

## دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية.

جريو كلتوم- جامعة علي لونيبي -البليدة 2-

Djeriou-kaltoum@hotmail.fr

د.يدو محمد - جامعة علي لونيبي -البليدة 2-

Yedou\_m@yahoo.fr

### الملخص:

تسعى هذه الدراسة إلى تحليل دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية لأنه يعتبر من الركائز الأساسية التي توفر البيانات والمعلومات، وازدادت أهمية هذا المبدأ إثر الانهيارات المالية الكبيرة التي حدثت في الأسواق المالية الأمر الذي جعل المتعاملين الاقتصاديين يفقدون الثقة في كفاءة الأسواق المالية، وهو الأمر الذي جعل الخبراء والمحللين يركزون على مبدأ الإفصاح والشفافية في المعلومات والبيانات المقدمة مما يرفع ويزيد من كفاءة سوق الأوراق المالية ويجعل قرارات المتعاملين الاقتصاديين صائبة فيما يخص استثماراتهم في أسواق الأوراق المالية.

**الكلمات المفتاحية:** الإفصاح، الشفافية، كفاءة سوق الأوراق المالية.

## مقدمة:

لقد أصبح موضوع سوق الأوراق المالية يستقطب حيزاً متزايداً من اهتمام صانعي السياسة ومنتخذي القرار في معظم بلدان العالم، وذلك لانتساع حجمها وزيادة معاملاتهما، لما تؤديه هذه الأسواق من دور مهم في حشد المدخرات وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وزيادة وتيرة نموه، لذا أضحى التركيز عليها مطلباً عالمياً انحدرت فيه البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، وتلعب أسواق الأوراق المالية دوراً مؤثراً وإيجابياً في زيادة معدل النمو الاقتصادي إذا توافرت لها البيئة المناسبة لانطلاقها وتطورها، وذلك من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو أفضل الاستثمارات الداعمة لعملية التنمية، وهذا يتطلب أن تتسم سوق الأوراق المالية بالكفاءة حيث يعتقد أن عدم كفاءة هذه الأخيرة يعد من العوامل المثبطة للمستثمرين، بالإضافة إلى أن عدم كفاءة السوق له تأثير على نمو السوق ذاته، فمن الناحية النظرية يعتبر السوق الكفء الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة سواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالأحداث التاريخية أو الحالية أو المستقبلية، كما أن وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي، في ظل توافر المعلومات والبيانات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية، مما يعمل على استحداث أسواق مالية متطورة وسليمة، وأن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة سوق الأوراق المالية.

وتعد المعلومات والبيانات التي يوفرها مبدأ الإفصاح والشفافية أحد أهم الركائز والمحددات لتطور سوق الأوراق المالية بل إن كفاءتها تعتمد بشكل رئيسي على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين وعلى مدى الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة لهم والتي تتدفق من جهات متعددة وما تتمتع به من مصداقية، وبالتالي فإن كفاءة سوق الأوراق المالية تعتمد بدرجة كبيرة على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها وفرص الاستفادة منها وكذا تكاليف الحصول عليها بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المتأثرة منها.

ونظراً لأهمية المعلومات بالنسبة لكفاءة سوق الأوراق المالية والتي ينص عليها مبدأ الإفصاح والشفافية ارتأينا معالجة إشكالية دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، وعليه يمكن طرح التساؤل التالي:

### ما مدى مساهمة دور الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية؟

#### أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذه الدراسة في أنها تتناول متغيرين مهمين وهما: مبدأ الإفصاح والشفافية وكفاءة أسواق الأوراق المالية، وبالأخص أن هذه الدراسة تلقي الضوء على الدور الذي يمكن أن يلعبه مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية وتطوير أدائها، وبالتالي فإن محاولة رفع كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية عن طريق الالتزام بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية موضوع مهم يتطلب من الباحثين دراسته وذلك للوصول إلى نماذج تحكم العلاقة بين المتغيرين.

