

تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية الليبي

دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي للفترة

من 2012/03/1م إلى 2013/04/30م

فرج أحمد المسكري*

علاء محمد المهدودي**

محمد ميلاد صالح***

مستخلص الدراسة:

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية الليبي عند المستوى الضعيف وذلك باختبار ما إذا كانت سلسلة من عوائد أسهم الشركات -عينة الدراسة- تتمتع بالاستقلالية فيما بينها وتتبع السير العشوائي، وذلك بإجراء عدد من الاختبارات الإحصائية استخدمت في عدد كبير من الدراسات السابقة أثبتت قدرتها على اختبار الكفاءة عند المستوى الأدنى مثل اختبار التوزيع الطبيعي واختبار الارتباط المتسلسل واختبار جذر الوحدة، وكانت العينة عبارة عن أسعار الإغلاق الشهرية للشركات -عينة الدراسة- تم الحصول عليها عن طريق زيارة سوق الأوراق المالية الليبي والحصول على أكبر عدد ممكن خلال سلسلة زمنية من المعلومات حول أسعار إغلاق الأسهم للشركات المدرجة في السوق والمقترح دراستها، وأظهرت نتائج الدراسة بعد إجراء الاختبارات المقترحة أن سوق الأوراق المالية الليبي لا يتمتع بأي من مستويات الكفاءة.

*- مساعد محاضر بقسم المصارف والتمويل الإسلامي، كلية التجارة والاقتصاد الإسلامي مسلاته، الجامعة الأسمرية الإسلامية.

**- مساعد محاضر بقسم الاقتصاد الإسلامي، كلية التجارة والاقتصاد الإسلامي مسلاته، الجامعة الأسمرية الإسلامية.

***- مساعد محاضر بقسم المصارف والتمويل الإسلامي، كلية التجارة والاقتصاد الإسلامي مسلاته، الجامعة الأسمرية الإسلامية.

المصطلحات الأساسية الدراسة: سوق الأوراق المالية - كفاءة السوق - مستويات كفاءة السوق - الكفاءة الكاملة - الكفاءة الاقتصادية.

أولاً: الإطار العام للدراسة:

1- مقدمة:

أدى الاتساع الكبير في حركة النشاط الاقتصادي إلى ضرورة إيجاد سوق للأوراق المالية تكون حلقة الوصل بين أصحاب المدخرات (الفائض) وأصحاب (العجز) كالمؤسسات والشركات والحكومات التي من الممكن أن تكون الأسواق المالية احد مصادر تمويلها، وذلك لاستثمار هذه الفوائض، ولكي تحقق الأسواق المالية الأهداف التي أنشئت من أجلها من الضروري أن تتصف بالكفاءة حيث أنه في ظل هذه الكفاءة لا يمكن للمستثمرين تحقيق عوائد غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، ولتتصف هذه الأسواق بالكفاءة لابد من توفر قدر من المعلومات حول الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي خاصة وأن أسعار هذه الأدوات تتغير من وقت لآخر، وأن هذه الأسعار تتأثر بالمعلومات والبيانات والظروف المحيطة لتؤثر مباشرة وبسرعة على الأسعار وبذلك تتحقق كفاءة السوق، ظهرت نظرية كفاءة أسواق رأس المال في القرن التاسع عشر على يد فاما fama حيث اختبرت هذه النظرية من العديد من الاقتصاديين والماليين بعدد كبير من الدراسات التي أجريت على أسواق رأس المال أظهرت هذه الدراسات أن هناك علاقة مباشرة بين المعلومات المالية وغير المالية وكفاءة أسواق رأس المال، حيث تعني الكفاءة أن سعر الورقة المالية تم تقييمها بشكل عادل بناءً على المعلومات المتوفرة (هندي، 1996، ص66).

وقد جاءت هذه الدراسة كأحد الدراسات التي تهدف إلى محاولة تطوير عمل سوق الأوراق المالية الليبي واختبار ما إذا كان هذا السوق كفاء عند المستوى الضعيف.

2- مشكلة الدراسة:

نظراً لأهمية الدور الذي تقوم به الأسواق المالية بشكل عام وسوق الأوراق المالية الليبي بشكل خاص والذي يكمن في تجميع المدخرات وجذب الاستثمارات التي تساهم في النمو الإقتصادي، ولكي تتمكن هذه الأسواق من أداء هذا الدور المطلوب منها لابد أن تتسم بالكفاءة بحيث تكون أسعار الأسهم المتداولة في السوق تساوي أو تقترب من القيمة الحقيقية لها، وانه ليس هناك فرصة ليحقق مستثمرين عوائد غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، تطلب الأمر إجراء عديد الدراسات والبحوث عن موضوع الكفاءة والتي قد تساهم في تطوير الأسواق المالية خاصة الناشئة منها لتتمكن من القيام بدورها المهم بالشكل الصحيح، ومما سبق يمكن أن نعبر عن مشكلة الدراسة من خلال التساؤل الرئيس التالي:

- هل سوق الأوراق المالية الليبي كفاء عند أدنى مستويات الكفاءة؟

ويمكن الإجابة على التساؤل الرئيس من خلال الإجابة عن التساؤلات

الفرعية التالية:

- التساؤل الفرعي الأول: هل التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق

الأوراق المالية الليبي -عينة الدراسة- لا تتبع التوزيع الطبيعي؟

- التساؤل الفرعي الثاني: هل تتمتع أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق

المالية الليبي -عينة الدراسة- بالاستقلالية؟

- التساؤل الفرعي الثالث: هل أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق

المالية الليبي-عينة الدراسة- تتبع السير العشوائي؟

3- فرضيات الدراسة:

في ضوء تساؤلات الدراسة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- 1- التغيرات في أسعار الأسهم للشركات لا تتبع التوزيع الطبيعي.
- 2- لا تتمتع أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي بالاستقلالية.
- 3- أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي لا تتبع السير العشوائي.
- 4- أهداف الدراسة:

