

سامية محمد مصطفى



شبكة المعلومات الجامعية

بسم الله الرحمن الرحيم



سامية محمد مصطفى



شبكة المعلومات الجامعية



شبكة المعلومات الجامعية التوثيق الالكتروني والميكرو فيلم



سامية محمد مصطفى



شبكة المعلومات الجامعية

جامعة عين شمس

التوثيق الإلكتروني والميكروفيلم

قسم

نقسم بالله العظيم أن المادة التي تم توثيقها وتسجيلها
علي هذه الأقراص المدمجة قد أعدت دون أية تغيرات



يجب أن

تحفظ هذه الأقراص المدمجة بعيدا عن الغبار



سامية محمد مصطفى



شبكة المعلومات الجامعية



بعض الوثائق الأصلية تالفة



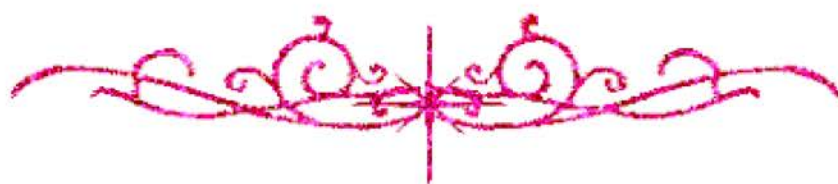
سامية محمد مصطفى



شبكة المعلومات الجامعية



بالرسالة صفحات لم ترد بالأصل



جامعة عين شمس
كلية التجارة
قسم الاقتصاد

رسالة

قياس كفاءة وفاعلية سوق الأوراق المالية المصرية ودورها في عملية الإصلاح الاقتصادي

رسالة مقدمة من الباحث

سمير محمد علي حسن

٢٢٢ / ٦٤٥
٢٠٠٥

للحصول على

درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد

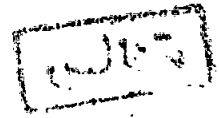
إشراف الأستاذ الدكتور

علي لطفي

استاذ الاقتصاد بكلية التجارة جامعة عين شمس
ورئيس مجلس الوزراء ومجلس الشورى سابقا

٢٠٠٥





أسم الباحث : سمير محمد علي حسن.

الدرجة العلمية : درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد.

القسم التابع له : قسم الاقتصاد.

اسم الكلية : كلية التجارة.

الجامعة : جامعة عين شمس.

سنة التخرج : ١٩٨١.

سنة المنح : ٢٠٠٥.

جامعة عين شمس
كلية التجارة

رسالة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد

اسم الباحث : سمير محمد علي حسن
عنوان الرسالة : قياس كفاءة وفاعلية سوق الأوراق المالية ودورها في
عملية الإصلاح الاقتصادي.

الدرجة العلمية : درجة الدكتوراه في الاقتصاد.

لجنة الإشراف

الأستاذ الدكتور / على لطفي استاذ الاقتصاد بكلية التجارة جامعة عين شمس

الأستاذ الدكتور / إيهاب نديم استاذ الاقتصاد بكلية التجارة جامعة عين شمس

الأستاذ الدكتور / عبد الحميد إبراهيم رئيس هيئة سوق المال

تاريخ البحث : ٢٠٠٤ / ١١ /

الدراسات العليا

ختم الإجازة أجازت الرسالة بتاريخ ٢٠٠٥ / /

موافقة مجلس الجامعة

موافقة مجلس الكلية

٢٠٠٤ / /

٢٠٠٤ / /

ملخص الرسالة

أثارت فكرة الكفاءة بصفة عامة وكفاءة سوق الأوراق المالية على وجه الخصوص الكثير من الجدل بين الاقتصاديين.

ويمكن تتبع فكرة السوق الكفاء إلى الأفكار التي صاغها سامويلسون عام ١٩٦٥ في مقال بعنوان "إثبات أن التقديرات السليمة للأسعار تتقلب بصورة عشوائية في السوق الكفاء". وقد توصل في هذا البحث إلى أنه في السوق الكفاء معلوماتياً لا يمكن التنبؤ بالتغيرات في الأسعار إذا كان قد تم تقديرها بصورة سليمة قبلاً. وقد أضاف سامويلسون أن كفاءة سوق رأس المال تتحقق عندما تتوفر المعلومات لكافة المتعاملين على حد سواء بصورة آنية وبدون تكلفة، وكذلك عندما تتماثل توقعاتهم بالنسبة للأسعار^١.

وفي بحث آخر لسامويلسون أفاد بأن "السوق تام الكفاءة يكون في حالة توازن مستمر، بحيث تتذبذب القيمة الذاتية للأوراق المالية ليتساوى السعر السوقي للورقة مع قيمتها الذاتية في أي وقت من الأوقات".

