

قياس كفاءة بورصة الأردن في ظل تطبيق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية  
**Measuring the efficiency of the Jordan Stock Exchange in light of  
the application of disclosure of accounting information**

بن لخضر مسعودة<sup>1\*</sup>، سعودي بلقاسم<sup>2</sup>

<sup>1</sup>جامعة المسيلة، الجزائر، benlakhdar90@gmail.com

<sup>2</sup>جامعة المسيلة، الجزائر، Saoudi111@yahoo.fr

تاريخ التسليم: 2019/08/29 تاريخ التقييم: 2019/09/15 تاريخ القبول: 2019/10/09

**Abstract**

This study aims to measure the efficiency of the Jordan Stock Exchange at the semi-strong level according to the accounting disclosure applied during 2018. In order to reach such objective, we used the methodology of the event study in order to identify the efficiency of the Jordan Stock Exchange, and to determine whether there is an impact on the disclosure of the financial statements on the stock prices the day of the announcement of these statements, by calculating the average unusual return of shares of a sample of 80 listed companies. In Jordan, the results of the event study showed that there is no statistically significant effect on the returns of the stock exchanges under consideration on the day of the financial statements, which confirms the inefficiency of the Jordan Stock Exchange at the strong semi-level. Keywords: Financial Markets - Stock Market Efficiency - Accounting Disclosure - Event Study.

**Keywords:** Financial Markets - Stock Market Efficiency - Accounting Disclosure - Event Study.

**المخلص**

هدفت هذه الدراسة إلى قياس كفاءة بورصة الأردن عند المستوى شبه القوي في ظل الإفصاح المحاسبي المطبق خلال عام 2018، من أجل تحقيق هدف الدراسة تم استخدام منهجية دراسة الحدث للتعرف على كفاءة بورصة الأردن، ومعرفة ما إذا كان هناك تأثير للإفصاح عن الكشوف المالية على أسعار الأسهم يوم الإعلان عن نشر هذه الكشوف، من خلال احتساب متوسط العائد غير العادي لأسهم عينة مكونة من 80 شركة مدرجة في الأردن، كما أظهرت نتائج دراسة الحدث عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عن العوائد غير العادية لأسهم البورصات محل الدراسة يوم الإعلان عن الكشوف المالية، مما يؤكد عدم كفاءة بورصة الأردن عند المستوى شبه القوي.

**الكلمات المفتاحية:** الأسواق المالية - كفاءة سوق المال - الإفصاح المحاسبي - دراسة الحدث.

## 1. مقدمة:

تعد كفاءة السوق المالي أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، حيث يشكل ذلك حافزا للمستثمرين الجدد للدخول إلى السوق وبالتالي تحقيق أهداف السوق المالي، وتعود نشأة فرضية كفاءة السوق المالي نتيجة جهود بحث كبيرة قام بها الكثير من الباحثين والمختصين في الأسواق المالية، حيث قام فاما عام 1971م بنشر بحثه الشهير " كفاءة سوق رأس المال " استعرض نظرية واختبار تجريبي، والذي شكل الإطار النظري لكفاءة سوق المال.

إن السوق المالي الذي يتميز بالكفاءة هو السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة، حيث يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق.

يعتبر الإفصاح المحاسبي الوسيلة الأساسية والفعالة لإيصال نتائج الأعمال للمستخدمين من أجل دعمهم في اتخاذ قراراتهم خصوصا المتعلقة بمجالات الاستثمار والتمويل، وبهذا فقد أصبح الإفصاح المحاسبي من الموضوعات المثيرة للجدل بين مستخدمي القوائم والمحاسبين والإداريين، فهو يعمل على توفير المعلومات المحاسبية التي تساعد المستثمرين على في اتخاذ قراراتهم.

تتفق جميع التشريعات المنظمة لأسواق المال محل الدراسة على أهمية إعداد المعلومات المحاسبية وإلزام الشركات المساهمة بالإفصاح عن كشوفها المالية الدورية بشكل فوري ووفقا لمتطلبات الجهات الرقابية، مما يساعد على تحسين كفاءة السوق التي تعتمد بشكل أساسي على المعلومات التي تنعكس في سعر الورقة المالية، وما توفره هذه المعلومات من ثقة للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

**الإشكالية:** من أجل تعزيز ثقة الأسواق المالية اتجهت العديد من الدول النامية إلى إنتاج معلومات محاسبية تتمتع بقدر عال من الإفصاح المحاسبي، هذا الأخير يعتبر وسيلة مهمة في يد الشركات المدرجة أسهمها في الأسواق المالية من أجل إقناع مستخدمي الكشوف المالية من مستثمرين ومقرضين بمصداقية وملائمة المعلومة المحاسبية، على ضوء ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما هو دور الإفصاح المحاسبي في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية؟

**التساؤلات:**

- في ضوء الاشكالية يمكن طرح الاسئلة التالية:
- هل يوجد تأثير للمعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم في يوم الإفصاح عن الكشوف المالية؟
  - هل تتعكس المعلومات المتعلقة بنشر الكشوف المالية لحظيا على أسعار الأسهم؟

**الفرضيات:**

- إن مجموع العوائد غير العادية يوم الإفصاح عن الكشوف المالية يختلف عن الصفر.
- لا تستجيب أسعار الأسهم بسرعة للمعلومات المتعلقة بنشر الكشوف المالية.

