

اختبار كفاءة الأسواق المالية الناشئة: حالة السوق المالي الماليزي 2008-2014

Testing the Efficiency of Emerging Financial Markets: The Case of the Malaysian Stock Market 2008-2014

ط. د. حنان عبدلي

جامعة الجزائر 03 – الجزائر

dr.abdellihanane@gmail.com

Abstract

The objective of this study is to verify the efficiency of emerging markets in financial securities. The study takes the case of the Malaysian financial market 2008-2014. The results of this study confirmed that the latter is pleased with an expansion, a depth, a large number of listed companies and a large market capitalization. All these indices contributed to its efficiency at the low level.

Key Words: Emerging Financial Market, Efficiency of Financial Markets, Information Efficiency, Malaysian Financial Market, test dickey fuller,

مقدمة

صاحب حركة التحرر المالي في بداية الثمانينات ظهور أسواق حديثة العهد سجلت اسمها وسط الأسواق المالية اصطلاح عليها بالأسواق المالية الناشئة، حيث شدد انتباه المستثمرين نظرا لارتفاع العوائد فيها وانخفاض المخاطر، ولقيام هذه الأسواق بدور فعال يتطلب توفر مقومات الكفاءة التي تساعد المستثمرين على اتخاذ القرار من خلال تحليل البيانات المتاحة وانعكاسها على الأسعار دون أن يتسنى لأطراف أخرى تحقيق أرباح غير اعتيادية.

ولمعرفة مدى كفاءة هذه الأسواق يمكن تتبع مؤشرات كفاءة هذه الأسواق لقياس وتحليل أدائها، أما Fama فقدّم اختبار على ثلاث مستويات تبعا لطبيعة المعلومات المنعكسة في السوق وهي: القوي، المتوسط والضعيف، وهذا الأخير الذي يتحقق عندما تكون أسعار أسهم السوق تعكس المعلومات التاريخية حاز على النسبة الأكبر من الدراسات التي أجريت على الأسواق المالية الناشئة على وجه الخصوص لأنه في حال لم يثبت دليل يدعم المستوى الضعيف من الكفاءة فليس من الضروري اختبار الكفاءة على المستوى الأوسع سواء المتوسط أو القوي.

إشكالية الدراسة

تعد الأسواق المالية الناشئة الكفؤة حجر الزاوية في التخصيص الأمثل للموارد وتوجيهها نحو مشاريع منتجة واستثمارات أكثر ربحية. ويعتبر السوق المالي الماليزي أحد أهم الأسواق المالية الناشئة ومن أنجح التجارب الرائدة، حيث أولاها العديد من الباحثين اهتماما في بحوثهم العلمية خاصة جانب كفاءة هذا السوق، وعلى ضوء ما سبق تبلور إشكالية دراستنا على النحو التالي:

هل يمكن اعتبار الأسواق المالية الناشئة كفؤة؟ وما واقع ذلك في السوق المالي الماليزي خلال الفترة (2008-2014)؟

ومن هنا يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- كيف كان أداء مؤشرات السوق المالي الماليزي بعد الأزمة المالية العالمية 2008؟

- هل أسعار الأسهم في السوق المالي الماليزي تتبع مسار عشوائي (المستوى الضعيف)؟

- هل السوق المالي الماليزي كفء عند المستوى المتوسط؟

- هل السوق المالي الماليزي كفء عند المستوى القوي؟

فرضيات الدراسة: يمكن تحديد فرضيتين تتمثلان في:

- شهد أداء السوق المالي الماليزي تحسنا خلال الأزمة المالية العالمية 2008.

- السوق المالي الماليزي غير كفء عند المستوى القوي خلال الفترة (2008-2014).

أهمية الدراسة

تكتسي الدراسة أهميتها من خلال ما أثير من جدل حول كفاءة الأسواق المالية الناشئة أين حازت على قدر كاف من الأبحاث العلمية، ففي هذا المجال منح فاما مع آخرين جائزة نوبل للاقتصاد سنة 2013 لبنائه نظرية لاختبار كفاءة الأسواق مركزا على أسواق رأس المال والذي ساهم في التفكير الحالي لأسعار الأصول، وفي هذا الصدد سنختبر كفاءة السوق المالي الماليزي الناشئ ونقوم بتحليل مؤشرات كفاءته خلال الفترة (2014-2008).

