

أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية

د. مازري عبد الحفيظ

جامعة بشار - الجزائر

mazeriabdelhafid@yahoo.fr

ملخص:

تسعى هذه الدراسة إلى البحث في الانعكاسات المترتبة عن مشكلة عدم تناظر المعلومات على مستوى الأسواق المالية، وذلك من خلال البحث في أثر المعلومات المرتبطة باتخاذ القرارات الاستثمارية الموزعة بشكل غير متناظر على كفاءة عمل الأسواق المالية. تتخذ الأطراف الأقل معرفة بالوضع الحقيقي لظروف صفقة ما باتخاذ وضعيات احترازية و دفاعية من أجل الوصول إلى تراض ما بين طرفي الصفقة وفق تصوراتهما التي تعكس حالة اللاتناظر، فيتم اتخاذ قرارات مالية تحاول تجاوز حالة التباين في نوعية و كمية المعلومات التي يحوزها كل طرف من أجل الوصول إلى أفضل تخصيص ممكن للموارد المالية المتاحة، و بالتالي زيادة كفاءة الأسواق المالية بشكل يمكن كل طرف من تحقيق مصالحه الذاتية دون التضحية بالتوازن القائم في السوق وقد توصلت الى نتيجة مفادها ان عدم التناظر في المعلومات المتوفرة للمستثمرين ينعكس في غالبا في عدم تجانس التوقعات للبائعين والمستثمرين للأصول المالية ووصلت الى نتائج وتوصيات أخرى مهمة في آخر الدراسة.

كلمات مفتاحية: مشكلة عدم تناظر المعلومات، كفاءة الأسواق المالية، صفقات مالية، نظرية الوكالة، نظرية الإشارات.

تصنيف JEL: G14.

Abstract:

This study seeks to examine the repercussions of asymmetric information problem on financial markets, through the research of asymmetric information effect on financial markets efficiency. Less informed parties to the real circumstance of any deal take precautionary and defensive positions in the hope of reaching a compromise between the parties of deal, according to their vision that reflects the state of asymmetry. Consequently making financial decisions that trying to overcome disparities in quality and quantity of information held by each party in order to achieve the best possible allocation of available financial resources, and thereby increasing the efficiency of the financial markets in a way each party can achieve self-interests without sacrificing the existing balance in the market.

Key words: asymmetric information, financial markets efficiency, financial transactions, agency theory, signals theory.

JEL Classification : G14.

مقدمة:

تظهر مشكلة عدم تناظر المعلومات بشكل عام إذا قام أحد طرفي صفقة ما بإخفاء معلومات تخص الصفقة عن الطرف الآخر، أما في الأسواق المالية فتنشأ هذه الظاهرة في حالة قصور معلومات المقرض عن الوضعية الحقيقية للمقترض، وهو ما من شأنه أن ينعكس على التشغيل الكفاء للأسواق المالية في تحويل الموارد التمويلية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي، مما يقلل من حجم الموارد المالية المعروضة في السوق و بما يخلق وضعاً ترتفع فيه تكلفة التمويل بطريقة غير مبررة اقتصادياً، كما يجرم أيضاً صغار المدخرين من استثمار مواردهم في أصول مالية فتظل هذه الموارد عاطلة رغم وجود من يطلبها فيضيق نطاق الأسواق المالية و ينعكس ذلك بالتأكيد على التوازن العام للاقتصاد، و هو ما يؤثر على الهيكل التمويلي للمشاريع.

مشكلة البحث: تركز مشكلة الدراسة على علاقة نوعية المعلومات المتوفرة بكفاءة الأسواق المالية بالتركيز على ما يمكن أن يحدث إذا كانت المعلومات المطلوبة حول القيمة الحقيقية للأصول المالية غير متيسرة بسهولة و بدون تكلفة من خلال دراسة أثر ذلك على كفاءة السوق المالي.

أهمية البحث: تبرز أهمية البحث من خلال الاهتمام المتزايد بدراسة المشاكل المتعلقة بعدم تناظر المعلومات منذ مطلع السبعينات، حيث طبقت في دراسة العلاقات المالية، و لم تكتف بجلب اهتمام عدد كبير من الباحثين والمهتمين بل أصبحت إحدى أهم الركائز في دراسة الأسواق المالية - ثم لاحقاً في دراسات المالية السلوكية- حيث حازت الدراسات النظرية و التطبيقية حولها على كثير من التقدير و الاهتمام توج بجائزة نوبل للاقتصاد سنة 2001 نتيجة أعمال كل من: George Akerlof ، Michael Spence ، Stiglitz Joseph.

أهداف البحث: يهدف البحث إلى تحقيق الآتي:

- الوقوف على الأبعاد النظرية لكفاءة الأسواق المالية.
- توضيح الإطار النظري لمشكلة عدم تناظر المعلومات.
- بيان الإنعكاسات المترتبة عن مشكلة عدم تناظر المعلومات.
- الوقوف على بعض الآليات الاحترازية ضد مشكلة عدم تناظر المعلومات.

منهج البحث: لتحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على المنهج الوصفي من خلال الاستعانة بمختلف الأدبيات ذات العلاقة بموضوع البحث، فضلاً عن اعتماد المنهج التحليلي عند الوقوف على الانعكاسات المترتبة عن مشكلة عدم تناظر المعلومات على مستوى الأسواق المالية.

خطة البحث: تم تقسيم البحث إلى ثلاثة محاور كالتالي :

المحور الأول: الأسواق المالية الكفوة.

المحور الثاني: مفهوم مشكلة عدم تناظر المعلومات في النظرية الاقتصادية.
المحور الثالث: انعكاسات مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية.

