



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد البشير الإبراهيمي-برج بوعريريج-  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر، الطور الثاني  
ميدان: علوم اقتصادية، والتسيير وعلوم تجارية  
شعبة: علوم اقتصادية  
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

الموضوع:

---

**أثر عدم تماثل المعلومات على قرارات الاستثمار في الأسواق المالية العربية  
دراسة حالة السوق المالية الأردنية "بورصة عمان" (2017-2021)**

---

إعداد الطالبتين:

- حواسي دلال
- زهار أماني

إشراف الأستاذ

- أ.د. بن منصور موسى

السنة الجامعية: 2021-2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ  
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَاءَ  
فَتَنبُتُ بِشَيْءٍ مِنْهُ  
حَبَابٌ كَثِيرٌ وَالَّذِي  
يُنزِّلُ مِنَ السَّمَاءِ  
مَاءً فَنُحْيِي بِهِ  
الْبَشَايِعَ فَتُجْمَعُ  
عَلَيْهِ جِبَالٌ سَلْطَانٌ  
وَالَّذِي يُنزِّلُ مِنَ  
السَّمَاءِ حَبَابًا فَتُحْتَضَرُ  
بِهِ الشَّجَرُ فَتُجْمَعُ  
عَلَيْهِ جِبَالٌ كَالْحَالِي  
مُتَّحِقِينَ وَالَّذِي  
يُنزِّلُ مِنَ السَّمَاءِ  
مَاءً فَنُحْيِي بِهِ  
الْبَشَايِعَ فَتُجْمَعُ  
عَلَيْهِ جِبَالٌ كَالْحَالِي  
مُتَّحِقِينَ

# سُكْرٌ وَقَفْتُمْ دَرَبَهُ

وَسَلِّهَا وَلَا يُحْجِلْكَ أَنْتَ تَسْأَلُ

تَلَقَّطُ شُدُورَ الْعِلْمِ حَيْثُ وَجَدْتَهَا

فَإِنَّكَ فِي إِعْطَائِكَ الْعِلْمَ أَفْضَلُ

إِذَا كُنْتَ فِي إِعْطَائِكَ الْمَالَ فَاصِلاً

الحمد لله رب العالمين ذي العزة والفضل العظيم، والصلاة والسلام على المصطفى الهادي الكريم وعلى آله وصحبه ومن سار على نهجه واقتفى أثره، إيماناً منا وتصديقا جازماً بقوله تعالى: {لَيْنِ شِكْرُكُمْ لِأَزِيدَنَّكُمْ} نحمده عزّ وجلّ حمداً يليق بجلاله على توفيقه لنا وإنارته دربنا.

أمّا بعد، نتوجه بعظيم الشكر والامتنان للأستاذ الدكتور "بن منصور موسى" لتفضله الكريم بالإشراف على هذا العمل رغم انشغالاته، وتُعرب عن فائق الشكر والعرفان له أستاذاً قبل أن يكون مُشرفاً على المعارف والخبرات التي حصلنا منها، كما تُثني على تكرمه بتوجيهنا ونصحنا، وعلى ما أبداه من آراء أثرت وسدّدت حُطى دراستنا.

ونتقدم بالشكر والعرفان أيضاً لكلّ من:

- الأساتذة اللائي واللواتي تتلمذنا على أيديهم طيلة مشوارنا الدراسي؛
- الأساتذة المشرفين على تكوين دفعة اقتصاد نقدي وبنكي، والعمال القائمين على إدارة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة البشير الإبراهيمي بـ برج بوعريـيج؛
- مُوظّفي مكتبة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة برج بوعريـيج بالأخص محمد شلبيّ مسؤول قاعة مطالعة طلبة الماستر بالكلية، وكذلك موظفي جامعة سطيف على مساعدتهم لنا وامدادنا بالمراجع التي أثرت دراستنا؛
- طلبة الدكتوراه الذين لم يبخلوا علينا بتوجيهاتهم وآرائهم ونخص بالذكر كل من جمال عباس، فايدى بومدين، براهيمى آزاد، وفقهم الله جميعاً وأنار دربهم.
- كما نخص بالشكر زميلنا شتوح لقمان على كل ما بدر منه من مساندة، وكلّ من ساعدنا من قريب أو بعيد.



# إِهْدَاء

وإن تجملت الكلمات وارتقت الحروف فإنها لن تسمو لتفصح عن مدى امتناني لوجودكم وأنارتكم لحياتي،

الى من ربّت، سهرت، كافحت نور حياتي غاليّتي أمي.

الى من ضحّى، دعم، ذاق الشقاء لتعليمي قوتي وثقتي أبي

أدامكما الله وحفظكما لي وادمكما بالصحة والعافية

الى من حفز، شجع، آمن بي سندي واعتمادي إخوتي وأخواتي كل بسمه.

الى من أنستني وأشركتني السعادة والحزن، الوهن والراحة، البسمة والعبس، صديقتي ورفيقة دربي أماني.

والى من ثابترت، طالعت، جدّت نفسي.

والى كل هاوي للبحث ومحّب للعلم، أرجو أن يقدم هذا العمل نفعا لك.

دلال





# إِهْدَاء

إلى نبع الحنان، جنتي وتاج رأسي أمي

إلى سندي ومثلي الأعلى، عزيزي أبي

إلى أختي الغالية هاجر وأخي إلياس

إلى أمي الثانية، جدتي وإلى جدي

إلى رفيقتي وزميلتي في الدراسة دلال

إلى نفسي على صبرها وجدها

إلى كل من يعرفني

وإلى كل العائلة الكريمة

أماني



# قائمة الجداول

## قائمة الجداول

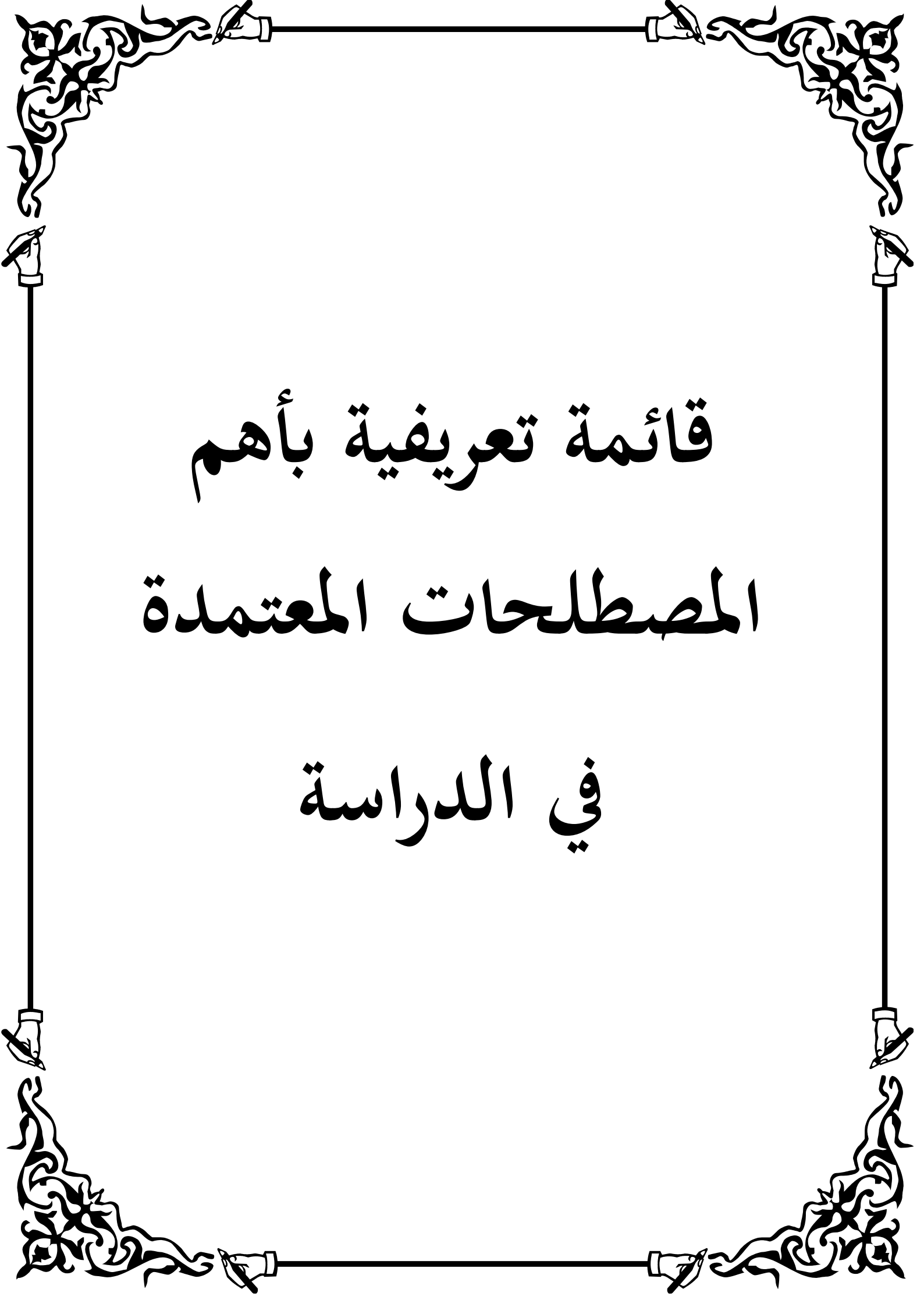
الصفحة	العنوان	الرقم
38	أهم المحطات التاريخية التي مرت بها بورصة تونس	01
42	تاريخ نشأة البورصات العربية	02
55	مؤشرات قياس حجم بورصة عمان (2017-2021)	03
57	مؤشر قياس سيولة بورصة عمان (2017-2021)	04
58	مؤشر قياس التركيز في بورصة عمان (2017-2021)	05
61	تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق بورصة عمان (2017-2021)	06
63	تطور مؤشر السوق ومعدل التضخم في بورصة عمان (2017-2021)	07
65	تطور مؤشر السوق ومعدل البطالة في بورصة عمان (2017-2021)	08
67	تطور مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في بورصة عمان (2017-2021)	09

# قائمة الأشكال



## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
08	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية (معلومات تفاعلية - معلومات تشاؤمية)	01
12	العلاقة بين أشكال كفاءة السوق المالي	02
15	ظروف وحالات اتخاذ القرارات	03
18	أنواع القرارات الاستثمارية	04
25	المعلومات وعلاقتها بتقييم الورقة المالية	05
30	أثر عدم تماثل المعلومات على أداء السوق المالي	06
53	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	07
56	التغيرات في قيم معدل رسملة السوق لبورصة عمان (%)	08
56	التغيرات في قيم عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان	09
58	التغيرات في قيم معدل الدوران لبورصة عمان (%)	10
59	نصيب أكبر عشر شركات من القيمة السوقية في بورصة عمان (%)	11
62	تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق بورصة عمان (2017-2021)	12
64	العلاقة بين مؤشر السوق ومعدل التضخم في بورصة عمان (2017-2021)	13
66	العلاقة بين مؤشر السوق ومعدل البطالة في بورصة عمان (2017-2021)	14
68	العلاقة بين مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في بورصة عمان (2017-2021)	15



قائمة تعريفية بأهم  
المصطلحات المعتمدة  
في الدراسة

## قائمة تعريفية بأهم المصطلحات المعتمدة في الدراسة

المصطلحات	مفهومها
السوق المالية	هي ذلك النظام المتكامل للتمويل والاستثمار، والذي يتولى إدارته والإشراف عليه هيئات مُتخصصة ومُحكّمة، بحيث يتم بموجبه الجمع بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، من أجل حشد وتعبئة المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم التنمية الاقتصادية للمجتمع ورفاه أفراده <sup>1</sup> .
الاستثمار	هو ذلك النوع من الإنفاق الذي يهدف إلى تنمية الأصول وتوسيع دائرة النشاط الذي تقوم به الشركات والمؤسسات أو الأشخاص والسعي لتحقيق المزيد من المكاسب المتوقعة والإيرادات والأرباح المستقبلية <sup>2</sup> .
القرار	هو الخيار المدرك والواعي لبدل معين من بين ما هو متوفر من البدائل شرط أن تقوم على أساس التحقيق والحساب في اختيار البديل المناسب والتحليل في تفاصيل الهدف المطلوب تحقيقه <sup>3</sup> .
القرار السليم	هو ذلك القرار الذي لا يخالف القانون ويكون واضحاً ومفهوماً بشكله ومحتواه، وتكون محاسنه أكثر من مساوئه، وقادراً على اقناع الذين يقومون بتنفيذه <sup>4</sup> .
الكفاءة	يُقصد بالكفاءة مدى تحقيق الأهداف، فالتالي تُقاس بالعلاقة بين النتائج المحققة والأهداف المرسومة <sup>5</sup> .
الفعالية	قدرة المنظمة على تحقيق رسالتها والأهداف التي أنشئت من أجلها فضلاً عن تحقيق رضا العملاء <sup>6</sup> .
البيانات	الوصف الأولي للأشياء، الحوادث، الأنشطة والمعاملات وهي مسجلة ومصنفة

<sup>1</sup> موسى بن منصور، الأسواق المالية، مطبوعة مُحكّمة موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريبيج-الجزائر، 2018/2019، ص 10.

<sup>2</sup> إبراهيم نافع قوشجي، الأسواق المالية (مفهومها-مكوناتها-أنواعها-مؤشراتنا وتحليلها الفني)، محاضرات موجهة لطلبة السنة الرابعة، كلية الاقتصاد، جامعة حماة-سوريا، 2014، ص 29.

<sup>3</sup> جمال الدين لعويسات، الإدارة وعملية اتخاذ القرار، دار قنديل للنشر والتوزيع، بوزريعة-الجزائر، 2005، ص 05.

<sup>4</sup> علي حسين علي، نظرية القرارات الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008، ص 17.

<sup>5</sup> مزهودة عبد الملوك، الأداء بين الكفاءة والفعالية - مفهوم وتقييم-، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الأول، نوفمبر 2001، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، ص 87.

<sup>6</sup> دعا رضا رياض محمد، التأصيل النظري لمفهوم الكفاءة والفعالية وتحليل طبيعة العلاقة بينهما، بحث في تطور الفكر الإداري، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة-مصر، 2015، ص 11.

ومخزنة، ولكن غير منتظمة لتعطي معنى محدد، ويمكن أن تكون عبارة عن أرقام، كلمات، أشكال، أصوات، أو صور <sup>1</sup> .	
حصيلة أنشطة الاستخراج والمعالجة التي تتم على البيانات <sup>2</sup> .	المعلومات
تعرف أكاديمية المملكة المتحدة لنظم المعلومات " The UK Academy of Information systems " نظم المعلومات بأنها الوسائل التي من خلالها يستخدم الأفراد والمؤسسات التكنولوجيا لجمع، معالجة، تخزين، استخدام ونشر المعلومات <sup>3</sup> .	نظم المعلومات

<sup>1</sup> Efraim Turban, et al, **Information technology for management: transforming business in the digital firm**, 3<sup>rd</sup> edition, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002, p.6.

<sup>2</sup> Carlo Vercellis, **Business Intelligence: Data mining and Optimization for Decision Making**, 1<sup>st</sup> edition, John Wiley and Sons,Ltd, 2009, p 7.

<sup>3</sup> John Ward, Joe Peppard, **Strategic Planning for Information Systems**, 3<sup>rd</sup> edition, John Wiley & Sons Ltd, England, 2002, p. 3.

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
-	شكر وعرهان
-	إهداء
I	قائمة الجداول
III	قائمة الأشكال
V	قائمة تعريفية بأهم المصطلحات المعتمدة
VIII	فهرس المحتويات
أ-ز	مقدمة
<b>الفصل الأول: مدخل مفاهيمي حول القرار الاستثماري والمعلومات في الأسواق المالية</b>	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول كفاءة الأسواق المالية
3	المطلب الأول: الجذور التاريخية لكفاءة السوق المالي ومفهومها
6	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة السوق المالي والعوامل المؤثرة فيها
7	المطلب الثالث: أنواع كفاءة السوق المالي وأهميتها
10	المطلب الرابع: مستويات كفاءة السوق المالي ومعيقاتها
14	المبحث الثاني: أساسيات القرار الاستثماري في الأسواق المالية
14	المطلب الأول: مفهوم القرار الاستثماري وخصائصه
17	المطلب الثاني: مراحل وأهداف القرار الاستثماري
19	المطلب الثالث: مبادئ ومقومات القرار الاستثماري
21	المبحث الثالث: دور وأثر المعلومات بالسوق المالية
21	المطلب الأول: مفهوم المعلومات في السوق المالية
26	المطلب الثاني: ماهية عدم تماثل المعلومات في السوق المالية
28	المطلب الثالث: مخاطر وانعكاسات عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية
33	خلاصة الفصل

<b>الفصل الثاني: تقييم أثر عدم تماثل المعلومات على قرارات الاستثمار في الأسواق المالية العربية</b>	
<b>35</b>	<b>تمهيد</b>
<b>36</b>	<b>المبحث الأول: واقع الأسواق المالية العربية</b>
<b>36</b>	<b>المطلب الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية العربية</b>
<b>44</b>	<b>المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية</b>
<b>46</b>	<b>المطلب الثالث: المعوقات التي تواجهه الأسواق المالية العربية</b>
<b>50</b>	<b>المبحث الثاني: أثر عدم تماثل المعلومات على قرارات الاستثمار في بورصة عمان</b>
<b>50</b>	<b>المطلب الأول: لمحة تاريخية عن بورصة عمان ASE</b>
<b>54</b>	<b>المطلب الثاني: قياس كفاءة بورصة عمان اعتمادا على مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية</b>
<b>59</b>	<b>المطلب الثالث: تقييم كفاءة بورصة عمان في صيغتها الضعيفة</b>
<b>63</b>	<b>المطلب الرابع: تقييم كفاءة بورصة عمان في صيغتها المتوسطة</b>
<b>70</b>	<b>خلاصة الفصل</b>
<b>71</b>	<b>خاتمة</b>
<b>76</b>	<b>قائمة المراجع</b>
<b>86</b>	<b>ملخص</b>

# مقدمة



## ■ إشكالية الدراسة

إن تزايد الطلب التمويلي وسهولة حركة رؤوس الأموال وكذا ازدهار المشاريع التنموية والإنتاجية شكلت اللبنة الأساسية لظهور وتطور الأسواق المالية عبر مختلف مراكز العالم، فأضحت الأسواق المالية الملجأ الأول لتلبية الحاجات التمويلية نظرا لانخفاض تكلفة التعامل على مستواها من جهة، إضافة لكونها مصدر لتنمية الثروة سواءً بالنسبة للحكومات أو الأفراد من جهة أخرى بالاعتماد على منتجات مالية مختلفة.

غير أن المتعاملين في هذه الأوراق يبتون قرارهم الاستثمارية استنادا على التحليل الأساسي والفني للسوق التي يقتضي توفر معلومات كافية واضحة وشفافة، والتي تحدد بدورها قيمة الأوراق المالية المدرجة بالسوق المالي، وتُمكن المستثمرين من بلوغ هدفهم الاستثماري المنشود.

إذ تعد صحة المعلومات وتمائلها من أهم معايير تقييم كفاءة السوق والحكم على أدائه، فهي مقياس لقدرة على جذب رؤوس الأموال الداخلية والخارجية، إلى جانب تمكينه من التوزيع الأمثل لتلك الأموال.

ولم تعد الأسواق المالية حكرا على الدول المتطورة فحسب، بل توسعت لتشمل كافة أنحاء العالم بما في ذلك الدول العربية التي أضحت أسواقها من أهم الأسواق المالية الناشئة، والتي تنفرد عن غيرها من الأسواق بسمات عديدة تنطوي ضمن التقلبات الشديدة في قيمة أسعار الأصول المالية، وضعف أو غياب مراكز علمية متخصصة لتحليل المعلومات المالية، إلى جانب هيمنة الحكومات وفرضها قيود خاصة للتعامل بها. إذ تعتبر السوق المالية الأردنية من أبرز الأسواق المالية بالرقعة العربية، التي تضمن توفير مناخ استثماري مناسب، وتحرص على تحقيق التكامل والتعاون مع مختلف البورصات، الجمعيات، المنظمات الإقليمية والعالمية، لإبرام اتفاقيات معها.

وعليه نطرح إشكالية هذه الدراسة في صيغتها التالية:

ما أثر عدم تماثل المعلومات في اتخاذ القرار الاستثماري بالأسواق المالية العربية على ضوء تجربة السوق

المالية الأردنية "بورصة عمان"؟

## ■ الأسئلة الفرعية:

1. ما علاقة القرار الاستثماري بكفاءة السوق؟
2. كيف يؤثر عدم تماثل المعلومات على كفاءة السوق المالي؟
3. ما واقع أداء الأسواق المالية العربية؟
4. هل يمكن صنع قرار استثماري رشيد اعتمادا على المعلومات المتاحة بالأسواق المالية العربية، استنادا على طبيعة ونوع المعلومات المتداولة في السوق المالية الأردنية؟

## ■ الفرضيات:

- لمعالجة الإشكالية المطروحة والإجابة عن الأسئلة المنبثقة عنها انطلقنا نطلقنا من الفرضيات التالية:
1. القرار الاستثماري يُتخذ بناءً على المعطيات والمعلومات المتاحة في السوق، حيث كلما كانت هذه المعلومات جيدة كانت السوق ذات كفاءة وكان القرار الاستثماري أكثر رشادة؛
  2. عدم تماثل المعلومات يعني عدم كفاءة السوق المالي وهو ما يخلق مشكلة تفاوت في تلقي المعلومات بالنسبة للمستثمرين ويؤثر سلباً في اتخاذهم القرارات الاستثمارية وتضليلهم عن بلوغ هدفهم الاستثماري؛
  3. عرفت الأسواق المالية العربية قفزة نوعية من حيث تطور أدائها وكفاءتها على مر السنوات، إلا أنها لم ترقى للمستوى المطلوب الذي يمكنها من أن تنافس أو تماثل الأسواق المالية المتطورة والتي تتميز بصيغة كفاءة قوية؛
  4. يعتمد صنع القرارات الاستثمارية في بورصة عمان على المعلومات التاريخية المتداولة بالسوق المالية، والتي لا تمكن المستثمرين من بناء قرارات رشيدة، ففتح للمطلعين على السوق فرصة تحقيق أرباح غير عادية لقاء حيازتهم على معلومات خاصة تمكنهم من رسم قرارات استثمارية دقيقة على حساب غيرهم من المتعاملين.

## ■ منهج الدراسة:

استندنا في دراستنا على المنهج الوصفي التحليلي من خلال التطرق لمختلف المحاور التي تلم بالموضوع، انطلاقاً من مفهوم كفاءة السوق المالية ومختلف الأساسيات المرتبطة بها، إضافة لماهية القرار الاستثماري ومقوماته، وصولاً إلى المعلومات المتاحة في السوق المالية، طبيعتها، ودورها في تعزيز أدائه وكفاءته. ثم أسقطنا دراستنا على "بورصة عمان" لتقييم أثر عدم تماثل هذه المعلومات على القرار الاستثماري من خلال قياس مدى كفاءتها ومدى انعكاس ذلك على توفر المعلومات بشكل متجانس لكافة المتعاملين.

## ■ أهمية الدراسة:

تُستمد أهمية دراستنا من الصدى الواسع الذي لاقته مشكلة عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية على المستوى العالمي، والذي برز بشكل واضح في السنوات الأخيرة، فهي تمس قطاع حساس جداً متمثل في التمويل والاستثمار. فالتقليل من هذه الظاهرة كفيل بتعزيز كفاءة الأسواق المالية ودفع المستثمرين لاتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وسليمة من جهة، إلى جانب الرفع من معدلات النمو الاقتصادي من جهة أخرى.

إذ تُعد الأسواق المالية العربية من بين أبرز الأسواق المالية الناشئة، ما دفعنا إلى تسليط الضوء عليها من خلال تخصيص جانب لدراسة حالة سوق مالية عربية كنموذج لقياس وتحديد نوع المعلومات الاستثمارية المتداولة فيها ومدى تناظرها من عدمه، والمتمثلة في "بورصة عمان".

## ■ أهداف الدراسة:

- من خلال هذه الدراسة نطمح إلى تحقيق جملة من الأهداف الأساسية المتمثلة في:
1. الإحاطة بكافة الجوانب المرتبطة بالموضوع من كفاءة الأسواق المالية، القرار الاستثماري، ودور المعلومات بالأسواق المالية؛
  2. التعرف على ظاهرة عدم تماثل المعلومات والانعكاسات التي تخلفها؛
  3. التطلع على واقع الأسواق المالية العربية؛
  4. تقييم أثر عدم تماثل المعلومات في صنع وبناء القرارات الاستثمارية بـ "بورصة عمان" اعتماداً على قياس مستوى كفاءتها.

## ■ مبررات اختيار الموضوع:

إن اختيارنا لهذا الموضوع كان من وراءه جملة من الأسباب الذاتية والموضوعية التي نوجزها فيما يلي:

1. الأسباب الذاتية:
 

شغفنا وميولنا للبحث والاطلاع على هذا النوع من المواضيع إضافة لامتلاكنا خلفيات سابقة ومعارف عن الموضوع، دفع بنا لانتقاء هذا الموضوع في دراستنا.
2. الأسباب الموضوعية:
 

قمنا باختيار هذا الموضوع كون أن الأسواق المالية حالياً تشكل أهمية بالغة في الاقتصاد، وأي خلل يحدث على مستواها يخلق عواقب في قرارات الاستثمار وحركة الأموال. إذ تعد ظاهرة عدم تماثل المعلومات أبرز حاجز قد يعترى هذه الأسواق ويخفض من مستوى كفاءتها. هذا ما جذب انتباه الباحثين والمفكرين لمحاولة إيجاد حل لها. كما يعتبر هذا الموضوع حديث الدراسة نسبياً، إضافة إلى سعي الدول ذات الأسواق المالية الفعالة إلى تقليص وتطويق هذه الظاهرة بهدف تعزيز كفاءة أسواقها وتمكين المتعاملين من تحقيق عوائد مرضية لجميع الأطراف.

## ■ حدود الدراسة:

1. الحدود المكانية: تم من خلال هذه الدراسة انتقاء السوق المالية الأردنية كنموذج عاكس لواقع الأسواق المالية العربية بشكل عام، وأثر عدم تماثل المعلومات على مستوى هذه الأسواق في رسم الخطط الاستثمارية للمتعاملين بها بشكل خاص؛
2. الحدود الزمنية: شملت الدراسة الفترة الممتدة من (2017-2021) من خلال محاولة التعرف على أثر عدم تماثل المعلومات ممثلة في مدى كفاءة السوق على اتخاذ قرارات الاستثمار على مستوى الأسواق المالية العربية اعتماداً على المعطيات والبيانات التي توفرها السوق المالية الأردنية.

## ■ الدراسات السابقة:

اعتمدنا في دراستنا على جملة من الدراسات السابقة التي أثرت موضوع هذه المذكرة، فقد كانت بمثابة نقطة انطلاق ساعدتنا في تجميع وتكوين مبادئ ومعارف مبدئية على الموضوع، ومن بين هذه الدراسات ما يلي:

1. إلياس بن ساسي، خيرة الصغيرة كماسي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات، مجلة الباحث، العدد 2، 2014، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر. تركز إشكالية هذا المقال حول آليات الحوكمة وطرقها للحد من تداعيات مشكلة عدم تماثل المعلومات، بحيث تطرق الباحثان للحوكمة باعتبارها الإطار الذي جاء لحل العديد من المشاكل كالتعارض بين المصالح والانتهازية والمخاطر الأخلاقية وباعتبار أن العديد من هذه المشاكل وأخرى تندرج ضمن عدم تماثل المعلومات. وبذلك أدرجت الحوكمة ضمن مبادئها كلا من الإفصاح والشفافية وأهم السبل الكفيلة بتفعيل هذا المبدأ لمحاولة الحد من هذه المشاكل، وقد توصلنا إلى أن الحوكمة كفيلة بذلك إلا أن عدم التطبيق الجيد لها وإساءة فهمها هو ما يحول دون ذلك.

2. سالم مكرودي، علي صاري، تباين القرارات الاستثمارية في أسواق المال في ظل عدم تناظر المعلومات، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، العدد 2، 2011، جامعة سطيف 1-الجزائر. تركز فكرة المقال على ما مدى التباين في القرارات الاستثمارية للمتعاملين في الأسواق بناء على المعلومات الواردة أو المتاحة لهم. يهدف هذا البحث إلى السعي للتعرف على التباين بين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق المالية واستكشاف أسباب الكفاءة المنخفضة للقرارات الاستثمارية في الأسواق المالية ومشكلة عدم تماثل المعلومات المالية لدى جميع المستثمرين في السوق المالي، عن طريق توضيح الأسس والمبادئ التي يمكن من خلالها التعرف على أثر المعلومات المالية على قرارات المستثمرين في السوق المالي، وأثر ذلك في تحديد أسعار الأسهم والسندات، إضافة إلى التعرف على أهم الأسباب التي تمنع المستثمرين في الأسواق المالية من الوصول إلى مستوى عدم التردد في اتخاذ القرارات الاستثمارية. فقد توصل الباحثان إلى أنه يفترض بالمستثمر في سوق الأوراق المالية بداية أن يعمل أولا على توسيع وتعميق أرصده المعرفة والعلمية في الجوانب الاقتصادية والمالية، وثانيا أن يكون دائما مطلعاً ومتابعاً للأخبار والبيانات الاقتصادية والمالية التي تصدر من المؤسسات الرسمية والمالية، ويحاول بقدر ما اكتسبه من معرفة مالية أن يعكس تلك التطورات على استثماراته في الأسواق، ويمكنه أن يعوض نقص خبرته أو عدم فهمه لبعض التطورات بالبحث عن رأي الخبراء والمؤسسات المالية الموثوقة فيها، وكذا ضرورة دراسة وفهم التفاعلات والعلاقات القائمة داخل ومع القطاعات المختلفة للاقتصاد الكلي، والتعمق من ثم تحليلاً في صلب الأسواق والصناعات التي تعمل فيها الشركات المساهمة المستهدفة، وإسقاط النتائج النهائية لتلك الدراسة على الشركة، ومحاولة الربط بينها وبين ما تفصح عنه أنشطة ونتائج الشركة المستهدفة من خلال قوائمها المالية التي توضح مركزها المالي

وصافي دخلها المتحقق من أداؤها التشغيلي، وأي دخل آخر تحقق لها من أنشطة أخرى غير نشاطها الأساسي.