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم سوق الأوراق المالية الليبي عند المستوى الضعيف خلال الفترة موضوع الدراسة والتوصل إلى نتائج تساعد في الرفع من كفاءة هذا السوق، كما تهدف إلى تحقيق الأهداف التالية:

- 1- الخروج بنتائج وتوصيات يمكن أن تساهم في تصحيح مسار السوق وتفيد المستثمرين الحاليين وتساهم في دخول مستثمرين جدد الأمر الذي يؤدي إلى الرفع من كفاءة السوق.
- 2- التعرف على مدى تحرك أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق وفقاً للمعلومات المتوفرة عن الشركات المصدرة لهذه الأسهم.
- 5- أهمية الدراسة:

نظراً لحدائثة سوق الأوراق المالية الليبي وأن موضوع الكفاءة لم يحض بالاهتمام اللازم تكمن أهمية هذه الدراسة في أنها تختبر كفاءة سوق الأوراق المالية الليبي عند المستوى الضعيف باستخدام عدد من الاختبارات الإحصائية والخروج بنتائج قد تساعد إدارة السوق في مراقبة أداء السوق وتحقيق أهداف السوق بشكل عام، وتفيد المستثمرين الحاليين وتساعدهم في وضع استراتيجيات الاستثمار المناسبة،

كما أنها تساهم في دخول مستثمرين جدد إلى السوق باعتبار أنه في ظل الكفاءة لا أحد يستطيع تحقيق عوائد غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.

6- حدود الدراسة:

اقتصرت الدراسة على اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية الليبي عند المستوى الضعيف دون اختبار الكفاءة عند المستويات الأخرى حيث أنه في ظل عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف لا وجود لأهمية دراسة الكفاءة عند المستويات الأخرى، أما الفترة موضوع الدراسة حسب ما توفر للباحثين من معلومات عن السوق كانت للفترة من 1- 3- 2012م إلى 30- 04- 2013م.

7- منهجية الدراسة:

اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في الجانب النظري، والمنهج القياسي الكمي لاختبار فرضية الدراسة باستخدام الأدوات الإحصائية وقد تم الاعتماد على أسعار الإغلاق للشركات المدرجة في السوق موضوع الدراسة لاختبار كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

8- مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي وعددها 13 شركة وتتمثل عينة الدراسة في عينة حكمية تمثلت في أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم 6 شركات من أصل 13 شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي تم اختيارها بناء على حجم التداول لأسهم هذه الشركات في السوق.

9- صعوبات الدراسة:

أ- الصعوبة البالغة في الحصول على البيانات وعدم توافرها وأن بعض المؤشرات غير منشورة على موقع السوق الأمر الذي أدى إلى أن الفترة موضوع الدراسة اقتصرت على أربعة عشر شهراً فقط.

ب- اقتصرَت الدراسة على عدد 6 شركات من أصل 13 شركة مدرجة في السوق وذلك بسبب إيقاف التداول على أسهم باقي الشركات وعدم وجود بيانات كافية عنها.

10- الدراسات السابقة:

1- دراسة (الفالوجي، 2007) بعنوان اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف: هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مدى تحرك واستجابة أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية تبعاً للمعلومات المنشورة عن الشركات المصدرة للأسهم، حيث قام الباحث بتجميع أسعار أسهم الشركات المدرجة وكذلك أسعار قيم المؤشر وأجريت التحليلات الإحصائية واختبار التوزيع الطبيعي واختبار الإحداث المتشابهة، ودالة الترابط الذاتي والترابط الذاتي الجزئي ونموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى والمتوسط المتحرك وخلصت الدراسة إلى عدم كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية.

2- دراسة (درويش، 2008) بعنوان اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف: هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية لاستخدام العوائد اليومية الأصلية والمعدلة بأثر عدم تكرار ضعف التداول لمؤشر القدس خلال الفترة 1997-2008، وخمسة مؤشرات قطاعية مدرجة في السوق خلال الفترة من 2006-2008، وتطبيق أربعة اختبارات إحصائية هي الارتباط المتسلسل والتكرارات وجدر الوحدة ونسبة التباين، وتوصلت الدراسة إلى عدم كفاءة سوق فلسطين عند المستوى الضعيف.

3- دراسة (شقيري، صافي، 2009) بعنوان قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطرة: هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر حجم الشركة مقاساً بإجمالي الأصول على عوائد الأسهم في الشركات الصناعية المدرجة

في السوق للفترة من 1999-2006، وأشارت النتائج إلى وجود اثر لحجم العائد لصالح الشركات كبيرة الحجم.

4- دراسة (سمير، 2011) بعنوان تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية: هدفت هذه الدراسة إلى تحليل سلوك أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين بالاعتماد على أسعار الإغلاق الأسبوعية من 2006 - 2009، حيث تم استخدام اختبار الأحداث المتشابهة لفحص درجة الاستقلالية واختبار التوزيع الطبيعي واستخدام اختبار بيرسون لمعرفة ارتباط القطاعات مع بعضها البعض واختبار ARIMA لمعرفة اتجاه وحركة أسعار الإغلاق وإمكانية التنبؤ بالمستقبل وخلصت الدراسة إلى عدم كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية.