* المحور الأول: الأسواق المالية الكفؤة

1. الجذور التاريخية لفكرة كفاءة الأسواق المالية:

منذ النصف الثاني من القرن 19 بدأت أولى الأبحاث بخصوص التغيرات الحاصلة في قيم الأوراق المالية وعلاقتها بالكفاءة المعلوماتية، لكن ظلت هذه الأبحاث محدودة جدا وغير معروفة على نطاق واسع إلى غاية دخول الاقتصاديين الأمريكيين على الخط من خلال الاعتماد على النماذج القياسية بدءا من النصف الثاني من القرن 20، مما أعطى دفعا قويا لتطوير نظرية كفاءة الأسواق المالية¹. في كتابه المعنون:

calcul des chances et philosophie de la bourse (1863)

وضع Regnault الأسس الأولى لنماذج كفاءة السوق، مرتكزا على فكرة السير العشوائي للأسعار، حيث أوضح Regnault أن سير الأسعار يتحرك في السوق بشكل عشوائي يصعب توقع تطورها أو التنبؤ بها، حتى في ظل مجال زمني ضيق جدا، كما أشار أحد أعمدة المالية الحديثة Louis Bachelier في مقدمته لأطروحة الدكتوراه المعنونة بـ: « Théorie de la spéculation » و التي قدمها سنة 1900 إلى الفكرة نفسها التي أشار إليها Regnault حول الحركة العشوائية للأسعار و منذ ذلك الوقت شهدت نظرية كفاءة الأسواق المالية تطورا متتابعا بالارتكاز خصوصا على أعمال Louis Bachelier حيث شهدت سنوات الخمسينيات والستينيات إسهامات وإضافات واضحة أثرت في النظرية وعلى وجه الخصوص إسهامات و أعمال كل من البروفيسور (1952) Markowitz ، (1958) Modigliani et miller، (1965) Fama، (1964) Sharp، (1997) Merton et scholes وصولا إلى الدراسات و الأبحاث الحديثة المرتكزة على مفهوم المالية السلوكية (Behavioral finance) كمدخل حديث لمحاولة فهم حركة الأسعار بإقحام المتغيرات السلوكية و النفسية للأفراد ضمن نماذج تهدف إلى دراسة مدى كفاءة الأسواق المالية.

2. مفهوم السوق المالي الكفء:

إن معظم ما يتخذ من قرارات في الأسواق المالية قائم بالأساس على التوقعات واحتمال تحققها ووفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن يستجيب أسعار الورقة المالية - و على وجه السرعة- لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، بحيث يكون من شأنها تغيير نظرهم إلى المنشأة المصدرة للورقة المالية حيث تتجه أسعارها صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة، و في السوق الكفء يعكس سعر الورقة للمنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء

كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبشها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لأسعار الورقة المالية، تحليلات و تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غيرها من المعلومات التي من شأنها التأثير على القيمة السوقية للورقة المالية².

كما أن السوق الكفاء هو السوق الذي يتميز بقدر عال من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، و بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق و التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية. إن الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الورقة المالية صعوداً أو هبوطاً، إنما يعني تحقق مجموعة من النتائج الهامة على النحو التالي³:

- في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة، أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين ستعتبر دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.

- المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي لن يكون لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية، فعلى سبيل المثال: فإن سعر الورقة المالية في يوم 10 من الشهر لا يتأثر كثيراً بمعلومة قد تسلمتها السوق و استوعبتها قبل هذا التاريخ، فالأساس هنا أن تكون السوق قد تسلمت المعلومة و استوعبتها جيداً و تعاملت معها بإحداث تغيرات في سعر الورقة المالية بصورة فورية.

- المعلومات تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد و أن قدراتهم على التحليل متقاربة، الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية (العوائد التي يحققها البعض على حساب البعض الآخر) بناءً على معلومات خاصة، و التي تتوفر لمعامل ولا تتوفر لمعامل آخر.

تفترض نظرية الكفاءة أن الأسعار تعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، لكن حتى في ظل توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم والمخاطر المحيطة بها. وفي الواقع تنير فرضية السوق الكفاء الكثير من الجدل، حتى أن البعض يرى أنه من شروط تحقق السوق الكفاء هو وجود مستثمرين يعتقدون بعدم كفاءة السوق من أجل سعيهم للحصول على معلومات إضافية تساعد في الوصول إلى الكفاءة، إذ يجب أن نميز هنا بين⁴:

أ. الكفاءة الكاملة: Perfectly Efficient Market

تسود في الأسواق التي ينعلم فيها الفاصل الزمني ما بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السريعة للأصول المتداولة و تحقق ذلك يستدعي شروطاً معينة:

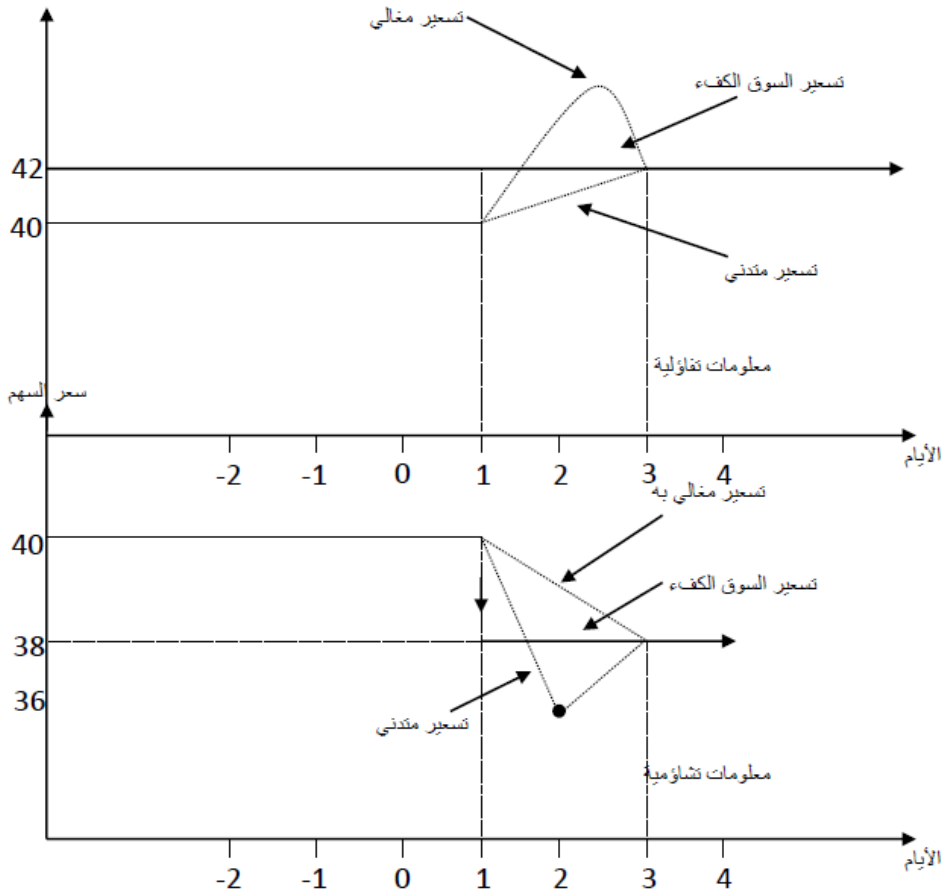
- 1- وفرة المعلومات و سهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر، أو ما يطلق عليه الكفاءة المعلوماتية informationally efficient و بذلك ستصبح توقعات المستثمرين متجانسة، استناداً إلى تجانس معلوماتهم.
 - 2- انعدام القيود على التعاملات، مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب و عدم وجود قيود كمية للمعاملات، مع حرية الدخول أو الخروج للمستثمرين.
 - 3- العدد الكبير من المستثمرين و البائعين بحيث تمنع هذه الكثرة أي من المستثمرين الاستئثار أو الهيمنة لأحدهم على السوق.
 - 4- اتصاف المستثمرين بالرشد أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.
 - 5- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريها من الأوراق دون شروط وبسهولة ويسر.
- ونظراً لصعوبة تحقق هذه الشروط مجتمعة، حيث توجد تكاليف وضرائب تمارس دورها في البورصات، فضلاً عن وجود من يمتلكون معلومات لا تتوفر لغيرهم (insiders) خاصة مع وجود مؤسسات مالية وسيطة لها قدرة استثمارية كبيرة وإمكانيات واسعة في الحصول على المعلومات وتحليلها والتأثير في أسعار الأوراق المالية بواسطة صفقاتها الكبيرة، وعليه فإن الكفاءة الكاملة تبقى كفاءة نظرية بحتة تبقى بعيدة عن التحقق في الواقع، لذا يمكن القبول بمفهوم الكفاءة الاقتصادية.

ب. الكفاءة الاقتصادية: Economically Efficient Market

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثارها على أسعار الأوراق المالية مما يعني أن القيمة السوقية للورقة المالية قد تزيد أو تنقص عن قيمتها الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل و يتوقع وجود فجوة زمنية بين المعلومات و تقويم الأوراق المالية، و احتمالية حدوث انحراف العائد الداخلي $A(R)$ عن العائد المتوقع $E(R)$.

و الشكلان المواليان يوضحان حالة الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية في حالي المعلومات التفاؤلية و التشاؤمية و انعكاساتها عن سعر سهم معين:

الشكل 01: " الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية "



المصدر: محمود محمد الداغر (2007)، الأسواق المالية: المؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، ص 283.

3. خصائص السوق المالي الكفاء :

يتميز السوق المالي الكفاء بمجموعة من الخصائص نوجزها فيما يلي⁵:

- الشفافية (Transparency)

تعني الشفافية في أبسط صورها قدرة المستثمرين في سوق المال على الحصول على المعلومات و البيانات حول أسعار العروض و الطلبات و حجمها و حجم التداولات في كل وقت و بدقة تامة سواء أثناء التداول أو بعده، و كذلك نتائج أعمال الشركات و توصياتها وبشكل متساو و عادل دون أفضلية للبعض على حساب الآخرين، و الشفافية في أعلى صورها تعني قدرة المستثمر على معرفة العناصر المحركة الأساسية لسوق المال والإطلاع على قراراتها

الاستثمارية، سواء كانت تتعلق بالمحافظ الاستثمارية، صناع السوق، كبار المستثمرين و أعضاء مجالس الإدارات للشركات.

● الإفصاح Disclosure

هو الإعلان عن كافة المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في سوق المال و التي من شأنها أن تؤثر على قوى العرض و الطلب على الأوراق المالية، و ذلك بهدف توفير مناخ استثماري عادل و صحي للمستثمر يعينه على اتخاذ قراره الاستثماري و اتخاذ قرارات الشراء و البيع و تقدير السعر المناسب للورقة المالية، لهذا يعتبر الإفصاح جوهر العملية الاستثمارية الذي يعمل على تطوير و ترسيخ المناخ الاستثماري المشجع على الثقة بين المستثمرين.