## أهداف الدراسة:

انصرفت الدراسة إلى تحديد جملة من الأهداف منها:

- التعرف على أهم المفاهيم النظرية الخاصة بمبدأ الإفصاح والشفافية وكذا كفاءة أسواق الأوراق المالية؛
- توضيح العلاقة بين مبدأ الإفصاح والشفافية ودور المعلومات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية؛

## المحور الأول: ماهية الإفصاح والشفافية.

### أولاً- مفهوم الإفصاح

**1- تعريف الإفصاح:** يعني الإفصاح ضمناً إعلام متخذي القرارات بالمعلومات الهامة بهدف ترشيد عملية اتخاذ القرار والاستفادة من استخدام الموارد بكفاءة وفعالية، ويختص الإفصاح بالمعلومات سواء تلك التي في القوائم المالية ذاتها أو في الأساليب المكملة الأخرى لتقدم المعلومات المالية.

ويعد الإفصاح عموماً في إعداد التقارير المالية عن المعلومات الضرورية التي تكفل الأداء الأمثل لأسواق رأس المال الكفاء ويتعين الإفصاح عن المعلومات إذا كان من شأنه إغفالها تشويه مغزى ما تقدمه للمستفيدين والمستخدمين للتقارير المالية والإفصاح يعني عرض للمعلومات الهامة للطوائف المستفيدة كالمستثمرين والدائنين وغيرهم بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المنشأة على تحقيق أرباح في المستقبل وقدرته على سداد التزاماتها والإفصاح له منفعة نسبية لدى المستثمرين الدائنين وله أيضاً منفعة نسبية للطوائف الأخرى المستفيدة من التقارير المالية مثل العاملين والعملاء والجمهور العام.<sup>i</sup>

### 2- أنواع الإفصاح:

يمكن تقسيم الإفصاح إلى عدة أنواع وهي:<sup>ii</sup>

- 2-1- الإفصاح الكافي: ويقصد به توفير الحد الأدنى من المعلومات التي يطلبها مستخدمو القوائم المالية وبما أن المستثمر من أهم فئات مستخدمي البيانات المالية فإن الإفصاح يكون كافياً عند توفر المعلومات الضرورية لقرارات الاستثمار وتشكل المعلومات اللازمة لقرار الاستثمار الحد الأدنى الذي من المفروض أن تؤمنه التقارير المالية؛
- 2-2- الإفصاح العادل: يرتبط هذا المستوى بالنواحي الأخلاقية والأدبية عند نشر المعلومات ويكون الإفصاح عادلاً عند معاملة كافة فئات مستخدمي البيانات المالية الخارجية بصورة متماثلة ومتساوية مما يعني تزويدهم بنفس كمية المعلومات وفي نفس الوقت؛
- 2-3- الإفصاح التام: يرتبط هذا النوع من الإفصاح بنشر جميع المعلومات الملائمة لمستخدمي التقارير المالية وقد يترتب على هذا الإفصاح العديد من السلبيات التي قد تؤثر على المنشأة ومساهميها.

### ثانياً- الشفافية:

#### 1- تعريف الشفافية:

يقصد بالشفافية تقديم صورة واضحة وحقيقية عن كل ما يحدث بما يضمن تحقيق الثقة والنزاهة الموضوعية في إجراءات إدارة الشركة كما تضمن الإفصاح السليم وفي الوقت المناسب عن الموضوعات المهمة وتؤمن هذه الخاصية توصيل معلومات محاسبية وإفصاحاً مالياً وغير مالي وأن تكون المعلومات صحيحة وواضحة وكاملة إلى كل الأطراف ذات المصلحة.<sup>iii</sup>

كما تعرف الشفافية على أنها ظاهرة تشير إلى تقاسم المعلومات والتصرف بطريقة مكشوفة فهي تتيح لمن لهم مصلحة في شأن ما أن يجمعوا معلومات حول هذا الشأن قد يكون لها دور حاسم في الكشف عن المساوئ وفي حماية مصالحهم فالشفافية تقوم على التدفق الحر للمعلومات وهي تتيح للمعنيين بمصالحهم أن يطلعوا مباشرة على العمليات والمعلومات المرتبطة بهذه المصالح، كما توفر لهم معلومات كافية تساعدهم على فهمها ومراقبتها وسهولة الوصول إلى المعلومات ولا يتحقق ذلك إلا عن طريق الإفصاح.<sup>iv</sup>

وبالتالي يمكن القول أن الشفافية هي عبارة عن إعلان الشركات المساهمة ذات الاكتتاب العام المعلومات للجمهور وللمجتمع المالي المتعلقة بتداول الأوراق المالية والخاصة بأوامر البيع والشراء بهدف توفير التفاعل المطلوب بين عمليتي العرض والطلب لتحديد سعر الورقة المالية وإعلان المعلومات المتعلقة بالصفقات التي يتم إبرامها من حيث كميات وأسعار الأوراق المالية محل هذه الصفقات وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها وعدم حجب المعلومات عنه.