5- دراسة (الكاهلي، 2011) بعنوان اختبار كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوى الضعيف: اختبرت هذه الدراسة كفاءة سوق المال السعودي عند المستوى الضعيف بالنسبة للأسعار اليومية والأسبوعية والشهرية، وكذلك العوائد اليومية والأسبوعية والشهرية، واستخدم الباحثين الاختبار الإحصائي الارتباط الذاتي واختبار التواصل وتحليل الانحدار الخطي لاختبار سلاسل البيانات للتحقق من وجود ارتباط بين الأسعار والعوائد الحالية مع الأسعار والعوائد السابقة، وخلصت الدراسة إلى وجود ارتباط بينهما ولذلك لا تتحقق كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

6- دراسة (بن حاسين، وآخرون، 2012) بعنوان كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: هدفت هذه الدراسة إلى توضيح أساليب قياس فرضية السوق الكفاء ليمت قياس وتقييم كفاءة أسواق كل من بورصة عمان والسعودية وتونس والمغرب وقد استخدم الباحث اختبارات جذر الوحدة واختبارات التكامل المتزامن، من أجل دراسة العلاقة

بين أسعار الأسهم في المدى الطويل وتوصلت الدراسة إلى عدم كفاءة الأسواق المذكورة عند المستوى الضعيف.

7- دراسة (القرعان، 2013) بعنوان كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية: هدفت الدراسة إلى قياس كفاءة هذا السوق وذلك بالاعتماد على تقدير نماذج لمؤشر السوق وقد استخدم الباحث نموذج السير العشوائي لحركة مؤشر السوق وأظهرت نتائج هذه الدراسة أن السوق غير كفاء.

8- دراسة (موصلي، 2013) بعنوان دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية: استهدفت الدراسة اختبار الكفاءة السعرية للسوق عند المستوى الضعيف وقد استخدم الباحث الاختبار الإحصائي الارتباط المتسلسل واختبار جذر الوحدة بالاعتماد على "اكيمنديكي فولر" المطور لاختبار كفاءة السوق، وتوصلت الدراسة إلى أن تحركات الأسعار غير عشوائية مما يعنى عدم كفاءة السوق.

9- دراسة (عبد المحسن، 2014) بعنوان اختبار كفاءة القطاع المصرفي على المستوى الضعيف لسوق العراق للأوراق المالية للفترة 2004-2014م: هدفت هذه الدراسة إلى اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف لجميع المصارف المدرجة في السوق موضوع الدراسة باستخدام سعر الإغلاق الشهري لعشر سنوات واستخدمت هذه الدراسة الاختبارات المعلمية واللامعلمية وأظهرت جميع الاختبارات عدم كفاءة السوق.

10- دراسة (فاضل، 2015) بعنوان اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية: هدفت هذه الدراسة إلى تحليل سلوك الأسهم عينة الدراسة للتعرف على كفاءة هذا السوق وأجريت الاختبارات الإحصائية اللازمة وخلصت الدراسة إلى عدم كفاءة سوق العراق للأوراق المالية.

11- دراسة (بلخالد، 2015) بعنوان اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف للفترة من 1928-2014م: هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى القدرة على التنبؤ بعوائد مؤشر داو جونز الصناعي على المدى القصير والطويل ومدى تحقيق الكفاءة حيث تتكون العينة من بيانات تاريخية لأسعار إغلاق المؤشر واستخدمت الباحثة عدد من الاختبارات الإحصائية وخلصت الدراسة إلى عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

12- دراسة (رشيد، 2016) بعنوان تقييم كفاءة الاستثمارات بأسهم الشركات بسوق العراق للأوراق المالية: هدفت هذه الدراسة إلى قياس كفاءة الاستثمارات في أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ولتحقيق ذلك قام الباحث باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAP M وتوصلت الدراسة أن هناك علاقة ايجابية بين العائد والمخاطرة على الاستثمارات وأن هناك عوامل أخرى تؤثر في أسعار الأسهم.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

هذه الدراسة تختلف عن الدراسات السابقة كونها تهتم بدراسة الكفاءة في سوق الأوراق المالية الليبي، وتتفق مع باقي الدراسات السابقة بأنها تستخدم ذات الاختبارات الإحصائية مثل اختبار التوزيع الطبيعي، واختبار الارتباط الذاتي، واختبار جذر الوحدة للإجابة على تساؤل الدراسة عن كفاءة السوق من عدمها.

ثانياً/ الإطار النظري للدراسة:

1- الأسواق المالية:

تعتبر الأسواق المالية أهم آلية لجلب وحشد الموارد المالية، من أجل توظيف وتمويل المشاريع الاستثمارية لتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة، وانطلاقاً من وعي

الدول العربية بهذه الأهمية بادرت جلها بإنشاء وتطوير بورصاتها، وفي إطار المنافسة الشديدة أصبح لزاماً علي كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والمحافظة علي مكانتها أن تولي اهتماماً كبيراً للأسواق المالية وتعمل علي تطويرها وعصرنتها علي جميع المستويات؛ الإدارية، التنظيمية، التشريعية، إلي جانب العمل علي زيادة وتنويع الأدوات المالية المتداولة، إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد وتطوره ونمو الأسواق المالية وزيادة كفاءتها، ومن الأدوار الرئيسية التي تؤديها الأسواق المالية تحويل فوائض الأموال من أصحاب المال إلي أصحاب العجز المالي الذين لديهم فرص استثمارية عبر الوسطاء الماليين.

2- مفهوم الأسواق المالية:

تستمد الأسواق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، فالأسواق موجودة منذ القدم، ولكن السلع التي يتعامل بها في هذه الأسواق ووسائل وأساليب تبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ، وذلك تبعاً لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية ولتغير احتياجات الأفراد وتطوير وسائل الاتصال بينهم.

عرف سوق الأوراق المالية على أنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. (التواتي، 2011، ص9).

وعرف أيضاً السوق المالي بأنه الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة. (نصر، 2015، ص14).

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف السوق المالي بأنه الإطار المنظم الذي يجمع بين أصحاب الفائض وهم مدخرين للأموال لديهم ثقافة الاستثمار وبين أصحاب العجز وهم مستثمرين بحاجة لهذه الأموال لإغراض الاستثمار.