وقد قام فاما^٢ في عام ١٩٧٠ بإعادة صياغة هذه الفكرة، حيث أوضح أنه في السوق الكفاء فإن الأسعار تعكس بصورة تامة كافة المعلومات المتاحة عن السهم. وقد قام بتحديد هيكل يوضح مختلف مجموعات المعلومات المتاحة للمشاركين في السوق مع تصنيف مستويات كفاءة السوق إلى ثلاث مستويات هي السوق ضعيف الكفاءة Weak Form ، والسوق متوسط الكفاءة Simi Strong Form ، والسوق عالي الكفاءة Strong Form.

ووفقاً لهذا المفهوم فقد توصل فاما أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء تنسم بالعشوائية وعدم القابلية للتنبؤ، وتكتسب التغيرات السعرية عشوائيتها من عشوائية ورود المعلومات الجديدة إلى السوق وعدم إمكانية التنبؤ بهذه المعلومات مسبقاً. وهذه العشوائية Randomness التي يتسم بها السوق الكفاء تضع حدوداً على إمكانية التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار مستقبلاً.

^١ Samuelson P., "PROOF THAT THE PROPERLY ANTICIPATED PRICES FLUCTUATE RANDOMLY", Industrial Management Review, Spring 1965, pp 41-49

^٢ Eugene.F.Fama "EFFICIENT CAPITAL MARKETS:A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK"

Journal of Finance , XXV(2) , May, 1970 , PP 384-417.

وبالرغم من إمكانية اختبار الأشكال الثلاثة لفرضية السوق الكفاء EMH إلا أن هذا الأمر يكتنفه بعض الصعوبات أهمها تلك المتعلقة بحجم السوق، فعلى العكس من الأسواق الكبيرة ذات التاريخ التي يتوافر فيها عدد كافٍ من القراءات لأسعار الأسهم المختلفة في شكل سلاسل زمنية مستمرة بما يضمن دقة القياس حيث يسهل إجراء تلك الاختبارات تفتقر الأسواق الصاعدة حديثة النشأة إلى هذا الأمر مما يؤدي إلى عدم وضوح ودقة النتائج التي يتم التوصل إليها.

وقد تبين للباحث أن فرضية السوق الكفاء مازالت تتعرض للنقاش والجدل حتى يومنا هذا ولم تلق بعد قبولاً عاماً نظراً لما أسفرت عنه الاختبارات التطبيقية المختلفة من استنباطات بعضها يؤيدها وبعضها يتعارض معها.

وقد ركزت العديد من الأبحاث على اختبار كفاءة السوق من حيث قدرته على تحديد الأسعار. ففي المسح الذي أجراه فاما عام ١٩٧٠^١ توصل إلى أن الغالبية العظمى من هذه الدراسات لم تتمكن من رفض فرضية السوق الكفاء وذلك بالرغم من كثرة حالات الخروج أو الشذوذ عن قاعدة فرضية السوق الكفاء التي تم توثيقها إلا أن الكثير من علماء الاقتصاد المالي يتفقون مع جينسن (1978) Jensen^٢ في قبول هذه الفرضية لعدم وجود أطروحات أخرى مؤيدة بأدلة عملية في هذا الشأن.

هذا وقد رفضت بعض الدراسات الحديثة نموذج الخطوة العشوائية من وجهة النظر الإحصائية، حيث توصلت العديد من الدراسات إلى وجود دليل تجريبي على إمكانية التنبؤ بالعوائد والأسعار.

فقد أوضح أندرو لو Andrew W. Lo في مقدمة كتابه عن "سلوك سوق الأسهم بين النظرية والتطبيق"^٣ أن اختبارات فرضية السوق الكفاء قد لا

^١ Eugene Fama, EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK.

Journal of Finance, 25(1970), PP. 383- 417.

^٢ Jensen, M., SOME ANOMALOUS EVIDENCE REGARDING MARKET EFFICIENCY.

Journal of Financial Economics, 6(1978), PP. 95- 102.

^٣ Andrew W. Lo, MARKET EFFICIENCY: STOCK MARKET BEHAVIOR IN THEORY AND PRACTICE.

Cheltenham, UK. Edward Elgar Publishing Limited, 1997.

تكون أفضل الوسائل لقياس كفاءة السوق، واقتراح أن يتم دراسة الكفاءة النسبية للسوق مقارنة بالأسواق الأخرى.

كما أكد جروسمان وستيجليتز¹ على استحالة تواجد ما يسمى بالسوق الكفاء معلوماتياً، حيث بينا أن فرضية السوق الكفاء تعتبر فكرة مثالية لا يمكن تحقيقها واقعياً واقتصادياً، وأوضحنا أن الأمر يتطلب استخدام معيار أو مقياس مرجعي Benchmark لقياس الكفاءة منسوبة إليه.

