

# أثر "كورونا" على البورصات العالمية: نقد نظرية كفاءة الأسواق

د. جيهان عبدالسلام عباس

مدرس الاقتصاد، جامعة القاهرة

وتهدف هذه الدراسة إلى التعرض بالتحليل الى تأثير جائحة كورونا في أداء البورصات العالمية (الأمريكية، والأوروبية، والآسيوية)، وتفسير الهبوط المفاجئ في أسعار الأوراق المالية في ظل انتشار هذا الوباء، مع تسليط الضوء على مقارنة انعكاسات أزمة وباء كورونا على الأسواق المالية بغيرها من الأزمات الاقتصادية والمالية والصحية السابقة. كما تتناول الدراسة نظرية السوق المالي الكفاء، والفروض التي تقوم عليها، مع نقد وتقييم لتلك النظرية، من خلال ما يفرضه الواقع العملي من سلوك للمستثمرين عكس ما قامت عليه النظرية، لإثبات أن الأسواق المالية من القطاعات الاقتصادية شديدة الحساسية للتغيرات والأحداث بمختلف أنواعها، ويحكمها مبدأ التكيف مع تلك الظروف بشكل كبير.

من هذا المنطلق، سوف يتعرض هذا البحث إلى تحليل النقاط التالية:

- مفهوم ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية.
- انعكاسات وباء كورونا على أداء أهم مؤشرات البورصات العالمية.
- مقارنة بين تأثير وباء كورونا وغيره من الأوبئة على أداء البورصات العالمية.
- الأسباب الرئيسية لتقلبات مؤشرات الأسواق المالية العالمية في ظل وباء كورونا.
- نقد نظرية كفاءة السوق المالي في ظل الأزمات الاقتصادية.
- خاتمة الدراسة.

## أولاً- مفهوم ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية:

### مفهوم الكفاءة لأسواق رأس المال:

تعد نظرية الكفاءة لأسواق رأس المال إحدى أهم النظريات في مجال الاقتصاد التمولي وأكثرها تطوراً، خلال العقود الماضية، حيث بدأت في إطار فكرة السير العشوائي لأسعار الأسهم، بمعنى عدم اتباع تغيرات أسعار الأوراق المالية نمطاً محدداً، بل تتغير بشكل عشوائي مع استقلال حركتها عما سبقها من تغيرات بما يضمن عدم قدرة أحد مستثمري السوق على تحقيق أرباح غير عادية تفوق أقرانه من المستثمرين (١).

خلقت جائحة وباء كورونا (كوفيد-١٩) أزمة صحية واقتصادية غير مسبوقة. فقد أدت الإجراءات الضرورية لاحتواء الفيروس إلى إحداث تراجع في النمو الاقتصادي العالمي. وهناك درجة كبيرة من عدم اليقين في الوقت الراهن حول مدى حدتها وطول مدتها. وعليه، فإن انتشار فيروس كورونا المستجد بشكل سريع، وما خلفه من حجم إصابات وضحايا كبيرين، فضلاً عما نتج عنه من إعلان الطوارئ في معظم دول العالم، كل ذلك تسبب في حدوث تقلبات كبيرة في سلاسل التوريد العالمية (الحركة التجارية)، وعطل معظم القطاعات (صناعية، وتجارية، وسياحية)، وخلق صدمة في معدلات الطلب والاستهلاك.

ولا شك في أن سوق المال كان من أكثر القطاعات تضرراً في أزمة الكورونا، فهذا القطاع معروف بسرعة تأثيره بأي أحداث سياسية أو اقتصادية، سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي، فهو من أكثر القطاعات حساسية، بالإضافة إلى كونه مؤشر رئيسي لأي تغيرات اقتصادية في أي دولة. بكل تأكيد، كان للصدمة الاقتصادية، وحالة عدم اليقين التي نتجت عن انتشار الفيروس - وعدم السيطرة عليه حتى الآن - تأثير كبير في الأسواق العالمية، خاصة أسواق المال والنفط، حيث وصف هذا التأثير بأنه أعمق من تأثير الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨.

فقد واصلت أسواق الأسهم العالمية التراجع في ظل الإجراءات الصارمة التي اتخذتها الحكومات للحد من تفشي وباء كورونا والسيطرة عليه، الأمر الذي أضر كثيراً بالبورصات العالمية، وهو ما أوضحه تقرير الاستقرار المالي العالمي لعام ٢٠٢٠، حيث أظهر أن النظام المالي وقع عليه تأثير حاد بالفعل، ويمكن أن يؤدي احتدام الأزمة إلى التأثير في الاستقرار المالي العالمي بشكل عام.

تعيد تلك الأزمات الاقتصادية النظر مرة أخرى إلى النظريات المختلفة المعنية بكفاءة الأسواق المالية، حيث انقسم الباحثون بين مؤيد لنظرية السوق المالي الكفاء الذي يسير وفقاً لمبادئ وفروض محددة، وبين معارضين لتلك النظريات عادين إياها لا تمت للواقع بصلة، خاصة في ضوء انتشار الصدمات الاقتصادية التي تؤثر بشكل كبير في أداء السوق وتفقد توازنه وكفاءته.

أشارت بعض الدراسات إلى نوع آخر من الكفاءة هو الكفاءة الكاملة (٣).

### فروض نظرية السوق الكفاء:

إن المبدأ الرئيسي الذي يقوم عليه السوق الكفاء هو الانعكاس السريع للمعلومات التي ترد إلى السوق على سعر السهم، وهو ما يضمن تغييراً فورياً في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء. هذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه الكفاءة الكاملة Perfectly Efficient Market التي تقوم على عدة فروض تسمى فروض السوق الكفاء Efficient Market Hypotheses (EMH)، والتي تتمثل فيما يلي:

١- يفترض مفهوم كفاءة السوق أن تكون كل المعلومات متاحة لجميع المستثمرين، وينعكس تأثيرها في الأسعار بشكل فوري وسريع. وفي ظل هذا الفرض، تكون توقعات جميع المستثمرين متماثلة، نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.

٢- عدم وجود تكاليف للمعاملات، وتشمل كلا من تكاليف المعاملات والضرائب المدفوعة، كما يمكن للمستثمر أن يشتري أو يبيع أية كمية من الأسهم بسهولة ويسر.

٣- سهولة الدخول والخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل.

٤- وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشادة والعقلانية، ويسعى كل مستثمر إلى تعظيم الربح من خلال التحليل والتوقعات العلمية، وبالتالي لا يستطيع أى مستثمر بمفرده التأثير في سعر الورقة، فضلاً عن أن تصرفات أى منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيراً ملموساً في أسعار الأسهم. يعنى هذا أن كل مستثمر يقبل الأسعار المعلنة بحسبانها من المعطيات. ومن هنا، يصبح السوق أقرب إلى مفهوم المنافسة الكاملة (٤).

٥- فى ظل السوق الكفاء لا بد من أن تتغير الأسعار بشكل مستمر، وتتبع فى تغيرها التوزيع الطبيعي (Normal Distribution).

٦- عدم وجود قيود على عمليات البيع على المكشوف (Short Selling)، أو عمليات المراجحة، حيث تسهم تلك العمليات فى الحفاظ على قيمة سوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية (٥).

### ثانياً- انعكاسات وباء كورونا على أداء أهم مؤشرات البورصات العالمية:

انعكس انتشار وباء كورونا بشكل كبير على معدلات النمو الاقتصادى العالمى، حيث أكد البنك الدولى أن انتشار الأوبئة والأمراض يكلف الاقتصاد العالمى نحو ٥٧٠ مليار دولار سنوياً، أو ما يوازى نحو ٠.٧٪ من حجم الناتج المحلى الإجمالى العالمى سنوياً. كما يبقى الأثر الاقتصادى لفيروس كورونا الجديد رهناً بتطورات جهود منع انتشاره، والتي تتخذها مختلف دول العالم بشكل متسارع. وفى دول مثل كندا والمكسيك وأمريكا الوسطى، ودول مثل شرق وجنوب آسيا والاتحاد الأوروبى، فإنها سوف تشهد تباطؤاً فى النمو بين ٠.٧٪ و ٠.٩٪ بنهاية عام ٢٠٢٠ (٦).

من هنا، تتضح طبيعة العلاقة بين درجة كفاءة الأسواق المالية وطبيعة المعلومات المتوافرة بتلك الأسواق، حيث يعرف السوق الكفاء بأنه السوق الذى تكون فيه جميع المعلومات التى تتعلق بأصل مالى معين متاحة للجميع، وتنعكس أية معلومة جديدة ترد إلى السوق بسرعة، وفى اللحظة ذاتها، على أسعار الأوراق المالية، بحيث تنعدم فرصة المستثمرين فى تحقيق أرباح غير عادية. كما أن كلا من التحليل الفنى والأساسى تنعدم فائدتهما فى تلك الحالة فى مساعدة المتعاملين فى السوق على تحقيق مكاسب إضافية.

