

دور الإفصاح المالي في تعزيز كفاءة السوق المالي: "دراسة حالة السوق المالي السعودي

The Role of Financial Disclosure in Increasing the Efficiency of the Financial Market: A Case Study of the Saudi Stock Market

بداوي مصطفى¹، لطرش هاجر، مكركب أبران نسبية:badaoui09@yahoo.fr

جامعة علي لونيبي البلدية 2 الجزائر،

hadjer.sara.rym@gmail.com

جامعة علي لونيبي البلدية 2 الجزائر

nmekerkeb@gmail.com

جامعة علي لونيبي البلدية 2 الجزائر

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الإفصاح المالي في الأسواق المالية وعلاقته بكفاءة هذا الأخير وذلك من خلال تحليل الإحصائيات السنوية للإفصاح المالي في السوق المالي السعودي للفترة الممتدة ما بين 2010-2017، وكذا قياس كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوى الضعيف باستخدام إختبار الأنماط الطارئة ومؤشرات قياس الكفاءة. وقد خلصت الدراسة إلى أنه هناك إفصاح في السوق المالي السعودي وهناك كفاءة عند المستوى الضعيف وذلك لإلتزام الشركات المدرجة بالإفصاح.

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

Abstract:

This study aims to highlight the role of financial disclosure in the financial markets and its relationship to the efficiency of the latter by analyzing the annual statistics of financial disclosure in the Saudi Stock Exchange for the period between 2010-2017, as well as measuring the efficiency of the Saudi stock market at the weak level using the test patterns and indicators of efficiency measurement. The study concluded that there is a disclosure in the Saudi financial market and there is efficiency at the weak level due to the commitment of listed companies to disclose.

Key words: Financial Disclosure, Efficiency, Transparency, Saudi Stock

Exchange, Run test

1. مقدمة:

تحظى الأسواق المالية باهتمام وأهمية بالغين لدى جميع دول العالم، نظرا 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 الممستثمرين 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 إهتماما كبيرا بفعالية الإفصاح ومدى شفافيته، وأمام هذا الواقع إرتأينا إلى معالجة هذا الموضوع من خلال إعطاء نظرة عامة عن الإفصاح المالي والمعلومة وكفاءة الأسواق المالية في شكل نظري، وجانب تطبيقي متعلق بقياس كفاءة السوقين السعودي والجزائري محاولين الإجابة على التساؤل الرئيسي للبحث: هل السوق المالية الجزائرية كفاءة مقارنة بالسوق المالية السعودية؟ وهل للإفصاح المالي أثر على كفاءة السوقين؟

2. 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 الإقتصادي 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: إستعراض للنظرية وإختبار 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 كفاء 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 إستجابة 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، ص182).

- يكون السوق كفاء 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 (منير إبراهيم الهندي، ص 403)

- **دقة وسرعة وصول المعلومات:** إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصيص الموارد الإقتصادية 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 إستغلال ثرواتهم.

● **الكفاءة الإقتصادية:** في ظل الكفاءة الإقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات إلى السوق وإنعكاس 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 الكفاء:** اعتمادا على طبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة ونوع المعلومات المتاحة في السوق تم تقسيم السوق الكفاء 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 إرتباط بينهم.

● **الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق** The Semi-strong Form Efficient Market: ويطلق عليها أيضا 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 متاح للجمهور، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الإستجابة ضعيفة لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية شأن 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 إستخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية حتى ولو إستعان بأفضل مستشاري الإستثمار في السوق (يوسف حسن يوسف، ص 34).

وبالتالي تعكس فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق جميع المعلومات سواء المتمثلة في المعلومات التاريخية، إضافة إلى المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، وكذا المعلومات الخاصة بفئة 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 الواضح غير مبهم وغير معقدة، تتسم بالكمال والصدق والشفافية، وعلى أن تقدم أو تعرض للمستفيدين في الوقت المناسب بحيث يمكن الاستفادة منها أو اعتمادها في إتخاذ القرارات الرشيدة وخاصة الإستثمارية منها، وعلى أن لا تكون عملية إيضاح هذه البيانات والمعلومات مكلفة للمستفيد مما يستبعد إستخدامها، فتكون عديمة الجدوى للمستخدمين والمستفيدين (إبراهيم جابر السيد، 2014، ص 21).