3. عبد الحفيظ مازري، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 6، سبتمبر 2016، جامعة طاهري محمد، بشار-الجزائر. تركز مشكلة المقال على علاقة نوعية المعلومات المتوفرة بكفاءة الأسواق المالية بالتركيز على ما يمكن أن يحدث إذا كانت المعلومات المطلوبة حول القيمة الحقيقية للأصول المالية غير متيسرة بسهولة وبدون تكلفة من خلال دراسة أثر ذلك على كفاءة السوق المالي عن طريق استخدام المنهج التحليلي الوصفي، بحيث تهدف الدراسة إلى الوقوف على الأبعاد النظرية لكفاءة الأسواق المالية، توضيح الإطار النظري لمشكلة عدم تناظر المعلومات، الوقوف على بعض الآليات الاحترازية ضد مشكلة عدم تناظر المعلومات بالإضافة إلى بيان الانعكاسات المترتبة عن مشكلة عدم تناظر المعلومات. وقد توصل الباحث من خلال دراسته إلى أن عدم التناظر في المعلومات المتوفرة للمستثمرين ينعكس في عدم تجانس التوقعات للبايعين والمستثمرين للأصول المالية إذ يؤدي الاختلاف في تقدير المخاطرة و العائد إلى البحث عن تراض ما بين المشتري و البائع وفق تصوراتهما التي تعكس حالة اللاتناظر، و هو ما يحدث في معظم الحالات، كما يرافق التوزيع اللامتناظر للمعلومات حالة التباين في نوعية و كمية المعلومات بصورة تنعكس في قرارات الأطراف المتعاقدة بمعنى آخر أن مشكل عدم تناظر المعلومات يقود إلى سوق غير كفاء على الأقل في المدى القصير.

4. فارس هباش، ريمة مناع، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد التاسع، جوان 2018، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي-الجزائر. تركز مشكلة المقال على مدى تأثير وأهمية المعلومات المالية على اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي باستخدام المنهج الوصفي التحليلي، بحيث يتمثل الهدف الرئيسي من هذه الدراسة في التعرف على تأثير وأهمية المعلومات خاصة التي تتضمنها التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي للمستثمرين الأفراد ومدى اعتمادهم عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية بهذه السوق، أما الأهداف الفرعية فتتمثل في: تحديد كيفية الحصول على أهم المعلومات المالية والاقتصادية التي يمكن الاعتماد عليها في تقييم أداء الأسواق المالية والتي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية؛ تحديد مدى كفاية ووضوح المعلومات المالية بالنسبة للمستثمرين الأفراد؛ تحديد مدى ادراك أهمية المعلومات بكل أنواعها بالنسبة للمستثمرين الأفراد وكذا تحديد مدى استخدام المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية. وقد توصل الباحثان من خلال دراستهما إلى أن المستثمرين الأفراد بسوق عمان المالي يجدون المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية واضحة ومفهومة وكافية لغرض اتخاذ قراراتهم الاستثمارية إلا أنهم يطلعون على التقارير المالية المدققة بشكل كامل ويعتمدون بالدرجة الأولى على قائمة التدفقات النقدية وقائمة المركز المالي لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية ويعتمدون على مصادر المعلومات الاخرى وخاصة القرارات الحكومية ونصائح

الوسطاء الماليين والنشترات الخاصة بالسوق، ولكن بدرجة أقل من اعتمادهم على معلومات التقارير المالية، ويتأثرون بشكل كبير بتقارير مراقبي الحسابات وتقارير مجالس الادارة بشأن بيع وشراء الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية.

5. مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني -دراسة حالة بورصة ماليزيا-، أطروحة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2015/2014، تتمحور إشكالية هذه الدراسة حول دور كفاءة الأسواق المالية الناشئة في الاقتصاد بشكل عام وفي ماليزيا بشكل خاص عن طريق اتباع منهج تحليلي وصفي. تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مفاهيم الأسواق المالية الناشئة ومعرفة متطلبات كفاءتها وكذا العوامل المؤثرة فيها، مع التعرف على الأزمات المالية التي واجهتها وتأثيرها عليها لمعرفة الدور الحقيقي الذي تلعبه الحوكمة في استقرار هذه الأسواق والحفاظ على كفاءتها بالأخص سوق ماليزيا المالي. حيث توصلت الباحثة لوجوب توفير جملة من الشروط لتحقيق الكفاءة والفعالية في أسواق الأوراق المالية الناشئة تتمثل في: الدقة؛ الأمان؛ صحة المعلومات والانضباط في إجراء العمليات لتوفير المناخ الاستثماري الملائم، إضافة إلى الإفصاح المالي وإشهار المعلومات الذي يعد بمثابة الروح لأي سوق مالية وفي وجود نظام فعال للاتصالات يوفر الكفاءة المرجوة.

6. وائل عبد الحليم عوض عبد الحليم، أثر التغير في مستوى الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية على عدم تماثل المعلومات في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية (دراسة امبريقية)، أطروحة ماجستير في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الرقازيق-مصر، 2018. تتمحور إشكالية هذه الدراسة حول العلاقة بين مستوى الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية وعدم تماثل المعلومات في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، بحيث تهدف إلى قياس مستوى الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية واختبار العلاقة بينه وبين عدم تماثل المعلومات في هذه الشركات. توصل الباحث من خلال دراسته إلى وجود تباين في محتوى التقارير المالية المنشورة، مما يسمح بوجود معلومات داخلية يتاجر بها بعض الأطراف الداخلية والخارجية لتحقيق مكاسب غير عادية، وكذا التباين في طريقة عرض معلومات الأعمال، وهو ما يؤدي إلى تشويه الحقائق من خلال خلق تصورات مقصودة لدى مستخدمي التقارير المالية من شأنها التأثير على إدراكهم؛ انخفاض الاهتمام بالإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية والذي يتضح من تباين مستوى الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية بين الشركات والذي يرجع لانخفاض الوعي العام به من قبل مستخدمي التقارير المالية. وأخيرا نقص الشفافية في الإفصاح عن التقارير المالية وغياب التوقيت المناسب للمعلومات (المالية وغير المالية) إعلانات الأرباح والتوزيعات، التطور اللحظي لسعر السهم، تقارير المحللين الماليين المتبعين لنشاط الشركة، التقارير

القطاعية، تحليلات الإدارة عن الأداء الفعلي والقوائم التقديرية لتوقعاتها عن الأداء المستقبلي التي تساعد مستخدمي تلك المعلومات في اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة مما يفقدها أهميتها.

#### ■ أهم ما يميز الدراسة:

تناول الباحثين في دراساتهم السابقة الكفاءة والقرار الاستثماري وأثر عدم تماثل المعلومات كل على حدى، مع ربط هذه المتغيرات بمؤشرات أخرى كالحكومة وغيرها، لذا حاولنا في دراستنا الجمع بين تلك المتغيرات الثلاثة للوصول إلى أثر عدم تماثل المعلومات في السوق المالية على القرار الاستثماري اعتمادا على المتغير المتمثل في الكفاءة، بحيث ندرس العلاقة بين هاته الأخيرة وبين عدم تماثل المعلومات، وكذا بينها وبين القرار الاستثماري، والجمع بينهم في نهاية المطاف للوصول إلى الأثر الحقيقي لعدم تماثل المعلومات على القرار الاستثماري في الأسواق المالية. إضافة إلى أن دراستنا موجهة للأسواق المالية العربية على وجه الخصوص وبورصة عمان تحديداً، في حين أن أغلبية الدراسات التي شملت المعلومات وأثرها في السوق المالي كانت موجهة للأسواق العالمية الكبرى.

#### ■ هيكل الدراسة:

قمنا بتقسيم دراستنا هذه إلى فصلين، الفصل الأول خصص للجانب النظري للموضوع والذي ينقسم بدوره إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تم التطرق فيه لكفاءة السوق المالية ومختلف عناصرها، فيما تناول المبحث الثاني القرار الاستثماري ومركزاته، وقد تم الإشارة في المبحث الثالث للمعلومات في السوق المالية وظاهرة عدم تماثلها.

أما بخصوص الفصل الثاني فقد خصص لدراسة تحليلية من خلال انتقاء سوق عمان المالية كدراسة حالة، حيث ينقسم بدوره إلى مبحثين، المبحث الأول يصب في دراسة واقع الأسواق المالية العربية بصفة عامة، أما المبحث الثاني فيتم من خلاله قياس وتقييم حجم الأثر الذي يخلقه عدم تماثل المعلومات في اتخاذ مختلف القرارات الاستثمارية من جهة، والحكم على أدائه من جهة أخرى.

#### ■ صعوبات الدراسة:

1. صعوبة تحصيل المراجع المرتبطة بالموضوع وحصره في دراسة مصغرة نظراً لوجود كم هائل من المعلومات المتعددة التي يتضمنها مجال الأسواق المالية؛
2. عدم القدرة على بناء نماذج قياسية وإحصائية تمكنا فعلاً من قياس أثر ظاهرة عدم التماثل المعلومات، وهذا راجع لضيق الوقت الممنوح في إعداد هذه الدراسة؛
3. قلة الدراسات السابقة التي تناولت مشكلة عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية وعلاقتها بالقرارات الاستثمارية بشكل خاص؛
4. عدم التمكن من التوجه فعلياً للسوق المالية الأردنية للاطلاع على كيفية سيرورة عمل السوق عن كثب، والتأكيد على المعلومات المتاحة بالموقع، أو حتى رصد آراء المتعاملين به.

# الفصل الأول

مدخل مفاهيمي حول القرار الاستثماري  
والمعلومات في السوق المالية



## تمهيد:

حظيت نظرية كفاءة الأسواق المالية باهتمام كبير من طرف الباحثين وأهل الاختصاص نظرا لدورها الفعال في تعزيز النمو الاقتصادي وتحقيق التوازن على مستوى الأسواق المالية، وتتصل الكفاءة اتصالا وثيقا بتوفر ومدى صحة المعلومات التي ترد إلى السوق المالية والتي تزيد حالة عدم اليقين للمتعاملين، كما تنعكس سلبا وإيجابا على أسعار الأصول المالية المسجلة بالسوق. وباعتبار أن السوق تمتاز بالكفاءة يقوم المستثمرون بوضع تقديرات للنتائج أو العوائد التي يسعون لتحقيقها، كما يعتقدون أن أي معلومة تطرح بالسوق من شأنها أن تساعدهم في الوصول للقرار الاستثماري الأمثل. لكن قد تبرز في السوق ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تقتضي حيازة أطراف أو جهات لمعلومات خاصة تمكنهم من تحقيق عوائد غير عادية دون غيرهم من المتعاملين، فتخفف من كفاءة السوق المالية وتؤثر سلبا على صحة القرارات التي يتخذها المستثمرون.

## المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول كفاءة الأسواق المالية

إن اعتماد أسلوب التحليل الأساسي في تحديد الفرص الاستثمارية المثلى تزامن معه ظهور مصطلح كفاءة الأسواق المالية بهدف تحديد التسعير المناسب للأوراق المالية، إذ تعبر الكفاءة عن مدى اتجاه القيمة السوقية للسهم نحو قيمتها الحقيقية، كما تعكس التسعير الحقيقي للورقة المالية انطلاقاً من قاعدة المعلومات والبيانات التي تُوفرها السوق المالية. فكلما تم الإفصاح عن جميع المعلومات لكل المتعاملين على حد سواء زادت درجة كفاءة السوق من جهة، إضافة إلى تحقيق تكافؤ فرص الاستثمار لكل المتعاملين في تحقيق عائد عند مستوى معين من جهة أخرى، حيث أنه لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق عائد غير عادي في ظل مستوى كفاءة قوي.

### المطلب الأول: الجذور التاريخية لكفاءة السوق المالي ومفهومها

#### أولاً: نشأة كفاءة الأسواق المالية:

تُعتبر فرضية كفاءة السوق المالي إحدى المواضيع الأكثر جدلاً في الأدبيات الاقتصادية، فقد حظيت بدراسات واسعة في العلوم المالية. ومع بداية النصف الثاني للقرن 19م باشرت أولى الأبحاث المتعلقة بالتغيرات الحاصلة في قيم الأوراق المالية وعلاقتها بالكفاءة المعلوماتية في البروز، لكنها ظلت محدودة جداً وغير معروفة على نطاق واسع إلى غاية دخول الاقتصاديين الأمريكيين على الخط من خلال الاعتماد على نماذج قياسية مع بلوغ النصف الثاني من القرن 20م، وهذا ما أعطى للباحثين دافعا قويا لتطوير هذه النظرية. إذ برزت العديد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع، انطلاقاً من كتاب "REGNAULT" بعنوان "CALCUL DES CHANCES ET PHILOSOPHIE DE LA BOURSE" الذي وضع الأسس الأولى لنماذج كفاءة الأسواق مرتكزا على فكرة السير العشوائي للأسعار، كما تطرق "LOUIS BACHELIER" في أطروحته "THEORIE DE SPECULATION" لنفس الفكرة، وتتابع تحرير المقالات وإصدار المنشورات التي تتمحور حول نظرية الكفاءة أبرزها كانت لـ "SAMUELSON" وكذلك لـ "FISHER" و "BLACK"، وصولاً لدراسة الباحث "EUGENE FAMA"<sup>1</sup>، والذي يعد أشهر من درس كفاءة السوق المالية بنشر العديد من المقالات التي وضعت أسس نظرية الكفاءة، إلى جانب أطروحته للدكتوراه التي قام من خلالها بقياس الحركة العشوائية لثلاثين سهماً في مؤشر "داوجونز"، حيث أشار إلى أن أقصى شيء يمكن تحقيقه هو الحصول على العائد نفسه الذي تحققه السوق ككل ممثلة بمعيار أو مؤشر معين، أي أن السوق سوف تسلك مساراً معيناً ليس لنا إلا أن نقبل به وأي محاولة لمعرفة توجه السوق تعارض نفسها.

<sup>1</sup> فاما يوجين: حائز على جائزة نوبل في العلوم الاقتصادية في عام 2013، معروف على نطاق واسع أنه "أبو التمويل الحديث"، أبحاثه معروفة في الأوساط الأكاديمية بقوة البحث في الأسواق المالية لاسيما فرضية الأسواق الفعالة، كما نال العديد من الجوائز العلمية في مجال العلوم الاقتصادية انظر إلى الموقع: <https://www.chicagobooth.edu/faculty/directory/f/eugene-f-fama>

وقد توالى تطوير الأبحاث المتعلقة بفرضية كفاءة الأسواق المالية إلى أن ارتبطت بمفهوم المالية السلوكية كمدخل حديث لمحاولة فهم حركة الأسعار بإقحام المتغيرات السلوكية والنفسية للأفراد ضمن نماذج تهدف إلى دراسة مدى كفاءة الأسواق المالية.<sup>1</sup>

### ثانياً: مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

بمجرد الحديث عن الأسواق المالية فإن أول ما يتبادر في ذهن أهل الاختصاص مصطلح كفاءة السوق المالي، نظراً لجسامته والأثر الذي يخلفه في تقييم وتسعير الأصول من جهة، كذلك تحديد القرار الذي يتخذه المستثمرين من جهة أخرى. وقد أوليت له عدة تعريفات بإخلاف آراء المفكرين، من بينها:

- يمكن تعريفها على أنها مدى انعكاس المعلومات على الأسعار إلى الحد الذي لا يتجاوز فيه العائد الهامشي الناتج عن تلك المعلومات التكاليف الحدية<sup>2</sup>، ونقول عن سوق مالية بأنها كفؤة إذا كانت جميع المعلومات ذات الصلة بتقييم الأصول المالية المتداولة فيها تنعكس آتياً وكلياً على الأسعار<sup>3</sup>.
- كما عرف "FAMA" السوق الكفاء بقوله: "إن سوق تكون كفؤة، إذا عكست أسعار الأسهم كل المعلومات المتاحة". أي مدى استجابة أسعار الأوراق المالية في السوق على وجه السرعة المعلومات الجديدة التي ترد للمتعاملين<sup>4</sup>.
- واقترن مفهوم كفاءة السوق المالي بتوقع أن أسعار الأسهم تستجيب لكل معلومة ترد، يكون من شأنها تغيير نظرة المستثمرين للمنشأة المصدرة للسهم<sup>5</sup>.
- وقام كل من "WILLIAM BEAVER" و"POLIN" بالإشارة لكفاءة أسواق المال، حيث يرى الأول أن الكفاءة تقتزن بتوقع أن أسعار الأسهم تستجيب لكل معلومة ترد، يكون من شأنها تغيير نظرة

<sup>1</sup> أنظر كل من:

- فهد عبد الله حامد الحوياني، المال والاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة الثانية، مطابع دار الهلال للأؤفست، الرياض-السعودية، 2005، ص 139.

- عبد الحفيظ مازري، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 6، سبتمبر 2016، جامعة طاهري محمد، بشار-الجزائر، ص 31.

- مسعودة بن لخضر، بلقاسم سعودي، قياس كفاءة بورصة الأردن في ظل تطبيق الإفصاح على المعلومات الحاسبية، مجلة الدراسات المالية الحاسبية والإدارية، المجلد 6، العدد 3، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي-الجزائر، ص 140.

<sup>2</sup> Véronique Lederman, **Inefficiency des marchés et Inefficacité des règles-Risque financier majeur**, L'Harmattan, Paris, 2011, p 136.

<sup>3</sup> Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik et autre, **Marchés Financiers : Gestion de Portefeuille et des Risques**, 6<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2014, p 63.

<sup>4</sup> نسيم أوكيل، تحليل الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر-الجزائر، 2003، ص 152.

<sup>5</sup> معتز تاج السر محمد وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي -دراسة حالة المصارف المدرجة للفترة 2005 إلى 2010، المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال، المجلد 4، العدد 3، 2018، إربد-الأردن، ص 398.

- المستثمرين للمنشأة المصدرة للسهم<sup>1</sup>، بينما أشار الآخر بأنها جودة تخصيص رأس المال الذي ينشأ عن الطلب والعرض على الأموال القابلة للإقراض<sup>2</sup>.
- وقد تم تعريفها كذلك بأنها "السوق التي توفر معلومات كثيرة وبأسعار منخفضة بالنسبة لكافة المستثمرين وأن كل المعلومات المتعلقة بالورقة المالية قد انعكست في أسعارها<sup>3</sup>.
  - من خلال التعريفات السابقة يمكن القول أنّ كفاءة السوق المالية تتركز على مدى توفر قاعدة محكمة من أنظمة المعلومات والبيانات المفصّل عنها والمتاحة لجميع المتعاملين بها في آن واحد وبسرعة متماثلة، والتي بدورها تنعكس على تسعير مختلف الأصول المالية على مستوى هذه الأسواق.
  - وتتميز السوق الكفؤة بجملة من الخصائص تتمثل فيما يلي<sup>4</sup>:
  - وجود عدد كبير من المستثمرين، نظرا لتعدد وتنوع فرص الاستثمار بالسوق يتصفون بالرشد والعقلانية في اتخاذ القرار؛
  - عدم تحقيق المستثمرين لأرباح غير عادية، لأن العائد يكفي لتغطية المخاطر؛
  - عدم وجود قيود على المتعاملين، أي وجود حرية تامة في التعامل؛
  - التخصيص الأمثل للموارد والتقييم الدقيق للمبادلات؛
  - توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي تتداول أدواتها في السوق؛
  - الإفصاح عن المعلومات بسرعة قصوى وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد؛
  - وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق.

<sup>1</sup> Salima Harrab, Omar Taouab, **Peut-en Toujours Parler de L'efficience des Marchés Financiers?** Revue du contrôle de la comptabilité et de l'audit, n°3, Décembre 2017, p 389.

<sup>2</sup> Jean-Paul pollin, **L'efficience des marchés financiers : Quelques Perspectives Récentes**, Revue d'économie financière, n°1, 1987, p 109.

<sup>3</sup> محفوظ جبار، الأسواق المالية، الجزء الأول: مفاهيم أساسية، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص 263.

<sup>4</sup> انظر إلى:

- خيرة الداودي، غريب بولرباح، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 7، ديسمبر 2017، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، ص 159.
- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني -دراسة حالة بورصة ماليزيا-، أطروحة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2015/2014، ص 70.
- ريمة برامة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية -دراسة حالة بورصة باريس ولندن-، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2019/2018، ص 46.

## المطلب الثاني: متطلبات كفاءة السوق المالي والعوامل المؤثرة فيها

### أولاً: متطلبات كفاءة السوق المالي:

- إن تفعيل كفاءة السوق المالي يقوم على أسس ومقومات خاصة لا بد من توفيرها لضمان توازن هذا الأخير وتحقيق تساوي فرص الاستثمار للمتعاملين في المنتجات المالية، من بين هذه المتطلبات ما يلي<sup>1</sup>:
- أن تسود السوق المالية منافسة كاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار؛
  - توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصيح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء؛
  - أن تتوفر السوق المالية على وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة؛
  - تخفيض تكلفة الاستثمار وزيادة حصيلة الأوراق المالية المصدرة، من خلال تمكين المؤسسات المدرجة بالسوق من بيع اصداراتها الجديدة بسعر مناسب بعد قيام المستثمرين بشراء عوائد مستقبلية؛
  - جعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة للمتعاملين بالسوق، وأن لا يتكبدوا أي تكاليف باهظة في سبيل الحصول عليها، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع في تلقي واستقبال هذه المعلومات؛
  - تعزيز عدالة التوزيع لضمان النمو المتوازن في الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال قيام بدور جذب المدخرات الوطنية والأجنبية وخلق ما يقابلها من فرص ومشاريع تنموية؛

<sup>1</sup> انظر كل من:

- عبد القادر بريس، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد التاسع، ديسمبر 2011، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر، ص 52.
- عبد الغفار الحنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2007، ص 182، بتصرف.
- سامية شاري، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية -حالة الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص محاسبة مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر، 2018/2017، ص 76.

- الحفاظ على استقرار السوق بخلق التوازن بين العرض والطلب من قبل صناع السوق والتجار، من خلال مواجهة حالات الطلب الكبيرة وامتصاص العرض الكبير من الأوراق المالية بشرائها لحسابهم بهوامش منخفضة.

### ثانيا: العوامل المؤثرة في كفاءة السوق المالي:

تتأثر كفاءة السوق المالية بجملة من العوامل تتمثل في<sup>1</sup>:

- **السيولة:** حيث أن المستثمر الرشيد يبحث عن السوق الذي يمكنه من التخلص من الأوراق المالية في الوقت الذي يناسبه دون التعرض لخسائر في الأصول المالية التي يرغب في بيعها، فهي تعتبر من أهم محفزات التداول في الأسواق المالية. فيمكن تحديد ما إن كانت السوق تتصف بالسيولة استنادا لمدى عمق السوق ودرجة اتساعها، إضافة إلى سرعة استجابة السوق لمعالجة الاختلالات في الكميات المطلوبة والمعروضة في السوق من خلال لإحداث تغييرات طفيفة في الأسعار.
- **المعلومات:** وتعتبر هذه الأخيرة بمثابة عنصرا حاكما من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى، إذ أنه في ظل غياب المعلومات وعدم توافرها بالشكل المطلوب، تتحول السوق المالية من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة. فدرجة كفاءة السوق تعتمد على قدرة السوق بتزويد المستثمرين بالمعلومات الجديدة بسرعة وبدون تكلفة لجميع المستثمرين.

### المطلب الثالث: أنواع كفاءة السوق المالي وأهميتها

#### أولا: أنواع كفاءة السوق المالي:

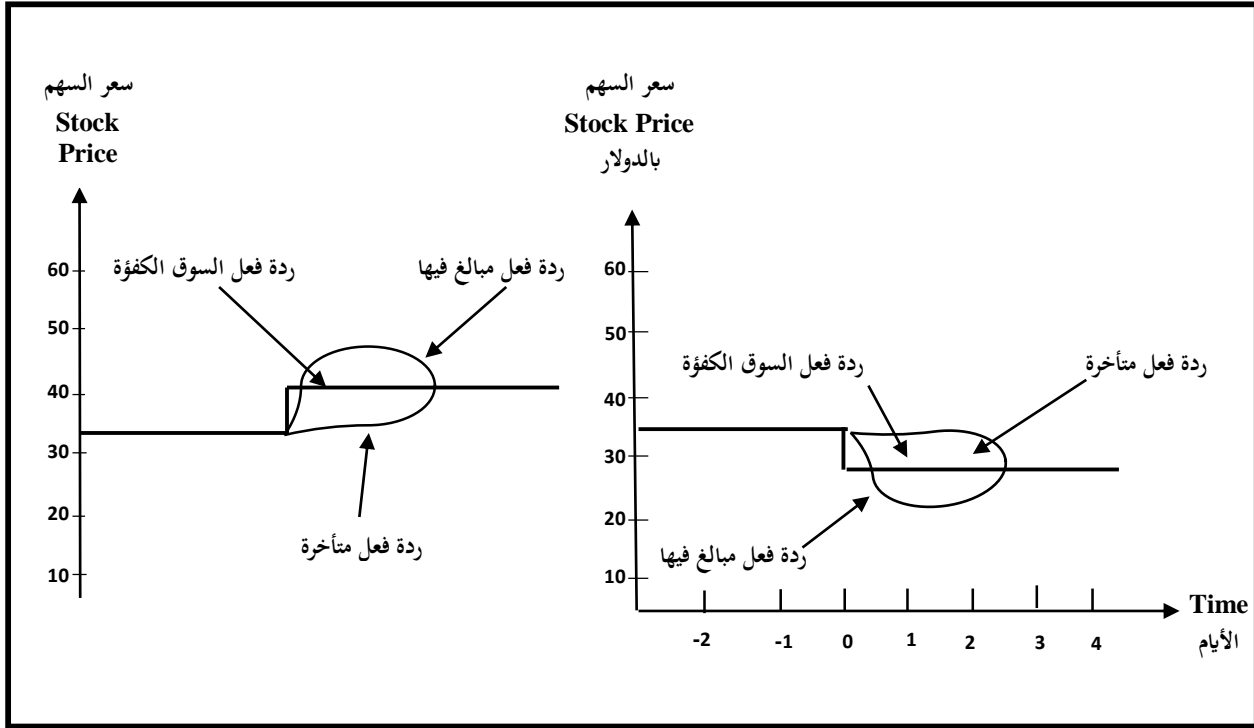
لل كفاءة شكلين رئيسيين يتمثلان في الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، غير أن التطور المستمر للسوق المالية وظهور متطلبات أساسية لتحقيق سوق كفؤة، ترتب عنه ظهور أنواع أخرى ثانوية مُثثلة بكل من كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، وكفاءة التخصيص، على النحو الآتي:

#### ■ الأنواع الرئيسية:

لل كفاءة نوعين رئيسيين يتمثلان في كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، اللتان تتعلقان بحركة الأسعار وفقا لمدى لسرعة الاستجابة للمعلومات، ففي ظل الكفاءة الكاملة يرتفع سعر السهم فوراً لقاء استقبال المتعاملين المعلومة، بينما تتعلق الكفاءة الاقتصادية بمضي بعض الوقت حتى يتم تحليل المعلومات والخروج بنتيجة بشأن القيمة التي يكون عليها السهم كما هو موضح في الشكل أدناه:

<sup>1</sup> عقبه خضير، أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2017) -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2019/2020، ص 60-63 بتصرف.

الشكل (1): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية (معلومات تفأؤلية - معلومات تشأؤمية)



المصدر: حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية والإسلامية -دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017/2018، ص 143.

ويمكن الإشارة للكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة على أحدهما:

- **الكفاءة الكاملة Perfect Efficiency:** وتعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وتأثر سعر السهم بهذه المعلومات، وبالتالي فإن سعر السهم يصبح دالة للمعلومات المتوفرة عنه، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بحسب المعلومات الواردة<sup>1</sup>.
- **الكفاءة الاقتصادية Economic Efficiency:** في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن تمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق، وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل،

<sup>1</sup> موسى نوري شقيري، الأسواق المالية وآليات التداول، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان-الأردن، 2019، ص 140.

بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار فلن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل<sup>1</sup>.

■ الأنواع أخرى:

● **الكفاءة التسعير (الخارجية) Price Efficiency:** لقد عرفت الأسعار في تمتاز بالكفاءة السعرية بأنها تلك الأسعار التي تعكس تماماً كافة المعلومات المتاحة والمناسبة لتحديد القيم وذلك في أي لحظة. بذلك يتسارع المتعاملون للحصول على المعلومات، السارة وغير السارة، التي ترد إلى السوق ويتنافسون في تحليلها واستعمالها في الشراء أو البيع للأوراق المالية مما يجعل أسعارها تتذبذب وفقاً لتلك المعلومات، وعليه يقال أنّ أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات المتعلقة بها بسرعة فائقة<sup>2</sup>.

● **الكفاءة التشغيلية (الداخلية) Operational Efficiency:** تتعلق بالوظائف الاقتصادية البحتة للصناعة المالية، ويرتبط بتكلفة الحصول على رأس المال، بمعنى أن تكاليف المعاملات الناتجة عن تحويل رأس المال يجب أن تبقى عند مستوى معقول<sup>3</sup>، كما أنها تقيس تكلفة تحويل الأموال من المدخرين إلى المقرضين، وترتبط بقدرة المستثمرين على تنفيذ معاملات ذات حجم معقول دون الاضطرار إلى دفع تكاليف معاملات عالية<sup>4</sup>.

● **كفاءة التخصيص أو التوزيع Allocative Efficiency:** تتسم السوق بهذا النوع من الكفاءة، عندما يكون معدل العائد الهامشي (معدل حسب المخاطر) هو نفسه لجميع المدخرين والمقرضين، حيث يقوم المستثمرون بتمويل المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الأعلى، وتقوم على التخصيص الأمثل للموارد إلى الحد الذي تدمج فيه الأسعار المعلومات حول القيمة الحقيقية للأصل<sup>5</sup>.

ثانياً: أهمية كفاءة الأسواق المالية:

تشكل درجة كفاءة الأسواق المالية أهمية بالغة لدى المتعاملين في أسواق المال، والتي تمكنهم من بناء قرارات استثمارية صائبة ودقيقة تمكنهم من تحقيق أهدافهم الاستثمارية المنشودة، وتكمن هذه الأهمية في<sup>6</sup>:

● في ظل السوق الكفؤة تندفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وبتجاه الاستثمارات المنتجة؛

<sup>1</sup> مسعودة بن لخصر، أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية -دراسة مجموعة من الدول النامية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة- الجزائر، 2020/2019، ص 35.

<sup>2</sup> محفوظ جبار، مرجع سابق، ص 283-284.

<sup>3</sup> Sandrine Lardic, Valérie Mignon, L'efficience Informationnelle Des Marchés Financiers, La Découvert, Paris, France, p 8.

<sup>4</sup> Gregory H.Bauer, Typologie De L'efficience Des Marchés, Revue Du Système Financier, Banque du Canada, Décembre 2004, p 41.

<sup>5</sup> Gregory, Op. Cit, p 41- 42

<sup>6</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري، عمان-الأردن، 2010، ص 50.