● توفير السيولة (Liquidity)

و تعني أنه يمكن إجراء تداولات على كل الأدوات الاستثمارية المتاحة بسرعة و سهولة متى ما اتفق الطرفان وبأسعار معقولة قريبة من آخر التداولات التي أجريت على الأوراق نفسها (إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة وجوهريّة يمكن أن تؤثر على السعر السوقي للورقة الاستثمارية) بحيث لا يكون هناك تغير مفاجئ و كبير في سعر السهم بين تداول و آخر، و حتى يملك السوق السيولة بقدر كاف يجب أن يملك عمقا⁶ كافيا من خلال عدد من المشترين والبائعين الذين يضمنون استمرارية التداول من خلال رغبتهم في إجراء التداولات بأسعار قريبة من السعر السوقي للسهم وفقا لكل مرحلة من مراحل حركة سعر السهم.

4. متطلبات السوق المالي الكفاء:

تدل الشواهد على أن مفهوم الكفاءة الاقتصادية لا ينكر و جود فاصل زمني بين ورود المعلومات واستجابة الأسعار لتلك المعلومات، غير أنه من المتفق عليه ان السوق الكفاء هو السوق الذي يسمح بتخصيص كفاء للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، و في هذا الصدد يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر و الآخر غير مباشر⁷:

● الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم و بيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار و انخفاض متوسط تكلفة الأموال.

● الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية و عادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

و لكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوافر فيه سمان أساسيتان⁸:

- كفاءة التسعير (Price efficiency)

تعني كفاءة التسعير سرعة تكيف أو استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق، دون فاصل زمني كبير وألا يتكبد المتعاملون في سبيلها تكاليف باهظة، وتعتبر هذه الخاصية مؤشراً للكفاءة الخارجية للسوق المالي External efficiency.

- كفاءة التشغيل (Operational efficiency)

تعني كفاءة التشغيل قدرة السوق على تحويل الأموال والموارد المالية المتاحة لمن يحتاجون إليها بأقل تكلفة معاملات ممكنة، وهذه التكلفة تعرف بتكلفة المعاملات التي تشتمل على تكلفة الوساطة المالية وتكلفة تحويل الورقة المالية، كما تعني أيضاً كفاءة التشغيل أن يكون السوق قادراً على خلق توازن بين العرض والطلب، وتعتبر هذه الميزة في حال توفرها مؤشراً على الكفاءة الداخلية للسوق المالي Internal efficiency.

5. السوق الكفء والحركة العشوائية للأسعار:

تخضع تحركات أسعار الأوراق المالية في السوق المالي لما يعرف إحصائياً بخاصية السير أو الحركة العشوائية Random Walk، وإذا ما اتصف سلوك متغير ما بهذه الخاصية فإن معنى ذلك أن تقلبات هذا المتغير لا يمكن التنبؤ بها في المستقبل لأن قيمه ترتفع وتنخفض بشكل متواصل دون وجود رابط بين قيم المتغير على طول السلسلة الزمنية لهذا المتغير. وطبقاً للباحث الفرنسي Louis Bachelier (1900) الذي يرجع إليه الفضل في إثراء هذه الخاصية فإن المضاربة في السوق تصبح لعبة عادلة لا يمكن في ظلها أن يحقق البائع أو المشتري أرباحاً على حساب غيره (الأرباح غير العادية) ثم جاءت دراسة Fama 1965 كدليل إضافي على صحة فرضية السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية من خلال قياس عشوائية أسعار الثلاثين سهماً المسجلة بمؤشر داوجونز لمدة 5 سنوات للفترة ما بين 1956 و 1961 وقد تم احتساب معامل الارتباط بين التغيرات في لوغاريتم أسعار الأسهم بفقوة زمنية من يوم إلى عشرة أيام، وقد كانت نتيجة القياس أن معاملات الارتباط قريبة من الصفر في معظم الأحوال (0,03) وكانت تقل كلما زاد الفاصل الزمني المستخدم و هذه النتيجة تؤكد التحرك العشوائي للأسعار وبناء عليه لا يمكن لأي مستثمر أن يعتمد على الأسعار الماضية في تكوين استراتيجية تحقق من خلالها أرباحاً غير عادية.⁹

6. مستويات كفاءة السوق:

من الشائع التمييز بين ثلاثة أشكال لكفاءة السوق المالي و ذلك بالاعتماد على فرضية كل شكل حول وفرة المعلومات و كلفتها:¹⁰

- المستوى الضعيف (Weak form): في هذا المستوى تكون المعلومات التاريخية المعروفة لدى الجميع (و المتمثلة في أسعار الأسهم و حجم التعامل للذين كانا سائدين في الماضي) هي وحدها التي تقرر مستويات الأسعار السائدة حاليا، كما أنها لا تحتوي على معلومات مفيدة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لأنها تكون قد استنفذت طاقتها و زخمها في تقرير الأسعار السائدة حاليا و يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر، لذلك لا يوجد في ظل هذا الوضع إمكانية لأي مستثمر بأن يحقق عائد استثنائيا، طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده لجميع استنادا إلى المعلومات التاريخية، وهذا ما يتطابق مع نموذج السير العشوائي لسلوك أسعار الأوراق المالية، إذ أنه حسب هذا النموذج فإن المعلومات التاريخية لا تمكن من تسعير مرتبط بها مستقبلا ولا بد أن يكون السعر مستقلا عن الماضي، أي أن التغيرات السريعة المتتالية مستقلة عن بعضها و لا يوجد بها ترابط.

