

أ.بطاهر بختة

د. براهيمية عمار

جامعة مستغانم

جامعة تبسة

الملتقى الوطني حول

النظام المالي وإشكاليات تمويل الاقتصاديات النامية

يومي 04 و 05 فيفري 2019

عنوان المداخلة: "اثر آليات حوكمة الشركات على تحسين كفاءة الأسواق المالية".

المحور الثاني: أفضلية النظام المالي القائم على البنوك والأسواق المالية

ملخص: ظهرت الحاجة إلى الحوكمة نتيجة توجه العديد من الدول إلى تبني النظم الاقتصادية الرأسمالية، أي الاعتماد على شركات القطاع الخاص في تنمية اقتصادها المحلي. الأمر الذي أدى إلى نتيجة كبر حجم تلك الشركات وإلى انفصال الملكية عن الإدارة وأخذت الشركات بالبحث عن تمويل لمشروعاتها بمصادر أقل تكلفة من القروض المصرفية، وذلك دفع الشركات إلى الاتجاه نحو الأسواق المالية وطرح أوراقها المالية للتداول، فازداد انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود. كل هذه التطورات أدت إلى ضعف آليات الرقابة على أداء الشركات وعمل المديرين فيها، مما تسبب بحدوث أزمات مالية كبيرة أدت إلى انهيار العديد من الشركات الكبرى في دول العالم . ونتيجة لهذا جاءت الحوكمة لتقوم برقابة ونشر شفافية داخل المؤسسات ، ولتحكم في زمام الأمور وتقليل من التسبب الذي أدى إلى الفساد في العديد من الشركات التي انهارت نتيجة لذلك.

الكلمات المفتاحية : حوكمة الشركات، الشفافية، الأسواق المالية، الأسواق النقدية، الأوراق المالية.

Abstract :

The need for governance as a result of directed many countries to adopt capitalist economic systems, any reliance on the private sector companies in the development of the local economy. Which led to the result of the large size of these companies and to property separation from management and took companies to search for funding for projects less expensive than bank loans sources, and that pay companies to move towards financial markets and put its securities trading, grew movement of capital across borders. All these developments have led to weak oversight mechanisms on the performance of companies and the work of the managers, causing the occurrence of a major financial crisis led to the collapse of several major companies in the world. As a result of this came governance for

the supervision and dissemination of transparency within the institutions, but in control and reduce idleness that led to corruption in many companies that collapsed as a result.

Key words: corporate governance, transparency, financial markets, money markets, securities.

مقدمة: مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أضحت الحوكمة من أهم النظريات والأفكار الحديثة التي تبنتها وعملت على ترسيخ بثقلها العديد من الاقتصاديات والمنظمات المتطورة، وذلك من خلال بناء أنظمة شاملة ومتكاملة للحوكمة التي تعتبر صمام أمان ضد أي سلوك انتهازي وضد أي مظهر من مظاهر الفساد المالي والإداري. وما صاحبه من عدم قدرة الإدارة على القيام بواجبها الرقابي، بالإضافة إلى تأكيد مراقبي الحسابات على دقتها.

وبإضافة إلى تقلبات الكبيرة التي تحدث في الأسواق المالية، وباعتبار البورصة أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من سنة إلى أخرى، ومن فترة لفترة وتتأثر في كثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والشركة المصدرة لتنعكس مباشرة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية المتداولة أين تحدث حركة عشوائية في شكل تقلبات سعرية صعودا ونزولا. نتيجة لكل ذلك زاد الاهتمام بتطبيق مفهوم الحوكمة من خلال مبادئ تضمن الممارسة السليمة لها. ومنه يمكن طرح الإشكالية التالية : **كيف يمكن لآليات الحوكمة أن تحسن من كفاءة الأسواق المالية؟**

الأسئلة الفرعية:

- فيما تتمثل أهم مبادئ حوكمة الشركات وما هي آلياتها؟
- ماهي وظائف ومكونات الأسواق المالية؟
- ما مدى اثر حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية؟

الفرضيات:

- لا تتركز مسؤولية لجنة التدقيق على مراجعة القوائم المالية السنوية قبل تسليمها إلى مجلس الإدارة.
- قد تساهم الأسواق المالية في رفع الكفاءة الاقتصادية بالمشروعات.
- إن توفير المعلومات من طرف الحوكمة لا يعتبر من أهم العناصر التي تؤدي إلى كفاءة الأسواق المالية.

أهمية الدراسة:

تتجسد أهمية هذا الموضوع في كونه يتميز نوع ما بالحدثاثة وذلك من خلال تركيزه على أهم المبادئ الحوكمة والياتها وبإضافة إلى تعرضه إلى أسواق المالية ومدى كفاءتها من خلال اعتمادها على نظام

الحوكمة الذي يعتبر كعنصر مهم في توفير لها مختلف المعلومات من خلال الإفصاح والرقابة والشفافية التي تعتبر من أهم قواعد الحوكمة.

منهجية البحث:

من أجل تحقيق أهداف البحث واختبار فرضياته من خلال الإجابة على الإشكالية التي يطرحها وما يتفرع عنها من أسئلة، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي من خلال دراسة وتحليل الأدبيات التي تبحث في أهمية الحوكمة مدى تأثيرها على الأسواق المالية.