- تحقيق تماثل المعلومات وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة للمعلومات؛
- اعتقاد كل من البائع والمشتري للأوراق المالية أن سعر الصفقة سعر عادل ومقبول من قبل الطرفين، فليس هنالك تضليل؛
- تحقيق توازن السوق لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات؛
- تكون الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشيد المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجياته الاستثمارية؛
- غياب هدر للمعلومات الواردة للسوق المالية كونها تنعكس بالكامل على سعر، فيقوم جميع المتعاملين بالانتفاع من جميع هذه المعلومات.

#### المطلب الرابع: مستويات كفاءة السوق المالي ومعيقاتها

##### أولاً: مستويات كفاءة السوق المالي:

تأثر المعلومات المتداولة بالسوق المالية على تسعير الأصول المالية وحركتها، حيث أنه كلما توافرت السوق على قدر كبير من المعلومات كلما زاد مستوى كفاءتها. وعليه تم تمييز بين ثلاث صيغ ومستويات لفرضية كفاءة الأسواق المالية حسب نوع وجودة هذه المعلومات، إضافة إلى مدى إمكانية حصول المتعاملين عليها في وقت مماثل. وتتجسد هذه الصيغ في:

- **الصيغة الضعيفة Weak Form Efficiency:** تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق المالية بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى، لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار<sup>1</sup>.
- **الصيغة المتوسطة أو شبه القوية Semi-Strong Form Efficiency:** المستوى المتوسط لكفاءة الأسواق المالية يعني أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية هي المعلومات التاريخية المتاحة بالإضافة إلى المعلومات المنشورة في القوائم المالية. وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لأنها

<sup>1</sup> كلتوم جريو، دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، الجزائر 2014/2015، ص 69.

تكون مبينة على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم<sup>1</sup>.

• **الصيغة القوية Strong Form Efficiency:** تعكس في هذا المستوى أسعار الأوراق المالية جميع أنواع المعلومات المتاحة التاريخية، المنشورة، والخاصة، أو أية معلومات أخرى غير منشورة ولكنها ذات العلاقة بالأسهم والشركات إضافةً إلى الأوضاع الاقتصادية، السياسية وغيرها، بذلك فإن المستثمرين والوسطاء الذين لهم علاقة وطيدة بالشركات والمؤسسات والمشاريع تجعلهم يحصلون على معلومات خاصة أو غير منشورة لا يستطيعون الاستفادة منها في تحقيق أرباح فائضة (غير عادية) عما يحققه أي من المتعاملين الآخرين في السوق بمن فيهم المستثمرون العاديون الذين لا تتوفر لديهم فرص الوصول إلى تلك المعلومات الخاصة، وذلك لأن الأسعار السائدة في لحظة ما تعكس جميع المعلومات بما فيها تلك المعلومات الخاصة وبشكل مستمر و متلاحق<sup>2</sup>.

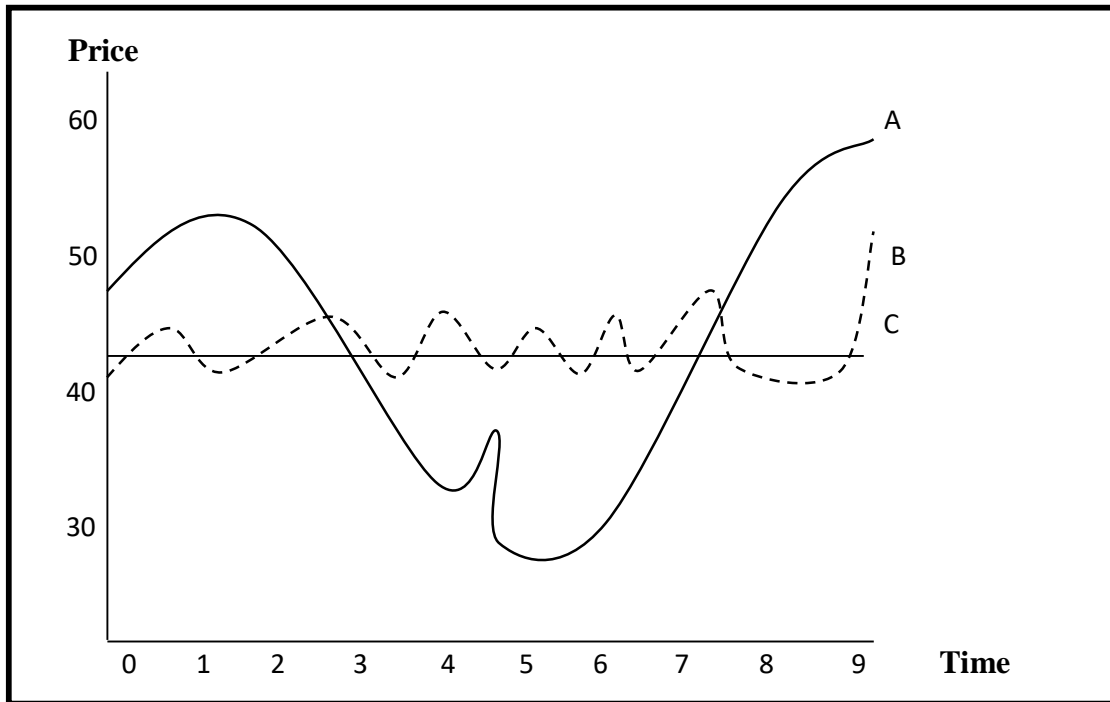
وبالتالي فإن السعر يكون مجرد انعكاس لمعلومات الكفاءة الضعيفة، الكفاءة شبه القوية، والكفاءة القوية، ولا بد للسوق المالية أن تمر بجميع أشكال الكفاءة بدءًا من المستوى الضعيف وصولاً إلى الصيغة القوية الممثلة بالمنحنى (C) في الشكل الموالي، ويشير المنحنى (B) في ظل مستوى كفاءة متوسطة إلى وجود فجوة بين السعر العادل للسهم مقارنة بسعر السوق، في حين أن هذه التفاوتات تظهر بشكل كبير لما تكون السوق ذات كفاءة ضعيفة التي يمثلها المنحنى (A).

---

<sup>1</sup> أحمد سعيد حميدي، دور حوكمة الشركات في جودة المعلومة المحاسبية وتحسين كفاءة الأسواق المالية -دراسة تحليلية وتقييمية لبورصة الجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، الجزائر، 2019/2018، ص 174.

<sup>2</sup> زياد رمضان، مروان شوط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة-مصر، 2008، ص 203-204.

## الشكل (2): العلاقة بين أشكال كفاءة السوق المالي



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان-الأردن، 2010، ص 49.

### ثانياً: معيقات كفاءة السوق المالي:

- من المعقول أن تسعى جميع الدول لتطوير وتعزيز كفاءة أسواقها المالية، إلا أنها حتما ستجد في عقبتها العديد من الصعوبات والمشاكل، من أبرزها<sup>1</sup>:
- التضليل الإعلامي: يظهر هذا التأثير بين فترة وأخرى في أكبر الأسواق المالية الدولية وذلك عندما يتم تضخيم أرقام المبيعات والأرباح، ومن ثم يكتشف المستثمرون بأنهم وقعوا في خدعة مالية مما يتسبب في انهيار ثقتهم وثقة المؤسسات الاستثمارية بالشركات المعنية وبالتالي السوق المالية ككل؛
- ضعف التقدير: إن المعدلات الكامنة للعوائد أو المخاطر تجعل التقديرات عند مستويات أدنى وبالتالي تشهد الأسواق المالية غالباً تقلبات لأسعار الأدوات الاستثمارية بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها عند اعتماد المعلومات الخاصة بالقيم الأساسية؛

<sup>1</sup> انظر إلى:

- حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية والإسلامية -دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2018/2017، ص 135-136.
- سمية صلعة، مطبوعة دروس في مقياس المؤسسة والأسواق المالية موجهة لطلبة السنة الثالثة، شعبة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي نور البشير، البيض-الجزائر، 2018/2017، ص 33.

- إطلاق الإشاعات: عندما تسود السوق الإشاعات والانطباعات التي لا تقوم على أساس صحيح من المعلومات تتسبب في إحداث تغييرات لا مبرر لها في أسعار الأوراق المالية؛
- التلاعب بأسعار الأوراق المالية من قبل الجهات التي أصدرتها، ومثل ذلك ما يسمى بلعبة المساهمين الكبار، فعندما يرغب بعض المساهمين الكبار في الشركة بشراء كمية من أسهم هذه الشركة يلجؤون إلى التقليل من أرباح الشركة بشكل مفتعل، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها في البورصة فيقومون بشراء هذه الأسهم بأسعار منخفضة؛
- اتفاق بعض المضاربين مع جهات معينة لكي تروج هذه الأخيرة مزايا بعض الأوراق المالية أو عيوب البعض الآخر، مما ينتج عنه ارتفاع أسعار الأولى وانخفاض أسعار الثانية؛
- مشكلة طبيعة المعلومات من حيث الملائمة: إن مدى ملائمة المعلومات تمثل مشكلة حقيقية يصعب تشخيصها، فملائمة المعلومة أمر نسبي وليس مطلق يتعلق أساسا بقدرات ومهارات التحليل من جانب ومدى وضوح وموضوعية المعلومات من جانب آخر؛
- مشكلة التجسس (التلصص): هي معضلة أساسية أمام كفاءة السوق المالية ويعود سبب ذلك إلى وجود ما يسمى المطلعين من غير متخذي القرارات، الذين يتلصصون على المعلومات بهدف تحقيق عوائد إضافية مما يعطي مؤشرا غير واضح عن كفاءة السوق المالي وذلك ما يسمى بالكفاءة الاقتصادية والتي تفترض ارتباط كفاءة السوق بطبيعة استجابة المستثمرين للمعلومات الجديدة؛
- مشكلة ضربة الحظ أو الفرصة المتاحة: حيث يلعب الحظ في بعض الأحيان دورا كبيرا في اكتساح السوق لدى بعض المستثمرين في تحقيق عوائد ال تستند على عملية تحليل المعلومة ولكن مثل هذه الحالات ال تستمر، وان حدثت فإنها قد تعطي انطبعا خاطئا عن عدم كفاءة السوق وبالتالي إخفاء هذه الحقائق تعد مشكلة أمام المتعاملين بالسوق.

## المبحث الثاني: أساسيات القرار الاستثماري في الأسواق المالية

يُعتبر القرار الاستثماري من أصعب القرارات المالية وأكثرها حساسية خاصة إذا تعلق الأمر بالاستثمار في الأسواق المالية، فعملية اتخاذ القرارات تتطلب عقلانية ورشادة في تنقيح وتحديد البديل الأمثل من بين البدائل المتاحة، وذلك بالاستناد على أسس علمية إلى جانب توفر لبنة متينة من المعلومات المتعلقة بالمجال المستثمر فيه. التي تؤدي بالضرورة إلى رسم توقعات تقديرية يُبنى على أساسها القرار النهائي، بهدف تجنب المخاطر التي تعترى الأسواق المالية أو التخفيض في حدتها من جهة، وتعظيم الأرباح والمكاسب من جهة أخرى.

### المطلب الأول: أساسيات القرار الاستثماري في الأسواق المالية

#### أولاً: مفهوم القرار الاستثماري في السوق المالية:

مع تنامي اهتمام الأعوان الاقتصاديين بالاستثمار على مستوى الأسواق المالية، فقد تم تسليط الضوء على مفهوم القرار الاستثماري كونه جوهر العملية الاستثمارية، فاقرن هذا المدلول بالعديد من التعريفات من بينها:

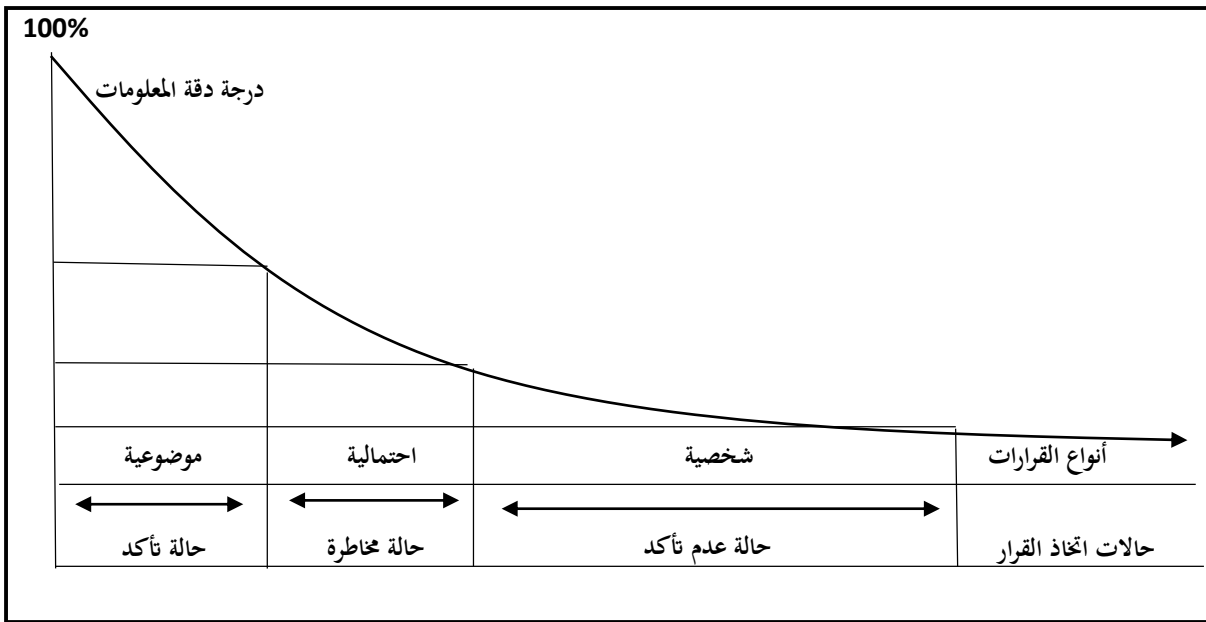
- "هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل فأكثر والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري"<sup>1</sup>؛
  - "هو القرار الذي ينطوي عليه تخصيص قدر معلوم من أموال المنشأة في الوقت الراهن على مدار فترة زمنية طويلة بهدف تحقيق ربح في المستقبل، ويكون عرضة لدرجات مختلفة من الخطر وعدم التأكد"<sup>2</sup>.
- إن أغلب التعاريف التي أوليت للقرار الاستثماري ركزت على مفهوم القرار الاستثماري بمدلوله العام، في حين أن القرار الاستثماري في الأسواق المالية لا يخرج عن هذه التعاريف لكنه أكثر دقة وحساسية لعوامل ومتغيرات عديدة، وذلك راجع لنوعية القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية التي تستدعي التحلي بالفطنة والمرونة من طرف المتعامل. فبناءً على التعريفات السابقة وتعريف الاستثمار في الأسواق المالية يمكن القول بأن القرار الاستثماري في السوق المال يُعتبر من أهم القرارات المالية التي يمكن للمستثمر اتخاذها بهدف تحقيق عائد مستقبلي وترجيح المخاطر، إذ يقوم على اختيار البديل الملائم

<sup>1</sup> هاجر سعدي، أثر دراسة الجدوى الاقتصادية على القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية -دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، فرع دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، السنة الجامعية 2012/2013.

<sup>2</sup> خالد جمال الجعارات، معايير التقارير المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص143.

من البدائل المتاحة وفق خلفيات سابقة من المعلومات والبيانات المتداولة بالسوق المالية، وتحليلات فنية التي يستند عليها المستثمرين في محاولة توقع مسارات تغير أسعار الأصول المالية المعتمدة بالسوق. بما أن عملية اتخاذ القرار الاستثماري تتعلق بالمستقبل الذي يستدعي نشوء العديد من المخاطر نتيجة عدم وجود يقين تام بما ستكون عليه الأسواق المالية أو أسعار الأصول المدرجة بها، فالتعامل يستثمر في الحاضر بناءً على معطيات وتحليلات ماضية لجني عائد مستقبلي، وعليه فإن المستثمر يتخذ قراره الاستثماري في السوق المالية في ظل حالات أو ظروف مختلفة وفق ما يوضحه الشكل التالي:

### الشكل (3): ظروف وحالات اتخاذ القرارات



المصدر: محمد موسى فرج الله، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الإدارية في ظل ظروف عدم التأكد -دراسة تطبيقية على البنوك العاملة بقطاع غزة-، أطروحة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية -غزة-، فلسطين، 2011، ص 30.

إذ أنه يمكننا حسب الشكل السابق أن نميز بين ثلاث حالات لاتخاذ القرار<sup>1</sup>:

- **ظروف التأكد التام:** في هذه الحالة يكون لدى متخذ القرار معلومات تامة وكاملة حول النتائج الخاصة بالقرار، إضافة إلى أنه متأكد من نتائج كل بديل من البدائل المتاحة وعادة يكون هناك نتيجة واحدة لكل بديل، إلا أن هذه الحالة نظرية فقط ذلك أنه من المستحيل أن يكون متخذ القرار على علم تام بكل النتائج.

<sup>1</sup> إيمان بن السراج، دور المعلومات في قياس اتجاهات متخذي القرار نحو المخاطرة المالية في البنوك التجارية -دراسة عينة من البنوك التجارية الجزائرية-، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، التخصص بنوك مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة-الجزائر، 2017/2018، ص 44-45.

- **ظروف المخاطرة:** في هذه الحالة يتوفر لدى متخذ القرار قدر من المعلومات ويتم اتخاذ القرار اعتماداً على الخبرة السابقة، وذلك من خلال إعداد الاحتمالات الخاصة بالظروف المتوقعة الحدوث مستقبلاً بناءً على ما هو متوفر من معلومات، وهذا ما يجعل الاحتمالات موضوعية، وبالتالي تكون المخرجات في هذه الحالة معروفة بدرجة احتمالية.
- **ظروف عدم التأكد:** في هذه الحالة يكون لمتخذ القرار علم بالنتائج المتوقعة الحدوث لكنه لا يعلم باحتمال حدوث كل منها، حيث يكون هناك عدد من النتائج لكل بديل لكن لا توجد معرفة باحتمالات حدوث كل نتيجة، وذلك إما لعدم الخبرة أو لأن القرار جديد من نوعه، بمعنى عدم توفر معلومات سابقة يمكن لمتخذ القرار الاعتماد عليها مما يجعل من عملية التنبؤ باحتمالات الحدوث عملية صعبة.

#### ثانياً: خصائص القرار الاستثماري:

ينفرد القرار الاستثماري بمميزات متعددة، تُخصه عن باقي القرارات المالية، نذكر منها ما يلي:<sup>1</sup>

#### ■ خصائص ترتبط بالبعد الزمني:

ترتبط قرارات الاستثمار دائماً بالأجل الطويل، مما يتطلب ضرورة الأخذ في الاعتبار عامل التغير في قيمة النقود عند حساب تكاليف وعوائد تلك الاستثمارات. فالفاصل الزمني بين وقت أنفاق الأموال للقرارات الاستثمارية ووقت الحصول على العائد دائماً يكون نسبياً أطول مقارنة ذلك بقرارات الأنفاق الجاري. وكذا استمرار التقدم التكنولوجي في العصر الحديث أدى إلى تطور كبير في وسائل الإنتاج والتسويق الأمر الذي يزيد من صعوبة اتخاذ القرار الاستثماري.

#### ■ خصائص ترتبط بحالات الطبيعة:

- تتضمن عادة قرارات الاستثمار عنصري المخاطرة وعدم التأكد لارتباط تلك القرارات بالمستقبل وبالتالي فإن العائد المتوقع يكون غير مؤكد الحدوث؛
- تكمن مخاطر القرار الاستثماري في صعوبة الرجوع فيه دون تحقيق خسائر كبيرة، لذا يجب أن يخضع اتخاذ القرار الاستثماري لمزيد من الدراسات العميقة المتخصصة والتي تكفل نجاحه بصورة سليمة في المستقبل؛
- تتعرض قرارات الاستثمار للعديد من المشاكل كالتنبؤ بالمبيعات وكيفية تقدير التكاليف لعدد من السنوات المقبلة في ظل حالي المخاطرة وعدم التأكد، وكيفية معدل العائد على الاستثمار ومعدل تكلفة رأس المال.

<sup>1</sup> عبد العال هاشم أبو خشبة، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها والتبويات المختلفة لها، مجلة الإداري، معهد الإدارة العامة، العدد 47، ديسمبر 1991، عمان، ص 231.

■ خصائص ترتبط بالهيكل التمويلي:

- معظم قرارات الاستثمار تحتاج إلى مبالغ ضخمة مما قد يؤثر على حياة المشروع، فالعائد المتوقع منه عادة يمتد لفترات زمنية طويلة، ويتطلب هذا التنبؤ بالإيرادات والتكاليف المتوقعة لفترة طويلة؛
- يتضمن القرار الاستثماري تخصيص قدر من الموارد الاقتصادية المتاحة حالياً بهدف خلق طاقات إنتاجية جديدة أو زيادة في الطاقات الإنتاجية الحالية أو المحافظة عليها وذلك على أمل الحصول على عائد يمتد لفترة زمنية طويلة؛
- يؤدي اتخاذ القرار الاستثماري إلى إغراق جزء من أموال المنشأة في أصول ثابتة متخصصة لفترة زمنية طويلة، وقد يتطلب هذا البحث عن مصادر للتمويل كالاقتراض؛
- يُلزم اتخاذ قرار استثماري في مشروع معين على المنشأة استثمار أموالها في بدائل استثمارية أخرى كان من الممكن استثمارها في مجالات أخرى.

المطلب الثاني: مراحل وأهداف القرار الاستثماري في الأسواق المالية

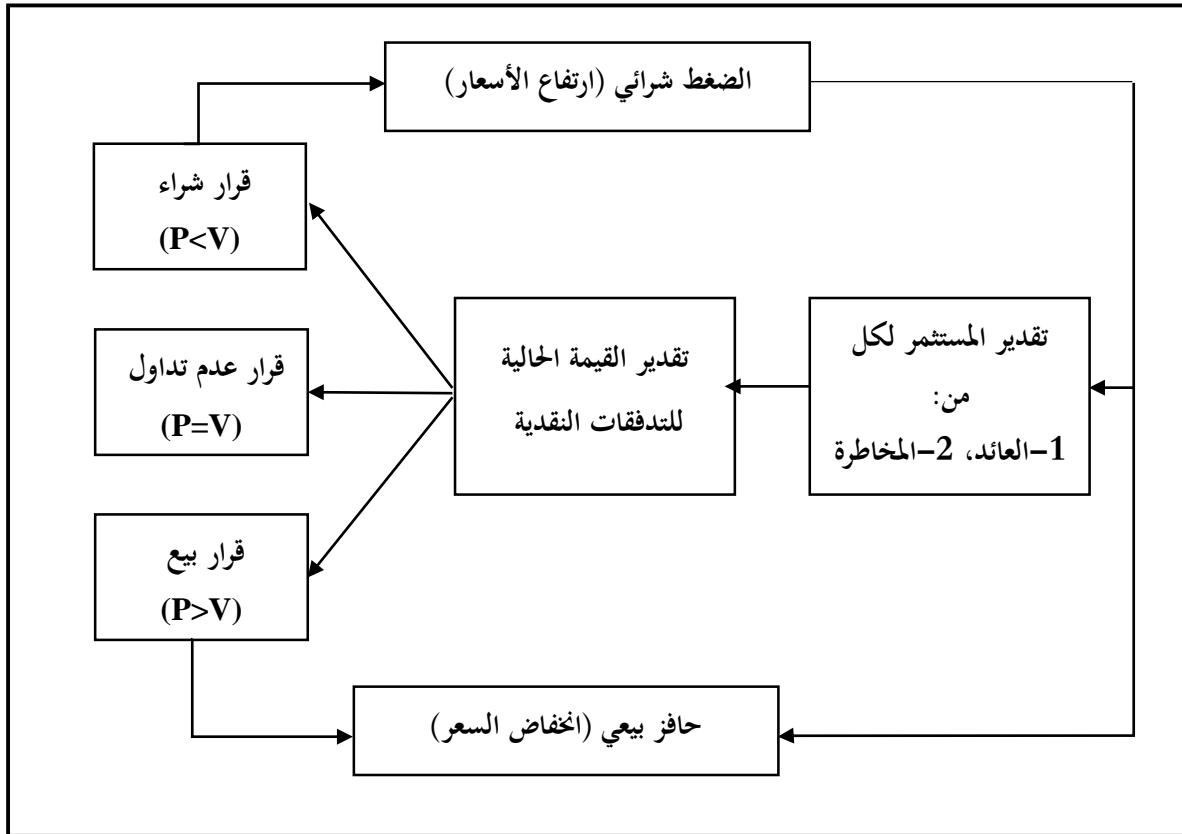
أولاً: مراحل اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالية:

- تتطلب عملية اتخاذ القرار الاستثماري في الأسواق المالية اجتياز مراحل معينة من أجل تنقيح وترشيد القرارات التي في وُسع المستثمر انتقائها، والتي تتعلق بوقت الدخول للسوق، الخروج منها، أو عندما يكون الوقت غير مناسب لاتخاذ القرار الاستثماري كنتيجة للتحليلات الفنية التي يتوصل لها المتدخلون في هذه السوق التي تساعد في تحديد الوقت المناسب للاستثمار وتمثل هذه المراحل في<sup>1</sup>:
- **مرحلة تكوين البديل:** تتمثل هذه المرحلة في عملية سد الفجوة في الاستثمارات من خلال العمل على زيادة إمكانية انتهاز الفرص وتجنب التهديدات المتوقعة في البيئة الخارجية بالنسبة للمستثمر؛
  - **مرحلة تقويم البدائل:** بعد تكوين البدائل فإن المستثمر يقوم بإجراء تقييم لهذه البدائل بالاعتماد على معايير أهمها: التوافق والملائمة مع البيئة الخارجية والداخلية ومبدأ الملائمة في الاستثمار؛
  - **مرحلة المفاضلة بين البدائل:** وتهدف هذه المرحلة إلى تحديد البديل الاستثماري المناسب.
- تندرج قرارات المستثمر في الأسواق المالية ضمن ثلاث أنواع: قرار شراء، قرار بيع، قرار عدم التداول، كما يوضح الشكل التالي:

<sup>1</sup> محمود جمام، أميرة دباش، أثر عدالة الإفصاح المحاسبي في ترشيد القرارات الاستثمارية -دراسة حالة عينة من المستثمرين ببورصة الجزائر-، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 26، 26 مارس 2017، جامعة زيان عاشور، الجلفة-الجزائر، ص 8.



الشكل (4): أنواع القرارات الاستثمارية



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة السابعة، دار وائل، عمان، الأردن، 2015، ص 37.

انطلاقاً من الشكل السابق، يمكن أن تصنف القرارات الاستثمارية في السوق المالية إلى ثلاث أنواع

هي<sup>1</sup>:

- **قرار الشراء:** ويتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي، أو بعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي أقل قيمة الأداة الاستثمارية مما يولد لديه حافزاً لشراء تلك الأداة سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع سعرها السوقي مستقبلاً.
- **قرار البيع:** بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة الحالية للأداة، تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد، وإذا كان مستثمر يرى أن السعر ما زال أقل من القيمة الحالية، مما يتطلب منه أن يعرض سعراً جديداً لتلك الأداة يزيد عن القيمة الحالية، وهكذا يرتفع السعر عن القيمة الحالية مولداً بالتالي حافزاً لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار البيع.

<sup>1</sup> سنديّة مروان سلطان الحيايلى، ليث محمد سعيد محمد الجعفر، دور الحكومة في دعم قرار الاستثمار دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 00، 2015، جامعة حسينية بن بوعلوي، الشلف-الجزائر، ص 21.

- **قرار عدم التداول:** عندما يتساوى سعر السوق مع القيمة الحالية للأداة، وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافر للشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من لديهم حوافر للبيع أيضا التوقف عن البيع فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة عدم التداول.

### ثانيا: أهداف القرار الاستثماري في السوق المالية:

- يُبنى القرار الاستثماري في الأسواق المالية وفقاً للأهداف التي يسعى المتعاملين لتحقيقها بالإضافة إلى استراتيجياتهم المنتهجة، وتندرج هذه الأهداف في:<sup>1</sup>
- تحقيق العائد المناسب والربحية المناسبة، بحيث يكون ذلك ملائماً لاستمرارية المشروع؛
  - إيجاد سبل الحفاظ على رأس مال المشروع الأصلي من النقصان والتآكل من خلال عملية الاستثمار؛
  - التفكير الدائم باختيار البدائل الاستثمارية التي تضمن استمرار تدفق الدخل وزيادته؛
  - ضمان السيولة اللازمة لمواجهة الظروف الطارئة والالتزامات المترتبة على القرار الاستثماري.

### المطلب الثالث: مبادئ ومقومات القرار الاستثماري في الأسواق المالية

#### أولاً: المبادئ التي يعتمد عليها القرار الاستثماري في السوق المالية:

- يقوم القرار الاستثماري في الأسواق المالية على جملة من القواعد تعتمد عند الاستثمار في الأسواق المالية، وتتجسد هذه الركائز فيما يلي:<sup>2</sup>
- **مبدأ الاختيار:** يفترض ان المستثمر يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم بالاختيار المناسب من بين الفرص المتاحة بدلا من توظيفها في اول فرصة تتاح له.
  - **مبدأ المقارنة:** إذا كان المستثمر امام مجموعة من البدائل المختلفة من حيث مداها الزمني وعوائدها ومميزاتها والتي تكون متفاوتة من حيث العوائد والمخاطرة.
  - **مبدأ الملائمة:** كل مستثمر يتميز بخصائص ذاتية تتمثل في العمر، الدخل، والرغبات هذه العناصر تكون نمط تفضيل لدى المستثمر.
  - **مبدأ التوزيع:** تختلف الاصول المالية من حيث درجة المخاطرة والعوائد التي تدرها وعليه فالقرار الاستثماري السليم ينبغي ان يقوم على التنوع من هذه الأصول، وذلك من اجل الحد من المخاطرة وزيادة العوائد.

<sup>1</sup> الغالي بن ابراهيم، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية -دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، السنة الجامعية 2012/2013، ص 77-78.

<sup>2</sup> حسين وليد حسين، ابتهاج طالب خضير، عبد الناصر علك حافظ، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثامن، العدد 22، 2013، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد-العراق، ص 232.

## ثانياً: مقومات القرار الاستثماري:

يتطلب القرار الاستثماري في الأسواق المالية توفر أسس ضرورية، فلا يكون ناجحاً إلا بوجودها، وتشتمل على<sup>1</sup>:

### ■ تبني استراتيجية ملائمة للاستثمار:

تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون في السوق المالية، وذلك راجع اختلاف أولوياتهم الاستثمارية (الربحية، السيولة، الأمان).

