

دعم كفاءة السوق المالي من مدخل تعزيز الإفصاح المالي: " السوق السعودي نموذجا"
**Supporting the efficiency of the financial market from the entrance of promoting
 financial disclosure: "The Saudi market is a model"**

ايت عكاش سمير¹، بداوي مصطفى*²

¹ جامعة البويرة ، samiraitakkache@yahoo.fr

² جامعة البليدة 2، مخبر الإبداع و التغير التنظيمي ، badaoui09@yahoo.fr/ m.badaoui@univ-blida2.dz

تاريخ الاستلام: 2022/04/03 تاريخ القبول: 2022/04/30 تاريخ النشر: 2022/06/01

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية و فعالية و دور الإفصاح المالي في الأسواق المالية، وعلاقته بكفاءة هذا الأخير. وذلك من خلال تحليل أهمية المعلومة بصفة عامة و المعلومة المحاسبية بصفة خاصة، في شكل الإحصائيات السنوية للإفصاح المالي في السوق المالي السعودي للفترة ما بين 2010-2017، و كيفية ضبطها و تحليلها من خلال هيئات السوق المالي، و كذا قياس كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوى الضعيف باستخدام اختبار الأنماط الطارئة و مؤشرات قياس الكفاءة واستنتاج العلاقة بين الحرص على الالتزام بالإفصاح المالي وبين أحد صيغ كفاءة السوق المالي والكفاءة عند المستوى الضعيف.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح المالي، الكفاءة، الشفافية، السوق المالي السعودي، اختبار الأنماط الطارئة

تصنيف جال: **M33, O12**

Abstract:

This study aims to highlight the importance, effectiveness and role of financial disclosure in the financial markets, and its relationship to the efficiency of the latter. And that is through analyzing the importance of information in general and accounting information in particular, in the form of annual statistics for financial disclosure in the Saudi financial market for the period between 2010-2017, and how to control and analyze it through the financial market authorities, as well as measuring the efficiency of the Saudi financial market when The weak level using the emergency patterns test and efficiency measurement indicators and deducing the relationship between the commitment to financial disclosure and between one of the financial market efficiency formulas and the efficiency at the weak level

Keywords: Financial Disclosure, Efficiency, Transparency, Saudi Stock Exchange, Run test

Jel classification : M33, O12

1. مقدمة:

تخطى الأسواق المالية باهتمام وأهمية بالغين لدى جميع دول العالم، نظراً لما تقوم به من دور مهم ورئيسي في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، عن طريق تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتحويلها إلى قنوات استثمارية مفيدة للأوراق المالية، وحتى تتمكن من تأدية هذا الدور الفعال يجب أن تكون على مستوى من الكفاءة، حيث تتوقف هذه الأخيرة على وجود نظام فعال للمعلومات تتدفق من خلاله المعلومات إلى جميع المستثمرين بصفة عادلة وفي نفس الوقت وبدون وجود فاصل زمني بين وصولها واستجابة الأسعار لها، ومن أهم مصادر المعلومات نجد الإفصاح المالي، والذي تلتزم به الشركات المدرجة في شكل تقارير وقوائم مالية، وحتى تصل الأسواق المالية إلى الكفاءة كان من الضروري أن تولي اهتماماً كبيراً بفعالية الإفصاح ومدى شفافيته، وأمام هذا الواقع ارتأينا إلى معالجة هذا الموضوع من خلال إعطاء نظرة عامة عن الإفصاح المالي والمعلومة وكفاءة الأسواق المالية في شكل نظري، وجانب تطبيقي متعلق بقياس كفاءة السوق السعودي محاولين الإجابة على التساؤل الرئيسي للبحث:

هل السوق المالية السعودية كفؤة؟ وهل للإفصاح المالي أثر على كفاءة السوق؟

2. ماهية كفاءة أسواق الأوراق المالية

لقد نشأت فرضية كفاءة السوق نتيجة جهود بحث كبيرة قام بها الكثير من الباحثين والمختصين في الأسواق المالية منذ القرن السادس عشر، ويعتبر الاقتصادي Eugene Fama أول من وضع مصطلح كفاءة السوق للإشارة إلى دور المعلومات في تشكيل أسعار الأصول المالية من خلال بحثه الشهير "كفاءة سوق رأس المال: استعراض للنظرية واختبار تجريبي" عام 1970 أين وضع الإطار النظري لفرضية كفاءة السوق المالي.

1.2 تعريف الكفاءة: يمكن عرض بعض التعريفات لكفاءة السوق المالي في التالي:

- يقال أن السوق المالي كفء إذا وفقط إذا كانت مجموع المعلومات المتعلقة بأي أصل مالي موجود في هذا السوق متوفرة، وتعكس مباشرة سعر هذا الأصل (Eugene Fama ;1970, p 384).

- يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية (مفتاح صالح، معارفي فريدة، 2010، ص 182).

- يكون السوق كفء بالنسبة لنظام معين من المعلومات، إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة (محمد صالح الحناوي، 1998، ص 125).

نستنتج مما سبق أن كفاءة سوق الأوراق المالية تعبر عن مدى سرعة انتشار واستجابة الأوراق المالية للمعلومات الموجودة في السوق المالي سواء جيدة كانت أم سيئة، والتي تنعكس بصورة آنية على أسعارها مما يجعل قيمتها السوقية تتعادل مع قيمتها الحقيقية، وذلك بسبب إتاحة نفس الفرص أمام المستثمرين، وبالتالي لا تستطيع أي فئة منهم أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى.

2.2 مقومات السوق المالي الكفاء: بشكل عام توجد 4 مقومات أساسية للسوق المالي الكفاء (مনিير إبراهيم الهندي، ص 403)

- دقة وسرعة وصول المعلومات : إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية وتوجيهها؛

- **كفاءة التشغيل والتسعير:** و هي متطلبات الكفاءة الأساسية ويقصد بكفاءة التشغيل والتسعير قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل الأطراف المتعاملة لتكاليف مرتفعة، مع سرعة وصول المعلومات الجديدة مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة للجميع في نفس الوقت؛
- **السيولة:** يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة و بسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية؛

- **عدالة السوق:** يعني إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو من ناحية توفير المعلومات.