هيكل الدراسة:

يتضمن هذا البحث ثلاث مباحث، يبحث المبحث الأول في مبادئ الحوكمة وأهم آليات تنفيذها والمبحث الثاني يتعرض إلى أهم وظائف الأسواق المالية وأهم مكوناتها ، والمبحث الثالث ركز على اثر حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية.

المحور الأول: مبادئ واليات حوكمة الشركات

تعتبر الحوكمة كنظام فعال يتم بواسطته الرقابة والتحكم في إدارة الشركات وتوجيهها إلى ما هو ما يساعدها في تحقيق أهدافها.

أولاً: مفهوم وقواعد حوكمة الشركات

1. مفهوم الحوكمة الشركات

• قدمت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) تعريف آخر أكثر شمولية حيث: "تعتبر حوكمة الشركات بأنها نظام يتم بواسطته توجيه ورقابة منظمات الأعمال، والحوكمة تحدد هيكل توزيع الواجبات والمسؤوليات بين المشاركين المختلفين في لشركة المساهمة، مثل مجلس الإدارة، والمديرين، وغيرهم من ذوي المصالح، وتضع القواعد والأحكام لاتخاذ القرارات لشؤون الشركة المساهمة، وبهذا الإجراء، فإن الحوكمة تعطي الهيكل الملائم الذي تستطيع من خلاله الشركة وضع أهدافها، والوسائل اللازمة لتحقيق هذه الأهداف، والعمل على مراقبة الأداء"¹.

• بينما عرفها البنك الدولي 1992: "الحكم الراشد مرادف التسيير الاقتصادي الفعال و الأمثل.الذي يسعى للإجابة عن مختلف الانتقادات الخاصة، والموجهة للدول والمؤسسات التي تشكك في الإصلاحات

¹. احمد مخلوف، "الأزمة المالية العالمية واستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات من منظور اقتصادي"، الملتقى

العلمي الدولي حول الأزمة المالية واقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة سطيف، ليومي

الهيكلية المسيرة بطريقة علوية، أي من الأعلى نحو الأسفل والتي أدت إلى فراغ مؤسساتي بدل تعبئة قدرات وطاقات المجتمع، التي يزخر بها.²

• **وعرفها سوليفان بأنها:** "إيجاد مجموعة من المبادئ والنظم لصنع القرارات من أجل حكم الشركة العصرية."³

• **عرفتها مؤسسة التمويل الدولية IFC:** "بأنها النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها."⁴

كما عرفت أيضا: "إن هذا المفهوم يؤكد العمل بمبادئ الشفافية والمراقبة والمساءلة المالية والإدارية داخل الشركات بما يحميها من أن تلقى ذات مصير الشركات المنهارة."⁵

ومنه يمكن استنتاج تعريف التالي بأن الحوكمة ماهي إلا عبارة عن نظام يؤكد على العمل بشفافية وإفصاح للمساعدة على حسن إدارة الشركات وتحكم فيها.

2. قواعد حوكمة الشركات:

هناك عديد من الدعائم للحوكمة نשמّلها فيمايلي:

- **الانضباط:** أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح. ويتحقق الانضباط بوجود عدة مفاهيم منها وجود الحافز لدى الإدارة في الالتزام بالأعمال الرئيسية المحددة وتزويد المساهمين بمعلومات صحيحة والتفويض السليم لحقوق الملكية ورأس المال، ولابد من إدراج مدى تطبيق الحوكمة في التقرير السنوي، وتوزيع الفائض من النقد على المساهمين واستخدام الديون لعمليات التوسع في المشاريع التي تعود بالعائد على الشركة.⁶

- **الشفافية:** تعتبر الشفافية العنصر الأساسي في الحوكمة لأنها تتضمن مفاهيم متعددة مثل نزاهة التقارير المالية والإفصاح والصرحة، وتلتزم الشركة بالإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بالمركز المالي وأداء الشركة في التوقيت المناسب والدقة التامة.⁷

- **الاستقلالية:** يُعد تحقيق الاستقلالية من القواعد الرئيسة لتطبيق الحوكمة، وقد ركزت الحوكمة على تحقيق استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، والمراجعين الخارجيين، ووجود لجان مجلس الإدارة مستقلة عن

². بلعادي عمار، جاو حادو رضا، دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد والشفافية الإفصاح"، الملتقى الدولي الأول حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع وأفاق ورهانات، جامعة ام بواقي، 07 و08 ديسمبر 2010، ص 03.

³. سوليفان جون و شكولينكوف شكو "أخلاقيات العمل المكون الرئيسي لحوكمة الشركات"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2006، ص 3.

⁴. عهد علي سعيد، "الأثر المتوقع لحوكمة الشركات على مهنة المراجعة في سوريا"، دراسة ميدانية، رسالة مقدمة لنيل رسالة الماجستير، تخصص محاسبة، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، 2009، ص 38.

⁵. بوقرة رابح، غانم هاجرة، "الحوكمة المفهوم والأهمية"، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة بسكرة، ليومي 06 و07 ماي، 2012، ص 02.

⁶ سوليفان جون وآخرون، "حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2003، ص 65.

⁷. سليمان محمد مصطفى، "حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 24.