### متطلبات كفاءة سوق رأس المال:

تعد الوظيفة الرئيسية لسوق رأس المال، فى إطار نظرية الكفاءة، هى التخصيص الكفاء للموارد المتاحة بما يضمن توجيهها للمجالات الأكثر ربحية. ولكى يقوم السوق بتلك الوظيفة، ينبغى أن تتوافر فيه سمتان أساسيتان، هما: كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل.

### ١- كفاءة التسعير \ Pricing Efficiency:

وتعرف بأنها الكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين فى السوق بسرعة -دون فاصل زمنى كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس جميع المعلومات المتاحة، كما أنها تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا فى سبيلها تكاليف باهظة. من هنا يكون السوق بمنزلة لعبة عادلة Fair Game تعطى لجميع المتعاملين الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح العادية، والمستثمر الذى يخسر يكون ذلك بسبب جهله، وعدم تحليله للمعلومات المتوافرة فى السوق. كذلك، يستطيع بعض الأفراد الحصول على المعلومات قبل غيرهم واستخدامها لتحقيق مكاسب إضافية. غير أن هذا يحدث من قبل قلة من المتعاملين فى السوق، كما أن أية وسيلة للكسب المميز تدمر نفسها بمجرد استخدامها (٢).

### ٢- كفاءة التشغيل \ Operational Efficiency:

وتعرف بالكفاءة الداخلية، أى قدرة السوق على إحداث التوازن بين العرض والطلب، فى ظل وجود تكاليف منخفضة للمعاملات، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبيرين، ومن ثم تكون فرصة التخصيص، كالوسطاء والسماسرة وصناع السوق فى تحقيق هامش ربح، ضئيلة، ويعنى ذلك أنهم يعملون فى بيئة تنافسية، ويحققون عوائد عادية. ويحدث هذا التوازن خلال زيادة الطلب على الأوراق المالية للمنشآت الواعدة، بحيث ترتفع أسعار الأوراق المالية لتلك المنشأة، فى حين ينخفض الطلب على الأوراق المالية للمنشآت غير الواعدة، ومن ثم تنخفض أسعار الأوراق المالية لها. ومن خلال تغير العرض والطلب، يحدث التوازن فى السوق.

يلاحظ أن هناك ارتباطاً وثيقاً بين نوعى الكفاءة. ففى ظل غياب كفاءة التشغيل، لا تستطيع أسعار الأوراق المالية أن تتواءم بالسرعة المناسبة مع المعلومات الجديدة التى ترد إلى السوق، وبالتالي تعرقل وصول السوق إلى الوضع التوازنى. كما أنه لى تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، يجب أن تكون تكلفة المبادلات عند حدها الأدنى. وإلى جانب هذين النوعين من الكفاءة،

احتوائه بسرعة ومنع انتشاره إلى دول أخرى أم لا. لكن مع تفشى وباء كورونا حول العالم، وتزايد حالات الإصابة والوفاة، حدث الانهيار الكبير فى أسعار الأوراق المالية ومؤشرات الأسهم فى الأسبوع الأخير من فبراير ٢٠٢٠ على وجه التحديد، عندما واجهت أسواق الأسهم الرائدة فى جميع أنحاء العالم أسوأ أسبوع لها منذ الأزمة المالية لعام ٢٠٠٨ (٩).

وقد عانت البورصات العالمية أسوأ انخفاض لها منذ أن بدأ فيروس كورونا فى الانتشار حول العالم، حيث تراجعت معظم أسواق الأسهم الرئيسية فى العالم لتحقيق خسائر تاريخية، خاصة فى الأشهر الثلاثة الأولى من عام ٢٠٢٠، فيما يسمى بـ (موجة البيع)، وهى عملية بيع سريعة للأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار المتداولة والسلع والعملات. كما أثر انتشار هذا الوباء بالسلب فى قرارات المستثمرين، وهو ما دفع الكثير منهم إلى التوجه نحو الأصول الآمنة على غرار الذهب، والتي ينظر إليها كملاذ آمن للتحوط فى أوقات الأزمات، والهروب من سوق الأوراق المالية، خاصة فى ظل تردى أداء معظم الشركات المسجلة بالأسواق (١٠). ففى بداية فبراير ٢٠٢٠ كان المستثمرون واثقين من أن تفشى المرض سوف ينحسر، مدعومين بالأرقام التى تشير إلى أن عدد حالات الإصابة كان مستقرا. ومع ذلك، ازدادت عدد الإصابات، فبدأ هذا التفاؤل ينحسر بشكل كبير، حيث أعلنت منظمة الصحة العالمية أن كوفيد-١٩ تعد جائحة يصعب السيطرة عليها، مما أدى إلى تخوف المستثمرين، وإلى حالة من الرعب والهلع أدت الى عمليات بيع ضخمة للأسهم والأوراق المالية، أسهمت فى تكبد الأسواق المالية خسائر كبيرة (١١).

وقد أوضح تقرير الاستقرار العالمى التأثير الذى طال الأسواق المالية، حيث حدث هبوط حاد فى أسعار الأصول الخطرة منذ تفشى هذه الجائحة. وفى أسوأ نقطة من موجة البيع الأخيرة، عانت الأصول الخطرة انخفاضات تعادل أو تزيد على نصف الانخفاضات التى حدثت فى عامى ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩. فعلى سبيل المثال، تحمل الكثير من أسواق الأسهم -فى الاقتصادات الكبيرة والصغيرة على السواء- انخفاضات بنسبة ٣٠٪ أو أكثر فى فترة القاع Bottom Period، وحدثت قفزة فى فروق العائد، خاصة بالنسبة للشركات ذات المراتب الأدنى. كذلك، ظهرت علامات الضغط فى كبريات أسواق التمويل قصير الأجل، بما فى ذلك السوق العالمية للدولار الأمريكى (١٢).

من المتوقع، بحسب مؤسسة (جولدمان ساكس) (١٣)، أن يكون هناك ضرر اقتصادى كبير على الأسواق المالية بسبب الحالة النفسية التى تعترى المستثمرين فى الأسواق. فمن الناحية الفنية، كانت الأسواق عموما تبحث عن سبب لإعادة الانطلاق

كما أكدت منظمة الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد) أن الصدمة التى يتسبب بها وباء كورونا ستؤدى إلى ركود فى بعض الدول، وستخفض النمو السنوى العالمى لعام ٢٠٢٠ إلى أقل من ٢,٥٪. وفى أسوأ السيناريوهات، قد نشهد عجزا فى الدخل العالمى بقيمة تريليونى دولار. ويوضح الجدول رقم (١) طبيعة المخاطر المرتبطة بالنمو الاقتصادى العالمى، مقسمة بحسب كل مجموعة من الدول (٧).

#### معدلات النمو الاقتصادى الفعلية والمتوقعة لكل مجموعة من دول العالم خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠٢١)

| السنة                          | ٢٠١٧ | ٢٠١٨ | ٢٠١٩ | ٢٠٢٠* | ٢٠٢١* |
|--------------------------------|------|------|------|-------|-------|
| دول العالم                     | ٣,٣  | ٣    | ٢,٤  | ٥,٢ - | ٤,٢   |
| البلدان المتقدمة               | ٢,٥  | ٢,١  | ١,٦  | ٧ -   | ٣,٩   |
| بلدان الأسواق الناشئة والنامية | ٤,٥  | ٤,٣  | ٣,٥  | ٢,٥ - | ٤,٦   |
| منطقة شرق آسيا والمحيط الهادى  | ٦,٥  | ٦,٣  | ٥,٩  | ٠,٥   | ٦,٦   |
| أوروبا وآسيا الوسطى            | ٤,١  | ٣,٣  | ٢,٢  | ٤,٧ - | ٣,٦   |
| أمريكا اللاتينية والكاريبى     | ١,٩  | ١,٧  | ٠,٨  | ٧,٢ - | ٢,٨   |
| الشرق الأوسط وشمال إفريقيا     | ١,١  | ٠,٩  | ٠,٢  | ٤,٢ - | ٢,٣   |
| جنوب آسيا                      | ٦,٥  | ٦,٥  | ٤,٧  | ٢,٧ - | ٢,٨   |
| إفريقيا جنوب الصحراء           | ٢,٦  | ٢,٦  | ٢,٢  | ٢,٨ - | ٣,١   |

المصدر: البنك الدولى، الأفاق الاقتصادية العالمية، التوقعات الاقتصادية العالمية ٢٠٢٠، تاريخ الدخول ١٤ سبتمبر ٢٠٢٠.