3.2. أنواع كفاءة الأسواق المالية: هناك نوعين من الكفاءة:

- **الكفاءة الكاملة:** يمكن القول بأن السوق في كفاءة تامة أو كاملة في حالة توفر شروط الكمال في السوق وهي:

- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة بدقة وبدون تكاليف؛
- أنه لا توجد أي قيود على التعامل؛
- هناك عدد كبير من المستثمرين؛
- أن المستثمرين يتصفون بالرشد ويسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.
- **الكفاءة الاقتصادية:** في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاس آثارها على أسعار الأسهم، هذا يعني أن القيمة السوقية لسهم ما، قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل.

4.2. **صيغ السوق الكفء:** اعتماداً على طبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة ونوع المعلومات المتاحة في السوق تم تقسيم السوق الكفء إلى ثلاث مستويات:

- **الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق The Weak Form Efficient Market:** تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي **معلومات تاريخية**، بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضي، وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ عن طريق تحليل التغيرات التي طرأت على السعر في الأيام الماضية أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى، وهذا ما يعرف **بنظرية الحركة العشوائية** (منير إبراهيم الهندي، ص 507)، أي أنه توجد حركة متتالية، مستقلة و عشوائية لتغيرات الأسعار لعدم وجود ارتباط بينهم.
- **الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق The Semi-strong Form Efficient Market:** و يطلق عليها أيضاً فرضية الصيغة متوسطة القوة، وتقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك **كافة المعلومات المتاحة للجمهور** من معلومات عامة التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو معلومات عن المؤسسة نفسها، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم.

● **الصيغة القوية لكفاءة السوق The strong form efficiency** : تقتضي فرضية الصيغة القوية للسوق أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية حتى ولو استعان بأفضل مستشاري الاستثمار في السوق (يوسف حسن يوسف، ص34).

وبالتالي تعكس فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق جميع المعلومات سواء المتمثلة في المعلومات التاريخية، إضافة إلى المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، وكذا المعلومات الخاصة بفتحة معينة كأعضاء إدارة الشركة المصدرة للسهم وأعضاء مجلس إدارتها.

3. الإفصاح المالي في أسواق الأوراق المالية

الإفصاح بشكل عام هو بث المعارف ونقل المعلومات من مصدر إنتاجها إلى مستقر الاستفادة منها أو استخدامها، فهو نقل هادف للمعلومات ممن يعلمها إلى من لا يعلمها.

1.3. تعريف الإفصاح المالي: يمثل عرض وتقديم البيانات والمعلومات المالية للمؤسسة أو للوحدة الاقتصادية، والتي تتضمنها القوائم المالية وملاحقها التوضيحية، شريطة أن تكون تلك البيانات والمعلومات كاملة الوضوح غير مبهمة وغير معقدة، تتسم بالكمال والصدق والشفافية، وعلى أن تقدم أو تعرض للمستفيدين في الوقت المناسب بحيث يمكن الاستفادة منها أو اعتمادها في اتخاذ القرارات الرشيدة وخاصة الاستثمارية منها، وعلى أن لا تكون عملية إيضاح هذه البيانات والمعلومات مكلفة للمستفيد مما يستبعد استخدامها، فتكون عديمة الجدوى للمستخدمين والمستفيدين (إبراهيم جابر السيد، 2014، ص 21).

مما سبق يمكننا القول بأن الهدف الأساسي من الإفصاح المالي هو إظهار وتقديم إيصال المعلومات المالية التي تعكس نشاط الوحدة الاقتصادية لمستخدميها، والتي من شأنها أن تساعدهم في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

2.3. أنواع الإفصاح المالي: ينقسم الإفصاح المالي إلى عدة أنواع تختلف فيما بينها باختلاف مميزات وأهدافها، والتي توجه أيضا إلى المستفيدين بوسائل وأساليب إيصال مختلفة.

1.2.3. من حيث الهدف من الإفصاح المالي: يمكن تقسيم الإفصاح المالي من حيث الهدف إلى (طلال محمود علي الججاوي، 2017، ص 145):

- **الإفصاح الوقائي:** يهدف أساسا إلى حماية المجتمع المالي وبصفة خاصة المستثمر العادي الذي له قدرة محدودة على استخدام المعلومات المالية.

- **الإفصاح التثقيفي:** ظهر هذا النوع نتيجة ازدياد أهمية الملائمة للمعلومات المالية المفصحة عنها، حيث أصبح نطاق الإفصاح يتضمن المعلومات التي تحتاج إلى درجة أكبر من الدراية والخبرة في استخدامها، خصوصا تلك التي يحتاجها المحللون الماليون ووسطاء الإستثمار.

2.2.3. من حيث كمية المعلومات المفصحة عنها: تختلف المعلومات المفصحة عنها من حيث الكمية، النوعية، وكذا من حيث عدالة وصولها إلى جميع مستخدميها مما يدفعنا إلى التمييز بين:

- **الإفصاح الكامل:** يشير هذا المفهوم من الإفصاح إلى مدى شمولية القوائم والتقارير المالية وأهمية تغطيتها للمعلومات ذات التأثير على قرارات المستخدمين، بحيث تصور بدقة جميع الأحداث الاقتصادية.

- **الإفصاح العادل:** ويعني الإفصاح العادل ضرورة تزويد المستخدمين بنفس القدر من المعلومات وفي نفس الوقت، وبالتالي إلغاء الاستفادة فئة على حساب فئة أخرى.

- الإفصاح الكافي: و هو المستوى من الإفصاح الذي يضمن الوفاء بالحد الأدنى من المعلومات المطلوبة ودون تفاصيل مضللة وبأقل التكاليف، وهو المستوى الأكثر ملاءمة للمعلومات التي تتضمنها القوائم المالية.

3.2.3. من حيث درجة الالتزام: هناك معلومات يكون الإفصاح عنها إجباري وأخرى طوعي حسب إرادة الشركة، ومنه يمكننا التمييز بين (حسين أحمد دحدوح، 2014، ص 195):

- الإفصاح الإلزامي: وهو ذلك الإفصاح الذي يفرض الالتزام باللوائح والتشريعات والقوانين والمعايير والقواعد المحاسبية والمهنية المعمول بها في دولة ما.