3- شروط تكوين الأسواق المالية:

الأسواق المالية لا تتكون بشكل عشوائي، ولا بد من وجود قوانين تنظم هذه الأسواق، ولتكوين سوق مالي نظامي يجب توفر الشروط التالية: (نصر، 2015 ص20)

أ- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة: وذلك لأن المؤسسات المالية تعتبر صناديق توفير للمستثمرين، وتقوم هذه المؤسسات بعملية إقراض المستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع لها دور مهم في عملية التنمية الاقتصادية، لذا حتى يتم تنشيط الأسواق المالية، فإنه يجب تشجيع استثمار المدخرات في القطاع الخاص الذي يشكل عمليات استثمارية منتجة.

ب - تحويل المدخرات إلى استثمارات: تعتبر الأسواق المالية من أهم الوسائل التي يتم من خلالها تحويل المدخرات إلى استثمارات، وذلك لأن هذه الأسواق تعد بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات من خلال شراء الأوراق المالية والتي تمثل حصصاً من رأسمال الشركات المدرجة في الأسواق المالية.

ج- إنشاء بورصات للأوراق المالية: تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار المهمة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو التي تتمتع باقتصاد مختلط، حيث يمارس كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا المجال، وتقوم أيضاً الأسواق المالية بتحويل الاستثمارات إلى أصول سائلة عند الحاجة، ويجب أن تخضع الأسواق المالية إلى أنظمة وقوانين لمراقبة أدائها وضمان حماية المستثمرين.

4- كفاءة الأسواق المالية:

حتى يكون للأسواق المالية دور فاعل وحيوي في العمليات الاستثمارية، يجب أن تعكس جميع المعلومات المتوفرة في السوق في أسعار الأوراق المالية وهذا ما يعرف بكفاءة السوق، فمثلاً عندما تزيد حصة السهم من الربح السنوي بنسبة معينة، فمن المفترض أن يزيد سعر السهم السوقي بنفس النسبة بغض النظر عن العوامل الأخرى.

5- مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

إن العلاقة بين أسعار الأوراق وبين البيانات المالية المتعلقة بالمشروع الذي قام بإصدار هذه الأوراق تكتسب أهمية كبيرة بين فئات عديدة مثل إدارة المشروع التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية، والمراجعين الذين يقومون باعتماد هذه القوائم، والمستثمرين الذين يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية، حيث أن كل فئة من هذه الفئات ولأسباب مختلفة تهتم بأسعار الأوراق المالية وبتأثير المعلومات على هذه الأسعار، حيث يرتبط بأسعار الأوراق المالية نتائج اقتصادية يتأثر بها المجتمع عموماً. (الفالوجي، 2007، ص26)

تعريف السوق الكفاء هو الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، غير قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية. (باعظة، 2012،

ص9)

وتعرف كفاءة سوق الأوراق المالية على أنها السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. (هندي، 2009، 489).

6- أهداف أسواق المال الكفاءة:

هناك عدة أهداف لأسواق المال الكفاء تتلخص بما يلي: (خضير، 2017م،

ص147)

- أ- التخصيص الأمثل للموارد: من خلال المساهمة في تحقيق كفاءة عالية لتوجيه الموارد المالية إلى القطاعات الاقتصادية الأكثر ربحية وهذا ما يؤدي إلى نمو وازدهار اقتصادي.
- ب- التقييم الدقيق للمبادلات: إذ تتيح السوق الكفاءة للمستثمرين التقييم الدقيق لمبادلة مدخراتهم في السوق المصرفية أو سوق الأسهم من خلال مقارنة أسعار وعوائد الاستثمار الممكن الحصول عليها من الاستثمار في تلك الأسواق.
- ج- تقديم خدمات بأقل التكلفة: حيث تتصف السوق الكفاءة بأنها تقدم خدماتها الاستثمارية بأقل تكلفة واقصر وقت ممكن.

7- شروط كفاءة السوق:

هناك شروط يجب توافرها حتى يعتبر السوق المالي سوق كفاء وهي كما

يلي: (نصر، 2015 ص20)

- أ- توفير كافة المعلومات والإفصاحات الضرورية لجميع المستثمرين في الوقت ذاته بتكلفة زهيدة أو بدون تكاليف.

ب- عدم وجود قيود ومحددات على التداول.

ج- وجود عدد كبير من المستثمرين و المتعاملين.

د- انصاف المستثمرين بالرشد والعقلانية، وذلك لتعظيم المنفعة التي يحصلون عليها بواسطة استغلال ثرواتهم.

هـ- عدم وجود أرباح غير عادية.

8- متطلبات كفاءة الأسواق المالية:

لكي تحقق السوق المالية هدفها في التخصيص الكفاء للموارد الاقتصادية وتوجيهها نحو الاستخدامات ذات المنفعة القصوى، ينبغي توافر متطلبات أساسية هي كما يلي: (خضير، 2017، ص 147- 148).

أ- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من البائعين والمشتريين تتوافر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص الاحتكار وبتحقيق هذا الشرط للسوق المالية يتحقق ما يعرف بخاصيتي العمق والانتساع، حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين يتوفر للسوق شرط المنافسة.

ب- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وتتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة.

ج- أن وجود وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين في سوق الأوراق المالية معلومات دقيقة حول السعر وعمليات التبادل التي تتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل.

د- توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدر المساواة، وبشكل يحد من احتكار المعلومات، وتوفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج.

هـ- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول، وعرض أوامر الصفقات وتنفيذها، وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء

9- مستويات كفاءة الأسواق المالية:

تعتبر الكفاءة مفهوماً نسبياً وليس مطلقاً، لذلك يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات هي: (مسعداوي، 2014، ص120).

أ- المستوى الضعيف: يعني هذا المستوى أن الأسعار تسير بصورة عشوائية، وهذا يعني أن حركة الأسعار في الماضي لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل، وفي هذه الحالة فإن المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية.

ويطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغيير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد.

ب- المستوى المتوسط: أي أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وأن المستثمر لا يمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع والسبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في الأسعار، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك

المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر ومنذ اللحظة الأولى القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.

