

## دراسة تحليلية قياسية لكفاءة البورصة المصرية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2009-2016)

رزيقة شعابنة (1) د. محمد لمين لبو (2)

1- كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة 08 ماي 1945 - قالمة، r\_chaabna@yahoo.com

2- كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة باجي مختار - عنابة، lamine.lebbou@gmail.com

تاريخ القبول: 2019/11/05

تاريخ المراجعة: 2019/10/14

تاريخ الإيداع: 2019/03/03

## ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية العربية عند المستوى الضعيف وبالتحديد البورصة المصرية، وذلك من خلال تقييم كفاءتها باستخدام مجموعة من المؤشرات المتعارف عليها في الأدبيات الاقتصادية، وكذا استخدام طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة البورصة المصرية في صيغتها الضعيفة. وقد توصلت الدراسة إلى أن البورصة المصرية تعرف حركة عشوائية للأسعار ما يعني أنها كفاءة عند المستوى الضعيف.

الكلمات المفتاحية: كفاءة سوق رأس المال، صيغة ضعيفة للكفاءة، مؤشرات السوق، طريقة الأنماط الطارئة.

*Analytical Study of the Effectiveness of the Egyptian Stock Market at its Low Level during the Period (2009-2016)*

## Abstract

This study aims to test the efficiency of Arab financial markets at a low level, in particular the Egyptian stock market, by evaluating their efficiency using a set of indicators commonly used in the economic literature, and by using the contingency model method to test the efficiency of the Egyptian stock market in its weak form. The study concluded that the Egyptian stock market experiences random price movement, which means that it is inefficient at a low-level.

**Keywords:** Capital market efficiency, low efficiency, market indices, contingency mode.

*Étude analytique de l'efficacité de la bourse égyptienne à son faible niveau au cours de la période (2009-2016)*

## Résumé

Cette étude vise à tester l'efficacité des marchés financiers arabes au niveau faible, en particulier la bourse égyptienne, en évaluant leur efficacité à l'aide d'un ensemble d'indicateurs couramment utilisés dans la littérature économique, et en utilisant la méthode des modèles d'urgence pour tester l'efficacité de la bourse égyptienne sous sa forme faible. L'étude a conclu que la bourse des valeurs égyptienne connaît un mouvement aléatoire des prix, ce qui signifie qu'elle est efficace au niveau faible.

**Mots-clés:** Efficacité du marché des capitaux, efficacité faible, indices de marché, mode de contingence.

## مقدمة

إن سوق الأوراق المالية هو مؤشر النشاط الاقتصادي داخل أي دولة إذا توافرت الكفاءة له، والغرض الأساسي من وجود أسواق المال في الاقتصاد هو توزيع المدخرات بكفاءة على الاستخدامات والاستثمارات، وتعتبر المعلومات في سوق رأس المال المدخل الرئيسي لتحديد أسعار الأوراق المالية والمحور المركزي لمفهوم الكفاءة، حيث إن طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر من جهة أخرى تحدد المستويات الثلاث للكفاءة التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق.

ولقد جاءت إشكالية الدراسة مصاغة في السؤال الرئيسي التالي: هل تعتبر البورصة المصرية من الأسواق العربية التي تتصف بالكفاءة عند المستوى الضعيف؟.

ومن أجل الإجابة عن هذا التساؤل الرئيسي يمكن الاستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية :

- ما المقصود بكفاءة سوق الأوراق المالية؟ وما هي متطلباتها؟.
- فيم تتمثل الصيغ الرئيسية لكفاءة السوق المالي؟.
- ما هي العلاقة بين نظام المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية؟ .

## الدراسات السابقة:

- دراسة بوكساني رشيد (معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها): رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر (2006): كان اهتمام الباحث منصباً حول أهمية المعلومة بالنسبة للسوق ووجد أن المؤشرات تختلف من دولة إلى أخرى باختلاف كيفية حسابها. وقد استخلص الباحث أن إقامة سوق أوراق مالية يتطلب توفر بيئة ملائمة كما يجب أن يتوفر السوق على المعلومات الكافية وأن تعكس مؤشراته أداءه الحقيقي خاصة في ظل العولمة. كما توصل أيضاً إلى أن الدول العربية شهدت اهتماماً متزايداً بموضوع إنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية خاصة في ظل دخول عصر العولمة في مختلف المجالات وخصوصاً مؤسسات القطاع العام.

- دراسة لطرش سميرة (كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم) - دراسة حالة مجموعة من أسواق المال العربية): رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة منتوري - قسنطينة (2010): تهدف هذه الدراسة إلى محاولة معرفة ما إذا كان لكفاءة سوق رأس المال أثر على القيمة السوقية للسهم، وقد شملت هذه الدراسة ستة (06) أسواق مال عربية. ولقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج إذ تبين وباستعمال مؤشرات السوق أن معظم أسواق رأس المال محل الدراسة تملك القدرة على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، بالشكل الذي يساهم في اتساع السوق واتجاهه نحو الكفاءة. كما اتضح من خلال قياس كفاءة السوق في صيغته الضعيفة أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار في كل من بورصة عمان، وسوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية وهو ما لم يتحقق في كل من بورصة مصر، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وبورصة الجزائر. بينما تبين أن كل الأسواق غير كفأة في صيغتها المتوسطة وذلك نظراً لعدم وجود ارتباط حقيقي بين مؤشرات السوق والعوامل الاقتصادية أي أن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغير في العوامل الاقتصادية محل الدراسة.

- دراسة الداوي خيرة (تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية) - دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009: رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة (2012): تهدف هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة بورصة الأردن عند المستوى الضعيف، وذلك بالاعتماد على اختبارات استقرارية السلاسل

الزمنية لسلسلة أسعار الأسهم المدرجة ببورصة الأردن والمعبر عنها بمؤشر السوق، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2005/01/01 إلى غاية 2009/12/30، حيث تم في هذه الدراسة الاعتماد على الاختبارات التالية: اختبار .DF,BDS, PP

وقد خلصت الدراسة إلى أن سوق عمان للأوراق المالية تعد سوقا غير كفاء عند المستوى الضعيف، وأن لكل من المتغيرين معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي تأثير ذو معنوية إحصائية على مؤشر سوق بورصة الأردن، أما بالنسبة لمعدل الفائدة فإنه ليس هناك تأثير ذو معنوية إحصائية على مؤشر السوق.

### 1- ماهية كفاءة السوق المالي:

يوصف الأداء الجيد للسوق المالي في أغلب الأحيان بعبارة الأسواق المالية الكفاءة، هذا المصطلح شاع استخدامه لتحليل قدرة الأسواق المالية على الإدارة الجيدة لتكاليفها وحسن استخدام مواردها وأثار اهتمام العديد من الباحثين على اعتبار الكفاءة في سياق الأسواق المالية هي فرضية شائعة تشير إلى التوقعات المبنية على أنواع المعلومات من جميع المشاركين في السوق بأسعار الأصول المالية.

### 1-1- تعريف كفاءة الأسواق المالية:

يعتبر الاقتصادي الشهير بول سام ويلسون Paul Samuelsson من أوائل الباحثين الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وعلاقته بالسلوك العشوائي للأسعار، إلا أن هذا المفهوم الذي قدمه في هذا الصدد اتصف بالتشدد وعدم الواقعية.

ولتوضيح هذا المصطلح بدقة حاول العديد من الباحثين صياغة تعاريف أقل تشددا وأكثر مرونة، ومن بين هؤلاء الباحثين نجد: جونسون Jensen، وبيفر beaver وفرنسيس Francis والاقتصادي البارز Eugene Fama، حيث يرى هذا الأخير بأن "كفاءة الأسواق المالية تدل على أن جميع المعلومات المتاحة تتعكس وبسرعة في أسعار الأوراق المالية"<sup>(1)</sup>.