عمل الإدارة التنفيذية، مثل لجنة الترشيحات، لجنة المراجعة، لجنة المكافآت والتعويضات والرواتب، ولجنة الإدارة التنفيذية.⁸

- **المسؤولية:** ويقصد بها "توفير هيكل واضح يحدد نقاط السلطة والمسؤولية ومحاسبة مجلس الإدارة ومتخذي القرار عن مسؤوليتهم تجاه الشركة والمساهمين"⁹ ويقع على عاتق مجلس الإدارة القيام بدور إشرافي أكثر من قيامه بدور تنفيذي، وقيامهم بالتدقيق الفعال على أداء العاملين. ولا بد من وجود لجان مراجعة ترشح المراجعين الخارجيين وتشرف على عملهم وتشرف كذلك على المراجعة الداخلية والإجراءات المحاسبية.

- **العدالة:** يتم تحقيق العدالة من خلال المعاملة العادلة للمساهمين وخاصة مساهمي الأقلية وتقديم كافة المعلومات المطلوبة للمساهمين سواء بحضور الاجتماعات أو التزامهم بنتائجها، والتصويت سواء بالحضور شخصياً أو بالتوكيل، وألا يتجاوز مجموع نسبة المساهمين الحاكمة عن 40% من الشركة.¹⁰

ثانياً: مبادئ حوكمة الشركات

تعد منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (O.C.E.D) من أوائل المنظمات التي أصدرت مبادئ حوكمة الشركات سنة 1999، ثم أصدرت النسخة المعدلة منها في عام 2004، حيث اعتمدت معظم دول العالم على هذه المبادئ في تطوير دساتير حوكمة المؤسسات فيها، وتنقسم هذه المبادئ إلى ستة مبادئ رئيسية:

1- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: حيث تعمل الحوكمة على ضمان شفافية وكفاءة الأسواق بما يتوافق و حكم القانون. مع تحديد وتوزيع واضح للمسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية وهذا ما يؤدي إلى التأثير الإيجابي على الأداء الاقتصادي الشامل، ونزاهة الأسواق، والحوافز التي يخلقها للمشاركين في السوق، وتشجيع قيام أسواق تتميز بالشفافية والفعالية. كما تعمل على جعل المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر في ممارسات حوكمة المؤسسات في نطاق اختصاص تشريعي ما، متوافقة مع حكم القانون، وذات شفافية، وقابلة للتنفيذ¹¹.

2 - حقوق المساهمين: يمتلك المساهمون الحق في المشاركة أو على الأقل الإحاطة علماً بالقرارات المتصلة بالتغيرات الأساسية في الشركة، كما ينبغي أن تتاح للمساهمين فرصة المشاركة الفعالة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين، كما ينبغي إحاطتهم علماً بالقواعد التي تحكم اجتماعات المساهمين و

⁸. سوليفيان جون وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 66.

⁹. ربحاي مها، "الشركات المساهمة ما بين الحوكمة و القوانين التعليمية حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 24، العدد الأول، 2008، ص 98.

¹⁰. سوليفيان جون وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 67.

¹¹. عبد المجيد قدي، "إمكانية تطبيق مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بخصوص الحوكمة في البلاد العربية- دراسة حالة الجزائر"، جامعة الجزائر ص 1.

يتعين الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية التي تمكن أعداد معنية من المساهمين ممارسة درجة من الرقابة لا تتناسب مع حقوق الملكية التي يحوزونها¹².

3 - مبدأ المساواة بين المساهمين في المعاملة: يجب أن يعامل المساهمون بنفس طريقة من حيث المساواة في توفير المعلومات لمختلف الفئات وفي المعاملة للفئات المتكافئة من المساهمين، والإفصاح عن المصالحة الخاصة بمجلس الإدارة والمديرين. و بالتعويض عن حالات التعدي على حقوقهم.

4 - مسئوليات مجلس الإدارة: ويجب أن تشمل على ضمان مسؤولية المجلس اتجاه الوحدة الاقتصادية والمساهمين، بإضافة إلى توفير المعلومات الكافية والموثوق فيها، والالتزام بالقوانين وتحقيق مصالح كافة الأطراف، وحسن اتخاذ القرارات ومتابعة المهام والوظائف الأساسية، بالوحدة الاقتصادية¹³.

5 - دور أصحاب المصالح: وتشمل احترام حقوقهم القانونية، والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة، وحصولهم على المعلومات المطلوبة. ويقصد بأصحاب المصالح البنوك والعاملين وحملة السندات والموردين والعملاء¹⁴.

6 - الإفصاح والشفافية: تبرز أهمية الإفصاح المحاسبي للقواعد المنظمة لحوكمة الشركة في الفهم السريع والدقيق لكافة البيانات المتعلقة بالأجور المادية للشركة بما في ذلك الموقف المالي و الأداء وحقوق الملكية والرقابة على الشركة¹⁵.

