

دور المعلومات في تعزيز كفاءة السوق المالي

مبارك بن زاير

أستاذ مساعد بكلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

جامعة بشار



ملخص:

تمثل المعلومات المحدد الرئيسي لكفاءة السوق المالي، حيث أن أسعار الأصول المالية في السوق تتحدد بناء على نوعية و حجم ما ورد من معلومات مختلفة، سواء المتعلقة بالسجل التاريخي للأسعار، أو في القوائم المالية، أو تحليلات و تقارير حول الوضعية الاقتصادية العامة للمنشأة.

وبذلك تكون الأسعار السوقية للأصول المالية مقارنة و مساوية لقيمتها الحقيقية، مما يعزز من كفاءة السوق المالي ويدعم عملية الاستثمار في الأصول المالية المختلفة، و يجعلها بمثابة مباراة عادلة بين المستثمرين المختلفين، بحيث لا يمكن لأي واحد منهم أن يكون له السبق في الحصول على المعلومات الخاصة بالأصول المالية، و بالتالي تحقيق أرباح على حساب الآخرين.

الكلمات المفتاحية: كفاءة السوق المالي، المعلومات و أنواعها، مصادر الحصول على المعلومات، الصيغ المختلفة للكفاءة.

Résumé:

L'efficience est définie par le fait que les cours du marché reflètent à tout moment l'information disponible. Un ajustement systématique et instantané de chaque nouvelle information arrivant sur le marché se reflète dans le cours du marché au comptant et aussi dans le cours du marché à terme (en fonction de leur échéance).

En conséquence, un marché à terme efficient suppose que la meilleure prévision possible du cours en t+1 est le cours négocié en t puisque celui-ci reflète déjà toute l'information passée, présente et anticipée. La différence entre le cours en t et le cours en t+1 ne peut provenir que d'éléments fortuits et non prévisibles.

Mots clés: L'efficacité du marché financier, types d'information, sources pour obtenir des informations, types d'efficience des marchés financiers.

مقدمة:

تعتبر نظرية كفاءة الأسواق من النظريات التي أثارت جدلاً كبيراً بين المهتمين بأسواق رأس المال، حيث أنه ووفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأصول المالية في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير نظرتهم وتصرفاتهم اتجاه المنشأة المصدرة للأصل المالي، و بما أن المعلومات سواءً كانت تتمثل في القوائم المالية، أو السجل التاريخي لأسعار الأصول في الماضي، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة حول المؤسسة، ترد إلى السوق مستقلة عن بعضها البعض، و في أي وقت، مما يؤدي إلى حركة عشوائية للأسعار، حيث ترتفع مع ورود المعلومات الحسنة وتنخفض مع ورود المعلومات غير الحسنة.

و في ظل المنافسة الحرة و الشديدة بين المتعاملين في السوق المالي للحصول على المعلومات الجديدة فلن يتمكن أي واحد منهم من تحقيق السبق في الحصول على تلك المعلومات أو في تحليلها، و بالتالي فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين.

1- مفهوم السوق الكفاء:

إن نظرية السوق الكفاء في بدايتها كانت بسيطة، و لكن مع التطورات أصبحت معقدة، لهذا فإن تعريف الكفاءة ليس محدد، فهو يتطور مع تطور الزمن و الأحداث.

و يعتبر *Fama* أول من عرّف كفاءة السوق المالي في 1965 بقوله: "يكون السوق المالي كفاء إذا كانت كل المعلومات المتعلقة بأي أصل مالي موجود في هذا السوق متوفرة، و تعكس سعر هذا الأصل".¹

كما يمكن تعريف السوق الكفاء بأنه: ذلك السوق الذي يكون فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما يعكس كافة المعلومات المتاحة عنها، سواءً تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية، أو في معلومات تثبتها وسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع و السنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم.²

و لقد قدم *Fama* الصيغة الرياضية لنظرية الكفاءة في سنة 1970 في المعادلة التالية:³

$$E \left(P_{j,t+1} / \varphi_t \right) = P_{j,t} \left[1 + E \left(R_{j,t+1} / \varphi_t \right) \right]$$

حيث:

φ : المعلومات المتوفرة في الفترة (t) .

$P_{j,t+1}$: القيمة المتوقعة للسهم (j) في الفترة $(t+1)$.

$E(x)$: الأمل الرياضي للمتغير العشوائي (x) .

R_j : مرد ودية السهم (j) .

فإذا كان سعر السهم يعكس كل المعلومات المتوفرة، و إذا تحققت المعادلة السابقة بالنسبة لكل الأسهم (j) المتداولة في السوق فعندها يكون السوق كفاء.

¹ - Philippe Gillet. *L'efficience des marches financières*. Édition economica. 1999. P 11.

² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996، ص 37.

³ - Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, (May, 1970), P 384.

II- شروط تحقيق الكفاءة: لكي يكون السوق كفاء يجب أن تتحقق فيه الشروط التالية:

II-1- عقلانية المستثمرين: من بين شروط تحقق كفاءة السوق المالي، وجود مستثمرين عقلانيين في هذا السوق، و هذا ما يتضمن فرضيتين لتبيان مدى عقلانية المستثمرين:

● الأولى: أنَّ الأعوان الاقتصاديين يتصرفون وفق المعلومات الواردة إلى السوق، فإذا كانت المعلومات الواردة إلى السوق حول أصل مالي ما حسنة فإن المتعاملين يقبلون على شراء هذا الأصل.
أمَّا إذا كان العكس أي أن المعلومات الواردة للسوق غير جيدة حول أصل مالي فإن ذلك يدفع بالمتعاملين إلى اتخاذ قرار بيع هذا الأصل.