**2. ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية****2.1 مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وتاريخ نشأتها**

يعتبر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية امتدادا للنظرية الكلاسيكية للاقتصاد والتي تعتبر أنه لا توجد أرباح زائدة في ظل ظروف المنافسة، فإذا كانت هناك مجموعة معينة من البيانات -مثل البيانات المنشورة في الكشوف المالية للمشروع- معرفة لجميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية فإنه في ظل ظروف المنافسة السائدة في السوق سوف يكون معدل العائد الذي يحققه المستثمرين قريبا من معدل العائد المتوقع، أي أنه طالما أن المستثمرين يحصلون على قدر من المعلومات فسوف يحصل الجميع على نفس الفرص في تحقيق معدلات العائد عند مستوى معين من المخاطرة مما يعني تحقيق العدالة في سوق رأس المال وذلك بتخفيض العائد غير العادي الناتج عن عدم تماثل المعلومات حيث تتعكس المعلومات بصورة كاملة وبسرعة في أسعار السوق الكفاء وبالتالي يمكن القول بأن سعر الورقة المالية في السوق الكفاء هو تقدير جيد لقيمتها الاستثمارية (اسماعيل، 2007، ص83).

وترتبط فكرة كفاءة السوق مع فكرة وجود السير العشوائي، ومنطق فكرة السير العشوائي هو أنه إذا تم تدفق المعلومات دون عائق وانعكاس المعلومات على الفور في أسعار الأسهم، كما أن تغير أسعار الغد تعكس فقط اختيار الغد، وتكون مستقلة عن تغيرات أسعار اليوم. (G.Malkiel, 2003, p. 03)

تعتبر فرضية السوق الكفاء إحدى المواضيع الأكثر جدلا في الأدبيات الاقتصادية، وقد حظيت بدراسات واسعة في العلوم المالية، فبعد ثلاث عشرات من البحث والآلاف من منشورات المجالات لم يتوصل الباحثون إلى اتفاق فيما يخص هذه الأسواق، فمن ناحية الجانب النظري للموضوع نجد

أهم المقالات التي نشرت ابتداء من 1965 Samuelson إلى غاية feasher and black 1986، طبعا مع وجود بحث fama 1970 (سامية، 2004، ص132). حيث يعتبر هذا الأخير أشهر من درس كفاءة السوق المالية بنشر عدد من المقالات التي وضعت أسس ما يسمى بنظرية كفاءة السوق، ففي عام 1965 نشر fama دراسة لقياس الحركة العشوائية لثلاثين سهما في مؤشر داوجونز للفترة 1956-1961 مستخدما اختباري الارتباط الذاتي المتسلسل واختبار التكرارات، توصل فيها إلى أن أسعار هذه الأسهم تتحرك عشوائيا ولا يوجد ارتباط بين الأسعار المدروسة والبيانات التاريخية السابقة لها، ثم قام robert 1967 بتحديد المصطلح الدقيق لفرضية السوق ثم طور fama نتائج robert ونشر في عام 1970 مقالة من مقالاته الشهيرة لفرضية السوق الكفاء<sup>1</sup>، حيث قام بالتمييز بين ثلاث أشكال مختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية والمتمثلة في الشكل الضعيف وهنا تتبع أسعار الأوراق المالية نموذج السير العشوائي، بمعنى أن جميع المعلومات التاريخية منعكسة في السعر، وعليه لا يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية، ويكون السوق في المستوى الشبه القوي للكفاءة إذا عكست الأسعار كل المعلومات العامة والمتاحة بكفاءة كالإعلان عن توزيع الأرباح وأخيرا المستوى القوي لسوق الأوراق المالية الكفاء وهو السوق الذي تنعكس جميع المعلومات العامة والخاصة في أسعار الأوراق المالية (محمد، 2004، ص5).

## 2.2 شروط السوق الكفاء

- تتوفر في السوق الذي يتسم بالكفاءة مجموعة من الشروط تتمثل في (Victor Dragota, 2010):
- توافر عنصر الشفافية ويقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وما يتم عن هذه الأوراق المالي من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات؛
  - يجب أن تكون السوق ممهدة بحيث لا تكون هناك تكاليف للمعاملات المالية، وان لا تخضع الأرباح للضرائب و لا يتم تحميل الصفقات المالية بأنه أعباء أخرى الكفاءة التشغيلية؛
  - أن لا تكون كلفة التداول منخفضة إلى درجة تكون منعدمة؛
  - يجب أن يقيم السوق بالمنافسة النزيهة بشرط أن لا تتأثر الأسعار بعمليات الفردية للتداول سواء تمت عن طريق مستثمر فرد أو مستثمر مؤسسي؛
  - وجود هيئة مشرفة تعرف بهيئة الأوراق المالية وان تكون هذه الهيئة محايدة؛

- إن توفر السوق المالية خاصة السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها وتوفير خاصة السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسعة المناسبة؛

- توفر تقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات.

### 3.2 متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

تقوم كفاءة سوق الأوراق المالية على متطلبين أساسيين هما كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير (الكفاءة المعلوماتية).

#### 1.3.2 كفاءة التشغيل Operational Efficiency

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمنة Brokerage ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مخال فيه، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكسبها للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة. وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف. (حطاب، 2006، ص38)

#### 2.3.2 الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية Formational Efficiency

وتسمى أيضا بالكفاءة التسعيرية أو الخارجية ويقصد بها أن المعلومات تصل إلى المستثمرين والمتعاملين في السوق المالي بسرعة ومن دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

إن سعر السهم في سوق الأوراق المالية يكون متغيراً عن قيمته الحقيقية وتكون المعلومات المتوفرة لجميع المتعاملين في السوق وبدون تكاليف باهظة، فإذا توفرت هذه الشروط فإن المستثمرين سيتمكنون من تكوين رد فعل باتجاه التعامل مع هذه الأسهم وبالتالي فإن القيمة السوقية سوف تكون مساوية للقيمة الحقيقية للسهم وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح على حساب الآخرين (حنفي، 2003، ص180).