ثالثا: آليات تطبيق الحوكمة الشركات

يمكن تصنيف آليات الحوكمة إلى نوعين مختلفين هما:

1. آليات الداخلية لحوكمة الشركات: ¹⁶

- **مجلس الإدارة:** يعد أحسن أداة لمراقبة سلوك الإدارة، كما انه يشارك بفاعلية في وضع إستراتيجية الشركة، ويقدم الحوافز المناسبة للإدارة، ويراقب سلوكها ويقوم أدائها، و بالتالي تعظيم قيمة الشركة ولكي يتمكن مجلس الإدارة من القيام بواجباته في التوجيه والمراقبة، يلجأ إلى تأليف مجموعة من اللجان من أبرزها مايلي:

- **لجنة التدقيق:** تتركز مسؤولياتها على مراجعة القوائم المالية السنوية قبل تسليمها إلى مجلس الإدارة، فهي مجموعة مكونة من أعضاء مجلس الإدارة في الغالب ثلاثة أعضاء على الأقل.

¹² جون سليفان، مرجع سبق ذكره، ص 2.

¹³ بوقرة رايح وغانم هاجرة، مرجع سبق ذكره، ص 10، 11.

¹⁴ محمد حسن يوسف، "محددات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر"، منشورات بنك الاستثمار القومي، 2007، ص 8.

¹⁵ بن عمار منصور نحولي محمد، "دور الحوكمة وأهميتها في تفعيل جودة ونزاهة القوائم المالية"، المؤتمر الدولي الأول للمحاسبة والمراجعة في

ظل بيئة الأعمال الدولية، بجامعة مسيلة، ليومي 04 و 05 ديسمبر 2012، ص 6.

¹⁶ قرشي العيد، وليد بن تركي، " دور تطبيق آليات حوكمة الشركات في التقليل من الفساد المالي والإداري"، الملتقى الوطني حول حوكمة

الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، ليومي 06 و 07 ماي 2012، ص 15، 16.

- لجنة المكافآت: تتشكل من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين حيث تتركز وظائفها على وضع المكافآت للإدارة العليا ووضع سياسات لإدارة برامج المكافآت.
- لجنة التعيينات: وتتمثل واجبات هذه اللجنة في تحديد أفضل المرشحين المؤهلين وتقويم باستمرار وتوخي الموضوعية في عملية التوظيف وكذلك الإعلان عن الوظائف المطلوب إشغالها.
- **التدقيق الداخلي**: يستند التدقيق الداخلي إلى فحص أنظمة الرقابة الداخلية للمستندات، الحسابات و الدفاتر الخاصة بالمشروع فحصا منظما بقصد الخروج برأي محايد عن مدى دلالة القوائم المالية عن الوضع المالي للشركة.

2. الآليات الخارجية لحوكمة الشركات: ¹⁷

- منافسة سوق (المنتجات / الخدمات) وسوق العمل الإداري: تعد منافسة هذا السوق أحد الآليات المهمة لحوكمة الشركات، وذلك لأنها إذا لم تتم الإدارة بواجباتها بالشكل الصحيح، إنها سوف تفشل في منافسة الشركات التي تعمل في نفس حقل الصناعة.
- **الاندماجات و الاكتسابات**: مما لا شك فيه أن الاندماجات والاكتساب من الأدوات التقليدية لإعادة الهيكلة في قطاع الشركات في أنحاء العالم، لأن الاكتساب آلية مهمة من آليات الحوكمة، وبدونه لا يمكن السيطرة على سلوك الإدارة بشكل فعال.
- **التدقيق الخارجي**: يؤدي المدقق الخارجي دورا مهما في المساعدة على تحسين نوعية الكشوفات المالية، ولتحقيق ذلك ينبغي عليه مناقشة لجنة التدقيق في نوعية تلك الكشوفات، ومع تزايد التركيز على دور مجالس الإدارة، وعلى وجه الخصوص لجنة التدقيق في اختيار المدقق الخارجي والاستمرار في تكليفه.
- **التشريع والقوانين**: غالبا ما تشكل وتؤثر هذه الآليات على التفاعلات التي تجري بين الفاعلين الذين يشتركون بشكل مباشر في عملية الحوكمة، لقد أثرت بعض التشريعات على الفاعلين الأساسيين في عملية الحوكمة، ليس فيما يتصل بدورهم ووظيفتهم في هذه العملية، بل على كيفية تفاعلهم مع بعضهم.

¹⁷ . بروش زين الدين ، دهمي جابر ، "دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري" ، الملتقى الوطني حول الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي ، جامعة بسكرة، يومي 6 و 7 ماي 2012 ، ص 16، 17.

المحور الثاني: الأسواق المالية

إن الأسواق المالية ماهي إلا أداة فعالة تساهم في تنشيط الاقتصاد من خلال تعبئة مدخرات الوحدات الاقتصادية وتحويلها إلى الوحدات التي تعاني من عجز في مواردها المالية.

أولاً: مفهوم الأسواق المالية

• يعرف السوق المالي على أنه: "الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يحقق بها الجمع أو المكان الذي يتم فيه"¹⁸.

• يعرف كذلك على أنه: "الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الأموال القرض و الاستثمار و ذلك عبر فئات عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة".¹⁹

• ويعرف أيضا على أنه: "هو أداة هامة لتوفير وتقديم الأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين الأول تعبئة المدخرات والثاني توجيه هذه المدخرات أو المواد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة"²⁰.

