

## اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي: دراسة سوق عمان المالي

### Testing efficiency of Arab stock markets at semi-strong level - a study of Amman Financial Market

حكيمة بوسلمة

جامعة باتنة 1، الجزائر

Rahemaalgerie@yahoo.com

#### ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي وبالتحديد سوق عمان المالي، وذلك من خلال معرفة مدى تأثير أسعار الأسهم في هذا السوق بالمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة للشركات المدرجة فيه باستخدام أسلوب دراسة الحدث الذي يعالج تأثير حدث معين أو مجموعة من الأحداث على أسعار الأسهم. وقد توصلت الدراسة إلى عدم كفاءة سوق عمان المالي عند المستوى شبه القوي لأن أسعار الأسهم المتداولة فيه لا تستجيب للمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة للشركات وإنما تتأثر بعوامل أخرى.

**الكلمات المفتاحية:** أسواق الأوراق المالية، كفاءة الأسواق، المستوى شبه القوي، أسعار الأسهم، سوق عمان المالي.

#### Abstract :

This study aims at testing efficiency of Arab stock markets at semi-strong level through exploring the impact of informations contained in the published financial reports for companies listed in Amman financial market on stock prices using event study method that addresses the impact of a particular event or group of events on stock prices.

The study found inefficiency of Amman Financial Market at the semi-strong level because the stock prices do not respond to the informations contained in the published financial reports for companies but affected by other factors.

**Key words:** securities markets, market efficiency, semi-strong level, stock prices, Amman Stock Exchange.

#### تمهيد :

تعتبر أسواق الأوراق المالية آلية يتم من خلالها إيجاد قنوات لتجميع مدخرات الوحدات الاقتصادية والأفراد الذين ليس لديهم الخبرة الفنية أو الوقت لإدارة استثماراتهم وتوجيه هذه المدخرات إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجز في الموارد المالية لإقامة مشاريع جديدة أو التوسع في المشروعات القائمة، مما يؤدي إلى زيادة كل من الادخار والاستثمار وما يترتب على ذلك من زيادة معدل النمو الاقتصادي.

كذلك يؤدي وجود سوق الأوراق المالية إلى تخصيص كفاء للموارد المالية، فالوحدات الاقتصادية أو الأفراد الذين يكون لديهم فائض من الأموال يمكنهم من خلال هذا السوق المفاضلة بين البدائل المختلفة والمخاطر التي يتعرض لها كل بديل، مما يؤدي إلى توجيه الأموال لأفضل استخدام.

ولكي تستطيع أسواق الأوراق المالية أداء وظيفتها التمويلية والاستثمارية على أكمل وجه يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والفعالية، حيث يتم اتخاذ قرارات الاستثمار فيها على أسس سليمة تركز على توفر نظام فعال للمعلومات تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة في الأوقات المناسبة وبالتكلفة المناسبة ليتمكن المستثمرون من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار.

ونظراً لاعتماد كفاءة أسواق الأوراق المالية بما فيها الأسواق العربية على المعلومات التي تتوفر في أي وقت وبشكل مستقل سواء تمثلت تلك المعلومات في التقارير المالية، أو معلومات بثتها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية. فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعوداً مع الأخبار السارة ونزولاً مع الأخبار غير السارة. وفي ظل المنافسة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات فلن يتمكن أي منهم من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة حصوله على المعلومات أو تحليلها قبل الآخرين.

ولأن سوق عمان المالي يعتبر من الأسواق العربية التي حظيت باهتمام العديد من المستثمرين والمتعاملين في الأسواق المالية، فقد هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءته عند المستوى شبه القوي من خلال معرفة مدى تأثير أسعار أسهم الشركات المدرجة فيه بالمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة.

وفي سياق ذلك جاءت مشكلة الدراسة مصاغة في السؤال الرئيسي التالي: "هل يعتبر سوق عمان المالي من الأسواق العربية التي تتصف بالكفاءة عند المستوى شبه القوي؟".

ولاختبار كفاءة سوق عمان المالي عند المستوى شبه القوي صيغت الفرضية الرئيسية التالية:

لا تتأثر أسعار الأسهم في سوق عمان المالي بالمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة للشركات.