هدف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مفاهيم الأسواق المالية الناشئة وكفاءة الأسواق المالية، ومعرفة تطور مؤشرات كفاءة السوق المالي الماليزي خلال الفترة (2014-2008) ومدى تأثير الأزمة المالية العالمية على أدائها ثم اختبار كفاءته عند المستوى الضعيف، المتوسط والقوي باستعمال الـ Eviews-07 وباستخدام عدة اختبارات.

حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في:

البعد المكاني: تتمثل الحدود المكانية في تحليل مؤشرات أداء السوق المالي الماليزي باعتباره سوق مالي ناشئ متقدم، واختبار كفاءته عند المستوى الضعيف، المتوسط والقوي.

البعد الزمني: تغطي الدراسة التطبيقية الفترة (2014-2008) وهي فترة كافية لمعرفة أداء السوق المالي بعد الأزمة المالية العالمية 2008 من خلال تحليل مؤشرات كفاءته عند المستوى الضعيف، المتوسط والقوي لإعطاء الدراسة مصداقية أكثر ومعرفة تأثير الأزمة المالية العالمية على كفاءة السوق المالي الماليزي.

منهج الدراسة

من أجل المعالجة الجيدة للموضوع وبغية الإجابة على التساؤلات المطروحة واختبار صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الاستنباطي، وذلك بإتباع الأسلوب الوصفي التحليلي من خلال استعراض الجانب النظري للأسواق المالية الناشئة وكفاءة الأسواق المالية، إضافة إلى تحليل مؤشرات كفاءة السوق المالي الماليزي وتقييم أدائه بعد الأزمة المالية العالمية، والاعتماد على المنهج الاستقرائي من خلال استعمال الأساليب القياسية عن طريق برنامج Eviews-07 لتحليل السلاسل الزمنية للسوق المالي الماليزي خلال الفترة (2014-2008).

الدراسات السابقة

- دراسة مروان جمعة درويش بعنوان "اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف" خلال الفترة (1996-2008).

مقالة نشرت بمجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الثالث والثلاثون، عام 2011، فلسطين، حيث توصل الباحث إلى أن السوق المالي الفلسطيني غير كفء عند المستوى الضعيف لضعف السيولة وحجم التداول وذلك باختبار عوائد مؤشر القدس وخمس مؤشرات قطاعية مدرجة في السوق مستخدما الارتباط المتسلسل، التكرارات، جذر الوحدة ونسبة التباين. ويعتبر أن هذه النتيجة غير بعيدة عن نتائج الدراسات التي تمت في معظم الأسواق الناشئة.

- دراسة زهير غراية ونبيل هني محمد بعنوان "اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة - دراسة حالة بورصة المغرب والكويت - خلال الفترة (2010-2008)".

مقالة نشرت بمجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الحادي عشر، جوان 2012، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، حيث توصل الباحثان إلى أن سوق المغرب والكويت الماليين يتبعان السير العشوائي فهي كفؤة عند المستوى الضعيف وذلك باستخدام اختبار التوزيع الطبيعي، الارتباط الذاتي، اختبار Ljung-Box، اختبار فيليبس وبيرون، اختبار ديكي فولر المطور واختبار KPSS.

خطة الدراسة

تم تقسيم هذه الدراسة إلى محورين:

المحور الأول: مدخل تعريف للأسواق المالية الناشئة وكفاءة الأسواق المالية

المحور الثاني: اختبار الكفاءة السعريّة للسوق المالي الماليزي خلال الفترة 2014-2008

المحور الأول: مدخل تعريفى للأسواق المالية الناشئة وكفاءة الأسواق المالية

1. مفهوم الأسواق المالية الناشئة

1.1. مفهوم السوق المالية

آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، ويمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي. 1. ذلك الإطار الذي يضمن الإلتقاء بين عارضي الأموال وطالبي الأموال، 2. وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الإلتقاء أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال بين المتعاملين في السوق. 3.