• كما عرفت أيضا: "على أنها الآلية التي بموجبها يتم تحويل الأموال من الوحدات الاقتصادية المدخرة إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية"²¹.

• وهناك تعريف آخر: "على أنه ذلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وأدوات مالية جديدة (المشتقات المالية، عقود الخيارات)"²².

ومن التعاريف السابقة نستنتج أن الأسواق المالية ماهي إلا أداة تساعد على تبادل الأموال بين الأطراف التي تعاني من العجز والأطراف التي تعاني من الفائض.

ثانياً: وظائف أسواق رأس المال:

تقوم أسواق رأس المال بمهام حيوية من أهمها ما يلي:

- تعبئة النقدية وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الاستثمارية ، فمن المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة لرأس المال، وتتوقف تعبئة رأس المال بدورها على معدلات الادخار وفرص الاستثمار،

¹⁸. محمد مطر، "إدارة الاستثمارات"، طبعة الثانية، مؤسسة الوراق، الأردن، 2005، ص 09.

¹⁹. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة"، طبعة الثانية، دار المسيرة للنشر، عمان الأردن، 2004، ص 110.

²⁰. عبد الغفار حنفي ودرسية قرياقص، "السوق و المؤسسات المالية"، جامعة الإسكندرية، 2001، ص 213.

²¹. عاطف وليم أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، طبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 03.

²². Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, **Gestion Financiere**, 13 édition, Dunod, paris, 2004, p 22.

- فالمشروعات تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة تلبي هذه الحاجة، ويتحقق لها ذلك من خلال الأسواق المالية لقدرتها على تسهيل تحويل الموارد الاقتصادية الحقيقية من المدخرين إلى المستثمرين.
- لا يترتب على قيامها بوظائفها آثار تضخمية، بخلاف البنوك التي تقوم بخلق الائتمان، والذي يؤدي بدوره إلى آثار تضخمية.
- تعطي عملياتها في مجموعها مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار والادخار والاستثمار، وتعكس بصورة حقيقية الوضع الاقتصادي في فترات الرواج والكساد، وهي مؤشرات تساهم في الدراسات الخاصة بالاقتصاد القومي فيما يتعلق بمعرفة أهم القطاعات الاقتصادية، إذ أن أسعار الأسهم في البورصة تعكس نجاح أو فشل المشروعات الإنتاجية. وهي بذلك توفر رقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة، وتحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتوفر قاعدة بيانات جيدة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.²³
- يترتب على نشاطها ورواجها دفع الأفراد إلى توجيه مدخراتهم إلى المشروعات، عن طريق شرائهم أسهم تلك المشروعات، مما يضاعف من حالة الرواج، كما أن تحديد أسعارها وفقا لمبادئ العرض والطلب في سوق متنافسة يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد.
- تساهم في رفع الكفاءة الاقتصادية بالمشروعات، وذلك لإصدار الشركات نتائجها المالية بصفة دورية وتكون محل متابعة وتقييم من جانب المساهمين.
- تيسر تداول الأوراق المالية لمن يريد استثمارا حقيقيا أو ماليا أو يريد سيولة سريعة مما يضيق الفجوة بين الاستثمار قصير وطويل الأجل.
- تعد الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق السوق المفتوحة، وذلك ببيع أو شراء الأوراق المالية، لتغيير كمية النقود للقضاء على التضخم أو الانكماش.²⁴
- تقوم سوق رأس المال بتوفير التمويل اللازم للاستثمار وذلك من خلال إمكانية طرح المؤسسات للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو للتوسع، حيث يتميز هذا التمويل بأنه طويل الأجل، إذ أن المؤسسات غير ملتزمة باسترجاع الأدوات المالية التي تصدرها من أصحابها ولكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في سوق رأس المال لفرد آخر.
- تعمل سوق رأس المال على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنويع التي توفرها، حيث تمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراقا مالية لقطاعات مختلفة ومؤسسات متنوعة مما يعمل على تخفيض

²³ اشرف محمد دوابه، "تكامّل الأسواق المالية العربية أفاق وتحديات"، مؤتمر حول القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة،

كلية إدارة الأعمال بالجامعة الأردنية، ليومي 14-15 أبريل 2009، ص 10.

²⁴ . يوسف كمال محمد، "المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج"، الطبعة الثالثة، دار النشر للجامعات، 1998، ص 233.

- تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ الحكومات مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التضخم والكساد وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد²⁵.

ثالثا: مكونات الأسواق المالية

يمكن تقسيم السوق المالي إلى سوقين أساسيين هما أسواق النقد وأسواق رأس المال وهما يعتبران مكونات السوق المالية.