1- الإطار النظري للدراسة: بدأ الاهتمام بكفاءة أسواق الأوراق المالية نتيجة لقيام العديد من المختصين بتحليل المعلومات الواردة إلى هذه الأسواق بهدف التوصل إلى القيمة السوقية التي تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية. ويمكن وصف سوق الأوراق المالية بالكفاءة إذا كانت أسعار الأسهم المتداولة فيه تعكس تماماً المعلومات المتوفرة، بحيث تتفاعل هذه الأسعار على الفور وبطريقة غير متحيزة مع أي معلومة جديدة، مما يؤدي إلى صعوبة تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على تلك المعلومات.<sup>1</sup>

ويعرف السوق المالي الكفاء بأنه: "السوق الذي تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه (خاصة الأسهم) كل المعلومات المتاحة، وبالتالي فإن هذه الأسعار تكون عادلة ومعبرة عن القيمة الحقيقية للورقة المالية".<sup>2</sup> أو هو: "السوق الذي تستجيب فيه أسعار الأوراق المالية للمعلومات الجديدة بسرعة كبيرة".<sup>3</sup> ووفقاً لذلك فإنه في ظل السوق الكفاء يتم استيعاب كافة المعلومات من قبل المتعاملين في السوق بشكل سريع. حيث يعكس سعر السهم المصدر من قبل أي منشأة كافة المعلومات المتاحة عنها.

وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم في ظل السوق الكفاء هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي ينتج عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها نتيجة الاستثمار في ذلك السهم. كذلك يعكس سعر السهم توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب.<sup>4</sup>

وهنا يبرز دور الاتجاه الحديث في الإفصاح الذي يقضي بضرورة نشر كل المعلومات الملائمة من خلال التقارير المالية، بحيث تعكس هذه المعلومات الأداء العادل والموضوعي للمنشأة المدرجة في السوق. وهذه المعلومات تمكن المستثمر من تقدير القيمة السوقية للأوراق المالية، والتي تتعادل مع القيمة الحقيقية لها، وبالتالي لا يمكن لأي من المستثمرين أن يحقق عائداً غير عادي.

أما عدم كفاءة سوق الأوراق المالية فتعني أن الأسعار لا تستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة، إضافة إلى حصول بعض المستثمرين على معلومات عن المنشأة التي يتم تداول أسهمها، مما يؤدي بهم إلى تحقيق أرباح غير عادية على غرار المستثمرين الآخرين.<sup>5</sup>

واستناداً على ما سبق يمكن القول أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتطلب توفر قدر عالي من المرونة تسمح بسرعة استجابة أسعار الأوراق المالية خاصة الأسهم لكل معلومة جديدة ترد إلى السوق. ونظراً لأن المتعاملين في هذا الأخير في تنافس دائم للحصول على المعلومات سواء كانت محاسبية أو غير محاسبية من مصادر مختلفة، فإنه من الصعب عليهم تحقيق مكاسب غير عادية اعتماداً على معلومات معينة بسبب تعادل القيمة السوقية للأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية.

ونظراً للدور الذي تؤديه المعلومات سواء المحاسبية منها أو غيرها في الحكم على كفاءة سوق الأوراق المالية. فقد تم تقسيم السوق الكفاء في ضوء المعلومات المتاحة إلى ثلاث أشكال هي:

- **الشكل الضعيف: Weak Form** وفقاً لهذا الشكل فإن أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية أي التطور التاريخي للتغيرات الطارئة على أسعار الأسهم وعلى حجم التعاملات في الماضي. مما يترتب عليها عدم قدرة أي مستثمر تحقيق أية أرباح غير عادية عن طريق التنبؤ بالأسعار المستقبلية بناءً على هذه المعلومات التاريخية لأن تلك المعلومات انعكست بالأسعار الحالية للأسهم كما أنها متوفرة لدى أغلب المتعاملين في سوق الأوراق المالية بتكلفة منخفضة جداً وبالتالي لن تفيد في تحقيق أي ربح غير عادي. ويرتكز الشكل الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية على نظرية الحركة العشوائية للأسعار التي تفترض عدم إمكانية التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات التاريخية المتاحة، لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض.<sup>6</sup>