ت- المستوى القوي: أي أن الأسعار تتعكس فيها المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة، وأن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستعكس على الأسعار، وعليه فليس لدى أي مستثمر القدرة على احتكار معلومات قد يكون لها أثر على السعر، وكذلك لن يحصل أي مستثمر على أرباح تفوق الأرباح العادية، وتحقيق هذه الصيغة لا يتطلب فقط أن يكون السوق كفاءاً بحيث أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة بل يتطلب أيضاً أن يكون السوق كاملاً، حيث تتاح كل المعلومات للجميع في ذات الوقت.

10- أنواع الكفاءة في الأسواق المالية:

توجد عدة أنواع للكفاءة في الأسواق المالية نذكر منها ما يلي:

1- الكفاءة الكاملة:

المبدأ الذي يقوم عليه السوق الكفاء هو الانعكاس السريع للمعلومات التي ترد إلى السوق على سعر السهم، بمعنى أن أسعار الأسهم تتغير مباشرة بعد كل معلومة جديدة يتحصل عليها المتعاملون في السوق تبعاً لطبيعة هذه المعلومة، حيث إن هذا المبدأ ينطبق تماماً على مفهوم الكفاءة الكاملة.

ويقصد بالكفاءة الكاملة: هو عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى

تغيير فوري في السعر، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف، ويتطلب تحقيق الكفاءة الكاملة مجموعة من الشروط هي:

- أ- يجب أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس اللحظة وبدون تكلفة.
- ب- توقعات كافة المستثمرين متماثلة بسبب تماثل المعلومات المتاحة لكل المستثمرين.
- ج- لا تكون هناك قيود على التعامل، كما أن المستثمر يستطيع أن يبيع أو يشتري أية كمية يريد من الأسهم مهما بلغ حجمها بسهولة ويسر ويستطيع الدخول والخروج من وإلى السوق بحرية كاملة.
- د- يجب أن يكون هناك عدد كبير من المستثمرين (بائعون ومشترون)، وبسبب وجود هذا العدد الكبير فإن تصرفات أي منهم لن تؤثر على أسعار الأسهم.
- هـ- يجب أن يكون جميع المستثمرين يتصفون بالرشد ويسعون لتعظيم ثرواتهم وأرباحهم.

وبالنظر إلى الشروط سالفة الذكر يلاحظ أنه لا يمكن توفر جميع هذه الشروط وبالتالي لا يمكن أن يوجد سوق يتصف بالكفاءة الكاملة في وقتنا الحاضر. (موسى وآخرون، 2012، ص100)

2- الكفاءة الاقتصادية:

وفقاً لمفهوم الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تظهر أثارها على أسعار الأسهم السوقية، أي وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت، مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب نتيجة الفرق في السعر، ولكن الفارق بين القيمتين لن يكون كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى البعيد. (هندي، 2009، 497).

11- خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء:

توجد عدة خصائص للسوق الكفاء نذكر منها ما يلي: (البراجنة، 2009،

ص73):

أ- المنافسة الكاملة في السوق أو بمعنى آخر عدالة السوق أي أن يكون عدد المتعاملين في السوق كبيراً وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار بحيث يصبح المشاركون متلقون للسعر بدلاً من كونهم قادرين على فرض الأسعار للسوق.

ب- كفاءة التشغيل فلا بد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير، ويجب أن تكون تكاليف المعاملات (بيع وشراء) معقولة لكل صفقة، وبضرائب معقولة أو غير موجودة مطلقاً على الأرباح الرأسمالية.

ج- كفاءة السعر أي أن يبني سعر الورقة المالية على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات

د- الأمن أي أن تتوفر الحماية ضد المخاطر سواء كانت تجارية أو غير تجارية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، وبالتالي يجب أن تتوفر لإدارة سوق المال المتابعة للصفات الغير أخلاقية أو الوهمية، وكذلك الإجراءات الرادعة لها، ووجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر غير التجارية والتي مصدرها السماسرة.

هـ- العقلانية فيجب أن يكون المتعاملون في السوق يهدفون إلى تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل، وقد يتم الاستعانة بمكاتب استشارية في هذا المجال.

12- أهمية كفاءة الأسواق المالية:

تعكس كفاءة السوق المالي وجهة نظر كل من المستثمر أو من ينوب عنه من

سماسرة الأوراق المالية والمحللين الماليين، ووجهة نظر السوق نفسه بالإضافة إلى

وجهة نظر المجتمع بالنسبة لدرجة فعالية السوق وتتبع أهمية كفاءة السوق من أنها: (خضير، 2017، ص 145- 146).

أ- تعمل على التوازن في أسعار الاستثمارات إذ يتم تسعير الاستثمارات في السوق الكفاء في ضوء المعلومات المتاحة، فينتقل السعر من سعر توازني إلى آخر حسب المعلومات المتوفرة وحركة السوق مما يعمل على إثراء وتنمية العمل داخل السوق.

ب- تجميع المصادر المناسبة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد ككل وقد عبر عنه في ضوء الاقتصاد الواسع وفي السوق الكفاء يتم تجميع المصادر المثلث للثروة القومية، ويتم قياس الزيادة في الثروة القومية بالزيادة في ثروات الوحدات الاقتصادية التي يتم تقويم أصولها بقيمتها الحقيقية في ضوء كفاءة السوق.

ج- تنمية المصادر البديلة للمعلومات وإعطاء المستثمر الحق في اختيار ما يناسبه منها في ضوء مقارنة التكلفة بالعائد، إذ تمثل التكاليف أي مصدر يقوم بتجميع البيانات وتخزينها وتشغيلها ثم إيصال المعلومات لمستخدميها، بينما يمثل العائد الزيادة في ثروة المستخدم نتيجة لاستخدام هذه المعلومات .