2.1. تعريف السوق المالية الناشئة

في الأدبيات الاقتصادية الحديثة - في الثمانينيات من القرن العشرين - عادة ما كان يُسند مصطلح "الدول الناشئة" ومن مشتقاتها الاقتصاديات الناشئة والأسواق المالية الناشئة، إلى الهولندي Antoine van Agtmael وهو اقتصادي بالمؤسسة المالية الدولية، إذ أراد سنة 1981 من خلال هذا المصطلح التمييز من بين قائمة الدول النامية، بين تلك التي تمثل خطرا للمستثمرين الماليين الدوليين، وبين تلك التي قد تكون ملاذا آمنا لهؤلاء المستثمرين بما توفره لهم من فرص استثمار بديلة وكفؤة. 4.

3.1. مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة

إن متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة يختلف من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرض لهذه المراحل: 5.

المرحلة الأولى: تمييز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

- قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار.
- ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة.

- تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى.

المرحلة الثانية: تمييز السوق الناشئة في هذه المرحلة بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح ومن ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي ولكنه مع ذلك تبقى سوق الأوراق المالية صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة، وإن كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل.

المرحلة الثالثة: تمييز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

- تصبح عوائد السوق أقل تقبلا مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرة.
- تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح إصداراتها للجمهور طرعا أوليا الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة الناجحة، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية.

المرحلة الرابعة: وهي آخر مرحلة حيث تصبح هذه الأسواق أكثر نضجا وتتميز بما يلي:

- تزداد السوق المالية اتساعا.
- انخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى المستويات الدولية التنافسية.
- ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة.
- تعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة.

2. مدخل تعريفى لكفاءة الأسواق المالية

1.2. مفهوم كفاءة الأسواق المالية

السوق الكفؤة هي تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني، بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، 6. حيث تعكس فيه القيمة السوقية للسهم تماما قيمته الحقيقية والتي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم. 7.

2.2. الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

1.2.2. الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية

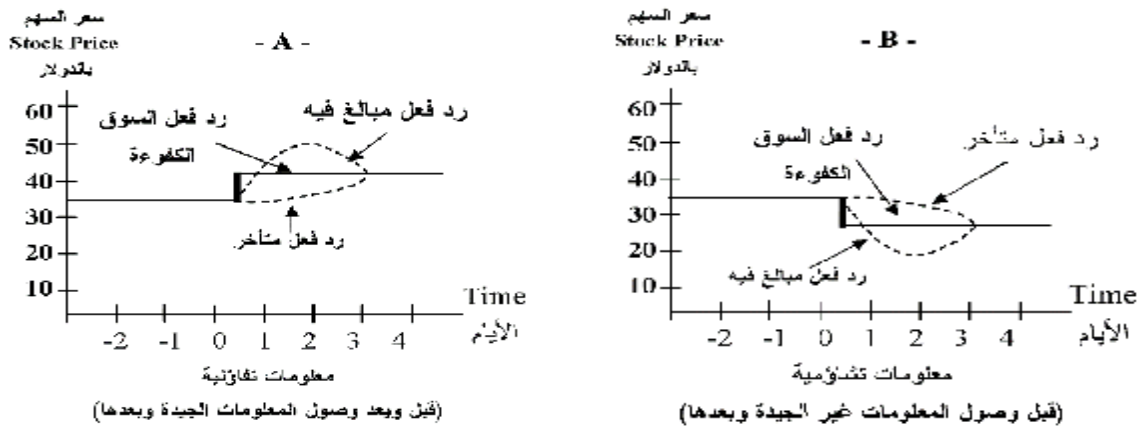
الكفاءة الكاملة بمعنى عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، ومن ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة تتاح لغيره، وتتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر شروط هي:8

- توافر المعلومات لكافة المتعاملين وبدون تكلفة بحيث تكون توقعات المستثمرين واحدة - بمعنى توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.
- لا يوجد أي قيود على التعامل مثل الضرائب وتكاليف المعاملات الأخرى.
- وجود عدد كبير من المستثمرين وبذلك لا تؤثر تصرفات البعض منهم تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم - أي أن الأسعار المعلنة هي قضية مسلم بها.
- يتصف المستثمرون بالرشيد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

2.2.2. الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل.9 ويوضح الشكل الموالي التغير في السعر في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

شكل رقم (01): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم. سندات. وثائق الاستثمار. الخيارات)"، الدار الجامعية، 2000، ص: 211-212.