ولأن الأسعار في المستقبل مستقلة عن الأسعار التاريخية بحيث تأخذ شكلاً عشوائياً يرتبط بورود معلومات جديدة إلى السوق وليس بوجود معلومات تاريخية، فإنه لا يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار. وهذا ما أكدته العديد من الدراسات التي اختبرت الشكل الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية، والتي توصلت إلى تحقق هذا المستوى من الكفاءة سواء في الأسواق المتقدمة أو الأسواق الناشئة.<sup>7</sup>

وعلى غرار ذلك أجريت عدة دراسات على أسواق الأوراق المالية العربية لاختبار كفاءتها عند هذا المستوى، وتوصلت معظمها إلى عدم كفاءة هذه الأسواق لعدة أسباب نذكر منها:<sup>8</sup>

- ضعف الضوابط الرقابية والمحاسبية خاصة المتعلقة منها بالإفصاح المحاسبي؛
- قلة حجم التداول في الأوراق المالية وانخفاض السيولة (ضيق الأسواق)؛
- سيطرة كبار المتعاملين على هذه الأسواق وتأثيرهم على أسعار الأسهم المتداولة فيها؛
- ضعف التنظيم الفني في معظم أسواق الأوراق المالية العربية.

- **الشكل شبه القوي: Semi-Strong Form** يشير هذا الشكل إلى أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار تلك الأوراق، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور في زمن معين. والتي تشمل التقارير المالية المنشورة، المعلومات المتعلقة بإصدار أسهم جديدة، توزيعات الأرباح أو أي معلومات أخرى تتعلق بالاقتصاد ككل أو بظروف الصناعة أو المنشأة نفسها. بحيث تؤدي سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المتاحة إلى صعوبة تحقيق أي مستثمر لعائد متميز على حساب الآخرين.

ويعتبر هذا الشكل أكثر المستويات اتفاقاً مع الاستخدامات المحاسبية، لأن المعلومات المحاسبية تمثل جزءاً هاماً من المعلومات العامة المتاحة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية.<sup>9</sup>

وقد أجريت العديد من الدراسات العلمية لاختبار مدى سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية لأي معلومات جديدة مثل الأرباح والتوزيعات، الإعلان عن اتباع أساليب جديدة عند إعداد التقارير المالية، أو استجابة الأسعار للإصدارات

- **الشكل القوي: Strong Form** يعني هذا الشكل أن أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة، سواء كانت معلومات عامة متاحة للجمهور أو معلومات خاصة. حيث لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية حتى لو امتلك معلومات داخلية عن المنشأة.<sup>11</sup> ويقصد بهذه الأخيرة المعلومات المتاحة فقط لفئة معينة كإدارة المنشأة وكبار المتعاملين في الأسهم، أو تلك التي يصل إليها المحللون من خلال ما يمتلكونه من كفاءة وخبرة في التحليل.

إلا أن الواقع العملي يوفر لكبار الموظفين والمساهمين في المنشأة إمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بها قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، وهو ما يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية. مما دفع ببعض البلدان إلى إصدار قانون يعاقب كبار العاملين الذين يستغلون المعلومات الخاصة بمنشأتهم لتحقيق أرباح غير عادية.<sup>12</sup>

ومن جانب آخر يصعب إثبات هذا المستوى من كفاءة سوق الأوراق المالية نظراً لصعوبة تحديد طبيعة المعلومات الداخلية (الخاصة) لأنها غير متاحة للجمهور، وبالتالي لا يمكن دراسة مدى تأثيرها على أسعار الأوراق المالية.<sup>13</sup>

يتضح من خلال ما سبق أن السوق الكفاء في مستواه الضعيف لم يلق قبولاً من المحللين الماليين، وذلك لصعوبة تحديد أسعار الأوراق المالية في الفترة الحالية في ضوء المعلومات التاريخية فقط دون أخذ بقية المتغيرات (الاقتصادية والسياسية والاجتماعية) بعين الاعتبار.