- الإفصاح الطوعي "الاختياري": يتمثل في إضافة معلومات وبيانات بواسطة الشركات لإعلام متخذي القرارات عن المعلومات المالية وغير المالية زيادة على متطلبات الإفصاح الإلزامي.

• من حيث توقيت الإفصاح: يتم الإفصاح عن المعلومات المالية في السوق المالي في أوقات مختلفة، إما بصفة مستمرة أو دورية أو مبدئية بالنسبة للشركات حديثة الإدراج:

- الإفصاح الأولي "الإفصاح المبدئي": عند إدراج الشركة لأول مرة في سوق الأوراق المالية تقوم بالإفصاح عن مجموعة من المعلومات كتعريف الشركة...إلخ.

- الإفصاح الدوري: وهو الإفصاح الذي تقوم به الأسواق المالية دورياً عادة ما يكون شهرياً، ربع سنوياً، سنوياً وذلك حسب احتياجات المتعاملين في السوق.

- الإفصاح المستمر: تقوم دائرة الإفصاح بنشر حركة التداول اليومية، أسعار الإغلاق والافتتاح لكل جلسة وغيرها من المعلومات لتضمن التدفق المستمر للمعلومات إلى المتعاملين.

4. أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية

لقد أكدت الأبحاث المحاسبية على أهمية المعلومات التي تحتويها القوائم والتقارير المالية باعتبارها من المصادر الجوهرية التي يتم الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث تقوم بتوفير المعلومات الأساسية التي تبنى عليها أسعار الأسهم. ويرجع ذلك إلى إمكانية استخدامها في تقييم أداء الشركات المسجلة في البورصة تقييماً دقيقاً وبالتالي تحديد السعر المناسب لأوراقها المالية، مما يؤثر بلا شك على مستوى كفاءة الأسواق المالية (أمين أحمد لطفي السيد، 2005، ص 129).

وحتماضعف الإفصاح والشفافية يؤدي إلى احتكار المعلومات مما يرفع من مستوى الأخطار كما سيؤثر على كمية المعلومات المتدفقة إلى المستثمرين من حيث جودتها وتوقيتها وعدالة الحصول عليها، وبالتالي يؤثر على آلية تسعير الأسهم فمستوى كفاءة هذه الأسواق (ياسر شاهين، 2007، ص 5).

و يمكننا القول بأن لأثر الإفصاح المالي على كفاءة سوق الأوراق المالية شقان هما:

• الدور التيسيري وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار؛

• الدور التأثيري على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين المخاطر والعوائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان.

نستخلص مما سبق أن كفاءة الأسواق المالية تتأثر ب: (شيد بوكساني، 2006، ص 109)

- مدى توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها؛

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات التي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة؛
- مدى توفر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول، بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة المخاطرة المرتبطة به بما يلي احتياجات المستثمرين؛
- وضع التشريعات والقواعد والأحكام المنظمة لعمليات الإفصاح، وإلزام المستثمرين على احترام المبادئ الأساسية في عملية الإفصاح عند إعداد القوائم، كمبدأ الاستمرارية في تدفق المعلومات، مبدأ التوقيت الزمني لإجراءات الإفصاح، مبدأ المعاملة العادلة في الحصول على المعلومات، مبدأ دقة وصحة المعلومات المفصح عنها.

5. الإفصاح في السوق المالي السعودي

1.5. الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق المالي السعودي

صدر نظام السوق المالية بهدف تنظيم السوق المالية بالمملكة وتطويرها، وإعادة هيكلتها على أسس جديدة، وتوضيح الهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق، وتحديد صلاحياتها ومهامها بكل وضوح من خلال الفصل بين الدور الرقابي والإشرافي والدور التشغيلي للسوق من خلال استحداث مؤسسات جديدة للسوق ولجان للفصل في المنازعات. من أهمها:

1.1.5. هيئة السوق المالية

وهي الهيئة الرقابية والمنظمة والمشرفة على السوق، لها استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، ومن بين المهام التي ستقوم الهيئة بها على سبيل المثال لا الحصر:

- تنظيم وتطوير السوق المالية، وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها وحماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.
- الموافقة على إدراج أو إلغاء أو تعليق إدراج ورقة مالية سعودية متداولة في السوق لمصدر سعودي في أي سوق للأوراق المالية خارج المملكة.

وقد بين النظام أن هيئة السوق المالية مجلساً يتألف من 5 أعضاء متفرغين من ذوي الخبرة والاختصاص ويتم تعيينهم بأمر ملكي لمدة 5 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة.

2.1.5. شركة السوق المالية السعودية (تداول)

هي شركة مساهمة سعودية والتي تم تأسيسها وفقاً لنظام وأحكام نظام السوق المالية ونظام الشركات، ويتكون مجلس إدارة السوق المالية السعودية (تداول) من 09 أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء، وتشمل أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، ولها مزاولة أي نشاط آخر ذي علاقة بأي من ذلك وفقاً لنظام السوق المالية

3.1.5. مركز إيداع الأوراق المالية

نص نظام السوق المالية على إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية، يكون بمثابة الهيئة الوحيدة في المملكة المرخص لها بممارسة عمليات الإيداع والتسوية والتحويل والمقاصة، وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق، كما يضع مجلس إدارة

السوق بموافقة مجلس الهيئة التعليمات اللازمة لإدارة شؤون المركز، بما في ذلك وضع معايير السلوك المهني التي تطبق على مدير المركز وموظفيه، وذلك لضمان الكفاية والمصدقية لعمليات المركز.

4.1.5. لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية

هي لجنة منشأة من قبل هيئة السوق المالية، تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين يتمتعون بالخبرة في القضايا المالية والأوراق المالية، وتختص لجنة الفصل في المنازعات بالنظر في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية، ولوائحه التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما.