3.2. الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية

نميز بين ثلاثة أشكال مختلفة لكفاءة السوق هي: السوق الكفاء في شكله الضعيف، السوق الكفاء في شكله شبه القوي، السوق الكفاء في شكله القوي.

1.3.2. الشكل الضعيف لكفاءة الأسواق المالية: إن الشكل الضعيف لكفاءة السوق يعني أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة المتعلقة بالأسعار والإيرادات وغيرها من المعلومات التاريخية، كما أنه لا يمكن استعمال هذه المعلومات من قبل بعض أو كل المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية.¹⁰

2.3.2. الشكل المتوسط لكفاءة الأسواق المالية: تقضي صيغة السوق المتوسط القوة أن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك السهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات سواء

تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة والمنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.¹¹

3.3.2. الشكل القوي لكفاءة الأسواق المالية: تقضي الصيغة القوية لكفاءة السوق بأن سعر السهم في السوق يعكس جميع المعلومات المتاحة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، وفي ظل هذا الفرض يستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، ولكن في الواقع العملي لا تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق ذلك الفرض، إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالشركة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالشركة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية.

المحور الثاني: اختبار الكفاءة السعريّة للسوق المالي الماليزي خلال الفترة 2008-2014

1. نشأة السوق المالي الماليزي

تعد سوق ماليزيا للأوراق المالية أحد الأسواق المالية الناشئة الرائدة، ويرجع تاريخ ظهور سوق الأوراق المالية في ماليزيا إلى سنة 1930، حيث أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، أما تأسيس سوق الأوراق المالية بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960، بتأسيس بورصة الملايو، وفي عام 1964 تم تأسيس سوق الأوراق المالية الماليزي.¹²

وفي تاريخ 14 ديسمبر 1976 تم انشاء بورصة لتداول الأسهم تحت اسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة، وتعتبر هذه البورصة في الوقت الراهن أساس سوق رأس المال في ماليزيا، والكيان الذي يحكم سلوك أعضائه وشركات الوساطة في تعاملات الأوراق المالية، ويتحقق من استيفاء شروط ومتطلبات القيد ومعايير الإفصاح ومراقبة أداء السوق.¹³ وقد تطور سوق رأس المال الماليزي تطوراً ملحوظاً بعد عام 1993، بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وسوق المشتقات.

2. تحليل مؤشرات كفاءة السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2008-2014

لمعرفة تطور أداء وكفاءة السوق المالي الماليزي لابد لنا أن نتبع مؤشرات أداء هذا السوق، وهو ما نحاول الوصول إليه فيما يلي:

1.2. تحليل المؤشر العام للسوق المالي الماليزي خلال الفترة 2008-2014

تظهر المعلومات الواردة في الجدول رقم (01) تطور أداء المؤشر العام بعد الأزمة المالية العالمية، سجل المؤشر العام للسوق المالي الماليزي تراجعاً حاداً سنة 2008 مقارنة بسنة 2007 بنسبة 39% متأثراً بالأزمة المالية العالمية، حيث سجل أدنى مستوى قياسي له 73.1 نقطة، إلا أن ملامح التعافي ظهرت سريعاً حيث شهد المؤشر ارتفاعاً متواصلاً خلال الست سنوات الأخيرة مسجلاً 155.6 نقطة سنة 2013 وهو أعلى مستوى للمؤشر منذ بداية عام 2008 (الأزمة المالية العالمية)، وذلك لاستحداث الحكومة الماليزية الكثير من قوانينها المالية والاقتصادية لمواجهة هذه الأزمة، بالإضافة إلى تبني العديد من المؤشرات الإسلامية في السوق المالي الماليزي ما أثر إيجاباً على أداء الشركات المقيدة في هذه السوق، لكنه ارتد متراجحاً بشكل طفيف سنة 2014.