كما أن السوق الكفاء في مستواه القوي يصعب تحقيقه نظراً للشروط اللازمة لتحقيقه خاصة ما يتعلق منها بضرورة توفر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق في وقت واحد ودون تكلفة، وكذلك وجود تماثل بين المتعاملين في السوق من ناحية فهم المعلومات المتاحة واستيعابها والاستفادة منها في اتخاذ القرارات.

أما عن المستوى شبه القوي لكفاءة السوق فقد لقي قبولاً من جانب عدد كبير من الباحثين والمحللين نظراً لعدم تجاهله لأثر المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير المالية السنوية أو الدورية على أسعار الأوراق المالية. ولهذا الغرض اهتمت العديد من الدراسات باختبار المستوى شبه القوي لكفاءة السوق من حيث مدى منفعة المعلومات المحاسبية المنشورة لمتخذي القرارات الاستثمارية.

## 2- تحليل نتائج الدراسة الإختبارية:

### 2-1- منهجية الدراسة:

- **مجتمع وعينة الدراسة:** يتكون مجتمع الدراسة من جميع شركات المساهمة المنتمية لقطاع الصناعة والبالغ عددها 68 شركة مدرجة في سوق عمان المالي إلى غاية ديسمبر 2014. أما عينة الدراسة فتتمثل في الشركات التي تتوفر فيها الشروط التالية:

- أن تكون مدرجة في السوق الثاني لمدة لا تقل عن 4 سنوات؛
  - أن لا تكون قد أوقفت عن التداول خلال فترة الدراسة وأن يتم تداول أسهمها بصورة منتظمة ونشطة؛
  - ألا تكون هذه الشركات قد لجأت للاندماج أو لتحويل نشاطها لمدة لا تقل عن 4 سنوات.
- مصادر جمع البيانات: بهدف الحصول على البيانات اللازمة لإعداد الجانب النظري للدراسة تم الاعتماد على عدة مصادر ثانوية منها: الكتب والدوريات العلمية والمقالات سواء العربية منها أو الأجنبية، إضافة لمواقع الانترنت التي يمكن الاستفادة منها في الحصول على بعض المعلومات ذات العلاقة بموضوع الدراسة.

أما البيانات الأولية للدراسة فقد تم الحصول عليها من خلال الإطلاع على موقع سوق عمان المالي لمعرفة تأثير نشر التقارير المالية للشركات المدرجة على أسعار الأسهم، ومن ثم تحديد مدى كفاءة هذا السوق عند المستوى شبه القوي للكفاءة.

- **الأساليب المستخدمة:** لاختبار فرضية الدراسة تمت الاستعانة بأسلوب دراسة الحدث (Event Study) باعتباره المنهج

الذي يستخدم لقياس أثر حدث معين أو مجموعة من الأحداث على أسعار الأسهم. حيث تبدأ دراسة الحدث بفرضية أن هناك حدث معين في وقت معين له أثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية يظهر في شكل تغير في هذه الأسعار. كذلك استخدمت مجموعة من الأساليب الإحصائية منها: الوسط الحسابي، اختبار التوزيع الطبيعي، اختبار Paired Sample T-test بالاعتماد على مستوى دلالة (5%) الذي يقابله مستوى الثقة (95%) لتفسير نتائج الاختبارات.

## 2-2- تحليل البيانات واختبار الفرضيات:

- **قياس كفاءة سوق عمان المالي:** بهدف التعرف على مدى كفاءة سوق عمان المالي استخدم أسلوب دراسة الحدث من خلال تحديد يوم الحدث الذي يتمثل في تاريخ نشر التقارير المالية للشركات المدرجة فيه وفترة الحدث التي تمثل 10 أيام قبل وبعد تاريخ نشر هذه التقارير، ومن ثم تم استخراج أسعار أسهم كل شركة وتحديد الوسط الحسابي لها قبل وبعد تاريخ نشر التقارير المالية وذلك لمعرفة ما إذا كان هناك فرق بين متوسط أسعار الأسهم قبل نشر التقارير المالية ومتوسط أسعار الأسهم بعد نشرها.