- المستوى شبه القوي: (Semistrong Form): يفترض هذا المستوى أن أسعار الأسهم السائدة في السوق تعكس المعلومات التاريخية والمعلومات الأخرى المتوفرة لعامة الناس، أي المعلومات المنشورة التي من شأنها التأثير على تسعير الأصول المالية متمثلة بالظروف الاقتصادية والمالية و المعلومات التاريخية و الحالية عن الأسعار و الحجوم التبادلية و مستويات الائتمان في الاقتصاد و حجوم الإصدار و لا تنحصر فقط بالأسعار الماضية و حجم التعاملات، لذلك فإن المتعاملين يستخدمون ما هو متاح من معلومات للتقويم و لا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة.

يفترض هذا المستوى أن الأسعار الجارية في السوق المالي تعكس جميع المعلومات المتوفرة للجمهور سواء أكانت هذه المعلومات جيدة أو سيئة، و سواء أكانت تاريخية أو منشورة حديثا، و بما أن هذه المعلومات قد قررت مستويات الأسعار السائدة، فلا يمكن الاعتماد عليها بما ستكون عليه الأسعار مستقبلا لأنها قد استنفذت دورها في صياغتها للأسعار الجارية، و لأن الأسعار الجارية لن تتغير إلا إذا وصلت معلومات جديدة غير متوفرة حاليا، و بالتالي فلن يستطيع أي محلل أو مستثمر - من خلال الاعتماد على المعلومات العامة المتوفرة للجميع- أن يحقق أرباحا إضافية غير عادية.

ومن هذا المنطلق فإن أغلب الأبحاث تشير إلى أن المستوى الواقعي السائد في الأسواق المالية المتقدمة هو من النوع شبه القوي، و تركز اختبارات كفاءة الأسواق عند هذا المستوى على سرعة استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة و سرعة تحركها نحو نقطة توازن جديدة بين العرض و الطلب على الأسهم ذات العلاقة بعد نشر المعلومات، و كلما كانت سرعة الاستجابة و الحركة أكبر كلما كانت كفاءة السوق (عند المستوى شبه القوي) أكبر .

- المستوى القوي: (Strong Form): في هذا المستوى تعكس الأسعار السائدة في السوق المالي جميع أنواع المعلومات التاريخية، المنشورة، الخاصة أو أية معلومات أخرى غير منشورة و لكنها ذات علاقة بأسعار الأوراق المالية،

وبذلك فإن المستثمرين و الوسطاء الذين لهم علاقات وطيدة بالشركات و المؤسسات و المشاريع تجعلهم يحصلون على معلومات خاصة أو غير منشورة، لا يستطيعون الاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية عما يحققه أي من المتعاملين في السوق بمن فيهم الأطراف التي لا تتوفر على فرص الوصول إلى تلك المعلومات الخاصة، و ذلك لأن الأسعار السائدة في لحظة ما تعكس جميع المعلومات بما فيها تلك المعلومات الخاصة و بشكل مستمر و متلاحق. في الواقع العملي فإن هذا المستوى من الكفاءة مستوى نظري بحت، و قد لا يحقق عمليا مطلقا، فالكثير من الدراسات التي أجريت لاختبار مدى وجود هذا المستوى عمليا كانت تركز على فئة متخذي القرار في الشركات و على مدى تمكنهم من تحقيق أرباح تفوق غيرهم من المستثمرين بسبب امتلاكهم للمعلومات الخاصة و كانت نتائج هذه الدراسات في معظم الأحيان تؤكد حصولهم على مثل هذه الأرباح.

* المحور الثاني: مفهوم مشكلة عدم تناظر المعلومات في النظرية الاقتصادية

1. مفهوم عدم تناظر المعلومات:

تنتقل نظرية التوازن العام من كون السلع كلها متجانسة، و أن الأسعار تتحدد وفقا لدالتي العرض والطلب، لكن هذا التحليل ليس صحيحا في كل الأحوال، ففي بعض الأحيان تكون نوعية أو جودة سلعة ما غير معلومة لأحد الطرفين¹¹، و قد أسهم AKERLOF GEORGE¹² في توضيح تأثير النوعية أو الجودة على السعر من خلال المثال الشهير حول سوق السيارات المستعملة¹³ (Market for LEMONS). إن التشوه الذي يطرأ على الأسواق نتيجة إخفاء و احتكار جانب من المعلومات المتعلقة بالصفقة هو ما يمكن أن نطلق عليه مشكلة عدم تناظر المعلومات، و هي الحالة التي يمتلك فيها أحد الطرفين لكل المعلومات المتعلقة بالصفقة على حساب الطرف الآخر، وبدون تكلفة، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات اقتصادية غير سليمة. تصب هذه المشكلة في قلب النظرية المالية الحديثة و تبرز بشكل خاص في ميدان اقتصاديات التأمين (العقد ما بين المؤمن و المؤمن)، الأسواق المالية (من خلال القيمة الاسمية و القيمة الحقيقية للأوراق المالية)، اقتصاديات البنوك (العلاقة ما بين المقرض و المقترض).