وهذا ما جاء به Jensen في 1978 حيث أكد أن السعر يعكس كل المعلومات المتاحة إلى درجة الأرباح الحدية التي يمكن الحصول عليها من المعلومات وهي أكبر من التكاليف الحدية للحصول على المعلومات<sup>(2)</sup>. أما ريلي Reilly فقد عرف السوق الكفاء على أنه " ذلك السوق الذي تتغير فيه أسعار الأوراق المالية بسرعة بناء على أية معلومات جديدة، بحيث تعكس الأسعار الحالية للأسهم وبكل دقة كل المعلومات المتاحة عنها بما في ذلك الخطر".

كما وضح الحناوي أنه في ظل السوق الكفاء يعبر سعر السوق بدقة عن قيمة الاستثمار حيث إن قيمة الاستثمار هي القيمة الحالية للنتائج المتوقعة في المستقبل عن الورقة المالية، وحيث قدرت هذه النتائج بواسطة محللين لديهم الكفاءة والمعلومات الدقيقة<sup>(3)</sup>.

وفي الواقع فإن السوق الكفاء هي عبارة عن مجموعة من الافتراضات التي ارتكزت عليها عدة نظريات أو مدارس فكرية أو نماذج مثل نموذج شارب ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والتي ظهر معها خلط بين مفهومي السوق الكفاء وبين سوق الأوراق المالية المثالية، ففي حين تعبر هذه الأخيرة عن الأسواق التي تتصف بتوافر المعلومات الكاملة وبدون تكاليف مع تحقق شروط المنافسة التامة في العرض والطلب فان كفاءة السوق لا تعني كفاءة مطلقة ولكن مشروطة في حدود قدر متاح من المعلومات لكافة المتعاملين في هذه السوق.

وبذلك ومما سبق نستخلص معنى شاملاً للسوق المالي الكفاء باعتباره ذلك 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 الاعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم.

**1-2- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:** تعني الكفاءة الكاملة عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم وهو ما يضمن تغييراً فوراً في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، وهذا يحمل في طياته عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر آخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره هذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة الكاملة<sup>(4)</sup>.

وعليه لكي تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق المالي يجب توفر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي:

- عدم وجود قيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث تفسح المجال للمستثمر ببيع أو شراء أي كمية من الأسهم بسهولة ومهما صغر حجمها.
- توفر معلومات كاملة لجميع المتعاملين في السوق بدون تكاليف إضافية، وهذا يعني أن جميع توقعات المستثمرين تكون متماثلة.
- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق، بحيث لا توجد فرص احتكار السوق أو تأثير أي واحد منهم على حركة الأسعار.

- يتمتع المستثمرون بالرشد الاقتصادي (العقلانية) وهدفهم السعي إلى تحقيق المنفعة الخاصة لكل واحد منهم.

- وجود مؤسسات مالية وهيئات رقابة وحماية المستثمرين وبيوت الخبرة وصناديق الاستثمار ومستشاري الاستثمار، تعمل بكفاءة مهنية عالية المستوى وبشكل نزيه.

في الحقيقة إن ترويج المعلومات ذات العلاقة بالسوق وظروفه يجنب عموم المشاركين في السوق بما فيهم محلي الأوراق المالية التسعير الخاطئ للأداة المالية، لذلك فإن القوة الحقيقية التي تقود السوق إلى الكفاءة هي مدى قدرة المستثمرين على تقييم طبيعة المعلومات الواردة إلى السوق ونوعيتها.

وفي ضوء ما سبق فإن فرضية السوق الكفاء فرضية نسبية وليست مطلقة ومبرر ذلك يعود إلى وجود مشاكل حقيقية تجعل من الصعب الوصول إلى السوق الكفاء، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات وهناك تكاليف المعاملات... الخ، وهي تؤدي إلى حدوث اختلال بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة المحورية لها، وهذا هو الأمر الشائع مهما بلغت درجة تقدم وتطور الأسواق المالية.

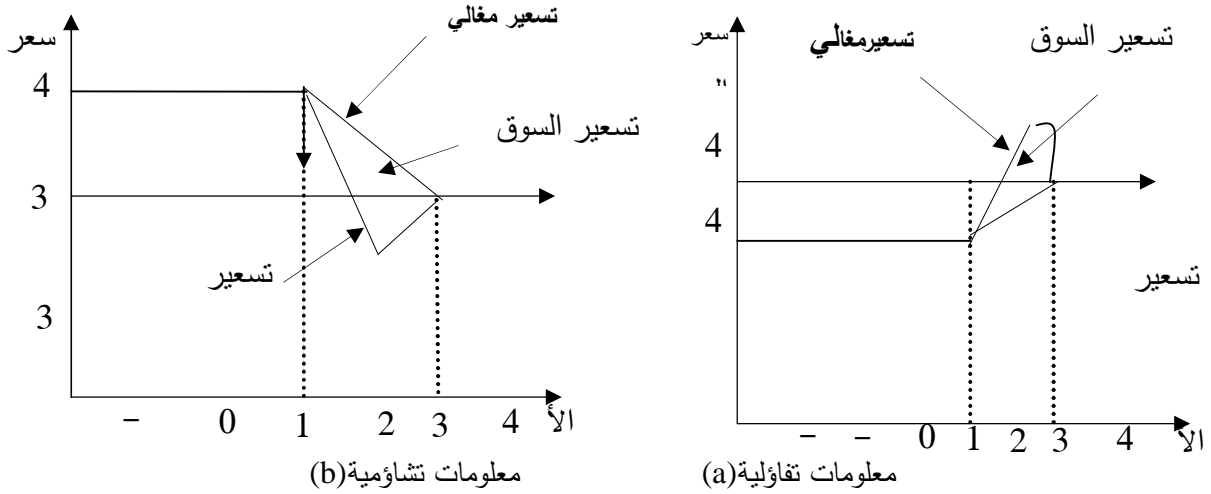
أما الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية فهي تستند إلى فرضية سعي المستثمر إلى تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات والبيانات التي تساعده على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، وبالتالي توقع انحراف القيمة السوقية عن القيمة المحورية للأوراق المالية لبعض الوقت<sup>(5)</sup>.

وعلى ضوء ما سبق يمكن القول بأن كفاءة سوق الأوراق المالية مرتبطة ببعدين أساسيين:<sup>(6)</sup>

**البعد الأول:** هو مدى استجابة المتعاملين في بورصات الأوراق المالية لكافة المعلومات المتاحة.

**البعد الثاني:** هو مدى استجابة المتعاملين في بورصات الأوراق المالية ورد فعلهم وتكيفهم مع هذه المعلومات متمثلاً في أسعار الأوراق المالية المتداولة، أي أن كفاءة سوق الأوراق المالية دالة في استيعاب هذه السوق للمعلومات المتاحة وسرعة الاستجابة لتلك المعلومات. (انظر الشكل رقم 01)

شكل رقم (01): حركة الأسعار في ظل كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق.



المصدر: محمد محمود الداغز، الأسواق المالية (مؤسسات، أسواق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 283.

ويوضح الشكل البياني السابق برسميه (b, a) حالة الكفاءة التامة والكفاءة الاقتصادية في حالتها المعلومات التفاؤلية والتشاؤمية وانعكاسها في سعر سهم معين.