● الثانية: أنَّ المستثمرين يبحثون من خلال شراء و بيع الأصول المالية عن تعظيم أرباحهم، و تقليل الخطر الناتج عن عمليات الشراء و البيع.

II-2- حرية انتقال المعلومات:

يقتضي هذا الشرط توفر المعلومات في السوق، و حرية انتقالها، و وصولها لكل المتعاملين دون تمييز، و ذلك ليكون السعر يعكس كافة المعلومات المتوفرة، و لذلك لا بد من:

● وصول المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين في نفس اللحظة، أي أنه لا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومات لأحد المتعاملين الاقتصاديين، و بين وصولها لمتعامل آخر.

● تحليل المعلومات من طرف المتعاملين الاقتصاديين يختلف حسب خبرة و حنكة كل متعامل، إذا ليس من الضروري أن يتوصل كل المتعاملين الاقتصاديين إلى نفس النتائج، و اتخاذهم نفس القرارات من تحليلهم للمعلومات الواردة إلى السوق، و إنما يتوقف ذلك على كيفية تعامل كل مستثمر مع المعلومات، و كيفية تحليلها، و مدى خبرته للتعامل مع هذه المعلومات.

II-3- مجانية المعلومات:

بحيث يحصل كل الأعوان الاقتصاديين على المعلومات من دون تحمل تكاليف إضافية، فإذا كانت المعلومات لا تمنح للمتعاملين دون مقابل، فإن المتعاملين سوف يتحججون بكون أن تكون تكلفة المعلومات، و الحصول عليها أكبر من الخسارة المحتملة عند عدم حصولهم على هذه المعلومات.¹

و لأجل ذلك فإنَّ الأسواق المالية توفر المعلومات الخاصة بالأصول المتداولة فيها بشكل مجاني لكافة المتعاملين الاقتصاديين.

II-4- عدم وجود تكاليف للصفقات:

و يقتضي هذا الشرط عدم وجود أي قيود على التعامل في السوق المالي، و المتمثلة في تكاليف المعاملات، و ضرائب و رسوم البورصة، كما ينص على أن المستثمر يمكنه شراء أو بيع الأصول المالية مهما كان حجمها بكل سهولة و يسر، دون تحمل تكاليف هذه الصفقة، أو أي رسوم أو ضرائب، كما ينص على عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق بالنسبة للمتعاملين، أو أي قيود من أي نوع تعيق عقد الصفقات بين المتعاملين.

¹ - Philippe Gillet .Op_Cit. P 18.

11-5- تعدد المستثمرين و توفّر السيولة:

يجب أن يكون هناك عدد كبير من المستثمرين في السوق، و بالمقابل توفّر السيولة اللازمة لقيامهم بالصفقات، فمع تعدد المستثمرين و غياب السيولة فإن ذلك ينعكس سلباً على الصفقات المعقدة في السوق مما ينقص من كفاءة هذا السوق. و لكي يحقق السوق الكفاءة المنشودة ينبغي أن تتوافر فيه سمتين أساسيتين هما:¹

□ كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، و يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، أي في وقت واحد، ممّا يجعل الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة، مما يجعل التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة، فجميع المتعاملين لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلاّ أنّه يصعب على أيّ منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين.²

و هذا ما أكدته *FAMA* سنة 1970 من خلال دراساته حول كفاءة الأسواق المالية.

□ كفاءة التشغيل:

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، و يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة، و دون أن يتاح للتجار و المتخصصين، أي صناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح كبير، و عليه فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

و لكي تعكس الأسعار كل المعلومات الواردة، يجب أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين عند حدها الأدنى، لكي يشجعهم ذلك على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة، و تحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على الأسعار، و عليه فإذا كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً، و لا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

III- المعلومات و دورها في تعزيز كفاءة السوق المالي:

تعتبر المعلومات وسيلة بالغة الأهمية في المساعدة على اتخاذ قرار الاستثمار في السوق المالي، لأنها ترتبط بشكل مباشر بحركة أسعار الأصول المالية المتداولة في السوق، و بالتالي فإن توفّر هذه المعلومات و تحليلها في الوقت المناسب، يمكّن المستثمر من اتخاذ القرار السليم بشأن بيع أو شراء أصل مالي في الوقت المناسب، ممّا يساهم في تعظيم العائد و تقليل المخاطر.

III-1- تعريف المعلومات:

تعتبر المعلومات عبارة عن معطيات تم تسجيلها، و تنظيمها، و تصنيفها في قالب معين لإظهارها عند الحاجة إليها، هذه المعلومات قد تكون معطيات عددية، أو أبجدية، أو خليط بين الصنفين.³

فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها و تحديدها مضمونها من أجل استخدامها في صياغة القرارات، و بالتالي فالمعلومة لها معنى و تؤثر في ردود أفعال و سلوك من يستقبلها.⁴

¹ - منير إبراهيم هندي. مرجع سبق ذكره. ص 49-50.

² - محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 1998 ص 34.

³ - إبراهيم بخي، دور الأنترنت و تطبيقاته في مجال التسويق: دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2002، ص 16.

⁴ - أنظر: - سونيا محمد البكري، إبراهيم سلطان، نظم المعلومات الإدارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 97. - محمد بن بوزيان و آخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية_دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، و المغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 2، 2012، ص 241.