### ■ الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار: والتي تقوم عادة على ما يلي:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار؛
- تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار؛
- تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحكمة في القرار؛
- تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة؛
- اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف.

### ■ مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة:

فإذا أراد المستثمر الحصول على عائد مرتفع عليه تحمل مخاطرة أكبر<sup>2</sup>.

غير أن متخذ القرار في السوق المالية يتعرض للعديد من العقبات والمشاكل للوصول إلى قرار استثماري رشيد، ومن أبرز المعوقات التي قد يواجهها عليها ما يلي<sup>3</sup>:

- صعوبة تحديد المشكلة تحديداً واضحاً بسبب تعدد وتنوع الأعراض الظاهرة وتشابكها؛
- احتمال عدم دقة ووضوح الأهداف المستخدمة كأساس لوضع معايير تقييم القرار الرشيد؛
- وجود درجات مختلفة من عدم التأكد غير ممكن استيعابها أو حسابها لكون أن نتائج القرار تكون في المستقبل ويحاول متخذ القرار التنبؤ بهذه النتائج؛
- وجود نقص في المعلومات دائماً، يؤدي دوماً إلى عدم الدقة في عمليتي التحليل والاختيار؛
- الأثر السلبي للعامل الزمني على مستوى الرشادة في اتخاذ القرار؛
- صعوبة الاتفاق على الأهداف والبدائل في عملية اتخاذ القرارات الجماعية نظراً لاختلاف وجهات النظر بين الأشخاص.

<sup>1</sup> فارس هباش، ريمة مناع، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد التاسع، جوان 2018، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي-الجزائر، ص 635.

<sup>2</sup> Agnes Virlics, **Investment Decision Making And Risk**, International Economic Conference of Sibiu 2013 Post Crisis Economy: Challenges and Opportunities, Procedia Economics and Finance 6(2013), p 174

<sup>3</sup> عقبة خضير، مرجع سابق، ص 113.

## المبحث الثالث: دور وأثر المعلومات في الأسواق المالية

تشكل المعلومات أهمية كبيرة في مختلف ميادين الحياة لما لها من دور في اكتساب معارف تستخدم لأغراض متعددة، ويظهر دورها وأثرها بشكل جلي في الأسواق المالية فعلية بيني المتعاملين قرارهم الاستثماري، بالتالي فإن لها أثر مالي أكثر من أن يكون نفسي، وإن عدم تماثلها من شأنه أن يخلق انعكاسات كثيرة سلبية على السوق بشكل عام وعلى متخذي القرار بشكل خاص.

### المطلب الأول: مفهوم المعلومات في السوق المالية

#### أولاً: تعريف ومصادر المعلومات:

- اقترن مفهوم المعلومة بعدة تعريفات مختلفة حسب تباين آراء المفكرين، نخص منها بالذكر ما يلي:
- تُعرف المعلومة على أنها ما نحصل عليه بتمثيل أو تأطير أو تنظيم أو تحويل للبيانات بطريقة تزيد من مستوى المعرفة للأشخاص الذين يحصلون عليها، وهي بذلك الحقائق والأفكار التي يتبادلها الناس في حياتهم العامة عبر وسائل الاتصال المختلفة<sup>1</sup>،
  - كما يرى LUCAS أنها تعبر عن حقيقة، ملاحظة، إدراك أو محسوس أو غير محسوس، يستعمل في تحقيق عدم التأكد بالنسبة لحالة أو حدث معين يضيف معرفة للفرد أو للمجموعة<sup>2</sup>.
  - أما كل من "ALTER STEVEN" و "LAUDON" بكون المعلومات عبارة عن مجموعة من البيانات فالأول خصّها بشكلها ومحتواها ملائم موجه لاستخدام معين، بينما أشار الآخر لأن يتم إعدادها بشكل يكون ذو معنى مفيد للجنس البشري، في حين أن "BALMISSE" يرى أن المعلومة تنتج عن طريق فهم العلاقات التي تستطيع أن توجد بين عدة بيانات ساكنة<sup>3</sup>.
- من خلال ما سبق يمكن القول بأن المعلومات تندرج ضمن مجموعة المعارف أو الحقائق المتباينة المتوفرة لدى الأفراد نظراً لاختلاف مصادر الحصول عليها، إلى جانب طريقة تلقيها وكيفية تحليلها وفهمها، كما أنها تستخدم لأغراض معينة لاسيما تلك التي ترتبط باتخاذ القرارات أو إيجاد حلول لمشكلات معينة.

<sup>1</sup> راوية حناشي، مساهمة جودة المعلومات إدارة العلاقة مع الزبون في تسيير حافظة الزبان-دراسة ميدانية لمجموعة من البنوك-، أطروحة دكتوراه الطور الثالث، تخصص تسويق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2014/2015، ص 5.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 5.

<sup>3</sup> فاروق مطروني، دور نظم المعلومات في بناء استراتيجية المؤسسة-دراسة حالة الشركة الجزائرية للهاتف النقال موبيليس-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص الإدارة الاستراتيجية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2014/2013، ص 81، بتصرف.

وتحظى المعلومات بمجموعة من السمات الأساسية من بينها<sup>1</sup>:

- **الدقة:** وهي أن تكون المعلومات خالية من الأخطاء ومعتمدة على الحقائق والثوابت؛
- **الملائمة:** وهي أن تكون مناسبة لحجم وطبيعة الاستخدام بدون نقصان أو زيادة؛
- **الوضوح:** أن تكون المعلومات مفهومة، بسيطة، سهلة، وغير غامضة أو معقدة؛
- **الشمول:** فينبغي عليها أن تغطي جميع جوانب الموضوع التي خصصت له أو جمعت لأجله؛
- **المرونة:** وهي قدرة المعلومات على تلبية رغبات واحتياجات المستخدمين؛
- **التوقيت:** أن تصل وتُوفّر للجهة التي طلبتها في الوقت المناسب؛
- **التكلفة:** إذ ينبغي ألا تزيد تكلفة الحصول على المعلومات عن العائد المتوقع من استخدامها؛
- **الموضوعية:** فيجب ألا تميل المعلومات إلى جهة معينة أو تنحاز لرأي معين.

إلى أن عملية تجميع المعلومات وتحصيلها تتطلب وجود مصادر موثوقة تُمكن المتعاملين بالسوق المالية من صنع قرارهم الاستثماري والإلمام بمختلف مجريات السوق، انطلاقاً من التعرف على مختلف أشكال الاستثمارات المتاحة وأنواعها، وصولاً للأوضاع الاقتصادية للشركات المدرجة بها وتقلبات أسعار مختلف أصولها المالية، وتتجسد هذه المصادر في<sup>2</sup>:

- **المصادر الداخلية:** تتمثل في المجموعة الشبكية الداخلية للاتصالات كاستعمال الهاتف، الفاكس، البرقيات، أو المعلومات المتعلقة بطريقة أداء الموارد البشرية والمراقبة، الصيانة، أو الإصلاحات المتعلقة بالمراسلات والعقود المبرمة، والمعلومات الخاصة بالشؤون المالية المتمثلة في الميزانيات التقديرية؛
- **المصادر الخارجية:** تشمل بعض التقسيمات كالعملاء، الموردين، المنافسين، والنشرات المهنية، الاتحادات الصناعية والهيئات الحكومية، حيث تُزود المنظمة بالمعلومات البيئية والتنافسية التي تمنح متخذي القرار قاعدة ضرورية من المعلومات لبناء القرارات المناسبة؛

<sup>1</sup>نادية غوال، الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ودوره في تحقيق التنمية المستدامة-دراسة قياسية باستخدام بيانات البائل لعينة من الدول العربية (2000-2017)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم-الجزائر، 2019/2018، ص 27-28.

<sup>2</sup>انظر إلى:

— تقرير هيئة السوق المالية، **المعلومات ومصدرها**، الرياض-المملكة العربية السعودية، ص 3، متاح على الموقع: <http://cma.org.sa>؛  
 — اطلع عليه بتاريخ 2022/02/17، على الساعة 04:15.  
 — إيمان بن السراج، مرجع سابق، ص 18.  
 — صالح مفتاح، فريدة معارفي، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-**، مجلة الباحث، العدد 7، 2010/2009، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، ص 184.

- التقارير التي تنشرها الشركات: وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات للمساهمين، تكون مفصلة لنشاط الشركة، هيكلها، أرباحها وغيرها، بشكل سنوي، أو ربع سنوي، أو فيشكل نشرات إخبارية؛
- التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: حيث تقوم هذه الشركات بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بالشراء، بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية؛
- المعلومات مدفوعة الثمن: وتتمثل في الصحف، وخدمات الارشاد الاستثماري؛
- قواعد البيانات: تسمح هذه المصادر للمستثمرين من الحصول على المعلومات عن طيق الحاسوب، للتعرف على التغيير في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة " دليل المستثمر عن طريق شبكة الكمبيوتر " التي تتيح له المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتنوعة.

### ثانيا: أنواع وتصنيف المعلومات في السوق المالية:

- لكي تتميز السوق المالية بدرجة كفاءة عالية ينبغي أن تتوفر فيها الأشكال التالية من المعلومات<sup>1</sup>:
- المعلومات التاريخية: تشمل كافة البيانات والمعلومات عن السنوات الماضية لأسهم الشركات المتعاملة في السوق من حيث أسعار الأسهم، عوائدها، والأرباح المحققة والموزعة خلال فترات ماضية، درجة النمو وطبيعة المخاطر؛
  - المعلومات العامة: هي المعلومات عن الظروف والبيئة الاقتصادية العامة المحيطة، أو ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، أو ظروف الشركة نفسها؛
  - المعلومات الخاصة: هي تلك البيانات والمعلومات الخاصة عن الشركة والتي يطلع عنها العاملون في الشركة، ولا تكون متاحة إلا لفئة معينة من كبار الموظفين أو المتعاملين مع الشركة، والحصول عليها يحقق أرباح غير عادية على أسهم هذه الشركة في حالة إخفائها عن باقي المتعاملين في السوق المالي.
- وينبغي أن توفر السوق المالية حزمة من المعلومات والبيانات أهمها<sup>2</sup>:
- معلومات عن أداء السوق بشكل دوري؛
  - حركة المؤشر العام للأسعار؛
  - الترتيب القطاعي من حيث القيمة وعدد الأسهم؛
  - بيانات عن نسب التملك في الشركة المدرجة؛

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، 2012، ص 80.

<sup>2</sup> تقرير هيئة قطر، مدخل إلى أسواق المال، الدوحة-قطر، ص 18، متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.qfma.org> تاريخ

الاطلاع: 2022/02/15، على الساعة 20:57.

- البيانات الخاصة بالتداول وتشمل قراءة للمؤشر العام، عدد الصفقات، عدد الأسهم المتداولة، وقيمة الأسهم.

كما تصنف المعلومات بالسوق المالي من حيث طبيعتها إلى<sup>1</sup>:

- **المعلومات الاقتصادية والاجتماعية:** وتتمثل في الأحداث الاقتصادية، السياسية، والبيئية المحيطة في الاستثمار بشكل عام؛
- **المعلومات القطاعية:** تتمثل في الأنشطة والمؤشرات المحددة داخل كل قطاع بشكل خاص؛
- **المعلومات التفصيلية:** تتمثل في الأسعار، الأرباح، التوزيعات، حجم البيع، وكمية التداول لكل ورقة مالية بشكل أكثر تحديدا.

### ثالثا: دور المعلومات في السوق المالية:

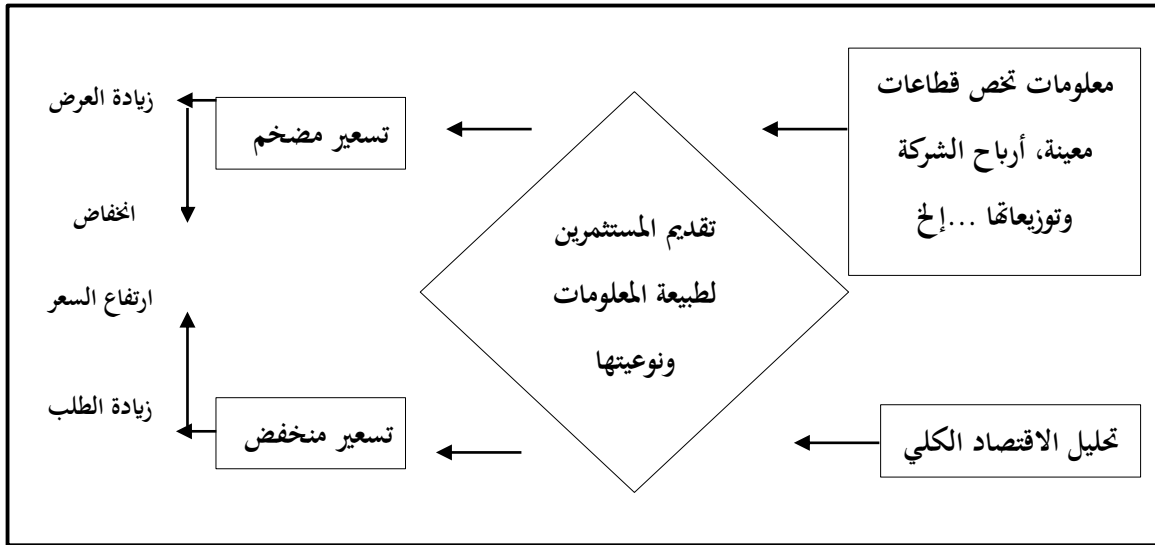
إن نوعية وكمية المعلومات الصادرة من المؤسسة والموفرة للوسطاء الماليين والمتعاملين من شأنها تدعيم حركة التداول بطريقة تتناسب مع احتياج كل مستثمر، حيث تلعب المعلومات الخاصة الصادرة عن المؤسسة دورا هاما في زيادة كفاءة السوق المالي وحتى مصدر تمويل خارجي للمؤسسة ذاتها. فالمبدأ الأساسي في نشر المعلومات هو وجوب إطلاع كل مستثمر على القيم المنقولة والمسجلة في التسعيرة على كل المعلومات المؤثرة في قرارات الاستثمار بصفة عادلة. وعدم توافرها إلا لبعض المستثمرين المطلعون على معلومات ذات أهمية كبيرة قبل نشرها للعمامة يعرض السوق المالي للخطر<sup>2</sup>. كما يمكن الاستفادة من المعلومات المتاحة عن شركة ما ببيع أسهمها إذا كانت المعلومات غير السارة وشرائها في الحالة العكسية، فالسوق الكفاء يتيح للشركة عندما تبيع أسهمها أن تحصل على سعر عادل يعكس المعلومات المتاحة<sup>3</sup>، كما هو موضح في الشكل أسفله:

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-الأسس النظرية والعلمية-، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان-الأردن، 2008، ص 212-213.

<sup>2</sup> أمينة بوغنبوز، أثر المعلومة المالية في السوق المالي-دراسة حالة بورصة القيم المنقولة للجزائر-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2008/2007، ص 77-78.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 180، بتصرف.

الشكل (5): المعلومات وعلاقتها بتقييم الورقة المالية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان-الأردن، 2010، ص

39.

وتتوقف كفاءة سوق رأس المال على مدى توفير المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها، عدالة فرص الاستفادة بها، وتكاليف الحصول عليها. ويرجع هذا لكونها تشكل دورا هاما في اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة فالمعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، إلى جانب أنها تمكن المتعاملين في السوق المالية من تحديد العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها، وذلك لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية تعتبر من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ظل المعلومات المالية المنشورة. أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق المالية من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة في حجم السوق وحجم المعاملات. فيؤدي ذلك في النهاية إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية حيث تشير الدراسات إلى أن أسواق المال التي تتميز بالكفاءة تساعد في رفع كفاءة مشاريع الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية-مصر، 2002، ص130-131.



## المطلب الثاني: ماهية عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية

### أولاً: ميلاد فكرة عدم تماثل المعلومات في السوق المالية:

تعد فرضية عدم تماثل المعلومات لجهود التي قام بها بعض المفكرين من خلال أعمال ساهمت في تطويرها، ويعتبر AKERLOF أول من وجد الفكرة الأساسية لها من خلال الدراسة الذي قام بها سنة 1970م في سوق السيارات وذلك لأهميتها وواقعيتها بالإضافة إلى سهولة فهمها. إذ وجد أن هناك أربع أنواع من السيارات: الجديدة، المستعملة، الجيدة، والرديئة، فكل من السيارات الجديدة والمستعملة قد تكون إما جيدة باحتمال (q) أو رديئة باحتمال (1-q)، أي أن الفرد عند اقتنائه لسيارة قد تكون إما جيدة أو رديئة ولا يمكنه التأكد من ذلك إلا بعد امتلاكه لها. وبناءً على هذا نستنتج عدم وجود تماثل في المعلومات المتاحة في هذه السوق حيث أن البائعين أكثر معرفة بنوعية السيارة مقارنة بالمشتريين. ففي ظل عدم قدرة المشتريين على التمييز بين أنواع السيارات، فإن أسعارها تبقى متساوية مما ينتج عنه إمكانية مبادلة سيارة رديئة بسعر أخرى جيدة، ثم شراء أخرى جديدة، وبالتالي يزيد احتمال الحصول على سيارة جيدة وينخفض احتمال أن تكون رديئة، ويبقى هنا صاحب السيارة الجديدة لا يمكنه الحصول على القيمة الحقيقية لسيارته مما سيؤدي إلى أن تكون معظم السيارات المتبادلة من النوعية الرديئة على خلاف السيارات الجديدة التي قد تخرج من السوق، حيث شبه AKERLOF هذا بقانون GRESHAM الذي طبق على أسعار الصرف في سوق العملات والذي ينطوي على أن العملات الرديئة تطرد العملات الجيدة من السوق، إلا أن الفرق يكمن في كون أن كل من السيارات الجيدة والرديئة في حين أنه في سوق العملات يمكن لكل من البائع والمشتري التمييز بين العملة الرديئة والجيدة<sup>1</sup>.

### ثانياً: تعريف عدم تماثل المعلومات في السوق المالية INFORMATION ASYMMETRY:

تعتبر فرضية عدم تماثل المعلومات من أبرز وأهم المشكلات التي تواجهها السوق المالية وقد تؤدي لاختلال توازنها، مما دفع الباحثين الاقتصاديين والماليين إلى دراستها والسعي للتقليل من انعكاساتها السلبية، فأوليت لها العديد من التعريفات حسب وجهة نظر كل باحث كما يلي:

- تعرف ظاهرة عدم تناظر المعلومات بالحالة التي تكون فيها المعلومات متاحة لطرف واحد، لكن الطرف الثاني لا تتوفر لديه مثل هذه المعلومات التي هم في الحاجة إليها في عملية اتخاذ القرارات<sup>2</sup>؛

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، خيرة الصغيرة كعاسي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات، مجلة الباحث، العدد 2، 2014، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، ص 637.

<sup>2</sup> عبد القادر دويس، إيمان بن ساحة، أهمية الحوكمة في مواجهة مشكل عدم تناظر المعلومات المالية-دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة (2004-2018)، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، العدد 2، 2020، جامعة الجزائر 3، ص 1152.

- كما يعرف على أنه جهل أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر، وهو مظهر لعب من عيوب المعلومة الكاملة، ويرجع سببه الى كون مختلف أعوان السوق لا يحملون نفس المعارف<sup>1</sup>؛
- في حين أن "gong" يشير إلى أنه مقدار اختلاف في حجم المعلومات المتاحة للأطراف المختلفة بشأن المعاملات، ولا تضرهم على قدم المساواة في إتمام الصفقات<sup>2</sup>؛
- وينظر إليه كذلك على أنه حيازة الإدارة أو الأطراف الداخلية لمعلومات حول الأداء الاقتصادي الحالي والمستقبلي لشركة، بشكل أكثر من حيازة الأطراف الخارجية لها مثل المستثمرين الدائنين والمحللين غيرهم المتعاملين في السوق، أو حيازة مستثمر أو أكثر لمعلومات خاصة حول قيمة الشركة، بينما يوجد مستثمرين آخرون لم تصل إليهم تلك المعلومات بعد<sup>3</sup>.

من خلال التعريفات السابقة نجد أن ظاهرة عدم تماثل المعلومات ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمدى تناظر، تطابق، أو تكافؤ المعلومات لجميع المتعاملين في السوق المالية، إذ أن حيازة واستيلاء طرف دون غيره على معلومات خاصة، كفيل بتجسيد هذه الظاهرة، فيؤدي ذلك إلى تحقيقه عائد غير عادي على حساب الطرف الذي يجهل هذه المعلومات، أو يواجه اختلاف في استقبال، تحليل وتفسير هذه الأخيرة، وهذا ما يؤثر على القرار الاستثماري الذي سيتخذه.

كما أنه يوجد شكلين لعدم تماثل المعلومات المتمثلان في<sup>4</sup>:

- **الشكل الأول:** يتضمن عدم التماثل أو عدم المساواة بين الإدارة والأطراف الداخلية من جهة، والأطراف الخارجية من جهة أخرى؛
- **الشكل الثاني:** يتضمن عدم التماثل أو عدم المساواة للأطراف الخارجية بعضها البعض، كعدم التماثل فيما بين المستثمرين المحللين، أو بين المستثمرين الأجانب من جهة أخرى.

غير أن مشكلة عدم تناظر المعلومات تكون وليدة لمجموعة من الأسباب المتجسدة في<sup>5</sup>:

- التوقيت غير المناسب لنشر المعلومات؛
- قصور المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية؛
- تعارض المصالح بين الإدارة ومستخدمي التقارير المالية.

<sup>1</sup> تورية بن ديمراد، عدم تماثل المعلومات وتنمية المؤسسة-دراسة حالة شركة سوناطراك-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد تنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان-الجزائر، 2006/2007، ص 70، بتصرف.

<sup>2</sup> مسعودة بن لخضر، مرجع سابق، ص 118.

<sup>3</sup> أسعد المبارك حسين، بشير بكري عجيب، أثر خصائص لجنة المراجعة على عدم تماثل المعلومات الخاسبية، مجلة الفكر المحاسبي، العدد 3، جويلية 2018، جامعة عين شمس، القاهرة-مصر، ص 11-12.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص 12.

<sup>5</sup> وائل عبد الحليم عوض عبد الحليم، أثر التغير في مستوى الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية على عدم تماثل المعلومات في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية (دراسة امبريقية)، مذكرة ماجستير في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق-مصر، 2018، ص 05.

### المطلب الثالث: مخاطر وانعكاسات عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية

#### أولاً: مخاطر عدم تماثل المعلومات السوق المالية:

- تؤثر معضلة عدم تماثل المعلومات في السوق المالية على توازن هذه الأخيرة، إضافة لخلقها العديد من المخاطر التي بتكبتها المتعاملين السوق والشركات المدرجة على مستواها، نذكر منها<sup>1</sup>:
- **مشكلة الاختيار العكسي:** هو تصرف غير رشيد يولد سوء الاختيار، سواءً من أصحاب الأسهم في اختياراتهم لوكلائهم، أو المؤسسة في اختيار مورديها، مما ينتج عنه عدم كفاءة استثمار الموارد المتاحة في تحقيقها نتائج إيجابية وتعظيم ثروة حملة الأسهم، ولا تظهر هذه المشكلة في الأسواق المالية فحسب بل تحدث أيضاً في المؤسسات المسعرة كذلك؛
  - **مشكلة خلق الأزمات:** إذ أن أهم الدراسات التي تناولت أزمة الرهن العقاري قد أجمعت أن أهم مسبباتها راجع لعدم تماثل المعلومات بين مانحي القروض والمستفيدين منها، بالتالي عدم القدرة على التقييم السليم للمخاطر، إضافة إلى ظهور الشائعات مما زاد من حدة الأزمة، وبالتالي فإن ظاهرة عدم تماثل المعلومات تعد من أهم عوامل ظهور الأزمات المالية في الأنظمة المصرفية بصفة عامة، والأسواق المالية بصفة خاصة؛
  - **مشكلة سوء النية:** أي ما يعرف بالتصرفات الخفية، وهو أن يقوم المقترض بعد حصوله على القرض بالاستثمار في عدة مشاريع، وهذه المشاريع تختلف من حيث المردودية باعتبارها تخضع لقوانين توزيع احتمالية مختلفة، فيواجه المقرض خطر سوء النية من طرف المقترض إذا لم يكن باستطاعته معرفة وجهة القرض الذي منحه للمقترض وفيما قام باستخدامه؛
  - **مشكل التكاليف المراقبة:** لفهم هذه المشكلة نعتبر أن مردودية المشاريع مستقلة وخاضعة لنفس قوانين التوزيع الاحتمالية وأنها ملاحظة فقط من طرف المقترض، علماً أن المقرض في هذه الحالة لا يواجه مشكلة سوء النية، هذا يعطي الدافع للمقترض لعدم التصريح بحقيقة مردودية مشروعه، وهنا لا بد للمقرض من أن يتحمل تكاليف مراقبة مردودية المشروع بتعيين مدققين ومراقبين لمؤسسة المقترض؛
  - **مشكل الوكالة:** تعتبر نظرية الوكالة تعبيراً للعلاقة التعاقدية بين طرفين يتمثلان في كل من الأصيل والوكيل، وتفترض أن الطرف الأكثر معرفة بظروف الشركة والعمل هو الوكيل، حيث أنه يملك معلومات أكثر عن أوضاع الشركة، كما تفترض اتصاف الطرفين بالرشد الاقتصادي، بالتالي فإن تصرفات الوكيل سوف

<sup>1</sup> انظر إلى:

- سالم مكرودي، علي صاري، تباين القرارات الاستثمارية في أسواق المال في ظل عدم تناظر المعلومات، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، العدد 2، 2011، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، ص 117.
- إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص 639.
- عبدالحفيظ مازري، مرجع سابق، ص 39.

تنصب بالأساس نحو تحقيق مصالحه الخاصة، مما يؤدي إلى جملة من المشاكل بينه وبين الأصيل نتيجةً لتعارض مصالحهما طالما أن كل طرف يبحث عن تعظيم منفعته المتوقعة.

### ثانياً: انعكاسات عدم تماثل المعلومات:

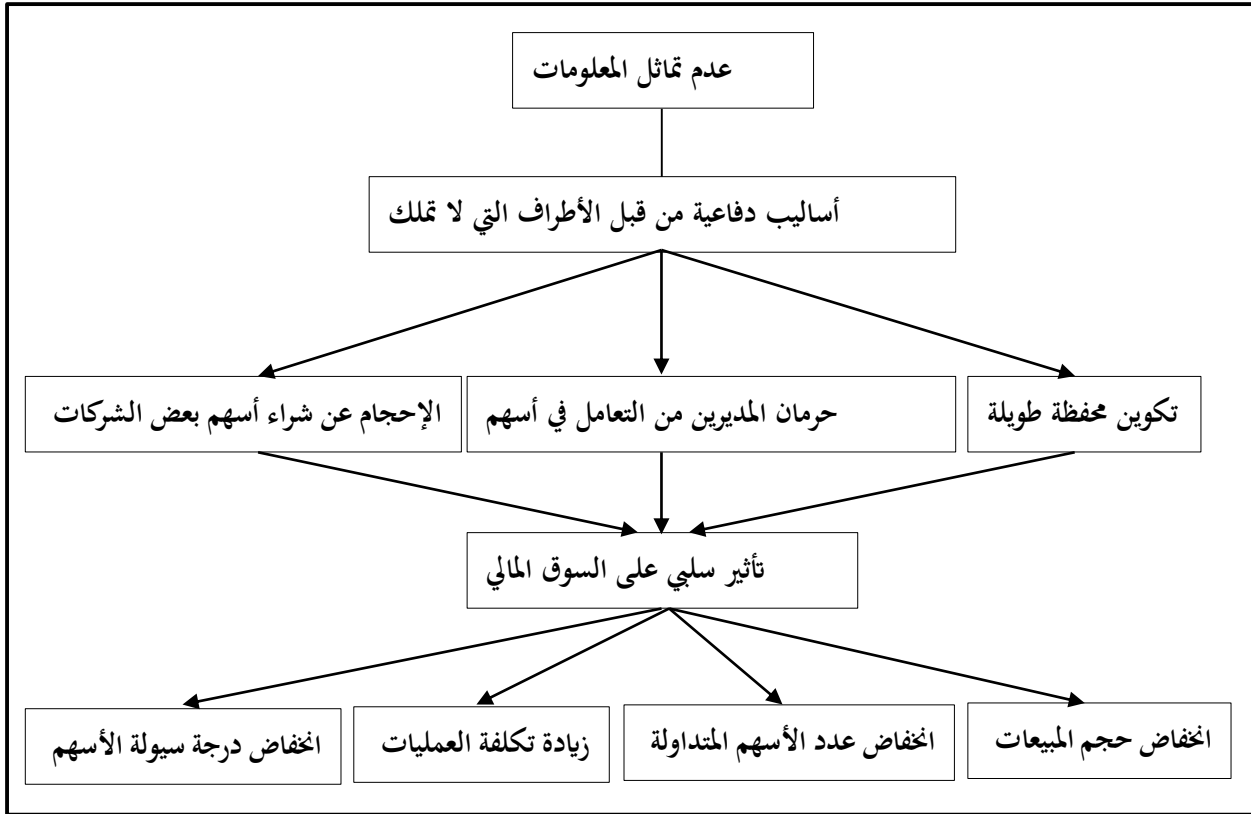
ينجم عن ظاهرة عدم تناظر المعلومات مشاكل جمة تؤثر على سيرورة عمل السوق ودرجة الإفصاح بها مما ينعكس سلبيًا على قرارات الاستثمار المتخذة من طرف الأعوان الناشطين بها كما هو موضح في الشكل أدناه، وسنقوم بعرض بعض هذه الآثار فيما يلي<sup>1</sup>:

- زيادة أعباء التمويل وتكلفة رأس المال إثر انخفاض درجة مصداقية الشركات في السوق، نتيجة صعوبة التقييم والتنبؤ بأداء الشركة، مما يفقد المستثمرين الثقة للاستثمار في مشروعاتها الجديدة؛
- تخفيض كفاءة الأسواق المالية بسبب التوجيه الخاطئ للاستثمارات من جانب المستثمر، وعدم التخصيص السليم للأموال المستثمرة من جانب الشركات؛
- خلق فجوة قيمة بين قيمة السهم وسعره نتيجة حدوث فرق بين أسعار التعامل على أسهم الشركة وأسعارها الأساسية؛
- انخفاض حجم العمليات وقيمتها (قيمة الأسهم المباعة والمشتراة في فترة معينة)؛
- صغر حجم السوق (أي قلة الأوراق المالية المعروضة للبيع أو الشراء)، وتخفيض درجة سيولة الأوراق المالية؛
- تخفيض من أداء الأسهم وأسعارها، والتأثير على جودة الأرباح.

