

نظرية التوقعات الرشيدة وكفاءة أسواق المال

أ. عامر كمال

جامعة المدية

aameurkamel@yahoo.fr

الملخص:

أثارت إشكالية كفاءة سوق المال اهتمام الكثير من الباحثين، لأن نجاح سوق المال في أداء وظائفه الاقتصادية مرهون بمدى كفاءته، ولعل من أهم الدعائم الأساسية لمفهوم الكفاءة ما يعرف بالنواحي السلوكية و الثقافة بالسوق، حيث تلعب دورا هاما في تحقيق منظومة الكفاءة، إذ ينبغي للمتعاملين بالسوق إدراك بعض الجوانب التحليلية و المتغيرات التي من شأنها أن تساهم في اتخاذ قرار الاستثمار بسوق المال، وبالتالي صياغة قرار رشيد، فمفهوم الرشادة يحدد السلوك الواجب إتباعه في السوق، إذ يسعى العون الاقتصادي إلى الوصول إلى الأمثلية، وهنا يظهر حليا الدور الهام الذي تلعبه إحدى النظريات الاقتصادية الهامة في بناء هذا القرار، تلك النظرية التي تبناها الكلاسيكيون الجدد وهي ما عرفت بنظرية التوقعات الرشيدة، ولعل أهمية تلك النظرية تأتي من أنها تنصب على السلوك الإنساني المحتمل من كافة المتعاملين الاقتصاديين بالسوق، على نحو يحقق مصلحة أي منهم.

تتمحور إشكالية هذه الورقة البحثية حول دراسة طبيعة العلاقة بين كفاءة أسواق المال ونظرية التوقعات الرشيدة من جهة، و الدور الذي تلعبه هذه الأخيرة في توجيه الحركة السعرية في السوق المالية من جهة أخرى.

I- مفهوم و متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

يعتمد تخصيص الموارد في الأسواق المالية على مفهوم كفاءة سوق رأس المال، وهذه الكفاءة تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة والمنشورة، فضلا عن المعلومات التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة.

I-1 مفهوم كفاءة سوق المال

يعتبر مفهوم كفاءة أسواق المال مفهومًا نسبيًا، يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين أسعار الأوراق المالية المتداولة من جهة، والمعلومات المتاحة للمتعاملين معه من الشركات المدرجة من جهة أخرى. كما أن هذا المفهوم يقترب كثيرا إلى المفهوم السائد في النظرية الكلاسيكية "للمنافسة الكاملة"، فطالما أن المستثمرين يحصلون على نفس القدر من المعلومات فسوف يحصل الجميع على نفس الفرص التي تحقق معدلات العائد عند مستوى معين من المخاطرة، مما يعني تحقيق العدالة في سوق رأس المال.

إن مضمون كفاءة السوق يعني مدى انعكاس المعلومات في الأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية (الإفصاح المالي) أو في المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام أو السجل التاريخي لسعر الورقة في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير أداء آثار الحالة الاقتصادية في إدارة المنشأة. ففرضية السوق الكفاء تنص على أن سعر الورقة السوقية هو سعر صحيح و يقدم إشارة دقيقة وصحيحة على اتجاه كفاءة تخصيص الموارد، طالما أن سعر الورقة يعكس المعلومات المتاحة كافة التي من شأنها أن تؤثر في القيمة السوقية¹.

و تشير الكفاءة هنا إلى الدور الذي تلعبه الأسعار في أسواق المال من خلال عملية تخصيص الموارد، ففي أسواق الإنتاج تتنافس المؤسسات في تحقيق أعلى مستوى من الإنتاجية من خلال مواردها المتاحة، ثم تتدفق المعلومات عن أداء هذه المؤسسات إلى أسواق المال، فإذا استطاع هذا الأخير أن يعكس بشكل صحيح كامل هذه المعلومات عن هذه المؤسسات ف ان فهذا يعني أن الموارد المالية للمجتمع سوف توجه إلى أفضل القطاعات إنتاجية في الاقتصاد².

وعلى هذا فإن كفاءة السوق المالي ترتبط ببعدين أساسيين هما :

البعد الأول : يتمثل في مدى توافر المعلومات للسوق و مدى سرعة توافرها .

البعد الثاني : يتمثل في مدى استجابة السوق لهذه المعلومات و رد فعله اتجاهها وذلك بدراسة أثرها على أسعار الأوراق المالية المتداولة و العائد منها

ويرى كل من فاما (Fama) ولوري وبريلي (Lorie & Brealey) أن السوق المالي الكفاء هو الذي يعكس أسعاره في أي وقت وبصورة كاملة في جميع المعلومات المتوفرة، طالما إن جميع المعلومات الجيدة متوفرة بشكل رخيص وسريع وواسع للمستثمرين، وإن هذه المعلومات تضم ما هو معروض

ومناسب لتقدم الأوراق المالية بالإضافة إلى ذلك فقد أشار كل من ارجر (archer) وكوب (Gup) وكين (Keane) بأن السوق المالي الكفاء هو ذلك الذي تتوفر فيه المعلومات المناسبة للتسعير، أي تقدم جميع الأوراق المالية، بحيث تكون هذه المعلومات متوفرة للجميع- المدخرين و المقترضين - بأقل الكلف³.

وكخلاصة يم كن القول أن السوق الكفاء هو الذي يحقق الأهداف التالية⁴:

- علاوة أعظمية على الموارد
- خدمات تبادل الأوراق المالية عادلة لكل المتعاملين الاقتصاديين سريعة
- تقييم محدد لقيمة الورقة.