**1-3- خصائص ومتطلبات السوق الكفاء:** لقد أجمع أغلب الاقتصاديين على أنه حتى تتوفر للسوق المالي الكفاءة المنشودة يجب أن تتوفر على الخصائص التالية:

أ- دقة وسرعة وصول المعلومات: بمعنى أن يتمكن كافة المتعاملين في السوق من الحصول على المعلومات والبيانات حول كميات وأسعار عمليات البيع والشراء السابقة في الوقت المطلوب وبدقة كبيرة<sup>(7)</sup>، إن الهدف من توفير هذه المعلومات هو إعطاء فرصة لكافة المتعاملين لتقييم الأصول المالية التي تهمهم، وبالتالي كشف المنشآت التي تعمل بكفاءة ولديها فرص استثمارية واعدة في المستقبل.

ب- السيولة: تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر<sup>(8)</sup>.

ج - عدالة السوق: تعني إتاحة فرص استثمارية لجميع المتعاملين للتعامل في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات حيث إنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات البورصة جاهدة على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة، فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة المالية لفترة مؤقتة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة لجميع المتعاملين لاستغلالها.

د- حجم السوق: يقاس حجم السوق من خلال المؤشرين الآتيين<sup>(9)</sup>:

- مؤشر رسملة السوق : هذا المؤشر يساوي قيمة الأسهم المقيدة/قيمة الناتج الداخلي الخام ويؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى آثار إيجابية على كفاءة السوق المالي لأن ارتفاعه يعني زيادة تعبئة المدخرات ومنه اتساع القاعدة الاستثمارية.

- عدد الشركات المسجلة: يعبر هذا المؤشر عن مدى اتساع حجم السوق من خلال القطاعات الاقتصادية والأحجام المختلفة للشركات المسجلة مما يعني تنوع الفرص الاستثمارية أمام المتعاملين.

هـ- درجة التركيز: ويعني نسبة مساهمة الشركات العشرة الأوائل في رسملة السوق وكلما انخفضت هذه النسبة دل ذلك على كثرة الشركات المقيدة وتنوعها، ومنه اتساع وتنوع القاعدة الاستثمارية وهذا ما يدعم كفاءة تطور السوق المالي<sup>(10)</sup>.

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن يتوفر فيه متطلبان أساسيان وهما:

\* الكفاءة الخارجية: تعرف أيضا بكفاءة التسعير وتعني أن المعلومات الاقتصادية متوافرة لكل المستثمرين الاحتماليين والمقصود بتوافرها هو درجة مناسبتها وملاءمتها وقلة تكلفتها، وإلى أي مدى تعكس هذه المعلومات واقع وحقيقة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية إضافة إلى أثرها على أسعار الأوراق المالية، بحيث يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من جني أرباح أو عائدات غير عادية أو بالمقابل يجد بعض المستثمرين أنهم استثمروا أموالهم في أوراق مالية تزيد عن قيمتها الحقيقية<sup>(11)</sup>.

وأهم عامل في تعزيز كفاءة السوق المالية التسعيرية هو سرعة تحرك الأسعار استجابة للمعلومات الجديدة المتوافرة أو التي يجب معرفتها، وينتج عن سرعة تأثير المعلومات على أسعار الأسهم أنه لا يمكن التنبؤ بأسعار الأسهم في حالة السوق ذات الكفاءة لأن هذه الأسعار لا تسلك نمطا معينا بل تسير سيرا عشوائيا يصعب معه التنبؤ بها. إذن فمن علامات كفاءة السوق التسعيرية عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار التي ستسود مستقبلا حتى ولو قام المستثمر بجميع أنواع التحاليل المالية أو الإحصائية سعيا وراء ذلك<sup>(12)</sup>.

وللإشارة فإن بعض المفكرين في مجال الفكر المالي يطلقون مصطلح الكفاءة التخصيصية على هذا النوع من متطلبات الكفاءة، لأنه انطلاقا من القيمة الحقيقية يتمكن السوق المالي من توجيه الموارد المالية للمجالات الأكثر ربحية باعتبار أن القيمة الحقيقية للورقة المالية تعطي صورة عادلة لقيمة المؤسسة المصدرة لها. وفي هذا الصدد يلعب السوق المالي دورين أساسيين وهما<sup>(13)</sup>:

- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندها يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية وهذا يعني أن المنشأة التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

- الدور غير مباشر: 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 وعادة ما يكون بسعر فائدة معقولة.

\* الكفاءة الداخلية: تعرف أيضا بكفاءة التشغيل وتعني إمكانية تحقيق التوازن في السوق المالية (بين العرض والطلب) دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة مالية عالية للتوسيط (السمسة) أو حتى مزايا استثنائية تحقق هامش ربح كبير وفعال فيه لصناع السوق (التجار والمتخصصين)، وغالبا ما تقاس الكفاءة التشغيلية بمدى الفرق بين

سعر البيع وسعر الشراء والعلاقات بينهما عكسية بمعنى أنه كلما قل الفرق بين السعرين زادت الكفاءة التشغيلية والعكس (14).

هذا وتعني الكفاءة الداخلية أن التعامل في الأسواق المالية يتم بتكلفة منخفضة وفي فترة زمنية قصيرة وبموجب أنظمة معينة، فالسوق ذات الكفاءة الداخلية هي السوق التي توفر الأموال وتوجهها بسرعة إلى مشروعات الأعمال الناجحة وفي نفس الوقت تحقق للمستثمرين فيها أرباحاً رأسمالية نتيجة لارتفاع أسعار استثماراتهم في تلك السوق. مما سبق يمكن القول إن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد ما على كفاءة التشغيل، فحتى تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية المعلومات الواردة بشكل كامل وسريع لا بد وأن تكون تكاليف الحصول على المعلومات وإبرام الصفقات في حدودها الدنيا. كذلك فإن السوق المالية لا يمكنها تحقيق توزيع أمثل للموارد المتاحة إلا إذا كانت الأصول المالية المتداولة فيها مقيمة تقييماً عادلاً، وهذا يعني أن كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير غير مستقلين عن بعضهما (15).

**2- المعلومات وكفاءة الأسواق المالية:** تمثل المعلومة جوهر السوق المالي الكفاء ومن هنا من الضروري التأكيد على أن المعلومات المطلوبة لضمان شفافية السوق، تتطلب الكشف عن كافة البيانات المتعلقة بالحقائق الاقتصادية (المالية والنقدية) للأدوات المتداولة وللجهات المصدرة لهذه الأدوات وللظروف السائدة في السوق والاقتصاد.

**2-1- المعلومات المالية داخل الأسواق المالية:** تتوقف كفاءة سوق رأس المال على مدى توفر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة وفرص الاستفادة منها.

### 2-1-1- مفهوم ومصادر المعلومات المالية:

تعرف المعلومات المتعلقة بتعاملات السوق المالية بأنها "عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد (المستثمر) الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صيغة القرارات الاستثمارية" (16).

تتعلق المعلومات في الأسواق المالية بالشركات التي أصدرت الأوراق المالية التي يتم التعامل بها، والمعلومات ذات الطابع الاقتصادي والسياسي التي قد تؤثر بشكل أو بآخر في هذا البلد بشكل عام. وتلعب المعلومات دوراً هاماً في سوق الأوراق المالية فهي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء أو بيع الأوراق المالية المختلفة، وهذا لأن المعلومة تساعد على معرفة العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية وتساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفق لدرجة المخاطر المرتبطة بها.

هذا ويمكن حصر المعلومات التي تتطلبها تعاملات السوق المالية في المصادر التالية (17):

أ- مصادر رسمية: تصدر الهيئات الرسمية للسوق المالية كهيئة سوق المال معلومات تكون أقرب للحقيقة وتقوم هذه الهيئات بإصدار تقارير (يومية، أسبوعية، شهرية، ربع سنوية، سنوية) عن أوضاع السوق من تعاملات وأسعار الأوراق المالية المقيدة بها.