مما سبق يمكننا القول بأن الهدف الأساسي من الإفصاح المالي هو إظهار وتقديم وإيصال المعلومات المالية التي تعكس نشاط الوحدة الاقتصادية لمستخدميها، والتي من شأنها أن تساعد في إتخاذ قرارات إستثمارية رشيدة.

2.3. أنواع الإفصاح المالي: ينقسم الإفصاح المالي إلى عدة أنواع تختلف فيما بينها بإختلاف مميزات وأهدافها، والتي توجه أيضا إلى المستخدمين 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 إستخدام المعلومات المالية.

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

2.2.3. من حيث كمية المعلومات المفصح عنها: تختلف المعلومات المفصح 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 إستفادة 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 الإلتزام: هناك معلومات يكون الإفصاح عنها إجباري وأخرى طوعي حسب إرادة الشركة، ومنه يمكننا التمييز بين (حسين أحمد دحوح، 2014، ص 195):

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

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

• **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 دوريا عادة ما يكون شهريا، ربع سنويا، سنويا وذلك حسب إحتياجات المتعاملين في السوق.

- الإفصاح المستمر: تقوم دائرة الإفصاح بنشر حركة التداول اليومية، أسعار الإغلاق والإفتتاح 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 بإعتبارها من المصادر الجوهرية التي يتم الإعتماد عليها في إتخاذ القرارات الإستثمارية، حيث تقوم بتوفير المعلومات الأساسية التي تبنى عليها أسعار الأسهم. ويرجع ذلك إلى إمكانية إستخدامها في تقييم أداء الشركات المسجلة في البورصة تقييما دقيقا وبالتالي تحديد السعر المناسب لأوراقها المالية، مما يؤثر بلا شك على مستوى كفاءة الأسواق المالية (أمين أحمد لطفي السيد، 2005، 129).

وحتما ضعف الإفصاح والشفافية يؤدي إلى إحتكار 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، ص5).

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 إتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار؛
- **الدور التأثيري** على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين الخواطر والعوائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان.

نستخلص مما سبق أن كفاءة الأسواق المالية تتأثر ب: (رشيد 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 إستخدامها في المفاضلة بين فرص الإستثمار المختلفة؛
- مدى توفر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول، بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة المخاطرة المرتبطة به بما يلبي إحتياجات المستثمرين؛
- وضع التشريعات والقواعد والأحكام المنظمة لعمليات الإفصاح، وإلزام المستثمرين على إحترام المبادئ الأساسية في عملية الإفصاح عند إعداد القوائم، كمبدأ الإستمرارية 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 إستحداث 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 لهيئة السوق المالية مجلسا 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 وفقا 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 وفقا 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 أيضا 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 يوما 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 إحتوائها 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 المفصّح عنها من 133 قائمة في 2010 إلى 174 قائمة في 2017 حيث أنه في 2010، 72.93٪ من القوائم المالية لم ترد عليها تحفظات و27.07٪ وردت عليها تحفظات، بينما في 2017 لم ترد ملاحظات على 62.81٪ من القوائم و32.18٪ منها وردت عليها ملاحظات .

الجدول رقم (01): القوائم المالية السنوية

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

المصدر: من إعداد الباحثين إستنادا 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
								القوائم المالية التي لم ترد عليها تحفظات
102	112	117	111	118	107	105	98	
								القوائم المالية التي وردت عليها تحفظات
73	62	53	49	48	47	41	40	
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

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

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

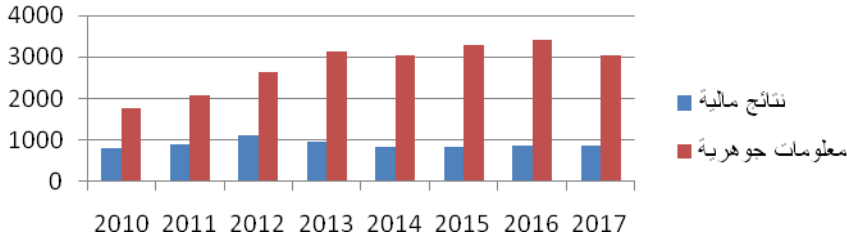
لقد راجعت الهيئة خلال الفترة الممتدة ما بين 2010-2017 ما جملته 6352 قائمة مالية مختصرة، حيث لوحظ إرتفاع في عدد القوائم المالية المختصرة المفصح عنها من 676 قائمة في 2010 إلى 870 قائمة في 2017 بنسبة إرتفاع قدرها 25.9٪، أما بالنسبة للقوائم المالية المفصلة فقد راجعت الهيئة 6221 قائمة، وقد زاد عدد القوائم 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 إرتفاعا 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 الاعلانات عن النتائج و المعلومات.

