

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

People's Democratic Republic of Algeria

Ministry of Higher Education and
Scientific Research
Mohamed Cherif Messaadia
University Souk-Ahras
Faculty of Economics, Commercial
Sciences And Management Sciences



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الشريف مساعدي

- سوق أهراس -

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

Laboratory of Research and
Economic Studies



مخبر البحوث والدراسات الاقتصادية

أطروحة

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: إقتصاد بنكي ومؤسسات مالية

تحت عنوان:

مساهمة حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة
الجزائر

تحت إشراف:

د سوالم صلاح الدين

من إعداد الطالب:

جداي ياسين

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
طراد خوجة هشام	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة سوق أهراس	رئيسا
سوالم صلاح الدين	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة سوق أهراس	مشرفا ومقررا
بن سليم محسن	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة سوق أهراس	عضوا مناقشا
محرز نورالدين	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة سوق أهراس	عضوا مناقشا
كرامش بلال	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة جيجل	عضوا مناقشا
لرباع الهادي	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة عنابة	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2021/2020

شكر و تقدير

الحمد لله وكفى، والصلاة والسلام على المصطفى

سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.

نشكر الله تعالى ونحمده حمداً كثيراً مباركاً فيه

على هذه النعمة الطيبة والنافعة، نعمة العلم والبصيرة.

يُشرفنا أن نتقدم بجزيل الشكر إلى أستاذنا الفاضل سواالم صلاح الدين على

مجهوداته التي بذلها، وتوجيهاته التي قدّمها، وعلى الثقة التي وضعها في

شخصنا، والتي كانت حافزاً لإتمام هذا العمل المتواضع.

كما نتوجه بشكرنا الخالص إلى كل من ساعدنا في إنجاز عملنا من أساتذة كلية

العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ولكل مسؤولي وعمال المكتبة

الجامعية على خدماتهم الوافية لنا.

ولا ننسى أن نقدّم امتناننا وتقديرنا لكل من قدّم لنا يد العون

والنصح من قريب أو من بعيد، وحفزنا

على إتمام هذا العمل.

وشكراً.

إهداء

الحمد لله الذي أعاننا بالعلم وزيننا بالحلم وأكرمنا بالتقوى وأجملنا بالعافية
أتقدم بإهداء عملي المتواضع:

إلى من ترعرعت في أحضانها، وسهرت على تربيته و شجعتني في دراستي
إلى من جعل الله الجنة تحت أقدامها والتي بفضل الله ودعواتها تفوقت في مشواري
الدراسي

أمي الحنون اسأل الله أن يطيل في عمرك ويمنحك الصحة و العافية

إلى والدي العزيز الذي حرص على توفير كل الشروط لتحقيق علمي في هذه
الحياة أدامه الله تاجاً فوق راسي

إلى جميع إخوتي وأخواتي سندي في هذه الحياة
نسرين عبد المؤمن نجوى إيمان

إلى كل الأهل والأقارب

إلى جميع أساتذتي طوال مشواري الدراسي
خاصة أستاذي المشرف سوا لم صلاح الدين

إلى كل من مد لي يد العون لإتمام هذه المذكرة
خاصة الدكتورة بوعكة آسيا

وإلى كل من حوته ذاكرتي، ولم تحوه مذكرتي

إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع

ياسمين

مُلخَص

الدراسة

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى مساهمة حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، من خلال دراسة العلاقة بين أبعاد المتغير المستقل - **حوكمة الشركات** - المتمثلة في (عدد أعضاء مجلس الإدارة، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة، عدد لجان مجلس الإدارة، نسبة تركيز الملكية، عدد أعضاء لجنة المراجعة، عدد اجتماعات لجنة المراجعة) والمتغير التابع - **كفاءة سوق الأوراق المالية** - والمتمثلة في (حجم السوق، معدل الدوران، مؤشر دزاير أنداكس) باستخدام نماذج البانل (**panel data**) والتحليل بواسطة المركبات الأساسية (PCA).

وقد توصلت الدراسة إلى أن حوكمة الشركات لا تساهم في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر وذلك كما يلي:

➤ ليس هناك أثر لآلية حجم مجلس الإدارة وآلية عدد اجتماعات مجلس الإدارة وآلية ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير العام وآلية تركيز الملكية و آلية عدد أعضاء لجنة التدقيق على كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.