ويتضح من النتائج الواردة في الجدول رقم 01 أن الوسط الحسابي لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي بعد تاريخ نشر التقارير المالية يختلف عن الوسط الحسابي لها قبل نشر التقارير، حيث انخفضت أسعار أسهم 15 شركة وسجلت 9 شركات الأخرى ارتفاعاً في أسعار أسهمها رغم تحقيق بعضها لخسائر تتجاوز تلك المحققة في السنة الماضية. أما الشركات التي انخفضت أسعار أسهمها فقد حققت بعضها أرباح تفوق ما حققته سابقاً، مما يعني أن أسعار أسهم الشركات في سوق عمان المالي لا تتأثر بالمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة.

وللتأكد من صحة ذلك وتحديد ما إذا كان هذا التغير في أسعار الأسهم بعد نشر التقارير المالية يعبر فعلاً عن استجابة الأسعار للمعلومات المفصح عنها مما يعني كفاءة سوق عمان المالي في شكلها شبه القوي، أو أن هذا التغير ناتج عن عوامل أخرى ليس لها علاقة بنشر التقارير المالية للشركات لا بد من تحديد مدى معنوية هذا الفرق ودلالته الإحصائية من خلال اختبار الفرضية.

**جدول رقم (01): متوسط أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي قبل وبعد نشر التقارير المالية**

الشركات المدرجة في سوق عمان المالي								أسعار الأسهم
ش 8	ش 7	ش 6	ش 5	ش 4	ش 3	ش 2	ش 1	
0,348	0,457	0,777	1,812	0,493	1,035	1,887	0,795	قبل نشر التقارير
0,33	0,44	0,76	1,92	0,47	1,13	1,91	0,79	يوم نشر التقارير
0,322	0,463	0,752	1,917	0,465	1,24	1,927	0,785	بعد نشر التقارير
								-
0,607	2,736	1,395	0,912	1,002	0,791	1,835	0,451	قبل نشر التقارير
0,58	2,78	1,39	0,86	0,99	0,8	1,85	0,42	يوم نشر التقارير
0,549	2,665	1,371	0,852	0,942	0,814	1,921	0,37	بعد نشر التقارير
								-
0,625	0,371	0,503	0,695	0,649	1,6	0,457	0,259	قبل نشر التقارير
0,62	0,37	0,51	0,69	0,66	1,55	0,44	0,26	يوم نشر التقارير
0,639	0,386	0,517	0,687	0,648	1,508	0,416	0,248	بعد نشر التقارير

- اختبار صحة الفرضية: تمت صياغة فرضية الدراسة كما يلي:

$H_0$ : لا تتأثر أسعار الأسهم في سوق عمان المالي بالمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة للشركات.

وقد استهدفت هذه الفرضية معرفة مستوى كفاءة سوق عمان المالي من خلال تحديد مدى تأثير المعلومات الواردة في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار أسهم الشركات المدرجة فيه. ولمعرفة نوع الاختبارات التي

يمكن اعتمادها لاختبار هذه الفرضية لا بد من تحديد طبيعة توزيع البيانات التي تعتمد عليها باستخدام اختبار التوزيع الطبيعي، حيث تكون قاعدة القرار فيه قبول إتباع البيانات للتوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة مستوى الدلالة أكبر من (0,05) والعكس إذا كانت قيمة مستوى الدلالة أصغر من (0,05)<sup>14</sup>، والجدول الآتي يبين نتائج هذا الاختبار.

#### جدول رقم (02): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

سوق عمان المالي			المتغيرات
مستوى الدلالة	درجات الحرية (n)	قيمة (Z) المحسوبة	
0,11	24	0,846	متوسط أسعار الأسهم قبل نشر التقارير المالية
0,18	24	0,851	متوسط أسعار الأسهم بعد نشر التقارير المالية

يتبين من النتائج الواردة في الجدول رقم (02) أن متوسط أسعار الشركات المدرجة في سوق عمان المالي قبل وبعد نشر التقارير المالية موزعة توزيعاً طبيعياً، لأن قيمة مستوى دلالة (Z) أكبر من مستوى الدلالة المعتمد في هذه الدراسة  $\{ (Sig_1) = (0,11) > (0,05) \}$  وكذلك  $\{ (Sig_2) = (0,18) > (0,05) \}$ .