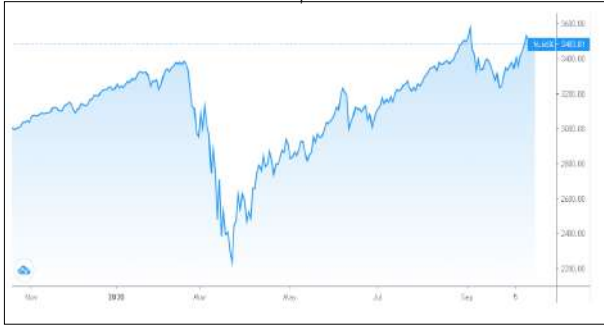
<http://bit.do/fkzQM>

من المتوقع أن تنكمش الاقتصادات المتقدمة بنسبة ٧٪، وسوف يمتد هذا الضعف إلى أفاق الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية، التى من المتوقع أن تتراجع أيضا بنسبة ٢,٥٪ على الأقل. كما أن هناك احتمال حدوث نتائج أسوأ من هذه النظرة القاتمة تخضع لشكوك ومخاطر هبوط كبيرتين إذا استمر انتشار الوباء بنهاية عام ٢٠٢٠ وبداية عام ٢٠٢١. أما السيناريو الأقل تشاؤما، فهو أن التوقعات تفترض أن يتراجع الوباء يتراجع بطريقة يمكن من خلالها رفع تدابير التخفيف المحلية بنهاية عام ٢٠٢٠ بشكل كامل. ويتصور هذا السيناريو انتعاش النمو العالمى، وإن كان متواضعا، ليصبح ٤,٢٪ عام ٢٠٢١. مع ذلك، يبقى الوضع رهنا باستمرار تفشى فيروس كورونا من عدمه، أو فى حالة تمديد القيود المفروضة على الحركة أو إعادة فرضها، أو فى حالة إطالة فترات انقطاع النشاط الاقتصادى، فقد يكون الركود أعمق. وقد تجد الشركات صعوبة فى سداد خدمة الديون، وقد يؤدى إلى تزايد النفور من المخاطرة التى تسود عمليات الاستثمار سواء المباشر أو غير المباشر (٨).

على الرغم من بدء تفشى فيروس كورونا المستجد، منذ ديسمبر ٢٠١٩، فإن الأسواق المالية لم تتفاعل على الفور كاستجابة لهذا الوباء، حيث كانت هناك معلومات قليلة حول المدة التى قد يستمر فيها من عدمه، وما إذا كانت الصين قادرة على

– **مؤشر ستاندرد اند بورز ٥٠٠**: ويعد مؤشرا رئيسيا للأسهم الأمريكية، حيث يعكس أداء كبرى الشركات العالمية الخاصة التي تم اختيارها من قبل الاقتصاديين. ومؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ هو مؤشر الرسملة المرجح بأوزان أهم ٥٠٠ سهم لهذه الشركات. ويهدف المؤشر إلى قياس أداء الاقتصاد المحلي الواسع من خلال التغيرات في القيمة السوقية الإجمالية لنحو ٥٠٠ سهم تمثل جميع الصناعات الرئيسية. وقد تم تطوير المؤشر مع مستوى قاعدة من ١٠ لفترة الأساس ١٩٤١ إلى ١٩٤٣ (١٨). وقد سجل المؤشر تراجعاً نزولياً ملحوظاً بين أبريل ومارس ٢٠٢٠، ليفقد ما نسبته ٢٠٪ من قيمته في الربع الأول من عام ٢٠٢٠، وهو الأسوأ له منذ عام، واستمر في التذبذب حتى ارتفع نسبياً في أكتوبر ٢٠٢٠ (١٩).

شكل رقم (٢) أسعار مؤشر ستاندرد أند بورز خلال عام ٢٠٢٠



Source: Trading View, S&p 500 Index, Accessed October 6, 2020, <http://bit.do/fKzQv>

(٢) **مؤشر الناسداك ١٠٠**: الذي يرمز له في الأسواق المالية بالرمز "NDX"، وهو مؤشر مالي يقيس أداء أكبر ١٠٠ شركة متداولة في بورصة ناسداك (NASDAQ) الأمريكية. وهو مؤشر مرجح بالقيمة السوقية للشركات المدرجة فيه. وقد بدأ العمل بمؤشر NASDAQ 100 في ٣١ يناير ١٩٨٥ من طرف شركة "NASDAQ"، انطلاقاً من مستوى ٢٥٠ نقطة (٢٠). وقد شهد انخفاضاً تاريخياً لم يشهد له مثيل ليفقد ما يزيد على ٧٠٪ من قيمته خلال شهرى مارس وأبريل ٢٠٢٠، وارتفع بشكل تدريجي ببطء ليعود إلى مستويات مرتفعة أكبر مما كان عليه قبل جائحة كورونا.

شكل رقم (٣) أسعار مؤشر ناسداك ١٠٠ خلال عام ٢٠٢٠



Source: Nasdaq, NASDAQ Composite (IXIC), Accessed October 4, 2020, <http://bit.do/fKzQq>

بمعايير جديدة للخروج من حالة السوق الصاعدة، أو ما يسمى بـ "سوق الثور Bull market"، التي دامت لأطول فترة في التاريخ، وهي حالة يكون فيها معدل نمو تكاليف الاستثمار أعلى من معدلها التاريخي. ويمكن ظهور حالة السوق الصاعدة نتيجة لانتعاش اقتصادي، أو طفرة اقتصادية، أو الوضع النفسي للمستثمرين. وظهرت فترة هذه السوق الأطول والأشهر في أوائل التسعينيات من القرن العشرين في أسواق الأسهم الأمريكية، حيث حققت نمواً بأسرع وتيرة على الإطلاق. أما ما يظهر في ظل انتشار وباء كورونا، فهو ما يسمى السوق الهابط (Bears Markrt)، ويعني انخفاض أسعار الأوراق المالية في نطاق واسع، كما يتوقع المستثمرون خسائر مع تزايد عمليات البيع (١٤).

وقد أثار كوفيد-١٩ الخوف من خسائر البورصات المالية، مما أدى إلى بيع الأسهم بأقل الأسعار، وتراجع معظم مؤشرات البورصات العالمية، منها على سبيل المثال ما يلي (١٥):

(١) **المؤشرات العالمية في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية**: حيث فقدت الأسهم الأمريكية ما يقرب من ١٢٪ من قيمتها، لتخسر نحو ما لا يقل عن خمسة تريليونات دولار أمريكي من قيمة أسواق الأسهم في غضون أسبوع واحد نهاية فبراير ٢٠٢٠. ومن أشهر المؤشرات في البورصات الأمريكية (مؤشر داو جونز الصناعي، ومؤشر ستاندرد اند بورز ٥٠٠، ومؤشر الناسداك ١٠٠)، وفيما يلي تفصيل ذلك:

– **مؤشر داو جونز الصناعي**: هو مؤشر صناعي لأكبر ٣٠ شركة صناعية أمريكية في بورصة نيويورك، ويعد أقدم مؤشر في العالم، حيث أنشئ في ٢٦ مايو ١٨٩٦ (١٦). وقد سجل مؤشر داو جونز الصناعي بعض أكبر الخسائر في الربع الأول من عام ٢٠٢٠، مما يعكس الطبيعة شديدة التقلب للأسواق المالية، حيث تكبد مؤشر داو جونز الصناعي أكبر انخفاض ربع سنوي له منذ ١٩٨٧، ليحدث انحراف سعري نزولي لحركة المؤشر، فقد فيها أكثر من ٢٤٪ من قيمته في مارس ٢٠٢٠، ثم بدأ يرتفع تدريجياً بقدر ضئيل ليعود إلى مستوى مرتفع نسبياً في أكتوبر ٢٠٢٠ (١٧).

شكل رقم (١) أسعار مؤشر داو جونز الصناعي خلال عام ٢٠٢٠



Source: Trading Views, Dow Jones Industrial Average Index, Accessed October 5, 2020, <http://bit.do/fKzQG>

حين استعاد مؤشر Nikkei الياباني خسائره بسبب فيروس كورونا. وفي الصين، حيث ظلت أرقام حالات الإصابة بالوباء أكثر استقراراً، وعادت الأسواق إلى ما يزيد على مستويات يناير ٢٠٢٠، منها مؤشر Chi Next (٢٣).