➤ ليس هناك أثر لآلية استقلالية أعضاء مجلس الإدارة والية عدد لجان مجلس الإدارة على كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر باستثناء كفاءة السوق مقاسة بحجم السوق (عدد الشركات المدرجة).

➤ ليس هناك أثر لآلية عدد اجتماعات لجنة التدقيق على كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر باستثناء كفاءة السوق مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس.

وقد أوصت الدراسة بضرورة مناقشة مفهوم حوكمة الشركات على مستوى الشركات الجزائرية وتوضيح أسس وآليات هذا المفهوم، وتحسيس المديرين ومختلف أصحاب المصلحة بأهميتها ومدى مساهمتها في تحقيق الشركة لنتائج جيدة، وتجنب الممارسات السلبية التي أطاحت بعدة شركات عالمية، وأيضاً وجوب تقوية دور سوق الأوراق المالية الجزائرية في دعم حوكمة الشركات المدرجة والعاملة فيها وذلك بتبني إستراتيجية إصلاحية شاملة ومتكاملة تركز على آليات تقوية دور الإطار التشريعي وآليات لتقوية دور الإطار المؤسسي في دعم حوكمة الشركات.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، كفاءة السوق، بورصة الجزائر، سوق الأوراق المالية، مجلس الإدارة، لجان المراجعة.

Résumé:

Cette étude vise à identifier dans quelle mesure le gouvernement d'entreprise contribue à améliorer l'efficacité du marché boursier à la Bourse d'Alger, en étudiant la relation entre les dimensions de la variable indépendante -le gouvernement d'entreprise - représentée dans (nombre d'administrateurs du conseil d'administration, nombre des réunions du conseil d'administration, indépendance du conseil d'administration, duplication des mandats). Président du Conseil, nombre de comités du conseil, ratio de concentration de la propriété, nombre de membres du comité d'audit, nombre de réunions du comité d'audit) et la variable dépendante - efficacité boursière - représentation en (taille du marché, chiffre d'affaires, indice de désir) à partir de données de panel) et analyse par composés basiques (PCA). L'étude a conclu que la gouvernance d'entreprise ne contribue pas à améliorer l'efficacité du marché boursier à la Bourse algérienne, comme suit :

- Il n'y a pas d'effet du mécanisme de la taille du conseil d'administration, du mécanisme du nombre de réunions du conseil, du mécanisme de duplication de la fonction du président du conseil d'administration et du directeur général, du mécanisme de concentration de propriété et le mécanisme du nombre de membres du comité d'audit sur l'efficacité du marché boursier à la Bourse algérienne.
- Il n'y a pas d'effet du mécanisme d'indépendance des membres du conseil d'administration et du mécanisme du nombre de comités du conseil sur l'efficacité de la Bourse d'Alger, à l'exception de l'efficacité du marché, mesurée par le la taille du marché (le nombre de sociétés cotées).
- Il n'y a pas d'effet du mécanisme du nombre de réunions du comité d'audit sur l'efficacité du marché boursier à la Bourse algérienne, à l'exception de l'efficacité du marché, telle que mesurée par l'indice de désir.

L'étude a recommandé la nécessité de discuter le concept de gouvernement d'entreprise au niveau des entreprises algériennes et de clarifier les fondements et les mécanismes de ce concept, et de sensibiliser les dirigeants et les différentes parties prenantes à son importance et à l'étendue de sa contribution à l'obtention de bons résultats pour l'entreprise, et d'éviter les pratiques négatives qui ont renversé plusieurs sociétés internationales, ainsi que la nécessité de renforcer le rôle de la bourse algérienne dans l'Appui à la gouvernance des sociétés cotées et opérationnelles en adoptant une stratégie de réforme globale et intégrée qui met l'accent sur les mécanismes de renforcement le rôle du cadre législatif et des mécanismes pour renforcer le rôle du cadre institutionnel dans le soutien à la gouvernance d'entreprise.

Mots clés: Gouvernance d'entreprise, Efficacité des marchés, Bourse d'Algérie, Bourse, Conseil d'administration, Comités d'audit.

Abstract

This study aims to identify the extent to which corporate governance mechanisms contribute to improving the efficiency of the stock market in the Algerian stock exchange. This process is done by studying the relationship between the dimensions of the independent variable of corporate governance which are represented in: (the number of board members, the number of board meetings, independence of the board of directors, duality of the position of chairman, the number of board committees, the percentage of ownership concentration, the number of members of the audit committee, and the number of meetings of the audit committee) and the dependent variable of the efficiency of the stock market which are represented in (market size, turnover rate, and the desire index) through using panel data and the analysis through PCA. The study has found that corporate governance mechanisms does not contribute to the improvement of the efficiency of the stock market in the Algerian stock exchange.