جدول رقم (01): تطور المؤشر العام للسوق المالي الماليزي خلال الفترة (2008-2014)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
المؤشر العام بالنقطة	73.1	106.1	126.6	127.6	140.7	155.6	146.8

Source: <http://sa.investing.com/indices/kl-construction-historical-data>

2.2. تحليل الشركات المدرجة في السوق المالي الماليزي

لمعرفة مدى حجم السوق المالي الماليزي نقوم بتحليل الشركات المدرجة فيه وذلك بعد الأزمة المالية.

جدول رقم (02): عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الماليزي خلال الفترة (2008-2014)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الشركات المدرجة	972	952	948	932	911	900	895

Source: <http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO>

انخفضت عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الماليزي إلى 972 سنة 2008 متأثرة بالأزمة المالية العالمية، لتواصل بعدها الانخفاض التدريجي مسجلة 895 شركة كحد أدنى سنة 2014 وهذا على ضوء تداعيات الأزمة وانسحاب الشركات الأجنبية من السوق المالي المحلي، وعلى الرغم من التراجع المستمر في عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية إلا أن ذلك لا ينفي كبر حجم هذه الأخيرة

3.2. تحليل مؤشر الرسملة السوقية للسوق المالي الماليزي

يعد مؤشر الرسملة السوقية هو الآخر من المؤشرات التي تقيس حجم السوق المالية بالإضافة إلى عدد الشركات المدرجة.

جدول رقم (03): تطور مؤشر الرسملة السوقية في السوق المالي الماليزي خلال الفترة (2008-2014)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الرسملة السوقية من إجمالي الناتج المحلي %	82.0	143.0	160.3	132.8	148.4	154.8	135.8
الرسملة السوقية مليار دولار	189.2	289.2	408.7	395.6	466.6	500.4	459

Source: <http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

ارتفع مؤشر القيمة السوقية بنسبة 74.4% مقارنة بسنة 2008 ليأخذ اتجاه تصاعدي إلى غاية سنة 2013، ويعزى ذلك إلى إدراج أسهم جديدة واستحداث بيئة تداول متطورة وتطبيق تقنيات حديثة لمواكبة التطور السريع في الأنظمة والبرامج، بالإضافة إلى هروب رؤوس الأموال الدولية نحو الأسواق المالية الناشئة باعتبارها أكثر أماناً وأكثر عائداً، إلا أن الاتجاه التصاعدي عكس مساره سنة 2014 متراجعا بنسبة 8.3%.

4.2. تحليل مؤشر حجم التداول في السوق المالي الماليزي

نقوم بتحليل أداء هذا المؤشر بعد الأزمة المالية العالمية لمعرفة تأثير هذه الأخيرة على سيولة السوق المالي الماليزي. والجدول التالي يوضح التطور خلال هذه الفترة كما هو موضح في الجدول الآتي.

جدول رقم (04): تطور حجم التداول في السوق المالي الماليزي خلال الفترة (2008-2014)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
حجم التداول من إجمالي الناتج المحلي %	35.7	40.0	45.0	43.7	39.3	44.0	42.2

Source: <http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS>

نلاحظ ارتفاع في مؤشر حجم التداول سنة 2009 مقارنة بسنة 2009 لاحتفاظ البنك المركزي الماليزي باحتياطات نقدية أجنبية وامتلاكها لنظام رقابي متطور جدا من تعرض ماليزيا لمخاطر مالية مرتفعة حيث واصل ارتفاعه إلى غاية سنة 2010 ليعاود الانخفاض مسجلا أدنى نسبة منذ الأزمة المالية العالمية سنة 2012 بسبب تعرض موقع بورصة ماليزيا الالكتروني لهجوم قرصنة حال دون قدرة المستخدمين على الدخول، ثم عكس اتجاهه مرتفعا نتيجة إدراج أسهم جديدة لتعزيز السيولة.

5.2. تحليل مؤشر معدل دوران الأسهم في السوق المالي الماليزي

يقيس مؤشر معدل دوران الأسهم هو الآخر سيولة السوق، ولمعرفة أداء هذا المؤشر نقوم بتحليله كما هو موضح في الجدول رقم (05).