I-2 الأهمية الاقتصادية للسوق المالي الكفاء

يعتبر السوق المالي الكفاء ذو أهمية بالغة لكل من الاقتصاد والمجتمع الاستثماري ويتجلى ذلك عمومًا من خلال ما يؤديه من خدمات اقتصادية تتمثل في الآتي⁵:

1 - توجيه وإرشاد المستثمرين نحو الخيارات الاستثمارية بشكل صحيح، إذ أن أسعار الأوراق المالية المحددة في ظل السوق المالي الكفاء تعكس كليًا جميع المعلومات المناسبة المتوفرة، وبالتالي فهي بمنزلة إشارات دقيقة للقيم الحقيقية (تقييم الأوراق المالية).

2 - إن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة ومن دون تكاليف أو مجدها الأدنى مما يضمن انسيابية تدفق أوامر البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة فيه، ومن ثم يتجه رأس المال نحو المجالات الاستثمارية المنتجة أو المرهجة.

3- التسعير العادل للأوراق المالية المتداولة، ففي ظل فرضيه كفاءة الأسواق المالية فإن مشتري الورقة المالية يتوقع أن يدفع السعر العادل مقابل الورقة المالية التي يشتريها، وبالمقابل فإن البائع يتوقع الحصول على السعر العادل مقابل ما قام ببيعه، وبالتالي فليس هناك مشتري أو بائع بإمكانه تحقيق عوائد غير عادية من معاملاته المتداولة، مما يعني إن السوق الكفاء هو الذي يعكس تمامًا القيم الحقيقية للأصول المتداولة

4 - حالة التوازن مستمرة في ظل السوق الكفاء، طالما إن الأسعار السوقية فيها تكون مساوية للقيم الحقيقية لها، وذلك بسبب توافر المعلومات بشكل رخيص ويسير وواسع مما يسمح لجميع المتعاملين أو المستثمرين من الحصول عليها (المعلومات) واستخدامها في صياغة توقعاتهم المستقبلية للأسعار.

5- الحد من حالات المضاربة المالية، إذ إن أسعار السوق المالية الكفاء تستجيب للمعلومات الجديدة والصحيحة ولا تستجيب للمعلومات غير الصحيحة التي ربما يستخدمها المضاربون ل تحقيق عوائد غير عادية، فإذا كان مقدار الاستجابة للمعلومات صحيحًا وموضوعيًا، فإن ذلك يؤدي إلى استقرار الأسعار وانخفاض المخاطرة الكلية وازدياد الثقة بالسوق المالية مما يسهل عملية تدفق رؤوس الأموال وتمويل الاستثمارات الجديدة، وبالتالي فإن الكفاءة في السوق المالي تتسبب في إعادة توزيع الدخل والثروة بشكل عادل بين المشاركين فيه.

6- عندما تتمتع السوق بكفاءة عالية فإنه من المتوقع أن يكون حجم التداول فيها واسعاً وبكلفة منخفضة مع وجود نسبة محدودة من المخاطر، وذلك بفعل ما تملكه هذه السوق من إمكانية واسعة لعرض المعلومات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية، وعن أوضاع الشركات وعلى المتعاملين جميعهم مع هذه السوق. فضلاً عن أن الأرباح غير الاعتيادية تنعدم فيها، وتبقى الأرباح الاعتيادية فقط، ومن ثم لا يستطيع القلة من المتعاملين التأثر في قوى السوق، وإن ذلك يعمل على زيادة حجم التداول في الأوراق المالية التي تصاحبها زيادة في درجة سيولة السوق.

I-3 خصائص ومتطلبات كفاءة سوق المال:

I-3-1 الخصائص:

إن لكفاءة سوق المال شقان: شق نظري تمثله "الكفاءة التامة"، وآخر عملي أقرب إلى الواقع تمثله "الكفاءة الاقتصادية"، يتجلى الفرق بينهما في مقدار الفاصل الزمني بين لحظة تدفق المعلومات وانعكاسها على السعر، فالكفاءة التامة (النظرية) تشترط عدم وجود فاصل زمني، في حين أن الكفاءة الاقتصادية "الواقعية" تقر بوجود فاصل زمني، قد يطول وقد يقصر، يمكن للسعر خلاله أن يبتعد مؤقتاً عن القيمة الحقيقية، كما قد يتاح لبعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية، وعلى هذا الشكل فإنه كلما زادت قدرة السوق على تقليص ذلك الفاصل الزمني كلما كانت أكثر كفاءة⁶، مما يحقق تخصيصاً كفواً للموارد الإنتاجية وبما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.

وحتى يحقق السوق المالي هذا الهدف يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل.

أ- كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بهذا النوع لأن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، ودون وجود فاصل زمني، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات⁷، وذلك دون تكبد تكاليف باهظة، وبالتالي تكون الفرصة متاحة لجميع المتعاملين لتحقيق أرباح، وعليه فإنه يصعب على أي واحد منهم أن يحقق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

ب- كفاءة التشغيل:

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب وذلك دون أن يتحمل المتعاملون في السوق تكلفة عالية للمسمرة، كذلك عدم إتاحة فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيها للتجار والمتخصصين (صناع السوق)⁸، حيث نجد أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير كفاءة التشغيل، إذ أنه لكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام المعاملة عند حددها الأدنى، الأمر الذي يشجعهم لبذل جهد للحصول على المعلومات جديدة وتحليلها مهما كان

حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية، وعلى العكس لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة ، فقد يصبح العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

I-3-2 الشروط والمتطلبات

لكي يكون السوق كفاء لا بد من توفر مجموعة من الشروط تتمثل في الآتي⁹:

- عدم وجود أي قيود على التعامل . فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف، كما يمكن للمستثمر أن يشتري أو يبيع أي كمية من الأوراق مهما صغر حجمها وذلك بسهولة ويسر. إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق، كما لا توجد قيود أخرى من أي نوع.