III-2- خصائص المعلومات: تتميز المعلومات بمجموعة من الخصائص حسب احتياجاتها و استخدامها من طرف المستفيد منها، و تتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

1- خصائص التوقيت: بحيث يجب أن تقدم المعلومات في الوقت المناسب، أي وقت الحاجة إليها حتى تكون مفيدة و مؤثرة، و بالتالي يجب أن لا تكون المعلومات المقدمة لمتخذ القرار متأخرة، لأنه لا قيمة للمعلومات إن لم تصل في وقتها الضروري، كما أن تأثيرها لا يتضح على سلوك متخذ القرار مهما كانت درجة أهمية تلك المعلومات و حيويتها بالنسبة للقرار.

2- خصائص المحتوى: بحيث يجب أن تكون المعلومات ملائمة و مرتبطة بموضوع القرار و متخذه، أي يجب أن تتماشى مع الغرض الذي أعدت من أجله، و تتضح مدى ملائمة المعلومات من خلال تأثيرها على سلوك مستخدمها، حيث أن المعلومات الملائمة هي التي تجعل من مستخدمها يتخذ قرار يختلف عن ذلك الذي كان يمكن أن يتخذه في حالة عدم توفر تلك المعلومات.

كما أنه من خصائص هذه المعلومات، من حيث المحتوى، اتسامها بالدقة، أي لا تنطوي على أخطاء أثناء عملية نقلها و تسجيلها و حسابها و تقديمها لمتخذ القرار، كما تتسم بالصحة، أي أنها تعبر حقيقة عن الشيء المراد دراسته.

3- خصائص الشكل: بمعنى أن تكون المعلومات واضحة و مفهومة لمستخدمها، أي لا تنطوي على عبارات و ألفاظ و رموز غير معروفة و غير مفهومة بالنسبة لمستخدمها، كما يجب أن تتسم هذه المعلومات بالقبول من طرف مستخدمها و ذلك من خلال تقديمها بالصورة و الشكل اللذان يفهمهما مستخدمها، بحيث يجب أن تقدم المعلومات بشكل واضح و بسيط و مفهوم و بدرجة التفصيل المطلوبة، فلا تكون مختصرة أكثر من اللازم حتى تفقد معناها، كما أنه يجب أن تكون هذه المعلومات شاملة تغطي كافة جوانب اهتمامات مستخدمها، و الموضوع المراد اتخاذه القرار بشأنه، و أن تكون في شكلها النهائي أي لا يحتاج مستخدمها إلى إجراء بعض العمليات حتى يحصل على ما يحتاجه من معلومات.

III-4- مصادر الحصول على المعلومات: تتعدد المصادر التي يمكن للمستثمر أن يحصل منها على معلومات مفيدة

تساعده على اتخاذ قرار الاستثمار في أصل مالي ما من عدمه، و فيما يلي نتطرق إلى بعض مصادر الحصول على المعلومات:

1- الصحف: تساهم الصحف المتخصصة بأسواق المال في نشر أهم المعلومات عن الشؤون المالية العالمية و المحلية، كما تُزود المستثمر بمعلومات عن المؤسسات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، و تعليق الخبراء عن هذه المعلومات، و من أبرز الصحف العالمية في هذا المجال نذكر:¹

- صحيفة نيويورك تايمز (*The New York Times*): و هي صحيفة يومية لها مكانتها بين الصحف الأمريكية، و ذلك للدقة التي تمتاز بها فيما تنشره من أخبار عن الشؤون العالمية و الشؤون المحلية، سواء أكانت سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية، إضافة إلى تعليق الخبراء على الأمور الهامة التي تتناولها تلك الأخبار، و الآثار التي تنجم عنها. كذلك تعرض الصحيفة في قسم خاص الأخبار المالية العالمية و المحلية و معلومات عن أحوال أسواق المال في العديد من الدول.

- صحيفة وول ستريت (*The Wall Street Journal*): تصدر خمسة أيام في الأسبوع، أي ماعدا يومي السبت و الأحد، و هي من أوسع الصحف الأمريكية انتشاراً في العالم، و هي تُزود القارئ بمعلومات مشاهجة بتلك التي تزوده بها

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993، ص 219.

صحيفة نيويورك تايمز، غير أنها تنشر أيضاً وجهات نظر الخبراء في شأن المستقبل، تحقق هذه الصحيفة تغطية أفضل للمعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

- **صحيفة يوميات المستثمر:** وهي صحيفة متخصصة في شؤون الاستثمار، تتعرض لموضوعات تهم كل من يفكر في توجيه جزء من موارده للاستثمار في الأوراق المالية، و من بين المعلومات التي تنشرها الصحيفة: ترتيب الشركات من حيث معدل نمو السهم، و القيمة النسبية للقيمة السوقية للورقة المالية، كما تنشر الصحيفة كذلك مؤشرات السوق لقطاعات معينة لشركات الأعمال، مثل مجموعة الشركات التي تتميز بارتفاع مستوى عملياتها و تركيبتها، و مجموعة الشركات الصغيرة سريعة النمو، كما تنشر كذلك مؤشرات لأسهم معينة مثل تلك التي تتعرض قيمتها السوقية لدورات صعود و هبوط.

2- **المجلات المالية المتخصصة:** هناك العديد من المجلات المتخصصة في مجال المال و الأعمال و التي تهم المستثمرين، إذ تُوفر لهم معلومات حركة سوق الأوراق المالية، و بالتالي على المستثمر الاعتماد على المجلات الأكثر عمقاً و تحليلاً للأوراق المالية المراد الاستثمار فيها.¹ و فيما يلي نذكر أهم المجلات المالية المتخصصة:²

- **مجلة بارون (Barron's magazine):** وهي مجلو أسبوعية لشؤون المال و الأعمال، تصدرها شركة داو جونز (Dow Jones)، في نصفها الأول مقالات في مجالات تهم المستثمر، و وجهات نظر بشأن عدد من الأسهم، و تحليل عميق لعدد من الشركات أو الصناعات، أما النصف الثاني فينشر فيه سعر البيع و سعر الشراء للصفقات التي أبرمت في الأسبوع المنصرم على أسهم متداولة في بورصة نيويورك و البورصات الأمريكية، و السوق غير المنظمة، و في نهاية المجلة هناك معمل السوق و الذي يتضمن إحصائيات مفيدة عن الاقتصاد القومي، و أسواق رأس المال هذا إلى جانب مؤشر الثقة لأسعار الأسهم.