## 2- شروط الشفافية:

- هناك عدة شروط يجب توافرها في أي معلومة أو إجراء يتصف بالشفافية منها:<sup>v</sup>
- أن تكون الشفافية في الوقت المناسب حيث ان الشفافية المتأخرة تكون عادة لا قيمة لها ويعلن عنها أحيانا فقط لاستيفاء الشكل؛
  - أن تتاح الشفافية لكافة الجهات في ذات الوقت ؛
  - أن تكون شارحة نفسها بنفسها فما قيمة شفافية غامضة أو غير شفافة فقد تقوم بعض الشركات بنشر قوائمها المالية بالصحف استيفاء للشكل القانوني بدون مرفقاتها أو بدون تقرير مراقب الحسابات أو تفصيل البنود على أنه يجب ملاحظة ألا تخل الشفافية بالمبادئ العامة للحفاظ على بعض المعلومات ذات الصلة بسرية العمل؛
  - الشفافية في حد ذاتها ليست غاية بل وسيلة لإظهار الأخطاء والاقتصاص من مرتكبيها وذلك بالطبع في إطار الوسائل القانونية المنظمة لذلك.

## المحور الثاني- الاطار المفاهيمي لكفاءة سوق الأوراق المالية:

### أولاً- ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

ظهر مفهوم كفاءة السوق المالي نتيجة للتطورات التي عرفتها الأسواق المالية وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل والتساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته وتبنيه.

## 1- تعريف كفاءة الأسواق المالية

هناك العديد من الباحثين الذين تعرضوا لمفهوم كفاءة السوق المالي ووضعا عدة تعريفات لهذا المفهوم تعني الكفاءة في الأسواق المالية مقدرة السوق المالي على القيام بدوره في تحقيق التوازن بين العرض والطلب والوصول لأسعار عادلة للأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، حيث تعكس تلك الأسعار المعلومات والبيانات الحقيقية المتعلقة بالشركات المصدرة لتلك الأوراق.<sup>vi</sup>

كذلك يمكن القول أن السوق المالية تنسم بالكفاءة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية للأسهم، وحيث أن وظائف الأسواق المالية هدفها الأساسي تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية فإنه لا بد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها، ويعود ذلك لأسباب موضوعية تجعل أسعار الأسهم معبرة عن قيمتها الواقعية الحقيقية وهي:<sup>vii</sup>

- وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية؛
  - معلومات متوفرة للجميع وتكاليف الحصول عليها قليلة؛
  - صدق المعلومات وصحتها؛
  - إمكانية وصول المعلومات لكل المتعاملين لتمكينهم من معرفة سعر الورقة في نفس اللحظة؛
  - أن تتحرك الأسعار بصورة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها من قبل المتعاملين.
- وبالتالي ووفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة المعلومات.
- وقد عرف البعض السوق الكفاء على أنها تلك السوق التي يتعامل فيها عدد كبير من الباعة والمشتريين للأوراق المالية ضمن آلية كفاءة مما يجعل الأسعار تعكس بصدق وبسرعة التوقعات المتعلقة بالشركات التابعة لها تلك الأوراق.<sup>viii</sup>
- إذن كفاءة السوق المالي هي تلك السوق التي تمتاز فيها أسعار الأوراق المالية بالعشوائية بحيث يصعب أو يستحيل على أي مستثمر التنبؤ باتجاهها وتحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين، عندئذ يتنافس عدد هائل من المتدخلين على تحليل المعلومات التي ترد وسرعان ما تنعكس على الأسعار الشيء الذي يؤدي إلى تقييم الأصول المالية بقيمتها الحقيقية وتوجه رؤوس الأموال إلى المشاريع الأكثر مردودية وهذا ما يعرف بالتخصيص الكفاء للموارد المالية.