وبناء على نتائج التوزيع الطبيعي تم استخدام اختبار Paired Sample T-test للتأكد من صحة الفرضية وتحديد ما إذا كانت هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط أسعار الأسهم قبل نشر التقارير المالية ومتوسط أسعار الأسهم بعد نشرها، والجدول الآتي يبين نتائج هذا اختبار.

#### جدول رقم (03): نتائج اختبار Paired Sample T-test

أسعار الأسهم	قيمة (T) المحسوبة	مستوى الدلالة	قاعدة القرار
متوسط أسعار الأسهم قبل وبعد نشر التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي.	0,275	0,786	قبول $H_0$

ومن خلال نتائج الجدول أعلاه يتضح أن مستوى دلالة (T) المحسوبة لمتوسط أسعار الأسهم قبل وبعد نشر التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي أكبر من مستوى الدلالة المعتمد في هذه الدراسة  $\{ Sig (T) = (0,786) > (0,05) \}$ ، مما يدل على عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط أسعار الأسهم قبل نشر التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي ومتوسط أسعارها بعد نشر هذه التقارير. استناداً على ما سبق، ولأن قاعدة القرار تقضي برفض الفرضية البديلة إذا كانت قيمة مستوى الدلالة أكبر من (0,05) فإنه تقبل الفرضية العدمية التي تنص على أنه: " لا تتأثر أسعار الأسهم في سوق عمان المالي بالمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة للشركات". مما يعني أن سوق عمان المالي لا يتصف بالكفاءة عند المستوى شبه القوي لأن التغير الحاصل في أسعار الأسهم لا يعكس استجابة هذه الأخيرة للمعلومات المفصح عنها في التقارير المالية المنشورة للشركات. وقد تعزى أسباب ذلك إلى:

- عدم إدراك المتعاملين في سوق عمان المالي لأهمية المعلومات المفصح عنها في التقارير المالية المنشورة للشركات المدرجة فيه؛
- ضعف الإجراءات الرقابية وعدم قيام الهيئات المعنية بأداء دورها الرقابي على أكمل وجه، مما يؤدي إلى تسرب المعلومات الواردة في التقارير المالية للشركات قبل نشرها؛
- قلة حجم التداول في الأوراق المالية في سوق عمان المالي؛
- سيطرة كبار المتعاملين عليها وتأثيرهم على أسعار الأسهم المتداولة فيه؛
- تأثر أسعار الأسهم في سوق عمان المالي على غرار باقي أسواق الأوراق المالية العربية بعوامل أخرى غير المعلومات المنشورة في التقارير المالية كالمضاربة وغيرها.

## الخلاصة:

ترتبط كفاءة أسواق الأوراق المالية بمدى سرعة تأثر أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها خاصة الأسهم بالمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين بحيث تؤدي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة على أسعار الأوراق المالية إلى تقييمها بقيمتها الحقيقية. غير أن مستوى كفاءة هذه الأسواق ودرجة تحققها تختلف باختلاف المعلومات المتوفرة للمتعاملين فيها، حيث يتطلب المستوى الضعيف للكفاءة توفر معلومات عن أسعار الأسهم وحجم تداولها، في حين يتطلب المستوى شبه القوي إضافة إلى ذلك توفر معلومات عن الظروف الاقتصادية العامة، ظروف الصناعة، التقارير المالية للمنشأة وغيرها من المعلومات، أما المستوى القوي فيتطلب توفر كل المعلومات سواءً التاريخية، أو العامة أو الخاصة.