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



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

يمكننا ملاحظة تباين في نوع المعلومات التي تفسح عنها الشركات المدرجة حيث شهدت قوائم البيانات المالية إنخفاضا منذ 2013 حيث كانت 1111 إعلانا ثم إنخفضت تدريجا إلا أنها عادت للإرتفاع في 2017 ب 870 إعلانا. أما الإعلانات حول التطورات والأحداث الجوهرية التي تهتم المستثمرين وتؤثر في أسعار الأوراق المالية المتداولة فهي في تزايد مستمر حيث قدرت ب 2554 إعلانا في 2010 وارتفعت إلى 3912 إعلانا في 2017.

3.2.5. مخالفات نظام السوق المالي السعودي

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

1.3.2.5. مخالفات الإفصاح

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

الجدول رقم (4): مخالفات 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 إستنادا 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 إنخفاض 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 بالإنخفاض تدريجا إلى غاية 10 حالات تلاعب وتضليل في 2015 وهي أدنى المستويات في فترة الدراسة، ثم إرتفعت إلى 23 حالة في 2016 وبعدها عادت للإنخفاض مرة ثانية بنسبة إنخفاض 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 إستنادا 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 إرتفاع مستمر في عدد القوائم المالية

المفصلة والمختصرة طيلة الفترة، هذا ما يدل على إلتزام أغلبية الشركات المدرجة بالإفصاح عن نتائج أعمالها، وكذا لوحظ تزايد في عدد القوائم المالية السنوية وربع 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 إلتزام بالإفصاح، كما أنه هناك عمل مكثف للهيئة حتى تكون القوائم المالية صحيحة غير مضللة وموافقة للوائح التنفيذية.

شهد السوق السعودي أيضا إرتفاع مستمر في عدد الإعلانات المنشورة على الموقع "تداول" طيلة فترة الدراسة إلا في الفترة ما بين 2016 و2017 سجل تراجعاً في عدد الإعلانات بنسبة -8.7٪ وهذا يدل على إلتزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن نتائجها المالية وعن أي تطورات أو حدث تتعرض له والذي قد يؤثر على قرارات المستثمرين وعلى أسعار الأوراق المتداولة.

إن الإنخفاض المستمر لعدم إرتكاب مخالفات في الإفصاح حتى وصولها إلى أدنى مستوياتها عام 2017 يثبت مدى إلتزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن قوائمها المالية، وإنخفاض سلوكيات التلاعب والتضليل التي كانت في أعلى مستوياتها في 2013 شهدت إنخفاضا معتبرا في 2017، هذا ما يؤكد جهود الهيئة المالية السعودية على الحد من مثل هذه السلوكيات التي تؤدي إلى تذبذبات عنيفة وتؤثر بالسلب على إستقرار السوق وكذا تدل على إنضباط المتعاملين وتقيدهم باللوائح والقوانين لتحقيق الأرباح. فالإنخفاض المعتبر في مخالفات الإفصاح وسلوكيات التلاعب والتضليل الشيء الذي يدفع بثقة المستثمرين في السوق وتكثيف الصفقات والتعاملات فيه.

6. إختبار كفاءة السوق المالي السعودي

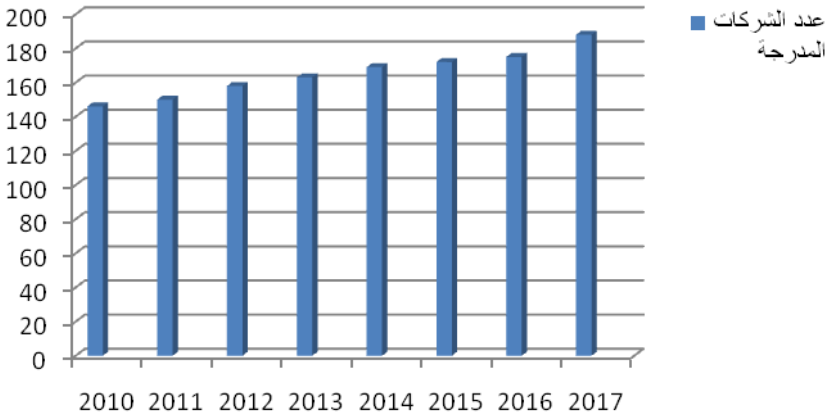
1.6. مؤشر حجم السوق

وهو من المؤشرات الهامة التي تبين مدى تطور أسواق الأوراق المالية ، ويتحدد من خلال عدد الشركات المدرجة و القيمة السوقية للأسهمها.