وتشير معظم الدراسات المالية إلى أن فرضية الكفاءة المعلوماتية يمكن اختيارها تجريبياً باستخدام بعض أساليب الاقتصاد القياسي استناداً إلى حركات السير العشوائي من العوائد، وتكمن أهمية هذه الاختبارات هي أن المستثمرين لا يمكن أن يتوقعوا عائدات مستقبلية من الأصول، يعني أنه لا يمكن الحصول على عوائد غير عادية (الشرع، 2013، ص163).

إن كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير مفهومان مترابطان متكاملان، أي تحقيق الكفاءة المعلوماتية مرتبط بنجاح كفاءة التشغيل، فلكي تتحقق الكفاءة المعلوماتية ينبغي أن تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات المتاحة وبدون تكاليف باهظة.

#### 4.2 صيغ الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية.

وحسب دراسات الاقتصادي *fama* فإن درجة الكفاءة في سوق الأوراق المالية تتفاوت حسب نوع المعلومة من مستوى ضعيف إلى شبه قوي إلى المستوى القوي.

- **فرض الصيغة الضعيفة:** في ظل فرض الصيغة الضعيفة تعكس أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات التاريخية عن تحركات الأسعار، ولذلك لا يمكن للمستثمر التنبؤ بالسعر مستقبلاً عن طريق تحليل الأسعار

- **فرضية الصيغة شبه القوية:** تفترض الصيغة شبه القوية لكفاءة الأسواق المالية، أنه بالإضافة إلى الأسعار التاريخية، هناك أيضاً معلومات أخرى متاحة للجماهير والمتعلقة بالبيانات الأساسية للشركة، توقعات الأرباح والتوزيعات وإعلانات تجزئة سهم، جودة الإدارة، وتكوين الميزانية العامة (Victor Dragota, 2010, p. 02).

وفي ظل الصيغة شبه القوية فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، إذ تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات فسوف يحقق أرباحاً غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين (Canyalcin, 2010, p. 27).

- **فرض الصيغة القوية:** تؤكد الصيغة القوية لفرضية كفاءة السوق المالي أن أسعار الأسهم تعكس بالكامل جميع المعلومات سواء من مصادر عامة أو خاصة، يعني أن أي مجموعة من المستثمرين

لديه حق الوصول إلى المعلومات دون احتكار أي معلومات لها أثر على أسعار الأسهم (السمان، 2013، ص156).

### 5.2. أساليب قياس سوق الأوراق المالية الكفاء

تتمثل أساليب قياس سوق الأوراق المالية الكفاء في الآتي (Jeboisho, 2014, pp. 4-5):

- تكلفة التبادل: هي تكاليف الصفقات المالية، فإذا كانت هذه التكاليف منخفضة يوصف السوق على انه على درجة عالية من الكفاءة، والعكس في حالة زيادة التكاليف، وتعرف هذه الكفاءة بالكفاءة الداخلية أي في حالة انخفاض تكاليف عقد الصفقات.
- سرعة الاستجابة: استجابة أسعار الأوراق المالية التي تعقد في السوق لأي نوع من المعلومات التي يمكن أن تتوافر في السوق.
- المنافسة الكاملة: كبر حجم المعاملات المالية التي تعقد في السوق، بالإضافة إلى كبر حجم المتعاملين في السوق وحرية حركتهم من وإلى السوق.
- السيولة الكافية: لبيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في السوق، أي إمكانية تداول الأوراق المصدرة للأوراق المالية في السوق.
- هيئة السوق: وجود هيئة أو لجنة تعمل على إدارة السوق وفق مجموعة من اللوائح والقوانين التي تحكم العمل بالسوق.

### 3. الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية

يعتبر الإفصاح المحاسبي الوسيلة الأساسية والفعالة لإيصال نتائج الأعمال للمستخدمين من أجل دعمهم في اتخاذ قراراتهم خصوصاً المتعلقة بمجالات الاستثمار والتمويل، وبهذا فقد أصبح الإفصاح المحاسبي من الموضوعات المثيرة للجدل بين مستخدمي الكشوف والمحاسبين والإداريين، فهو يعمل على توفير المعلومات المحاسبية التي تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المختلفة.

#### 1.3 مفهوم الإفصاح ونشأته

يعرف الإفصاح المحاسبي على أنه أحد أهم المبادئ الأساسية التي تدل على نزاهة التقارير المالية ودقتها التي تؤثر إيجاباً على قرارات المستثمرين، إذ يتم الإفصاح وفقاً للمعايير المحاسبية

الدولية، كما أنه يساهم في تنشيط الاستثمار ويزيد من أرباح الشركات، كما أنه يحسن من الوضع التنافسي لهذه الشركات في السوق (محمود ع.، 2015، ص ص 122-123) .