- **مجلة فورشن (Fortune Magazine):** وهي مجلة دولية تصدر من أمريكا، تتضمن مقالات تقدم تحليلاً تتسم بالعمق في شأن الشركات أو الصناعات، كما يوجد بها قسم خاص يطلق عليه *Business Roundup* يحتوي على تقارير عن التقدم و التطور الذي طرأ على قطاع من قطاعات الاقتصاد، هذا و تأتي هذه المجلة على القمة من حيث جودة التقارير التي تنشرها عن كفاءة إدارة الشركات، و الكيفية التي تتخذ بها الإدارة العليا القرارات في المسائل الخطيرة.

3- **مطبوعات استشاري الاستثمار:** و يقصد باستشاري الاستثمار المؤسسات المتخصصة في مجال المال و الأعمال، هذه الأخيرة تقوم بنشر مطبوعات تشمل معلومات كثيرة عن مؤسسات الأعمال، كحجم الطلب على منتجاتها، و الفروع التابعة لها، و أصولها، و معلومات عن أعضاء مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين، إضافة إلى تنبؤات بمستقبل المؤسسة، و توصيات للمستثمرين بهذا الشأن.³

و من أشهر المؤسسات التي تنشر مطبوعات نذكر ما يلي:⁴

1- محمد صالح الخناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، مرجع سبق ذكره، ص 161.

2- صلاح الدين حسن السيسى، الشركات متعددة الجنسيات و حكم العالم في تطوير و ربط البورصات العربية، دار الكتب، الطبعة الثانية، القاهرة، 2003، ص 74.

3- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 231.

4- فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، 2009، ص 46.

- مطبوعات ستاندرد آندبور (*Standard & Poor's*): يأتي في مطبوعات هذه المؤسسة سجل شركات الأعمال الذي يشتمل على منتجاتها، و بيانات عن التأخير في تلبية طلبات الزبائن و الفروع التابعة لها، إضافة إلى معلومات عن حجم العمالة، و معلومات عن السندات التي أصدرتها الشركة من حيث الغرض من الإصدار، و حجم الموارد المحتجزة سنوياً لسداد قيمة السندات عند تاريخ استحقاقها، و خطة شراء السندات من السوق بغرض استهلاكها، و أعلى سعر و أقل سعر بيعت به تلك السندات عند إصدارها، و يتضمن السجل معلومات عن الأسهم العادية من حيث توزيع الأصوات في الجمعية العمومية.

- مطبوعات مسح مستوى قيمة الاستثمار: تتميز هذه المؤسسة بالاهتمام بتقييم كل سهم على أساس مقياس من أربع متغيرات: المخاطر، و التي تقاس بمعامل *Beta*، الأداء المتوقع للسهم، الأرباح الرأسمالية المتوقعة، و التوزيعات المتوقعة، هذا و يُغطي المسح أكثر من 1700 سهم موزعة على 90 صناعة، و يتم مراجعة التقرير الخاص بكل سهم مرة كل ثلاثة أشهر، فالمسح ينقسم إلى 13 نشرة أسبوعية تتم مراجعة الواحدة منها كل أسبوع و لا يجري عليها تعديل حتى تتم باقي النشرات.

و المسح يتضمن ثلاثة أجزاء: التصنيف و التقارير، خلاصة لمجمل المؤشرات، الاختيارو الرأي.

4- تقارير الشركات: من أبرز التقارير المنشورة في أسواق رأس المال تلك التي توجه إلى حملة الأسهم، و التقارير التي ترسل إلى لجنة الأوراق المالية و البورصة، و نجد فيها:

- التقارير إلى حملة الأسهم: تصدر و تنشر شركات الأعمال نوعين من التقارير لحملة الأسهم: التقارير السنوية، و التقارير ربع السنوية، و تمثل هذه التقارير في قائمة الدخل و الميزانية العمومية عن الفترة المنصرمة، و يصاحب التقارير السنوية بيان المدير التنفيذي و توضيح للنتائج المحققة، و الاحتمالات المستقبلية و الخطط المتوقعة للشركة.

- التقارير إلى لجنة الأوراق المالية و البورصة: هي تقارير تتضمن الكثير من المعلومات، و هي لا تقتصر على النواحي المالية، إذ تتضمن كذلك معلومات غير مالية تهم المستثمرين، و يأتي في مقدمة هذه التقارير بيان التسجيل الذي تقدمه الشركة إلى اللجنة عندما تقرر إصدار أوراق مالية جديدة تباع إلى الجمهور، و يطلق على هذا التقرير بالمنشور.

5- مطبوعات بيوت السمسرة: عادة ما يوجد في بيوت السمسرة الكبيرة أقسام متخصصة للبحوث و الدراسات، من شأنها أن تحقق لبيت السمسرة مركزاً تنافسياً بين منافسيه، و يتيح قسم البحوث للزبائن الحاليين معلومات مجانية مفيدة عن حالة سوق الأوراق المالية، و الأوراق المالية التي ينصح ببيعها أو بشرائها، فعادة تُوزع على زبائنها المعلومات التي تصدرها بيوت السمسرة، و ذلك بناءً على الاتفاق السابق بينهما.