جدول رقم (05): تطور مؤشر دوران الأسهم في السوق المالي الماليزي خلال الفترة (2008-2014)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
معدل الدوران من الناتج المحلي الإجمالي %	43.5	28.0	28.1	32.9	26.5	28.4	31.1

Source: <http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRNR>

يلاحظ أن اتجاه المؤشر خلال هذه الفترة نازل، حيث شهد عام 2008 تراجعاً في معدل دوران الأسهم وامتد ذلك لسنة 2009 بسبب الأزمة المالية العالمية وتداعياتها، بعدها نلاحظ تحسن في أداء المؤشر إلى غاية 2011 نتيجة تطبيق إجراءات حماية القطاع المصرفي والتي انتهت بنتائج إيجابية، أما سنة 2012 فقد شهدت انخفاضاً في نسبة المؤشر على اثر قرصنة موقع السوق المالي الماليزي حال دون قدرة المتعاملين على التداول، ثم عاود الارتفاع إلى غاية 2014 نتيجة الإجراءات المتبعة لتخفيض تكاليف المعاملات

بعد تحليل مؤشرات كفاءة السوق المالي الماليزي يكفي أن نشير أنه وبالرغم من انخفاض المؤشرات محل الدراسة على إثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 إلا أن السوق المالي الماليزي استطاع تجاوز آثارها والحد منها وبالتالي الحفاظ على كفاءته كأحد أنجح الأسواق المالية الناشئة الكفؤة ولتأكيد هذه النتيجة نقوم باختبار كفاءة السوق المالي الماليزي باستخدام الدراسات القياسية الحديثة.

3. اختبار كفاءة السوق المالية الماليزية

نهدف من خلال هذا إلى اختبار كفاءة السوق المالي الماليزي عند المستويات الثلاثة: المستوى الضعيف، المستوى المتوسط والمستوى القوي خلال الفترة (2008-2014).

التعريف بمتغيرات الدراسة: FTSE: المؤشر العام للسوق المالي الماليزي.

الفترة الزمنية: 2008-2014

1.3. اختبار كفاءة السوق المالي عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2008-2014)

إن اختبار كفاءة الأسواق المالية في السوق المالي الماليزي يكون وفق فرضيتين أساسيتين، اشتملت الفرضية الأولى فيما إذا كانت عوائد الأسهم في السوق المالي الماليزي تتبع التوزيع الطبيعي، في حين تصمم الفرضية الثانية للاختبار فيما إذا كانت عوائد السهم في البورصات تتبع السلوك العشوائي خلال فترة الدراسة من عدمه.

يهدف هذا الاختبار إلى التأكد بأن مؤشر FTSE لا يتبع توزيع طبيعي وتتميز السلسلة المدروسة بعدم الاستقرار، وهو بطبيعة الحال ما يثبت تتبع حركة المشي العشوائي لحركة أسعار الأسهم في البورصة خلال الفترة (2008-2014)، وهي بيانات شهرية وهي فترة كافية للتأكد من صحة الفرضيات.

2.3. دراسة استقرارية السلسلة FTSE

يعد اختبار ADF من أهم اختبارات الاستقرار، بالإضافة إلى ذلك فهو يمكن أن يدلنا على أبسط طريق لجعل السلسلة تستقر، ويعتمد اختبار ADF في دراسة استقرارية سلسلة المؤشر على النماذج التالية:

$$\begin{aligned}
 1 \dots \Delta FTSE_t &= \lambda FTSE_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta FTSE_{t-j} + u_t \\
 2 \dots \Delta FTSE_t &= \lambda FTSE_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta FTSE_{t-j} + c + u \\
 3 \dots \Delta FTSE_t &= \lambda FTSE_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta FTSE_{t-j} + c + b_t + u
 \end{aligned}$$

حيث يحدد مستوى التأخيرات P حسب أقل قيمة للمعايير Akaike، Hannan-Quinn، Schwarz (SC).