د- توجيه المستثمرين وإرشادهم نحو الخيارات الاستثمارية بشكل صحيح، حيث إن أسعار الأوراق المالية المحددة في ظل السوق المالي الكفاء تعكس جميع المعلومات المتوفرة، لذا فهي بمنزلة إشارات دقيقة للقيم الحقيقية.

ثالثاً/ الجانب العملي للدراسة:

1- نبذة عن سوق الأوراق المالية الليبي:

تأسس سوق الأوراق المالية الليبي في العام 2006 على شكل شركة مساهمة ليبية برأسمال قدره عشرون مليون دينار مقسمة إلى 2 مليون سهم بقيمة اسمية 10 دينار للسهم، والجدول التالي يوضح الشركات المدرجة بالسوق.

جدول رقم (1)

رأس المال	الشركة المدرجة	القطاع
1.000.000.000 دينار ليبي	مصرف الجمهورية	المصرفي
378.000.000 دينار ليبي	مصرف الصحاري	
432.000.000 دينار ليبي	مصرف الوحدة	
50.000.000 دينار ليبي	مصرف التجارة والتنمية	
33.333.000 دينار ليبي	مصرف السرايا للتجارة والاستثمار	
500.000.000 دينار ليبي	المصرف التجاري الوطني	
16.446.130 دينار ليبي	مصرف المتوسط	
70.000.000 دينار ليبي	شركة ليبيا للتأمين	التأمين
20.000.000 دينار ليبي	الشركة المتحدة للتأمين	
15.000.000 دينار ليبي	شركة الصحاري للتأمين	
50.000.000 دينار ليبي	شركة سوق المال الليبي	استثمار وخدمات مالية
600.000.000 دينار ليبي	الشركة الأهلية للإسمنت	الصناعة
4.000.000	شركة الاتحاد الوطني للاستشارات الهندسية	القطاع الخدمي
3.168.779.130	13 شركة	الإجمالي

المصدر / المؤشر الاقتصادي، العدد 52 عن شهر 2012/9

جدول رقم (2)

وصف متغيرات الدراسة

الرمز	مصرف الوحدة	مصرف الجمهورية	المصرف التجاري	ليبيا للتأمين	المتحدة للتأمين	مصرف المتوسط
BM	BW	BJ	BT	IL	IM	

المصدر / إعداد الباحثين

2- مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في سوق المال الليبي، وتمثلت العينة في سلسلة أسعار إغلاق أهم المصارف والشركات، الأكثر تداولاً والمدرجة في سوق المال الليبي،

والسبب في اختيار هذه المجموعة من الشركات المدرجة يرجع إلى أنها الأكثر نشاطا وأسهمها أكثر تداولاً وتتوفر للباحث سلسلة بيانات للفترة موضوع الدراسة، وتتكون السلسلة من أسعار الإغلاق للأسهم عينة الدراسة، وذلك للفترة من 2012/3/1 إلى 2013/4/30، ولقد تم الحصول على البيانات من خلال زيارة ميدانية للسوق. وقد تم حساب العوائد الشهرية من خلال اللوغاريتم الطبيعي بواسطة المعادلة التالية:

$$R_t = \ln (P_t / P_{t-1}) \quad (1)$$

حيث:

R_t عوائد الورقة في الشهر

P_t سعر إغلاق الورقة خلال الفترة الحالية

P_{t-1} سعر إغلاق الورقة خلال الفترة السابقة

\ln اللوغاريتم الطبيعي

3- الاختبارات المستخدمة في الدراسة:

ولاختبار فرضيات الدراسة تستخدم الاختبارات الإحصائية التالية:

أ- اختبار التوزيع الطبيعي (Normality test):

لاختبار فرضية أن أسعار الإغلاق للأسهم عينة الدراسة تتصف بالتوزيع

الطبيعي تم استخدام هذا الاختبار لمعرفة هل تتبع أسعار الإغلاق التوزيع الطبيعي بمعنى أن أسعار الإغلاق لا تتباعد عن وسطها الحسابي.

الفرضية:

$H_0 = 0$ (الفرض العدم تتبع أسعار الإغلاق التوزيع الطبيعي) مقابل..

$H_1 \neq 0$ (الفرض البديل لا تتبع أسعار الإغلاق التوزيع الطبيعي)

اختبار (Jarque – Bera) واختبار piro-sha wilk w (اللافي، 2003 ص ص 118:120)

نتائج الاختبار:

يشير الجدول رقم (2) والاشكال البيانية بالملحق رقم (3) أن مستوى المعنوية (p-value) للاختبارات الإحصائية المذكورة، والتي تشير إلى أن كل , BJ (BT , IL) عند مستوى أكبر من 0.05% مما يعنى قبول الفرض العدم، ورفض الفرض البديل، أى أن السلاسل الزمنية تتبع التوزيع الطبيعي، وكل من (BW , BM) (IM ,) عند مستوى أقل من 0.05% مما يعنى قبول الفرض البديل، ورفض الفرض العدم، أى أن السلاسل الزمنية لا تتبع التوزيع الطبيعي وبالتالي لا تتسم بالكفاءة. ونظراً لحالة عدم التأكد من تحديد مستوى السوق عند هذا الاختبار، يتم استخدام اختبارات أكثر دقة لتحديد كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

جدول رقم (3)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأهم الشركات المدرجة في سوق المال الليبي للفترة من

2013/04/30 : 2102/03/01

القرار	مستوى المعنوية p-value		المصرف / الشركة	تسلسل
	اختبار piro-Sha Wilk W	اختبار Jarque-Bera		
توزيع غير طبيعي	0.0050	0.0020	BW	1
توزيع طبيعي	0.0650	0.0650	BJ	2
توزيع طبيعي	0.0370	0.2460	BT	3
توزيع طبيعي	0.2190	0.7920	IL	4
توزيع غير طبيعي	0.0013	0.0001	IM	5
توزيع غير طبيعي	0.0016	0.0073	BM	6

المصدر: مخرجات برنامج Gretl.