## 2- شروط كفاءة السوق المالي

- هناك مجموعة من الشروط يجب أن تتوفر في السوق المالية من أجل أن تكون هذه السوق كفاءة وأهمها:<sup>ix</sup>
1. أن تسود السوق المالية حالة المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوافر عدد كبير من البائعين والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج منه في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار، كذلك يجب أن يكون السوق عميقا بحيث لا تؤثر الأوامر ذات الأحجام الكبيرة على الأسعار؛

2. أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها وتوفر خاصية السيولة لتحقيق الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسرعة المناسبة؛
3. أن تتوفر للسوق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وحديثة حول السعر وحجم عمليات التداول التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب؛
4. توفر عنصر الشفافية ويقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات؛
5. توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات؛
6. وجود هيئة مشرفة تعرف بهيئة الأوراق المالية وأن تكون هذه الهيئة محايدة؛
7. أن تكون كلفة التداول منخفضة جدا إلى درجة شبه معدومة.

#### ثانيا- أنواع ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

##### 1- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية: يوجد نوعين من الكفاءة لسوق المالي وهما:<sup>x</sup>

- 1-1 الكفاءة الكاملة : يقصد بها 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، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:
  - شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
  - حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق أو على بيعه وشراؤه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها؛
  - تواجد عدد كبير من المستثمرين أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛
  - رشادة المستثمرين وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.
- 2-1 الكفاءة الاقتصادية : وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثروتهم.

##### 2- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفء هو السوق الذي يحقق تخصيصا للموارد بما يضمن توجيه تلك الموارد المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية وفي هذا الصدد يلعب السوق الكفء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:<sup>xi</sup>

**-الدور المباشر:** يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم شركة ما فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

**- الدور غير المباشر:** يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة أمان للمقترضين مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار السندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون السعر معقول.

ولكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه سمات معينة وهي: كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل وكفاءة التخصيص.

**1-2- كفاءة التسعير:** يطلق على الكفاءة التسعيرية بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة-دون فاصل زمني- مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين، وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في السوق إلا أنه أيضا أمرا غير مستحيل فقد يمى مستثمرا عدم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة نظرا لدخوله السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، غير أن هذا لا يرجع إلى عدم كفاءة السوق وإنما إلى جهل المستثمر أو كسله.<sup>xii</sup>

**2-2- كفاءة التشغيل:** يطلق عليها بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمنة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فلنرى كيف تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.<sup>xiii</sup>

ولتكون الأسواق المالية كفاءة تشغيليا يقتضي:<sup>xiv</sup>

- قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من التكلفة وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم؛

- لآبد من التنافس بين صناعات السوق وبين السماسرة وهذا التنافس يدفع بمعدلات العمولة والهوامش بالتجاه الانخفاض المستمر مما يزيد من كفاءة السوق التشغيلية.

2-3- كفاءة التخصيص: تتحقق الكفاءة التخصيصية في الأسواق المالية عندما يتم توجيه الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تتمتع بالمراكز المالية القوية وغيرها من الوحدات الاقتصادية ذات الأداء الجيد، ويتسع مفهوم الكفاءة التخصيصية ليشمل كذلك قدرة المدخرين على شراء الأوراق المالية التي تناسب تفضيلاتهم الاستثمارية، فيما يتعلق بمستويات العائد ودرجة المخاطرة حيث توفر السوق التي تتصف بالكفاءة التخصيصية لتلك الفئات فرصة الاستثمار في الأنواع المختلفة من الأوراق المالية.<sup>xv</sup>

### ثالثاً- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

اتضح أن كفاءة الأسواق المالية ترتبط أساساً بتوافر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق، حيث تتعلق فروض السوق الكفاء بمدى استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المتاحة وبالتالي فإن السوق قد تكون كفاءة بالنسبة لنظام معين من المعلومات ولكنها غير كفاء بالنسبة لنظام آخر، لذلك قام الباحثون مثل "Fama, 1970" بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث صيغ مختلفة والتي تتمثل في ثلاث هي الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق و الصيغة المتوسطة و الصيغة القوية.

#### 1- الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية: يقتضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق 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 لأسعار.<sup>xvi</sup>

وفي هذا الفرض فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار الأسهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلاً عشوائياً يرتبط بمرور معلومات جديدة وليس بوجود معلومات تاريخية، ولأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية فإنه لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أرباحاً غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار.<sup>xvii</sup>

كما أن فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية ترفض فلسفة التحليل الفني التي ترى بإمكانية التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل اعتماداً على التغيرات الماضية في سعر السهم.<sup>xviii</sup>

#### 2- الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية: تقضي صيغة فرض السوق المتوسط القوة بأن أسعار

الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة والشركة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور، وفي ظل هذا لا يمكن لأي مستثمر حتى ولو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات-أن يحقق أرباحاً غير

دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية.