وتعود الجذور التاريخية لمفهوم الإفصاح عن المعلومات إلى عام 1837م حيث نشرت « RailwayMagazine p2 » مقالة عن الإفصاح وضرورة الإفصاح عن المعلومات كل ستة شهور، بحيث تشمل هذه المعلومات بيانات عن الأرباح ورأس المال والاهتلاكات وتقييم الموجودات. هذا وقد تزايدت أهمية مبدأ الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة بالتحول التاريخي الذي حدث لوظيفة المحاسبة منذ بداية الستينات من هذا القرن عندما تحولت عما يطلق عليه الباحثون مدخل الملكية إلى ما يعرف بمدخل المستخدمين، فبتحول هذه الحقبة تحولت الوظيفة المحاسبية في التركيز على دورها كنظام للمعلومات غايته الأساسية توفير المعلومات المناسبة لصنع القرارات، ومن جانب آخر كان لتزايد الدور الاقتصادي لأسواق المال العالمية أثر مباشر على المحاسبة، إذ فرضت على المحاسبين أن يولوا اهتماما خاصا للنظريات والمفاهيم التي تحكم مقومات وآليات هذه الأسواق كنظرية المحفظة مثلا **PortfolioTheory** وفرضية السوق المالي الفعال، ذلك ما أكد مرة أخرى أهمية الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة بعد أن أصبحت البيانات مصدرا رئيسيا للمعلومات بالنسبة للمتعاملين في هذه الأسواق، لكن عام 1974 شهد حدثين بارزين تركا أثارا كبيرة على مشكلة الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة في الولايات المتحدة في ميزانيات المؤسسات الأمريكية تجلت في سمتين رئيسيتين هما اتساع نطاق الإفصاح ليشمل معلومات كانت إدارة المؤسسات حتى ذلك التاريخ تعتبرها من المحرمات، في حين تمثلت السمة الثانية بتحول التركيز على أهداف الإفصاح إلى حماية مصالح الفئات المختلفة مثل المساهمين، المستثمرين والمقرضين (Bader M.Aliwan, 2013, p. 175).

أما في الدول العربية فقد كانت لأزمة سوق المناخ في الكويت عام 1982م أثر في زيادة الاهتمام بالإفصاح، حيث يعتبر الكثير أن من أسبابها هو عدم موثوقية الكشوف المالية الصادرة عن الشركات المساهمة الكويتية نتيجة لعدم الالتزام بالمعايير والمبادئ المحاسبية السليمة في إعداد وعرض هذه التقارير مما جعلها مضللة.

### 2.3 أساليب وطرق الإفصاح المحاسبي

يوجد العديد من وسائل وطرق الإفصاح المحاسبي والتي يمكن أن تساعد مستخدمي المعلومات على فهمها واتخاذ القرار الصحيح، وتتوقف المفاضلة بين طريقة وأخرى على طبيعة المعلومات



المطلوبة وأهميتها النسبية وفيما يلي أكثر هذه الطرق شيوعاً في الاستخدام (الباقي، 2017، ص 138-139):

- الإفصاح من خلال الكشوف المالية: حيث يتم ظهور المعلومات الأساسية في صلب القوائم المالية بطريقة تساعد على الإفصاح من حيث شكل وترتيب هذه الكشوف وعلى سبيل المثال الميزانية تظهر بنود أصول وخصوم الشركة وكذلك حقوق الملكية، ويمكن الإفصاح عن العلاقات الملائمة بإعادة ترتيب تبويب بنود الأصول والخصوم إلى أصول ثابتة ومتداولة وخصوم ثابتة ومتداولة أو أصول نقدية وغير نقدية وخصوم نقدية وغير نقدية أو تطرح الخصوم المتداولة من الأصول المتداولة للوصول إلى رأس المال العام إلى غير ذلك من طرق التبويب.

- استخدام المصطلحات الواضحة والمتعارف عليها: مما لا شك فيه أن استخدام المصطلحات الواضحة ومقدار التفصيل في المعلومات لا يقل أهمية عن الإفصاح في صلب الكشوف المالية السابق الإشارة إليها، ويجب أن تستخدم المصطلحات التي تعبر عن المعنى الدقيق والمعروف جيداً لدى مستخدمي المعلومات مع مراعاة توحيد المصطلحات لنفس المعاني في جميع الكشوف حتى يستفيد مستخدم المعلومات منها وإلا أصبح الإفصاح مضلل في حالة حدوث عكس ذلك.

- المعلومات التي توضع بين الأقواس: قد يكون من الضروري ربط بند في أحد الكشوف المالية ببند آخر في نفس الكشف أو كشف آخر، أو إجراء شرح مختصر لقيده معين أو إحالة القارئ لشرح مطول من قيد في الملاحظات ويتم ذلك باستخدام المعلومات التي توضع بين الأقواس.

- الملاحظات الهامشية: يعتبر استعمال الملاحظات الهامشية تطوراً ملموساً في اتجاه الإفصاح الكافي لما توفره من معلومات تعجز عن توفيرها الكشوف المالية، حتى أن هندركسون أطلق على هذه الحقبة بحقبة الهوامش، تعتبر هذه الملاحظات جزءاً مكملًا للكشوف المالية، وتشمل توضيحات للبنود المعروضة في الكشوف المالية كشرح للسياسات المحاسبية المتبعة في تقويم الأصول الثابتة واستهلاكها وطرق تقويم المخزون والعناصر المحتملة وعدد الأسهم المصدرة، وشرح للأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية.

- الجداول الملحقة: قد تظهر بعض بنود الكشوف المالية بصورة مجملة في معظم الأحيان، وبالتالي يكون من الضروري تفصيل هذه البنود، ويمكن أن يتم ذلك من خلال الكشوف والجداول المرفقة، حيث تتضمن هذه الكشوف جداول تحليلية لبعض إجماليات الأصول والخصوم، وكشوف تبين أثر تغيرات الأسعار وكذلك المعاملات من الجهات الحكومية. (محمود م.، 2017، ص 315)

- تقرير رئيس مجلس الإدارة: وهذا التقرير يعتبر متمما للكشوف المالية والذي بدوره يصعب تفسير الكثير من معلومات الكشوف المالية.

### 3.3 أهمية المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية.

تعد المعلومات المحاسبية من أهم المعلومات التي يجب أن تقوم بتوفيرها بورصة الأوراق المالية، فالأسواق المالية العالمية تعطي أهمية كبرى لإعداد المعلومات والبيانات المالية ونشرها بصورة دورية للمستثمرين، حتى أنها أصدرت قوانين تلزم الشركات بإصدار هذه البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة (كشوف ربع سنوية على سبيل المثال)، فإن المعلومات المحاسبية تعد المصدر الأساسي في وضع أو إنشاء أو تركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية.