<sup>1</sup> انظر إلى:

- مسعودة بن لخضر، مرجع سابق، ص 121-122.
- نبيلة عامرة، حاكمي بوحفص، حوكمة السوق المالية ومشكلة عدم تناظر المعلومات، مجلة المالية والأسواق، العدد 2، 2017، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم-الجزائر، ص 104-105، بتصرف.

الشكل (6): أثر عدم تماثل المعلومات على أداء السوق المالي



المصدر: مصطفى بداوي، دور المعلومة في دعم وتعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة الابداع، المجلد 5، العدد 5، 31 ديسمبر 2015، جامعة لونييسي علي، البليدة-الجزائر، ص 241.

ثالثا: العلاقة بين نظرية الإشارة وظاهرة عدم تماثل المعلومات في السوق المالية:

إن مشكلة تناظر المعلومات من عدمها ترتبط كذلك بنظرية الإشارة التي يقوم على فكرتين رئيسيتين، الأولى تنص على أن كل الأطراف لا تمتلك نفس المعلومة، حيث يمكن أن يحوز المسيرين الماليين على معلومات لا يمتلكها جميع المستثمرين. والأخرى تقوم على أنه حتى وإن كانت المعلومة متوفرة عند كل الأطراف، فإنها لا تستقبل بنفس الطريقة، وبالتالي فإن القرارات المالية التي يتخذها المسيرين لا تتوقف على أنها قرارات صحيحة فقط، بل لابد أن يعمل هؤلاء لإقناع السوق بأنها قرارات جيدة لفائدة المؤسسة والمستثمرين كذلك. كما تعتبر الإشارة المرسله من طرف المسيرين للمستثمرين الوحدة الأساسية لسياسة الاتصال المالية، حيث أن هذه الإشارات ليست بسر أو بتصريح يتحمل نتائجه المتدخلون الأوائل في السوق المالية، وبالتالي فإن المستثمر بعيد عن أن يكون ساذجاً لاستقبال كل الإشارات بنفس الشك<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، ص 144-145.

ويمكن التطرق إلى مضمون النظرية المالية فيما يخص تقليص مشكلة عدم تماثل المعلومات من خلال نوعين من النماذج، وهما<sup>1</sup>:

- **نماذج بإشارات مالية:** وتتمثل في النماذج المستعملة عندما تكون المؤسسة مدركة جيدا لنوعية مشاريعها، وبالتالي تعمل على بعث إشارات لمختلف الأعوان للتعريف بالميزات الجيدة للمؤسسة، فمن خلال متغير مالي (الإشارة) المؤسسات الجيدة لها مصلحة في الإفصاح للعامّة عن معلومات تسمح للأعوان (مساهمين، مستثمرين، دائنين) بالتفريق بين مشاريعها والمشاريع الأقل نوعية، وهناك من يقترح استعمال الخيارات أو المشتقات كأداة لتخفيض المخاطر الناجمة عن عدم تماثل المعلومات أو استعمال السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

- **نماذج بميكنزمات محروضة:** ضمن شروط العقد الذي يربط المؤسسة بمختلف الأعوان، يشترط معرفة نوعية المؤسسة على حقيقتها، ويتعلق الأمر بالضمانات، معدل الفائدة، والعلاقة مع العملاء. ولعل أن أهم النماذج التي طورت في هذا المجالات كانت من قبل "WETT" في 1983م، "BENSANKO" و"THAKOR" في 1978م، "CHAN" و"KAMATAS" في 1985م، "STIGLITZ" و"WEISS" في 1981، "BESTER" في 1987، حيث أبرزت حقيقة الدور الذي تلعبه الضمانات بصفقتها سلطة مقنعة تحد من الخطر المعنوي من جهة، ومن جهة أخرى الضمان ومعدل الفائدة باعتبارها سلطة تقديرية ذاتية بالنسبة للمؤسسة وعلاقتها مع العملاء. كما يشجع المحيط القانوني من الرفع من كفاءة الأسواق المالية بإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات المتميزة، فلا يمكن تطوير السوق المالية والرفع من كفاءتها إلا بتوفر معلومات كافية وملائمة تسمح باتخاذ القرارات، لهذا يعتبر تشجيع وإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات وتحليلها من المؤشرات المهمة المساعدة على رفع كفاءة الأسواق المالية.

صحيح أن مشكلة عدم تماثل المعلومات قد تؤدي إلى تغيير القرارات الاستثمارية للمتعاملين، إلا أن هناك عوامل أخرى قد تعكس مجريات السوق والمعاملات على مستواها، وتتمثل فيما يعرف بالتحيزات السلوكية للمستثمرين.

حيث تعرف التحيزات السلوكية بأنها أنماط من الانحراف في الرأي الذي يحدث في حالات معينة، يؤدي إلى الحكم غير الدقيق أو التفسير غير المنطقي، كما ينظر إليها على أنها حالات من السلوكيات الذهنية التي تعبر عن الميل عن التفكير المنطقي وتشثيت صانع القرار عن اتجاهه، بالإضافة إلى عدم ادراكه للحجم الحقيقي

<sup>1</sup>شوقي بورقية، مرجع سابق، ص 147-148.

للمخاطر، وكذلك للتفسير المنطقي للحقائق والبحث الكامل عن المعلومات، فتؤثر على عملية صنع القرارات الاستثمارية التي يقترح ضمن هذه النظرية أنها تتأثر بشكل كبير بالعوامل النفسية، العواطف، والمشاعر.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد الله الهنداوي، أثر التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمر وكفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة ميدانية على البورصة المصرية-، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، العدد 2، جوان 2018، جامعة طنطا-مصر، ص 130، بتصرف.

### خلاصة الفصل:

من خلال ما تم التطرق إليه يمكننا القول بأن جميع المتغيرات ترتبط ببعضها البعض، فالمعلومات تلعب دورا محوريا في تحديد درجة كفاءة السوق المالية كما أنها تؤثر بشكل مباشر على نوعية وطبيعة القرارات التي يتخذها المستثمر. بالإضافة إلى أنها تتحكم في تسعير الأوراق المالية في حال ما كانت السوق كفاءة. في حين أنها لا تخلف أثرا بالغا على الأسعار إذا كانت السوق غير كفاءة، فالمستثمر في هذه الحالة يدخل السوق وهو يعي تماما أن أي معلومة واردة لن تؤثر على قراره المتخذ، حيث يلجئ للاستناد على طرق أو متغيرات أخرى قد يمكنه من صنع قرار استثماري رشيد حسب اعتقاده.



# الفصل الثاني

تقييم أثر عدم تماثل المعلومات على القرارات  
الاستثمارية في الأسواق المالية العربية

## تمهيد:

نجحت الأسواق المالية الناشئة في جذب اهتمام المستثمرين بكل أرجاء العالم نظرا للتطور السريع الذي تشهده في مواكبة الابتكارات والتطورات المالية، خاصة الأسواق المالية الآسيوية بما في ذلك الأسواق المالية العربية التي عرفت قفزة نوعية في أدائها ونموها خلال الألفية الماضية. فلم تكن وليدة الحاضر بل كانت من أسبق البورصات الناشئة في الظهور، فهي تتسم بمميزات خاصة أبرزها سيطرة المضاربات على جل نشاطاتها بالإضافة للتقلب الشديد في استثماراتها. غير أن أبرز ما يميز هذه الأسواق عن الأسواق المالية المتقدمة ضعف كفاءتها ومستوى المعلومات والبيانات المتاحة فيها مقارنة بالأخرى، وهذا ما سنقوم باختباره وقياسه في هذا الفصل.

حيث اعتمدنا في محاولتنا لقياس أثر مشكلة عدم تماثل المعلومات في اتخاذ قرارات الاستثمار على متغير وسيط يتمثل في كفاءة الأسواق المالية، نظرا للعلاقة الطردية والوثيقة التي تربط بين مستويات الكفاءة ودرجة توفر المعلومات ونوعيتها، فكلما كان زادت درجة الإفصاح عن المعلومات كلما ارتفعت كفاءة السوق المالية، والتي بدورها تنعكس على المستثمرين الذين يسعون لبناء قرارات رشيدة وفقا لقاعدة بيانات ومعلومات جيدة وصحيحة. ذلك من خلال استناد على مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية، طريقة الأنماط الطارئة، والمؤشرات الاقتصادية كالتضخم، البطالة، والنتائج المحلي الإجمالي.

## المبحث الأول: واقع الأسواق المالية العربية

مع زيادة تطور نشاط الأسواق المالية في الاقتصاديات المتقدمة، أدركت الدول العربية كونها دول ذات أسواق مالية ناشئة ضرورة مواكبة مستجدات العولمة المالية، مما استوجب على الحكومات العربية السعي إلى تطويرها وتعزيز كفاءتها. وقد عرفت هذه الأخيرة عدة مراحل لتصل إلى ما هي عليه اليوم، غير أنها لا زالت تواجه جملة من المعوقات التي تعرقل من نموها وتقدمها.

### المطلب الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية العربية

#### أولاً: نشأة الأسواق المالية العربية:

عرفت البورصات العربية منذ نشأتها وحتى وقتنا الحاضر ثلاثة مراحل رئيسية، أولها مرحلة التأسيس، تليها مرحلة التوسع، ثم أخيراً مرحلة الانتشار<sup>1</sup>، نذكرها فيما يلي:

#### المرحلة الأولى: مرحلة التأسيس 1917-1929:

خلال هذه المرحلة تأسست كل من بورصة مصر، بورصة بيروت، ثم بورصة الدار البيضاء. فقد أقيمت عدة محاولات لإنشاء بورصة بمصر، بداية من بورصة الإسكندرية التي ظهرت بإنشاء مقصورة خاصة في بورصة البضائع الآجلة في سنة 1883 التي كان السماسرة يجتمعون فيها، لكن اجتماعاتهم للتعامل في تلك المقصورة لم ترق إلى منزله البورصة إلا في سنة 1902 حينما أنشئت نقابتهم، وأصبح قانونها هو المنظم للمعاملات. وبهذا كانت بورصة الاسكندرية أسبق في النشأة من بورصة القاهرة للأوراق المالية التي كانت أولى محاولات إنشائها سنة 1890. تلتها محاولة ثانية في عام 1898، حين شرع السماسرة في تكوين شركة تتولى إنشاء البورصة وتدير المكان اللائق لإقامتها، ووضع القواعد الكفيلة بتنظيم العمل فيها. إلا أن جهودهم أخفقت، فأفلست شركتهم الأولى في غضون ثلاثة أشهر من تكوينها. وقد استمر السماسرة في مزاوله عقد الصفقات فيما بينهم في بعض المقاهي أو في مكاتبهم الخاصة. فلم تكن المعاملات بينهم خاضعة لقواعد مدونة بل كانت تركز على التقاليد والعادات التي يتفقون عليها. وبالفعل أقيمت بورصة القاهرة سنة 1904، وقد اقتصر عضويتها على سمسرة الأوراق المالية فقط<sup>2</sup>.

بورصة بيروت تأسست عام 1920 بموجب القرار رقم 1509 الصادر من سلطات الانتداب الفرنسي بتاريخ 3 / 7 / 1920، فقد انحصر التداول فيها في بادئ الأمر بالذهب والعملات الأجنبية، وبعد ذلك

<sup>1</sup> سلطان جاسم النصراري، أسواق المال العربية وأزمات القرن الحادي والعشرون، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2019، ص 266-287.

<sup>2</sup> الموقع الإلكتروني: <https://www.egx.com.eg/ar/History.aspx>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، على الساعة: 13:20.

بدأت بعض الشركات اللبنانية والفرنسية بتداول أسهمها في السوق وكانت تلك الشركات مدرجة على بورصة باريس فضلا على بورصة بيروت<sup>1</sup>.

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء في المغرب إلى سنة 1929. وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة"، إلا إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتنظيم سير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقي اهتماما متزايدا. وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني. إثر هذه المبادرة، وتحديدا سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات. وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. سبع سنوات بعد ذلك، في سنة 1993، شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة<sup>2</sup>.

#### المرحلة الثانية: مرحلة التوسع 1969 – 1988:

جاءت هذه المرحلة بعد توقف دام أكثر من أربعة عقود من الزمن بسبب الأحداث السياسية والاضطرابات التي شهدتها العالم بأسره والذي ألقى بظلاله على المنطقة العربية، ولعل من أهم تلك الأحداث هي الحرب العالمية الثانية (1939 – 1944) ثم موجة الاستقلال السياسي لدول العالم الثالث، ومنها الدول العربية التي عرفت آنذاك عدد من الانقلابات العسكرية التي أدت إلى تبدل أنظمة الحكم فيها وما رافقها من عدم استقرار سياسي واقتصادي واجتماعي ليشهد بعد ذلك تأسيس عدد من البورصات العربية، ففي العام 1969 تأسست بورصة تونس للأوراق المالية، تلتها بورصة الكويت 1972، ثم الأردن عام 1977 السعودية 1984، البحرين 1987، وأخيرا سوق مسقط للأوراق المالية 1988<sup>3</sup>.

مرت بورصة تونس إبان تطورها بعدة محطات تاريخية حسب الجدول الموالي:

<sup>1</sup>الموقع الإلكتروني: <http://www.bse.com.lb/TheBSE/History/tabid/63/Default.aspx>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، على الساعة: 13:30.

<sup>2</sup>الموقع الإلكتروني: <https://arab-exchanges.org/ar/member/casablanca-stock-exchange-casa>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، على الساعة: 13:48.

<sup>3</sup>سلطان جاسم النصراوي، مرجع سابق، ص 268-269.

الجدول (01): أهم المحطات التاريخية التي مرت بها بورصة تونس.

التاريخ	الحدث
فيفري 1969	إحداث بورصة الأوراق المالية في شكل مؤسسة عمومية.
نوفمبر 1994	إصدار القانون عدد 117 لسنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية وذلك بفصل مهام الرقابة وتسيير السوق.
نوفمبر 1995	إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة خفية الاسم، يمتلكها حصريا وسطاء البورصة بالتساوي.
أكتوبر 1996	انطلاق العمل بنظام التداول الالكتروني NSC.

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع الالكتروني:

<http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%AA%D9%82%D9%80%D8%AF%D9%8A%D9%85>

اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، على الساعة: 14:38.

تعتبر بورصة الكويت شركة خاصة تأسست في أبريل 2014 أنشأت بقانون أصدره مجلس مفوضي هيئة أسواق المال قرار رقم 2013/37 بتاريخ 2013/11/20، وقانون رقم 7 لسنة 2010، بهدف تسيير مرفق البورصة في الكويت وتطوير عملياتها تدريجياً بشكل يحفّذ الشفافية والفعالية والانفتاح. تقوم الخطة الاستراتيجية لشركة بورصة الكويت على تنمية أدوات الاستثمار، وإعادة بناء سوق المال الكويتي ليصبح قادراً على المنافسة مع الأسواق المجاورة، بالإضافة الى زيادة السيولة، وجذب الاستثمارات<sup>1</sup>.

أما فيما يخص سوق عمان بالأردن سنتطرق إليه لاحقاً كونه السوق محل الدراسة في المبحث الثاني.

في المملكة العربية السعودية بدأت الشركات السعودية المساهمة في أواسط الثلاثينات من القرن العشرين عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات بوصفها شركة مساهمة في السعودية، وبحلول عام 1975 كان هناك 14 شركة مساهمة ونتيجة للتطور والنمو الاقتصادي السريع تأسس عدد كبير من الشركات والبنوك المساهمة، وحتى أوائل الثمانينيات ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية، وفي عام 1984 تم تشكيل لجنة وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تطوير السوق وتنظيمه. إذ تم تشكيل لجنة دائمة للإشراف على عمليات التداول وتسمى لجنة الإشراف، أما عمليات الرقابة اليومية فيقوم بها قسم الأسهم الذي تم استحداثه في إدارة مراقبة البنوك في مؤسسة النقد العربي السعودية<sup>2</sup>.

تأسست بورصة البحرين كشركة مساهمة مغلقة بموجب مرسوم رقم (60) لسنة 2010 الصادر عن صاحب الجلالة الملك حمد بن عيسى آل خليفة ملك مملكة البحرين، لتحل محل سوق البحرين للأوراق المالية

<sup>1</sup> الموقع الالكتروني: <https://arab-exchanges.org/ar/member/bursa-kuwait>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، على

الساعة: 14:50.

<sup>2</sup> سلطان جاسم النصراري، مرجع سابق، ص 273.

الذي تأسس عام 1987. وقد تأسست أول شركة مساهمة عامة بحرينية في العام 1957، ليتواصل بعدها تأسيس الشركات المساهمة لتصل ذروتها في بداية الثمانينيات، وهي الفترة التي شهدت نشاطاً كبيراً في تداول أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق غير رسمي عرف آنذاك بـ "سوق الجوهرة"، الذي شهد انهياراً حاداً متزامناً مع الانهيار الذي شهده "سوق المناخ" الكويتي في بداية الثمانينيات في القرن الماضي، الأمر الذي قامت معه حكومة البحرين في ذلك الوقت بإجراء دراسة بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) لتأسيس سوق نظامي للأسهم في البحرين، ونتيجة للتوصية التي توصلت إليها الدراسة قامت حكومة مملكة البحرين بتأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في العام 1987 بموجب مرسوم رقم (4)، لبيّش السوق عمله بشكل رسمي في يونيو 1989، حيث كان عدد الشركات المدرجة حينها 29 شركة مساهمة عامة بحرينية، وكانت الأسهم العادية هي الأداة الاستثمارية الوحيدة المتداولة آنذاك<sup>1</sup>.

تم إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية، بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88/53 بتاريخ 21 يونيو 1988 ككيان واحد يهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية وليسهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة وقد كانت عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافها الإشراف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية والعمل على إرساء أسس العدالة في التسعير وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات أصولياً فيما بين أطراف التعامل. وقد سميت السلطة الرقابية بالهيئة العامة لسوق المال وهي هيئة رقابية مستقلة تقوم بالرقابة على أعمال السوق وشركة الإيداع المركزي والمتعاملين فيهما. تتيح السوق المجال لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة والسندات التي تصدرها حكومة السلطنة أو شركات القطاع الخاص بالإضافة إلى وحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات استثمارية محلية أو غير محلية يوافق عليها السوق<sup>2</sup>.

### المرحلة الثالثة: مرحلة الانتشار الأخير 1994 – 2006:

شهدت هذه المرحلة ولادة عدد من الأسواق المالية، في عام 1994 تم تأسيس سوق الخرطوم للأوراق المالية ثم في عام 1995 تأسست كل من سوق الدوحة للأوراق المالية وسوق فلسطين، تلاه بعد ذلك في عام 2000 تأسيس سوق دبي وأبو ظبي للأوراق المالية وأخيراً تأسيس سوق العراق للأوراق المالية في العام 2004.

بدأ التفكير في إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ عام 1962 إذ تم إجراء عدد من الدراسات والاتصالات بدأتها وزارة المالية وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل التابعة للبنك الدولي، وفي العام 1982

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني: <https://arab-exchanges.org/ar/member/bahrain-bourse-bhb>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، على الساعة: 15:08.

<sup>2</sup> الموقع الإلكتروني: <https://arab-exchanges.org/ar/member/muscat-securities-market-msm>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، على الساعة: 15:15.

منح مجلس الشعب إجازة قانون سوق الأوراق المالية بهدف تنظيم وإنشاء سوق للأوراق المالية، وفي ظل سياسة التحرر الاقتصادي التي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990-1993) تم تأسيس هيئة السوق المالية في عام 1992. وفي العام 1994 أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية الذي أصبح بموجبه السوق كياناً مستقلاً، وبدأ العمل في السوق الأولية في العاشر من تشرين الأول/ أكتوبر 1994 حيث تم افتتاح السوق الثانوية في الثاني من كانون الثاني 1995<sup>1</sup>.

تأسست بورصة قطر في عام 1995، وبدأت رسمياً عملياتها في عام 1997 تحت مسمى سوق الدوحة للأوراق المالية بوجود 17 شركة مدرجة. اعتُبرت هذه الأخيرة نقطة مضيئة في تاريخ السوق المالي القطري منذ بدء نشاطها، وقد شهدت العديد من التغييرات، وكانت المحور المركزي للتطوير المستمر لأسواق رأس المال في دولة قطر وتطورت لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج<sup>2</sup>.

في الجزائر، تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987 م ودخلت حيز التطبيق عام 1988 م، وجاء المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي تم بموجبه إنشاء بورصة الجزائر وتنظيمها، وذلك وفق هيئتين وهما شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGVB) ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة للقيم المنقولة (COSOB) وتشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة تسيير القيم مع تحديد مخطط كل منهما. بداية سنة 1997 تم اختيار الوسطاء في عمليات البورصة يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين)، وقد تم الافتتاح الرسمي لبورصة الجزائر في 17 ديسمبر 1997م، حيث كان مقرها بالغرفة الوطنية للتجارة في الجزائر العاصمة، وقد عرفت هذه البورصة أول جلسة للتداول في سبتمبر 1999 لتنتقل بعدها انطلاقة متواضعة<sup>3</sup>.

تأسست بورصة فلسطين كشركة مساهمة خصوصية في عام 1995، بهدف توفير سوق مالية فلسطينية تؤمن تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، كما تنظم مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، فكانت ولا تزال البورصة العربية الوحيدة المملوكة من قبل القطاع الخاص، وعقدت أول جلسة تداول في 1997/02/18، وتعمل تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية. تحولت البورصة إلى شركة مساهمة

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني: <http://www.kse.com.sd/Pages/Default.aspx?c=801>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، على الساعة: 15:34.

<sup>2</sup> الموقع الإلكتروني: <https://www.qe.com.qa/ar/historical-background>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، على الساعة: 16:02.

<sup>3</sup> سمير محي الدين، معضلة البورصة في الجزائر بين مظاهر الجمود وآليات التفعيل، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 05، العدد 01، جوان 2021، جامعة محمد صديق بن يحيى، جيجل-الجزائر، ص 85.

عامة في عام 2010، والتزاماً بمبادئ الحوكمة الرشيدة تم إدراجها للتداول في 2012/4/4 لتحتل بذلك المرتبة الثانية بين البورصات العربية<sup>1</sup>.

في دولة الإمارات العربية المتحدة تأسست هيئة الأوراق المالية والسلع بموجب القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000 ومقرها الرئيس عاصمة الدولة، ويسمح للهيئة أن تنشئ فروعاً ومكاتب لها مباشرة والإشراف عليها ومراقبتها، وتتمتع بكافة الصلاحيات الرقابية والإشرافية والتنفيذية بممارسة مهامها وفقاً لأحكام القانون لدعم حماية الاستثمار في أسواق رأسمال المال وتعزيز الاستقرار الوطني، وتضم الهيئة سوق أبو ظبي وسوق دبي. إذ تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون رقم 3 لسنة 2000 وأصبح السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة وله أن ينشئ فروعاً أخرى خارج إمارة أبو ظبي وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 15 تشرين الثاني 2000<sup>2</sup>. أما سوق دبي المالي فقد تم كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000. وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح نسبة 20% من رأسمال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام. وقد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم. وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM)<sup>3</sup>.

في العراق، مرت سوق العراق للأوراق المالية بمرحلتين مهمتين: امتدت الأولى منذ عام 1993 ولغاية 2003 وكانت تسمى آنذاك بسوق بغداد للأوراق المالية، أما المرحلة الثانية فقد بدأت منذ عام 2004 وسميت سوق العراق للأوراق المالية. تم تأسيس سوق بغداد للأوراق المالية بموجب القانون رقم 24 لسنة 1991 وتم تداول الأسهم والسندات والشركات المساهمة العراقية وحوالات الخزينة، وقد باشر السوق المالي في آذار 1992، وارتفع عدد الشركات من 64 شركة عام 1992 إلى 97 عام 2000. وفي نيسان من عام 2004 تأسست سوق العراق للأوراق المالية بموجب قرار سلطة الائتلاف المرقم 74 والصادر في 18 نيسان، وافتتح في 24 حزيران/ يونيو 2004. أما في مجال التعامل مع الاتحاد الآسيوي الأوربي للبورصات " The Federation Euro-Asian Stock exchange" الذي يضم 30 بورصة آسيوية وأوروبية وعربية تم توقيع اتفاقية

<sup>1</sup>الموقع الإلكتروني: <https://arab-exchanges.org/ar/member/palestine-exchange-pex>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، الساعة: 16:26.

<sup>2</sup>الموقع الإلكتروني: <https://arab-exchanges.org/ar/member/member-institute-name-4>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، الساعة: 16:49.

<sup>3</sup> الموقع الإلكتروني: <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، على الساعة: 17:08.



الانضمام إلى قاعدة مؤشر Dow Jones Index وإشراف من الاتحاد وقيام قسم العلاقات العامة بتزويد الاتحاد بالبيانات والإحصاءات الدورية المطلوبة<sup>1</sup>.

في سوريا أنشأت سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006 الذي ينص على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري. يكمن مقرها الرئيسي بمدينة دمشق، وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، وقد تم الافتتاح الرسمي للسوق في 2009/03/10<sup>2</sup>.

### الجدول (02): تاريخ نشأة البورصات العربية

اسم البورصة	البلد	تاريخ التأسيس
بورصة القاهرة	مصر	1907
بورصة بيروت للأوراق المالية	لبنان	1920
بورصة الدار البيضاء	المغرب	1929
بورصة تونس للأوراق المالية	تونس	1969
بورصة الكويت للأوراق المالية	الكويت	1972
بورصة عمان للأوراق المالية	الأردن	1977
سوق الأسهم السعودي	السعودية	1984
سوق البحرين للأوراق المالية	البحرين	1987
سوق مسقط للأوراق المالية	عمان	1988
سوق الخرطوم للأوراق المالية	السودان	1994
سوق الدوحة للأوراق المالية	قطر	1995
سوق فلسطين للأوراق المالية	فلسطين	1995
بورصة الجزائر للأوراق المالية	الجزائر	1997
سوق دبي للأوراق المالية	الإمارات	2000
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	الإمارات	2000
سوق العراق للأوراق المالية	العراق	2004

<sup>1</sup>سلطان جاسم النصاروي، مرجع سابق، ص 283-284.

<sup>2</sup>الموقع الإلكتروني: [http://www.dse.sy/market/foundations\\_and\\_objectives](http://www.dse.sy/market/foundations_and_objectives)، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/08، على الساعة: 17:48.

2006	سوريا	سوق دمشق للأوراق المالية
------	-------	--------------------------

المصدر: سلطان جاسم النصراوي، أسواق المال العربية وأزمات القرن الحادي والعشرون، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2019، ص 288.

### ثانياً: مفهوم الأسواق المالية العربية:

تُعتبر الأسواق المالية العربية أسواق ناشئة، إذ تُعرّف مؤسسة التمويل الدولية هذه الأخيرة بأكثر من طريقة، فمن ناحية يعني لفظ ناشئة أنه يوجد شيء من التغيير بصدد الحدوث وأن السوق المعني ينمو من حيث الحجم وجودة الأدوات المالية، مقارنة بسوق آخر أقل من حيث الحجم والنشاط ولا يوحى ببوادر أي تغيير، ومن جهة أخرى يمكن أن يعني لفظ سوق ناشئ لسوق أوراق مالية في أي اقتصاد نام لصرف النظر عن درجة نمو السوق ذاته، ويرجع ذلك إلى أن نمو سوق المال يرتبط بصورة قوية ويأتي بعد نمو الاقتصاد المعني، ويحتفظ خبراء مؤسسة التمويل الدولية بالمفهوم الأول، وبذلك يمكن أن نطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ سوق ناشئ إذا انطبق عليه على الأقل أحد المعيارين التاليين:

- إذا تواجد هذا السوق في اقتصاد نام؛
- إذا كان السوق ذاته بصدد النمو.<sup>1</sup>

وتم تقسيم الأسواق المالية العربية إلى ثلاث مجموعات، المجموعة الأولى تعرف بأسواق دول الفئاض المالي والحرية الاقتصادية، المجموعة الثانية تعرف بأسواق دول العجز المالي والحرية الاقتصادية، والمجموعة الثالثة تضم أسواق الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية الاقتصادية، هي كالاتي<sup>2</sup>:

### • المجموعة الأولى: أسواق دول الفئاض المالي والحرية الاقتصادية:

تشمل هذه المجموعة من الأسواق، الأسواق المالية للدول الخليجية بصفة عامة، حيث تشترك هذه الدول في مجملها فيما يتعلق بفوائضها المالية المعتبرة والمتأتية من الموارد النفطية، وكذلك بأنظمتها المالية التي تعتمد بشكل كبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كما أن حكومات تلك الدول كانت تهيمن بشكل كامل على الأنشطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي، غير أن موجة التغييرات التي شهدتها العالم مطلع تسعينيات القرن الماضي، دفعت بالدول الخليجية إلى تحرير اقتصادياتها وفتح المجال أمام القطاع الخاص، ولتسهيل هذه المهمة تم اللجوء إلى إصلاح القطاع المالي، بما في ذلك تنظيم الأسواق المالية، فتم بذلك إنشاء البورصات ودعم القائمة منها لمواكبة تلك التطورات، وتمثل في: سوق الإمارات

<sup>1</sup> محمد خالد، أثر المخاطر السياسية على أداء الأسواق المالية الناشئة في الدول العربية -بورصة مصر نموذجاً-، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 06، العدد 01، مارس 2015، جامعة زيان عاشور، الجلفة-الجزائر، ص 189.

<sup>2</sup> سلمية حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2018/2017، ص 114-138، بتصرف.

للأوراق المالية (ديي وأبوظبي)، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، سوق قطر للأوراق المالية، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق الأسهم السعودي.

#### • المجموعة الثانية: أسواق دول العجز المالي والحرية الاقتصادية:

بالنسبة لأسواق هذه المجموعة، فإنها لا تختلف عن المجموعة الأولى سوى فيكون دولها ليس لديها موارد مالية من قطاع النفط والمحروقات، لأجل هذا فإن الأسواق المالية في هذه البلدان تكتسي أهمية كبيرة كونها تعتبر من أهم مصادر توفير الأموال وسد عجز تمويل الاستثمار بها، وتمثل هذه الأسواق في: بورصة الدار البيضاء، سوق تونس للأوراق المالية، سوق لبنان للأوراق المالية، سوق الأردن للأوراق المالية، البورصة المصرية (القاهرة والإسكندرية).