جدول رقم (06): نتائج اختبار استقرارية السلسلة FTSE

السلسلة	النموذج	المعامل	إحصائية ADF	القيمة الحرجة	الاحتمال
FTSE عند المستوى 05%	6	b	-	-	0.3525
		J	-1.90	-3.47	-
	5	c	-	-	0.0528
		J	-2.63	-2.92	-
	4	J	-3.03	-1.94	-
	6	b	-	-	0.069
D(FTSE) عند الفروق من الدرجة الأولى	6	J	-8.62	-3.48	-
		c	-	-	0.0571
	5	J	-8.23	-2.90	-
		J	-4.57	-1.94	-
	4	J	-4.57	-1.94	-

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews.07

من خلال بيانات الجدول رقم (06) يمكن التوصل إلى أن:

السلسلة D(FTSE) مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن سلسلة FTSE متكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5% وهي مستقرة عند هذا الحد.

$$FTSE1 \rightarrow I(1) \dots 5\%$$

وعليه نستنتج أن السلسلة FTSE كفؤة عند المستوى الضعيف خلال الفترة 2008-2014.

3.3 اختبار كفاءة سوق ماليزيا للأوراق المالية عند المستوى المتوسط خلال الفترة (2008-2014)

تتأثر أسعار الأوراق المالية في بورصة ماليزيا بمجموعة من العوامل الاقتصادية، ومن بين هذه العوامل التي سننصها بالدراسة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. (كما هو موضح في الجدول 07).

جدول رقم (07): مؤشر البورصة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2008-2014)

التاريخ	مؤشر البورصة	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي
2008	73.0625	6.3
2009	106.065	4.83
2010	126.5758333	-1.51
2011	127.5608333	7.43
2012	140.7458333	5.29
2013	155.58	5.47
2014	146.77708333	4.71

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات البنك الدولي

بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel، تم التوصل إلى أن معامل الارتباط بين مؤشر الناتج المحلي الإجمالي والمؤشر العام لبورصة ماليزيا هو (-0.073)، بمعنى وجود علاقة عكسية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لماليزيا والمؤشر العام للسوق المالي، وللتأكد من أن معامل الارتباط بين المتغيرين حقيقي وغير زائف نقوم باختبار معنوية معامل الارتباط، بمعنى من أجل اختبار ما إذا كان هناك ارتباط بين المتغيرين أم لا. نقوم باختبار:

-فرضية العدم: $R=0$ أي أنه لا يوجد ارتباط؛

-الفرض البديل: $R \neq 0$ والذي يعني أنه يوجد ارتباط حقيقي بين المتغيرين.

اختبار معنوية ارتباط: بافتراض أن المجتمع له توزيع طبيعي فإن معامل ارتباط العينة R يكون له T بوسط حسابي R وانحراف معياري $\sqrt{\frac{1-R^2}{n-2}}$ ، وذلك بدرجات حرية n-2، وبالتالي تكون خطوات اختبار أن معامل ارتباط المجتمع يساوي الصفر كما يلي:

- فرض العدم: أن معامل ارتباط المجتمع يساوي الصفر، أي لا يوجد ارتباط بين المتغيرين؛

- الفرض البديل: معامل الارتباط المجتمع لا يساوي الصفر، أي يوجد ارتباط بين المتغيرين؛
إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة T من الشكل:

$$T = \frac{r}{\sqrt{\frac{1-r^2}{n-2}}} = -0.17$$

بالرجوع إلى الجدول t توزيع ستودنت وعند مستوى معنوية $\alpha=0.05$ ودرجات حرية $n=8$ ، نجد أن قيمة $t=1.860$ ، نلاحظ أن T المحسوبة أقل من t الجدولية. وأن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول. وهو ما يعني قبول فرض العدم بأن $R=0$ ، ورفض الفرض البديل.

هذا ما يجعلنا نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين المتغيرين، انطلاقاً من ذلك يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الماليزي ليس كفؤاً عند المستوى المتوسط. وهو ما يعكس انخفاض كفاءة التسعير في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2008-2014).
من خلال دراستنا للعلاقة بين صيغ الكفاءة توصلنا إلى أنه حتى يكون السوق المالي كفؤاً عند المستوى القوي لابد أن يكون أولاً كفؤاً عند المستوى المتوسط، ومنه فإن السوق المالي الماليزي غير كفؤ عند المستوى القوي نتيجة كونه غير كفؤ عند المستوى المتوسط.