1. **الأسواق النقدية:** هي أسواق مفتوحة تنافسية يتم فيها تداول المالية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز السنة وتتم بسرعة تحولها إلى سيولة، كما تتميز عن غيرها من الأسواق بأنها أسواق جملة فهي تتم بأحجام كبيرة لهذا يطلق عليها اسم الأسواق العميقة، يتكون هذا السوق من البنوك التجارية والمركزية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل وهي تعتبر جزء مهم من السوق التمويلية.²⁶
2. **أسواق رؤوس الأموال:** هي تلك الأسواق التي يتم فيها التعامل على مساهمات وقروض طويلة الأجل. إذ تقصدها المؤسسات للتزود بأموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها وهي شركات المساهمة وذلك بطرح أسهمها للاكتتاب. أو قد تجمع تلك الأموال في صورة دين وذلك بطرح السندات.²⁷ ومن أهم تقسيماتها مايلي:

- 1.2 **الأسواق الحاضرة (الفورية):** وهي عبارة عن تلك الأسواق التي تتعامل الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بأنواعها المختلفة، وتضم هذه الأسواق مايلي:
 - **السوق الأولية:** هي السوق التي تخلقها مؤسسة متخصصة تعرض فيها لأول مرة أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية. ويمكن للمؤسسة التي تصدر أوراقا مالية جديدة تصريفها عن طريق الأسلوب من خلال اتصالها بالمستثمرين وبيعها لهم.
 - **السوق الثانوية:** يقصد بالسوق الثانوية السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها من طرف بنوك الاستثمار ويمكن التمييز هنا بين:
 - **الأسواق المنتظمة:** هي التي تخضع للقواعد وقوانين ولديها مكان معلوم وتتداول فيها الأوراق المالية المسجلة، وتتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب.²⁸
 - **الأسواق غير منتظمة:** هي التي تتم خارج البورصات وهي أسواق موازية وليس لديها مكان معلوم، وتتحدد قيمة الورقة المالية بتفاوض ونميز فيها مايلي:

²⁵. إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، ط 1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص89.

²⁶. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص114.

²⁷. جبار محمد، "البورصة وموقعها من العمليات المالية"، ط1، دار هومة، الجزائر، 2002، ص71.

²⁸. بوعاملي ياسين، "الخصوصية ودور الأسواق المالية في تفعيلها - دراسة بعض الدول المغاربية -"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة قسنطينة، 2009/2010، ص46، 45.

***السوق الثالث:** هي عبارة عن نوع من الأسواق غير المنظمة، حيث تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لهم الحق في العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

***السوق الرابع:** يعتبر هذا السوق سوق غير منظم، حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى، حيث يتم استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال إلكترونية .

2.2 الأسواق المستقبلية

تعرف هذه الأسواق على أنها تلك الأسواق التي يتم فيها الاتفاق على السعر والأصل المباع أو المشتري حالا على أن يتم التسليم لاحقا، وتستخدم هذه الأسواق لحماية المستثمرين من تقلبات الأسعار المستقبلية وتحقيق الأرباح الرأسمالية، وتنقسم هذه الأسواق إلى عقود الخيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلات²⁹.

المحور الثالث: مساهمة حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية

تأثر حوكمة الشركات على تحسين كفاءة الأسواق المالية من خلال المعلومات التي توفرها لهم و التي تحصل عليها من خلال الإفصاح الذي تفرضه على الشركات.

أولا: تعريف كفاءة الأسواق المالية:

كما يمكن تعريف كفاءة السوق بالأوراق المالية أيضا " أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة"³⁰.

يعرف منير إبراهيم هندي كفاءة الأسواق المالية على أنها: "الأسواق التي تعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات تثبتتها وسائل الإعلام "³¹.

وهناك تعريف آخر لكفاءة سوق الأوراق المالية حيث نجد (FAMA 1965) يعرفه: "سوق الأوراق المالية كفاء إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة والخاصة بكل أصل مالي مدمجة في سعر ذلك الأصل"³².

²⁹. الداوي خيرة، "تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية - دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية مابين الفترة 2005-2009"، مذكرة ماجستير في العلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة ورقلة، 2012/2011، ص18،19.

³⁰. Charles, P. Jones, *investments Analyses and management*, John milg et sons inc New York 1996 P 245.

³¹. مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة اسواق الاوراق المالية وسبل رفع كفاءتها-"، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010، ص181.

³². Philippe Gillet, *l'efficience des marches financieres - ecanarnica*, paris1999 P 11.

وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق.

ثانيا: مقومات كفاءة الأسواق المالية

وفقا لمفهوم كفاءة الأسواق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفء:³³

- **دقة وسرعة وصول المعلومات:** إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

- **كفاءة التشغيل والتسعير أو ما تسمى بمتطلبات كفاءة السوق:** يقصد بكفاءة التشغيل أو بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق التجار لأرباح غير عادية.

أما كفاءة التسعير يقصد بها بالكفاءة الخارجية وهي المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة مما يعني إتاحة الفرصة للجميع.

- **السيولة:** يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية. إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.

- **عدالة السوق:** تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية تعمل على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

³³ بن أممر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية-"، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2012/2013، ص 70، 71.