وترجع أهمية المعلومات المحاسبية من وجهة نظر المستثمر في هذا المجال إلى ما يلي:

- يؤدي توافر المعلومات المحاسبية إلى تخفيف درجة عدم التأكد المحيطة باتخاذ القرارات مما يساعد على اتخاذ القرار السليم؛

- تستخدم المعلومات المحاسبية كمدخلات لنماذج تحليل العوامل الأساسية وذلك للتنبؤ بقيمة الأسهم وتكون المعلومات المحاسبية في أشكال مختلفة منها النسب المالية والسلاسل الزمنية؛

- يساعد توافر المعلومات المحاسبية عن الشركة المصدرة للأوراق المالية المستثمر على اتخاذ قراره بالاستثمار في الأوراق المالية من عدمه وبما يحقق له أهدافه من هذا الاستثمار؛

- يساعد توافر المعلومات المحاسبية المستثمر في الاختيار الأمثل لمحفظة الأوراق المالية وتوضيح نظرية محفظة الأوراق المالية كيفية استخدام هذه المعلومات في تكوين المحفظة المثلى والفعالة.

### 4.3 طبيعة التداخل بين المعلومات المحاسبية والصيغ الثلاثة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

تعتبر المعلومات عنصرا حاسما من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى، وفي مجال الأوراق المالية تأخذ المعلومات دورا بارزا، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات أو عدم توافرها بالشكل المطلوب، يتحول سوق الأوراق المالية من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة، وتتميز الأسواق المتطورة بتعدد مصادر المعلومات بكثرة في نفس الوقت الذي تكون فيه هذه المعلومات متاحة للجميع إما بالاتجاه أو بتكلفة قليلة، وحتى في الحالات التي يعتبر فيها مصدر المعلومات مكلفا نسبيا. بحيث تتسم الأسواق ذات الكفاءة الاقتصادية العالية

بتوفر عدد هائل من هذه المصادر وهي كالتالي: الصحف والمجلات المتخصصة، سماسة الأوراق المالية، الصحف ومجلات عامة، بورصة الأوراق المالية، الإنترنت... إلخ (العريبي، 2002، ص 63-64).

ويشير الواقع العملي إلى توافر كفاءة السوق في صورتها الضعيفة والمتوسطة وندرة وجود كفاءة السوق في الصورة القوية، وفي ضوء الصورة المتوسطة لكفاءة السوق نجد أن المعلومات العامة المتاحة تنعكس بوضوح وبدون تحيز في أسعار الاستثمارات، بمعنى أن هناك علاقة إيجابية بين أسعار الاستثمارات وعائدها من ناحية وبين استخدام المعلومات المتاحة منها من ناحية أخرى. وكتعدد مصادر توفير هذه المعلومات ومن أهم هذه المصادر المعلومات المحاسبية التي تتضمنها الكشوف والتقارير المالية الصادرة عن الشركة المصدرة للأوراق المالية، أي أن في ضوء السوق المتوسطة الكفاءة تنعكس المعلومات المحاسبية بسرعة وبوضوح في أسعار الاستثمارات كما أن توافر هذه المعلومات بشكل سليم يؤدي إلى زيادة كفاءة السوق.

إذن هناك علاقة واضحة بين المعلومات المحاسبية وبين كفاءة السوق، حيث ترتبط كفاءة السوق بعلاقة مباشرة بالتقارير المحاسبية الخارجية (المنشورة) وعلاقة غير مباشرة بالتقارير الداخلية المعدة للإدارة حيث أن هناك ارتباطاً بين التقارير الداخلية والخارجية، فالبيانات المجمعة عادة لأغراض الاستخدام الداخلي تستخدم في إعداد التقارير لأغراض الاستخدام الخارجي (بوزيان، 2013، ص 254-255).

### 5.3 متطلبات الإفصاح المحاسبي في أسواق الأوراق المالية

لقد تناول عدد كبير من الباحثين تأثير مختلف العوامل البيئية على الإفصاح المحاسبي، من بينها عوامل سوق رأس المال، وبيئتنا كيف يزداد طلب المساهمين على المعلومات المالية في سوق رأس المال حرصاً منهم على اتخاذ قرارات اقتصادية عقلانية، وهذا ما يزيد بدوره أهمية الإفصاح المحاسبي في السوق المالي.

لقد افترض كل من Adhirari and Tandkar (1992) في هذا المجال أن الدول ذات النمو الاقتصادي العالي ونمو في سوق الأسهم الأعلى من المحتمل أن تزيد متطلبات الإفصاح أكثر من الدول ذات النمو الاقتصادي المنخفض وذات النمو الأقل في سوق الأسهم، ويرى (Jaffar et al 2007) أن سوق رأس المال الكفاء والفعال يحتاج إلى نظام إفصاح محاسبي جيد ونظام تقرير مالي شفاف لزيادة ثقة المساهمين في قرارات الشركة، وكذلك زيادة ثقة المستثمرين في اتخاذ قرارات

الاستثمار في السوق المالي، ووجد (Algifri, 2008) في هذا المجال أن الإفصاح المتعلق بالشركة هو ذو أهمية مركزية للوظيفة الفعالة لأسواق رأس المال.

لقد بدأ الإفصاح المحاسبي للشركات في سوق الأوراق المالية يحتل حيزا هاما في البحوث المحاسبية على مستوى الدول النامية، وقد اهتم عدد من الباحثين بدراسة هذا الموضوع في هذه الدول مستنديين إلى حقيقة أن المستثمرين في هذه الدول يحتاجون إلى معلومات مستندة على نظام إفصاح محاسبي فعال يؤدي إلى قرارات اقتصادية واستثمارية ملائمة، لقد دعم هذه الفكرة كل من (Larson and King, 1995) حيث وجد أن معظم الخبراء والمحللين الماليين يوافقون على أن المعلومات المحاسبية الدقيقة والتقارير المالية المؤقتة من شروط تطور أسواق الأسهم في الدول النامية، وذلك لأن المستثمرين يطلبون معلومات محاسبية موثوقة وملائمة، وبالتالي ستكون البنية التحتية المحاسبية عنصرا هاما وحاسما في تطور أسواق أهم الدول النامية.