ب- اختبار الارتباط المتسلسل (الذاتي):

يستخدم هذا الاختبار لتحديد العلاقة بين أسعار الأسهم في المدة الحالية وأسعارها في المدة السابقة، حيث أنه لا اختبار الكفاءة عند المستوى الأدنى يجب إثبات أن المستثمر يمكن أن يتوقع الأسعار في المستقبل باستخدام سلسلة الأسعار الماضية، وتحقق الكفاءة عندما يكون مستوى الارتباط الذاتي في سلسلة الأسعار لا يذكر، ويحدد هذا الاختبار مدى استقلالية أسعار الأسهم عن بعضها البعض، من خلال صياغة الفرضية الآتية:

$$H_0: p = 0 \quad (\text{الفرض العدم القيم مرتبطة ذاتيا}) \quad (\text{مستقرة}) \text{ مقابل}$$

$$H_1: p \neq 0 \quad (\text{الفرض البديل القيم غير مرتبطة ذاتيا}) \quad (\text{غير مستقرة})$$

ولاختبار هذه الفرضية تستخدم إحصائية Ljung-Box (Q) التي تتبع توزيع χ^2 فإذا كانت Q المحسوبة أكبر من Q الجدولية فأنا نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل وبالتالي السلسلة الزمنية تكون مستقرة والعكس صحيح، بالإضافة إلى مستوى المعنوية p-value الذي يشير إلى نفس نتيجة الاختبار (عطية، 2005، ص ص 650 - 655).

نتائج الاختبار:

تبين نتائج اختبار الارتباط المتسلسل المستخرجة من البرنامج القياسي (Gretl)، والمدرجة بالملحق ومن خلال الرسم البياني للشركات المدرجة في الاختبار تبين أن مجموع معاملات الارتباط الذاتي تقع داخل حدود الثقة 0.05 حتى الفجوة 13، وذلك لكل من دالة الارتباط الذاتي A C F ودالة الارتباط الذاتي الجزئية P A C F مما يدل أن السلاسل الزمنية مستقرة.

وأوضحت نتائج إحصائية Q الجدولية بدرجات حرية 13 ومستوى معنوية 0.01 أن سجلت 27.68 وكانت الجداول المستخرجة من البرنامج القياسي بينت أن إحصائية Q المحسوبة وصلت 12.67 مما يعني قبول الفرض العدم ورفض الفرض البديل، أي أن السلاسل الزمنية الشهرية مستقرة ويشير مستوى المعنوية (p-value) المرافق لكل مدة إبطاء والتي تشير إلى أن قيم كل الشركات والمصارف لذلك المستوى أكبر من 0.05% مما يعني قبول الفرض العدم، ورفض الفرض البديل، أي أن السلسلة الزمنية الشهرية مرتبطة ذاتياً، ويعتبر السوق غير كفاء عند المستوى الضعيف.

ج- اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

يتم استخدام اختبار جذر الوحدة الموسع، (ADF-Test)، حيث توجد ثلاث صيغ لنموذج الاختبار: (من غير حد ثابت) (مع حد ثابت) (مع حد ثابت واتجاه) وذلك للتأكد من أن السلسلة الزمنية مستقرة أو غير مستقرة، من خلال صياغة الفرضية التالية:

$H_0: \lambda = 0$ الفرض العدم مقابل $H_1: \lambda < 0$ الفرض البديل

حيث توجد ثلاث صيغ لنموذج اختبار جذر الوحدة (ديكي-فولر الموسع

(ADF-Test)

أ- اختبار ADF (من غير حد ثابت):

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=1}^m \alpha_j \Delta Y_{t-j} + U_t \quad (1)$$

ب- اختبار ADF (مع حد ثابت):

$$\Delta Y_t = \alpha_1 + \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=1}^m \alpha_j \Delta Y_{t-j} + U_t \quad (2)$$

ج- اختبار ADF (مع حد ثابت واتجاه زمني):

$$\Delta Y_t = \alpha_1 + \beta_1 + \lambda Y_{t-1} + \sum_{j=1}^m \alpha_j \Delta Y_{t-j} + U_t \quad (3)$$

نستخدم القيم الموجودة في جداول (ديكي - فولر) (τ) الجدولية ونقارنها بقيم (τ^*) المحسوبة، إذا كانت القيم المطلقة من البيانات أكبر من القيم المطلقة التي في الجداول، نرفض العدم، ونقبل البديل، وهذا يعني أن السلسلة Y_t مستقرة ولا تتبع السير العشوائي، وإذا كانت القيم المطلقة من البيانات أصغر من القيم المطلقة التي في الجداول، فإنه يوجد جذر وحدة للسلسلة وبالتالي تتبع السير العشوائي. (عناي 2009، ص ص، 663-665).

نتائج الاختبار:

يشير الجدول رقم (3) إلى قيم اختبار (ADF-Test) إلى أن السلاسل الزمنية الشهرية للشركات والمصارف المدرجة في سوق المال الليبي مستقرة في المستوى، حيث تكون (τ^*) المحسوبة أكبر من (τ) الجدولية، وهذا يعني رفض الفرض العدم وقبول الفرض البديل، وأن السلاسل الزمنية تتصف بأنها مستقرة وبذلك تكون التغيرات في سوق المال الليبي غير عشوائية، ويكون السوق غير كفاء عند المستوى الضعيف.

جدول رقم (4)

نتائج اختبار (ADF-Test) جذر الوحدة للشركات المدرجة في سوق المال الليبي

المصرف / الشركة	قيمة (t) المحسوبة	القيم النظرية لاختبار ADF
BW	-3.71	1% (-3.58)
BJ	-3.26	5% (-2.93)
BT	-3.42	5% (-2.93)
IL	-2.01	5% (-1.95)
IM	-5.07	1% (-3.58)
BM	1.21	5% (2.93)

المصدر: مخرجات برنامج Gretl.