- تتصف السوق بمحانية المعلومات وسرعة انتشارها، فالمعلومات متاحة للجميع دون أي تكلفة وهذا ما يعمل على تماثل التوقعات بشأن الحركة المستقبلية للأسعار. وقد تكون المعلومات متعلقة بالشركة المصدرة للأوراق المالية أو بأحد قطاعات النشاط الاقتصادي أو بالاقتصاد الوطني كله.

- وجود عدد كبير من المستثمرين و المتعاملين ، ومن ثم فان تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأوراق المالية وهذا يعني أن على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة باعتبارها من المعطيات.

- يتمتع جميع المستثمرين بالرشادة -العقلانية- هذا يعني أن كل المستثمرين يسعون إلى تعظيم منفعتهم من وراء استغلال ثرواتهم، كما أن لهم توقعات متجانسة حول الخصائص المالية للأصول المسعرة في السوق.

I-4 الصيغ المختلفة للكفاءة:

وفقا لطبيعة المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية من حيث زمنها (بيانات تاريخية وحالية)، ومدى انعكاس هذه البيانات على الأسعار المعلنة، فان معظم الأدبيات المالية صنفت كفاءة السوق المالي إلى ثلاث صيغ يمكن عرضها على النحو التالي:

I-4-1 الصيغة الضعيفة للكفاءة:

يعكس الشكل الضعيف للكفاءة انعكاس الأسعار الحالية في السوق للبيانات التاريخية لأسعار الورقة المالية، بينما لا تعكس هذه الأسعار البيانات المتاحة حاليا. و يعني هذا أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي. و تعرف هذه الظاهرة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار عن بعضها وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية بين لحظة و أخرى.

I-4-2- الصيغة شبه القوية للكفاءة :

يشير هذا الشكل من الصيغ إلى أن الأسعار الحالية لا تعكس فقط البيانات التاريخية المتاحة عنها ، لكنها تعكس أيضا البيانات المتاحة للجمهور وكذا التوقعات المتاحة لديه بصدد تلك المعلومات ، ومن ثم فإنه لن يتسنى لأحد تحقيق أرباح غير عادية إلا إذا تمكن من الحصول على بيانات غير متاحة للعامّة من جمهور المستثمرين¹⁰.

I-4-3 الصيغة القوية للكفاءة:

يقضي الشكل القوي للكفاءة إلى أن الأسعار المعلنة تعكس كافة البيانات الممكنة للأسهم المتداولة بما فيها البيانات التاريخية، وكذا البيانات الحالية المتاحة للجمهور، إضافة إلى البيانات التي قد تكون متاحة لفئة معينة ، كإدارة الشركة مصدرّة السهم أو كبار العاملين بها¹¹، ليس ذلك فحسب بل يفترض هذا الشكل من الكفاءة أن الأسعار الحالية تعكس أيضا البيانات التي يصل إليها كبار المحللين باستخدامهم كافة أدوات التحليل المختلفة ، بما يضع استبعاد تام لإمكانية تحقيق احد المستثمرين أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين.

ويتبين من مستويات الكفاءة المختلفة، أن هناك خلافاً على حقيقة المستوى القوي والشبه القوي للكفاءة، وإن المستوى الضعيف يحظى بقبول عام عند محللي الأوراق المالية وعموم المشتركين في السوق مما يعني عدم وجود فرصة أمامهم لتحقيق أرباح غير اعتيادية بالاعتماد على تحليل الأسعار السابقة، ووفقاً لما تتضمنه الصيغ الثلاث للكفاءة ، يمكن القول إن مجاميع المعلومات ذات الصلة بكل مستوى تندرج من حيث السعة والشمول من المفهوم الضيق للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل لها، هذا بجانب تداخل المستويات الثلاث مع بعضها الأخر، فالمعلومات ذات العلاقة بالمستوى القوي تضم معلومات كل من المستوى شبه القوي والضعيف، وإن المستوى شبه القوي يتضمن المعلومات العامة وتلك المعلومات التاريخية للمستوى الضعيف.

II - التوقعات الرشيدة و تحليل تغير أسعار الأصول المالية

ترتب على إدخال نظرية التوقعات الرشيدة بواسطة Muth سنة (1961) إحداث تطورات هامة في مجال التحليل الاقتصادي، حيث تعتمد الكثير من العلاقات الاقتصادية على الدور الحيوي الذي

تلعبه توقعات الأفراد في التأثير على سلوك الظاهرة موضع الدراسة ، وهو ما ينطبق على أسواق المال، إذ يشكل مفهوم التوقعات العقلانية في النظرية المالية جوهر نظرية كفاءة الأسواق، وهذا ما سوف نتعرض له فيما يلي.