وقد تناول البحث العديد من الظواهر والممارسات التي تتم في السوق وهي تتعارض تماماً مع مفهوم السوق الكفاء كما حدده فاما ومدرسته وأهم هذه الظواهر والممارسات مايلي:

١. التعاملات المبنية على عنصر التشويش أو عوامل غير يقينية Noise والتي أوضح فيشر بلاك ضرورتها للسوق إلا أنها في نفس الوقت تجعل السوق يتسم بعدم الكمال. فكلما زادت المعاملات المبنية على عنصر التشويش زادت سيولة السوق، وفي نفس الوقت يصاحبها اختلال الأسعار بحيث أن سعر السهم لا يعكس فقط عنصر المعلومات بل أيضاً يعكس عنصر التشويش. وعليه يمكن القول بأن سيولة السوق تتعارض مع التسعير الجيد للأوراق المالية أو بمعنى أصح توجد علاقة تعارض بين كل من سيولة السوق والكفاءة التسعيرية للسوق.

٢. الأرباح غير العادية التي يحققها العاملون بأسرار الشركات 'Insiders' profits. أثبتت العديد من الدراسات أن العاملين بأسرار الشركات، من كبار المساهمين وأعضاء مجالس الإدارات، وكبار المسؤولين، يحققون أرباحاً تزيد عن المعتاد عند تعاملهم في أسهم شركاتهم وقد قدرت بعض الدراسات الأرباح التي يحققها هؤلاء العاملين بأسرار الشركات الأمور بما يتراوح بين ٣% و ٣٠%، والأكثر من ذلك أن بعض المتعاملين الآخرون يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية أيضاً من خلال تتبع تصرفات العاملين بأسرار الشركات فيشترون عقب قيامهم بالشراء ويبيعون مباشرة

¹ Sanford Grossman & Joseph E. Stiglitz, ON THE IMPOSSIBILITY OF INFORMATIONALLY EFFICIENT MARKETS. American Economic Review, 70(3), June, 1980, PP. 393-408.

عقب قيامهم بالبيع. ذلك باستخدام المعلومات المتاحة للجميع¹ عن تداولات هؤلاء العالمين بأسرار الشركات.

٣. تأثير الشركات الصغيرة The Small Firm Effect. أظهرت الدراسات أن الأسهم العادية للشركات الصغيرة قد حققت في المتوسط معدلات عالية للعائد خلال معظم فترات القرن العشرين خاصة فيما بعد فترة الكساد الكبير وفي دراسة أعدها بيتر فورشن² عن كفاءة سوق الأسهم قام بحساب القيمة المتراكمة الناتجة عن استثمار دولار واحد في محفظة مكونة من أسهم الشركات الصغيرة فقط - بافتراض أنه يتم إعادة استثمار الأرباح في نفس المحفظة وذلك اعتباراً من أول يناير ١٩٢٦ وقام بمقارنة القيمة المتراكمة في هذه المحفظة مع محفظة مماثلة ولكن باستثمار دولار واحد في أسهم الشركات الداخلة في تركيبة مؤشر S&P 500 وقد وجد أن أرباح المحفظة الأولى قد فاقت وبصورة كبيرة نظيرتها المتحققة من المحفظة الثانية.

٤. لغز صناديق الاستثمار المغلقة Closed-end investment funds والتي قد يتم تداول وثائقها بخضم أو علاوة ووجود هذا الخضم أو العلاوة إنما يتنافى مع فرضية السوق الكفاء. فوجود مثل هذا الخضم أو العلاوة يعني تميز أصول هذا الصندوق بخصائص تجعل المستثمر حريصاً على أن يكتنيها بأعلى من قيمتها السوقية وحيث أن كل محتويات هذه الوثائق تتمثل في نصيبها مما لدى الصندوق من أصول والتي تكون في أغلبها أوراقاً مالية وأصول سائلة أخرى وهو ما يجعل من اختلاف سعرها السوقى عن نصيبها في صافي الأصول غير مبرر. كما أنه في ظل السوق الكفاء يفترض أن آليات السوق تعمل تلقائياً على ملافاة هذا الخضم أو العلاوة في حالة وجود أي منهما، حيث يفترض أن يقوم المستثمرون بعمليات الشراء والبيع ونقل استثماراتهم بين الصناديق المختلفة Arbitrage على النحو الذي يؤدي إلى تلاشي هذا الخضم أو العلاوة.

¹ Sehun H. Nejat , INSIDERS' PROFITS, COSTS, OF TRADING, AND MARKET EFFICIENCY.

Journal of Financial Economics, 16 (June 1986), P 198.

² Peter Fortune, STOCK MARKET EFFICIENCY: AN AUTOPSY.

Federal Reserve Bank of Boston, New England Economic Review, March/April 1991.

P 22.