عادية على حساب الآخرين الذين لم يقوموا بهذا التحليل، لماذا؟ لأنه لكي يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية ينبغي عليه أن يدرك منذ البداية—أي منذ وصول المعلومات—الاستجابة الصحيحة للأسعار أي أن يدرك القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل هذه المعلومات حينئذ فقط يمكن تحقيق الأرباح غير العادية والتي تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للسهم قبل وصول المعلومات والقيمة الحقيقية في ظل المعلومات الجديدة.<sup>xix</sup>

**3- الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية:** يقضي فرض الصيغة القوية لكفاءة السوق بأن دائرة المعلومات في هذه الصيغة تكون أوسع ما يمكن فبالإضافة إلى المعلومات العامة تشمل على المعلومات الخاصة التي لا تكون في متناول عموم المستثمرين بل لا يصل إليها إلا من كان داخل السوق وبالتالي تكون الأسعار تعكس كل هذه المعلومات الخاصة والعامة.<sup>xx</sup>

وفي حدود هذا المستوى من المعلومات لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، بيد أنه في الواقع العملي لا تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق ذلك الفرض إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالشركة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالشركة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية.<sup>xxi</sup>

### المحور الثالث: أثر الإفصاح والشفافية على كفاءة سوق الأوراق المالية

#### أولاً- نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية:

في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة ومن ثم يترتب على تجميع وتحليل تلك المعلومات للاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة. أهمية المعلومة بشكل كبير في السوق الكفاء والتي تمثل "مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة من العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة وتتصف بالدقة، الملائمة، وتوفرها في الوقت المناسب والشمول والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي".

أما نظام المعلومات فيعرف على أنه مجموعة القواعد والاجراءات التي تكفل انسياب المعلومة المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفاء أو التصرف الأحسن في وقت معين"، ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية فالمعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق.<sup>xxii</sup>

وتبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية وتعرض في الوقت المناسب وغالبا ما يربط الإفصاح بالجمال المحاسبي ويقصد هنا بالإفصاح المحاسبي على أنه "أحد المبادئ المحاسبية الرئيسية التي تلزمها لوححدات بعرض المعلومات الملائمة عن النشاطات الاقتصادية كافة أو بالشكل الذي يمكن مستخدمي المعلومات من اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة كتقييم الأداء وتقييم السيولة وربحية الشركة أو قدرتها على إحداث توسعات ونمو في النشاط".

وكتيجة لشمولية واتساع نطاق الإفصاح فإنه من الأهمية التركيز على النقاط التالية:<sup>xxiii</sup>

➤ **كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها:** كثيرا ما تتردد الشركات في زيادة مستوى الإفصاح المالي وتلتزم بالحد الأدنى ذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق أحيانا بها أضرارا خاصة من قبل المنافسين أما من حيث نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عليها فعادة ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية والتوقيت والموضوعية؛

➤ **زمن الإفصاح عن المعلومات:** حتى يكون الإفصاح عن المعلومات فعالا فمن الأهمية مراعاة التوقيت المناسب لعرض إذ يجب إيصالها للمستثمرين في وقت مبكر خاصة أن ذلك سيؤثر على قراراتهم لذا من المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات ونشرها سريعا بقدر الإمكان لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة حتى تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستثمرين ؛

➤ **كيفية الإفصاح عن المعلومات:** توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي وقائمة التدفقات النقدية... إلخ، التي يجب أن تعرض بشكل بسيط وواضح وطبيعي أن تكون الوحدات النقدية هي الوسيلة المستخدمة في التعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم. ويعتبر الإفصاح المالي والمحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركات الأموال بنشر البيانات والقوائم المالية والإفصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية وذلك عن طريق:

- متابعة التزام الشركات بتوفير بيانات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة؛
- تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة؛
- الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية عن متطلبات الإفصاح والشفافية؛
- تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية.