II - 1- منطوق ومضمون النظرية

يمكن الإشارة إلى أن الاقتصاديين قاموا خلال حقبة الخمسينيات بصياغة مفهوم آخر بخلاف التوقعات الرشيدة ألا وهو التوقعات الموائمة أو المعدلة ، والتي يؤول مفهومها إلى أن التوقعات بشان المتغيرات الاقتصادية ما هو إلا تطور تاريخي لسلوك هذه المتغيرات و اتجاهها في الماضي ، فالأفراد وفق مفهوم التوقعات الموائمة يبنون توقعاتهم اتجاه متغير ما وفق تغيرات إحصائية للقيم التاريخية لهذا المتغير، وهو ما يدفع إلى القول بأنه يمكن التوقع بمتغير ما من خلال استخدام نماذج إحصائية مجردة. غير أن التوقعات الموائمة بهذا المفهوم تواجه انتقادا يكمن في أن المجتمع الاقتصادي لا يبني توقعاته بمجرد إحصاءات تجري على البيانات التاريخية للمتغير، بل يعدو ذلك اعتمادهم على كافة المعلومات الجديدة المتاحة عن هذا المتغير ، وهذا ما أدى إلى بروز نظرية التوقعات الرشيدة.

II - 1- 1- مفهوم العقلانية

يحي البعض بأن العمل في فرضية التوقعات الرشيدة قد تم بواسطة عدد من الأفراد. على سبيل المثال يرى Keuzenkamp, H. أن Jan Tinbergen هو أول من تحدث عن التوقعات الرشيدة في إطار نموذج السياسة الاقتصادية لعام 1932. إلا أن Muth هو الذي صاغ الفرضية بشكلها المعروف وهو الذي أعطاها التسمية الحالية من خلال بحث له بعنوان "Rational Expectations and the Theory of Price Movements" "على أساس النموذج الهيكلي الصحيح للاقتصاد. وبالرغم من أن الفرضية قد أدخلت عام 1961 ، إلا أن استخدامها لم ينتشر إلا بعد الأعمال التي قام بها " روبرت لوكاس " حول التفسير النيوكلاسيكي للنتائج والتضخم في السبعينيات¹².

حيث يعتبر الاقتصادي " روبرت لوكاس " صاحب الإسهام الكبير في ظهور ما يعرف ب "مدرسة التوقعات الرشيدة " في ثمانينات القرن العشرين، حيث أسس لمفهوم رشادة المتعاملين الاقتصاديين ومدى تأثير ذلك على سلوك الظواهر والمتغيرات الاقتصادية، وذلك اعتبر ثورة جديدة في علم الاقتصاد كونه أشار إلى ظاهرة كانت في منأى عن اهتمامات الاقتصاديين إضافة إلى تأثيراتها جد الهامة في سير النشاط الاقتصادي سواء في القطاع الحقيقي أو القطاع النقدي¹³.

يقضي مبدأ العقلانية (الرشادة) أن يكون للمتعاملين أفضليات وأهداف يسعون إلى تحقيقها، مع احترام متطلبات الخيارات الممكنة ، حيث أن مفهوم الرشادة يحدد السلوك الواجب إتباعه في السوق، إذ يسعى العون الاقتصادي إلى الوصول إلى الامثلية.

II -1-2 فرضيات النظرية

وتتلخص المنطلقات الأساسية لهذه المدرسة بما يأتي¹⁴:

أولاً: تفترض نظرية التوقعات العقلانية أن توقعات (الأفراد-المنشأة) توقعات عقلانية، أي إنها غير متحيزة إحصائياً لأنها تستند إلى معلومات وافية وكافية عن الحالة الاقتصادية ولا تختلف هذه المعلومات عن تلك التي تستند إليها السياسات الاقتصادية الحكومية من الناحية النظرية والعملية، لذا فإنه ليس بوسع الحكومة أن تخدع الوحدات الاقتصادية من خلال سياساتها الاقتصادية، طالما أن الوحدة الاقتصادية على اطلاع جيد على الأمور ولديه مدخل للمعلومات ذاتها التي لدى الحكومة، فعلى سبيل المثال عندما تقرر الحكومة زيادة كمية النقود في التداول في حالة الركود الاقتصادي أو التضخم فإن (الأفراد-المنشأة) سوف يتصرفون على وفق توقعاتهم قبل أن تقوم الحكومة باتخاذ قرارها الاقتصادي.

ثانياً: الافتراض الثاني لهذه النظرية هو الاعتقاد بمرونة التغيير في الأسعار والأجور التي افترضتها النظرية الكلاسيكية التي من شأنها أن تؤدي إلى تحقيق التوازن بين العرض والطلب في جميع الأسواق وبشكل تلقائي وينطلق أصحاب مدرسة التوقعات العقلانية في التحليل من إن سلوك الوحدات الاقتصادية يتحدد على أساس تعظيم المنافع إلى أقصى حد ممكن وتقليل الخسائر إلى أدنى حد ممكن، وأمام كل وحدة اقتصادية كماً معيناً من المعلومات حول المتغيرات الاقتصادية الكلية يمكن أن تستخدم بكفاءة عالية تستطيع من خلالها اتخاذ القرارات الواقعية والصحية بشأن كل متغيرات السياسة الاقتصادية، وبالتالي سوف لا يكون لمثل هذه التغيرات في السياسة الاقتصادية ومنها النقدية إلا تأثير ضئيل لا يؤخذ بالحسبان ولا سيما في المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد كالإنتاج والاستخدام

ومن ثم فإن لوكاس أشار إلى ضرورة أن يأخذ صانعو السياسة الاقتصادية بعين الاعتبار لنظرية الأفراد للمستقبل ومن ثم لاتجاه حركة وسلوك المتغيرات الاقتصادية تبعاً لما هو سائد في الطرف الحاضر، باعتبار أن المتعاملين الاقتصاديين يتمتعون بالرشادة والعقلانية التي تمكنهم من التحوط للظروف المستقبلية، ومن ثم فإن لوكاس يشير إلى أنه من الخطأ أن يعتمد واضعو السياسة الاقتصادية على ما سبق من علاقات ودلالات رياضية بين المتغيرات الاقتصادية توصل لها عن طريق التحليل الرياضي والإحصائي، لأنه يرى أن تلك العلاقات والدلالات بين المتغيرات نتجت انطلاقاً من بيانات في الماضي وبالتالي لا يمكن الانطلاق منها لرسم النشاط الاقتصادي في المستقبل، كون أن المتعاملين الاقتصاديين ذو نظرة أمامية أكثر من كونهم ذو نظرة خلفية .