خاتمة :

تعد سوق الأوراق المالية الناشئة من بين المفاهيم الحديثة التي ظهرت في نهايات القرن العشرين، وزاد الاهتمام بها منذ سنة 2000م وظهور دول بريكس وماليزيا وتركيا واندونيسيا كقوى منافسة للدول المتقدمة، وتعد ماليزيا إحدى الدول التي استطاعت أن تبرز في مجال الأسواق المالية، بسيطرتها على أصول مالية ضخمة جداً في الأسواق، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة 2008، وتوصلنا من خلال هذه الدراسة إلى أن السوق المالية الماليزية تعد من الأسواق المالية الناشئة المهمة جداً، إذ أنها تتميز بالكفاءة عند المستوى الضعيف فقط. وفيما يلي أهم الاستنتاجات المتوصل إليها:

1. الاستنتاجات

في ختام هذه الدراسة يمكن استخلاص مجموعة من النتائج للدراسة، وهي نتائج منتقاة سواء من الدراسة النظرية أو التحليلية أو القياسية:

- السوق الكفء هو ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم.
- نميز بين ثلاثة أشكال مختلفة لكفاءة السوق هي: السوق الكفء في شكله الضعيف، السوق الكفء في شكله شبه القوي، السوق الكفء في شكله القوي.
- إن الشكل الضعيف لكفاءة السوق يعني أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة المتعلقة بالأسعار والإيرادات وغيرها من المعلومات التاريخية.
- تقضي صيغة السوق المتوسط القوة أن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك السهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة والمنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.
- تقضي الصيغة القوية لكفاءة السوق بأن سعر السهم في السوق يعكس جميع المعلومات المتاحة والخاصة.
- تعد سوق ماليزيا للأوراق المالية أحد الأسواق المالية الناشئة الرائدة.
- السوق المالي الماليزي يتمتع باتساع في حجم السوق وعمق في السوق وعدد كبير من الشركات المدرجة ورسملة سوقية كبيرة.
- بعد تحليل مؤشرات كفاءة السوق المالي الماليزي يكفي أن نشير أنه وبالرغم من انخفاض المؤشرات محل الدراسة على إثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 إلا أن السوق المالي الماليزي استطاع تجاوز آثارها والحد منها وبالتالي الحفاظ على كفاءته كأحد أنجح الأسواق المالية الناشئة الكفؤة.
- السوق المالي الماليزي كفء عند المستوى الضعيف وغير كفء عند المستويين المتوسط والقوي، وهذا خلال فترة الدراسة.

2. التوصيات :

- الرفع من كفاءة السوق المالية الماليزية يتطلب زيادة عدد الشركات المدرجة والرسكلة السوقية وحجم التداول، كذلك يجب وضع قوانين لزيادة الإفصاح المالي والمحاسبي للشركات.
- ضرورة وضع قوانين أكثر مرونة لجذب المستثمرين الأجانب للرفع من عمق واتساع السوق.
- تنويع المنتجات المالية مما يخدم الطلب المتزايد خاصة على المنتجات المالية الإسلامية.
- ضرورة إيجاد تكتلات إقليمية جديدة للماليزيا في إطار تكتل الأسواق المالية الناشئة، مثل حالة دول بريكس.

الهوامش

- 1- عاطف وليد أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص: 21.
- 2- Daniel Goyeauet.Amin Tarazi, La Bourse, 2e édition, France, 2006, p :11.
- 3- وليد صافي وأنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2009، ص: 16.
- 4- محمد بوحديدة، الأسواق المالية الناشئة: كيف انطلقت وأين وصلت اليوم؟ الدروس المستخلصة للسوق المالية في الجزائر، المؤتمر الدولي الأول حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل اسلامي، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 17-18 نوفمبر 2015، ص: 03.
- 5- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2005-2006، ص: 122.
- 6- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص: 494.
- 7- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص: 56.
- 8- عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص: 185.
- 9- ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص: 10.
- 10- Fama, Efficient capital market, Journal of Finance, Vol46, Issue05, 1991, P-P:1576, 1577.
- 11- Randall-Fisher, Security Analysis-Portfolio Management. 04 ed, Prentice Hall, New York, 1987, P:542.
- 12- محمد غزال، "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية -دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2013/2012، ص: 163.
- 13- عبد الحميد فيجل، تطور السوق الإسلامي لرأس المال -التجربة الماليزية نموذجا، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2014، ص: 183.