ثالثا: أثر حوكمة الشركات على كفاءة أسواق المالية

تكتسي قواعد الحوكمة أهمية بالغة لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، لأنها تؤدي في نهاية المطاف إلى تحقيق التوازن في أسعار الأسهم. ومن المعروف أن كفاءة السوق تتوقف على مدى توفر المعلومات لمجموع المستثمرين في توقيت واحد، وأن الحوكمة لديها الآليات التي تضمن الوصول إلى الإفصاح عن تلك المعلومات التي تمكن من تحقيق كفاءة الأسواق المالية، خاصة من خلال مجموع المزايا التي يوفرها الإفصاح، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:³⁴

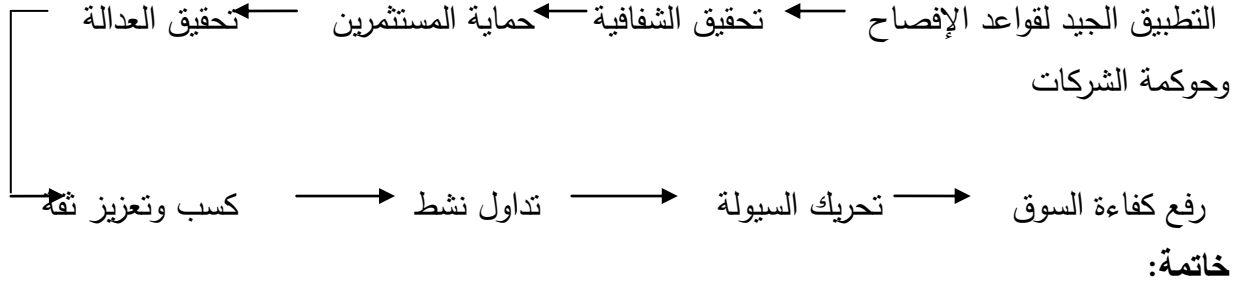
- زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من مستوى عدم تماثل المعلومات.
 - زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يضمن تحسين السيولة وتقليل صانعي السوق.
 - زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من تقلبات أسعار الأسهم.
- وعليه فإن تحسين أو تدهور الحوكمة له دور كبير في تحديد أداء الأسهم، لأن هناك علاقة طردية بين حوكمة الشركات وتحديد السعر العادل للسهم، وترجع هذه العلاقة إلى الأسباب التالية:
- نوعية المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين تعكس جودة الحوكمة، حيث أن مبدأ الإفصاح والشفافية أحد مبادئ حوكمة الشركات.
 - حوكمة الشركات هي انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أن الإدارة الواعية تتأكد مع ارتفاع مستوى حوكمة الشركات هو المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم، على عكس الإدارة غير الواعية، تسعى دائما إلى الحصول على منافع ذاتية من ضعف مستوى الحوكمة، مما يؤثر على أسعار الأسهم.
 - حوكمة الشركات بما لديها من آليات رقابية على الإدارة تمنعها من التلاعب بالمعلومات الداخلية، مما يؤدي إلى حد ما، إلى تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما ينعكس في النهاية على أداء سعر السهم.
 - وجود علاقة ارتباط طردية بين مستوى حوكمة الشركات ومستوى كفاءة.
- وبما أن ثقة المستثمرين لا تتوفر إلا إذا تأكدوا أنهم سيحصلون على معاملة عادلة ومتكافئة، فقد وجب على نظام الحوكمة الجيد أن يوفر وسائل يتسنى للمساهمين استخدامها لحماية حقوقهم في الشركة، ويتأكدوا من خلالها أن أموالهم ستوظف بالشكل الذي يراعي مصالحهم.³⁵
- في ظل هذه الرؤية يظهر عنصر الثقة كأحد السمات المميزة لنظام الحوكمة الجيد، لأن خلق الثقة على مستوى الأسواق من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الرغبة في التداول وتحريك السيولة لدى المدخرين، وبهذا نقول أن الثقة هي إنتاج نظام الحوكمة.

³⁴. Bertrand.J et Solnik B, **Les Marchés financiers et La Gestion de Portefeuille**, 2ème Edition, Dunnod, Paris, 1976, p 7.

³⁵. Diamond D.W .verrecchia.R.E, **Disclosure, liquidity and the clientele of capital**, journal of Finance, septembre, 1991, p. 1325

ويمكن أن نلخص تأثير حوكمة الشركات على كفاءة أسواق المالية من خلال المخطط التالي:

مخطط تأثير حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق



إن للحوكمة اثر كبير في ترسيخ القواعد واحترام النظام داخل الشركات وهذا يزيد من قيمتها و أهمية وجودها ، لهذا نجد العديد من الدول المقدمة والنامية بادرت إلى استخدامها لتخلص من شتى أنواع الفساد الذي يسود كبرى الشركات في العالم ، ونظرا لاعتبار الأسواق المالية من أهم الأسواق التي تركز التكتلات الاقتصادية على تحقيق التكامل فيما بينها إلى جانب أسواق السلع والخدمات وأسواق العمل، والتي أصبحت تسيطر على مجمل مدخرات الأفراد و الممول الأول لأغلب المشاريع الاستثمارية ، ولذلك أضحت كفاءة هذه الأسواق مهمة جدا لتحقيق الاستقرار والتقدم في العديد من الدول ،والتي لا تتحقق إلى من خلال وجود آليات مثل حوكمة الشركات التي تساهم في توصيل وتزويدها بمعلومات التي تساعد على اتخاذ القرارات الصائبة وتجنبها العديد من الأخطاء قد تؤدي بها إلى تهلكة. ومنه يمكن التوصل إلى النتائج التالية :

- تقوم حوكمة الشركات على مجموعة من المبادئ أهمها الإفصاح والشفافية في القوائم المالية للشركة، كما تمثل أداة فعالة للرقابة على الشركة كما تعتبر نظاماً رقابياً فعالاً لإحكام السيطرة على زمام الأمور؛
- تركز لجنة التدقيق مسؤوليتها على مراجعة القوائم المالية السنوية قبل تسليمها إلى مجلس الإدارة؛
- تساهم الأسواق المالية في رفع الكفاءة الاقتصادية بالمشروعات، وذلك لإصدار الشركات نتائجها المالية بصفة دورية وتكون محل متابعة وتقييم من جانب المساهمين؛
- إن توفير المعلومات من طرف الحوكمة يعتبر من أهم العناصر التي تؤدي إلى كفاءة الأسواق المالية.