ب- معلومات مصدرها شركات الإصدار وشركات التداول: تقوم الشركات التي تطرح أوراقاً مالية للاكتتاب عن طريق شركات الترويج وتغطية الاكتتاب بحملات دعائية كبيرة، تتعلق بنشاط الشركة وموقعها المالي والإداري والأوراق المالية المصدرة وتوزيعات الأرباح وخطط الشركة المستقبلية وغيرها.

ج- معلومات مصدرها جهات إعلامية: والمتمثلة في وسائل الإعلام التي تقوم ببيانات عن الشركة أو عن الأوراق المتداولة وعن ظروف السوق المالية، سواء كانت مرئية أو سمعية أو الصحافة المكتوبة كالقنوات الإذاعية والفضائية والصحف والمجلات، ومن أمثلة ذلك صحيفة نيويورك تايمز New york times وصحيفة وول ستريت Wall street journal وصحيفة يوميات المستثمر الأمريكية Investor's daily، أما عن القنوات الفضائية فنجد CNBC العربية والاقتصادية وغيرها.

د- معلومات مصدرها جهات فنية: والتي تتمثل في المؤسسات المالية المختصة في جمع وتحليل المعلومات المتعلقة بالوساطة المالية كبيوت الخبرة وبيوت السمسة وشركات التقييم وشركات المعلومات، تقوم هذه المؤسسات بتقديم المعلومات للمستثمرين مقابل عمولة وهي تضم عدة خبراء من محاسبين ومحللين وقانونيين ورجال بنوك وخبراء الأوراق المالية... الخ.

ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية، لأن المعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم مخاطر تلك الورقة وتقييم البدائل المختلفة لعمليات البيع والشراء في السوق.

**2-1-2- الإفصاح عن المعلومات وأهميته:** يعتبر الإفصاح عن المعلومات وعلاقته بالاستثمار في الأوراق المالية في غاية الأهمية، إذ من غير الممكن أن تكون هناك بورصة للأوراق المالية تتسم بقدر من الكفاءة دون توفر المعلومات اللازمة لعملية الاستثمار بل يستحيل من الناحية النظرية أن تتحرك الأسعار في السوق دون توفر المعلومات<sup>(18)</sup>.

هذا ويمكن تعريف الإفصاح بأنه عبارة "عن عرض المعلومات الهامة للمستثمرين وغيرهم من المستفيدين بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المشروع على تحقيق أرباح في المستقبل وقدرته على سداد التزاماته حيث إن كمية الإفصاح التي يجب الإفصاح عنها لا تتوقف على مدى خبرة القارئ ولكن على المعايير المرغوب الإفصاح عنها"<sup>(19)</sup>.

وينقسم الإفصاح عن المعلومات من حيث نوع البيانات إلى إفصاح مالي وإفصاح غير مالي، ويقضي الإفصاح المالي نشر المعلومات التي تعكس المركز المالي الشركة في وقت معين، في حين يتضمن الإفصاح غير المالي نشر المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة وحجم إنتاجها وموقعها في القطاع الذي تنتمي إليه ونوع المنتج كما يشمل كل المعلومات المتعلقة بالمدراء وأعضاء مجلس الإدارة وخبراتهم المهنية.

كما يمكن تقسيم الإفصاح من حيث التوقيت إلى إفصاح دوري ويقصد به نشر المعلومات المالية بصورة دورية حسب ما تنص عليه اللوائح الداخلية للسوق، ويشترط أن تكون البيانات المالية معدة طبقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المتفق عليها دولياً. والإفصاح الآني أو الطارئ عن كافة الأحداث الجوهرية الطارئة والتي من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية، ويتم ذلك فور حدوث الحدث حتى لا تتاح الفرصة لاستغلال تلك المعلومات استغلالاً سيئاً يمكن أن يلحق الضرر بالآخرين. أما الإفصاح الشامل فيتم من خلال نشرات أو مذكرات المعلومات التي تعد بمناسبة الاكتتاب أو طرح العام للإصدار<sup>(20)</sup>.

هذا ويلعب الإفصاح دوراً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأسهم وتحقيق التوازن بين درجة المخاطر والعائد الذي تحققه تلك الأسهم، ومن هنا يمكن القول إن الإفصاح يؤدي إلى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار وإقبال المدخرين على تقديم أموالهم للمستثمرين وبالتالي كبر



حجم سوق رأس المال متمثلاً في زيادة عدد الأسهم المعروضة للشراء أو البيع، وكذلك زيادة حجم التعامل (عمليات الشراء والبيع لتلك الأسهم).

إن نجاح آلية سوق رأس المال في تحقيق الكفاءة يتوقف على مجموعة من العوامل أهمها:

- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للشركة بما يسمح بتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركة في ظل هذه المعلومات.

- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية المتداولة بحيث يكون لكل منها خصائص ودرجة المخاطرة المرتبطة بها على نحو يلبي رغبات المستثمرين.

- سن التشريعات ووضع القواعد المنظمة لعمليات الإفصاح والزام المستثمرين باحترام المبادئ الرئيسية في عملية الإفصاح عند إعداد القوائم المالية، والتي تتلخص في مبدأ الاستمرارية في تدفق المعلومات، ومبدأ التوقيتات الزمنية لإجراء الإفصاح، ومبدأ المعاملة العادلة في الحصول على المعلومات ومبدأ دقة وصحة المعلومات المفصح عنها.

**2-2- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية:** لقد أورد Fama ثلاث صيغ مختلفة لكفاءة السوق المالي وهي: فرضية الصيغة الضعيفة، وفرضية الصيغة متوسطة القوة، وفرضية الصيغة القوية. هذا ويرى (Faerber2008) أن لكفاءة السوق خمسة مستويات فبالإضافة للمستويات الثلاث السابقة هناك الشكل عديم الكفاءة والذي يقضي بأن أسعار الأسهم الحالية لا تعكس أي معلومة لسوق الأوراق المالية وعليه فإن الأسعار تسيير بشكل عشوائي، والشكل الكفاء تماماً والذي فيه تعكس كل المعلومات المتاحة من المصادر العامة والخاصة المنشورة وغير المنشورة وجميعها متاح لكل فئات المستثمرين، مما يجعل من المحال تحقيق أرباح غير عادية لأي فئة على حساب فئة أخرى. وهذا أمر من المستحيل أن يراه المستثمرون في سوق المال<sup>(21)</sup>.

**2-2-1- فرضية الصيغة الضعيفة:** تقضي هذه الفرضية أن سعر التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، ويعني هذا أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماماً عن التغيرات التي حدثت في الماضي ويطلق على هذه النظرية "الحركة العشوائية للأسعار"، حيث يتسم وصول المعلومات الجديدة إلى السوق بالعشوائية وتصل المعلومات مستقلة عن بعضها، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات أو نوعيتها مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية بين اليوم والأمس وبين لحظة وأخرى<sup>(22)</sup>.

هذا ويمكن اختبار كفاءة السوق عند المستوي الضعيف باستخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية أهمها ما يلي:

\* اختبار سلسلة الارتباط: يعتمد هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، حيث في المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار، ويرجع هذا الاختبار إلى FAMA في الخمسينيات، عندما قام باختبار 30 سهماً لمؤشر داو جونز وذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية لفترة من يوم إلى 10 أيام، وقد وضح أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة وتصبح هذه النتيجة بمثابة تأكيد واقعي لنظرية الحركة العشوائية للأسعار<sup>(23)</sup>.