أي أن السياسة الاقتصادية وجب أن تنطلق من الواقع السائد في النشاط الاقتصادي والذي يؤسس للمستقبل، ومن ثم تبني عليه مستقبل العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية بما يفيد التوصل إلى سياسة اقتصادية تساهم انطلاقاً من ذلك في تحسين النشاط الاقتصادي سواء رفع حجم الناتج، رفع حجم العمالة، استقرار الأسعار..... الخ، ورغم الانتقاد الذي تعرضت له "فرضية التوقعات الرشيدة" من ادعائها

للقدرة الخارقة للمتعاملين الاقتصاديين في الرشادة والعقلانية ومن ثم قراءة المستقبل و التصرف وفق ما يضمن مصالحهم في الوقت الحاضر، إلا أنها تعتبر فرضية جد هامة في رسم السياسة الاقتصادية، إذ أنها تعزز من نجاح مختلف أدوات السياسة الاقتصادية التي وجب عليها أن تكون ذات نظرة أمامية أيضا بجانب نظرتها الخلفية، لأن السلوك الإنساني الذي يحكم سلوك المتعاملين الاقتصاديين ليس ثابتا عن طريق علاقات ناتجة عن بيانات في الماضي، بقدر ما هو ناتج عن شعور ونفسية المتعاملين الاقتصاديين، والتي يمكن أن تتغير من فترة لأخرى تبعا للظروف السائدة.

II -1-3 الأشكال القوية لفرضية التوقعات الرشيدة¹⁵.

يسلم Muth بأن الوحدات الاقتصادية تقوم ببناء توقعاتها على أساس (كما لو أنها تعلم) النموذج الهيكلي الصحيح للاقتصاد. و وفقا لتعريف Muth فان التوقعات الرشيدة للوحدات الاقتصادية (أو بصفة أكثر عمومية التوزيع الاحتمالي الشخصي للناتج) تميل إلى أن تكون موزعة، لنفس السلسلة من المعلومات، مع توقع النظرية (أو التوزيعات الاحتمالية الموضوعية للناتج). أو بمعنى آخر فان الوسط الحسابي المرجح للتوقعات يساوى تنبؤ النموذج الاقتصادي المناسب، ومن ثم فان القيم المتوقعة للمتغير الذي نقوم ببناء التوقع له والقيم الفعلية لهذا المتغير لها نفس قيمة الوسط الحسابي العام. وبما أن التوقعات الشخصية للوحدات الاقتصادية تساوى (في المتوسط) القيم الحقيقية للمتغير، فان توقعات (الرشيدة ل) الوحدات الاقتصادية في المتوسط تكون صحيحة. ومثل هذا الحكم الأخير هو الذي أعطى فرضية التوقعات الرشيدة نفوقا على المداخل الأخرى لصياغة التوقعات ، حيث أن فرضية التوقعات الرشيدة لا تسلم بأن الوحدات الاقتصادية ترتكب أخطاء بوقع نمطية.

على أن Lucas, R. & Prescott, E قاما بتقديم تعريف أكثر دقة لفرضية التوقعات الرشيدة يقوم على أساس أن التوقعات الشخصية للوحدات الاقتصادية هي نفس التوقعات الرياضية الشرطية للنماذج الاحتمالية الحقيقية للاقتصاد. و من ثم فيلذ القيم المتوقعة للمتغير والقيم الفعلية له لها نفس التوزيع الاحتمالي، وبمعنى آخر فان التوزيع الاحتمالي الشخصي للمتغير (وليس الوسط الحسابي له) يتساوى تماما مع التوزيع الاحتمالي الحقيقي للمتغير وذلك اعتمادا على كافة المعلومات المتوفرة.

و يتم بناء التوقعات الرشيدة إما من خلال معادلة مصغرة أو من خلال نموذج آني، حيث يفترض أن الوحدات الاقتصادية تفهم (أو لديها المعلومات الكافية التي تمكنها من فهم) المعلومات الهيكلية للنموذج. كذلك يفترض أن الوحدات الاقتصادية لديها وعى بعناصر السياسات الاقتصادية النقدية والمالية والتي من خلالها يمكنها تحديد النموذج الذي يولد المتغيرات الخارجية في النموذج.

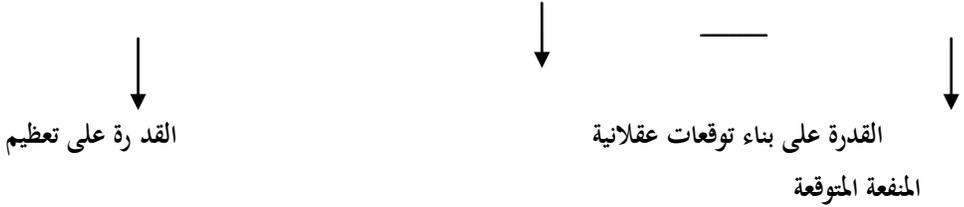
II -2 العقلانية و أهمية المعلومات في أسواق المال:

إن ترجيح العقلانية في عمليات التنبؤ بالإحداث المستقبلية يتطلب تدفقا معلوماتيا كبيرا من حيث الحجم، الدقة و التفاصيل مشكلا المزية الرئيسية لأسواق المال . وتعد المعلومات من أهم الأركان الساندة لنجاح الأسواق المالية وتطورها.