قائمة المراجع:

1. احمد مخلوف، "الأزمة المالية العالمية واستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات من منظور اقتصادي"، الملتقى العلمي الدولي حول الازمة المالية واقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة سطيف، ليومي 20 و21 اكتوبر 2009.

2. بلعادي عمار، جاو حادو رضا، " دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد والشفافية الإفصاح"، الملتقى الدولي الأول حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع وافاق ورهانات، جامعة ام بواقي، 07 و 08 ديسمبر 2010.
3. سوليفان جون و شكولينكوف شكو "أخلاقيات العمل المكون الرئيسي لحوكمة الشركات"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2006.
4. عهد علي سعيد، "الأثر المتوقع لحوكمة الشركات على مهنة المراجعة في سوريا"، دراسة ميدانية، رسالة مقدمة لنيل رسالة الماجستير، تخصص محاسبة، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، 2009.
5. بوقرة رابح، غانم هاجرة، "الحوكمة المفهوم والأهمية"، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة بسكرة، ليومي 06 و 07 ماي، 2012.
6. سوليفان جون وآخرون، "حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2003.
7. سليمان محمد مصطفى، "حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين"، الدار الجامعية، الإسكندرية 2008.
8. ربحاوي مها، "الشركات المساهمة مابين الحوكمة و القوانين التعليمات حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية – المجلد 24، العدد الأول، 2008.
9. عبد المجيد قدي، "إمكانية تطبيق مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بخصوص الحوكمة في البلاد العربية - دراسة حالة الجزائر"، جامعة الجزائر.
10. محمد حسن يوسف، "محددات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر"، منشورات بنك الاستثمار القومي، 2007.
11. بن عمارة منصور نحولي محمد، "دور الحوكمة وأهميتها في تفعيل جودة ونزاهة القوائم المالية"، المؤتمر الدولي الأول للمحاسبة والمراجعة في ظل بيئة الأعمال الدولية، جامعة مسيلة، ليومي 04 و 05 ديسمبر 2012.
12. قرشي العيد، وليد بن تركي، " دور تطبيق آليات حوكمة الشركات في التقليل من الفساد المالي والإداري"، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، ليومي 06 و 07 ماي 2012.

13. بروش زين الدين، دهيمي جابر، "دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري"، الملتقى الوطني حول الملتقى الوطني حول حكومة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي ، جامعة بسكرة، يومي 6 و 7 ماي 2012 ، ص16،17.
14. محمد مطر، "إدارة الاستثمارات"، طبعة الثانية، مؤسسة الوراق، الأردن، 2005 .
15. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة"، طبعة الثانية ، دار المسيرة للنشر ، عمان الأردن، 2004 .
16. عبد الغفار حنفي ودرسية قرياقص، "السوق و المؤسسات المالية"، جامعة الإسكندرية، 2001.
17. عاطف وليم أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، طبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة ،الإسكندرية، 2005 .
- 18 . Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, **Gestion Financiere**, 13edition, Dunod, paris, 2004.
19. اشرف محمد دوابه، "تكامل الأسواق المالية العربية أفاق وتحديات"، مؤتمر حول القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، كلية إدارة الأعمال بالجامعة الأردنية، ليومي 14-15 أبريل 2009.
20. يوسف كمال محمد، "المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج"، الطبعة الثالثة، دار النشر للجامعات، 1998.
21. إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، ط 1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000.
22. جبار محمد، "البورصة وموقعها من العمليات المالية"، ط1، دار هومة، الجزائر، 2002.
23. بوعاملي ياسين، "الخصوصية ودور الأسواق المالية في تفعيلها - دراسة بعض الدول المغاربية -"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة قسنطينة، 2009/2010.
24. الداوي خيرة، "تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية - دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية مابين الفترة 2005-2009"، مذكرة ماجستير في العلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة ورقلة، 2011/2012.
25. Charles, P. Jones ,**investments Analyses and management**, John milg et sons inc New York 1996.
26. مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة اسواق الاوراق المالية وسبل رفع كفاءتها -"، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة ، 2010.

Philippe Gillet ,l'efficience des marches financieres – ecanarnica, 27.

.paris1999

28. بن أعر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية-"، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2013/2012.

29. Bertrand.J et Solnik B, **Les Marchés financiers et La Gestion de Portefeuille**, 2ème Edition, Dunnod, Paris, 1976.

30. Diamond D.W .verrecchia.R.E, **Disclosure, liquidity and the clientele of capital**, journal of Finance, septembre, 1991.