وفي الوقت الذي يصعب فيه تحقيق المستوى القوي لكفاءة أسواق الأوراق المالية أثبتت بعض الدراسات العلمية التي أجريت في الأسواق المتقدمة والناشئة إمكانية تحقق المستوى الضعيف والمستوى شبه القوي لكفاءة السوق على عكس الأسواق العربية، حيث أثبتت نتائج هذه الدراسة أن سوق عمان المالي لا يتصف بالكفاءة عند المستوى شبه القوي وهذا ما يتفق مع نتائج سابقتها من الدراسات التي أجريت في أسواق الأوراق المالية العربية.

- ومن أجل رفع مستوى كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية لابد من قيام الهيئات المسؤولة في هذه الأسواق بـ:
- توفير المعلومات للمتعاملين في هذه الأسواق بسرعة وفي الوقت المناسب، لأن تأخيرها يقلل من فوائدها ويدفع المتعاملين لمحاولة الحصول عليها بطرق أخرى؛
- توفير قدر كافي من المعلومات يساعد على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة مبنية على أسس سليمة.

## الهوامش والمراجع:

- <sup>1</sup> Gagan Deep Sharma, Mandeep Mahendru, "Efficiency Hypothesis of the Stock Markets: A Case of Indian Securities", International Journal of Business and Management, Vol. 4, No. 3, March, 2009, p. 137.
- <sup>2</sup> Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, May, 1970, p. 383.
- <sup>3</sup> Siti Rahmi Utami, "Efficient Market Hypothesis: Evidence from Indonesia Stock Exchange (IDX)", Finance & Accounting Journal, Vol. 1, No. 1, December, 2009, p. 1.
- <sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004، ص. 6.
- <sup>5</sup> دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص. 202.
- <sup>6</sup> Khoa Cuong Phan, Jian Zhou, "Market efficiency in emerging stock markets: A case study of the Vietnamese stock market", Journal of Business and Management, Vol.16, Issue 4, April, 2014, p.62.
- <sup>7</sup> نذكر من هذه الدراسات على سبيل المثال لا الحصر:
- Jae H. Kim, Abul Shamsuddin, "Are Asian stock markets efficient? Evidence from new multiple variance ratio tests", Journal of Empirical Finance, Vol. 15, 2008, pp. 518-532.
- Muhammad Nawaz et al., "Testing the Weak Form Efficiency of Islamabad Stock Exchange (ISE)", Journal of Developing Country Studies, Vol.4, No.11, 2014, pp. 79- 86.

<sup>8</sup> من هذه الدراسات:

- محمد عبده محمد مصطفى، "دراسة اختبارية لكفاءة سوق الأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد 3، 2001، ص ص. 335 - 382.

- نضال أحمد الفيومي، "أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان"، مجلة دراسات للعلوم -الإدارية، المجلد 30، العدد 2، 2003، ص ص. 322 - 334.
- سليمان موصللي، حازم السمان، "دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد 2، 2013، ص ص. 151 - 169.
- سام سعد محمد، "عشوائية حركة الأسعار ومستوى كفاءة السوق المالي: حالة سوق عمان للأوراق المالية"، مجلة دراسات للعلوم الإدارية، المجلد 41، العدد 2، 2014، ص ص. 417 - 423.
- <sup>9</sup> عباس مهدي الشيرازي، نظرية المحاسبة، دار السلاسل، الكويت، 1990، ص. 375.
- <sup>10</sup> للمزيد من التفاصيل حول هذه الدراسات ونتائجها، انظر:
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص ص. 508 - 510.
- Gagan Deep Sharma, Mandeep Mahendru, Op. Cit., p. 138.
- <sup>11</sup> A.Q Khan and Sana Ikram, "Testing Semi-Strong Form of Efficient Market Hypothesis in Relation to the Impact of Foreign Institutional Investors' (FII's) Investments on Indian Capital Market", International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol.1, No.4, December, 2010, p.374.
- <sup>12</sup> عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطویرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص ص. 160، 161.
- <sup>13</sup> إلدون هندريكسن، النظرية المحاسبية، ترجمة كمال خليفة أبو زيد، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص. 160.
- <sup>14</sup> سليم أبو زيد، التحليل الإحصائي للبيانات باستخدام برمجية SPSS، دار صفاء للطباعة والنشر، عمان، 2010، ص. 246.