شكل رقم (٥) أسعار المؤشرات الآسيوية الرئيسية خلال الفترة (فبراير - أغسطس ٢٠٢٠)



Source: Katharina Buchholz, Asian Stock Markets Gain Despite Coronavirus Concerns, Aug 26, 2020, <http://bit.do/fKzQa>

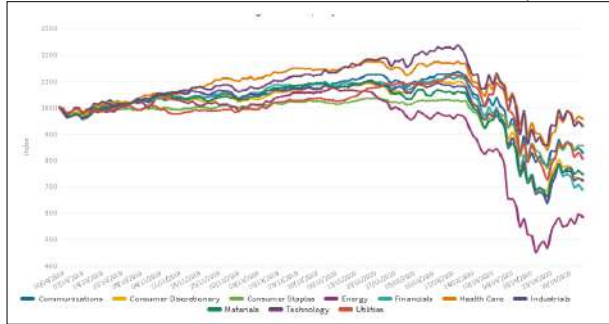
#### وكمحصلة لانعكاسات وباء كورونا على أداء أسواق الأوراق المالية العالمية، يمكن اختصارها فيما يلي:

– ارتفاع درجة التقلب (Volatility Rate): في أسعار الأسهم بدرجة حادة، ويقصد بالتقلب ذلك المعدل الذي يرتفع فيه سعر الورقة المالية أو ينقص لمجموعة معينة من العوائد، حيث يتم قياس التقلبات عن طريق حساب الانحراف المعياري للعوائد السنوية خلال فترة زمنية معينة عن طريق عرض النطاق الذي قد يرتفع أو ينقص فيه سعر الورقة المالية. ويحظى المصطلح باهتمام كبير خلال فترات الاضطراب الاقتصادي، التي تزداد فيها حالة عدم اليقين بين المستثمرين، مما يؤدي إلى تقلبات سوق الأسهم، وتراجع أسعار الأسهم بسرعة. فإذا كانت أسعار الأوراق المالية تتقلب بسرعة في فترة زمنية قصيرة، فيطلق عليها تقلبات عالية. أما إذا كانت أسعار الورقة المالية تتقلب ببطء في فترة زمنية أطول، فيطلق عليها تقلب منخفض (٢٤).

بالنسبة إلى تقلبات أسعار الأوراق المالية خلال انتشار جائحة كورونا، فإن معظم مؤشرات البورصات العالمية وصلت إلى مستويات كبيرة من التقلب لم تشهدها منذ الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨، وذلك في سياق عدم اليقين بشأن التأثير الاقتصادي للجائحة. ومع ارتفاع التقلب الحاد، حدث تراجع كبير في سيولة الأسواق، بما في ذلك في الأسواق التي ينظر إليها تقليدياً كأسواق عميقة من الناحية المالية، مثل سوق سندات الخزينة الأمريكية، مما أسهم في حدوث تحركات مفاجئة في أسعار الأصول. وكما يحدث كثيراً في أوقات العسر المالي، فإن الأسواق الصاعدة تتحمل العبء الأكبر. والواقع أن الأسواق

(٢) **المؤشرات الأوروبية العالمية:** شهدت البورصات الأوروبية تراجعاً ملحوظاً عقب انتشار وباء كورونا. فعلى سبيل المثال، عانى مؤشر فايننشال تايمز (Financial Times Stock Exchange 100) أكبر انخفاض له في يوم واحد منذ عام ١٩٨٧، كما انخفضت مؤشرات البورصات في أمريكا اللاتينية بشكل كبير، حيث بدأ فيروس كورونا في الانتشار في جميع أنحاء المنطقة. كما استجابت الأسواق المالية الأوروبية أيضاً للتخوف من وباء كورونا، في نمط مماثل لتحركات الأسواق العالمية الأمريكية، حيث ظل قطاعاً الصحة والتكنولوجيا رائدين في السوق، مع تراجع كبير ملحوظ لقطاع الطاقة نتيجة تدني حركة الطلب على مصادر الطاقة، خاصة النفط، استجابة لإجراءات الإغلاق والحظر، وضعف حركة الإنتاج، وتوقف التجارة الدولية. وبحلول أبريل ٢٠٢٠، أظهرت أسواق الأسهم الأوروبية العالمية بشكل جماعي علامات الاستقرار النسبي، حيث قام المستثمرون بعملية شراء مع تحسن بسيط للأنشطة الاقتصادية، وتحسن وضع السيولة في السوق. كان هذا مدفوعاً جزئياً بالسياسات النقدية والمالية التي أدخلتها الحكومات للتخفيف من هذه الآثار (٢١).

شكل رقم (٤) أسعار المؤشرات الأوروبية العالمية مقسمة حسب القطاعات الاقتصادية خلال عامي ٢٠١٩ و ٢٠٢٠



Source: Asian Development Blog, COVID-19 contagion for the world's stock markets, Accessed October 4, 2020, <http://bit.do/fKzQg>

(٣) **مؤشرات الأسواق الآسيوية:** سيطرت المخاوف على الأسواق الآسيوية بشكل كبير، خاصة مع كون الصين منشأ المرض ومركز بداية ظهوره، حيث شهدت المؤشرات الآسيوية تراجعاً لم تشهده الأسواق منذ الأزمة المالية عام ٢٠٠٨. فقد هبطت أسعار الأسهم أكثر من ٥٪ في طوكيو، و ٧٪ في سيدني، مما أدى إلى فقدان مئات المليارات من الدولارات من قيمة الشركات، مع تضاعف الخسائر على مدى الأسابيع الأولى من مارس ٢٠٢٠ (٢٢). وعلى الرغم من ارتفاع أعداد حالات الإصابة بفيروس كورونا في الصين وغيرها من الدول الآسيوية، مثل اليابان وكوريا الجنوبية، فقد استمرت أسواق الأسهم المحلية في الارتفاع سريعاً عقب إعلان الصين السيطرة النسبية على انتشار المرض. فعلى سبيل المثال، كان مؤشر Kospi الكوري بالفعل أعلى بنسبة ٩٪ في أغسطس ٢٠٢٠ عن مستواه في يناير من العام ذاته، كما هو موضح في الشكل رقم (٥). في

فى سلوكهم الاستثمارى فى الدول التى قدمت التسهيلات الائتمانية والضمانات الحكومية، وأسعار الفائدة المنخفضة، وإجراءات الإغلاق، وهو ما أسهم فى الحد من الانخفاض فى أسعار الأسهم(٢٦).

وللحفاظ على استقرار النظام المالى العالمى، ودعم الاقتصاد العالمى، كانت البنوك المركزية فى مختلف دول العالم هى المنوط بها اتخاذ إجراءات الإنقاذ المالى فى وقت الأزمات، حيث قامت هذه البنوك باتخاذ الآتى(٢٧):

- تيسير السياسة النقدية إلى حد كبير عن طريق تخفيض أسعار الفائدة الأساسية، وهو ما وصل بها إلى مستويات منخفضة تاريخية فى حالة الاقتصادات المتقدمة. كذلك، قام نصف البنوك المركزية فى الأسواق الصاعدة والدول الأقل دخلا بتخفيض أسعار الفائدة الأساسية.

- تقديم البنوك المركزية سيولة إضافية للنظام المالى، بما فى ذلك عمليات السوق المفتوحة.

- اتفاق عدد من البنوك المركزية على زيادة تقديم السيولة الدولارىة عن طريق ترتيبات خطوط تبادل العملات.

- إعادة البنوك المركزية تفعيل البرامج التى استخدمت فى أثناء الأزمة المالية العالمية، كما تم إطلاق مجموعة من البرامج الجديدة واسعة النطاق، بما فى ذلك شراء الأصول الأخطر كسندات الشركات. ومن خلال تدخل البنوك المركزية فى هذه الأسواق بحسبانها "مشتريا" ومساعدتها على احتواء الضغوط الرافعة لتكلفة الائتمان، تضمن هذه البنوك استمرار إتاحة الائتمان بسعر معقول لقطاعى الأسر والشركات.