II -2-1 العقلانية في أسواق المال

تعد نظرية السوق الكفاء التطبيق العملي لنظرية التوقعات الرشيدة (العقلانية) في السوق المالي¹⁶، وتظهر العقلانية في هذه السوق من خلال قدرة المستثمرين على بناء توقعات رشيدة من جهة، وفي قدرتهم على تعظيم منفعتهم المتوقعة من جهة أخرى، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الرشادة في سوق المال



المصدر : صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010 ، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، الجزائر، 2010-2011، ص12.

إن معظم ما يجري في الأسواق المالية من قرارات استثمارية للوحدات الاقتصادية قائم على التوقعات و احتمالات تحققها، و الحديث عن التوقع يقود إلى الحديث عن قاعدة المعطيات التي يتم الاعتماد عليها، هذه الأخيرة تظم جملة من المعلومات يمكن تصنيفها إلى مجموعتين:

أ- مجموعة المتغيرات الأساسية التي ترتبط مباشرة بالمتغيرات المدروسة (الأسعار، توزيعات الأرباح....

ب- مجموعة المتغيرات الإضافية يطلق عليها اسم Sun spots أو Taches solaires التي يحتمل أن تؤثر بشكل غير مباشر حين يأخذها الأفراد في الحسبان، إذ يظهر تأثيرها الفعلي حين يتوقع بعض المستثمرين أن غيرهم يعتقد بان حدثا ما - في العادة لا علاقة له بالسوق- سيؤثر على حركة السوق.

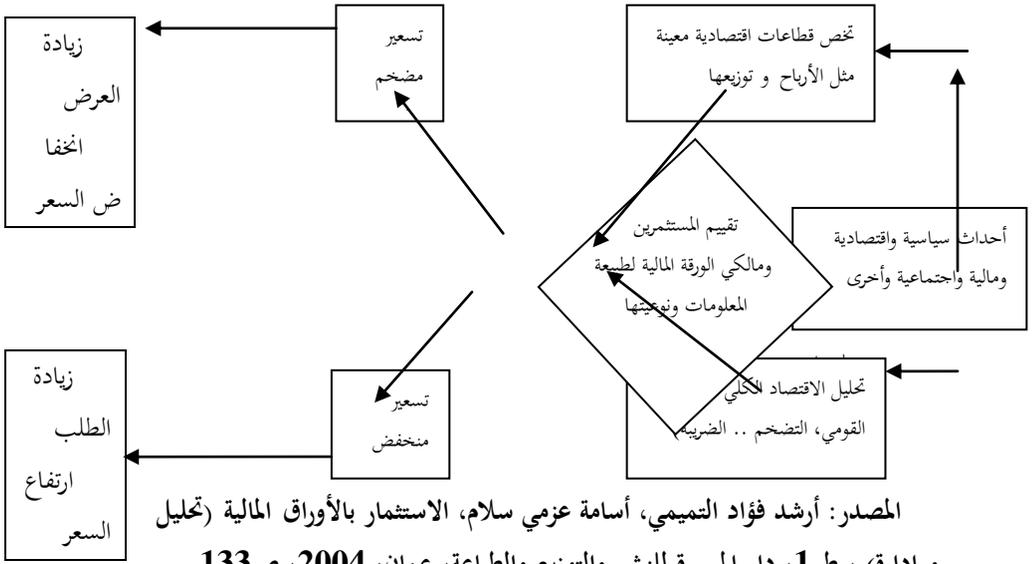
II -2-2 أهمية المعلومات في الأسواق المالية

تعد المعلومات بمنزلة البناء التحتي للأسواق المالية والأساس العقلاني الرشيد لبناء التوقعات، طالما كانت عمليات الاستثمار ذات مضمون مستقبلي، فالمقرضون و المقترضون و صانعو سياسات التمويل يحتاجون إلى بيانات عن الأسعار و العوائد على القروض و الأوراق المالية لبناء تصور عن تلك الأسعار و العوائد مستقبلا. و الأساليب التي تزيد من أهمية المعلومات في الأسواق المالية كثيرة ومتنوعة، ومن أهمها ما يلي:

- 1- الأسواق المالية لها درجة حساسة عالية لكل ما يتعلق بالتطورات في القطاعات الاقتصادية المحلية، بل إن الأمر لا يقتصر على الاقتصاد المحلي وإنما يمتد إلى الاقتصاد الدولي، إن التطورات في الاقتصاد الدولي تظهر آثارها في الأسواق المالية على نحو أسرع من القطاعات الاقتصادية الأخرى.
- 2-الأسواق المالية بما درجة عالية من الخطورة، وسبب هذه الخطورة يكمن في نوع السلع موضع التبادل وفي التطورات السريعة في هذا السوق وفي الآثار التي تترتب على هذا السوق.
- 3 -بعض التوقعات في هذا السوق تستند إلى عناصر موضوعية، ولكن قد تكون توقعات أخرى كثيرة وخطيرة لا تستند إلى عناصر موضوعية.
- 4 -يستهدف المتعاملون في هذا السوق الحصول على ربح، وقد يكون المستهدف هو الربح السريع دون الحكم على ذلك أي على سرعة الحصول على ربح فإن هذا يتطلب معلومات تستند إليها القرارات السريعة.
- 5 -هذا السوق يتعلق بالاستثمارات، ومن المعروف في الأدبيات الاقتصادية أن الاستثمار فيه جزء يتعلق بالحالة النفسية .وهذه الفكرة تعمقت منذ أن ظهرت آراء كينز على وجه الخصوص هذه الحالة النفسية مع أنها غير موضوعية إلا أنها تحتاج إلى معلومات.
- 7 -نوع السلع موضع التبادل في هذا الأسواق وآليات التعامل فيه تتيح درجة عالية من المضاربات، والمضاربات تحتاج إلى معلومات سريعة وفورية.
- 8 -تجربة الإنسان مع الأسواق المالية من حيث نجاحها وفشلها، ومن حيث التقلبات العنيفة فيها ومن حيث أزماتها ومن حيث تأثير هذه الأزمات، هذه الأبعاد وغيرها مما يدخل في تجربة الإنسان مع الأسواق المالية تشكل عاملا أو سببا للاهتمام بالمعلومات، والجدير بالذكر أن قدرة المتعاملين في السوق على تسعير الورقة المالية يعتمد على قدرتهم في سرعة تفسير المعلومات المستلمة التي من شأنها أن تترك آثارها في أسعار الأوراق المالية ، الأمر الذي يجعل هناك فروقات ما بين السعر السوقي للورقة وقيمتها العادلة، إذ أن مدة بقاء هذه الفروقات ترتبط تماما بمدى تحليل المعلومات و تفسيرها .

مما سبق يظهر جليا الدور الهام الذي تلعبه المعلومات في سوق المال، فهي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات الشراء والبيع كونها تحدد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، كما توفر المعلومات القدرة في توقع العائد المبني على أساس مستوى مخاطر معينة لورقة أو محفظة استثمارية، وتمكن المستثمر من تحديد القيمة المحورية أساس القرار الاستثماري، كما أن كفاءة السوق تتوقف من جهة على مدى توافر المعلومات وعلى سرعة وصولها من جهة أخرى. وتبعاً لهذا تظهر أهمية المعلومات ومدى انعكاسها في سوق المستثمرين وحركة الأوراق المالية عند التسعير. والشكل التالي:

دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية



II - 3 نظرية التوقعات الرشيدة وتوجيه الحركة السعرية للأسهم:

يعتمد تحديد القيمة المحورية للورقة المالية على توقعات العائد المستقبلي خلال عمر الورقة، وكذلك معدل الخصم القائم على معدل العائد المرغوب للمستثمر أو من خلال سلوك التحوط، وكلها تعتبر مداخل للتوقعات العقلانية تستهدف تعظيم الانتفاع بالقرار الاستثماري¹⁷.

إن دراية المستثمرين في سوق الأوراق المالية بظروف السوق والبيئة الاقتصادية العامة يسهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل الاستثمار بالأصول المالية والعوائد المتوقعة استلامها، فإذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات طبقاً لطبيعة المعلومات المستلمة فإن الأسعار المطروحة في السوق ضمن لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار بالأوراق المالية، مما يدفع المتعاملين فيه بعرض كميات كبيرة منها في محاولة منهم للحد من الخسائر المحتملة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار، وبالعكس فإذا ما كانت التوقعات تشير إلى تفاؤل المستثمرين بمستقبل الاستثمارات وعوائدها، وفقاً لطبيعة المعلومات المستلمة سواء المتعلقة منها بالاقتصاد ككل أو على مستوى القطاع أو الشركة المصدرة للورقة المالية، فإن الأسعار المطروحة في السوق تعد منخفضة (تسعير منخفض) من وجهة نظر المتعاملين (أي إنما لا تعكس القيمة الحقيقية للورقة)، ما يزيد الطلب وترتفع الأسعار رغبة من المستثمرين بشراء التدفقات النقدية المتوقعة استلامها.

و في ظل الفهم السابق تلعب نظرية التوقعات العقلانية دوراً هاماً في توجيه حركة الأسهم وذلك سواء من

خلال¹⁸:

أ- التوقعات التي يبنيناها مجتمع السوق للمعلومات المختلفة المتاحة وذلك خلال الفترة التي تسبق ظهور القيم الحقيقية لهذه المعلومات .

ب- أو من خلال الفرق الذي سيظهر بين القيم الفعلية بعد ظهورها (x_a) والقيم التي كان متوقعا لها (x_e)

ويمكن إيضاح ذلك كما يلي¹⁹:

بفرض أن الحركة السعرية تنقسم إلى فترتين زمنيتين : الأولى هي فترة التوقع بالمتغير x والتي تسبق ظهور القيمة الحقيقية لهذا المتغير و هي الفترة (T_0)، أما الفترة الثانية فهي التي تعقب ظهور القيمة الحقيقية للمتغير x وهي الفترة (T_1)، وعليه نميز بين حالتين:

أولا : الحركة السعرية للأسهم خلال الفترة T_0 ستأخذ تأثير القيمة المتوقعة للم تغير x_e : فإذا كانت هذه القيمة المتوقعة مقارنة بمثيلتها السابقة من شأنا إحداث أثر إيجابي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم ، فإن هذا الأثر سيقع بصورة فعلية، غير أن تحقق ذلك سيكون مشروطا بان تكون القيمة المتوقعة x_e تمثل السيكلوجية العامة لمجتمع السوق.