5.1.5. لجنة الاستئناف

نص نظام السوق المالية أيضاً على إنشاء لجنة الاستئناف يشكّلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، ويمكن الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أمام هيئة الاستئناف في غضون 30 يوماً من تاريخ الإخطار بذلك، وتعد قراراتها بعد ذلك نهائية

2.5. فعالية الإفصاح في سوق المال السعودي

تتابع هيئة السوق المالي السعودي مدى التزام الشركات المدرجة بنظام السوق المالي ولوائحه التنفيذية، وكذا مدى التزامها بالإفصاح عن نتائج أعمالها في القوائم المالية والمعلومات الجوهرية عن أي حدث، كما أنها تتابع قضايا المخالفات المختلفة وكذا سلوكيات التلاعب والتضليل وتحاول الحد منها.

1.2.5. الإفصاح في القوائم المالية والتطورات الجوهرية للشركات المدرجة

تراجع الهيئة المالية القوائم المالية السنوية والربع السنوية المفصلة والمختصرة للشركات المدرجة في السوق المالية للتأكد من احتوائها على جميع متطلبات الإفصاح بحسب متطلبات نظام السوق ولوائحه التنفيذية.

1.1.2.5. القوائم المالية السنوية وربع السنوية

لوحظ إرتفاع في عدد القوائم المالية السنوية المفصح عنها من 133 قائمة في 2010 إلى 174 قائمة في 2017 حيث أنه في 2010، 72.93% من القوائم المالية لم ترد عليها تحفظات و 27.07% وردت عليها تحفظات، بينما في 2017 لم ترد ملاحظات على 62.81% من القوائم و 32.18% منها وردت عليها ملاحظات .

الجدول رقم (01): القوائم المالية السنوية

| القوائم المالية السنوية | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|
| القوائم المالية التي لم ترد عليها تحفظات | 97 | 107 | 106 | 113 | 114 | 119 | 116 | 118 |
| القوائم المالية التي وردت عليها تحفظات | 36 | 38 | 44 | 46 | 51 | 48 | 56 | 56 |
| الإجمالي | 133 | 145 | 150 | 159 | 165 | 167 | 172 | 174 |

المصدر: من إعداد الباحثين إستناداً إلى التقارير السنوية لهيئة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة ما بين 2010-

2017.

أما بالنسبة للقوائم المالية ربع السنوية فهناك إرتفاع أيضا في عدد القوائم من 138 قائمة في 2010 إلى 175 قائمة في 2017. حيث لوحظ أنه في 2010 وردت 28.98% من القوائم بتحفظات مقابل 41.71% منها في 2017.

الجدول (02): القوائم المالية الربع سنوية

| 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | القوائم المالية ربع السنوية |
|------|------|------|------|------|------|------|------|--|
| 102 | 112 | 117 | 111 | 118 | 107 | 105 | 98 | القوائم المالية التي لم ترد عليها تحفظات |
| 73 | 62 | 53 | 49 | 48 | 47 | 41 | 40 | القوائم المالية التي وردت عليها تحفظات |
| 175 | 174 | 170 | 160 | 166 | 157 | 146 | 138 | الإجمالي |

المصدر: من إعداد الباحثين إستنادا إلى التقارير السنوية لهيئة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة ما بين 2010-2017.

2.1.2.5. القوائم المالية المفصلة والمختصرة

الجدول رقم (03): القوائم المالية المفصلة والمختصرة

| 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | السنة |
|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------------------|
| 848 | 840 | 833 | 790 | 789 | 742 | 714 | 665 | القوائم المالية المفصلة |
| 1 | 0,8 | 5,4 | 0,1 | 6,3 | 3,9 | 7,4 | - | نسبة التغير % |
| 870 | 862 | 841 | 811 | 808 | 760 | 724 | 676 | القوائم المالية المختصرة |
| 0,9 | 2,5 | 3,7 | 0,4 | 6,3 | 5 | 7,1 | - | نسبة التغير % |

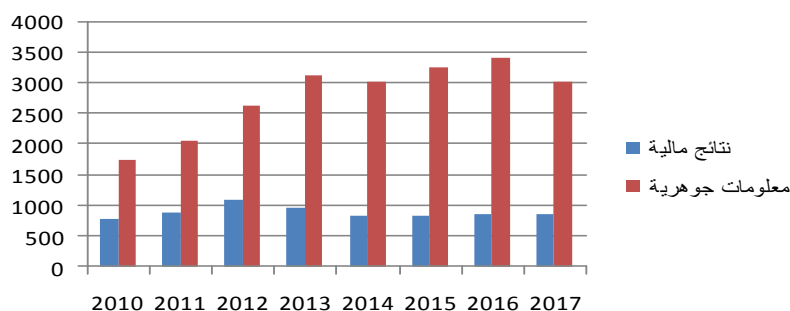
المصدر: من إعداد الباحثين إستنادا إلى التقارير السنوية لهيئة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة ما بين 2010-2017.

لقد راجعت الهيئة خلال الفترة الممتدة ما بين 2010-2017 ما جملته 6352 قائمة مالية مختصرة، حيث لوحظ إرتفاع في عدد القوائم المالية المختصرة المفصح عنها من 676 قائمة في 2010 إلى 870 قائمة في 2017 بنسبة إرتفاع قدرها 25.9%، أما بالنسبة للقوائم المالية المفصلة فقد راجعت الهيئة 6221 قائمة، وقد زاد عدد القوائم المالية المفصلة المفصح عنها من 665 في 2010 إلى 848 في 2017 أي بنسبة إرتفاع قدرها 24.9%.

2.2.5. إعلانات الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي

بلغ إجمالي عدد الإعلانات المنشورة للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي "تداول" 3912 إعلانا في 2017 مقارنة ب 2554 إعلانا في 2010، أي أنه هناك ارتفاعا معتبرا بالنسبة للسنوات السابقة للفترة الممتدة من 2010 إلى 2017، إلا أنه لوحظ تراجع في 2017 مقارنة ب 2016 أين سجل 4283 إعلانا. و الشكل الموالي يوضح نوع و عدد و تطور الإعلانات عن النتائج و المعلومات.

الشكل رقم (01): الإعلانات عن النتائج المالية والمعلومات الجوهرية للشركات المدرجة



المصدر: من إعداد الباحثين إستناداً إلى التقارير السنوية لهيئة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة ما بين

2017-2010.