2. المشاكل المرتبطة بعدم تناظر المعلومات:

ترتبط مشكلة عدم تناظر المعلومات بمجموعة من المشاكل، لكن قبل التطرق إليها نفترض وجود أطراف يرغبون في جمع أموال لتمويل مشاريعهم ولا يملكون التمويل اللازم¹⁴ تبرز هذا المشاكل بما يلي¹⁵ :

1.2. مشكلة الاختيار العكسي: **Adverse selection**: لفهم هذه المشكلة نفترض أن كل مقترض يسعى لتمويل مشروع واحد ولتبسيط الصورة نفترض أيضاً أن تكلفة المشروع متساوية (K) وتمويلها يعتمد بصفة كلية على الحصول على قرض وبطبيعة الحال فإن مردودية (R) كل مشروع متغير عشوائي، ففي حالة كون التوزيع الاحتمالي

للمردودية مختلف بين المشاريع ووحده المستثمر يعلم أي توزيع تخضع له مردودية مشروعته فإن المقرض قد يواجه مشكلة الاختيار العكسي نتيجة عدم امتلاكه المعلومات حول مردودية المشاريع الممولة وقد يختار المشاريع السيئة. يصطلح على هذا المشكل أنه مشكل سابق للتعاقد *Problem of ex-ante asymmetric information* طالما أن المشكل موجود قبل التعاقد.

تنشأ هذه الحالة في العديد من الأسواق مثلاً بالنسبة لمؤسسات التأمين ترغب في تأمين السائقين الجيدين لكن لا تستطيع التفرقة بين نوعية السائقين المؤمنين.

2.2. مشكلة سوء النية: (التصرفات الخفية) Morad hazard : يستطيع المقرض - بعد حصوله على القرض - أن يستثمر في عدة مشاريع، وهذه المشاريع تختلف من حيث المردودية باعتبارها تخضع لقوانين توزيع احتمالية مختلفة، يواجه المقرض خطر سوء النية من طرف المقرض إذا لم يكن باستطاعته معرفة وجهة القرض الذي منحه للمقرض وفي أي المشاريع تم استخدامه. يصطلح على هذا المشكل أنه مشكل لاحق للتعاقد *problem of ex-post asymmetric information* طالما أنه يظهر بعد التعاقد.

تنشأ هذه الحالة في العديد من الأسواق، مثلاً شركة توظيف تشغل عمالاً لكن لا تستطيع التفرقة بين مستوى الجهد الذي سيقدمه كل منهم.

3.2. مشكل تكاليف المراقبة: The costly state verification problem : لفهم هذه المشكلة نعتبر الآن أن مردودية المشاريع (R) مستقلة وتخضع لنفس قوانين التوزيع الاحتمالية، وبالنسبة لمختلف المستثمرين وفي الوقت نفسه معروفة من طرف المقرض، فضلاً عن أن المقرض بإمكانه التأكد من وجهة القرض وبالتالي فإن المقرض لا يواجه مشكلتي الاختيار العكسي وسوء النية، كما سوف نفترض أن مردودية المشروع ملاحظة فقط من طرف المقرض، مما يعطيه الدافع لعدم التصريح بحقيقة مردودية مشروعته، هنا لابد للمقرض من أن يتحمل تكاليف مراقبة مردودية المشروع في صورة إرسال مراقبين ومدققين لمؤسسة المقرض.

يصطلح على هذا المشكل - على غرار مشكل سوء النية - بأنه مشكل لاحق للتعاقد *ex-post* على أساس أنه ينشأ أيضاً بعد التعاقد.

4.2. مشكل الوكالة: The agency problem : تعتبر نظرية الوكالة تعبيراً للعلاقة التعاقدية بين طرفين، الأصيل (Principal) والوكيل (Agent) وتفترض أن الطرف الأكثر معرفة بظروف الشركة والعمل هو الوكيل، حيث أنه يملك أكثر معلومات عن أوضاع الشركة، كما تفترض اتصاف الطرفين بالرشد الاقتصادي وبالتالي فإن تصرفات الوكيل سوف تنصب بالأساس نحو تحقيق مصالحه الخاصة بما يؤدي إلى جملة من المشاكل بينه وبين الأصيل نتيجة تعارض مصالح الإدارة (الوكيل) مع مصالح المساهمين (الأصيل) طالما أن كل طرف يبحث عن تعظيم منفعتهم المتوقعة.

* المحور الثالث: انعكاسات مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية

إن اكتساب المقرض لمعلومات إضافية حول وضعيته و عدم التصريح بها للمقرض، يدفع المقرض إلى اتخاذ تدابير و آليات لحماية نفسه من الوقوع في الانعكاسات السلبية لمشكلة عدم تناظر المعلومات، و لعل أثر ذلك على مستوى الأسواق المالية يبرز من خلال ما يلي¹⁶:

1. ترشيد القروض (تقنين الائتمان):

عند حصول المقرض على المعلومات المتاحة بخصوص المقرضين فإنه يسعى لفرض معدل فائدة أعلى على المشاريع ذات المخاطرة المرتفعة، لكن في ظل عدم تناظر المعلومات قد يكون لمعدل الفائدة آلية عكسية للتفرقة بين المقرضين الجيدين والسيئين، بحيث أن فرض معدلات فائدة مرتفعة على المشاريع ذات المخاطرة المنخفضة (المقرضين الجيدين) سيدفع بهم إلى الامتناع عن الاقتراض، لكن ليست هذه المشكلة الوحيدة للمقرض (بل سيمول محفظة قروض مرتفعة المخاطرة) لأنه ستبقى فقط المشاريع ذات المخاطرة المرتفعة (المقرضين السيئين). المشكل الأساسي للمقرض ينشأ عندما لا تستطيع المشاريع ذات المخاطرة المرتفعة تحقيق أرباح من خلال معدل الفائدة السائد، و يقع المقرض في لغز ارتفاع معدل الفائدة (إقصاء المقرضين الجيدين) و انخفاض دخله المتوقع. في الحالة التي تفوق فيها الآثار الايجابية لمعدلات الفائدة المرتفعة (زيادة دخل المقرض من المشاريع الناجحة) الآثار السلبية لتمويل مشاريع ذات مخاطرة مرتفعة نكون بصدد ما يسمى بتقنين الائتمان.