- There is no effect of the mechanism of the size of the board, the mechanism of the number of board meetings, the mechanism of duplication of the position of the chairman of the board and the general manager, the mechanism of ownership concentration, and the mechanism of the number of members of the audit committee on the efficiency of the stock market in the Algerian stock exchange.
- There is no effect of an independent mechanism of the members of the board and the mechanism of the number of board committees on the efficiency of the of the stock market in the Algerian stock exchange except for the efficiency of the market measured by the size of the market (the number of listed companies).
- There is no effect of a mechanism of the number of audit committee meetings on the efficiency of the stock market in the Algerian stock exchange except for the efficiency of the market measured by the desire index.

The study has recommended the need to discuss the concept of corporate governance at the level of Algerian companies, and to clarify the foundations and mechanisms of this concept, in addition to the necessity to sensitize managers and various stakeholders to its importance and the extent of its contribution to achieve good results for the company. It has shown the necessity to avoid negative practices that have overthrown several international companies, as well as the importance of strengthening the role of the Algerian stock market in supporting corporate governance of its listed and operating companies. This process is achieved by adopting a comprehensive and integrated reform strategy that focuses on mechanisms to strengthen the role of the legislative framework, and mechanisms to strengthen the role of the institutional framework in supporting corporate governance.

Keywords: Corporate Governance, Market Efficiency, Algerian Stock Exchange, Stock Market, Board of Directors, Review Committees.

فهرس

المحتويات

الصفحة	المحتوى
	شكر وتقدير
	الإهداء
	الملخصات
IV-II	فهرس المحتويات
VI	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
IX	قائمة الملاحق
XI	قائمة المختصرات
15-02	مقدمة عامة
الفصل الأول: التأصيل العلمي لحوكمة الشركات	
17	تمهيد
18	المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات
18	المطلب الأول: التطور التاريخي لمفهوم الحوكمة
20	المطلب الثاني: مفهوم الحوكمة
23	المطلب الثالث: تحديد مفهوم حوكمة الشركات
28	المطلب الرابع: خصائص وأهمية حوكمة الشركات
30	المبحث الثاني: مبادئ وأساسيات حوكمة الشركات
30	المطلب الأول: مبادئ حوكمة الشركات
36	المطلب الثاني: الأطراف المعنية بحوكمة الشركات
37	المطلب الثالث: ركائز حوكمة الشركات
40	المطلب الرابع: محددات واليات حوكمة الشركات
50	المبحث الثالث: الإطار التطبيقي لآليات حوكمة الشركات
50	المطلب الأول: تحديات ممارسة آليات حوكمة الشركات
51	المطلب الثاني: مراحل تطبيق حوكمة الشركات
52	المطلب الثالث: مجالات تطبيق حوكمة الشركات
54	المطلب الرابع: القيمة المضافة لتطبيق حوكمة الشركات
57	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: التأصيل العلمي لكفاءة الأسواق المالية	

59	تمهيد	
60	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية	
60	المطلب الأول:	ماهية الأسواق المالية
62	المطلب الثاني:	أهمية السوق المالي وشروط قيامه
64	المطلب الثالث:	تقسيمات السوق المالي
66	المطلب الرابع:	أركان السوق المالي
67	المبحث الثاني: أساسيات حول كفاءة سوق الأوراق المالية	
67	المطلب الأول	مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
71	المطلب الثاني:	أنواع ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
74	المطلب الثالث:	العوامل المؤثرة في كفاءة سوق الأوراق المالية
76	المطلب الرابع:	مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية
78	المبحث الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية	
79	المطلب الأول:	المستوى الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية
80	المطلب الثاني:	المستوى المتوسط لكفاءة سوق الأوراق المالية
82	المطلب الثالث:	المستوى القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية
86	خلاصة الفصل	
الفصل الثالث: حدود العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية		
88	تمهيد	
89	المبحث الأول: حوكمة الشركات وسوق الأوراق المالية	
89	المطلب الأول:	دور حوكمة الشركات في الحفاظ على استقرار سوق الأوراق
92	المطلب الثاني:	حوكمة الشركات وشروط القيد بالبورصة
95	المطلب الثالث:	حوكمة الشركات وجودة المعلومات المالية
99	المطلب الرابع:	متطلبات تحقيق حوكمة أسواق الأوراق المالية
102	المبحث الثاني: دور حوكمة الشركات في رفع الأداء المالي للشركات	
102	المطلب الأول:	أهمية حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي للشركات
105	المطلب الثاني:	الأساليب الحوكمية لتحسين الأداء المالي للشركات
107	المبحث الثالث: أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية	
107	المطلب الأول:	مجلس الإدارة و كفاءة سوق لأوراق المالية
113	المطلب الثاني:	أثر آلية لجان المراجعة على كفاءة سوق لأوراق المالية