ثانيا: الحركة السعرية للأسهم خلال الفترة T_1 ومقارنة القيمة الفعلية للمتغير x_a بالقيمة المتوقعة x_e وهنا نواجه أكثر من احتمال:

أ- احتمال ظهور القيمة الفعلية للمتغير x_a بقيمة أسوأ من التي توقعها مجتمع السوق أي أن : $x_e > x_a$ ففي هذه الحالة لا شك أن الحركة السعرية للأسهم خلال الفترة T_1 ستأخذ اتجاهها عكسيا لاتجاه الحركة السعرية الذي أخذته خلال الفترة T_0 ، حيث يعتقد آنذاك بان اتجاه الصعود الذي تحقق خلال فترة التوقع T_1 يعتبر انه قد حدث بصورة شبه وهمية، وهو ما يدفع الاتجاه السعري أن يعاود التحرك عكسيا (هبوطا) في ضوء تقدير الفرق بين القيمة الحقيقية و التي كانت متوقعة.

ب- حالة ظهور القيمة الفعلية للمتغير x_a بقيمة مساوية للقيمة التي توقعها مجتمع السوق أي أن : $x_e = x_a$ وهي الحالة التي تقوم عليها نظرية التوقعات الرشيدة ، في هذه الحالة غالبا ما يحدث ذات الأثر في الحالة السابقة ولكن ليس بنفس الدرجة ، فظهور القيمة الفعلية هي ذاتها المتوقعة يولد لدى المتعاملين اعتقادا بعدم وجود دافع للاستمرار في الشراء، وقد حدث لديهم شيء من التشبع، فيدفعهم ذلك إلى اتخاذ قرار معاكس أي البيع، فيجعل الاتبع السعري يسير عكس اتجاه فترة التوقع.

ج- حالة ظهور القيمة الفعلية للمتغير x_a بقيمة أعلى من القيمة المتوقعة x_e في هذه الحالة يتولد لدى المتعاملين حالة من التفاؤل لكون ما توقعوه جاء أسوأ مما تحقق فعليا ، وهو ما يخلق مزيدا من دوافع الشراء ، ومن ثم استمرار الحركة خلال الفترة T_1 في الاتجاه الصعودي وربما يكون أقوى من الصعود الذي تحقق في الفترة T_0 ، وهذا بالطبع سيتوقف على الفرق بين القيمتين المتوقعة و الفعلية

الخلاصة

يتضح مما سبق أن مفهوم التوقعات العقلانية في النظرية المالية يعتبر جوهر نظرية كفاءة أسواق المال، ومن الجانب العملي تعد نظرية السوق الكفاء هي التطبيق العملي لنظرية التوقعات العقلانية في سوق المال، فمعظم ما يجري في هذه الأخيرة من قرارات استثمارية للوحدات الاقتصادية المختلفة قائم على التوقعات واحتمالات تحققها، والحديث عن العقلانية في عمليات التنبؤ بالأحداث المستقبلية يقودنا إلى الحديث عن مكانة وأهمية التدفق المعلوماتي إلى أسواق المال، إذ يعتبر الأساس العقلاني الرشيد لبناء التوقعات.

ومن هنا تتضح قوة الصلة التي تنشأ بين نظرية التوقعات الرشيدة، وبين قرار الاستثمار في أسواق المال، فالمتعاملون بتلك السوق لا ينشغلون بالأحداث الجارية للحالة الاقتصادية على قدر انشغالهم بما ستؤول إليه هذه الحالة مستقبلا، فإدما ما يبنون قراراتهم وفق ما يرون من توقعات مستقبلية، إذ أن قرارات المستثمرين تتأرجح بين التفاؤل و التشاؤم فيما يتعلق بالحالة المستقبلية المتوقعة، لاسيما حالة النشاط الاقتصادي.

المراجع و المصادر:

- 1- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص200.
- 2- المرجع السابق، ص213
- 3- إبراهيم رسول هاني، أثر أسواق رأس المال في النمو الاقتصادي (دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة)، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، 2005، ص70.
- 4- Fredj Jawadi , inefficiency et dynamique des marches financières, le harmattan, Paris, 2009, P39
- 5- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، دار المعارف، الإسكندرية، 2005، ص9-10
- 6- هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الجزائر، 2007 - 2008 ص134
- 7- ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص10.
- 8- هندي منير إبراهيم، مستقبل أسواق رأس المال العربية : مخاطر ومحاذير، دار المعارف، الإسكندرية، 1995، ص24
- 9- صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح و الأثر على كفاءة سوق رأس المال، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات ، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص12
- 10- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في الاستثمار ، الطبعة الثانية ، دار المعارف، الإسكندرية، 2004 ، ص20
- 11- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة النشر، ص128-129.
- 12-ALAIN Beitone.dictionnaire des sciences économiques ,ARMAND COLIN .France 1991.p11
- 13-- Ackert, L. & Hunter, W. "Rational Expectations and the Dynamic Adjustment of Security Analysts' Forecasts to New Information ". Journal of Financial Research, Vol. 17, [1994] p. 387
- 14-عبد المعتم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان 2003 ، ص:444،445.
- 15- محمد إبراهيم طه السقا، التطبيقات الحديثة لفرضية التوقعات الرشيدة1990-1995، كلية التجارة ، جامعة حلوان ، ص2
- 16-، نبيل مهدي الجنابي، العلاقة بين تقلبات الأسهم والتضخم والتوقعات في أسواق ناشئة، أطروحة، دكتوراه كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، 2005 ، ص10.
- 17- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق ، عمان ،2005، ص275.
- 18- محمد محمود احمد شلبي ، اثر التغير في متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2011، ص60.
- 19- المرجع السابق: ص61، 62.