يمكننا ملاحظة تباين في نوع المعلومات التي تفصح عنها الشركات المدرجة حيث شهدت قوائم البيانات المالية انخفاضاً منذ 2013 حيث كانت 1111 إعلاناً ثم انخفضت تدريجياً إلا أنها عادت للارتفاع في 2017 بـ 870 إعلاناً. أما الإعلانات حول التطورات والأحداث الجوهرية التي تهم المستثمرين وتؤثر في أسعار الأوراق المالية المتداولة فهي في تزايد مستمر حيث قدرت بـ 2554 إعلاناً في 2010 وارتفعت إلى 3912 إعلاناً في 2017.

3.2.5. مخالقات نظام السوق المالي السعودي

تعمل الهيئة أيضاً على الحد من المخالفات وسلوكيات التلاعب والتضليل التي تعود بالسلب على نشاط السوق المالي ويمكن إيضاح ذلك في الجداول التالية:

1.3.2.5. مخالقات الإفصاح

سجلت إجمالي قضايا المخالفات الواردة إلى السوق المالي السعودي والمتعلقة بمخالفات نظام السوق المالي ونظام الشركات ولوائح التنفيذية تراجعاً خلال عام 2017، أين شوهد 179 مخالفة مقارنة بـ 253 مخالفة عام 2010، وقد شهدت القضايا المتعلقة بمخالفة الإفصاح نسبة 24٪ من إجمالي المخالفات، ولوحظ أن نسبة القضايا المتعلقة بالإفصاح في انخفاض منذ 2010، إلا أنها ارتفعت تدريجياً لتصل إلى ذروتها في 2014، ثم بدأت بالانخفاض تدريجياً لتصل إلى أدنى مستوياتها المسجلة في هذه الفترة بنسبة قدرها 96,3-٪ وهو انخفاض جد معتبر مقارنة بالسنوات الماضية.

الجدول رقم (4): مخالقات الإفصاح

| السنة | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| عدد المخالفات | 253 | 288 | 269 | 287 | 530 | 432 | 253 | 179 |
| مخالفة الإفصاح | 67 | 63 | 36 | 56 | 244 | 99 | 27 | 1 |
| نسبة التغير ٪ | - | -6 | -42,9 | 55,7 | 335,7 | -59,4 | -72,7 | -96,3 |

المصدر: من إعداد الباحثين استناداً إلى التقارير السنوية لهيئة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة ما بين 2010-

2017.

2.3.2.5. سلوكيات التلاعب والتضليل

ما يمكن ملاحظته من الجدول والمنحنى أنه هناك انخفاض معتبر في سلوكيات التلاعب والتضليل والتي تعود بالسلب على كفاءة السوق. إذ أنها عرفت أعلى مستوياتها في عامي 2010 و 2013 ب 38 و 39 حالة، ثم بدأت بالانخفاض تدريجياً إلى غاية 10 حالات تلاعب وتضليل في 2015 وهي أدنى المستويات في فترة الدراسة، ثم ارتفعت إلى 23 حالة في 2016 وبعدها عادت للانخفاض مرة ثانية بنسبة انخفاض قدرها -39.1%.

الجدول رقم (05): سلوكيات التلاعب والتضليل

| السنة | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------|------|-------|------|------|-------|-------|------|-------|
| التلاعب والتضليل | 38 | 30 | 31 | 39 | 14 | 10 | 23 | 14 |
| نسبة التغير % | - | -21,1 | 3,33 | 25,8 | -64,1 | -28,6 | 130 | -39,1 |

المصدر: من إعداد الباحثين إستناداً إلى التقارير السنوية لهيئة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة ما بين 2010-2017.

من خلال ما سبق نستنتج أن نتائج مراجعة القوائم المالية للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي هي في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة، حيث لوحظ ارتفاع مستمر في عدد القوائم المالية المفصلة والمختصرة طيلة الفترة، هذا ما يدل على التزام أغلبية الشركات المدرجة بالإفصاح عن نتائج أعمالها، وكذا لوحظ تزايد في عدد القوائم المالية السنوية وربيع السنوية التي لم ترد عليها ملاحظات المحاسب القانوني، إلا أنه رافقها تزايد القوائم التي كانت عليها ملاحظات عند المراجعة، وهذا يدل على أنه من جهة هناك التزام بالإفصاح، كما أنه هناك عمل مكثف للهيئة حتى تكون القوائم المالية صحيحة غير مضللة وموافقة للوائح التنفيذية.

شهد السوق السعودي أيضاً ارتفاع مستمر في عدد الإعلانات المنشورة على الموقع "تداول" طيلة فترة الدراسة إلا في الفترة ما بين 2016 و 2017 سجل تراجعاً في عدد الإعلانات بنسبة -8.7% وهذا يدل على التزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن نتائجها المالية وعن أي تطورات أو حدث تتعرض له والذي قد يؤثر على قرارات المستثمرين وعلى أسعار الأوراق المتداولة. إن الانخفاض المستمر لعدم ارتكاب مخالفات في الإفصاح حتى وصولها إلى أدنى مستوياتها عام 2017 يثبت مدى التزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن قوائمها المالية، وانخفاض سلوكيات التلاعب والتضليل التي كانت في أعلى مستوياتها في 2013 شهدت انخفاضاً معتبراً في 2017، هذا ما يؤكد جهود الهيئة المالية السعودية على الحد من مثل هذه السلوكيات التي تؤدي إلى تذبذبات عنيفة وتؤثر بالسلب على استقرار السوق وكذا تدل على انضباط المتعاملين وتقيدهم باللوائح والقوانين لتحقيق الأرباح. فالانخفاض المعتبر في مخالفات الإفصاح وسلوكيات التلاعب والتضليل الشيء الذي يدفع بثقة المستثمرين في السوق وتكثيف الصفقات والتعاملات فيه.