6- المطبوعات الحكومية: تعتبر المطبوعات الحكومية من أهم مصادر المعلومات عن الأحوال الاقتصادية بصفة عامة و عن الحالة المالية لها بصفة خاصة، و ذلك إضافة إلى كونها مصدراً للمعلومات عن العديد من الصناعات دون الدخول في تحديد الجهة الحكومية التي تصدر تلك المعلومات، فان تلك المعلومات عادة ما تكون شهرية أو سنوية، و تتضمن بيانات إحصائية عن الأسعار و الأجور و الإنتاج، و خرائط توضح حجم الدخل القومي و عناصره، و الدورات الاقتصادية، و ظروف أسواق الأوراق المالية، و التوقعات بشأن أمور تخص شركات الأعمال، كما توجد مطبوعات حكومية تكشف عن المعروض من النقود، و أسعار الفائدة، و مستوى النشاط الاقتصادي، و معدل التضخم، و كلها معلومات ذات أهمية للمستثمر.

7- بنوك المعلومات: يوجد بنوك للبيانات توفر للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة و عن الشركات التي أصدرتها. و تعبأ تلك البيانات في ملفات الحاسوب التي يمكن شراءها من مؤسسات متخصصة، تمكّن تلك الملفات المستثمر الذي يقتنيها من الحصول على أي معلومات محددة يبحث عنها، فمثلاً يمكنه من خلال تلك الملفات معرفة الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك التي حققت معدل نمو معين، أو حصل حاملها على قدر معين من التوزيعات... إلخ . و غير ذلك من المعلومات التي يمكن أن تفيد المستثمر.

III-5- أنواع المعلومات: تنقسم المعلومات حسب مصدرها إلى نوعين رئيسيين هما:¹

1- معلومات داخلية: و هي تلك المعلومات التي يكون مصدرها المنشأة نفسها و تتلخص فيما يلي:

1-1- القوائم المالية الأساسية: و تشمل أربع قوائم أساسية هي: قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التغيرات في حقوق الملكية، و قائمة التدفقات النقدية.

1-2- المذكرات و الملاحظات المرفقة بالقوائم المالية: تعد الملاحظات جزءاً ضرورياً من مصادر المعلومات المفيدة، فهي توفر معلومات إضافية غير موجودة في القوائم المالية.

1-3- التقارير المؤقتة: و هي تقدم على مدار السنة و تكون إما نصف سنوية أو ربع سنوية.

1-4- تقارير مجلس الإدارة: و هي تحتوي على معلومات مهمة تتناول بيانات مالية و إحصائية و بعض الخطط المستقبلية.

1-5- تقارير مراقب الحسابات: و ما قد تحتويه من ملاحظات أو تحفظات خاصة بالقوائم المالية التي تم مراجعتها.

2- معلومات خارجية: يعتبر من المفيد عند تحليل المعلومات المالية لمؤسسة معينة، مقارنتها بما هو قائم في الشركات المنافسة، و لذلك يعدّ تجميع معلومات عن الصناعة التي تعمل فيها المؤسسة مهماً لعملية التحليل، يضاف إلى ذلك تجميع بيانات عن الاقتصاد بصفة عامة، و بيانات عن ظروف المنافسة الدولية، و أثر الاتفاقيات الدولية على تلك الصناعة.

III-6- تحليل و تفسير المعلومات المالية:

1- إطار التحليل: يجب أن يبدأ تحليل الاستثمار بتقييم الظروف الاقتصادية الواسعة و يشمل ذلك الاتجاهات العامة، الاستهلاك الشخصي، النفقات الرأسمالية، و متغيرات أخرى.

و يجب أن يمتد التحليل إلى كل من المستوى المحلي و المستوى الدولي و ذلك لتحليل ظروف المنافسة و العوامل الاقتصادية و التكنولوجية التي يمكن أن تؤثر على الصناعات المختارة للتحليل، و أخيراً فإنه يجب أن يكون هناك تحليل شامل لمختلف الشركات في هذه الصناعات.²

2- أدوات التحليل الرئيسية: تتاح للمحلل المالي مجموعة مختلفة من أدوات التحليل، يمكنه الاختيار من بينها ما يلائم للتحليل، و يمكن تبويب أدوات التحليل الرئيسية فيما يلي:³

¹ - طارق حماد عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 65.

² - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري، عمان، 2009، ص 179.

³ - انظر: - عدنان تايه النعيمي، أساسيات الإدارة المالية، دار المسيرة، 2007، ص 119. - طارق حماد عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 68.

- عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 461. - محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر و التوزيع، الطبعة

الأولى، عمان، 2007، ص 367.

2-1- القوائم المالية المقارنة: تتم عملية مقارنة القوائم المالية عن طريق وضع بيانات الميزانيات أو قوائم الدخل أو

بيانات التدفقات النقدية، ثم فحص التغيرات التي حدثت على كل عنصر داخل تلك القوائم من عام لآخر و عبر السنوات. و أهم عامل تكشف عنه القوائم المالية المقارنة هو الاتجاه، كما تكشف المقارنة عبر عدة سنوات عن سرعة و مدى و نطاق الاتجاه، و يمكن إجراء المزيد من التحليل لمقارنة الاتجاهات في المفردات أو البنود ذات الصلة، فعلى سبيل المثال فإن الزيادة البالغة 10% في المبيعات المصحوبة بزيادة في مصاريف النقل بنسبة 20% تتطلب بحث و تفسير أسباب هذا الفرق، و بالمثل فإن الزيادة البالغة 15% في الذمم أو الحسابات المدينة أثناء نفس الفترة سوف يقتضي أيضاً إجراء بحث و استقصاء لأسباب اختلاف معدل زيادة المبيعات عن معدل زيادة الحسابات المدينة.