### 6.3 أنواع الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية.

يعتبر كل من الإفصاح الاختياري والإفصاح الإلزامي من أهم أنواع الإفصاح المطبق في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى أنواع أخرى سوف نتطرق إليها في هذا المطلب.

**الإفصاح الاختياري:** يعرف الإفصاح الاختياري على أنه تقديم معلومات إضافية أكثر من المتطلبات القانونية، ويتم بمبادرة المنشأة المالية لتقديم معلومات إضافية لمقابلة احتياجات بعض الأطراف المستخدمة للكشوف المالية، ويدل تقديم هذه المعلومات على حرص الإدارة على الاهتمام بمصلحة أصحاب القرار.

ويعرف أيضا بأنه الإفصاح عن المعلومات بالتقارير المالية من جانب مديري المنشآت المالية والتي تكون متاحة لديهم وغير ملزمين بالإفصاح عنها قانونا (العريبي، 2002، ص 62).

**الإفصاح الإلزامي (الإجباري):** يعرف الإفصاح الإلزامي بأنه الإفصاح عن المعلومات وفقا للقواعد والقوانين ذات الصلة مثل قانون الشركات، وقانون الأوراق المالية وقواعد المحاسبة وقواعد الجهات التنظيمية، أي أنه يشمل كل المعلومات التي يتطلب الإفصاح عنها وفقا للتنظيمات والقوانين.

تبرز أهمية الإفصاح الإلزامي من خلال ما يلي:

يعد الإفصاح الإلزامي مطلبا سوقيا أساسيا لمستخدمي الكشوف المالية ويجب أن يمتلك هؤلاء المستخدمون الحق في الوصول لهذه المعلومات كما هي مشرعة في قوانين الجهات التنظيمية، لكي يتم إجراء التقييمات اللازمة عن الشركة واتخاذ القرارات الاقتصادية الملائمة؛

يساعد الإفصاح الإلزامي في تعزيز حوكمة الشركات عن طريق المساهمة في تفعيل امتيازات حاملي الأسهم، ومساعدتهم على مراقبة تنفيذ الإدارة لواجباتها، ورفع الوعي حول كيفية العمل الإداري لديهم؛ (فارس، 2016، ص 311)

**الإفصاح الترابطي:** ويربط هذا النوع من النماذج بين الطلب الخارجي على الإفصاح والتغير أو الاختلاف في أنشطة المستثمرين الذين يتنافسون في سوق رأس المال، ويتضمن هذا النموذج عرض المعلومات التي تساعد مستخدمي الكشوف والتقارير المالية- المستثمرون وغيرهم في اتخاذ قراراتهم بسوق الأوراق المالية.

**الإفصاح الكفاء:** ويربط هذا النوع من الإفصاح بين الإفصاح عن المعلومات بالكشوف المالية وبيئة سوق الأوراق المالية تحت افتراض أن حوافز أو كفاءة ترتيبات الإفصاح تكون ثابتة أو خارجية المنشأ، ويتضمن هذا النموذج الإفصاح عن المعلومات بالكشوف المالية التي تضمن كفاءة سوق الأوراق المالية بغض النظر عن حوافز إدارة الشركة عند الإفصاح عن تلك المعلومات (زحلو، 2014، ص ص 36-37).

#### 4. قياس العائد غير العادي قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية

لاختبار فرضيات البحث تم الاستعانة بأسلوب دراسة الحدث، باعتباره الأسلوب الذي يستخدم في قياس أثر حدث معين أو مجموعة من الأحداث على أسعار الأسهم.

#### 1.4 تقديم عام لأسلوب دراسة الحدث

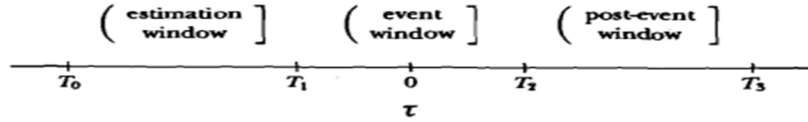
دراسة الحدث لها تاريخ طويل ولعل أول دراسة منشورة ل (James Dolly, 1933) في هذه الدراسة يدرس الآثار السعريّة لاشتقاق الأسهم والتغيرات التي تحدث للسهم في فترة الاشتقاق باستخدام عينة من 95 من الأسهم المشتقة خلال فترة 1921-1931 وجد أن السعر يرتفع في 57 حالة وينخفض في 26 حالة فقط، وتم تطوير أسلوب دراسة الحدث، حيث تم إدخال عليها عدة تعديلات من بينها فصل الأحداث الجيدة عن الأحداث السيئة وهذا في أواخر الستينات من القرن الماضي (ابراهيم، 2006، ص 11).

على الرغم من أن اختبار دراسة الحدث ليست اختبار مباشر للكفاءة، فإن توقيت تأثير الأحداث المستمرة قد يعطي معلومات عن هيكل السوق تتعكس على سعر السهم، حيث ينص (Fama, 1970) على أن اختبار الكفاءة في شكلها شبه القوي يعتمد على تعديل الأسعار وفق المعلومات المتاحة بشكل واضح وسريع للعامة (Mackinlay, 1997, pp. 13-14).