1.1.6 عدد الشركات المدرجة

يؤدي إرتفاع عدد الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية إلى زيادة إتساع 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 إستنادا إلى النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للمدة الممتدة ما بين 2010-2017.

شهد السوق المالي السعودي إرتفاعا في عدد الشركات المدرجة من 146 شركة في 2010 إلى 188 شركة في 2017 بمعدل نمو قدره 25.81%، وعرفت هذه الفترة إرتفاع مستمر ولكن بوتيرة نمو متباينة من سنة لأخرى حيث سجلت سنة 2017 أكبر إرتفاع في عدد الشركات المدرجة ب 13 شركة والتي تمثل معدل نمو قدره 7.43%.

ويعتبر هذا الإرتفاع في عدد الشركات المدرجة مؤشر إيجابي بالنسبة للسوق المالي السعودي، إذ أنه كلما إرتفع عدد الشركات المدرجة، كلما إتسع 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 إرتفاعه إتساع القاعدة الإستثمارية ومنه زيادة النشاط الإقتصادي.

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 إستنادا إلى النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للمدة الممتدة
ما بين 2010-2017

يلاحظ أن السوق المالي السعودي عرف إنخفاضا في 2011 بنسبة 4.12٪ مقارنة ب 2010، ثم عاد للإرتفاع تدريجا حتى 2014 أين عرف أكبر إرتفاع للقيمة السوقية للشركات المدرجة ب1812,89 مليار ريال سعودي ، ثم شهد إنخفاض ثاني في 2015 وبعدها عاد للإرتفاع إلى غاية 2017 أين قدرت القيمة السوقية ب 169.86 مليار ريال سعودي، فيعتبر هذا الإتجاه إيجابيا يدل على قدرة السوق المالي السعودي على زيادة تعبئة المدخرات، وزيادة الإستثمار 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

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

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

عرف السوق المالي السعودي إنخفاضا في قيمة التداولات، حيث في بداية فترة الدراسة كان في إرتفاع مستمر أين بلغ ذروته في 2014 ب 2146,51 مليار ريال سعودي، ثم باشر بالإنخفاض غاية 2017 لتبلغ قيمة التداولات 836 مليار ريال سعودي وهي أقل بنحو 28% من عام 2016، وتعتبر هذه الأرقام طبيعية في ظل المتغيرات الجوهرية التي حدثت في عام 2016، والتي تدفع بالمعاملين لتقرب إنعكاسات 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 الإرتفاع المستمر في الأسعار سيؤثر على حجم السيولة المتاحة لتداول الأسهم، ما يؤثر سلبا على الإتجاه العام لسوق الأسهم السعودية³. ويعود أيضا سبب التراجع الإنخفاض الحاد الذي عرفته أسعار النفط منذ 2014، حيث يمثل النفط المصدر الرئيسي للدخل في البلاد أين قدرة بنسبة 54 % في 2017.

ويعتبر تأثير إنخفاض 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 الماليين والتي غالبا ما ترتبط بعنصر التوقعات حول أوضاع السوق المستقبلية وتغيراتها، ويعتبر الإنخفاض الحاد في أسعار النفط مرآة لعامل التوقعات لدى المستثمرين الماليين الذين أصابهم الهلع ودفع بهم إلى بيع أصولهم المالية ذات العلاقة بالنفط⁴.

2.2.6. معدل الدوران

³ أحمد الرشيد من الرياض، أسهم السعودية تنهي 2017 باللون الأخضر، جريدة العرب الإقتصادية الدولية، أسواق الأسهم، على الموقع الإلكتروني: http://www.aleqt.com/2017/12/31/article_1307346.html تاريخ الإطلاع: 2017/04/

⁴ السعيد بوشول، محمد الأمين مصباحي، إنعكاس الصدمة النفطية 2014 على أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية، مجلة روى إقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، العدد 9، الوادي، 2015، ص122.