تقنين الائتمان ليست آلية فعالة (efficient mechanism) و لكنه حل عملي (handy mechanism) للحد نسبيا من الخطر الذي يواجهه المقرض.

2. نظرية الإشارات Signalling

من الواضح أن المقرضين منخفضي المخاطر يتأثرون سلبا بنقص معلومات المقرض، و لتجاوز هذه المشكلة يعتمد على بعض الإشارات (Signals) ذات المصدافية، والتي يكون مصدرها الأصداء المتأنية من المشروع من أجل تجاوز الرفع من معدل الفائدة بسبب مشكلة عدم تناظر المعلومات. تعتبر هذه الإستراتيجية منخفضة التكلفة و بالإمكان تطبيقها مع أي مقرض مهما كانت نوعية مشروعه. الإشارات تعتبر حلا جزئيا لمشكلة نقص المعلومات و لنفترض بداية أن المشاريع السيئة يتصرف أصحابها مثل أصحاب المشاريع الجيدة ما داموا يحصلون على أرباح، و من بين الإشارات المهمة التي يستعملها المقرض:

- الضمانات: الضمان هو من ممتلكات المقرض التي تحول مباشرة للمقرض في حالة العجز أو التوقف عن التسديد، في ظل مشكلة الاختيار العكسي المستفيد الأساسي من الوضع هم المقرضون الجيدون على أساس أن منح الضمانات يعطي الانطباع حول نوعية المشروع و بالتالي عدم تحملهم لمعدلات فائدة مرتفعة طالما أن الضمان يغطي على مسؤولية

المقترض في حالة حدوث نتائج غير مرغوبة، أيضا فإن المقرضين المستعدون لمنح الضمانات يتمتعون باحتمالات نجاح مرتفعة - يحاول المقرضون السعيون أن يظهروا في مثل وضع المقرضين الجيدين و يتصرفون بمثل تصرفاتهم إلى غاية حد معين (إلى غاية تلاشي الربح الذي من الممكن أن يحققوه)، الضمانات تمثل إشارة فعلية عندما يضطر المقرضون السعيون إلى الانسحاب من السوق، وهذا من شأنه إبعاد أي مشكل يتعلق بمشكلة عدم تناظر المعلومات.

- استعمال التمويل الذاتي: يعتبر الاعتماد على التمويل الذاتي إشارة أخرى للتفرقة بين نوعية المقرضين، إذ ترتفع الثقة في المقرضين الذين يعتمدون على جزء أكبر من التمويل الذاتي لمشاريعهم ما يعطي الانطباع بارتفاع احتمال نجاح مشاريعهم.

3. الأدوات التمويلية البديلة:

في عقود التمويل، يحتاج المقرض إلى تقييم قدرة المقترض على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتسديد أقساطه ومن الطرق المعتمدة للحد من المشاكل المتعلقة باكتساب المعلومة ربط قدرة المقترض على التسديد بجزء من ممتلكاته بما يسمح بإنتاج تدفقات بدرجة عالية من الثقة بغض النظر عن فعالية أو سلوك المقرض وهذا ما يصطلح عليه بالهندسة المالية، و من أمثلة ذلك:

- التوريق: يقوم المقرض بعزل بعض الأصول المضمونة الدخل (الذمم التجارية مثلا) و بيعها بعد توريقها و بالتالي التفريق بين الخطر العام للمؤسسة و خطر الأصول المورقة بما يسمح للمقترض بالحصول على قروض منخفضة التكلفة (معدل فائدة منخفض) مقارنة بالقروض العامة للمؤسسة.

- عقد الإيجار (الليزنج): يسمح عقد الإيجار للمستأجر (المقترض) باستعمال أصول مملوكة لطرف آخر المؤجر (المقرض) و الذي يملك قانونيا الأصل و يحصل على دفعات دورية، يتمثل ضمان هذا العقد في الأصل بحد ذاته حيث يمكن للمقرض تملك الأصل في حالة توقف المقرض عند التسديد، مقارنة بالضمان العادي، تتمثل الميزة الأساسية لقرض الإيجار في أن الأصل نفسه يمثل ضمانا و مولدا لتدفقات نقدية إضافية و لأن الأصل ملك للمقرض فإن إعادة تملكه في حالة توقف المقترض عن التسديد يتم بتكلفة أقل مقارنة بالضمان العادي. بشكل عام، يسمح عقد قرض الإيجار بتحسين الوصول إلى التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات التي لا تملك سجلا تاريخيا في الاقتراض أو التي لا تملك ضمانات.

4. الآليات الردعية *deterrent mecanismes*

يرى البعض ضرورة إدخال عقوبات ردعية على المقرضين الذين يتسببون في إحداث نتائج غير مرضية للمقرضين بسبب احتكارهم للمعلومات و إخفائها على المقرضين، حيث أن المطلوب هو الحفاظ على سمعة المؤسسة (المقترض)

من أجل الحصول على قروض جديدة و إلا فإن الماضي السيء للمقترض لن يسمح له بالحصول على تمويل مجدداً، بما يحد من قدرة هؤلاء المقترضين على الوصول إلى تمويل مشاريعهم - مستقبلاً- بسبب سمعتهم السيئة.