من أمثلة ذلك قيام بنك الاحتياطى الفيدرالى الأمريكى بخفض سعر الفائدة بمقدار ٥٠ نقطة أساس إلى نطاق من ١٪ إلى ٢٥٪. كما تعهد بنك اليابان وبنك إنجلترا بمراقبة الأسواق عن كثب وحماية الاستقرار المالى. أما بالنسبة لصندوق النقد الدولى والبنك الدولى، فقد سارعا إلى إصدار بيان مشترك يعلنان فيه عن استعدادهما للمساعدة فى "معالجة المسألة الإنسانية والتحدى الاقتصادى" الذى يمثلته الفيروس. كما أكد البنك المركزى الأوروبى أنه على استعداد للاستجابة لعلامات التباطؤ الاقتصادى. كما وافق البنك المركزى الصينى على تمويل بقيمة ٥٠٠ مليار يوان (٧١ مليار دولار) لتقديم قروض أقل تكلفة للشركات الأصغر التى تكافح من أجل استئناف العمليات الإنتاجية مرة أخرى. لكن التحركات التى اتخذتها البنوك المركزية والهيئات التنظيمية فى جميع أنحاء العالم لطمأنة المستثمرين لم تفعل سوى القليل لتهدئة المخاوف. فنتيجة لكل هذه الإجراءات الرامية إلى احتواء تداعيات الجائحة، تراجع الذعر الذى كان يعترى المستثمرين، وانحسرت التوترات - إلى حد ما - فى بعض الأسواق، وتعاقت أسعار الأصول الخطرة جزئيا من انخفاضاتها السابقة. غير أن الوضع العام لتلك الأسواق المالية لا يزال محل العديد من التقلبات، خاصة فى ظل صعوبة التنبؤ بانحسار وباء كورونا من عدمه(٢٨).

الصاعدة مرت بموجة الخروج الأكبر على الإطلاق لتدفقات الحافطة - نحو مئة مليار دولار أو ٤,٠٪ من إجمالى ناتجها المحلى - مما يشكل تحديات جسيمة أمام الأسواق الأضعف(٢٥).

- **الهشاشة المالية**، حيث أظهرت أزمة وباء كورونا طبيعة الهشاشة المالية التى تعانىها بعض الشركات المقيدة ببورصات الأوراق المالية، حيث كانت الشركات الأكثر تأثرا هى الشركات الأكثر انكشافا على العالم الخارجى، وخاضعة لاضطراب سلاسل القيمة الدولية، أو ضعيفة من حيث المسؤولية الاجتماعية للشركات، أو أقل مرونة فى التباعد الاجتماعى، مما أدى إلى انتشار المرض فى فروع بعض الشركات وتعرضها للإغلاق، وبالتالي تخوف المستثمرين وتوجههم نحو بيع الأسهم خوفا مما هو قادم فيما يتعلق بأرباح تلك الشركات.

- **التفاوت فى مدى التأثير**، حيث لم تتأثر جميع الأسواق المالية لدول العالم بالطريقة نفسها، بل ظهر تباين من سوق لآخر، وفقا لطبيعة الاختلاف فى استجابة أسواق الأسهم، بحسب الوضع فى كل دولة قبل الأزمة، بالإضافة إلى تدابير الاحتواء اللاحقة (التباعد الاجتماعى، وطلبات البقاء فى المنزل)، والسياسات الاقتصادية (المالية والنقدية) التى تم تنفيذها خلال الأزمة، والتى كانت سببا رئيسيا فى إنقاذ بعض الأسواق المالية من الانهيار. ففى بعض الدراسات المالية التى أخذت عينة من الأسواق المالية لنحو ٧٤ دولة، خلال الفترة من يناير إلى أبريل ٢٠٢٠، تم تقسيم المراحل التى مرت بها تلك الأسواق إلى أربع: الحضانة، والاندلاع، والخوف، والانتعاش. وبجمع بيانات يومية حول أسعار مؤشر الأسهم فى كل دولة، وعدد حالات الإصابة بوباء كورونا التراكمية والوفيات، ومدى التقلب فى الأسواق العالمية، وكذلك التدابير الحكومية المتخذة، استجابة لتفشى المرض، ومؤشرات التنقل المختلفة (أو عدم وجودها) تظهر ثلاث نتائج رئيسية حول ردود فعل سوق الأسهم خلال جائحة كوفيد-١٩، هى:

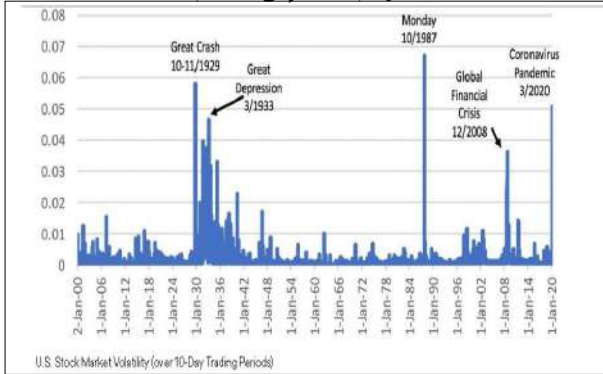
(١) بعد تجاهل الوباء فى البداية (حتى ٢١ فبراير ٢٠٢٠)، استجابت أسواق الأسهم بقوة للزيادة فى عدد المصابين فى كل بلد خلال الفترة بين (٢٣ فبراير إلى ٢٠ مارس ٢٠٢٠)، بينما تصاعد التقلب مع تزايد المخاوف بشأن الوباء. ومع ذلك، عقب تدخل البنوك المركزية (من ٢٣ مارس إلى ٢٠ أبريل ٢٠٢٠)، لم يعد المستثمرون يشعرون بالقلق من أخبار الأزمة الصحية، وانتعشت الأسعار نسبيا فى جميع أنحاء العالم.

(٢) يبدو أن الخصائص الخاصة بكل دولة كان لها تأثير ضئيل فى استجابات سوق الأسهم. فلم تتفاعل أسواق الأوراق المالية بقوة أكبر فى الدول الأكثر عرضة للوباء إما بسبب الهشاشة الاقتصادية الهيكلية (على سبيل المثال، البلدان المثقلة بالديون)، أو من خلال التعرض لتبعات انتقال العدوى (على سبيل المثال، البلدان ذات الكثافة السكانية "المعرضين للخطر").

(٣) كان المستثمرون أكثر حساسية واستجابة إيجابية سريعة

وباء السارس عام ٢٠٠٣، وباء إيبولا عام ٢٠١٥، إلى طفرات متواضعة وقصيرة العمر في تلك التقلبات، بينما أدى انتشار جائحة كورونا إلى الارتفاع الهائل في تقلبات سوق الأسهم منذ أواخر فبراير ٢٠٢٠. وبالتالي، جاء وباء كورونا ليعيد إلى الأذهان تلك التوترات والتقلبات التي شهدتها الأسواق المالية عقب الكساد الكبير عام ١٩٢٩، ويوم الإثنين الأسود عام ١٩٨٧ (٣٣).

شكل رقم (٦) معدل التقلب في أسعار الأسهم الأمريكية خلال الفترة (١٩١٨ إلى ٢٠٢٠)



Source: Scott R. Baker, et.al, The Unprecedented Stock Market Reaction to COVID-19, The Review of Asset Pricing Studies 0 (2020), (Oxford: Oxford University Press, 2020), p.2, Accessed October 2, 2020, <http://bit.do/fKzPX>.

#### رابعاً- الأسباب الرئيسية لتقلبات مؤشرات الأسواق المالية العالمية في ظل وباء كورونا:

تتعدد الأسباب التي تؤدي إلى التراجع الكبير في مؤشرات البورصات المالية. فعادة ما يصفها الباحثون والاقتصاديون بأنها مرآة الاقتصاد، نظراً لارتفاع درجة حساسيتها لأي تطورات أو أزمات اقتصادية. وفيما يلي عرض مختصر لأهم أسباب تراجع أداء البورصات العالمية نتيجة وباء كورونا:

- عدم اليقين المستمر الذي ينعكس على الفور في ثقة المستثمر بالسوق، مما يؤثر بشكل مباشر في أسواق الأسهم. ويبدو ذلك واضحاً في سلوك القطيع الذي يتبعه المستثمرون، خاصة الصغار منهم في أوقات الأزمات الاقتصادية، وأهمها الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨، وأزمة جائحة كورونا، حيث يتجه معظمهم إلى بيع ما يمتلكون من أوراق مالية بمجرد ملاحظة سلوك الآخرين دون الاستعانة بمحللين ماليين على درجة من الوعي لمساعدتهم بتحليل أداء السوق وتوقعاتهم لما هو قادم.