2-2- دراسة التغيرات من عام لآخر: يمكن إجراء مقارنة للقوائم المالية من عامين إلى ثلاثة أعوام عن طريق مقارنة

التغير من عام لآخر، إمّا بمبالغ مطلقة أو بنسب مئوية، و يمكن إجراء المقارنات ذات المدى الطويل على أفضل وجه بواسطة اتجاهات الأرقام القياسية.

و تتمتع المقارنات بين بنود القوائم المالية خلال الفترات التي تتراوح من عامين إلى ثلاثة بعدة مزايا أهمها سهولة فهمها لقارئ القوائم المالية، إضافة إلى إمكانية عرض المقارنات في صورة مبالغ مطلقة أو نسب مئوية.

2-3- تحليل اتجاهات الأرقام القياسية: يصعب استخدام القوائم المقارنة في الحالات التي تتم في أكثر من ثلاث

أعوام لأن المقارنة من عام لآخر يمكن أن تصبح غير دقيقة، و أفضل طريقة لإجراء مثل هذه المقارنات للاتجاهات الأطول من حيث المدى هي استخدام الأرقام القياسية، و تتطلب عملية حساب سلسلة من الأرقام القياسية اختيار سنة الأساس لكافة البنود، يكون رقمها القياسي 100، و لأن سنة الأساس تمثل إطاراً مرجعياً لكافة المقارنات، لذلك يفضل اختيار سنة نمطية أو طبيعية، فإذا لم يتوفر هذا الشرط في السنة الأقدم في السلسلة المقارنة يتم اختبار السنة التي تليها حتى نصل إلى السنة التي يمكنها تأدية تلك الوظيفة.

2-4- التحليل الهيكلي للقوائم المالية: يقوم التحليل الهيكلي للقوائم المالية على التعرف على النسب التي يمثلها بند

معين ضمن مجموعة كلية أو مجموعة فرعية، مثال ذلك نسبة النقدية إلى إجمالي الأصول أو إلى إجمالي الأصول المتداولة، و يتم التعبير عن المجموعات الرئيسية في الميزانية (الأصول و الخصوم و حق الملكية) بنسبة 100%، كما يتم التعبير عن كل بند ضمن هذه الفئات كنسبة مئوية من المجموع، و يتبع نفس الأمر بالنسبة لقائمة الدخل حيث يتم التعبير عن رقم صافي المبيعات بنسبة 100% و ينسب كل بند في قائمة الدخل إلى صافي المبيعات، و يطلق على هذا النوع من التحليل اسم التحليل الرأسي، بينما يطلق على تحليل الاتجاهات اسم التحليل الأفقي.

2-5- تحليل النسب: يعتبر تحليل النسب من أكثر أدوات التحليل المالي شهرة و أكثرها استخداماً على نطاق واسع،

و تمثل النسب أداة تحليل توفر للمحلل المالي في معظم الأحوال مفاتيح استدلال و معرفة بالظروف الكاملة، و إذا ما تم تفسير النسب تفسيراً سليماً فإنه يمكن أن تشير و ترشد المحلل إلى المجالات التي تحتاج إلى المزيد من البحث و الاستقصاء.

و تحليل النسب يمكن أن يكشف عن العلاقات إلى جانب أسس المقارنة التي تكشف عن الظروف و الاتجاهات التي لا يكون من الممكن رصدها من فحص المكونات الفردية للنسبة، لذلك على المحلل يجب أن يكون قادر على تسوية و ضبط الأمور المتصلة أو الموجودة في علاقة ما لتتلاءم مع شكلها و حجمها المحتمل في المستقبل، كما يجب عليه أيضاً أن يتعرف على العوامل المؤثرة على تلك النسب في المستقبل.

و توفير المعلومات يكون من طرف شركات متخصصة في ذلك، مثلاً في باريس تقوم بتوفير المعلومات كل من شبكة

Reuter، والوكالة الفرنسية للصحافة **L'Agence France Presse**.

و تلعب المعلومات دوراً هاماً في تحديد أسعار الأصول المالية في السوق، فمتى كانت هناك معلومات جيّدة حول مؤسسة ما مصدرها لأصل مالي، ارتفع السعر السوقي لهذا الأصل، و العكس فكلّما وصلت معلومات غير جيّدة حول المؤسسة كلّما أثر ذلك على سعر هذا الأصل.

و تقاس درجة كفاءة السوق بمدى تأثر الأسعار بالمعلومات الواردة إلى هذا السوق، أي بمدى اندماج هذه المعلومات في

السعر.¹

IV- أشكال و صيغ الكفاءة:

كما رأينا فإن كفاءة السوق تعتمد على حجم و نوعية المعلومات المتوفرة فيه حول الأصول المالية، و مدى استجابة و تأثر الأسعار بأي معلومة جديدة ترد إلى السوق، إلا أن المعلومات تختلف، فهناك معلومات تاريخية حول الأسعار الماضية، و هناك معلومات حكومية حول السياسة الاقتصادية، و هناك معلومات يتوصل إليها الخبراء انطلاقاً من تحديد الإستراتيجية المستقبلية للمؤسسة.

و بناء على نوعية هذه المعلومات التي يمكن تقسيمها إلى ثلاث مجموعات، يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الكفاءة:

● فالمجموعة الأولى من المعلومات تمثل المعلومات التاريخية حول الأسعار مثل: سعر الفائدة، سعر الصرف، معدل نمو المؤسسة... الخ.

● أما المجموعة الثانية من المعلومات فتتضم بالإضافة إلى المعلومات الماضية حول الأسعار التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات المتاحة للجمهور، و المتعلقة بالشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية للدولة، و كذا التقارير المالية و التحليلات التي يمكن للجمهور الاطلاع عليها، و المتعلقة بإستراتيجية، و مستقبل المؤسسات.

