلك يكون من المفيد للمستثمر في الأوراق المالية أن يشكل محفظة الأوراق المالية الخاصة به Portfolio من خلال توزيع مخاطرها . وتقاس المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية التي تشكل محفظة الأوراق المالية عن طريق مساهمتها في مخاطر المحفظة ككل ، وتقاس هذه العلاقة عن طريق التغاير لعوائد الأوراق المالية مع عوائد السوق ككل وذلك من خلال :

- استخدام نموذج تسعير الأصل الرأسمالى فى توضيح نظرية للعلاقة بين المخاطرة لأصل ما ومعامل تعديل المخاطرة المطلوب .
- تم تعديل نموذج تسعير الأصل الرأسمالى باستخدام (β) (Beta) وهى مقياس لمدى حساسية العوائد من الاستثمار الفردى المرتبطة بعوائد السوق فى إطار ما يعرف بالمخاطر المنتظمة ، وبذلك فإن :
العائد المطلوب على استثمارها = العائد الخالى من المخاطرة + معامل تعديل المخاطرة .

حيث معامل تعديل المخاطرة = علاوة المخاطرة المطلوبة لعوائد السوق \times درجة مخاطرة المستثمر الفرد ، وتم إيضاح ذلك فى المعدلات ٨ ، ٩ ، ١٠ .

- استخدام المقاييس المالية الموضحة فى متن البحث فى قياس المخاطر الخاصة ، ومن أهمها :

معدل توزيع الأرباح ، معدل الرفع التمويلى ، نسبة السيولة ، حجم الأصول ، الكثافة الرأسمالية ، نسبة تغطية الأصول الثابتة ، ومتوسط رصيد المدينين ومدى ثبات هذا الرصيد ، ومتوسط فترة الائتمان .

١١ - ضرورة اهتمام وسائل الإعلام المختلفة بتوفير مستوى مناسب من المعلومات عن الشركات المساهمة وقوائمها المالية وأسعار أسهمها ، ويمكن فى هذا المجال أن تقوم الصحف بالتعاون مع البنوك أو مراكز الأبحاث بالجامعات بتوفير القدر الضرورى من تحليل المعلومات اللازمة لضمان تدفق منتظم لهذه المعلومات عن سوق الأسهم .

١٢ - الاهتمام بتكوين مؤشرات لقياس اتجاهات وتحركات السوق المالية ، ويفضل فى هذا المجال استخدام المؤشر موزون القيمة لأنه يأخذ فى اعتباره حجم الشركة كعامل مؤثر فى المعلومات ، ومن شأن هذا المؤشر مساعدة المستثمرين على تقويم مخاطر الأسهم باستخدام نموذج تسعير الأصل الرأسمالى Capital Asset Pricing Model وبإضافة معامل (β) لتضمين المخاطر المنتظمة .

المراجع

أولا : المراجع العربية :

- أحمد السيد حمد الله ، " أثر رسملة الأصول المستأجرة بعقود طويلة الأجل على درجة الارتباط بين مقاييس المخاطرة المحددة محاسبيا ومقاييس المخاطرة التي يحددها سوق الأوراق المالية " المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية ، كلية التجارة وادارة الأعمال ، جامعة حلوان ، السنة السادسة ، العدد الأول ، ١٩٩٢ ، ص ٢٣٣ - ٢٥٦ .
- بوعلام بن جيلالى ويوسف عبد الله الزامل ، نحو إطار اسلامي للسوق المالية : تحليل نظري ورياضى لظاهرة المضاربة ، مجلة العلوم الادارية (٢) جامعة الملك سعود ، مجلد (٤) ، عام ١٩٩٢ م ، ص ص ٢٣٥ - ٢٧١ .
- سيف الدين ، ابراهيم تاج ، نحو نموذج اسلامى لسوق الاسهم ، مجلة أبحاث الاقتصاد الاسلامى - جامعة الملك عبد العزيز المجلد (٣) العدد (١) لعام ١٩٨٥ ص ص ٥٧ - ٧٩ .
- فتحى الخضراوى ، نظرية الكارثة وانهيار الاثنين الاسود ، مجلة العلوم الاجتماعية - جامعة الكويت ، خريف ١٩٨٨ ، المجلد السادس عشر ، ص ص ١٧ - ٤١ .

ثانيا : المراجع الاجنبية :

- Amling, F., Investment, An Introduction to Analysis Management, Englewood Cliffs, N.J, 1984, p.6.
- Beaver, W., " Market Efficiency", The Accounting Review, january, 1981., p.217.
- Block, S.B. and Hirt, G.A. Foundations of Financial Management, Homewood, Richard D.Irwin, 3 rd ed., 1983, p. 391.

- Briston, R.J., *The Stock Exchange and Investment Analysis*, London, George Allen & Unwin Ltd., 1975, pp. 216-217.
- Bull Ran "The Back of wall street's " *The Economist* (16 - 22 Sept. 1989) p.109.
- Chapra, M. Omer " Comments on The Role of The Stock Exchange in an Islamic Economy", *Journal of Research in Islamic Economy*, 2, No. 1(1984, pp. 75 - 81).
- Fama & Eugene, " Efficient Capial Markets: A Review of Theory and Emprical work", *Journal of Business*, 25, No. 2, May 1970, pp. 387-392.
- Fisher, Jordan, *Security Analysis & Portfolio Management*, N.J. Englewood Cliffs, Prentice-Hall co., 1979, pp. 78-79.
- J. Fred Weston & Eugne F. Brigham, *Managerial Finance* 1981, p. 572.
- J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan, St.Mortin's press, 1970, p.155.
- Lee, S., *Efficient Market Theory Lives*, Wall Street journal, May I, 1988, p.8.
- Mandelbrot & Benoit, *Forecast of Future Prices, Unbiased Markts and Markting Models*, *Journal of Business*, 39, January, 1965, pp. 242-255.
- Metwally, M.M. "The Role of The Stock Exchange in an Islamic Economy". *Journal of Research in Islamic Economy*, 2. No. 1 (1984, pp. 21 - 30).
- Michael Alles, Russell Lundholm, " On The Optimality of public Signals in The presence of private Infomration", *The Accounting Review*, Vol. 68, No.1, January 1993, pp. 93 - 112 .
- Niedeshoffer. V. & Osborne M.F.N., " Market Making and Reversal on Stock Exchange", *Journal of The American statistical Association*, 61, 1966, pp. 897-916.
- Noreen, E., & Sepe, J., " Market Reactions to Accounting policy Deliberation: The Inflation

Accounting Case, " The Accounting Review, April, 1981, pp. 3-19.

- Pennas, Karen and Farrell, Christopher. " Does the Markt Matter? " Indternational Business Week (October 30, 1989 pp. 16 - 18).
- Samuelson, Paul A., " Proof that Properley Anticipated Prices Fluctuate Randomly ". Industrial Management Review, Spring 1965, pp. 4-49.
- Tag El-Din, S.I. (1991) Risk - aversion, Moral Hazards and Financial Islamization policy, Review of Islamic Economics, Leicester, U.K., Vol. 1, No. 1, pp. 49-66.
- Tag El-Din, S.I. (1992) " Debt and Equity in a primary Financial Market: A Theory with Islamic Implications", JKAU; Islamic Econ., Vol 4, pp. 3 -33 .