- ترتبط حركة سوق الأسهم ارتباطاً مباشراً بالتفاؤل أو التشاؤم فيما يتعلق بما يحدث في العالم. وفي وقت الأزمات، كما في حالة وباء كورونا، سوف تسود التوقعات السلبية، وهو السلوك السيئ الذي يثبته المستثمرون بتصرفاتهم في سوق الأسهم، حيث يفضل المستثمرون سحب تلك الأموال، خوفاً من استمرار انهيار الأسواق بسبب العواقب المختلفة لفيروس

#### ثالثاً- مقارنة بين تأثير وباء كورونا وغيره من الأوبئة في أداء البورصات العالمية:

مرت أسواق الأوراق المالية بالعديد من الأزمات الاقتصادية، أبرزها ما يلي:

(٣) أزمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩: في يوم ٢٩ أكتوبر عام ١٩٢٩، باع المستثمرون نحو ١٦ مليون سهم في بورصة نيويورك للأوراق المالية في يوم واحد بسبب التراجع الكبير في أسعار الأسهم والأوراق المالية، نتج عنها خسارة مليارات الدولارات في البورصات الأمريكية بفعل معاناة الولايات المتحدة الأمريكية وبقية العالم الصناعي من أزمة الكساد العظيم (١٩٢٩ إلى ١٩٣٩)، وهو الركود الاقتصادي الأعظم والأطول أمداً في تاريخ العالم الصناعي الغربي (٢٩).

(٤) أزمة يوم الإثنين الأسود ١٩ أكتوبر عام ١٩٨٧: بدأت تلك الأزمة في بورصة نيويورك بالولايات المتحدة الأمريكية بخلل في التوازن بين العرض والطلب، نتيجة لسيل من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، مما أدى إلى هبوط حاد في أسعار الأوراق المالية، وسرعان ما انتقلت العدوى لغيرها من أسواق العالم. ويعزو بعض المحللين سبب ذلك إلى تباطؤ الاقتصاد الأمريكي، وتصاعد التوترات بين إيران والولايات المتحدة الأمريكية في ذلك الوقت (٣٠).

(٥) الأزمة المالية العالمية سبتمبر ٢٠٠٨: أثارت الأزمة المالية العالمية، التي اندلعت في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ بسبب أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، الأسواق المالية العالمية. فهي الفترة التي فقدت فيها تلك الأسواق أكثر من ٣٠٪ من قيمتها في وقت قصير للغاية. وتصنف هذه الفترة أيضاً من بين أكثر الفترات المؤثرة في تاريخ السوق المالية الأمريكية والأسواق العالمية في دول العالم أجمع (٣١).

- ظهور العديد من الأوبئة والأمراض المعدية التي انتشرت في العديد من دول العالم، مثل: السارس والإيبولا، وإنفلونزا الطيور والخنازير، وآخرها وباء كورونا (كوفيد-١٩) التي تعد أزمات صحية تؤدي إلى صدمات اقتصادية تغير معنويات السوق بشكل مفاجئ (٣٢).

ويعد وباء كورونا من الأوبئة غير المسبوقة في التأثير في الأسواق المالية العالمية مقارنة بغيره من الأوبئة العالمية. ولإيضاح ذلك، نأخذ، على سبيل المثال، أداء سوق الأسهم الأمريكية خلال فترة من التقلبات تصل إلى أكثر من ١١٠ أعوام (منذ عام ١٩٢٩ إلى عام ٢٠٢٠)، وهو ما يوضحه الشكل رقم (٦). ففي الفترة من (١٩١٨ إلى ١٩٢٠)، وهي فترة انتشار الإنفلونزا الموسمية، والتي راح ضحيتها ما يقدر بنحو ٢٠٪ من سكان العالم، لم تتأثر الأسواق المالية العالمية بشكل كبير، في حين أن أزمة الكساد الكبير في عشرينيات القرن العشرين كان لها التأثير الأكبر في تلك الأسواق، حيث ارتفعت بشكل كبير درجة التقلب التي عانتها البورصات المالية. ومنذ عام ١٩٨٥، لم يكن لأي تفش للأمراض المعدية أكثر من تأثير ضئيل في تقلبات سوق الأسهم الأمريكية، إلى أن ظهرت الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ لتزيد من حدة التقلبات الشديدة التي تعرضت لها البورصات المالية. كما أدى

للمسابات السلوكية والنفسية التي تسيطر على المستثمرين في وقت الأزمات، والتي تؤدي إلى فقدان البورصات جزءا كبيرا من قيمتها دون أن يصبح ذلك تغير في البيئة الاقتصادية لعمل السوق، مما يمثل تعارضا مع نظرية الكفاءة (٣٦). كما أرجعها العديد من الباحثين إلى تفسيرات تتناقض مع مفهوم كفاءة الأسواق. ومن بين تلك التفسيرات ما يقضى بأن ما يحدث في أوقات الأزمات لا يخرج عن كونه رد فعل مبالغ فيه من قبل المستثمرين، ويقصد به أن أوامر البيع عادة ما تصبح موجات متتالية من أوامر البيع المماثلة. على ضوء ذلك، فإن تلك الأزمة لا تخرج عن كونها سلسلة من التصرفات غير الرشيدة للمتعاملين في السوق (٣٧). ويقضى التفسير الآخر بأن ما حدث ما هو إلا رد فعل متأخر لتصحيح أوضاع سابقة، حيث كانت مستويات أسعار الأسهم في السوق أعلى بكثير مما كان ينبغي أن تكون عليه، وأن ما حدث لا يخرج عن كونه تصحيحا للمسار. تشير تلك التفسيرات بوضوح إلى أن السبب في الأزمة يرجع لعدم كفاءة السوق، أو على الأقل ضعف تلك الكفاءة (٣٨).

**ب) منظور الاعتراف بكفاءة السوق:** اتخذ أنصار نظرية الكفاءة الأزمات الاقتصادية دليلا على كفاءة السوق، حيث كانت الأزمة إشارة لحدوث الاقتصاديين على ضرورة البحث عن حلول لمواجهة المشكلات المالية. فما حدث يوم الإثنين كان نتيجة لورود أنباء عن حالة الاقتصاد، وأن حدوث انخفاض كبير وسريع في الأسعار كان استجابة لتلك المعلومات على نحو ما حدث ويعد ظاهرة اقتصادية مرغوبة، أو بعبارة أخرى، ما حدث دليل على كفاءة السوق (٣٩). كذلك الحال بالنسبة إلى وباء كورونا وغيره من الأوبئة التي أثارت الخوف لدى المستثمرين لتشهد الأسواق المالية انخفاضاً كبيراً حينذاك.

ما بين المنظورين، ظهر تفسير محايد يفسر الأزمة في إطار الاعتراف بمفهوم كفاءة السوق - لكن بشكل مختلف - ويرى أن هناك أمرين لا بد من أخذهما في الحسبان، الأول هو أن أسعار الأسهم ما هي إلا مرآة للظروف الاقتصادية القائمة. أما الأمر الآخر فهو أن الوقت والتكاليف والجهد المبذول في البحث عن أوراق مالية تباع بأسعار أعلى مما ينبغي لا يمكن أن تنتهي بتحقيق عائد مميز إلا لفئة محدودة من المتعاملين، وفي مقدمتهم صناع السوق من ذوي المهارات المهنية العالية، وأن الترادف بين الأمرين غير صحيح. فغياب الرشد ليس شرطاً كافياً لنجاح المستثمر العادي في استغلال الفرص المتاحة، وتحقيق أرباح غير عادية (٤٠).

دفعت كثرة التحفظات على فروض نظرية كفاءة الأسواق المالية العديد من الباحثين إلى اقتراح محاولة لتطوير نموذج لدراسة الأداء الفعلي لتلك الأسواق يكون أكثر شمولاً واتساقاً مع الواقع. من هنا، ظهر (نموذج السوق التكيفي)، وهو نموذج جديد لعمل السوق يأخذ في حسابه - إلى جانب العوامل النفسية التي أشارت إليها المدرسة السلوكية - طبيعة المستثمرين في السوق، وظروف بيئة عمل هذا السوق من حيث (عدد

كورونا، فقد أدت حالة انعدام الثقة إلى انخفاض أكثر من ١٠٪ من قيمة المؤشرات العالمية في الأسبوع الحرج الأول فقط من شهر فبراير ٢٠٢٠، وهو أمر لم يحدث منذ عام ٢٠٠٨.

- الأداء الضعيف لبعض الشركات المقيدة بالأسواق المالية. فمع بدء العديد من الدول فترات الحجر الصحي والإجراءات الاحترازية، بدأت الشركات في تسجيل خسائر كبيرة في الأرباح، مع تراجع حجم إنتاجها ومحدودية الطلب عليه. هذا الأداء الضعيف هو سبب لانخفاض وتراجع أسهم تلك الشركات. كما أن تفضيل بعض المستثمرين التخلي عنها عن طريق البيع هو أيضاً أحد الأسباب التي تجعل المستثمرين يقررون الرهان على استثمارات أكثر أماناً من الأسواق المتقلبة (٣٤).