● أما المجموعة الثالثة من المعلومات فتتضم بالإضافة إلى المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة، المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة مثل إدارة المؤسسة، و كبار العاملين فيها أو تلك التي يمكن أن يتوصل إليها مكاتب الفحص و الاستشارة، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالأرباح و رقم الأعمال المستقبليين.

و انطلاقاً من أعمال **Robert (1967)**، و **Fama (1970-1978)** يمكن تقسيم الكفاءة إلى ثلاثة صيغ

اعتماداً على نوعية المعلومات المتاحة في السوق للمتعاملين.²

IV-1- الصيغة الضعيفة للكفاءة:

تقتضي الصيغة الضعيفة للكفاءة أن السعر الحالي للأصل المالي مستقل كلياً عن مجموعة المعلومات الماضية المحددة لسعره

في الماضي، و عليه و حسب الصيغة الضعيفة للكفاءة فإنه لا يمكن أن نستعمل المعلومات الماضية حول الأصول المالية، مثل: النتيجة، الأرباح الموزعة، تطور رقم الأعمال، تطور الطلبات، المعلومات الماكرو اقتصادية... الخ، لتحديد السعر الحالي، أو التطور الحاصل في السعر.³

¹ - Jean-Laurent Viviani .Gestion de portefeuille. Dunod. Paris. 1997. P 233.

² - Broquet. Cobbaut. Gillet. Van den Berg. Gestion de portefeuille. Edition de Boeck. 4^{eme} Edition 2004. P 255.

³ - Philippe Gillet .Op_Cit P 37.

أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض و لا يوجد بينهما أي ترابط، و هذا ما يمكن أن يعبر عنه " بالحركة العشوائية للأسعار".

و يمكن تلخيص فرض الصيغة الضعيفة للكفاءة في أن السعر الحالي للفترة (t) لأي أصل مالي مستقل كلياً عن سعره في الفترة $(t-1)$ أو في أي فترة أخرى مختارة، و يمكن تلخيص هذه الصيغة في المعادلة التالية:

$$\forall \phi, E(P_{j,t+1} / \phi_t) = P_{j,t}$$

حيث:

$P_{j,t}$: سعر الأصل المالي j في الفترة t .

ϕ : معلومة متوفرة حول الأصل.

و يكون أحسن توقع لسعر الأصل المالي في الفترة $(t+1)$ أن يبقى نفس السعر المحدد في الفترة (t) .

IV-2- الصيغة المتوسطة للكفاءة:

تقتضي الصيغة المتوسطة للكفاءة أن أسعار الأسهم في لحظة معينة لا تعكس فقط التغيرات السابقة التي طرأت على أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كافة المعلومات المتاحة للجمهور، أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات، سواء تمثلت تلك المعلومات فيما نشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المؤسسة بما في ذلك التقارير المالية و غيرها من التقارير و التحليلات التي تتاح للجمهور. إذا في ظل الصيغة المتوسطة للكفاءة فإن الأسعار الحالية تعكس كل المعلومات المتاحة و المتعلقة بالأسعار الماضية.¹

و بناء على ما سبق فإن توفر الصيغة المتوسطة للكفاءة في السوق المالي يترتب عليه:²

● أن سعر كل أصل مالي متوفر في هذا السوق يعكس قيمته الحقيقية: أي عدم وجود أي فارق بين قيمة الأصل و سعره نظراً لأن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.

● عدم وجود أي فرصة للمضاربة: عندما تكون الأسعار تعكس كافة المعلومات الواردة إلى السوق فإن أي مستثمر لا يمكنه تحقيق أرباح نتيجة عمليات المضاربة.

التوقعات المتعلقة بالحوادث المستقبلية يمكن أن توضح المعلومات المتعلقة بالأصل المالي.

IV-3- الصيغة القوية للكفاءة:

تقتضي الصيغة القوية للكفاءة بأن تكون المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة و المتوفرة للعامة و الخاصة، أي المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور، إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة مثل أعضاء مجلس إدارة المؤسسة أو كبار العاملين فيها، إضافة إلى المعلومات التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال أدوات التحليل.³

¹ - Richard Bailie et Patrick McMahon, *Le marché des changes*, édition ESKA 1997, P 49.

² - Philippe Gillet. *Op_Cit* P 64.

³ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، 1999، الإسكندرية، ص 511.

و هذا ما يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة صفراً، لأن الأسعار السائدة في السوق للأوراق المالية المتداولة فيه تكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماماً لقيمتها.¹

و تعتبر الصيغة القوية للكفاءة الأكثر صعوبة تطبيقاً على أرض الواقع و تجريبها في الأسواق المالية، و لقد اختبرت الصيغة القوية لكفاءة الأسواق المالية بطريقة غير مباشرة، و ذلك من خلال قياس العائد أو الأرباح المحققة من طرف فئات معينة من المستثمرين العاملين في السوق المالي، بحيث يفترض أن لهذه الفئات وسائل خاصة للحصول على معلومات غير متاحة للمستثمرين الآخرين في نفس الوقت و بنفس السرعة.

و تتمثل هذه الفئات من المستثمرين في: المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار في الأسواق المالية، و المتخصصين في تحليل الأوراق المالية الممثلين في صناعات السوق، المديرين و كبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم المالية في أسهم المؤسسات التي يعملون فيها.