6. اختبار كفاءة السوق المالي السعودي

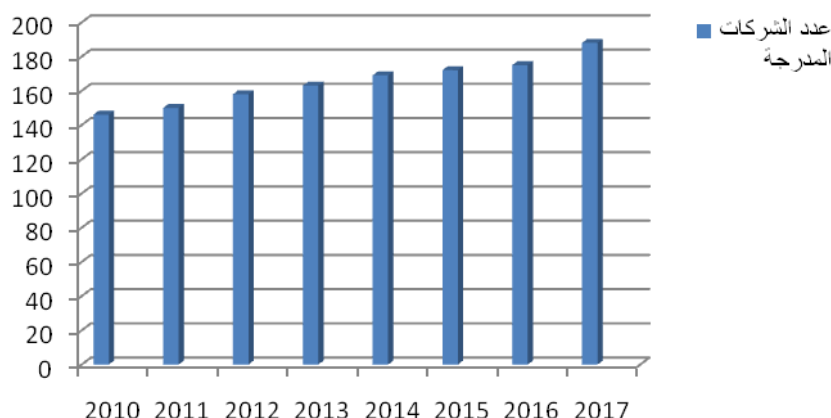
1.6. مؤشر حجم السوق

وهو من المؤشرات الهامة التي تبين مدى تطور أسواق الأوراق المالية، ويتحدد من خلال عدد الشركات المدرجة والقيمة السوقية لأسهمها.

1.1.6 عدد الشركات المدرجة

يؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى زيادة أتساع حجم السوق، ويمكن تبيان عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(02): عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي



المصدر: من إعداد الباحثين استناداً إلى النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للمدة الممتدة ما بين 2010-2017. شهد السوق المالي السعودي ارتفاعاً في عدد الشركات المدرجة من 146 شركة في 2010 إلى 188 شركة في 2017 بمعدل نمو قدره 25.81%، وعرفت هذه الفترة ارتفاعاً مستمراً ولكن بوتيرة نمو متباينة من سنة لأخرى حيث سجلت سنة 2017 أكبر ارتفاع في عدد الشركات المدرجة بـ 13 شركة والتي تمثل معدل نمو قدره 7.43%. ويعتبر هذا الارتفاع في عدد الشركات المدرجة مؤشر إيجابي بالنسبة للسوق المالي السعودي، إذ أنه كلما ارتفع عدد الشركات المدرجة، كلما اتسع حجم السوق، مما يؤدي إلى زيادة كفاءته.

2.1.6 مؤشر الرسملة السوقية

ويعبر هذا المؤشر عن مدى قدرة السوق المالي على تعبئة المدخرات وتوجيهها ويعني ارتفاعه اتساع القاعدة الاستثمارية ومنه زيادة النشاط الاقتصادي.

الجدول رقم(06): مؤشر الرسملة السوقية

| السنة | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------------------|------|-------|-------|-------|------|--------|------|------|
| القيمة السوقية مليار ريال | 1325 | 1270 | 1400 | 1752 | 1812 | 1579 | 1681 | 1691 |
| نسبة التغير % | - | -4,12 | 10,19 | 25,17 | 3,42 | -12,90 | 6,52 | 0,58 |

المصدر: من إعداد الباحثين استناداً إلى النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للمدة الممتدة ما بين 2010-2017

يلاحظ أن السوق المالي السعودي عرف إنخفاضاً في 2011 بنسبة 4.12% مقارنة بـ 2010، ثم عاد للارتفاع تدريجياً حتى 2014 أين عرف أكبر ارتفاع للقيمة السوقية للشركات المدرجة بـ 1812,89 مليار ريال سعودي، ثم شهد إنخفاضاً ثاني في 2015 وبعدها عاد للارتفاع إلى غاية 2017 أين قدرت القيمة السوقية بـ 169.86 مليار ريال سعودي، فيعتبر هذا

الإتجاه إيجابي يدل على قدرة السوق المالي السعودي على زيادة تعبئة المدخرات، وزيادة الاستثمار أي زيادة النشاط للسوق ومما لا شك أنه سيعود بالإيجاب على كفاءته.

2.6. مؤشر سيولة السوق

تدل سيولة السوق على إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة ودون تحمل تكاليف معتبرة، فهي تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة .

1.2.6. قيمة الأسهم المتداولة يمكن إيضاها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(07): حجم وقيمة التداولات

| السنة | مليار سهم | نسبة التغير % | مليار ريال | نسبة التغير % |
|-------|----------------------|------------------|-----------------------|------------------|
| | عدد الأسهم المتداولة | | قيمة الأسهم المتداولة | |
| 2010 | 33,79 | - | 759,18 | - |
| 2011 | 48,03 | 42,17 | 1098,84 | 44,74 |
| 2012 | 78,05 | 62,49 | 1929,32 | 75,58 |
| 2013 | 50,71 | -35,03 | 1369,67 | -29,01 |
| 2014 | 66,53 | 31,20 | 2146,51 | 56,72 |
| 2015 | 63,62 | -4,37 | 1660,62 | -22,64 |
| 2016 | 64,48 | 1,36 | 1156,99 | -30,33 |
| 2017 | 43,30 | -32,85 | 836,28 | -27,72 |

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى التقارير السنوية للسوق المالي السعودي "تداول" للفترة الممتدة من 2010-2017.

عرف السوق المالي السعودي انخفاضا في قيمة التداولات، حيث في بداية فترة الدراسة كان في ارتفاع مستمر أين بلغ ذروته في 2014 ب 2146,51 مليار ريال سعودي، ثم باشر بالانخفاض غاية 2017 لتبلغ قيمة التداولات 836 مليار ريال سعودي وهي أقل بنحو 28% من عام 2016، وتعتبر هذه الأرقام طبيعية في ظل المتغيرات الجوهريّة التي حدثت في عام 2016، والتي تدفع بالمعاملين لتقرب انعكاسات تلك المتغيرات على الشركات في العام الجاري وما يليه، حيث تم العمل بالضريبة الإنتقائية على السلع الضارة، وإقرار ضريبة القيمة المضافة والمقابل المالي للعمالة الوافدة وغيرها، كما تتأثر أيضا بنتائج التضخم، حيث إن ظاهرة الارتفاع المستمر في الأسعار سيؤثر على حجم السيولة المتاحة لتداول الأسهم، ما يؤثر سلبا على الإتجاه العام لسوق الأسهم السعودية. و يعود أيضا سبب التراجع الانخفاض الحاد الذي عرفته أسعار النفط منذ 2014، حيث يمثل النفط المصدر الرئيسي للدخل في البلاد أين قدرة بنسبة 54 % في 2017.