خاتمة:

تسعى النظرية الاقتصادية إلى تحليل الخيارات الاقتصادية في ظل مشكلة عدم تناظر المعلومات و انعكاساتها على الصفقات و الأطراف ذات الصلة بها و عموماً على آلية سير الأسواق المالية، حيث يركز نموذج نظرية التوازن العام (The standard model of general equilibrium) على حيافة المعلومات التامة نفسها من طرف الجميع حالاً و من دون تكاليف، لكن الواقع العملي ينفي هذا الافتراض، ما يجعل من دراسة المشاكل المترتبة عن عدم تناظر المعلومات محمداً أساسياً في فهم حركة الأسواق المالية، فالمعلومات غير المتناظرة تؤثر إلى وجود تشوهات في السوق تؤثر على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة و الصحيحة خاصة فيما يتعلق بتقدير القيمة المحورية للأصول المالية، و مثل هذه الأوضاع يستفيد منها المحظيون (Insiders) الذين يستطيعون استغلال معلوماتهم الخاصة في تحقيق أرباح غير عادية، الأمر الذي ينعكس سلباً على كفاءة الأسواق المالية بشكل عام.

بناء على ما تقدم يمكن إدراج جملة النتائج التالية:

- من المؤكد أن عدم التناظر في المعلومات المتوفرة للمستثمرين ينعكس في عدم تجانس التوقعات للبائعين والمستثمرين للأصول المالية.
- يؤدي الاختلاف في تقدير المخاطرة و العائد إلى البحث عن تراض ما بين المشتري و البائع وفق تصوراتهما التي تعكس حالة اللاتناظر، و هو ما يحدث في معظم الحالات، كما يرافق التوزيع اللامتناظر للمعلومات حالة التباين في نوعية و كمية المعلومات بصورة تنعكس في قرارات الأطراف المتعاقدة.
- عموماً فإن وجهة نظر مؤيدي مشكل عدم تناظر المعلومات في السوق لا ترفض فرضية السوق الكفاء في شكلها الضعيف وشبه القوي، مع الإشارة إلى أنه في حالة عدم التناظر القوي فإن الآثار الناجمة تكون وخيمة على السوق و قد تؤدي إلى انهيار الأسواق.
- يقود مشكل عدم تناظر المعلومات (سواء في النوع أو الكم) إلى سوق غير كفاء على الأقل في المدى القصير.

الهوامش

¹ Grégory, d. (2010), création de valeur : risque de marché et gouvernance des entreprises Economica, paris, p 73.

- 2 عصام حسين (2010)، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، ص 31.
- 3 السيد متولي عبد القادر (2010)، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، الأردن، ص 02.
- 4 محمود محمد الداغر (2007)، الأسواق المالية: المؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، ص ص 281-282.
- 5 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 103.
- 6 يقصد بعمق السوق أن هناك أوامر بيع وشراء متدفقة ومستمرة بكثافة للأوراق المالية، بما يكفل تصحيح أي اختلال في التوازن ما بين العرض والطلب، حيث لا يؤثر ذلك إلا بشكل ضئيل على الأسعار مما يقلل الخسارة الرأسمالية . وبعبارة أخرى فإن السوق العميق Deep Market يتسم عادة بمجال محدود لتقلبات الأسعار نتيجة لاستمرار أوامر البيع والشراء التي سرعان ما تعيد حالة التوازن للسوق.
- 7 عبد الغفار حنفي (2005)، البورصات: أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 189.
- 8 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 102.
- 9 المرجع السابق، ص 106.
- 10 زياد رمضان، مروان شموط (2008)، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، ص 203.
- 11 Magloire Lanha, Résolution des problèmes d'information en micro finance, available at: <http://docplayer.fr/11792659-Resolution-des-problemes-d-information-en-microfinance-analyse-a-partir-de-la-strategie-de-vita-microbank.html>.
- 12 أول من أشار إلى التشوهات التي تنتج عن الصفقات التي تتم في ظل عدم تناظر المعلومات من خلال مقاله: "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism" Quarterly Journal of Economics, 84, 1970, p488-500.
- وقد نال على هذا العمل رفقة Joseph Stiglitz و Michael Spence جائزة نوبل للاقتصاد سنة 2001.
- 13 يفترض AKERLOF وجود 100 بائع و 100 مشتر في سوق لبيع السيارات المستعملة و للتبسيط يفترض وجود 50 سيارة جيدة و 50 سيارة رديئة، ووحدهم البائعون هم من يعلمون نوعية سياراتهم. يطلب أصحاب السيارات الرديئة سعرا يتراوح بين 1000 و 1200 دولارا، بينما يطلب أصحاب السيارات الجيدة سعرا يتراوح بين 2000 و 2400 دولارا. إذا أمكن التفرقة بين نوعية السيارات بالملاحظة فإن الأمر لا يطرح مشكلة، و سوف يبيع أصحاب السيارات الرديئة سياراتهم بأسعار تتراوح بين 1000 و 1200 دولارا و يبيع أصحاب السيارات الجيدة سياراتهم بأسعار تتراوح بين 2000 و 2400 دولارا. لكن ماذا لو تعذرت التفرقة بين نوعية السيارات؟ في هذه الحالة فإن المشترين سوف يقومون بتوقع قيمة كل سيارة و مادام احتمال كون السيارة جيدة يساوي احتمال كونها رديئة، فإن المشترين مستعدون لدفع الثمن: $1800 = 2400 \times 1/2 + 1200 \times 1/2$. وفقا لهذا السعر فإن أصحاب السيارات الجيدة سوف يجمعون عن بيع سياراتهم و يقصون من السوق، و يحصل المشترين على سيارات رديئة و بأسعار أعلى من الأسعار الحقيقية.
- 14 هذا الافتراض شرط أساسي عند دراسة المشاكل المرتبطة بعدم تناظر المعلومات.
- 15 Hillier, B. (1997), The economics of asymmetric information, Edition pal grave Macmillan p3.
- 16 Ibid, p 17.