1- المؤسسات المتخصصة في الاستثمار: لقد كشفت دراسة كل من *Crockett* و *Blume* سنة 1970 و دراسة *Glen* و *Cumby* سنة 1990 أنه لا يوجد دليل يؤكد قدرة المؤسسات المتخصصة في الاستثمار على تحقيق عائد أو مردود أكبر من العائد الذي يمكن أن يحققه أي مستثمر آخر بسيط، يقوم بإتباع إستراتيجية اشترى و احتفظ أي شراء الأسهم عندما يكون سعرها منخفض و الاحتفاظ بها إلى حين يرتفع السعر لإعادة بيعها.

كما بينت دراسات كل من *Shawky* سنة 1982 ودراسة *Vit* و *Cheney* سنة 1982 عدم قدرة المؤسسات المتخصصة في الاستثمار على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في الفترات المستقبلية، و هو ما يؤكد عدم حصول هذه المؤسسات على امتيازات خاصة تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية.

إضافة إلى ذلك فقد أكد *Jahnke* سنة 1991 من خلال دراساته أن معظم هذه المؤسسات، و كذا المؤسسات المتخصصة في التحليل لا تعطي اهتمام كافي للتحليل الكمي للعائد و المخاطر، و هو ما يعني عدم قدرتها على تحقيق عائد مميز.

2- المؤسسات المتخصصة في التحليل: يعتقد المستثمرون الفاعلون في السوق المالي أن المؤسسات المتخصصة في التحليل لديها القدرة على امتلاك معلومات ذات قيمة قبل غيرها من الفاعلين في السوق، و ذلك من خلال اتصالاتها و قدرتها الفنية.² غير أن دراسات كل من *Diefenback* سنة 1972، *Dimson* و *March* سنة 1984 و *French* سنة 1989، و *Keane* سنة 1991 كلها بينت عدم قدرة المؤسسات المتخصصة في التحليل على تحقيق أرباح غير عادية و أن قدرة هذه المؤسسات على تقدير القيمة الحقيقية للسهم لا تتسم بالدقة في كثير من الأحيان.

كما بين *Treymon* من خلال دراساته سنة 1987 عدم قدرة هذه المؤسسات على معرفة اتجاه الخطأ المحتمل في تقدير القيمة الحقيقية للسهم.

و مع ذلك فإن قدرة تلك المؤسسات على تقديم استشارات للمتعاملين في السوق حققوا من ورائها أرباحاً غير عادية، يعتبره البعض بمثابة نفي للصيغة القوية للكفاءة.

¹ - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 1999، ص 145.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، 1999، الإسكندرية، ص 404.

إضافة إلى الدراسات التي كشفت أن المعلومات المتاحة لصناع السوق، بشأن الأوراق المالية، عادة ما تكون أقل مما هو متاح لإدارة المؤسسة المصدرة لتلك الأوراق، مما يعني عدم قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية على حساب آخرين، لديهم أجهزة تضطلع بمهام تجميع و تحليل المعلومات عن الأوراق المالية، مما يساعدهم على اتخاذ قرارات الشراء و البيع.

3- كبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم المالية في أسهم المؤسسات التي يعملون بها: لقد أكدت أغلب الدراسات الخاصة بالعائد الذي يحققه هؤلاء العاملين، على أنهم يحققون أرباحاً غير عادية، و هذا ما أكدته دراسات كل من *Rozeff, Barn*، و *Zaman* سنة 1988.

إلا أن الدراسات الحديثة مثل دراسات *Eyssel* و *Archadi* سنة 1991 كشفت عن حقائق جديدة صاحبت التعديل الذي أجري على قانون عقوبة كبار العاملين الذين يستغلون لصالحهم المعلومات المتاحة عن المؤسسة التي يعملون بها (*Insider Trading Sancation Act*) (ITSA)، الصادر سنة 1974، و الذي أعطى للجنة الأوراق المالية و البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية الحق في رفع دعوى قضائية لرد الأرباح التي يحققها العاملون من وراء تلك الصفقات إضافة إلى حقها في فرض غرامة تصل إلى ثلاث أضعاف تلك الأرباح.

خاتمة:

من خلال هذه الورقة البحثية، توصلنا إلى أن السوق لن يكون كفاءاً إلا إذا كانت أسعار الأصول المالية المتداولة فيه تستجيب وبشكل مباشر لأي معلومات جديدة ترد إليه، دون أن يكون لأحد المتعاملين ميزة للحصول على هذه المعلومات الجديدة، قبل المتعاملين الآخرين، ودون أن يكون هناك فاصل زمني بين تحليل هذه المعلومات، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية لسعر الأصل المالي.

كما تعتبر المعلومات هي المحدد الرئيسي لكفاءة السوق المالي، حيث تتنوع هذه الأخيرة و تتعدد على حسب مصادر الحصول عليها و طبيعتها، و بذلك فإن كمية و زمن الحصول على المعلومات هو ما يصنع الفارق بين المستثمرين، حيث أنه و وفقاً لمفهوم نظرية الكفاءة يجب أن لا يكون هناك فاصل زمني بين ورود المعلومة و بين انعكاسها على سعر الأصل المالي و لذلك ما يبقى يفصل بين مستثمر و آخر هو كيفية و طريقة فهم و تحليل المعلومات الواردة للسوق، و كذا القرار المناسب المتخذ من طرف المستثمر بناءً على ما توصل إليه من نتائج من خلال استخدامه للمعلومات الواردة.

كما أننا استخلصنا أن الكفاءة تقوم على مفهومين أساسيين هما: الكفاءة الكاملة و هو أمر يصعب تحقيقه على أرض الواقع كما رأينا من خلال دراستنا لهذا المفهوم أما المفهوم الثاني فيتمثل في الكفاءة الاقتصادية و هو المفهوم الممكن تحقيقه و تجسيده على أرض الواقع.