\* اختبار الأنماط الطارئة: يعتمد هذا الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاهات الأسعار بوضع إشارات لكل نوع من التغير كالتالي: (+) تعني حركة سعرية زائدة، (-) حركة سعرية بالنقص، (0) عدم وجود حركة، كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغير.

ما يميز هذا المدخل أنه يمكننا من قياس التغيرات الطارئة التي يمكن أن تظهر في سلسلة زمنية لسعر السهم سواء كانت هذه التغيرات موجبة أو سالبة، بينما نضع صفرا في حالة عدم وجود أي تغير في الأسعار (24).

2-2-2-2 فرضية الصيغة المتوسطة: تكون السوق متوسطة الكفاءة إذا كانت كل المعلومات العامة المتاحة - التي سبق نشرها أو تداولها - منعكسة في أسعار الاستثمارات (25). وبذلك تفترض هذه الصيغة أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية المرتبطة بهذه الأسعار فحسب بل تعكس إلى جانب ذلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، سواء كانت المعلومات خاصة بالاقتصاد الوطني ككل أو بالقطاع أو بالشركة ذاتها، أو خاصة بالبيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية المتضمنة المعلومات عن العائد والتوزيعات.

وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من معلومات، غير أن الاستجابة قد لا تكون صحيحة في بداية الأمر لأنها قد تكون مبنية على رؤية أولية لهذه المعلومات، غير أنه بمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم، وفي حدود ذلك المستوى من المعلومات لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية (26).

ومن بين اختبارات الصيغة المتوسطة للكفاءة نجد:

\* اشتقاق الأسهم: يقصد به تحليل أو تجزئة السهم الواحد إلى سهمين أو أكثر كأن يقسم سهم قيمته الاسمية 400 وحدة نقدية إلى أربعة أسهم بقيمة 100 وحدة نقدية لكل سهم منها، ذلك أنه كلما انخفضت قيمة السهم سهل التعامل به. إن أول من استعمل هذا النموذج في اختبار الشكل متوسط القوة الرباعي "Jensen.Rolle.Fama.Fischer" أو كما يعرف لهم ب"FFJR"، حيث ركزوا على سلوك الأسهم المرافقة لعمليات الاشتقاق. استعملت هذه الدراسة نموذج السوق وشملت 940 اشتقاقا على مدى 60 شهرا من جانفي 1927 إلى ديسمبر 1959، وقد أكدت ارتفاع أسعار الأسهم المعنية بالاشتقاق خلال ثلاثين شهرا التي سبقت العملية وثباتها نسبيا بعدها (27).

\* قياس استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات: ولاشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة وحجم التعامل في الأسهم أو الإعلان عن تعديل المعالجة المحاسبية لبعض القوائم المالية وما شابه ذلك، وكانت نتائج هذه الدراسات محل خلاف فمثلا بالنسبة للإعلان عن الأرباح والتوزيعات والاشتقاق كشفت بعض الدراسات عن أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان، بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين وهو ما يعد تأثيرا لفرض السوق متوسط القوة (28).

2-2-3-2 فرضية الصيغة القوية: أساس هذا الافتراض أن الأسعار الحالية للأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات والبيانات المنشورة المتاحة للمستثمرين وإنما كل ما يمكن أن يكون معلوما عن الشركة (29)، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المنشأة المصدرة وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين باختصار تعكس الأسعار كل ما سبق معرفته.

ومن بين اختبارات الصيغة القوية للكفاءة نجد:

\* المؤسسات المختصة في الاستثمار: من أهم هذه المؤسسات صناديق الاستثمار الجماعي وتعاونيات استثمار الأموال، ولقد تم اختيار هذه الأخيرة لتكون محل اختبار الصيغة القوية باعتبار مدرائها كثيري التردد على البورصة بصفة خاصة والسوق المالي بصفة عامة، كما أن لهم اتصالات كثيرة في المجال المالي مما يمكنهم من الحصول على المعلومات قبل غيرهم من المستثمرين تؤهلهم لتحقيق أرباح أعلى من العادية. ومن الاختبارات التي أجريت على هذه المؤسسات ما يلي:

- اختبار قام به "Irwin friend": حيث درس النتائج المسجلة من قبل مؤسسة استثمارية متخصصة لفترة تراوحت بين 1952 وسبتمبر 1958، توصل إلى نتيجة مفادها أن هذه المؤسسات لم تحقق في الغالب نتائج أفضل من تلك المحققة من قبل محفظة مالية عادية تحتوي على التركيبة نفسها من أوراق مالية.

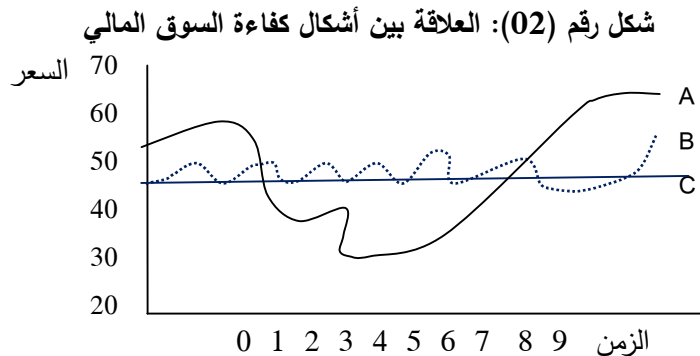
- اختبار "Sharpe. W.P": درس خلاله 34 مؤسسة مالية ما بين 1954-1963 لم يأخذ معدلات العائد فقط بل أدخل أيضا عامل الخطر، توصل إلى نتيجة مفادها أن سوق الأسهم والأصول المالية تعمل بكفاءة عالية.

\* العاملين بالشركة: تتمثل فئة المستثمرين الداخليين أساسا في المديرين المسؤولين في المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، الذين عادة ما يقومون بالمتاجرة في أوراقها المالية انطلاقا من معلومات تحصلوا عليها قبل غيرهم من المستثمرين الخارجيين. وهناك دراسات عديدة قام بها كل من "ZamamRozeff Born et Sheyn" توصلوا من خلالها إلى أن المسؤولين الذين يتاجرون في الأوراق المالية التابعة لمؤسساتهم يحققون أرباحا متميزة لاستحواذهم على معلومات غير منشورة (30).

مما سبق يبدو أن تأييد فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية يميل الى الضعف أكثر منه إلى القوة، وذلك نظرا لإمكانية استعمال المعلومات المتحركة من قبل فئة من المتعاملين الداخليين على نحو يؤهلهم لتحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين.

**2-3 العلاقة بين أشكال كفاءة السوق المالية:** يتبين من مستويات الكفاءة المختلفة أن هناك خلافا على حقيقة المستوى القوي وشبه القوي (المتوسط) وأن صيغة الفرضية الضعيفة لكفاءة الأسواق أقرب إلى الواقع، نظرا لأن حركة الأسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن هذه المعلومات تصل إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم (31).

ووفقا لما تتضمنه الصيغ الثلاثة للكفاءة يمكن القول إن مجاميع المعلومات ذات الصلة بكل مستوى تتدرج من حيث السعة والشمول من المفهوم الضيق للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل لها، هذا بجانب تداخل المستويات الثلاثة مع بعضها البعض، فالمعلومات ذات العلاقة بالمستوي القوي تضم معلومات كل من المستوى شبه القوي والضعيف، وأن المستوى شبه القوي يتضمن المعلومات العامة وتلك المعلومات التاريخية للمستوى الضعيف. (انظر الشكل رقم 02).



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، الطبعة العربية، عمان، الأردن، ص 49.