- وفرة المعلومات، على الرغم من معاناة المجتمع الدولي العديد من الأوبئة على مر التاريخ. إلا أن تأثير الأسواق المالية بتلك الأوبئة لم يكن بالسرعة والتقلب الكبير الملحوظ في الوقت الراهن. فعلى سبيل المثال، ارتفعت بشكل كبير معدلات الوفيات التي حدثت في أثناء الإنفلونزا الإسبانية لتتفوق بذلك عن معدلات الوفاة الفعلية والمتوقعة لوباء كورونا. مع ذلك، فإن الإنفلونزا الإسبانية لم تتسبب سوى في عدد صغير من القفزات اليومية في سوق الأسهم. والجواب المحتمل لذلك هو أن المعلومات حول الأوبئة أصبحت أكثر ثراءً، وتنتشر بسرعة أكبر الآن. وفقاً لهذا التفسير، فإن تأثير سوق الأسهم لوباء كورونا يكون أكثر تركيزاً - مؤقتاً - ومن المرجح أن يؤدي إلى قفزات يومية في سوق الأسهم وتقلبات عالية فيه أكثر مما فعلته تطورات الإنفلونزا الإسبانية قبل قرن مضى. من ثم، فإن التفسيرات، التي تؤكد توافر قدر أكبر من المعلومات ونشر أسرع لها، لا تأخذنا بعيداً في تبرير الانخفاض الهائل في سوق الأسهم منذ ٢٤ فبراير ٢٠٢٠ (٣٥).

- ارتباط الاقتصاد العالمي وانتقال تأثير الصدمات الاقتصادية، حيث أصبح الاقتصاد العالمي أكثر ارتباطاً مما مضى، وأدى الانفتاح الاقتصادي والعولمة المالية إلى أن العالم أصبح بالفعل قرية صغيرة وسرعان ما تنتقل آثار الأزمة من دولة إلى أخرى تحت مسمى خطر (انتقال العدوى).

### خامساً- نقد نظرية كفاءة السوق المالي في ظل الأزمات الاقتصادية:

تباينت الآراء حول الأطر النظرية لمفهوم كفاءة السوق المالي وفروض تلك الكفاءة، والواقع الفعلي الذي يغير من ذلك المفهوم تماماً، خاصة في أوقات الأزمات الاقتصادية والصحية العالمية. فقد أكد البعض أن حدوث تلك الأزمات يمثل أكبر مغالطة لنظرية كفاءة السوق، وانتهاكاً صريحاً لها، وفسر البعض الآخر الأزمات على ضوء الاعتراف بمفهوم كفاءة السوق، وهو ما يتضح في المنظورين التاليين:

**أ) منظور إنكار فكرة كفاءة السوق:** ويدخل ضمن هذا المنظور آراء المدرسة السلوكية، التي فسرت تلك الأزمة بالرجوع

الأسعار، وتأثيرا حادا في كفاءته، وهو ما لم تهتم به نظرية السوق الكفاء. من هذا المنطلق، تعد دراسة العوامل النفسية في إطار بيئة عمل السوق أكثر تعقيدا، لكنها تسهم بشكل واضح في فهم أعمق للكفاءة، مقارنة بالنظرية التقليدية لكفاءة أسواق رأس المال (٤٢).

### سادسا- خاتمة الدراسة:

إن التعرض للأحداث التاريخية، سواء كانت أزمات صحية، أو اقتصادية، أو سياسية مرت على الأسواق المالية، يتضح من خلاله مدى الحساسية المفرطة لتلك الأسواق تجاه أى تغييرات في هذا الشأن، حتى لو كانت طفيفة، نظرا لأن تلك الأسواق قائمة بالأساس على سلوك المستثمرين، خاصة الصغار منهم الذين يحكمهم في النهاية ما يسمعون، سواء كانت شائعات أو حقائق قد تغير من سلوكهم الاستثماري، وتدفعهم نحو البيع أو الشراء دون الرجوع الى المختصين في الشأن المالي لاتخاذ القرار المناسب. وعلى الرغم من الانعكاسات السلبية لوباء كورونا على أداء الأسواق المالية، فإن البعض رآه حركة تصحيح طبيعية تمر بها الأسواق. فإذا كان فيروس كورونا مسئولا جزئيا عن خسائر السوق بسبب الغموض المحيط بالعواقب الاقتصادية لتفشي المرض، فإنه وفقا لبعض المحللين، وتعد عملية تصحيح مطلوبة في السوق على أية حال، نظرا لأن بعض الأسهم كان مبالغيا فيها، وكانت هناك حاجة إلى إعادة التعديل لإعادة التوازن.

كما أن توقف موجات هبوط الأسواق العالمية مرتبط بأربعة عوامل رئيسية، هي: استجابة حاسمة ومنسقة عالميا للسياسات المالية والنقدية، والاهتمام بالرعاية الصحية وتباطؤ في حالات الإصابة بكورونا، وتخفيف شروط الائتمان، وأخيرا تزايد درجة الأرباح المتوقعة للأوراق المالية كالأسهم والسندات العالمية. كما أوضحت أزمة وباء كورونا أنه سيظل للبنوك المركزية دور حاسم في حماية استقرار الأسواق المالية العالمية، والحفاظ على تدفق الائتمان إلى الاقتصاد. لكن هذه الأزمة ليست مجرد أزمة سيولة، إنما تتعلق في الأساس بالملاءة في وقت أصبحت فيه قطاعات كبيرة من الاقتصاد العالمي في حالة توقف تام. نتيجة لذلك، فإن للسياسة المالية العامة دورا حيويا أيضا يجب أن يظهر بالتنسيق مع السياسات النقدية. وينبغي أن تعمل السياسة النقدية، والسياسة المالية العامة، وسياسة القطاع المالي معا على تخفيف أثر صدمة كوفيد-١٩، وضمان تعاف مطرد ومستدام بمجرد أن تصبح الجائحة تحت السيطرة. وسيكون التنسيق الدولي المستمر ضروريا لدعم الدول المعرضة للخطر، واستعادة ثقة السوق، واحتواء المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي.

المتنافسين، وحجم فرص الربح المتاحة، والقدرة على التكيف مع المشاركين بالسوق ... إلخ). ويتسم هذا النموذج بعدد من الخصائص تمثل الافتراضات الرئيسية التي انطلق منها، وذلك على النحو التالي:

(١) إن أداء السوق ما هو إلا انعكاس لطبيعة التفاعلات القائمة بين المستثمرين، حيث إن المستثمر يتخذ قراره اعتمادا على طبيعة البيئة الاستثمارية المحيطة به والظروف القائمة، ثم يطابقها مع هدفه الشخصي من أجل الوصول إلى القرار المناسب، وهو المقصود بمفهوم التكيف في تعريف هذا النموذج.

(٢) الأزمات المالية ليست وليدة المصادفة، إنما هي في الأساس نتاج لتقلبات السوق المستمرة، وأن تلك التقلبات الضخمة التي يشهدها السوق في بعض الأحيان هي نتاج لتراكم تقلبات بسيطة ماثلة.

(٣) نظام التغذية العكسية، أى أن مخرج فترة ما قد يستخدم كمدخل في اتخاذ قرار في فترة زمنية أخرى. ولعل خير دليل على ذلك فترة الزخم التي يتم استغلالها نتيجة سلوك اتبعته أسعار الأسهم في فترة زمنية سابقة.

(٤) استند هذا النموذج إلى مفهوم التوقعات غير المتجانسة لسلوك مستثمرى السوق. فليس بالضرورة أن تؤدي انحرافات قيمة الأسهم في السوق عن قيمتها الحقيقية إلى توقع تجانس آراء رضاء السوق من المستثمرين في التدخل من أجل الحفاظ على التوازن بين القيمتين للأسهم (٤١).