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 منخفضة⁵.

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 إنخفاضا في معدل الدوران وهذا يعود لإنخفاض قيمة التداولات وذلك منذ 2014 أين عرف أعلى قيمة له بمعدل نمو قدره 51.45%، وإنخفض تدريجا إلى غاية 2017 بوتيرة إنخفاض قدرها 37.55%، وهذا يدل على إنخفاض معدل السيولة.

3.6. قياس كفاءة السوق المالي السعودي في المستوى الضعيف

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

يعرف إختبار 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 الإشارة⁶.

(R) عدد التتابعات (sequence) في عينة من n عدد.

⁵عبد الحفيظ خزان، الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية "دراسة مجموعة الأسواق الناشئة من 1994 إلى 2016"، مجلة الإقتصاد الصناعي، العدد 12، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، 2017، ص114.

⁶عائشة بخالد، مرجع سابق، ص117.

نظريا:

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

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

و بالنسبة لعينة كبيرة (n مرتفع) ، يتبع R التوزيع الطبيعي.

وبتحديد عتبة خطأ تقدر ب 5٪

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

$$Z = \frac{R - E(R)}{\sqrt{\text{var}(R)}}$$

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 إختبار 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 إتجاه المؤشر في إرتفاع، وإشارة (-) عندما ينخفض و (0) عندما لا يكون هناك تغير في الإتجاه 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 إستنادا إلى التقارير السنوية للسوق المالي السعودي "تداول" للفترة الممتدة ما بين 2010-2017.

من معطيات الجدول يتضح أن:

$$R=4 \quad , \quad \text{تغيرين (2) بالإرتفاع، وتغيرين (2) بالإنخفاض}$$

$$N=8$$

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 المتتابة 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 الإعتماد 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 أساسا على مدى توفر المعلومات الصحيحة والدقيقة، وسرعة وصولها دون تحمل الأطراف المتعاملة لتكاليف مرتفعة، مما يجعل الأوراق المالية مسعرة بقيمتها الحقيقية، تماشيا 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 دورا هاما في جعل السوق يتميز بالشفافية في المعلومات المفصّل عنها وذلك من خلال إصدار اللوائح والقوانين و التشريعات التي تحول الإفصاح من إفصاح إختياري إلى إفصاح إلزامي .

- إن تدعيم الإفصاح الإلكتروني عن طريق القاعدة الإلكترونية "تداول" يخطو بالإفصاح خطوة كبيرة يجعل إستمرارية 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 المعترف خلال فترة الدراسة مما يؤدي حتما 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 الإستثمارية المتاحة للتداول وخلق أسواق موازية.

- العمل على تنظيم وتطوير عمليات الإفصاح عن كل المعلومات الجوهرية إستنادا 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 معارفي ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها- مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2010.
- محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1998.
- منير إبراهيم الهندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003.
- **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، 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، 2012.
- الهندي منير إبراهيم، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003.
- بن حاسين بن أعمار، جديدين لحسين، بن بوزيان محمد، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية "دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2012.
- إبراهيم جابر السيد، الإفصاح المالي وأهميته في نمو الأعمال التجارية العربية داخل البلاد الأجنبية، دار غيداء، الطبعة الأولى، عمان، 2014،
- طلال محمود علي الججاوي، محمد آل فتح الله، الشفافية في الإفصاح عن المعلومات المحاسبية، دار الأيام، الطبعة الأولى، عمان، 2017،
- نور الدين بهلول، 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، 2015.
- أنعام يوسف صلاح، 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، 2010.

- حسين أحمد دحدوح، رشا أنور حماد، دور الإفصاح الإختباري في تعزيز الثقة بالتقارير المالية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية "دراسة ميدانية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 30، العدد 2، 2014، ص 195.
- أمين أحمد لطفي السيد، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والإستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 129.
- ياسر شاهين، دور الوعي الإستثماري في كفاءة وإستقرار الأسواق المالية "سوق فلسطين للأوراق المالية : عقد من الصمود والإنجاز والتحدي"، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، 2007، ص 5
- خيرة الداوي، بولرباح غريب، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة العلمية للتنمية الإقتصادية، العدد 07، 2017 .
- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.