#### • المجموعة الثالثة: أسواق الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية الاقتصادية:

تمثل أسواق هذه المجموعة في الأسواق المالية في البلدان التي سادت فيها اتجاهات اشتراكية إلى وقت قريب (أواخر ثمانينيات وبداية تسعينيات القرن الماضي)، وبالتالي فهي تعتبر حديثة النشأة، وأقيمت في إطار إصلاحات اقتصادية تبنتها هذه البلدان من أجل خصوصية مؤسساتها العمومية والتوجه إلى نظام اقتصادي حر، وعليه فإن إنشاء هذه الأسواق جاء نتاج قرارات سياسية، دون أن تكون الأرضية الاقتصادية مهيئة لذلك، مما انعكس على ضعف أداء هذه الأسواق إن لم نقل انعدامه، ومن أمثلة هذه الأسواق بورصة الجزائر، سوق دمشق للأوراق المالية، سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان، والسوق المالي الليبي.

#### المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية

تتميز الأسواق المالية العربية بمجموعة من الخصائص الأساسية بالرغم من وجود بعض الاختلافات في طبيعة تركيب ودرجة تطور هذه الأسواق. وعلى العموم يمكن تقديم أهم الخصائص في أسواق المال العربية فيما يلي:<sup>1</sup>

■ **صغر حجم الأسواق المالية وضيق نطاقها:** تتصف الأسواق المالية العربية بصغر حجمها وضيق نطاقها وكذا دورها المحدود في مجال حشد الموارد وتخصيصها. ويمكن تفسير الحجم الصغير والدور المحدود لأسواق رأس المال إلى ضيق نطاق تداول أدوات الاستثمار، وهي عادة أسواق الأسهم وبضعة أسواق سندات إصدارات خاصة، وعدد صغير من الشركات المسجلة، والعدد المحدود للأوراق المالية المتوفرة للتداول،

<sup>1</sup> انظر إلى:

- عبد الغاني حريزي، عبد القادر مطاي، الربط كآلية لتطوير وعولمة الأسواق المالية العربية، مجلة البحوث والدراسات التجارية، العدد الرابع، سبتمبر 2018، جامعة زيان عاشور، الجلفة-الجزائر، ص 173.
- نوال بن لكحل، واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد 13، 2015، جامعة خيس مليانة-الجزائر، ص 158-159.
- إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد 80، 2009، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص 5-8.

بسبب انتشار ملكية الهيئات العامة للأوراق المالية، والمشاريع الخاصة من النوع المغلق التي تملكها العائلات والتي تتردد عادة في أن تصبح شركات عامة؛

■ **ارتفاع درجة تركيز التداول:** يُقصد بدرجة تركيز التداول عدد الشركات التي يتم التداول في أسهمها في معظم الأحيان مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق. تعاني كل البورصات العربية من انخفاض في عدد الشركات الواعدة ذات الأسهم المجزية، الأمر الذي يحد من التداول في أسهم شركات محدودة للغاية مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق. وترجع أهم أسباب ارتفاع درجة تركيز التداول إلى ضيق حجم الاقتصادات العربية وتركيزها في قطاعات محدودة؛

■ **ضعف فرص التنوع:** تتسم أسواق الأسهم العربية بضعف فرص التنوع المتاحة للمستثمرين فيها نسبة لقلّة الأسهم الواعدة، هذا بجانب نوعية الأوراق المالية المدرجة فيها، التي تنحصر فقط في الأسهم العادية دون وجود بدائل متمثلة في صكوك، سندات، مشتقات مالية، الأمر الذي يقلل من فرص تكوين محافظ استثمارية ذات مخاطر منخفضة، علما بأن تنوع الأوراق المالية في المحافظ الاستثمارية يمثل أنجع وسيلة لتقليل المخاطر. إن أحد أهم أسباب ارتفاع المخاطر في الأسواق العربية هو عدم وجود أدوات مالية لدرء المخاطر (Risk Hedging). هذه السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار، سواء للمستثمر الفرد أو المؤسسات. ويلاحظ في معظم البورصات العربية أن قطاعي البنوك والاتصالات يسيطران على حجم التداول. ومن أسباب ضعف فرص التنوع في أسواق الأسهم العربية أن سلوك المستثمر فيها تحكمه سياسة القطيع، التي تمثل انقياد المستثمر لتوجيهات كبار المستثمرين، دون الاستناد للتحليل المالي للتعرف على الأداء الفعلي للشركات المدرجة في السوق؛

■ **ضعف السيولة:** تتميز الأسواق التي تتمتع بسيولة عالية بالقدرة على تخصيص رأس المال، وهذا يعني إمكانية البيع والشراء بسهولة وبتكاليف زهيدة. يمكن قياس نسبة السيولة باحتساب مجموع قيمة التداول للنتائج المحلي الإجمالي. يتطلب تحسين سيولة السوق إتباع استراتيجيات تستهدف خفض فترة تسوية الصفقات، فضلا عن تشجيع إنشاء صناديق استثمار، ودرجة السوق تمثل حدين باعتبارها محفزة للمستثمرين المحليين والأجانب عند ارتفاعها ومن جهة أخرى تخلق بيئة مشبعة على التداول قصير الأجل وتزيد من نشاط المضاربين؛

■ **التقلبات الشديدة في الأسعار:** تتميز الأسواق العربية بشدة التذبذب وعدم فعالية الأسعار، ويمكن حصر أهم أسباب التقلبات الحادة في هذه الأخيرة بما يلي:

- تركيز التداول في أسهم محدودة، مع عدم ارتباط الأسعار بالأداء الفعلي للشركات؛
- اعتماد الشركات في معظم الدول العربية على التمويل الخارجي المتمثل في القروض، وإصدار مزيد من الأسهم أو ما يسمى الرفع المالي الذي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السهمية بدلا من الاعتماد على مصادر داخلية كالأرباح المحتجزة؛

- ضعف الإطار الرقابي والتنظيمي لبعض الأسواق العربية؛
- ضالة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في أسواق الأسهم العربية، حيث يرى البعض أن ارتفاع نسبة مساهمة المستثمر المؤسسي في هذه الأسواق يقلل من تأثير العوامل الغير أساسية في تسعير الأسعار، وذلك لتبنيه المنهجية العلمية عند اتخاذ قرار الشراء أو البيع للورقة المالية؛
- ضالة حجم الاستثمارات الأجنبية.

إضافة إلى الخصائص سابقة الذكر، تتميز الأسواق المالية العربية ب<sup>1</sup>:

- المبالغة في التدخل الحكومي لأغراض متباينة (رسمية أو غير رسمية)، وهذا ما يضع قيودا لتوجهات المستثمرين؛
- تعتبر تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية واليات العمل فيها وأساليب الاتصال ومتابعة وتحليل المعلومات على مدار الساعة لازالت دون المستوى المطلوب؛
- التقلب الشديد في قيمة الاستثمارات من سنة إلى أخرى، وهذا ما يعكس مدى تأثير الأسواق المالية العربية بالمتغيرات العشوائية، وهو ما يترتب عليه ارتفاع المخاطر في هذه الأسواق؛
- عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف شركات الوساطة المالية؛
- ضعف وعدم وجود مراكز علمية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية؛
- سيطرة المضاربة على نشاطات التعاملات اليومية في هذه الأسواق، حيث أن اغلب المعاملات تبحث عن الربح السريع من خلال التركيز على الفرق بين الأسعار.

### المطلب الثالث: المعوقات التي تواجهه الأسواق المالية العربية

تحتاج الأسواق المالية العربية العديد من المشكلات التي يعيق فعاليتها وتخفف من كفاءتها، وتتجسد في:

#### ■ معوقات تنظيمية وتشريعية وهيكلية:

تتمثل المعوقات التنظيمية والتشريعية في<sup>2</sup>:

- عدم قدرة بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية والتي تم إعدادها في مراحل سابقة دون إعادة النظر فيها ووفق أطر نظرية فقط على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية؛

<sup>1</sup> نبيل بحوري، سليمان بوفاسة، مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية ومتطلبات تفعيلها، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد 17، 2017، جامعة خميس مليانة-الجزائر، ص 64.

<sup>2</sup> رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر-الجزائر، 2006/2005، ص 258-266، بتصرف.

- كثرة إصدار القرارات، وتعدد القوانين ذات العلاقة دون انسجامها، واختلاف الجهات القائمة على تنفيذها أدى إلى اعتراض عمل هذه الأسواق في الكثير منها؛
  - غياب التشريعات التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بنشر بيانات نصف أو ربع سنوية، وحتى في بعض الدول التي تلزم هذه الشركات بذلك فإن صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان يأتي متأخرا نظرا لعدم تحديد فترات إصدارها؛
  - غياب التشريعات المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة؛
  - افتقار التشريعات إلى قوانين تنظم إنشاء شركات الترويج وضممان الاكتتاب، فهذه الشركات تعمل على عرض الأسهم على كافة عملائها، والترويج لها، إضافة إلى ضمان الاكتتاب الكامل للأسهم المطروحة، وتلعب دورا كبيرا في إنجاح عمليات الخصخصة، وبالتحديد في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها؛
  - انعدام التنسيق بين مختلف التشريعات الخاصة بالأسواق المالية في الدول العربية مما يحد من قدرة هذه الأسواق على التكامل والترابط فيما بينها؛
  - قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية، عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية أي قصور التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة- أسهم عادية- وسندات؛
  - افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين؛
  - غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، حيث لا تحتوي المعلومات المنشورة في تقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح كما أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية؛
- أما بالنسبة للمعوقات الهيكلية فإنها تتمثل في<sup>1</sup>:
- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني فقط؛
  - عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل؛
  - تأخر برامج الخصخصة في البلدان العربية؛

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 262-263، بتصرف.

- افتقار أسواق الأوراق المالية العربية إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية من جهة وغياب المؤسسات المساعدة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم، مثل الشركات الصانعة للسوق.

#### ■ قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية:

تتمثل عوائق العمل في الأسواق المالية العربية في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- عدم توفر شركات صانعة الأسواق مما يؤدي إلى تقلب شديد في الأسعار وبالتالي تقلب حجم التداول؛
- عدم كفاءة السماسرة في التعامل بالأوراق المالية، وعجزهم في إعطاء المشورة للمشتريين؛
- محدودية شركات الوساطة المالية التي تقوم بترويج وتسويق الإصدارات الجديدة؛
- غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار.

#### ■ عقبات الربط بين أسواق المال العربية:

يمكننا حصر العقبات التي تحول دون الربط بين أسواق المال العربية في جملة من القيود الموالية<sup>2</sup>:

#### ○ قيود معلوماتية:

- ضعف الإيضاح المالي؛
- عدم وجود تحليل فني واقتصادي مستقبلي؛
- انخفاض الوعي الاستثماري وخاصة لدى الأفراد، ووجود اعتبارات دينية تعوق توجيه مدخرات لأنواع من الأوراق المالية، وذلك فيما يتعلق بتوزيع عائد ثابت لبعض الأوراق المالية كسندات؛
- عدم توفر شبكة المعلومات على أسس تنبؤيه وليس مجرد عرض للبيانات والمؤشرات، بل لا بد من توضيح دور هذه المؤشرات في عرقلة أو تنمية البورصة مستقبلاً؛
- نقص نظام المعلومات في البورصات وغياب مراكز دعم القرارات.

#### ○ قيود تنظيمية:

- ضعف الهياكل التنظيمية واعتمادها على الشكل الهرمي الذي لا يتناسب مع طبيعة العمل بالبورصات؛
- غياب التخطيط الاستراتيجي للبورصات العربية؛
- غياب أدلة طرق التداول؛
- انتشار الشركات الاستثمارية المالية مما يقيد حجم الاستثمارات المالية وشكلها؛

<sup>1</sup> صالح مفتاح، فريدة معارفي، مرجع سابق، ص 190.

<sup>2</sup> انظر إلى:

— رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 265-266.

— صالح مفتاح، فريدة معارفي، مرجع سابق، ص 190.

- تعدد المصطلحات المالية والاستثمارات نتيجةً لتباين الثقافات العربية، وتأثيرها على البورصات، كل ذلك يعوق الاتصالات فيما بين البورصات العربية، وبين الشركات المقيدة والمتعاملة داخل البورصات؛
- عدم وجود ربط بين البورصات والمجتمع وجمهور المتعاملين؛
- غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار.

#### ○ قيود مالية:

- الرقابة على النقد الأجنبي بالإضافة إلى قيود تحويل العملات الأجنبية؛
- تأخر تحويل قيمة الأوراق المالية إلى الخارج؛
- فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول؛
- أثر التضخم على عائد السندات؛
- ضعف البورصات من حيث حجم التداول وغياب السماسرة المتخصصين بها؛
- عدم السماح بتملك الأوراق المالية لبقية العرب؛
- غياب بنوك الاستثمار والاستثمار في الأوراق المالية.

#### ■ مشكلة هجرة الأموال العربية للخارج:

- تعاين الدول العربية من فجوة تمويلية تتمثل في عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الاستثمار التنموي الضروري لها وتعود أسبابها إلى العوامل التالية<sup>1</sup>:
- تدني فرص الاستثمار في البلدان العربية لقلّة الأرباح مقارنة بالدول المتقدمة؛
  - إمكانية المستثمرين أصحاب رؤوس الأموال من استرجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت بدون عوائق؛
  - عدم قدرة الدول العربية على استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالاً كاملاً في تحقيق مستوى من التنمية، كعجز البنوك، الشركات، والمؤسسات المالية العربية على استثمار ما لديها من فوائض مالية رغم توفر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجدوى في مجالات متعددة، مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المحققة؛
  - انتشار الفساد المالي والإداري، وغياب الشفافية والتسهيلات أمام الاستثمارات العربية؛
  - هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الاقتصادي الاستثماري والمالي؛
  - غياب قوانين الاستثمار العربية على نصوص تتعلق بخضوع الاستثمار للدستور والقوانين، وعدم التصريح قانونياً بالحماية التشريعية للمستثمر.

<sup>1</sup> صالح مفتاح، فريدة معارفي، مرجع سابق، ص 192.



## المبحث الثاني: أثر عدم تماثل المعلومات على قرارات الاستثمار في بورصة عمان

تعتبر الأسواق المالية مرآة عاكسة لدرجة النمو الاقتصادي بالدول، ويرجع هذا للدور الذي تلعبه في تعبئة الموارد وتزويد الأعوان الاقتصاديين بالحاجيات التمويلية. وعلى غرار مختلف دول العالم فإن الحكومات العربية كذلك تسعى لإنعاش وتطوير أسواقها المالية من خلال رفع كفاءتها وتحسين من أدائها بمحاولة مجارة ومواكبة مختلف التطورات التكنولوجية والرقمية، وتوفير الابتكارات المالية المتجددة. إلا أن ظهور مشكلة عدم تماثل وتناظر المعلومات بالأسواق المالية من شأنه أن يخلف آثار سلبية على هذه الأخيرة والتي ينساق عنها عشوائية تسعير الأصول المالية المدرجة بالبورصات مما يؤدي للتخفيض من كفاءتها وفعاليتها، وهذا ما يخلق تضارب آراء المتعاملين في صنع وبناء قراراتهم الاستثماري باعتمادهم على أساليب وطرق مختلفة يتخذونها كسبيل في تحديد قراراتهم.

ولتحديد أثر عدم تماثل المعلومات في اتخاذ القرارات الاستثمارية بالأسواق العربية قمنا بانتقاء بورصة عمان كدراسة حالة، نظراً لكونها سوق نشطة بالمنطقة العربية إلى جانب أنها تتيح قاعدة معلومات كثيرة نستند عليها في قياس كفاءة السوق بدراستنا.

### المطلب الأول: لمحة تاريخية عن بورصة عمان ASE

#### أولاً: نشأة بورصة عمان ASE:

تولت بورصة عمان اعتباراً من 11/3/1999 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف الى الربح، وكجهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً الى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997. ثم صدر قانون الاوراق المالية الجديد رقم (76) لسنة 2002 والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الاوراق المالية في المملكة.

لقد جاء اصدار قانون الأوراق المالية لعام 1997 في الأردن بهدف إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليوكب الأسواق المالية الدولية. ويكمن الطابع الأساسي في هذه الهيكلة الجديدة في فصل الدور الرقابي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي، حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهاذين الدورين معاً، وقد شكّلت هيئة الأوراق المالية كهيئة رقابية حكومية للإشراف على سوق رأس المال وتم تأسيس بورصة عمان/سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين تداران من قبل القطاع الخاص. في 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. وتدار شركة

بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة<sup>1</sup>.

### ثانيا: مهام بورصة عمان:

موجب النظام الأساسي لبورصة عمان، تتمثل مهامها الرئيسية في<sup>2</sup>:

- ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها؛
- توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل؛
- نشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها البورصة.

ولتحقيق غاياتها تضع البورصة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها انشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات أو تحالفات استراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير الحكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها. بحيث تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو الاتحاد الدولي للبورصات واتحاد أسواق المال العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية والمنظمة الدولية للهيئات الأوراق المالية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-albwrst/hwkm-shrkt-bwrst-man/swg-ras-almal>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/22، على الساعة: 13:46.

<sup>2</sup>الموقع الإلكتروني: <https://arab-exchanges.org/ar/member/amman-stock-exchange-ase>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/22، على الساعة: 14:01.

<sup>3</sup>الموقع الإلكتروني: <https://portal.jordan.gov.jo/wps/portal/Home/GovernmentEntities/Agencies/Agency/Amman+Stock+Excha>، اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/22، على الساعة: 14:30.

### ثالثاً: التداول في بورصة عمان:

يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة، وكذلك إسناديات القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة.

وبموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، فإن تعريف الأوراق المالية يشمل:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول؛
- إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات؛
- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية؛
- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار؛
- إسناد خيار المساهمة؛
- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية؛
- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع؛
- أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية<sup>1</sup>.

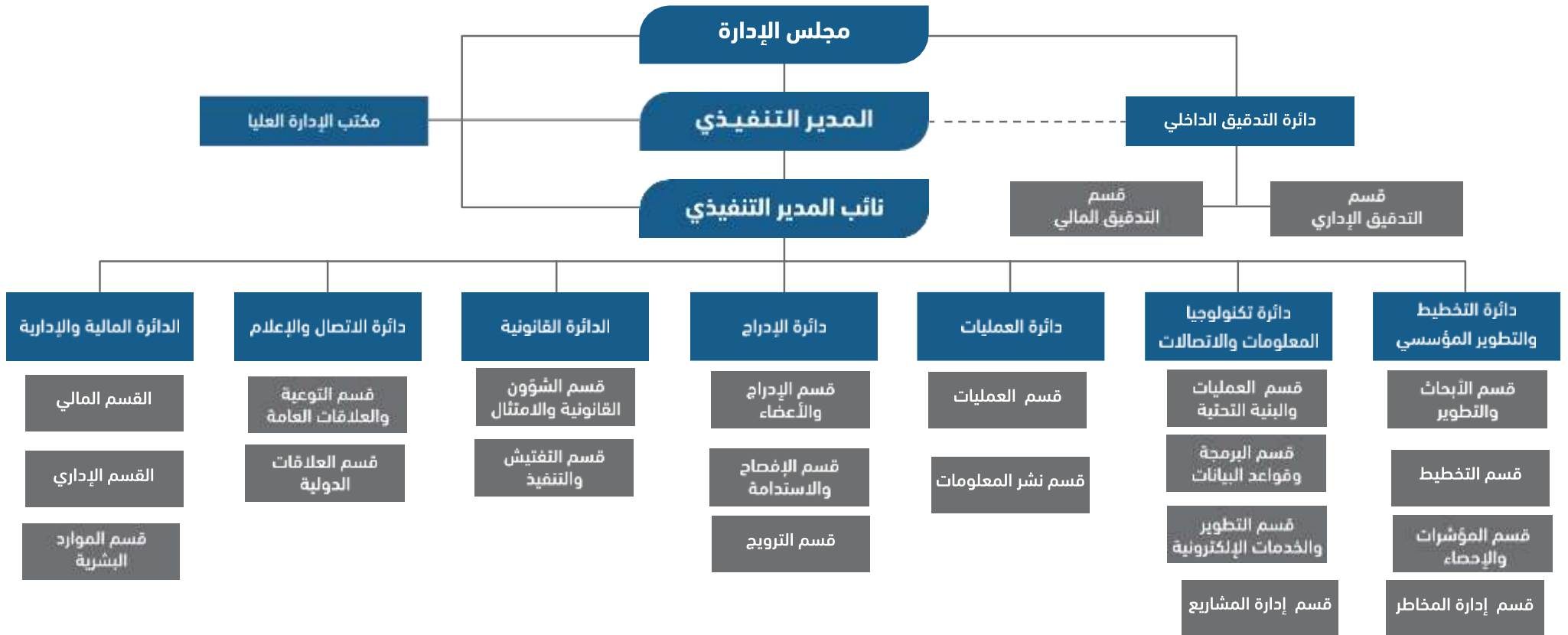
### رابعاً: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان:

يمثل الشكل الموالي الهيكل التنظيمي الخاص ببورصة عمان:

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo/ar/almntjat-w-alkhdmak/khdmak-altdawak/anwak-alawraq-almalyk> ،

اطلع عليه بتاريخ: 2022/05/22، على الساعة: 16:02.

الشكل (7): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة عمان <https://www.ase.com.jo/ar>

### المطلب الثاني: قياس كفاءة بورصة عمان اعتمادا على مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية

تختلف طرق قياس كفاءة الأسواق المالية حسب المتغيرات المستخدمة والمترتبة بمجال الدراسة، لكن تبقى أبرز هذه الأساليب الاعتماد على مؤشرات تقييم أداء الأسواق المالية التي تعطي نتائج دقيقة عن أهم مؤشرات الأسواق المالية التي تعكس درجة النمو الاقتصادي بالدولة، إضافة إلى أنها تحيط بمختلف مكونات السوق بدءا بعدد الشركات المدرجة فيها وحجم التداولات، وصولا إلى قيمة الأصول المتداولة ونوعيتها.

#### أولا: مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية:

هناك عدد من المؤشرات التي تعكس درجة تطور السوق وتقدمه، من أهمها نذكر:

- **حجم السوق:** يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما<sup>1</sup>:
- **مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق):** يقصد برسملة السوق مجموع الأسهم المدرجة في السوق مضروب بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، ويقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، ويعد هذا المؤشر مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق؛
- **مؤشر عدد الشركات:** يشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية (السوق المنظمة) إذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في السوق المالي بصورة عامة، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد قيمته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير.
- **سيولة السوق:** تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة، وهناك مؤشران لقياسها، هما<sup>2</sup>:
- **مؤشر حجم التداول:** يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات وبمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، يقاس هذا المعدل من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق إذ يعكس هذا الأخير حجم السوق فعلى الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك بهدف الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية. لاستخراج هذا المؤشر تتبع الصيغة التالية:

$$\text{حجم التداول} = \text{عدد الأسهم المتداولة} / \text{الناتج المحلي الاجمالي}$$

<sup>1</sup> محمد مداحي، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة آكلي محند أولحاج، البويرة-الجزائر، سنة 2017/2018، ص 92.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 92-93.

- **مؤشر معدل الدوران:** يشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق خلال العام أو خلال أي مدة زمنية، كالآتي :

$$\text{معدل دوران السهم} = (\text{إجمالي الأسهم المتداولة (حجم التداول)}) / (\text{القيمة السوقية}) \times 100$$

- **مؤشر درجة التركيز:** يقصد بدرجة تركيز التداول، ما إذا كان حجم التداول مركزا في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول، أي تحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية<sup>1</sup>.

### ثانيا: قياس كفاءة بورصة عمان اعتمادا على مؤشرات أداء الأسواق المالية

لقياس كفاءة بورصة عمان سنستخدم على مؤشرات الأداء لمحاولة قياس كفاءتها بشكل عام قبل التطرق إلى قياس كفاءتها في المستوى الضعيف والمتوسط فيما بعد.

#### 1. مؤشر حجم السوق:

يمثل الجدول الموالي قيم مؤشرات حجم بورصة عمان خلال فترة الدراسة:

الجدول (03): مؤشرات قياس حجم بورصة عمان (2017-2021)

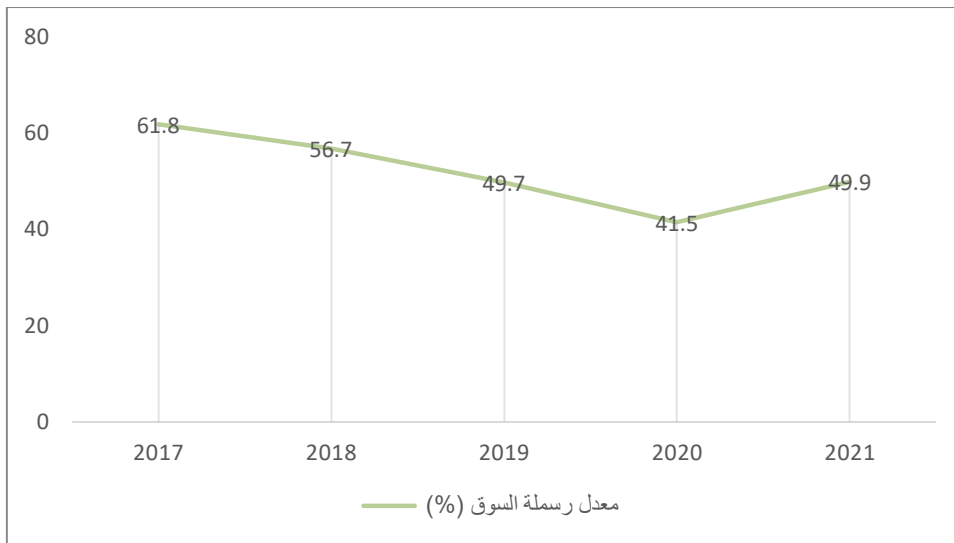
المؤشر	السنة	2017	2018	2019	2020	2021
معدل رسملة السوق (%)		61,8	56,7	49,7	41,5	49,9
عدد الشركات المدرجة		194	195	191	179	172

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البيانات المتاحة على الموقع الرسمي لبورصة عمان (2017-2021).

بينما يمثل الشكلين المواليين تغيرات هذه المؤشرات:

<sup>1</sup> محفوظ بصيري، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية - دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (2001-2015)، مجلة معارف، العدد 21، ديسمبر 2016، جامعة محمد أولحاج، البويرة-الجزائر، ص 89.

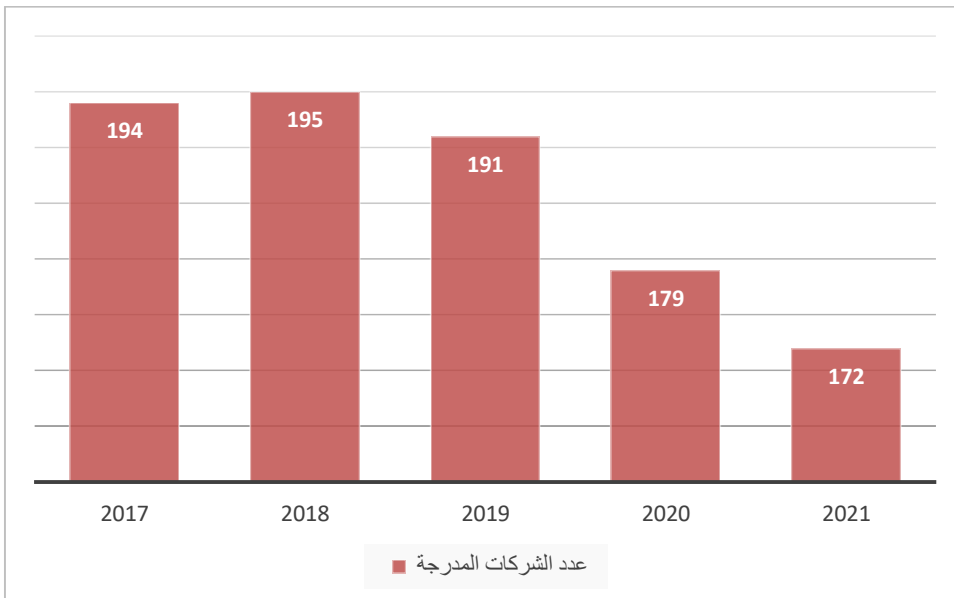
الشكل (08): التغيرات في قيم معدل رسملة السوق لبورصة عمان (%)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول (03).

من خلال الشكل (8) نلاحظ انخفاض تدريجي في قيم معدل رسملة السوق من 61,8% خلال سنة 2017 إلى غاية 2020 أين بلغت قيمتها الدنيا بمعدل 41,5%. ويعود هذا إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة ببورصة عمان بسبب جائحة كورونا آنذاك ما يدل على انخفاض حجم السوق، ثم تعود إلى الارتفاع مجددا سنة 2021 لتصل إلى 49,9% بسبب تحسن الأوضاع الصحية والاقتصادية.

الشكل (09): التغيرات في قيم عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول (03).

بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان 194 شركة بنهاية 2017، بينما بلغت هذه الأخيرة 195 شركة في 2018، يعود هذا لإلغاء إدراج كل من شركة القصور للمشاريع العقارية وشركة العربية للاستثمارات المالية قد يكون هذا لأسباب تنظيمية أو تشريعية للسوق بينما تم إدراج أسهم ثلاث شركات في المقابل لاستيفائها لشروط الإدراج. في 2019 أزيحت أسهم ست شركات من السوق لأسباب مختلفة تتمثل في تحويل الصفة القانونية للشركة أو عدم تصويب أوضاعها لتحقيق شروط الإدراج إضافة لاستمرار إيقافها عن التداول لمدة تزيد عن سنة، بينما أدرجت كل من شركة الضامنون العرب للتأمين والشركة المتكاملة للتأجير التمويلي ومباشرة التداول بأسهمها في البورصة أي بإجمالي 191 شركة. وهكذا استمر الانخفاض خلال سنتي 2020 و2021 أين بلغ عدد الشركات المدرجة بنهاية السنة 172 شركة. هذا الانخفاض يؤثر سلبا على سيولة السوق إذ توجد علاقة طردية بين عدد الشركات المدرجة بالسوق والسيولة، فأى انخفاض لعدد الشركات يؤدي بدوره لانخفاض السيولة وهذا ما جرى في بورصة عمان.

نظرا للانخفاض المستمر لعدد الشركات المدرجة ببورصة عمان مع مرور السنوات، فإن هذا يؤدي إلى ضيق السوق ما يحقق انخفاض في حجم الاستثمارات وتراجع التنمية الاقتصادية، وعليه فإن بورصة عمان غير كفؤة استنادا على هذا المؤشر، أي أن هذه البورصة تمتاز بصيغة كفاءة ضعيفة والتي تقتضي عدم وجود قدر كافي من المعلومات المتاحة بها التي تساعد المستثمرين في صنع قرارات استثمارية عقلانية.