من منطلق فروض السوق التكيفية، أجريت العديد من الدراسات البحثية التي خلصت إلى تأكيد تلك الفروض، حيث أشار بعضها إلى طبيعة المشاركين في السوق، مع إلقاء الضوء على كل من مستثمرى الضوضاء (Noise Traders) ورضاء السوق. فالمجموعة الأولى بسبب خصائصها النفسية وتخوفها من المخاطر عادة ما تكون مصدر ربح لمصلحة رضاء المستثمرين الذين يتتبعون بيئة عمل السوق، ويركزون على دراسة سلوك مستثمرى الضوضاء كي يستغلوا فرصة خسارتهم. كما أن هناك احتمالا آخر يمكن حدوثه، وهو أن رضاء السوق عندما يشعرون بوجود مستثمرى الضوضاء عن طريق حركة تقلبات أكبر في السوق، يزداد تقييمهم للمخاطر، وتتجه رغبتهم نحو حجم معاملات أقل. ومع تقلص دور الرضاء، قد يؤدي ذلك إلى زيادة درجة التقلبات السعرية بالسوق، وقد تستمر تلك التقلبات لفترة زمنية طويلة. من هنا، يمكن القول إن تغير عدد وطبيعة المشاركين في السوق، وعدم تجانس ردود الأفعال والتوقعات يجعلان السوق بيئة أكثر ديناميكية، مما قد يسبب تقلبا في

### الهوامش :

1) Eugene Fama, "Efficient Capital Markets: A review of Theory & Empirical Work",

Journal of Finance, (New York: The American Finance Association (AFA), Vol 25, No2, 1970), p.386.

2) ErcanBalaban, Informational Efficiency of The Istanbul Securities Exchange and Some Rationale For Public Regulation, The Central Bank of The Republic of Turkey, Discussion Paper No. 9502, (Ankara: The Central Bank of The Republic of Turkey, February 1995.), pp. 3-4.

3) Stephen Hall, GioranniUrga, & Anna Zalewska -Mitura, Testing For Evolving Stock Markets Efficiency, With an Application to Russian Stock Prices, Centre For Economic Forecasting, Discussion Paper No12, ( London: Centre For Economic Forecasting , May. 1998) p.3.

4) Eugene Fama, "Efficient Capital Markets: A review of Theory & Empirical Work", Op.cit., pp. 387-388.

5) Jed Ellerbroek, The Efficient Markets Hypothesis Dethroned, 2005, pp. 3-4, accessed August 12, 2020, <http://bit.do/fKycb>

٦) إسلام سعيد، أين يتجه اقتصاد العالم بعد أزمة كورونا .. الفيروس يعيد صياغة حركة القطاعات الاقتصادية، اليوم السابع، ٢١ مارس ٢٠٢٠، تاريخ الدخول ٢٠ سبتمبر ٢٠٢٠، <http://bit.do/fKyb8>

٧) البنك الدولي، **الآفاق الاقتصادية العالمية**، التوقعات الاقتصادية العالمية ٢٠٢٠، تاريخ الدخول ٣ أكتوبر ٢٠٢٠، <http://bit.do/fKyb5>

8) The World Bank, The Global Economic Outlook During the COVID-19 Pandemic: A Changed World, June 8, 2020, Accessed September 20, 2020, <http://bit.do/fKybZ>

– توبياس أدريان وفابيو ناتالوتشي، أزمة كوفيد-١٩ تهديد للاستقرار المالي، صندوق النقد الدولي، تاريخ الدخول ١٣ أكتوبر ٢٠٢٠، <http://bit.do/fKybV>

9) The Conversation, The impact of coronavirus on the financialmarkets, March 8, 2020, Accessed October 2, 2020. <http://bit.do/fKybS>

١٠) أحمد الإدريسي، **تداعيات كورونا على الاقتصاد العالمي**، ٢ أبريل ٢٠٢٠، تاريخ الدخول ١٨ سبتمبر ٢٠٢٠، <http://bit.do/fKybP>

11) Asian Development Blog, A COVID-19 contagion for the world's stock markets, Accessed October 5, 2020, <http://bit.do/fKybK>

12) Goldman Sachs Global Investment Research, COVID-19: WHERE WE GO FROM HER, 2020, Issue 92, pp. 4-6, Accessed October 3, 2020, <http://bit.do/fKybF>

١٣) مؤسسة جولدن ساكس هي مؤسسة خدمات مالية واستثمارية أمريكية متعددة الجنسيات، تعد من أشهر المؤسسات المصرفية في الولايات المتحدة والعالم.

14) Goldman Sachs Global Investment Research, Op.cit, pp. 6-8.

15) Asian Development Blog, Op.cit.

16) Akhilesh Ganti, Dow Jones Industrial Average (DJIA), Investopedia, Aug 25, 2020, Accessed October 4, 2020, <http://bit.do/fKybA>

١٧) وكالة بي بي سي العربية، فيروس كورونا، خسائر تاريخية في أسواق الأسهم العالمية مع انتشار الوباء، أول أبريل ٢٠٢٠، تاريخ الدخول ٧ سبتمبر ٢٠٢٠، <http://bit.do/fKyby>

- 18) Trading View, S&p 500 Index, Accessed October 15, 2020. <http://bit.do/fkybw>
- ١٩) وكالة بي بي سي العربية، مرجع سبق ذكره.
- 20) Investopedia, Nasdaq Composite Index, Accessed October 5, 2020, <http://bit.do/fKybu>
- 21) Asian Development Blog, Op.cit.
- ٢٢) صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي ٢٠٢٠، أبريل ٢٠٢٠، تاريخ الدخول ٢١ سبتمبر ٢٠٢٠، <http://bit.do/fKybq>
- 23) Katharina Buchholz, Asian Stock Markets Gain Despite Coronavirus Concerns, Aug 26, 2020, Accessed October 1, 2020, <http://bit.do/fKybm>
- 24) The Economic Times, Definition of "Volatility", Accessed October 7, 2020, <http://bit.do/fKybg>
- ٢٥) صندوق النقد الدولي، مرجع سبق ذكره.
- 26) Gunther Capelle-Blancard, & Adrien Desroziers, "The stock market and the economy: Insights from the COVID-19 crisis", 19 June 2020, Accessed September 16, 2020, <http://bit.do/fKybc>
- ٢٧) توبياس أدريان وفابيو ناتالوتشي، مرجع سبق ذكره.
- 28) The Conversation, The impact of coronavirus on the financialmarkets, Op.cit.
- 29) History, Stock Market Crash of 1929, May 10, 2010, Accessed October 16, 2020, <http://bit.do/fKyba>
- 30) Burton G. Malkeil, The Efficient Market Hypothesis and its Critics, Center For Economic Policy Studies (CEPS), Working Paper No91., (Princeton: CEPS, Princeton University, April. 2003), pp. 24-27.
- 31) PaulKosakowski, The Fall of the Market in the Fall of 2008, Investobedia, May 4, 2020, Accessed August 29, 2020, <http://bit.do/fKya8>
- 32) Lori Valigra, "What past pandemics can teach us about stock market swings", Bangor Daily News, March 9, 2020, Accessed October 9, 2020, <http://bit.do/fKya5>
- 33) Scott R. Baker, et.al, "The Unprecedented Stock Market Reaction to COVID-19", The Review of Asset Pricing Studies, (Oxford : Oxford University Press, 25 October 2020), pp. 2-3, Accessed October 12, 2020, <http://bit.do/fKya4>
- 34) Latin American Post, Why does the pandemic affect the stock market?, Mar 31, 2020 Accessed October 3, 2020, <http://bit.do/fKyaX>
- 35) Scott Baker, et.al, "The Unprecedent Stock Market Reaction to Covid -19", 1 April 2020, Accessed September 7, 2020, <http://bit.do/fKyaU>
- 36) Burton G. Malkeil, The Efficient Market Hypothesis and its Critics, Op.cit., pp. 24-27.
- 37) Lester G. Telser, October 1987 and The Structure of Financial Markets: An Exorcism of Demons, In R. Kamphuis MR. Kormendi& J. Welson (eds.) Black Monday and The Future of The Financial Market III: Dow Jones -Irwin , 1989, p.102.

38) William W. Jahnke, the Crach of 1987, Financial Analysts Journal, (New York: The Chartered Financial Analyst (CFA) Institute, Vol43., December 1987), pp. 6-9.

39) Eugene Fama, "Perspectives on October 1987, or, What did we Learn From The Crash, In R. Kamphuis MR. Kormendi& J. Welson (eds.), Black Monday and The Future of The Financial Market III, Dow Jones- Irwin, 1989, p.72.

40) Simon M Keane, Paradox in The Current Crisis in The Efficient Market Theory, Journal of Portfolio Management, (New York: Institutional Investor Journals, Vol17., No2., 1991), pp. 30-34.

41) Michael J. Mauboussin, "Revisiting Market Efficiency: The Stock Market As A Complex Adaptive System", Journal of Applied Corporate Finance, (New York: Morgan Stanley, Vol14., No4., 2002), p.10.

42) Denis Alajbeg, Zoran Bubas, & Velimir Sinhez, Sinhe Z: The Market Efficiency Hypothesis: Problems With Interpretations of Empirical Tests, pp. 65-67, Accessed September 17, 2020, <http://bit.do/fKYaR>

<https://bit.do/>