ثانيا- أثر المعلومات على كفاءة سوق الأوراق المالية:

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها وتكاليف الحصول عليها وعدالة فرص الاستفادة بها، وتقوم المعلومات بدور هام في سوق الأوراق المالية بحيث تساعد

المستثمرين على اتخاذ قرارات بيع وشراء الأوراق المالية المختلفة، لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد اتضح لنا من التحليل السابق أن من أهم خصائص سوق الأوراق المالية الكفاءة أن يعكس الأسعار الحقيقية للأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وأيضاً على قدرة المستثمرين على فهم وتفسير وتحليل هذه المعلومات، وتنعكس أهمية المعلومات المالية والاقتصادية في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية، وتحدد درجة هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة زهيدة ومنفعة كبيرة بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في الدولة.<sup>xxiv</sup>

ويمكن القول بأن المعلومات المالية تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفا لدرجة الخطر المرتبطة بها لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ على ضوء المعلومات المالية المنشورة، وعلى مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يؤدي دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه اتساع حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل ويؤدي ذلك في النهاية إلى حشد المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، وتشير الدراسات في المجال إلى أن أسواق المال التي تتميز بالكفاءة تساعد على رفع كفاءة مشروعات الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية.

والمعلومات هي عبارة عن بيانات منظمة بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضمونها من أجل استخدامها في صياغة القرارات الاستثمارية لاسيما في مجال الاستثمار بالأوراق المالية، وتشير المعلومات والبيانات المرتبطة بسوق الأوراق المالية إلى هيكل متكامل أو نظام شامل للمعلومات يشمل التقارير الصحفية المتخصصة والإصدارات الخاصة بالصناعة والاقتصاد ككل وتنبؤات المحللين الماليين، ولذلك فإن التقارير المالية التي تنشرها الشركات ليست هي المصدر الوحيد للمعلومات أما في الدول النامية فإن التقارير المالية والميزانيات والقوائم الختامية تمثل المصدر الرئيسي للحكم على المنشآت وتقدير قيمة أسهمها تمهيدا للتعامل عليها سواء شراء أو بيعاً لذلك يقع على إدارة المشروع عبء إعداد الحسابات الختامية للشركات والإفصاح عن المعلومات الملائمة والتي يمكن الاعتماد عليها بدرجة ثقة كبيرة واستخدامها للحكم على درجة نجاح المشروع في استغلال الموارد المتاحة للاستغلال الأمثل، كما يمكن استخدامها كمؤشر للأداء في المستقبل.

ويحتاج المستثمرون إلى المعلومات التي توفرها لهم إدارة المنشأة أو المشروع في شكل تقارير مالية وذلك لتقدير التدفق النقدي الذي يتوقع الحصول عليه في المستقبل سواء في شكل توزيعات للأرباح أو في شكل أرباح رأسمالية، وأيضاً

لتقدير درجة الخطر المرتبطة بالسهم والتي قد ترجع إلى عوامل ترتبط بالسوق وتسمى في هذه الحالة بالمخاطر المنتظمة أو تلك التي ترجع إلى ظروف الشركة مصدرة الأسهم نفسها وهي المخاطر غير المنتظمة.

وخلاصة ما سبق أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يتوقف على العناصر التالية:<sup>xxv</sup>

• أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية وهو ما يعرف "بمعيار الإفصاح العام" الذي يؤدي إلى توفير قدر كاف من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة؛

• توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها؛

• توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة الخطر المرتبطة به بما يلبي احتياجات المستثمرين وتجدر الإشارة في هذا المجال إلى أنه بالرغم من أهمية المعلومات ودورها في كفاءة سوق الأوراق المالية فإنه لا يجب إغفال سلوك المستثمر الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته وميوله في تفسير المعلومات لتعبر عن طموحاته ومخاوفه اتجاه تحركات الأسعار مستقبلاً، وعلى هذا الأساس فإن سعر السهم في السوق يمثل القيمة النقدية في لحظة زمنية محددة كانعكاس لعوامل العرض والطلب وسلوك المستثمر اتجاه ظروف السوق أي (التشاؤم والتفاؤل).

#### الخاتمة:

من خلال معالجتنا لموضوع دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية توصلنا إلى أن الأسواق المالية تعتبر أحد أهم مجالات الاستثمار الأمر الذي يقتضي أن تتيح قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان وعليه إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفء، وقد اعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية من القضايا الهامة التي يركز عليها المتعاملون في سوق الأوراق المالية وذلك لما له من تأثير على جودة المعلومات التي يوفرها لسوق الأوراق المالية ونظراً لهذه الأهمية فقد أصبح شائع الاستخدام، وأصبح العديد من مستخدمي التقارير المالية يطالبون اليوم بمزيد من الإفصاح والشفافية، وذلك بهدف أن تكون البيانات والمعلومات صادقة ومعبرة عن المحتوى الحقيقي للأحداث المالية التي تظهرها.