تتمثل الخطوات فيما يلي:

- تحديد يوم الحدث: وهو اليوم الذي تم فيه وقوع حدث ما ينتظر أن يؤثر على عوائد الأسهم، في الدراسة الحالية حدد يوم الحدث (t=0) 2018-12-31.
- تحديد نافذة الحدث: وفيها يتم تحديد الأيام التي تسبق يوم الحدث والأيام التي تليه وقد حددت بالمجال [-5, 0, +5].

الشكل رقم (1): الخط الزمني لدراسة الحدث



source: Robin Jonsson, 2014, p18.

- تحديد فترة التقدير: وهي الفترة التي تسبق فترة الحدث تمتد من 60 يوماً إلى 200 يوماً.

- عائد السوق: تم استخدام مؤشر الأرقام القياسية اليومي الذي تنشره سوق الأوراق

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \dots \dots \dots (2-4)$$

$R_{it}$ : العائد العادي المتوقع للسهم  $i$  خلال الفترة  $t$

$R_{mt}$ : عائد السوق  $m$  خلال الفترة  $t$ .

$e_{it}$ : الخطأ العشوائي والذي تعبر قيمته عن تأثير المعلومات الخاصة بالشركة.

$(\alpha, \beta)$ : معاملات نموذج السوق للسهم  $t$ .

- العائد غير العادي: العائد غير العادي على سهم كل شركة هو الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع، وذلك على أساس النموذج التالي:

$$AR_{it} = R_{it} - \overline{R_{it}} \dots \dots \dots (3-4)$$

$AR_{it}$ : العائد غير العادي للشركة  $i$

$R_{it}$ : العائد الفعلي للشركة  $i$

$\overline{R_{it}}$ : العائد المتوقع للشركة  $i$

- متوسط العائد غير العادي Return Ab normal: يمكن تحديد العائد اليومي المتوقع لسعر

السهم من خلال تطبيق المعادلة التالية (عباس، 2008، صفحة 23):

$$CAR_t = 1/N \sum AR_{it}$$

$CAR_{it}$ : متوسط العائد غير العادي

$AR_{it}$ : العائد غير العادي للشركة

#### 2.4 عينة الدراسة ومصادر جمع البيانات

**عينة الدراسة:** تم اختيار عينة تتكون من 80 شركة مدرجة في بورصة الأردن، وتم استثناء الشركات الحديثة التي لم يتوفر عنها بيانات عن نشر الكشوف المالية، وتغطي فترة دراسة الحدث سنة 2018.

**مصادر جمع البيانات:** تم جمع الكشوف المالية السنوية للشركات المدرجة في بورصة الأردن لعام 2018، باعتبار أن هذه الأخيرة توفر للمستثمرين معلومات مفيدة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الحالية وتوقعاتهم المستقبلية على الوضع المالي للشركة وربحياتها، وكذا الحصول على بيانات التداول اليومي من خلال مواقع الانترنت وهي:

- موقع مباشر [www.mubasher.info](http://www.mubasher.info)

- موقع بورصة الأردن [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo)

#### 3.4 خطوات تطبيق أسلوب دراسة الحدث على البورصات محل الدراسة

يتمثل الحدث موضوع الدراسة في الإعلان عن الكشوف المالية السنوية للشركات المدرجة في بورصة الأردن لسنة 2018، أما فترة الحدث المستخدمة في هذه الدراسة هي 5 أيام قبل وبعد الإعلان عن الكشوف المالية بالإضافة إلى يوم الحدث 2018/12/31 والمجموع هو إحدى عشر يوماً.

تعتبر الفترة قبل الحدث عن مدى تسريب المعلومات للمستثمرين قبل الإفصاح عنها مما ينتج عنه عوائد غير عادية، والفترة بعد يوم الحدث تعبر عن مدى استجابة السوق للمعلومات الواردة إليها والتي تعبر عن كفاءة السوق في صيغتها الشبه قوية.

ومن أجل تقدير معالم النموذج المستخدم في هذه الدراسة، تم اعتماد فترة تقدير 80 يوم قبل فترة الإعلان عن الكشوف المالية بالاعتماد على الأسعار اليومية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة محل الدراسة، ثم احتساب التغير اليومي للمؤشر العام لبورصة الأردن، حيث تم أخذ المتوسط الحسابي المرجح للرسملة السوقية للشركات المدرجة، ومنه يتم قياس متوسط العائد غير العادي لكل يوم من أيام فترة الحدث من أجل معرفة مدى كفاءة بورصة الأردن، هذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم(1): قياس العائد غير العادي " بورصة الأردن "

فترة الحدث	العائد غير العادي	متوسط العائد غير العادي	مستوى المعنوية	متوسط العائد غير العادي التراكمي	مستوى المعنوية
5-	0.149963	0.00187	0.0184	0.00187	غير دال
4-	-0.57251	-0.00715	0.0163	-0.00528	//
3-	-0.18317	-0.00220	0.0454	-0.00757	//
2-	0.02298	0.00028	0.0531	-0.00728	//
1-	-0.29279	-0.00365	0.0598	-0.01090	//
0	-0.06244	-0.00078	0.7795	-0.01172	//
1+	-1.76448	-0.02202	0.0076	-0.03370	//
2+	-0.25367	-0.00317	0.0037	-0.03690	دال
3+	-0.04695	-0.00058	0.5681	-0.03750	//
4+	-0.17108	-0.00213	0.5681	-0.03965	//
5+	-0.52319	-0.00653	0.0852	-0.04619	//

\*الاختبار عند مستوى معنوية 0.05.

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Event Study V1.06

من الجدول رقم (1) تظهر النتائج عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية يوم الحدث، حيث بلغ متوسط العائد غير العادي يوم الحدث  $CAR_t = -0.00078$  (  $t=0$  ) بمستوى معنوية 0.7795، مما يؤكد الفرضية " متوسط العائد غير العادي لا يساوي 0 يوم الحدث"، مما يفسر عدم وجود تأثير للإفصاح عن الكشوف المالية على أسعار الأسهم.