ويعتبر تأثير انخفاض أسعار النفط على السوق المالي السعودي تأثير نفسي أكثر من تأثير فعلي، حيث سادت حالة خوف أوساط المستثمرين مما أثر على عمليات المضاربة أي قرارات شراء أي أصول مالية وبيعها من المستثمرين المالىين والتي غالبا ما ترتبط بعنصر التوقعات حول أوضاع السوق المستقبلية وتغيراتها، ويعتبر الانخفاض الحاد في أسعار النفط مرآة لعامل التوقعات لدى المستثمرين المالىين الذين أصابهم الملح ودفع بهم إلى بيع أصولهم المالية ذات العلاقة بالنفط (السعيد بوشول، محمد الأمين مصباحي، 2015، ص122).

2.2.6. معدل الدوران

يقيس معدل الدوران (قيمة التداول / الرسملة السوقية) حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، حيث يستخدم معدل دوران السهم المرتفع كمؤشر إلى كثافة التداول في سوق الأوراق المالية، وإلى أن تكاليف إتمام الصفقات منخفضة (عبد الحفيظ خزان، 2017، ص114).

الجدول رقم (08): معدل الدوران

| السنة | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| معدل الدوران | 56,93 | 86,00 | 136,9 | 77,54 | 117,4 | 103,4 | 77,47 | 48,38 |
| نسبة التغير % | - | 51.06 | 58.13 | -43.36 | 51.45 | -11.92 | -25.10 | -37.55 |

المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي للفترة الممتدة من 2010-2017.

نلاحظ أن السوق المالي السعودي عرف أيضا انخفاضاً في معدل الدوران وهذا يعود لانخفاض قيمة التداولات وذلك منذ 2014 أين عرف أعلى قيمة له بمعدل نمو قدره 51.45%، وانخفض تدريجاً إلى غاية 2017 بوتيرة انخفاض قدرها -37.55%، وهذا يدل على انخفاض معدل السيولة.

3.6. قياس كفاءة السوق المالي السعودي في المستوى الضعيف

1.3.6. اختبار الأنماط الطارئة "اختبار التكرارات أو الأحداث المتشابهة" Run Test

يعرف اختبار الأنماط الطارئة le test des sequences على أنه التغير المتتابع للعوائد التي لها نفس الإتجاه بمعنى أن عدد التكرارات يتم حسابها كتتابع لتغيرات العوائد التي لها نفس الإشارة (0، ++، --) حيث يتم مقارنة العدد الفعلي للتكرارات مع العدد المتوقع للتكرارات بغض النظر عن الإشارة. مع عدد التتابعات (séquence) في عينة من n عدد.

نظرياً:

$$E(R) = \frac{(2n-1)}{3} \quad \text{المتوسط}$$

$$\text{Var}(R) = \frac{(16n-29)}{90} \quad \text{التباين}$$

و بالنسبة لعينة كبيرة (n مرتفع) ، يتبع R التوزيع الطبيعي. ويتحدد عتبة خطأ تقدر ب 5%.

تستخدم إحصائية Z لإختبار ما إذا كان العدد الفعلي للتكرارات متوافق مع فرضية إستقلالية العوائد، وتحسب كما يلي:

الفرضيات:

H_0 : التغيرات السعرية المتتالية مستقلة فيما بينها.

H_1 : التغيرات السعرية المتتالية غير مستقلة فيما بينها.

القرار:

إذا كانت $Z \leq 1.96$ نقبل الفرضية H_0 مما يعني أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة فيما بينها وتتبع سير عشوائي.
إذا كانت $Z \geq 1.96$ نقبل الفرضية H_1 مما يعني أن التغيرات السعرية المتتالية غير مستقلة فيما بينها ولا تتبع سير عشوائي.

2.3.6. تطبيق الإختبار على السوق المالي السعودي

يهدف تطبيق اختبار Run Test في دراستنا إلى التعرف على ما إذا كانت التغيرات السنوية في مؤشر السوق المالي السعودي عشوائية أم لا، حيث يقوم على تسجيل إشارة (+) عندما يكون اتجاه المؤشر في ارتفاع، وإشارة (-) عندما ينخفض و (0) عندما لا يكون هناك تغير في الاتجاه وذلك خلال فترة الدراسة.

الجدول رقم (09): تطور المؤشر العام للسوق المالي السعودي

| السنة | مؤشر السوق (نقطة) | التغير في المؤشر | نسبة التغير % |
|-------|-------------------|------------------|---------------|
| 2010 | 6620.75 | - | - |
| 2011 | 6417.73 | (-) | 3.07- |
| 2012 | 6801.22 | (+) | 5.98 |
| 2013 | 8535.6 | (+) | 25.5 |
| 2014 | 8333.3 | (-) | 2.37- |
| 2015 | 6911.76 | (-) | 17.06- |
| 2016 | 7210.43 | (+) | 4.32 |
| 2017 | 7226.32 | (+) | 0.22 |

المصدر: من إعداد الباحثين إستناداً إلى التقارير السنوية للسوق المالي السعودي "تداول" للفترة الممتدة ما بين

2017-2010.

من معطيات الجدول يتضح أن:

$$R=4 \text{ ، تغيرين (2) بالارتفاع، وتغيرين (2) بالإنخفاض}$$

$$N=8$$

ولدينا المتوسط:

$$E(R) = (2n - 1)/3$$

$$E(R) = (2 \times 8 - 1)/3 = 5$$

ولدينا التباين:

$$\text{Var}(R) = (16n - 29)/90$$

$$\text{Var}(R) = (16 \times 8 - 29)/90 = 1.1$$

ولدينا:

$$Z = R - E(R) / \sqrt{\text{Var}(R)}$$

$$Z = 4 - 5 / \sqrt{1.1} = -0.95$$

ومنه:

$$|Z| = 0.95 < 1.96$$

بما أن $|Z|$ أقل من 1.96، فهذا يعني أن التغيرات المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وتتبع السير العشوائي. وعليه: نقبل الفرضية H_0 : التغيرات السعرية المتتالية مستقلة فيما بينها وتتبع السير العشوائي. نستنتج أن السوق المالي السعودي كفاء في صيغته الضعيفة، وعليه لا يمكن الاعتماد على الأسعار الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل.