وفي الأخير ومن خلال معالجتنا لموضوع بحثنا توصلنا إلى النتائج التالية:

- يتعلق مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية بالعلاقة بين المعلومات وبين أسعار الأوراق المالية، كما يصل السوق إلى أعلى درجات الكفاءة حينما لا يستطيع أي فرد تحقيق أرباح غير عادية عند استخدامه لأي نوع من المعلومات على حساب المتعاملين الآخرين؛

دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية.

- تتدرج كفاءة سوق الأوراق المالية من الشكل الضعيف إلى المتوسط ومن ثم إلى القوي وفقا لوع المعلومات المتاحة والمستخدمة؛
- يعد مبدأ الإفصاح والشفافية المبدأ الأهم لكونه يضمن على المعلومات نوع من المصادقية وهو ما يدعم ثقة المستثمرين الحاليين ويجذب المزيد من المستثمرين إلى السوق، ويؤدي ذلك في الأخير إلى وصول المعلومات بسرعة وبشفافية إلى السوق لتنعكس هذه المعلومات في أسعار الأوراق المالية.

#### قائمة المراجع:

- <sup>i</sup> صديقي مسعود ودريس خالد، دور حوكمة الشركات في تحقيق شفافية المعلومات المحاسبية لترشيد قرار الاستثمار، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الأول حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي.
- <sup>ii</sup> بن عيشي عمار وعمري سلمى، تطبيق قواعد الحوكمة وأثره على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية دراسة حالة شركات المساهمة الجزائرية حالة ولاية بسكرة، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الأول حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي.
- <sup>iii</sup> مها محمود رمزي ورمزي يحاوي، الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين والتعليقات حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 24، العدد 1، دمشق، سوريا، 2008، ص 97.
- <sup>iv</sup> نوال صبايحي، الإفصاح المحاسبي في ظل معايير المحاسبة الدولية (IAS/IFRS) وأثره على جودة المعلومة، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر3، 2010، ص 102.
- <sup>v</sup> محمد طارق يوسف، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العربي الأول حول: متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، شرم الشيخ، مصر، 2007، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2007، ص 22.
- <sup>vi</sup> محمير عبد الدائم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010، ص 30.
- <sup>vii</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 36.
- <sup>viii</sup> محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 03، 2004، ص 84.
- <sup>ix</sup> للمزيد من التفاصيل أنظر:
- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 165-166.
- محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الاطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 166.
- <sup>x</sup> مفتاح صالح و معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 07، 2009-2010، ص 183.
- <sup>xi</sup> للمزيد من التفاصيل أنظر:
- حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مذكرة ماجستير، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 2002.
- مفتاح صالح و معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 186.

<sup>xii</sup> منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2009، ص 501.

- <sup>xiii</sup> عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وئافق الاستثمار-الخيارات)، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003، ص 180.
- <sup>xiv</sup> غراية زهير، إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاحب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية واقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2012، ص 72.
- <sup>xv</sup> للمزيد من التفاصيل أنظر:
- عماد العاني، " اندماج الأسواق المالية الدولية "، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق، 2002، ص: 60.
- أميرة حسب الله محمد، " محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر "، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 65.
- سهيلية بيمين، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2010، ص 122.
- <sup>xvi</sup> عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وئافق الاستثمار-الخيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص ص 217-218.
- <sup>xvii</sup> عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2005، ص 157.
- <sup>xviii</sup> محمد نعيم الحلو، دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية-دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة (2004-2008)، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010، ص 26.
- <sup>xix</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 222.
- <sup>xx</sup> سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة -حالة أسواق الأوراق المالية العربية-، أطروحة دكتوراه، فرع الاقتصاد القياسي، علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004، ص 134.
- <sup>xxi</sup> عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سبق ذكره، ص 63.
- <sup>xxii</sup> مفتاح صالح و معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 183.
- <sup>xxiii</sup> نفس المرجع، ص 184.
- <sup>xxiv</sup> صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر السنوي الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون. ص 15.
- <sup>xxv</sup> نفس المرجع، ص 16.