نتائج الدراسة:

اختبرت هذه الدراسة كفاءة سوق الأوراق المالية الليبي عند المستوى الضعيف من خلال دراسة سلوك تحركات عوائد أسهم الشركات عينة الدراسة للفترة ما بين 2012/03/01 إلى 2013/04/30 وقد تم تطبيق ثلاثة اختبارات إحصائية هي اختبار التوزيع الطبيعي، واختبار الارتباط المتسلسل، واختبار جذر الوحدة، وكانت النتائج كالآتي:

1- قبول الفرضية الأولى التي تقول أن التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي عينة الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي وان هناك إمكانية للتنبؤ بحركة الأسعار في المستقبل وهذا يعني عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

2- قبول الفرضية الثانية التي تقول أن أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي موضوع الدراسة لا تتمتع بالاستقلالية وهي مرتبطة ذاتيا

ونمطية حيث انه يوجد ارتباط في سلسلة العوائد السوقية للفترة الحالية وفترات سابقة، وهذا يعني عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

3- قبول الفرضية الثالثة التي تقول أن أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي موضوع الدراسة لا تتبع السير العشوائي بمعنى انه يمكن التنبؤ بالأسعار في المستقبل اعتمادا على الأسعار التاريخية، وهذا يعني عدم كفاءة السوق.

4- أظهرت نتائج الدراسة أن سوق الأوراق المالية الليبي لا يتمتع بأدنى مستويات الكفاءة وترجع أسباب عدم الكفاءة إلى ضعف التداول الأمر الذي يؤدي إلي ضعف حجم السيولة إضافة إلي حداثة سوق الأوراق المالية الليبي وقلة عدد المستثمرين فيه، كما ترجع أسباب عدم الكفاءة إلى قلة عدد الشركات المدرجة في السوق.

توصيات الدراسة:

1- الإفصاح عن كافة المعلومات مهما كانت قيمتها وتقديمها للجميع وبدون تكلفة وبذات الوقت، وذلك يساهم في الرفع من كفاءة السوق.

2- العمل على نشر ثقافة الاستثمار بجميع وسائل الإعلام ليعطي ذلك زخما لحركة التداول في السوق وزيادة عدد المستثمرين وهذا من شأنه أن يساهم بشكل غير مباشر في رفع كفاءة السوق.

3- العمل على توفير المناخ الملائم للاستثمار المالي والحقيقي، وذلك لن يتأتى إلا باستقرار البلاد وأن تكون هناك حكومة موحدة يؤدي ذلك إلى الاستقرار الاقتصادي الذي بدوره يوفر المناخ الملائم للاستثمار لينطلق السوق من جديد مستفيداً من التجارب السابقة.

المراجع

أولاً: الكتب:

- 1- اللافي، سعد، الإحصاء الاستنتاجي، طرابلس، أكاديمية الدراسات العليا، ط1، 2003.
 - 2- عناني، محمد عبدالسميع، التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية، الإسكندرية، الدار الجامعية، بدون طبعة، 2009.
 - 3- عطية، عبدالقادر محمد، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، ط2، 2005.
 - 4- موسى، شقيري نوري، وآخرون، إدارة الاستثمار، عمان، دار المسيرة، ط1، 2012.
 - 5- هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال لاستثمار، الإسكندرية، منشأة المعارف، بدون طبعة، 1996.
 - 6- هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، بدون طبعة، 2009.
 - 7- دومينيك، سلفادور، الإحصاء والاقتصاد القياسي، ترجمة سعدية حافظ منتصر، الدار الدولية للنشر والتوزيع، ط4، 1997.
- ### ثانياً: الدوريات:

- 1- القرعان، محمد، كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، مجلد 35، العدد 114، 2013.
- 2- بن حاسين، بن اعمر، وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، الجزائر، العدد الثاني، 2012.

3- خضير، رجاء الربيعي، كفاءة أسواق المال في البلدان الخليجية مع إشارة خاصة للعراق، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، المجلد 9، العدد 1، 2017.

4- موصللي، سليمان، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 29، العدد الثاني، 2013.

5- مسعداوي، يوسف، كفاءة الأسواق المالية العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، بغداد، العدد الثاني والأربعون، 2014.

6- فاضل، شيماء محمد، حسين بريسم حبيب، اختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة واسط، المجلد 35، العدد 17، 2015.

7- عبد المحسن، زيرفان أحمد، اختبار كفاءة القطاع المصرفي على المستوى الضعيف لسوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، مجلد 10، العدد 37، 2014.

8- شقيري، نوري، صافي وليد، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال حجم الشركة في العائد والمخاطرة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 19، 2009.

9- درويش، مروان، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الثالث والعشرون، 2011.

ثالثاً: المنشورات والتقارير والبحوث:

1- التواتي، علي عبدالله، سبل الارتقاء بالممارسات المحاسبية الحالية لتفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية في ليبيا، رسالة ماجستير غير منشورة، الأكاديمية الليبية، 2012.

- 2- الكاهلي، مراد محمد، اختبار كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوى الضعيف، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك الأردن، 2011.
- 3- البراجنة، أمجد إبراهيم، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009.
- 4- الفالوجي، محمد يوسف، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق المالي الفلسطيني، رسالة ماجستير غير منشورة، غزة، 2007.
- 5- بخالد، عائشة، اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف، رسالة دكتوراه غير منشورة جامعة قاصدي مرباح، بورقلة، 2015.
- 6- باعكظة، رواء عبد الرزاق، أثر المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية الأولية على أسعار الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد و الإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2012.
- 7- سمير، محمود، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011.
- 8- نصر، خالد جمال، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن، 2015.
- 9- نشرة المؤشر الاقتصادية، نشرة شهرية تصدر عن سوق الأوراق المالية الليبي، أعداد مختلفة.