7. الخاتمة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة معالجة الإشكالية المتمثلة في كيفية مساهمة الإفصاح المالي للمؤسسات المدرجة في تعزيز ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية، ولتحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية لا بد من توفير مجموعة من المتطلبات التي تكون مبنية أساساً على مدى توفر المعلومات الصحيحة والدقيقة، وسرعة وصولها دون تحمل الأطراف المتعاملة لتكاليف مرتفعة، مما يجعل الأوراق المالية مسعرة بقيمتها الحقيقية، تماشياً مع توفر قدر كاف من السيولة، ولعل من أهم مصادر المعلومات لتحقيق الكفاءة في أسواق الأوراق المالية الإفصاح المالي، الذي يعني إظهار المعلومات المالية عن طريق القوائم والتقارير المالية المختلفة حتى يتسنى للمستثمر دراسة الوضعية المالية للشركات المدرجة المصدرة للأصول المالية وتقييمها قبل التعامل فيها. و بعد إجراء هذه الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية:

- ينفي السوق المالي الكفاء حالات عدم تماثل المعلومات أي أنه في السوق الذي يتميز بالكفاءة يكون فيه تدفق المعلومات لكل المتعاملين في نفس الوقت، فلا يكون هناك رابح أكبر أو خاسر أكبر.
- الأسعار في حالة السوق الكفاء تسلك مسار عشوائي وأن سعر اليوم مستقل عن سعر غدا وبالتالي فإنه لا يمكن التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل هذا ما يؤدي إلى أن التحليل الفني لا جدوى منه.
- يساعد الإفصاح في تحسين كفاءة التشغيل من خلال توفير معلومات دقيقة تعكس الوضع الحقيقي للمؤسسات المالية.
- تلعب الهيئات الرقابية لأسواق الأوراق المالية دوراً هاماً في جعل السوق يتميز بالشفافية في المعلومات المفصح عنها وذلك من خلال إصدار اللوائح والقوانين و التشريعات التي تحول الإفصاح من إفصاح اختياري إلى إفصاح إلزامي.
- إن تدعيم الإفصاح الإلكتروني عن طريق القاعدة الإلكترونية "تداول" يخطو بالإفصاح خطوة كبيرة يجعل استمرارية توصيل المعلومات عن المؤسسات وعن السوق للمستثمرين، مما لاشك سيؤدي بالرفع من كفاءته.
- هناك إرادة داخلية ورقابة وتنظيم فعال لهيئة السوق المالي السعودي للحد من سلوكيات التلاعب والتضليل والحد من الإشاعات التي تعود بالسلب على كفاءته، دليل على ذلك تراجعها المعبر خلال فترة الدراسة مما يؤدي حتماً إلى ثقة المستثمرين في السوق.

و يمكن دعم هذه الدراسة بجملة من الاقتراحات نحددها في النقاط التالية:

- ✓ على المستثمرين إدراك أهمية المعلومات المتاحة لديهم والمتعلقة بأسعار الأوراق المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية مما سيساعد على تحسين كفاءة السوق.
- ✓ على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية أن تعمل على الإفصاح عن كافة المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين المتعاملين في السوق وبأدنى التكاليف مما سيعود بالإيجاب على كفاءة السوق وبالتالي على تعاملاتهم.
- ✓ زيادة الوعي لدى المستثمرين من خلال النشرات والكتيبات ووسائل الإعلام التي تقدمها هيئات الأسواق المالية.

- ✓ العمل على تنويع الأدوات الاستثمارية المتاحة للتداول وخلق أسواق موازية.
- ✓ العمل على تنظيم وتطوير عمليات الإفصاح عن كل المعلومات الجوهرية استناداً إلى المعايير الدولية.

8. قائمة المراجع

- Eugene Fama , Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work, The journal of finance, 25, no,2,May 1970,p 384. Sur le site <http://www.jstor.org/stable/2325486>, jour de consultation 10/04/2018.
- مفتاح صالح و فريدة معارني، 2010 ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها- مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
- محمد صالح الخناوي، 1998، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية.
- منير إبراهيم الهندي، 2003، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية.
- Michel Albouy, Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ?, la finance comportementale, Lavoisier revue française de gestion, n° 157, 2005.
- سليم جابو، 2012، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية " دراسة حالة الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
- الهندي منير إبراهيم، 2003، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية.
- بن حاسين بن أعمر، 2012، جديدين لحسين، بن بوزيان محمد، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية "دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2.
- إبراهيم جابر السيد، 2014، الإفصاح المالي وأهميته في نمو الأعمال التجارية العربية داخل البلاد الأجنبية، دار غيداء، الطبعة الأولى، عمان.
- طلال محمود علي الجحاوي، 2017، محمد آل فتح الله، الشفافية في الإفصاح عن المعلومات المحاسبية، دار الأيام، الطبعة الأولى، عمان.
- نور الدين بجلول، 2015، المعلومة المحاسبية وقيمة المؤسسة "دراسة لأثر الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية وفق معايير المحاسبة الدولية على القيمة السوقية للسهم"، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم المالية، جامعة باجي مختار عنابة.
- أنغام يوسف صلاح، 2010، المحتوى المعلوماتي للبيانات المالية المنشورة الصادرة عن الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية من وجهة نظر المستثمرين والمقرضين ومدققي الحسابات الخارجيين، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان.
- حسين أحمد دحدوح، 2014، رشا أنور حماد، دور الإفصاح الاختياري في تعزيز الثقة بالتقارير المالية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية "دراسة ميدانية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 30، العدد 2.
- أمين أحمد لطفي السيد، 2005، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والإستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر.

- ياسر شاهين، 2007، دور الوعي الاستثماري في كفاءة واستقرار الأسواق المالية "سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والإنجاز والتحدي"، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني
- خيرة الداوي، 2017، بولرباح غريب، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة العلمية للتنمية الاقتصادية، العدد 07 .
- رشيد بوكساني، 2006، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.