ويتضح من الشكل السابق أن سعر السهم ما هو إلا انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات وهي معلومات الكفاءة الضعيفة ومعلومات الكفاءة شبه القوية ومعلومات الكفاءة القوية، وعليه إذا كان السوق كفاً بشكل شبه قوي فلا بد أن يكون كفاً بالشكل الضعيف أولاً، وكذلك لكي يكون كفاً بالشكل القوي لا بد أن يمر بمرحلة الكفاءة الضعيفة. ففي ظل السوق بالكفاءة الضعيفة وكما يمثل المنحنى A يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة ( القيمة التي تعكس حقائق مالية واقتصادية)، أما المنحنى B فيوضح الفجوة بين سعر السوق والقيمة العادلة وقد تكاد تكون الفروقات بينهما في بعض الفترات الزمنية قريبة من الصفر لتعكس الكفاءة القوية المتمثلة في الخط المستقيم C.

**3- قياس كفاءة البورصة المصرية باستخدام مؤشرات السوق وعند المستوى الضعيف:** كمحاولة لإسقاط ما تم تناوله في المحور الأول والثاني سنحاول اختبار كفاءة البورصة المصرية حيث سنعتمد في مرحلة أولى على مجموعة من المؤشرات المتعارف على استخدامها في الأدبيات الاقتصادية، منها مؤشر عدد الشركات المدرجة، ومؤشر سيولة السوق ورأس المال السوقي، وكذا سوف نستخدم طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة خلال الفترة 2009-2016.

**3-1- قياس كفاءة سوق رأس المال باستخدام مؤشرات السوق:** سنتناول في هذا الإطار كل من مؤشرات عدد الشركات المدرجة في البورصة ورأس المال السوقي ومؤشر سيولة السوق في البورصة المصرية، وذلك للحكم على ما إذا كانت هذه الأخيرة تتوفر على السمات الأساسية للكفاءة .

- مؤشر عدد الشركات المدرجة: يعكس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة ويبين الجدول التالي تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال فترة الدراسة.

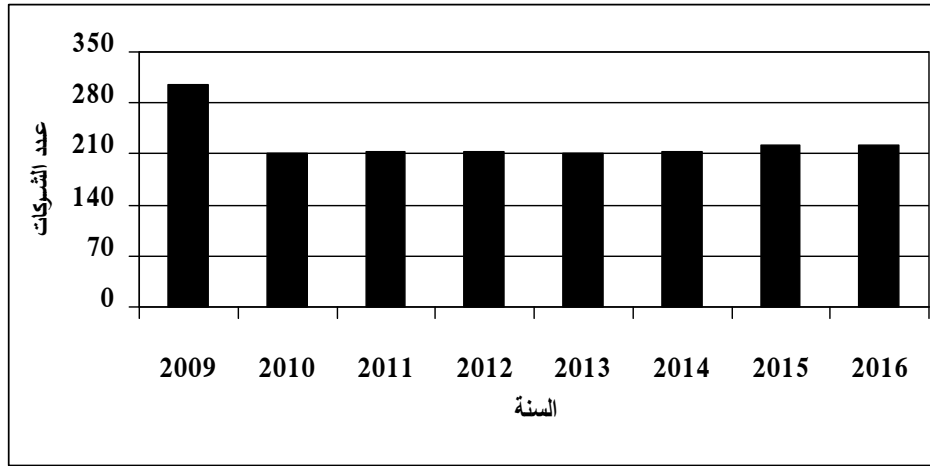
**جدول رقم (01): تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة 2009-2016.**

السنة	الشركات المدرجة	معدل نمو عدد الشركات (%)
2009	306	-
2010	212	-30.7
2011	213	0.4
2012	213	0
2013	212	-0.4
2014	214	0.9
2015	221	3.27
2016	222	0.4

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على سلسلة المطبوعات الدورية للبنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية ( أعداد مختلفة)، الموقع: [www.cbe.org.eg](http://www.cbe.org.eg)

يتضح من الجدول السابق أن عدد الشركات المسجلة في البورصة المصرية قد انخفض سنة 2010 بـ 30.7% مقارنة بسنة 2009 ليصل إلى شركة ب 112 شركة وهي أعلى نسبة انخفاض وذلك انعكاسا لعوامل داخلية وأخرى خارجية تأثرا بالأزمة المالية العالمية وتداعيات أزمة الرهن العقاري. وبالنظر إلى سنة 2014 نجد أن عدد الشركات المدرجة في البورصة ارتفع ارتفاعا طفيفا بـ 0.9% مقارنة بسنة 2013، تليها سنة 2015 بارتفاع قدره 3.27% ليبلغ عدد الشركات المقيدة 221 شركة.

#### شكل رقم (03): تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة 2009-2016



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على سلسلة المطبوعات الدورية للبنك المركزي المصري.

وكما هو معروف فإن انخفاض عدد الشركات المسجلة ومعدل نموها السلبي يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة والتي لم تقم بتوفيق أوضاعها تبعا لقواعد القيد الجديدة، كما أن مؤشر عدد الشركات المدرجة قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه مؤشر آخر وهو مؤشر سيولة السوق.

- مؤشر سيولة السوق: يقصد بسيولة السوق إمكانية تحويل أي شكل من الموجودات إلى شكل آخر في فترة زمنية قصيرة وبدون خسارة في قيمتها بمعنى آخر بدون تغيير في السعر، أي المقدرة على بيع موجود مالي بسعر لا يختلف عن أسعار البيع السابقة لهذا الموجود طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر<sup>(32)</sup>.

وكلما كان سوق رأس المال يتمتع بالسيولة دل ذلك على كفاءته، وعليه فمن أجل قياس كفاءة السوق يمكننا إدراج معدل دوران السهم (قيمة التداول / رأس المال السوقي) ويمكن توضيح التطور الذي لحق بمؤشر السيولة للبورصة المصرية من خلال الجدول التالي.

#### جدول رقم (02): تطور مؤشر السيولة في البورصة المصرية خلال الفترة 2009-2016

السنة	قيمة التداول (مليار جنيه)	معدل دوران السهم (%)	معدل نمو قيمة التداول
2009	448.2	34.8	-
2010	321	14.8	-28.38
2011	148	9.5	-53.9
2012	185	10.6	0.25
2013	162	8.9	-12.43
2014	291	12.8	79.62
2015	248	12.4	-14.77

2016	332.3	17.6	34
------	-------	------	----

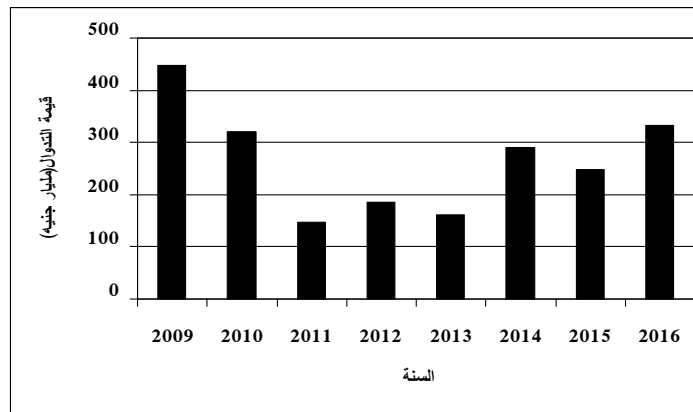
المصدر: - بالنسبة لقيمة التداول من سلسلة المطبوعات الدورية للبنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية (أعداد مختلفة)، الموقع:

www.cbe.org.eg

- بالنسبة لمعدل دوران السهم من النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، أعداد مختلفة، الموقع www.imf.com