## 2. مؤشر سيولة السوق:

يمثل الجدول التالي تغير قيم مؤشر معدل الدوران خلال الفترة 2017 إلى 2021 كما هو موضح

أسفله:

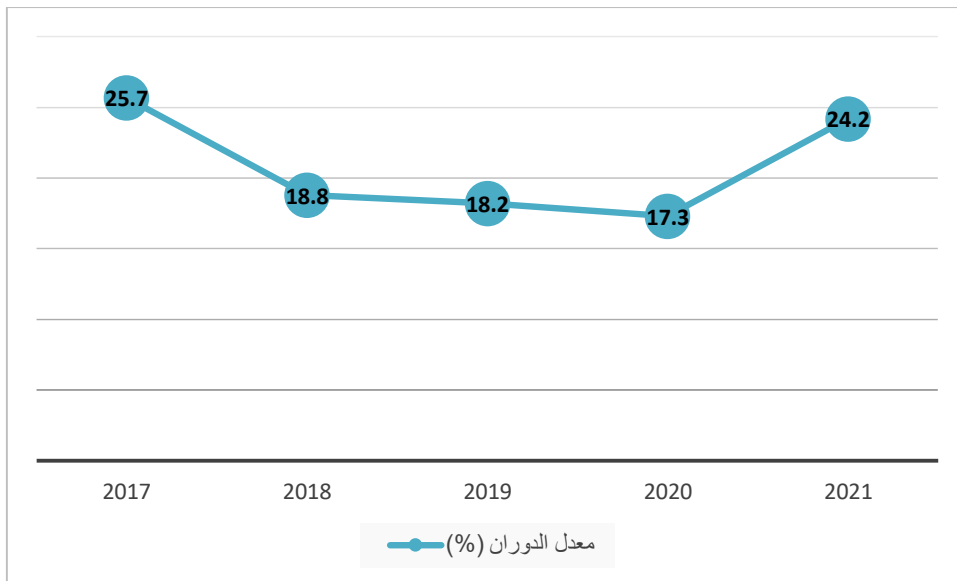
الجدول (04): مؤشر قياس سيولة بورصة عمان (2017-2021)

المؤشر	السنة	2017	2018	2019	2020	2021
معدل الدوران (%)		25,7	18,8	18,2	17,3	24,2

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البيانات المتاحة على الموقع الرسمي لبورصة عمان (2017-2021).



الشكل (10): التغيرات في قيم معدل الدوران لبورصة عمان (%)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول (04).

نلاحظ انخفاض تدريجي في قيم معدل دوران بورصة عمان انطلاقاً من سنة 2017 بمعدل 25,7% إلى أن وصل 17,3% نهاية عام 2020، ثم تعود للارتفاع سنة 2021 لتصل لمعدل 24,2%. يعود هذا لانخفاض قيمة الأوراق المالية المتداولة (حجم التداول) في السوق آنذاك ثم ارتفاع هذه الأخيرة نهاية سنة 2021 بعد تحسن الأوضاع الاقتصادية. بحيث توجد علاقة طردية بين كل من معدل الدوران وسيولة السوق فكلما كان معدل الدوران مرتفع نقول أن السوق يتسم بسيولة عالية والعكس صحيح.

بما ان هذا المؤشر يشير لقيمة تكاليف المعاملات، فإن عدم استقرار قيم المؤشر نحو الصعود أو النزول يخلق تذبذب على تسعير الأوراق المالية نتيجة التدفق الحر للمعلومات بصفة عشوائية وبطء انعكاسها على أسعار الأسهم، مما يضعنا أمام ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تقتضي انخفاض كفاءة بورصة عمان.

### 3. مؤشر درجة التمركز:

يستعرض الجدول التالي حصة أكبر عشر المهيمنة شركات البورصة عمان خلال فترة الدراسة، كما

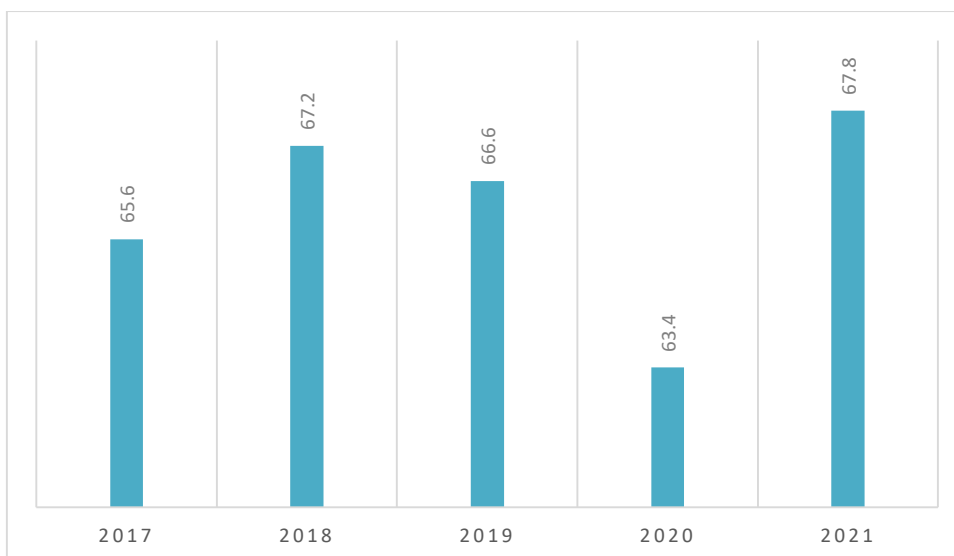
هو موضح أدناه:

الجدول (05): مؤشر قياس التركيز في بورصة عمان (2021-2017)

السنة	2021	2020	2019	2018	2017	المؤشر
	67,8	63,4	66,6	67,2	65,6	نصيب أكبر عشر شركات من القيمة السوقية (%)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان (2021-2017).

الشكل (11): نصيب أكبر عشر شركات من القيمة السوقية في بورصة عمان (%)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول (05).

نلاحظ وجود تباين طفيف في نصيب أكبر عشر شركات من القيمة السوقية في بورصة عمان خلال فترة الدراسة، إلا أن هذه المعدلات كبيرة جدا تفوق 60%، مما يدل على سيطرة وهيمنة هذه الشركات العشر على البورصة ككل، وبالتالي فإن تأثيرها يكون سلبي وينجر عنه ضعف وعدم كفاءة بورصة عمان، حيث أن هذه الشركات هي التي تتحكم في مجريات السوق وتسعير الأوراق المالية، كما أن عدم تصريحها بالمعلومات، إخفائها، أو التحيز بالكشف عنها لبعض الجهات، كفيل بالتأثير على قرارات المستثمرين وإضعافها.

### المطلب الثالث: تقييم كفاءة سوق عمان المالية في صيغتها الضعيفة

#### أولاً: أنماط قياس كفاءة الأسواق المالية في ظل المستوى الضعيف

يعتمد قياس كفاءة السوق المالية في صيغتها الضعيفة على عدة اختبارات تتمثل أساساً في سلسلة الارتباطات التي تقيس مدى استجابة متغير ما للتغيرات الحاصلة في متغير آخر خلال فترات متتالية عن طريق قياس الارتباط، ويستند هذا الاختبار إلى دراسة التغيرات السعرية لورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة. ويمكن كذلك استخدام طريقة قواعد التصفية التي يمكن استخدامها لتحقيق أرباح غير عادية باستخدام استراتيجية اشتري واحتفظ "Buy and Hold Strategy"، فهي تلغي سمة العشوائية وإمكانية رصد نموذج يتغير وفق سعر الورقة المالية المعنية، إذ يمكن من خلال هذه القواعد برمجة عملية البيع والشراء مما يحقق ربحاً أكبر، وتندرج ضمن أربع مجموعات المتمثلة في مجموعة المؤشرات، مجموعة قواعد الدورات الموسمية، المتوسط المتحرك والقوة

النسبية للسهم. كما يمكن كذلك الاعتماد على اختبار الأنماط الطارئة كنموذج لتقييم الكفاءة الضعيفة للسوق وهو الذي سنستند عليه في تقييمنا للكفاءة الضعيفة لبورصة عمان<sup>1</sup>.

يعتمد اختبار الأنماط الطارئة لدراسة حركة أسعار الأوراق المالية "Run Test" يعتمد هذا الاختبار على الأسلوب الاحصائي المسمى اختبار التغير في الأسعار والعوائد مع التركيز على قيمة التغير مع اهمال أثر المتغيرات الأخرى، والهدف هو معرفة عدد المرات التي حدث فيها التغير في اتجاه الأسعار والمدة التي يستغرقها التغير حيث يتم وضع الإشارات لكل نوع من التغيرات، فالإشارة (+) تعني الحركة السعرية بالزيادة والإشارة (-) تعني انخفاض الأسعار، أما (0) فيدل على ثبات الأسعار خلال فترة الدراسة.

ويعتبر الباحث "Mod" أول من أجرى تحليلاً شاملاً لعشوائية السلاسل الزمنية باستخدام نموذج الأنماط الطارئة، وهو كغيره من الاختبارات غير المعلمية إذ يُستخدم على نحو خاص في فحص فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة باستخدام مدى عشوائية واستقلالية سلسلة التغيرات السعرية المتتالية، ويفرد هذا الاختبار بميزة أساسية وهي صلاحية تطبيقه على البيانات، وإن لم تنطبق عليه خواص التوزيع الطبيعي.

وتقوم منهجية الاختبار تحت فرضية الاستقلالية (الحركة العشوائية) على افتراض تساوي عدد الاتجاهات الفعلية Actual Runs مع عدد الاتجاهات المتوقعة Expected Runs المحسوبة بالعلاقة التالية:

$$E(R) = \frac{(2N-1)}{3}$$

حيث يمثل N العدد الكلي للتغيرات السعرية يقترّب من التوزيع الطبيعي بمتوسط E(R) والانحراف المعياري Var(R)، و  $n_j$  عدد التغيرات السعرية في كل إشارة (+، -، 0)، إذ ينبغي مقارنة عدد الاتجاهات الفعلية في سلسلة العوائد أو الأسعار مع عدد الاتجاهات المتوقعة لهذه السلسلة لكشف مدى استقلاليتها، حيث أن الفرق بين عدد الاتجاهات الفعلية R وعدد الاتجاهات المتوقعة يمكن التعبير عنه بالإحصائية Z التالية:

$$Z = \frac{(R + \frac{1}{2})}{\text{Var}(R)}$$

حيث تشير النسبة  $\frac{1}{2}$  إلى تعديل الاستمرارية و Var(R) يمثل الانحراف المعياري للاتجاهات ويحسب بالصيغة:

<sup>1</sup>أمنة لعصامي، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسواق المالية العربية -دراسة حالة السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018) -، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2020/2019، ص 48-52، بتصرف.

$$Var(R) = \sqrt{\frac{(16n-29)}{90}}$$

ولكي تتحقق فرضية الحركة العشوائية للسلسلة الزمنية للأسعار، ينبغي أن تكون القيمة الإحصائية  $Z$  المحسوبة عند مستوى معنوية داخل منطقة قبول فرضية العدم المحددة بمجال الثقة. فإذا كانت  $Z \geq 1,96$ ، تكون حركة التغيرات السعرية المتتالية من نفس الإشارة، مما يدل على وجود ارتباط ذاتي في سلسلة العوائد في هذه الحالة تكون فرضية السير العشوائي للعوائد مرفوضة<sup>1</sup>.

#### ثانياً: قياس كفاءة سوق عمان المالية في صيغتها الضعيفة

باستخدام طريقة الأنماط الطارئة سنقوم بقياس كفاءة بورصة عمان واعتماداً على البيانات المتاحة والمتوفرة قمنا بإعداد الجدول الموضح أدناه:

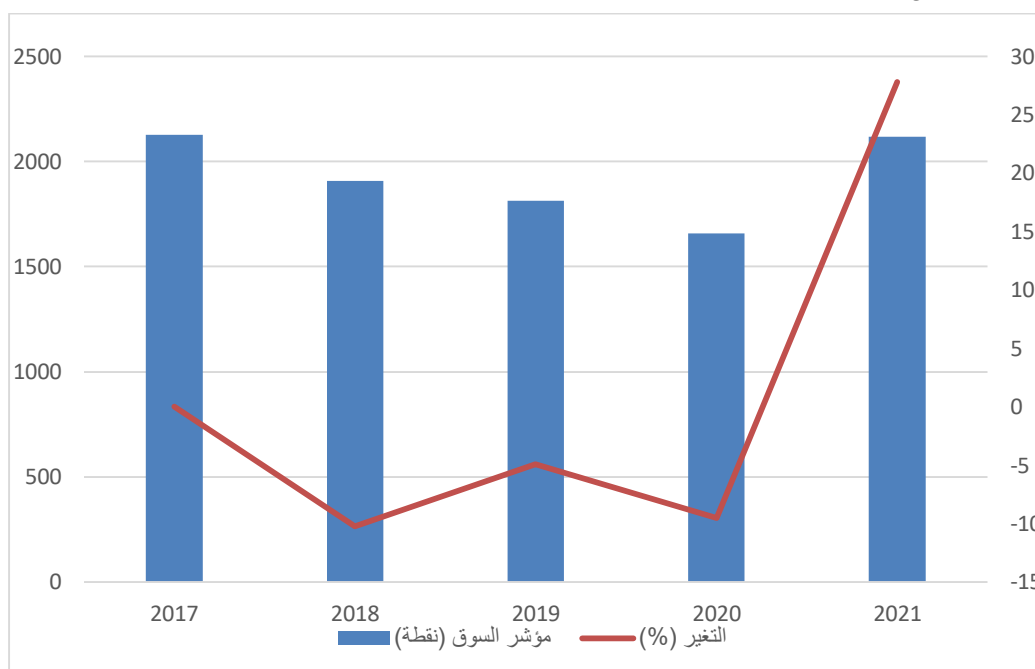
#### الجدول (06): تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق بورصة عمان (2017-2021)

السنة	مؤشر السوق (نقطة)	التغير في المؤشر	التغير (%)
2017	2126,8	-	-
2018	1908,8	(-)	-10,25
2019	1815,2	(-)	-4,9
2020	1657,2	(-)	-9,53
2021	2118,6	(+)	27,84

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان (2017-2021).

<sup>1</sup>فاطمة قادم، نموذج اختبار الأنماط الطارئة لدراسة كفاءة وحركة أسعار أسهم البورصات المغربية (2008-2014)، مجلة المدبر، العدد 5، ديسمبر 2017، المدرسة العليا للتسيير والاقتصاد الرقمي، القليعة-الجزائر، ص 98، بتصرف.

الشكل (12): تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق بورصة عمان (2017-2021)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول (06).

من خلال الشكل (12) نلاحظ تذبذب تطور قيم مؤشر بورصة عمان في النزول والارتفاع بقيم متقاربة من سنة 2017 إلى غاية 2020 نتيجة الارتفاع والانخفاض في حجم التداولات والاستثمارات، بينما عرف ارتفاع واضح في سنة 2021.

وحسب نتائج الجدول يتبين لنا أن عدد التتابعات  $R=2$ ، إذ يوجد تغيرين فقط تغير واحد بالانخفاض وتغير آخر بالارتفاع. كما أن حجم العينة  $n=5$

$$E(R) = \frac{2n-1}{3} = \frac{(2 \times 5 - 1)}{3} = 3$$

$$VAR(R) = \frac{16n-29}{90} = \frac{(16 \times 5) - 29}{90} = 0,5666$$

$$Z = R - \frac{E(R)}{\sqrt{VAR(R)}} = 2 - \frac{3}{\sqrt{0,5666}} = -1,987$$

بما أن:  $Z < 1,96$  يعني  $(-1,987 < 1,96)$ ، يمكن القول أن العينة عشوائية، وأن التغيرات المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، وعليه لا يمكن الاعتماد على البيانات والأسعار التاريخية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه السعر بالمستقبل، بمعنى أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار، وعليه نستنتج أن سوق عمان يضمن الكفاءة في مستواها الضعيف، وبالتالي فإن المعلومات التاريخية تتحكم في حجم وحركات الأسعار ولا يمكن التنبؤ بها مستقبلا عن طريق التغيرات التي طرأت على الأسعار في الأيام والأشهر والسنوات الماضية.

#### المطلب الرابع: تقييم كفاءة بورصة عمان في صيغتها المتوسطة

لقياس كفاءة الأسواق المالية في صيغتها المتوسطة فإننا نلجأ للاعتماد على المتغيرات الاقتصادية الكلية لدراسة أثرها على أسعار الأسهم، ومن بين هذه المتغيرات معدل التضخم، البطالة، ومعدل الناتج المحلي الإجمالي. إذ أن هذه المؤشرات ترتبط بكفاءة التسعير والتي بدورها هي أخرى تتعلق بشكل مباشر مدى توفر المعلومات وسرعة تلقيها من طرف المتعاملين. حيث سيتم اختبار كفاءة بورصة عمان في مستوى المتوسط انطلاقاً من دراسة الارتباط بين مؤشر السوق ومعدلات التغير في المؤشرات المذكورة، كما سيتم الاعتماد على معامل ارتباط "Pearson" باعتباره من أفضل معاملات الارتباط وأكثرها استخداماً، إضافة إلى إمكانية استخدامه في قياس الارتباط بين متغيرين مختلفين.

#### أولاً: معدل التضخم:

من المعلوم وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيم السوقية للأوراق المالية، إذ أن ارتفاع معدل التضخم يتبعه المطالبة برفع معدلات العائد للتعويض عن المخاطر، وهذا ما يؤدي انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية، وعليه فإن تغير في هذه الأخيرة ينعكس على كفاءة السوق المالية. ويوضح الجدول التالي تطور مؤشر بورصة عمان ومعدل التضخم في الأردن خلال فترة الدراسة كالتالي:

#### الجدول (07): تطور مؤشر السوق ومعدل التضخم في بورصة عمان (2017-2021)

السنة	مؤشر السوق (نقطة)	معدل التضخم (%)
2017	2126,8	3,3
2018	1908,8	4,5
2019	1815,2	0,8
2020	1657,2	0,3
2021	2118,6	1,4

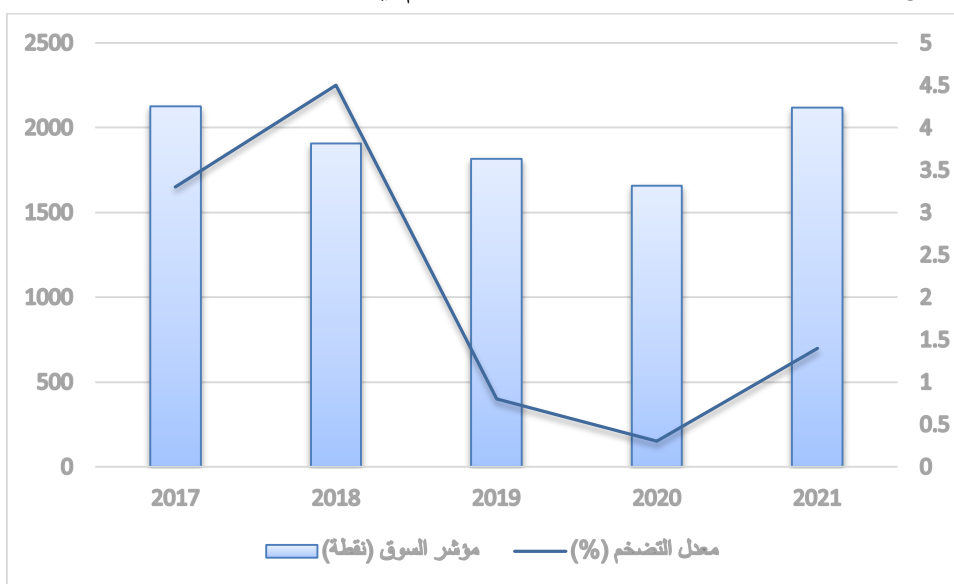
المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لأداء الاقتصاد الأردني غرفة تجارة عمان (2017-2019)،

إضافة إلى الموقع الإلكتروني لمجموعة البنك الدولي:

<https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=JO>

يمكننا ترجمة معطيات الجدول (07) في الشكل الآتي:

الشكل (13): تطور مؤشر السوق ومعدل التضخم في بورصة عمان (2017-2021)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول (07).

من خلال الشكل (13) نلاحظ انخفاض مؤشر سوق عمان خلال الفترة 2017 إلى 2020 ليرتفع مجدداً سنة 2021، في حين أن معدلات التضخم ارتفعت سنة 2018 بسبب تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية وانعكاسها على السوق المالية الأردنية، واستمر في الانخفاض طيلة الفترة 2018 إلى 2020 مقارنة بالفترة السابقة فوصل إلى 0,3% وهذا راجع لارتفاع أسعار العقارات والايجارات، تكاليف النقل والخدمات، وصولاً إلى سنة 2021 حيث شهد معدل التضخم ارتفاعاً من جديد بسبب زيادة أسعار المواد الاستهلاكية في البورصات العالمية وكذا ارتفاع أجور الشحن ومدخلات الإنتاج.

انطلاقاً من معطيات الجدول (07) وباستخدام برنامج Microsoft Excel 2010 والعلاقة:

$$R = \frac{n\sum xy - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{(n\sum x^2 - (\sum x)^2)(n\sum y^2 - (\sum y)^2)}}$$

لحساب معامل الارتباط بين مؤشر بورصة عمان ومعدل التضخم اتضح ما يلي:

• معامل الارتباط  $R = 0,484$

• معامل التحديد  $R^2 = 0,234$

ولدينا  $n=5$

• فرض العدم  $(H_0): R=0$

• الفرض البديل  $(H_1): R \neq 0$

• إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة  $T$ ، ذات الشكل التالي:

$$T = \frac{R}{\sqrt{\frac{1-R^2}{n-2}}} = \frac{0,484}{\sqrt{\frac{1-0,234}{5-2}}} = 0,958$$

بالرجوع إلى الجدول الخاص بتوزيع Student وعند مستوى معنوية  $\alpha=0,05$  ودرجة حرية  $V=n-2=3$  نجد أن قيمة  $t=2,353$

بمقارنة  $t$  الجدولية و  $T$  المحسوبة نجد أن  $0,958 < 2,353$ ، أي أن احصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وعليه نقبل فرض العدم  $R=0$  ونرفض الفرض البديل، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة عمان ومعدل التضخم، كما أن مؤشر السوق لا يتأثر بالتغيرات التي تحدث في معدل التضخم، وعليه فإنه لا يؤثر في قيمة السوقية للأوراق المالية.

### ثانياً: معدل البطالة

يعبر معدل البطالة عن نسبة الأفراد العاطلين عن العمل شريطة أن تكون لديهم الرغبة فيه، فالبطالة تؤثر على أسعار الأسهم في البورصة، إذ أن ارتفاع معدلاتها يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للأفراد، بالتالي فإن مستوى الطلب على المنتجات ينخفض وكذلك توزيعات الأرباح، الذي ينعكس بدوره على القيمة السوقية للأسهم فتتخفف هي الأخرى.

ويوضح الجدول التالي تطور مؤشر السوق ونسب البطالة في المجتمع الأردني خلال الفترة المحددة بين 2017 و 2021، كالتالي:

الجدول (08): تطور مؤشر السوق ومعدل البطالة في بورصة عمان (2017-2021)

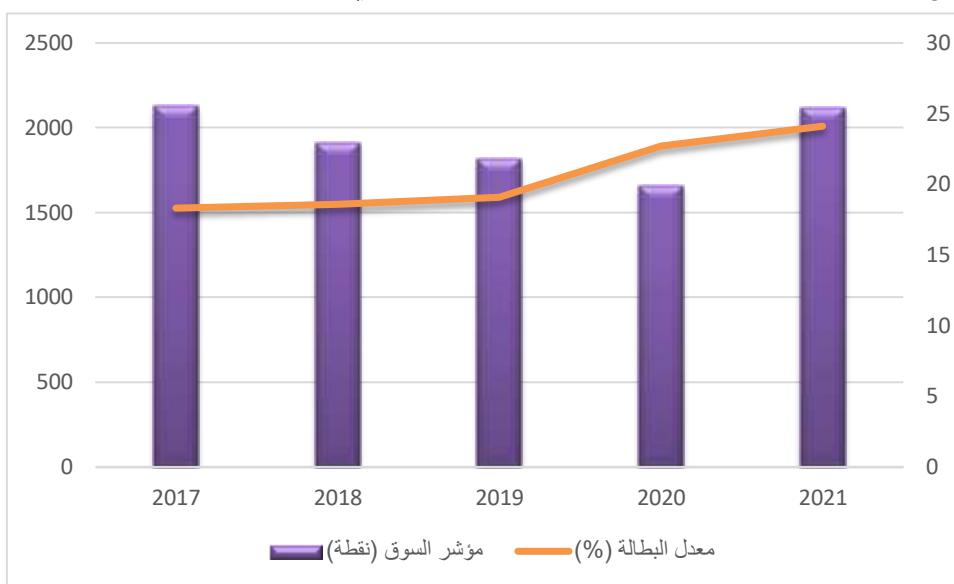
السنة	مؤشر السوق (نقطة)	معدل البطالة (%)
2017	2126,8	18,3
2018	1908,8	18,6
2019	1815,2	19,1
2020	1657,2	22,7
2021	2118,6	24,1

المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على البيانات المتاحة على الموقع الالكتروني للبنك المركزي الأردني:

<https://statisticaldb.cbj.gov.jo/?node=M3lOeDRaRnozTjg9>



الشكل (14): العلاقة بين مؤشر السوق ومعدل البطالة في بورصة عمان (2017-2021)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول (08).

من خلال الشكل (14) نلاحظ ارتفاع معدلات البطالة بشكل مستمر طيلة الفترة الممتدة من 2017 إلى غاية 2022 بسبب المنافسة القوية لسوق العمل الأردني مع سوق العمل السوري سنة 2017، فشل الحكومة في جذب المشاريع الاقتصادية بالإضافة لانخفاض الدخل الناتج عن قطاع السياحة سنة 2018، كما عرفت ارتفاع شديد في السنوات الثلاثة الأخيرة كانعكاس لجائحة كورونا.

وانطلاقاً من معطيات الجدول (08) وباستخدام برنامج Microsoft Excel 2010 والعلاقة:

$$R = \frac{n\sum xy - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{n\sum x^2 - (\sum x)^2}(n\sum y^2 - (\sum y)^2)}$$

لحساب معامل الارتباط بين مؤشر بورصة عمان ومعدل التضخم اتضح ما يلي:

• معامل الارتباط  $R = -0.07$

• معامل التحديد  $R^2 = 0.0049$

ولدينا  $n=5$

• فرض العدم  $(H_0): R=0$

• الفرض البديل  $(H_1): R \neq 0$

• إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة  $T$ ، ذات الشكل التالي:

$$T = \frac{R}{\sqrt{\frac{1-R^2}{n-2}}} = \frac{-0.07}{\sqrt{\frac{1-0.0049}{5-2}}} = 0,121$$

بالرجوع إلى الجدول الخاص بتوزيع Student وعند مستوى معنوية  $\alpha=0,05$  ودرجة حرية  $V=n-2=3$  نجد أن قيمة  $t=2,353$

بمقارنة  $t$  الجدولية و  $T$  المحسوبة نجد أن  $-0.121 < 2,353$ ، أي أن احصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وعليه نقبل فرض عدم  $R=0$  ونرفض الفرض البديل، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة عمان ومعدل البطالة، كما أن مؤشر السوق لا يتأثر بالتغيرات التي تحدث في معدل البطالة، وعليه فإنه لا يؤثر في قيمة السوقية للأوراق المالية.

### ثالثاً: الناتج المحلي الإجمالي

يعد الناتج المحلي الإجمالي مؤشر اقتصادي يقيس القيمة النقدية لإجمالي السلع والخدمات في بلد ما، كما أنه يعكس نمو الاقتصاد فكلما ارتفعت قيمته كلما زادت قيمة أرباح الشركات ومبيعاتها، بالتالي زيادة القيمة السوقية للأوراق المالية، والتي ترتبط بكفاءة السوق المالية. ويوضح الجدول التالي تطور مؤشر السوق ونسب الناتج المحلي للاقتصاد الأردني خلال الفترة المحددة بين 2017 و 2021، كما يلي:

الجدول (09): تطور مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في بورصة عمان (2017-2021)

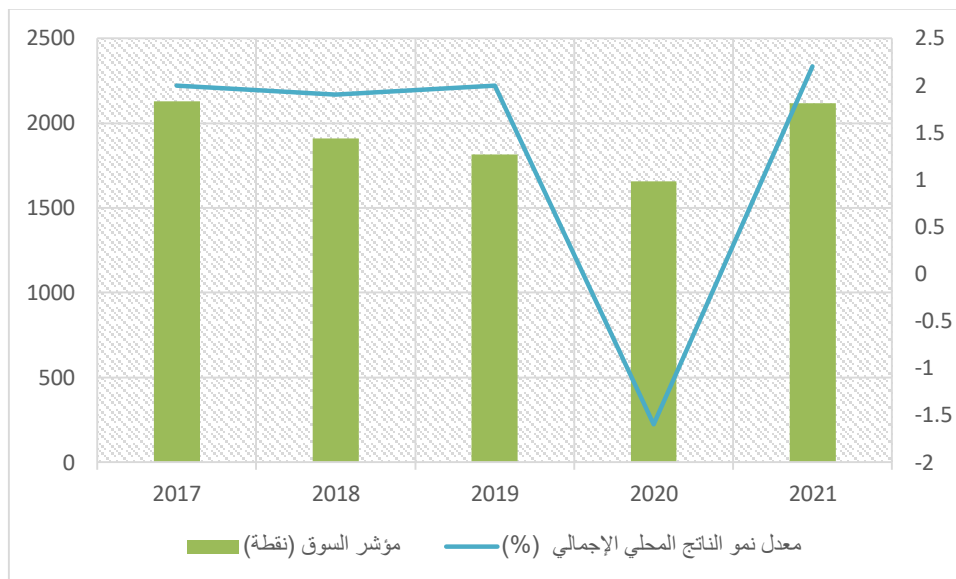
السنة	مؤشر السوق (نقطة)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (%)
2017	2126,8	2
2018	1908,8	1,9
2019	1815,2	2
2020	1657,2	-1,6
2021	2118,6	2,2

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لأداء الاقتصاد الأردني غرفة تجارة عمان (2017-2019)،

إضافة إلى الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني:

<https://statisticaldb.cbj.gov.jo/?node=M3lOeDRaRnozTjg9>

الشكل (15): العلاقة بين مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في بورصة عمان (2017-2021)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول (09).

من خلال الشكل (15) نلاحظ ثبات نسبي في معدل الناتج المحلي بالفترة الممتدة من 2017 إلى 2019 نتيجة زيادة الصادرات وارتفاع عائدات البترول، لينخفض بشكل واضح سنة 2019 نتيجة وباء كورونا وضعف الإنتاج خلال هذه الفترة، ليعرف مجددا انتعاش سنة 2021 بسبب تحقيق مختلف قطاعات الاقتصاد نمو ملحوظ مقارنة بالفترة السابقة.

