

اختبار تطور مصطلح كفاءة السوق في الأسواق المالية العربية

(ملخص رسالة مترجمة)

رحاب عادل صلاح الدين أمين

مدرس مساعد بمعهد المدينة العالي للإدارة والتكنولوجيا بشبرامنت

حاولت معظم الدول العربية إعادة النظر في دور البورصات منذ مطلع التسعينات، بهدف تنشيط الأسواق غير النشطة علي سبيل المثال: مصر، السعودية، الكويت. وإطلاق أسواق جديدة مثل: أبو ظبي، ودبي، لتحفيز النمو الاقتصادي، وتعزيز التكامل الدولي، ومع ذلك تم تحقيق تطور طفيف في عدد الشركات التي تم تسجيلها في هذه البورصات.

إنه لقياس مدى كفاءة هذه الأسواق ظلت وجهة نظر FAMA 1965 / 1970 التي قدمت عن كفاءة السوق Market Efficiency هي وجهة النظر الأقوى. كما أشار (Abdmoulah, 2010) أن اختبارات الكفاءة التقليدية Conventional Efficiency Tests لا تعطي نتائج دقيقة عن الوضع الفعلي للأسواق، لأنها تعتمد على قياس الكفاءة في فترة زمنية معينة. وهو ما أضافه (Abdmoulah, 2010) فقد قام باستخدام نموذج GARCH (1.1) لقياس الكفاءة، ومقارنة الأسواق العربية الـ ١١ بمؤشر AMEX الأمريكي.

وتعارض الدراسات السابقة عند قياس الكفاءة لهذا السبب فمنهم من استخدم الأساليب التقليدية، ومنهم من استخدم الأساليب الحديثة لقياس الكفاءة من البيانات اليومية للمؤشرات كما فعل (Abdmoulah, 2010) في هذه الدراسة. فهذه الدراسة من وجهة نظري توصلت إلي نتائج في غاية الأهمية، ولجأ إليها العديد من الباحثين للتمكن من فهم مصطلح كفاءة السوق، وهو ما دفعنا نحو إيجاز تلك المقالة في شكل مبسط ومختصر.

وجدير بالذكر أن أنواع كفاءة الأسواق كما أشير إليها¹ تنقسم إلى ثلاثة أنواع وهي:

¹ Asal, M. (2000). *Are there trends towards efficiency for the Egyptian stock market?* Working Paper, School of Economics and Commercial Law, University of Goteborg, Sweden. Available at <http://www.emh.Org/Asal.pdf> (accessed 1 November 2013).

الكفاءة علي المستوي القوي Strong form of EMH	الكفاءة على المستوي المتوسط Semi Strong of EMH	الكفاءة علي المستوي الضعيف (نظرية الحركة العشوائية Weak form of EMH (للأسعار)
يتم من خلالها جمع المعلومات المتاحة للعامة، وغير العامة والإفصاح عنها بالسوق، مما يؤثر على الأسعار ولا يكون لدى أي مستثمر فرصة لاحتكار معلومة، كما أنها لا تسمح لأي مستثمر بتحقيق أرباح غير عادية. ويري (Fama, 1991) أن صيغة السوق القوي صيغة متطرفة غير موجودة في الواقع.	يتم من خلالها جمع الأسعار الحالية للأسهم، وهي لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس المعلومات المتاحة للجمهور كلها سواء كانت على الظروف الاقتصادية، أم ظروف الشركة، أو التقارير المالية.	يتم من خلالها إظهار المعلومات التاريخية مثل: أسعار الأسهم، حجم التعامل، قوائم مالية منشورة وتسمى معلومات تاريخية تم القيام بها في الماضي سواء أيام أو شهور، ولا يمكن التنبؤ من خلالها بالتغيرات المستقبلية للأسعار. <u>وهي الصيغة التي حاول الباحث (Abdmoulah, 2010) قياسها في هذه المقالة.</u>

الأساليب الإحصائية التي تم استخدامها:

سبب استخدامه	الأسوب الاحصائي
تم استخدامه في الإحصاء الوصفي، وهو من مقاييس النزعة المركزية، ولكن يعاب عليه أنه لا يمكن استخدامه منفرداً لأنه يتأثر بالقيم الشاذة، ويصعب حسابه في البيانات الوصفية.	الوسط Mean
تم استخدامه في الإحصاء الوصفي، وهو من مقاييس النزعة المركزية، من خلال ترتيب البيانات تصاعدياً، أو تنازلياً وأخذ القيمة الوسطى، ولكن يعاب عليه أنه لا يأخذ جميع القيم.	الوسيط Median
هي أقصى قيمة تم التوصل إليها في البيانات.	أقصى قيمة Max
هي أدنى قيمة تم التوصل إليها في البيانات.	أدنى قيمة Min
تم استخدامه في الإحصاء الوصفي، وهو من مقاييس التشتت، وتم استخدامه لأن مقاييس النزعة المركزية لا تعطي وصفاً دقيقاً، ويتم حسابه من خلال الجذر التربيعي للتباين، ودائماً قيمته موجبة، وهو من أدق مقاييس التشتت.	الانحراف المعياري Standard Deviation
لمعرفة ما إذا كانت التكرارات موزعة توزيعاً متماثلاً حول الوسط الحسابي ومتساوية البعد عنه.	الالتواء Skewness
له ثلاثة أنواع (متوسط التفلطح، مدبب، مفلطح) وهو عبارة عن قياس درجة التوزيع الطبيعي فإذا كان أقل من 3 يكون مفلطح، إذا كان أكبر من 3 يكون مدبب، إذا كان 3 يكون متوسط التفلطح.	التفلطح Kurtosis
اختبار إحصائي جيد لمعرفة ما إذا كانت بيانات العينة تحتوي على الالتواء والتفلطح، ولا يصلح مع العينات الصغيرة.	أسلوب Jarque-Bera (JB)
تم استخدامه لتلافي عيوب السلاسل الزمنية، وعدم مقدرتها على ترجمة الصفة الحركية للبيانات المالية الخاصة بأسعار الأسهم مثلاً: ففرضية الخطية التي تتسم بها لا بد من وجود فترة زمنية ثابتة للبيانات، وتم اكتشاف هذا الأسلوب المسمى بالانحدار الذاتي مشروط بعدم تجانس التباين على يد (Engle, 1982) وهو نموذج غير خطي يراعي التقلبات.	اختبار ARCH LM

تم تطوير نموذج ARCH LM علي يد العالم (Bollerslev, 1986) واقترح نموذج GARCH وهو الانحدار الذاتي المشروط بعدم التجانس المعمم فهو نموذج للتنبؤ بحركة تذبذب مؤشر السوق، والأرباح أو العائدات اليومية ويأخذ في اعتباره التقلبات Volatility ويمكن اعتباره مقياس للمخاطرة Risk ويستخدم للتنبؤ بحركة الأرباح في المستقبل.	نموذج GARCH Model
تم من خلاله قياس الارتباط بين البواقي لتحليل السلاسل الزمنية، وهو مماثل لاختبار Durbin-Watson.	اختبار الارتباط الذاتي Ljung Box Q Statistic
يتم استخدامه في حالة تطبيق نماذج تشبه الانحدار، وهو يقوم باختبار وجود ارتباط متسلسل للبواقي، وهو مماثل لاختبار Durbin-Watson.	اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test
يعتبر هذا الأسلوب من أساليب فضاء الحالة The state space التي تستخدم في التحليل، والتنبؤ بالسلاسل الزمنية، ومعرفة التغيرات التي طرأت عليها، وقد ظهر الاهتمام بالترشيح من الثلاثينات، ويعتبر مرشح كالمن أشهرهم وتم ابتكاره علي يد العالم Kalman, الذي يمكن من خلاله تقدير القيم المفقودة، وتحليل السلاسل الزمنية، وجاء للتغلب علي مشكلة عدم استقرار البيانات التي تعاني منها السلاسل الزمنية، ويمكن استخدامه مع كافة السلاسل (المستقرة، غير المستقرة، الخطية، غير الخطية).	أسلوب Kalman Filter

الخلاصة والنتائج:

- أظهرت البلدان العربية اهتماماً متزايداً بأسواق الأوراق المالية منذ أوائل التسعينات .
- تم إنشاء العديد من البورصات العربية، وتم إجراء تحسينات للبورصات القائمة بالفعل من أجل تحسين سيولتها، وكفاءتها .
- لقد أظهرت هذه الأسواق تطوراً فيما يتعلق بحجمها وسيولتها، كما أن تقدم هذه البورصات من حيث الكفاءة لازال مختلط في الأدبيات .
- الاختبارات التقليدية التي تتعلق بالكفاءة غير كافية لقياس كفاءة الأسواق الناشئة، حيث أنها تقيس الكفاءة في نقطة زمنية معينة، ولا تتناول تطورها بمرور الوقت .
- أشارت الدراسات السابقة أنه بفضل الإصلاحات التي تمت في البورصات العربية تحركت نحو الكفاءة الضعيفة **Weak form Efficiency** .
- توصلت هذه الدراسة إلى خروج البورصات من نطاق، أو شكل الكفاءة الضعيفة .
- لا تظهر مسارات كفاءة أسواق الأوراق المالية ال ١١ اتجاهًا واضحاً نحو المزيد من الكفاءة، وهي تتأثر بشدة بالأزمات المعاصرة، وشديدة الحساسية للصدمات السابقة، فالصدمات تمارس نفوذها لفترة طويلة .

- أن النتائج التي توصلت إليها هذه الورقة تتناقض مع الأسواق المتقدمة المثلة هنا من قبل ال AMEX وتكشف عدم فعالية الاصلاحات التي أجريت خلال العقد الماضي .

المراجع:

- Abdmoulah, W. (2010). Testing the evolving efficiency of Arab stock markets. .34-25 ,(1)19 ,International Review of Financial Analysis
- Asal, M. (2000). Are there trends towards efficiency for the Egyptian stock market?. Working Paper, School of Economics and Commercial Law, University of Goteborg, Sweden. Available at <http://www.emh.Org/Asal.pdf> (accessed 1 November 2013).
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. ,(5)46 ,The journal of finance 1617-.1575