نلاحظ من الجدول السابق انخفاضاً في قيمة التداول السنوي من 448.2 مليار جنيه سنة 2009 إلى 321 مليار جنيه سنة 2010، أي بنسبة انخفاض قدرت بـ 28.38% وهي أعلى نسبة انخفاض خلال فترة الدراسة، وذلك نتيجة تأثر الأسواق العربية والدولية بالأزمة العالمية الأمر الذي جعل من عامل نقص السيولة في مقدمة أسباب تراجع أداء البورصة المصرية، ومن الواضح أن هناك اتجاهاً نحو زيادة سيولة السوق سنة 2012 و2014 وهو الأمر الذي يعكسه معدل نمو قيمة التداول الذي وصل سنة 2014 إلى 79.62%. ومن زاوية أخرى نلاحظ أن معدل دوران السهم قد عرف انخفاضاً كبيراً سنة 2010 قدر بـ 57.5% مقارنة بسنة 2009، لتشهد السنوات من 2011 إلى 2015 تذبذباً في معدل دوران السهم، ليعود إلى الارتفاع مرة أخرى سنة 2016 ليبلغ 17.6% وهو ما تعكسه زيادة قيمة التداول التي بلغت 332.3 مليار جنيه، وهذا يدل على إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة الأمر الذي يعكس سيولة السوق حيث إن زيادة سيولة السوق تؤدي إلى زيادة كفاءته.

شكل رقم (04): تطور قيمة التداول في البورصة المصرية خلال الفترة 2009-2016



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على سلسلة المطبوعات الدورية للبنك المركزي المصري، الموقع: www.cbe.org.eg

- رأس المال السوقي: هو عبارة عن عدد الأسهم مضروباً بالقيمة السوقية أي سعر السهم في السوق، ويؤدي ارتفاعه إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية لأن ارتفاع رأس المال السوقي يعني زيادة تعبئة الموارد وتوزيع المخاطر.

جدول رقم (03): تطور رأس المال السوقي في البورصة المصرية خلال الفترة 2009-2016

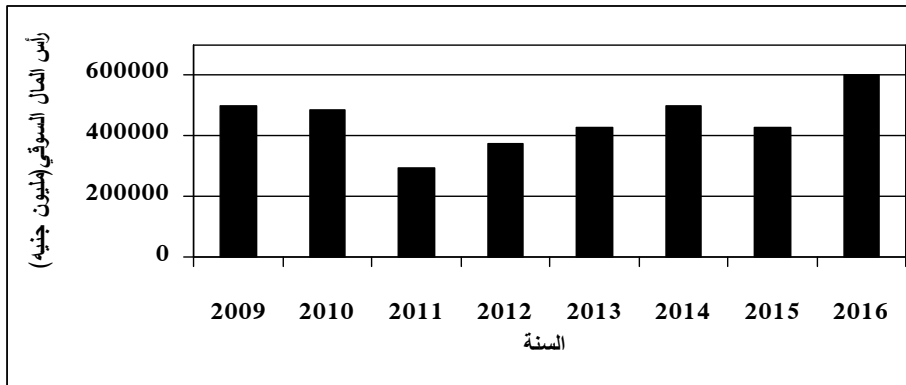
السنة	رأس المال السوقي (مليون جنيه)	معدل نمو رأس المال السوقي (%)
-------	-------------------------------	-------------------------------

-	499613	2009
2.4-	488209	2010
39.8-	293593	2011
28	375613	2012
13.6	426810	2013
17.1	500021	2014
14-	429793	2015
39.8	601095	2016

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على سلسلة المطبوعات الدورية للبنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية (أعداد مختلفة)، الموقع: www.cbe.org.eg

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن رأس المال السوقي في البورصة المصرية قد عرف انخفاضا سنتي 2010 لتسجل سنة 2011 أعلى نسبة انخفاض وصلت الى 39.8 رأس المال السوقي نتيجة لتأثر البورصة المصرية بتراجع أداء أسواق المال العالمية مع أزمة الرهن العقاري وتداعياتها. غير أن رأس المال السوقي قد عاد الى الارتفاع مرة أخرى في سنتي 2013 و 2014 لتشهد سنة 2016 أعلى نسبة ارتفاع خلال فترة الدراسة والتي وصلت الى 39.8 رأس المال السوقي. ولكن على الرغم من التذبذب الذي لحق بمعدل نمو رأس المال السوقي في البورصة المصرية لا تزال هذه الأخيرة قادرة على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار وهي كلها عوامل تساعد على تطور السوق واتساعه ومن ثم زيادة كفاءته.

شكل رقم (05): تطور رأس المال السوقي في البورصة المصرية خلال الفترة 2009-2016



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على سلسلة المطبوعات الدورية للبنك المركزي المصري، الموقع: www.cbe.org.eg

3-2- اختبار كفاءة البورصة المصرية في صيغته الضعيفة باستخدام طريقة الأنماط الطارئة: اهتم الكثير من الماليين باختبار الأنماط الطارئة أو كما يعرف أيضا باختبار المجاري المتسلسلة، حيث أنه انطلاقا من مفهوم هذا الاختبار قسمت التغيرات في أسعار الأسهم إلى ثلاثة أنواع: تغيير موجب أي ارتفاع في السعر، تغيير سالب أي انخفاض في السعر وأخيرا تغيير منعدم أو مستقر في السعر<sup>(33)</sup>.

(R) عدد المشاهدات (Séquences) في عينة من n عدد

نظريا المتوسط والتباين هو:

$$E(R) = (2n - 1) / 3$$

$$VAR(R) = (16n - 29) / 90$$

وبالنسبة لعدد مرتفع  $n$  (عينة كبيرة)، توزيع  $(R)$  يتبع تقريبا التوزيع الطبيعي فليكن

$$Z = \frac{R - E(R)}{\sqrt{VAR(R)}}$$

بتحديد عتبة خطأ تقدر بـ 5 %

$1.96 < |Z|$  تعني أن العينة ليست فعلا عشوائية.

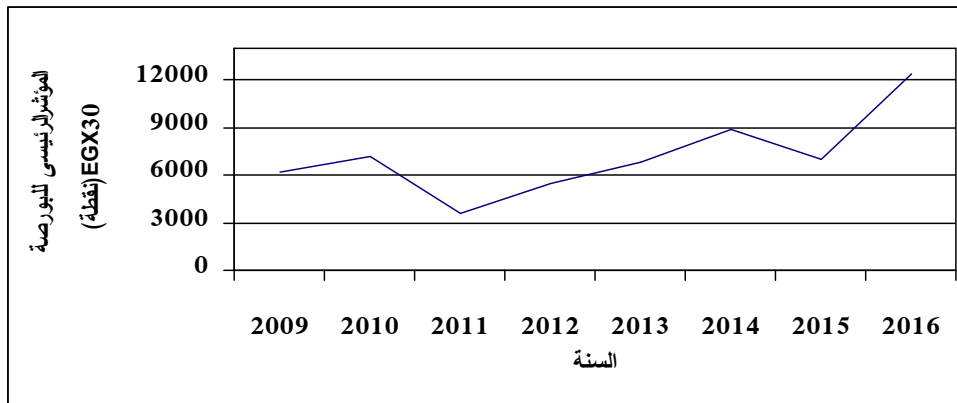
#### جدول رقم (04): تطور مؤشر البورصة المصرية خلال الفترة 2009-2016.