وانطلاقاً من معطيات الجدول (09) وباستخدام برنامج Microsoft Excel 2010 والعلاقة:

$$R = \frac{n\sum xy - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{n\sum x^2 - (\sum x)^2}(n\sum y^2 - (\sum y)^2)}$$

لحساب معامل الارتباط بين مؤشر بورصة عمان ومعدل التضخم اتضح ما يلي:

• معامل الارتباط  $R = 0.105$

• معامل التحديد  $R^2 = 0.011$

ولدينا  $n=5$

• فرض العدم  $(H_0): R=0$

• الفرض البديل  $(H_1): R \neq 0$

• إحصائية الاختبار: ستكون إحصائية الاختبار في هذه الحالة  $T$ ، ذات الشكل التالي:

$$T = \frac{R}{\sqrt{\frac{1-R^2}{n-2}}} = \frac{0.105}{\sqrt{\frac{1-0.011}{5-2}}} = 0,182$$

بالرجوع إلى الجدول الخاص بتوزيع Student وعند مستوى معنوية  $\alpha=0,05$  ودرجة حرية  $V=n-2=3$  نجد أن قيمة  $t=2,353$

بمقارنة  $t$  الجدولية و  $T$  المحسوبة نجد أن  $0,128 < 2,353$ ، أي أن احصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وعليه نقبل فرض العدم  $R=0$  ونرفض الفرض البديل، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر بورصة عمان ومعدل الناتج المحلي الاجمالي، كما أن مؤشر السوق لا يتأثر بالتغيرات التي تحدث في معدل الناتج المحلي الاجمالي، وعليه فإنه لا يؤثر في قيمة السوقية للأوراق المالية.

بناءً على النتائج المتوصل لها يمكننا القول بأن كل من مؤشر التضخم، البطالة، الناتج المحلي لا يؤثر على تسعير الأوراق المالية ببورصة عمان وهذا ما يعكس ضعف كفاءة التسعير على مستوى هذه الأخيرة. فكما تم الإشارة من قبل (الفصل الأول) أن كفاءة التسعير تعكس تماماً كافة المعلومات المتاحة والمناسبة لتحديد قيم الأصول في أي لحظة، الأمر الذي يؤدي بنا للقول أن المعلومات المتاحة بالسوق لا تؤثر على أسعار الأصول المتداولة في بورصة عمان، وهذا ما ينتج عنه بروز ظاهرة عدم تناظر المعلومات، بالتالي فإن السوق لا تتميز بصيغة كفاءة متوسطة، وهذا ما سينعكس حتماً على القرارات الاستثمارية في هذه البورصة كون أن فرص تحقيق أرباح غير عادية ستكون متاحة لحائزي المعلومات الخاصة وذوي القدرة والمهارة على تفسير المعلومات العامة على حساب باقي المتعاملين الذين يبنون قراراتهم على حجم وكم غير كاف وغير متجانس من المعلومات.

### خلاصة الفصل:

يتطلب تطور الأسواق المالية العربية اجتياز مراحل عدة أكسبتها طابع وسميات تنفرد بها عن باقي الأسواق المالية بالعالم، وبالرغم من التطور المستمر الذي تحرزته هذه الأسواق إلا أنها لم تتمكن من الوصول للمستوى المطلوب من الكفاءة الفعالية التي تتميز به أسواق المال بالدول المتقدمة. فلعل أبرز مشكلة قد تواجه هذه الأسواق المالية تتمثل في ظاهرة عدم تماثل المعلومات لما لها من أثر سلبي في تضليل المتعاملين عند اتخاذ قرارهم الاستثماري برشادة وعقلانية.

فقمنا باختبار كفاءة بورصة عمان كمثال عن هذه الأسواق استنادا على طرق مختلفة في قياس الكفاءة بداية بمؤشرات أداء الأسواق المالية، ثم قياس هذه الأخيرة في صيغتها الضعيفة من خلال على طريقة الأنماط الطارئة، فقياسها في مستواها المتوسط عن طريق المؤشرات الاقتصادية الكلية. أين توصلنا إلى أن بورصة عمان تتميز بمستوى كفاءة ضعيف تسوده المعلومات التاريخية فقط. ولا يستند المستثمرون في تحديد قراراتهم على المعلومات المتداولة بالبورصة نتيجة ادراكهم لانخفاض مستوى الكفاءة فيها، بالتالي فإن السوق المالية الأردنية تسودها مشكلة عدم تماثل المعلومات.

خاتمة

تناولت هذه الدراسة تقييم أثر عدم تماثل المعلومات على قرارات الاستثمار في الأسواق المالية العربية تحديداً ببورصة عمان وما تخلفه من انعكاسات على السوق المالية بشكل عام، فاستهلنا في تحديد ذلك على قياس درجة كفاءة سوق عمان كنموذج شامل لكافة الأسواق العربية، وقد تم ذلك من خلال الاعتماد على ثلاث مراحل، الأولى كانت بتقييم كفاءة هذه البورصة من خلال مؤشرات أداء السوق التي مكنتنا من أخذ فكرة عامة عن مستوى كفاءة هذه البورصة، ثم قمنا باختبار كفاءة السوق المالية الأردنية بشكل مفصل من خلال استخدام طريقة الأنماط الطارئة التي تبين ما إن كانت السوق تتميز بكفاءة ضعيفة من عدمها، وأخيراً قمنا بتقدير كفاءة بورصة عمان في صيغتها المتوسطة عن طريق كل من معدل التضخم، البطالة، والنتائج المحلي الإجمالي من خلال معاملات الارتباط.

فبناءً على الطريقة الأولى لقياس الكفاءة توصلنا إلى أن بورصة عمان تمتاز بمستوى كفاءة ضعيف لما تشهده من انخفاض في عدد الشركات المدرجة بها، فبذلك تبقى هذه السوق حكرًا على الشركات العشر المسيطرة بها كما تم توضيحها من خلال مؤشر تمرکز السوق، إذ يمكن لهذه الشركات تقديم معلومات خاصة لجهات معينة، حيازة بعض منها، أو عدم التصريح بها في السوق، أو حتى إطلاق إشاعات من شأنها أن تؤدي لاختلال السوق والتأثير سلباً على القرارات المتخذة من طرف المستثمرين، أما الطريقة الثانية مكنتنا من القول بأن بورصة عمان تتضمن مستوى كفاءة ضعيفة تسودها المعلومات التاريخية فقط التي لا يعتمد عليها المستثمرون في بناء قراراتهم لإدراكهم أنه مهما كانت المعلومات الواردة للسوق فإنها لن تنعكس على تسعير الأوراق المالية أو أنها تأخذ فترة زمنية طويلة ليظهر أثرها على الأسعار، وتبعاً للطريقة الثالثة التي اعتمدناها في قياس الكفاءة المتوسطة لبورصة عمان، توصلنا أنها لا تتمتع بصيغة كفاءة متوسطة لعدم وجود ارتباط بين قيم مؤشر السوق ومختلف المؤشرات الاقتصادية المعمول بها، بالتالي فإن هذه البورصة لا تتيح المعلومات العامة للمتعاملين، حتى وإن تم التصريح بها فإنهم لا يأخذونها بعين الاعتبار، ولأن أسعار الأصول المالية لا تستجيب لهذه المعلومات، كما يمكننا الإشارة لضعف كفاءة التسعير بهذه البورصة والذي يبين وجود مشكلة عدم تماثل المعلومات وعدم تناظرها لكافة المتعاملين في هذه السوق.

#### ■ نتائج الدراسة:

يمكن حصر النتائج المتوصل إليها في الإجابة عن الأسئلة المطروحة واختبار فرضيات الدراسة فيما يلي:

- تجمع كل من كفاءة السوق المالية، القرار الاستثماري، والمعلومات المتاحة في السوق المالية علاقة تكاملية مفادها أن كل متغير يؤثر على الآخر، فالمعلومات التي تتاح بالسوق تحدد مستوى كفاءتها والتي بدورها تؤثر على قرار المستثمر الذي يبني قراره بطبيعة الحال على أساس أن السوق كفؤة؛

- إن ظاهرة عدم تماثل المعلومات تتضمن عدم تكافؤ الحصول على المعلومات، حيازتها، أو منحها لأطراف خاصة مما يخلق مشكلة تباين آراء المتدخلين في السوق وتحليلهم لهذه البيانات والمعلومات، بالتالي فهي تضلل المستثمرين من الوصول للقرار الاستثماري الأمثل والمناسب لهم الذي قد ينعكس سلبا على عوائدهم المحققة، في حين يحقق المطلعين على السوق والمدراء الماليين وغيرهم أرباح غير عادية؛
  - تعتبر الأسواق المالية العربية أسواق ناشئة حديثة التطور رغم وجودها منذ القدم، وقد تمكنت من احراز تطورات ملحوظة ولافتة نظرا لمواكبتها للتطورات المالية وتحقيقها توسع في نشاطها سواءً بالمنطقة العربية أو الخارجية، إلا أنها لم تصل للمستوى الذي يمكنها من منافسة الأسواق العالمية حيث أنها لازلت تعاني من قصور في أدائها ومستوى كفاءتها فظلت تتسم بصيغة كفاءة ضعيفة؛
  - تعتبر بورصة عمان من أنشط وأحسن البورصات العربية لكبر حجم التداولات على مستواها واستخدامها لتقنيات متطورة، غير أنها لازلت تعاني من مشكلة عدم تماثل المعلومات لضعف أنظمة المعلومات وقواعد البيانات المتاحة فيها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض كفاءة هذه البورصة والتأثير سلبا على قرارات المستثمرين؛
  - لا يمكن الاعتماد على المعلومات المتاحة في الأسواق المالية العربية بالأخص في بورصة عمان لبناء وصنع قرار استثماري رشيد نظرا لضعف كفاءتها وعدم تماثل حصول المستثمرين على المعلومات.
- **الاقتراحات:**
- بناءً على النتائج المسجلة من خلال هذه الدراسة، فإننا نقدم التوصيات أو الاقتراحات التي في وسعها أن تخفف من ظاهرة عدم تماثل المعلومات وترفع من كفاءة الأسواق العربية لتمكين المستثمرين من تحديد قرار استثماري صحيح وأمثل كالآتي:
  - **اقتراحات لتعزيز كفاءة الأسواق المالية العربية:**
  - تبني مبدأ الشفافية والافصاح عن كافة المعلومات لجميع المتعاملين بشكل متماثل وفي آن واحد؛
  - العمل على إقامة إطار تشريعي محكم يتضمن القواعد المنظمة للسوق وأساليب العمل، بالإضافة إلى إقرار قوانين معاقبة على الممارسات غير الشرعية في السوق والتي تخلق الضوضاء؛
  - تعزيز الرقابة بالسوق من خلال فصل الأجهزة المقررة للقوانين عن الهيئة الإدارية بها، إلى جانب إقامة لجان مراقبة آلية السوق المالية؛
  - العمل على إقامة تكتلات بين الأسواق المالية العربية لتوسيع التعاملات بها والرفع من حجم التداولات، أو إقامة سوق عربية موحدة؛
  - مكنة أنظمة التداول عن طريق استخدام التقنيات الحديثة لتسهيل التعاملات في مختلف الأوراق المالية؛



- تعزيز الوعي الاستثماري للأفراد وتشجيع صغار المستثمرين على الاستثمار بتعريفهم على الفرص الاستثمارية المناسبة لهم؛
- خلق بيئة استثمارية تشجع وتجذب المستثمرين الأجانب بالتخفيف من القيود الضريبية؛
- اعتماد على معايير المحاسبة والتدقيق البنكي في إعداد تقارير الشركات المدرجة بالبورصة التي تصرح بها لتعزيز ثقة المستثمرين بالمعلومات التي توفرها هذه الأسواق؛
- العمل على مواكبة التطورات التي يحدث في الأسواق المتقدمة والاستفادة منها في تسيير وتنظيم هذه الأخيرة.
- **اقتراحات لتعزيز بورصة عمان:**
- العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في البورصة للرفع من كفاءة السوق؛
- محاولة تخفيض الضغوط الضريبية عن المتعاملين في بورصة عمان لتشجيعهم على الاستثمار واستقطاب الاستثمار الأجنبي؛
- تطوير نظام التعاون الإلكتروني واستغلال التقنيات التكنولوجية الحديثة؛
- فرض قوانين صارمة على الشركات المدرجة بالسوق للإدلاء بجميع المعلومات التي يحتاجها المستثمر في صنع قراراته؛
- إرساء أنظمة معلومات فعالة تيسر للمتعاملين القيام بتحليلات أساسية وفنية سليمة؛
- الاعتماد على النشرات الإعلامية والمواقع الإلكترونية ووسائل التواصل الاجتماعي في الترويج للأصول المالية المتاحة بالبورصة والخدمات التي تقدمها.
- **اقتراحات لترشيد قرارات المستثمرين:**
- ينبغي على المستثمر الانتباه ومحاولة تحليل وتفسير المعلومات التي ترد للسوق تحليلاً عقلانياً بهدف الوصول إلى قرار استثماري أمثل؛
- التحلي بالمرونة وسرعة التكيف مع التغيرات الآنية للسوق، إذ ينبغي للمستثمر أن يبقى متفطن لأي تغير حادث في تسعير الأوراق المالية؛
- انتقاء الأدوات المالية المناسبة له لتكوين محفظة مالية مثلى تتفق مع سياسته الاستثمارية المنتهجة؛
- الاعتماد على المعلومات التاريخية في القيام بالتحليل الأساسي في حال ما كان المستثمر لا تنتهج سياسة هجومية لأن البيانات الماضية للشركات قد يمكنه من أخذ نظرة مستقبلية عن تسعير أسهمها في السوق؛
- اللجوء للمستقبلات والمشتقات في محاولة تغطية الخسائر أو لتجنب أو التحوط من المخاطر قدر الإمكان؛

– يجب على المتدخلين في الأسواق المالية أن يلموا بكافة الجوانب الاقتصادية للشركات المدرجة من جهة، وكذا الجوانب المالية والمحاسبية من جهة أخرى.

#### ■ آفاق الدراسة:

خلال دراستنا لهذا الموضوع برزت لنا آفاق عديدة من شأنها أن تثري موضوع دراستنا تغطية مختلف الجوانب التي لم يتسنى لنا التطرق إليه في هذه الدراسة، نقترح بعضا منها فيما يلي:

– انعكاسات عدم تماثل المعلومات على كفاءة التسعير في السوق المالي؛

– أثر نظرية الإشارة في التقليل من عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية؛

– دور المالية السلوكية في التحكم بالقرارات الاستثمارية في السوق المالي؛

– علاقة الحركة العشوائية للأسعار بكفاءة السوق المالي؛

– مساهمة كفاءة الأسواق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي.

# قائمة المراجع

## أولاً: المراجع باللغة العربية:

❖ الكتب:

1. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان-الأردن، 2010.
2. جمال الدين لعويصات، الإدارة وعملية اتخاذ القرار، دار قنديل للنشر والتوزيع، بوزريعة-الجزائر، 2005.
3. خالد جمال الجعارات، معايير التقارير المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
4. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، 2012.
5. زياد رمضان، مروان شحوط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة-مصر، 2008.
6. سلطان جاسم النصراوي، أسواق المال العربية وأزمات القرن الحادي والعشرون، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2019.
7. عبد الغفار الحنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2007.
8. علي حسين علي، نظرية القرارات الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008.
9. فهد عبد الله حامد الحويماني، المال والاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة الثانية، مطابع دار الهلال للأوفست، الرياض-السعودية، 2005.
10. فيصل محمود الشاويره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-الأسس النظرية والعلمية-، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان-الأردن، 2008.
11. محفوظ جبار، الأسواق المالية، الجزء الأول: مفاهيم أساسية، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017.
12. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية-مصر، 2002.
13. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة السابعة، دار وائل، عمان-الأردن، 2015.
14. موسى نوري شقيري، الأسواق المالية وآليات التداول، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان-الأردن، 2019.

## ❖ الأطروحات والمذكرات الجامعية:

## ▪ أطروحات الدكتوراه:

15. أحمد سعيد حميدي، دور حوكمة الشركات في جودة المعلومة المحاسبية وتحسين كفاءة الأسواق المالية -دراسة تحليلية وتقييمية لبورصة الجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، الجزائر، 2019/2018.
16. آمنة لعصامي، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسواق المالية العربية -دراسة حالة السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018) -، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2020/2019.
17. إيمان بن السراج، دور المعلومات في قياس اتجاهات متخذي القرار نحو المخاطرة المالية في البنوك التجارية -دراسة عينة من البنوك التجارية الجزائرية-، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، التخصص بنوك مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة-الجزائر، 2018/2017.
18. حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية والإسلامية -دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2018/2017.
19. راوية حناشي، مساهمة جودة المعلومات إدارة العلاقة مع الزبون في تسيير حافظة الزبائن-دراسة ميدانية لمجموعة من البنوك-، أطروحة دكتوراه الطور الثالث، تخصص تسويق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2015/2014.
20. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر-الجزائر، 2006/2005.
21. ريمة برامة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية -دراسة حالة بورصة باريس ولندن-، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2019/2018.
22. سامية شارفي، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية -حالة الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص محاسبة مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف-الجزائر، 2018/2017.

23. سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2018/2017.
24. عقبة خضير، أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2017) -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2020/2019.
25. الغالي بن ابراهيم، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية -دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، السنة الجامعية 2013/2012.
26. مسعودة بن لخضر، أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية - دراسة مجموعة من الدول النامية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة-الجزائر، 2020/2019.
27. مونيا سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني -دراسة حالة بورصة ماليزيا-، أطروحة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2015/2014.
28. نادية غوال، الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ودوره في تحقيق التنمية المستدامة-دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من الدول العربية (2000-2017)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي وتقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم-الجزائر، 2019/2018.
- مذكرات الماجستير:
29. أمينة بوغنبوز، أثر المعلومة المالية في السوق المالي-دراسة حالة بورصة القيم المنقولة للجزائر-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2008/2007.

30. تورية بن ديمراد، عدم تماثل المعلومات وتنمية المؤسسة-دراسة حالة شركة سوناطراك-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد تنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان-الجزائر، 2007/2006.
31. فاروق مطروني، دور نظم المعلومات في بناء استراتيجية المؤسسة-دراسة حالة الشركة الجزائرية للهاتف النقال موبيليس-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص الإدارة الاستراتيجية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2014/2013.
32. كلتوم جريو، دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، الجزائر 2015/2014.
33. محمد موسى فرج الله، دور المعلومات الحاسوبية في اتخاذ القرارات الإدارية في ظل ظروف عدم التأكد - دراسة تطبيقية على البنوك العاملة بقطاع غزة-، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية -غزة-، فلسطين، 2011.
34. نسيم أوكيل، تحليل الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر -الجزائر، 2003.
35. هاجر سعدي، أثر دراسة الجدوى الاقتصادية على القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية -دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، فرع دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، السنة الجامعية 2013/2012.
36. وائل عبد الحليم عوض عبد الحليم، أثر التغير في مستوى الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية على عدم تماثل المعلومات في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية (دراسة امبريقية)، مذكرة ماجستير في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق-مصر، 2018.
- ❖ المجلات:
37. إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد 80، 2009، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.
38. أسعد المبارك حسين، بشير بكري عجيب، أثر خصائص لجنة المراجعة على عدم تماثل المعلومات الحاسوبية، مجلة الفكر المحاسبي، العدد 3، جويلية 2018، جامعة عين شمس، القاهرة-مصر.

39. إلياس بن ساسي، خيرة الصغيرة كماسي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات، مجلة الباحث، العدد 2، 2014، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر.
40. حسين وليد حسين، ابتهاج طالب خضير، عبد الناصر علك حافظ، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثامن، العدد 22، 2013، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد-العراق.
41. خيرة الداودي، غريب بولرباح، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 7، ديسمبر 2017، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر.
42. سالم مكروودي، علي صاري، تباين القرارات الاستثمارية في أسواق المال في ظل عدم تناظر المعلومات، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، العدد 2، 2011، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر.
43. سمير محي الدين، معضلة البورصة في الجزائر بين مظاهر الجمود وآليات التفعيل، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 05، العدد 01، جوان 2021، جامعة محمد صديق بن يحيى، جيجل-الجزائر.
44. سندي مروان سلطان الحياي، ليث محمد سعيد محمد الجعفر، دور الحوكمة في دعم قرار الاستثمار دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 00، 2015، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر.
45. شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر.
46. صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-، مجلة الباحث، العدد 7، 2010/2009، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر.
47. عبد الحفيظ مازري، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 6، سبتمبر 2016، جامعة طاهري محمد، بشار-الجزائر.
48. عبد العال هاشم أبو خشبة، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها والتبويات المختلفة لها، مجلة الإداري، معهد الإدارة العامة، العدد 47، ديسمبر 1991، عمان.
49. عبد الغاني حريري، عبد القادر مطاي، الربط كآلية لتطوير وعولمة الأسواق المالية العربية، مجلة البحوث والدراسات التجارية، العدد الرابع، سبتمبر 2018، جامعة زيان عاشور، الجلفة-الجزائر.



50. عبد القادر بريش، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد التاسع، ديسمبر 2011، جامعة حسيبة بن بوعلوي، الشلف-الجزائر.
51. عبد القادر دويس، ايمان بن ساحة، أهمية الحوكمة في مواجهة مشكل عدم تناظر المعلومات المالية-دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة (2004-2018)، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، العدد 2، 2020، جامعة الجزائر 3.
52. فارس هباش، ريمة مناع، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد التاسع، جوان 2018، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي-الجزائر.
53. فاطمة قادم، نموذج اختبار الأنماط الطارئة لدراسة كفاءة وحركة أسعار أسهم البورصات المغربية (2008-2014)، مجلة المدبر، العدد 5، ديسمبر 2017، المدرسة العليا للتسيير والاقتصاد الرقمي، القليعة-الجزائر.
54. محفوظ بصيري، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية -دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (2001-2015)-، مجلة معارف، العدد 21، ديسمبر 2016، جامعة محمد أولحاج، البويرة-الجزائر.
55. محمد خالدي، أثر المخاطر السياسية على أداء الأسواق المالية الناشئة في الدول العربية -بورصة مصر نموذجاً-، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 06، العدد 01، مارس 2015، جامعة زيان عاشور، الجلفة-الجزائر.
56. محمد أحمد عبد الله الهنداوي، أثر التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمر وكفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة ميدانية على بورصة المصرية-، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، العدد 2، جوان 2018، جامعة طنطا-مصر.
57. محمود جمام، أميرة دباش، أثر عدالة الإفصاح المحاسبي في ترشيد القرارات الاستثمارية -دراسة حالة عينة من المستثمرين ببورصة الجزائر-، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 26، جامعة زيان عاشور، 26 مارس 2017، الجلفة-الجزائر.
58. مزهودة عبد المليك، الأداء بين الكفاءة والفعالية -مفهوم وتقييم-، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الأول، نوفمبر 2001، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر.

59. مسعودة بن لخضر، بلقاسم سعودي، قياس كفاءة بورصة الأردن في ظل تطبيق الإفصاح على المعلومات المحاسبية، مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية، المجلد 6، العدد 3، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي-الجزائر.
60. مصطفى بدوي، دور المعلومة في دعم وتعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة الابداع، المجلد 5، العدد 5، 31 ديسمبر 2015، جامعة لونيبي علي، البلدة-الجزائر.
61. معتز تاج السر محمد وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي -دراسة حالة المصارف المدرجة للفترة 2005 إلى 2010، المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال، مركز رفاذ للدراسات والأبحاث، المجلد 4، العدد 3، 2018، إربد-الأردن.
62. نبيل بهوري، سليمان بوفاسة، مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية ومتطلبات تفعيلها، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد 17، 2017، جامعة خميس مليانة-الجزائر.
63. نبيلة عمامرة، حاكمي بوحفص، حوكمة السوق المالية ومشكلة عدم تناظر المعلومات، مجلة المالية والأسواق، العدد 2، 2017، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم-الجزائر.
64. نوال بن لكحل، واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد 13، 2015، جامعة خميس مليانة-الجزائر.
- ❖ المطبوعات والمحاضرات:
65. إبراهيم نافع قوشجي، الأسواق المالية (مفهومها-مكوناتها-أنواعها-مؤشراتها وتحليلها الفني)، محاضرات موجهة لطلبة السنة الرابعة، كلية الاقتصاد، جامعة حماة-سوريا، 2014.
66. سمية صلعة، مطبوعة دروس في مقياس المؤسسة والأسواق المالية موجهة لطلبة السنة الثالثة، شعبة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي نور البشير، البيض-الجزائر، 2018/2017.
67. محمد مداحي، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة آكلي محند أولحاج، البويرة-الجزائر، سنة 2018/2017.
68. موسى بن منصور، الأسواق المالية، مطبوعة مُحكّمة موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الابراهيمي، برج بوغريج-الجزائر، 2019/2018.

❖ التقارير:

69. تقرير هيئة السوق المالية، المعلومات ومصدرها، الرياض-المملكة العربية السعودية، متاح على الموقع: <http://cma.org.sa>
70. تقرير هيئة قطر، مدخل إلى أسواق المال، الدوحة-قطر، متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.qfma.org>
71. التقارير السنوية لبورصة عمان من 2017 إلى 2021.
72. التقارير السنوية لأداء الاقتصاد الأردني غرفة تجارة عمان من 2017 إلى 2019.

❖ مراجع أخرى:

73. دعا رضا رياض محمد، التأصيل النظري لمفهوم الكفاءة والفعالية وتحليل طبيعة العلاقة بينهما، بحث في تطور الفكر الإداري، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة-مصر، 2015.

## ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

74. Agnes Virlics, **Investment Decision Making And Risk**, International Economic Conference of Sibiu 2013 Post Crisis Economy: Challenges and Opportunities, Procedia Economics and Finance 6(2013).
75. Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik et autre, **Marchés Financiers : Gestion de Portefeuille et des Risques**, 6<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2014.
76. Carlo Vercellis, **Business Intelligence: Data mining and Optimization for Decision Making**, 1<sup>st</sup> edition, John Wiley and Sons, Ltd, 2009.
77. Efraim Turban, et al, **Information technology for management: transforming business in the digital firm**, 3rd edition, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002.
78. Gregory H. Bauer, **Typologie De L'efficience Des Marchés**, Revue Du Système Financier, Banque du Canada, Décembre 2004.
79. Jean-Paul pollin, **L'efficience des marchés financiers : Quelques Perspectives Récentes**, Revue d'économie financière, n°1, 1987.
80. John Ward, Joe Peppard, **Strategic Planning for Information Systems**, 3rd edition, John Wiley & Sons Ltd, England, 2002.
81. Salima Harrab, Omar Taouab, **Peut-en Toujours Parler de L'efficience des Marchés Financiers?**, Revue du contrôle de la comptabilité et de l'audit, n°3, Décembre 2017.
82. Sandrine Lardic, Valérie Mignon, **L'efficience Informationnelle Des Marchés Financiers**, La Découvert, Paris, France.
83. Véronique Lederman, **Inefficience des marchés et Inefficacité des règles-Risque financier majeur**, L'Harmattan, Paris, 2011.

## ثالثا: المواقع الإلكترونية:

84. <https://www.chicagobooth.edu/faculty/directory/f/eugene-f-fama>
85. <https://www.egx.com.eg/ar/History.aspx>
86. <http://www.bse.com.lb/TheBSE/History/tabid/63/Default.aspx>
87. <https://arab-exchanges.org/ar/member/casablanca-stock-exchange-casa/>
88. <http://www.bvmt.com.tn/ar/content/%D8%AA%D9%82%D9%80%D8%AF%D9%8A%D9%85>
89. <https://arab-exchanges.org/ar/member/boursa-kuwait/>
90. <https://arab-exchanges.org/ar/member/bahrain-bourse-bhb/>
91. <https://arab-exchanges.org/ar/member/muscat-securities-market-msm/>
92. <http://www.kse.com.sd/Pages/Default.aspx?c=801>
93. <https://www.qe.com.qa/ar/historical-background>
94. <https://arab-exchanges.org/ar/member/palestine-exchange-pex/>
95. <https://arab-exchanges.org/ar/member/member-institute-name-4/>
96. <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>
97. [http://www.dse.sy/market/foundations\\_and\\_objectives](http://www.dse.sy/market/foundations_and_objectives)
98. <https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-albwrst/hwkmt-shrkt-bwrst-man/swq-ras-almal>
99. <https://arab-exchanges.org/ar/member/amman-stock-exchange-ase/>
100. <https://portal.jordan.gov.jo/wps/portal/Home/GovernmentEntities/Agencies/Agency/Amman+Stock+Exchange?current=true&nameEntity=Amman%20Stock%20Exchange&entityType=otherEntity>
101. <https://www.ase.com.jo/ar/almntjat-w-alkhdmak/khdmak-altawl/anwa-alawraq-almalyt>
102. <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=JO>
103. <https://statisticaldb.cbj.gov.jo/?node=M31OeDRaRnozTjg9>
104. <https://statisticaldb.cbj.gov.jo/?node=M31OeDRaRnozTjg9>

## الملخص:

هدفت دراستنا إلى تقييم أثر عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية العربية على القرارات الاستثمارية على ضوء تجربة بورصة عمان، وتوضيح العلاقة بين درجة توفر المعلومات وجودتها في تعزيز كفاءة هذه الأسواق التي بدورها تمكن المستثمرين من بناء قرار استثماري رشيد، فبالاستناد على النتائج المتوصل لها تبين لنا أن بورصة عمان تتمتع بصيغة كفاءة ضعيفة تسودها ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تظلل المتعاملين في هذه السوق للوصول إلى قرار استثماري رشيد وعقلاني، وتبعدهم عن بلوغ هدفهم الاستثماري المنشود.

الكلمات المفتاحية: عدم تماثل المعلومات، القرار الاستثماري، كفاءة السوق المالية، الأسواق المالية العربية، بورصة عمان.

## **ABSTRACT:**

Our study aimed to assess the impact of information asymmetry in Arab financial markets on investment decisions and to clarify the relationship between the degree of information availability and its quality in enhancing the efficiency of these markets, which in turn enables investors to build a rational investment decision. Based on the results obtained, we found that the Amman Stock Exchange enjoys a weak efficiency formula dominated by the phenomenon of information asymmetry that shades the dealers in this market from reaching an optimal and rational investment decision, and keeps them away from achieving their desired investment goal.

**Keywords:** information asymmetry, investment decision, financial market efficiency, Arab financial markets, Amman Stock Exchange.