كما بلغت قيم  $CAR_t$  قبل يوم الحدث، في اليوم:  $t=5-$  و  $t=4-$  و  $t=3-$  على التوالي: 0.00187، -0.00715، -0.0022 بمستوى معنوية 0.0184، 0.0163، 0.0454 وهي قيم اقل من 0.05، وهذا يفسر وجود تسرب في المعلومات في هذه الأيام. أما الفترة التي تلي يوم الحدث، فقد بلغ متوسط العائد غير العادي في اليوم  $t=1$ ،  $t=2$  على التوالي: -0.0022، -0.00317، بمستوى معنوية 0.0076، 0.0037 وهي اقل من 0.05، مما يدل على وجود استجابة وامتصاص للمعلومات الواردة للسوق، مما يثبت عدم صحة الفرضية الثانية.

### 5. خلاصة

من خلال ما تم التطرق إليه في هذه الدراسة للإطار النظري للأسواق المالية وأهمية الإفصاح المحاسبي في هذه الأسواق، وكذلك تحليل البيانات وقياس لكفاءة بورصة الأردن قبل وبعد الإفصاح عن الكشوف المالية لمعرفة تأثير الإفصاح عن الكشوف المالية للشركات المدرجة على أسعار أسهم هذه الشركات،

يمكن استخلاص أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة كما يلي:

✓ أسعار الأسهم للشركات المدرجة لا تستجيب للمعلومات المفصح عنها في يوم الحدث نظراً لاستمرار تحقيق أرباح غير عادية، وهناك استجابة بطيئة لأسعار الأسهم في الأيام التي تلي يوم الإفصاح عن المعلومات المحاسبية؛

✓ تشير النتائج المتوصل إليها إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنشر الكشوف المالية على أسعار الأسهم في يوم الحدث، مما يدل على عدم كفاءة بورصة الأردن عند المستوى شبه القوي.

### 6. المراجع:

- ابراهيم ر. (2006). تقييم مستوى الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية للشركات المساهمة المصرية. *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*. (2) 1 .
- جاسم، أحمد، فارس، أشرف هاشم. (2016). تكريت،، تحديد أثر الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال، دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية جامعة. *مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية*، 12 (34).
- الباقي م. أ. (2017). *المحاسبة المالية المتقدمة التسويات الجردية -قراءة القوائم المالية - الحسابات اختصاص في المنشآت التجارية*. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.

- بن حاسين، بن عمر، جديدين، لحسين، بن بوزيان، محمد. (2013). كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب. مجلة أداء المؤسسة الجزائرية (02).
- زحلو، ع. م. (2014). تأثير عوامل بيئة الاستثمار على التباين في الإفصاح المحاسبي وفقا للمعايير الدولية، عينة من الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه. قسم المحاسبة كلية الاقتصاد، جامعة تشرين.
- زيطاري، سامية. (2004). ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة سوق الأوراق المالية العربية. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه. الجزائر، العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي، الجزائر.
- محمد، سام سعد. (2004). عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية. دراسات العلوم الإدارية، 41 (02)، صفحة 05.
- موصللي، سليمان، السمان، حازم. (2013). دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية (29).
- ربابعة، عبد الرؤوف، خطاب، سامي. (مارس، 2006). التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية. هيئة الأوراق المالية والسلع بالامارات العربية، صفحة 38.
- حنفي، عبد الغفار. (2003). بورصة الأوراق المالية أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات. الاسكندرية: الجامعة الجديدة للنشر.
- محمود، عبد المطلب عثمان. (2015). نموذج مقترح لقياس اثر تطبيق حوكمة الشركات. جامعة الدول العربية: الدار الجامعية المنظمة العربية للتنمية الادارية.
- لعريبي، عصام فهد ا. (2002). الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق). سوريا: دار الرضا.
- الشرع، عقيل شاكور. (2013). فرضية السوق الكفاءة: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية (2007-2010). مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، 15 (4).
- محمود، مجدي سلامة. (2017). معايير المحاسبة الدولية السياسات المحاسبية والتغيرات في التقديرات والأخطاء المحاسبية الإفصاح المحاسبي - عرض البيانات المالية. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.

- الحناوي، محمد، مصطفى، نهال فريد ، عبد الفتاح اسماعيل، السيد. (2007). *الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر*. الاسكندرية: دار القلم الجامعي.
- ال عباس، محمد عبد الله. (2008). أثر المعلومات عن جودة المراجعة وسمعة المراجع على سوق الاسهم السعودي دراسة اختبارية لكفاءةالسوق، مجلة البحوث المحاسبية. *مجلة البحوث المحاسبية*، 9 (1)، صفحة 23.
- Aliwan, Bader M., D. L. (2013, september ). The efficiency of disclosure in financial reports in companies in the presence of international accounting standars and its effect on achieving profits. *International journal of humanities and social science* .
- Canyalcin, K. (2010). Market rationality: efficient market hypothesis versus market anomalies. *European journal of economic and political* , 27.
- G.Malkiel, B. (2003). The efficient market hypothesis and the critics. *CEPS* , 03
- Jeboisho, C. E. (2014, july). Testing the weak form of efficient market a Nairobi stock exchange. *Research project submitted of the requirment of the post cradua* .
- Mackinlay, A. (1997). Event studies in economics and finance. *journal of economic litirature* , 13-14.
- Dragota, Victor, M. C. (2010). Market informational efficiency and investors rationality: somes evidences on Romania capital market. *Bucharest* , 02.