السنة	المؤشر الرئيسي للبورصة EGX30 (نقطة)	التغير في المؤشر	نسبة التغير (%)
2009	6208.8	-	-
2010	7142.1	(+)	15
2011	3622.4	(-)	49.3-
2012	5462.4	(+)	50.8
2013	6782.8	(+)	24.2
2014	8926.6	(+)	31.6
2015	7006	(-)	21.5-
2016	12344.9	(+)	76.2

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على سلسلة المطبوعات الدورية للبنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية (أعداد مختلفة)، الموقع: [www.cbe.org.eg](http://www.cbe.org.eg)

يتضح من الجدول وكما يعكسه الشكل الموالي أن مؤشر البورصة المصرية قد انخفض سنة 2011 بنسبة 49.3% وهي أعلى نسبة انخفاض خلال فترة الدراسة وللعلم فإن مؤشر البورصة المصرية قد سجل أعلى انخفاض سنة 2011 بـ 669.6 نقطة، مع العلم أن مؤشر البورصة قد بدأ في الانخفاض في يناير من نفس السنة وذلك تأثرا بالاضطرابات السياسية وحالة عدم الاستقرار التي شهدتها مصر خلال سنة 2011<sup>(34)</sup>. لتشهد بعد ذلك السنوات 2012، 2013، 2014 ارتفاعا ملحوظا في المؤشر الرئيسي للبورصة نتيجة التحسن والاستقرار النسبيين في الأوضاع السياسية الداخلية في مصر.

#### شكل رقم (06): تطور المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية خلال الفترة 2009-2016



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على سلسلة المطبوعات الدورية للبنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية (أعداد مختلفة)، الموقع: [www.cbe.org.eg](http://www.cbe.org.eg)

حسب معطيات الجدول لدينا:  $R = 5$ ، 2 انخفاض و 3 ارتفاع.

ولدينا المتوسط



$$E(R) = (2n - 1) / 3$$

$$E(R) = (2 \times 8 - 1) / 3 = 5$$

$$VAR(R) = (16n - 29) / 90 = (16 \times 8 - 29) / 90$$

$$VAR(R) = 1.1$$

$$Z = R - E(R) / \sqrt{VAR(R)} = 5 - 5\sqrt{1.1}$$

$$Z = 0$$

$Z=0$  وهي أقل من 1.96، وهذا يعني أن العينة ليست فعلا عشوائية وأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، وأن الأسعار في المستقبل مستقلة عن الأسعار التاريخية بحيث تأخذ شكلا عشوائيا يرتبط بورود معلومات جديدة إلى السوق وليس بوجود معلومات تاريخية. انطلاقا من ذلك وحسب طريقة الأنماط الطارئة نستنتج أن البورصة المصرية كفاءة في صيغتها الضعيفة.

### خاتمة

ترتبط كفاءة أسواق الأوراق المالية بمدى سرعة تأثر أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها خاصة الأسهم بالمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين بحيث تؤدي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة على أسعار الأوراق المالية إلى تقييمها بقيمتها الحقيقية. هذا وتمثل المعلومات المحور المركزي لمفهوم كفاءة سوق رأس المال وانطلاقا من طبيعة المعلومات المنعكسة في سعر الورقة المالية تتحقق الكفاءة في ثلاث صيغ فرضية الصيغة الضعيفة، المتوسطة والقوية.

من جانب آخر وعلى مستوى الأسواق المالية العربية وعند دراسة البورصة المصرية تبين من خلال تطبيق المؤشرات المعتمدة ومنها عدد الشركات المدرجة أن سوق الأوراق المالية في مصر شهد تدهورا من سنة لأخرى خلال فترة الدراسة الأمر الذي انعكس على سيولة السوق. أما فيما يخص رأس المال السوقي فقد سجل على العموم تذبذبا من سنة إلى أخرى، وأنه عند استخدام طريقة الأنماط الطارئة من أجل قياس كفاءة البورصة المصرية في صيغتها الضعيفة تبين أن هذه الأخيرة كفاءة عند المستوي الضعيف.

### المراجع:

- 1- مريم عديلة (2009-2010)، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظة المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، ص 30.
- 2- Bertrand jacquillat, Bruno solnik , les marchés financiers Gestion de portefeuille et des risques, duno, , Paris, 3 ème édition, 1997, p 49.
- 3- هناء عبد العزيز عبد اللطيف (2001)، قياس نشاط وكفاءة أداء سوق الأوراق المالية في مصر، دراسة مقارنة مع الأسواق الواعدة، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة . جامعة الإسكندرية ص 12-13.
- 4- أمين عبد العزيز (2007)، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للنشر والتوزيع، القاهرة، ص 240.
- 5- صلاح الدين حسن السيسي (2003)، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، ص 26.
- 6- اسامة وجدي وديع (2012)، كفاءة الأسواق المالية، "دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد الثاني، الجزء الثاني، ص 327.
- 7- مركز البحوث والدراسات، استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية ودوره في دعم الاقتصاد الوطني، ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي 15 لجمعية الاقتصاد السعودية "الواقع والمأمول"، ص 7.
- 8- عابد فضيلة، أنس مملوك (2014)، تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار (دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 36، العدد 5، ص 341-342.

- 9- شوقي بورقية(2010)، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، ص 141.
- 10- إيهاب الدسوقي(2000)، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، ص 40.
- 11- عبد الله بن محمد الرزين (1426هـ)، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم الى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية بتنظيم جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية، عمان في الفترة 16-18/03/.
- 12- زياد رمضان، مروان شموط (2007)، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، ص 198.
- 13- يوسف مسعداوي(2014)، كفاءة الأسواق المالية العربية، دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 42، ص 125.
- 14- عبد الحسين جليل الغالبي(2015)، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية، دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد التاسع، العدد 32، ص 4.
- 15- philipe spisser , information economique et marchés financiers, economica, Paris, 2000, p 244.
- 16- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام(2004)، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان، ص 132.
- 17- مريم عديلة، مرجع سبق ذكره، ص 42.
- 18- ربابعة عبد الرؤوف وحطاب سامي(2005)، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، ورقة عمل مقدمة من خلال ندوة الأسواق المالية المنظمة من طرف هيئة الأسواق المالية والسلع، بورصة أبو ضبي، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر، ص 7.
- 19- أمين السيد أحمد لطفي(2009)، علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص 66.
- 20- أشرف شمس الدين (2005)، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة من خلال ندوة الأسواق المالية المنظمة من طرف هيئة الأسواق المالية والسلع، بورصة أبو ضبي، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر، ص 23.
- 21- أحمد سليمان أحمد سليمان وافي(2013)، دراسة لمصادقية نتائج التحليل الفني مقارنة بنتائج التحليل الأساسي بالنسبة لأسعار وعوائد الأسهم في السوق المصري، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ص 22.
- 22- عبد المطلب عبد الحميد(2010)، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، ص 224.
- 23- بن عمر بن حاسين وآخرون(2012)، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، ص 239.
- 24- فيصل محمد شواورة(2008)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، ص 210.
- 25- Broquet, Cobbaut, Gillet, Van der Berg, Gestion de portefeuille, de boeck etlarcier, Paris, 4ème édition, 2004, p 262.
- 26- عاطف وليد أندروس(2015)، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ص 158.
- 27- جبار محفوظ(2007)، اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية والعلوم الإنسانية، المجلد 10، العدد الأول، ص 85.
- 28- أمين عبد العزيز(2007)، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للنشر والتوزيع، القاهرة، ص 240.
- 29- سمير عبد الحميد رضوان(2009)، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، ص 78.
- 30- جبار محفوظ(1999-2004)، اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص 87.

- 31- بوكساني رشيد (2005-2006)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 111.
- 32- إيمان عبد المطلب، حسن المولى (2011)، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 23، ص 119.
- 33- جبار محفوظ (2011)، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الاستراتيجيات، الأدوات)، دار الهدى، الجزائر، الجزء الأول، ط1، ص 305.
- 34- النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي (2011)، الربع الرابع، العدد 67، ص 59، الموقع [www.imf.com](http://www.imf.com)