122	خلاصة الفصل	
الفصل الرابع: أثر حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر		
124	تمهيد	
125	المبحث الأول: حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر	
125	المطلب الأول:	حوكمة الشركات في الجزائر
129	المطلب الثاني:	سوق الأوراق المالية في الجزائر
132	المطلب الثالث:	واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر وأداء حوكمة الشركات بها
137	المبحث الثاني: الدراسة الوصفية والتحليلية لبيانات الشركات المدرجة	
137	المطلب الأول:	الدراسة الوصفية لبيانات شركة صيدال وعلاقتها بمؤشرات بورصة الجزائر
140	المطلب الثاني:	الدراسة الوصفية لبيانات شركة الأوراسي وعلاقتها بمؤشرات بورصة الجزائر
143	المطلب الثالث:	الدراسة الوصفية لبيانات شركة أليانس وعلاقتها بمؤشرات بورصة الجزائر
146	المطلب الرابع:	الدراسة الوصفية لبيانات شركة رويبة وعلاقتها بمؤشرات بورصة الجزائر
149	المبحث الثالث: اختبار فرضيات الدراسة	
150	المطلب الأول:	أثار آليات حوكمة الشركات على مؤشر حجم السوق
154	المطلب الثاني:	أثار آليات حوكمة الشركات على مؤشر معدل الدوران
158	المطلب الثالث:	أثار آليات حوكمة الشركات على مؤشر دزاير أنداكس
162	خلاصة الفصل	
170-164	خاتمة عامة	
190-172	قائمة المراجع	
196-192	الملاحق	

قائمة

الجدول

ص	عنوان الجدول	الجدول
138	الإحصائيات الوصفية لمتغيرات شركة صيدال وبورصة الجزائر	(01)
139	مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة	(02)
141	الإحصائيات الوصفية لمتغيرات شركة الأوراسي وبورصة الجزائر	(03)
142	مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة	(04)
144	الإحصائيات الوصفية لمتغيرات شركة أليانس وبورصة الجزائر	(05)
145	مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة	(06)
147	الإحصائيات الوصفية لمتغيرات شركة روبية وبورصة الجزائر	(07)
148	مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة	(08)
150	أثار آليات حوكمة الشركات على مؤشر حجم السوق	(09)
154	أثار آليات حوكمة الشركات على مؤشر معدل الدوران	(10)
158	أثار آليات حوكمة الشركات على مؤشر دزاير أنداكس	(11)

قائمة

الأشكال

ص	عنوان الشكل	الشكل
30	أهمية حوكمة الشركات	(01)
42	المحددات الخارجية والداخلية لحوكمة الشركات	(02)
72	التغير في سعر السهم في ل الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة	(03)
85	المستويات الثلاثة لأهم فرضيات كفاءة سوق الأوراق المالية	(04)
140	نتائج التحليل بالمركبات الأساسية لشركة صيدال	(05)
143	نتائج التحليل بالمركبات الأساسية لشركة الأساسية لشركة التسيير الفندقي الأوراسي	(06)
146	نتائج التحليل بالمركبات الأساسية لشركة اليانس للتأمينات	(07)
149	نتائج التحليل بالمركبات الأساسية لشركة سي أ الروبية	(08)

قائمة

الملاحق

قائمة الملحق

ص	عنوان الملحق	الملحق
192	مدخلات المتغير التابع	(01)
193	مدخلات شركة أليانس	(02)
194	مدخلات شركة الأوراسي	(03)
195	مدخلات شركة رويبة	(04)
196	مدخلات شركة صيدال	(01)

قائمة

المختصرات

قائمة المختصرات

الاختصار	المعنى باللغة الأجنبية	المعنى باللغة العربية
WB	WORLD BANQUE	البنك الدولي
UNDP	United Nations Development Programme	برنامج الأمم المتحدة الإنمائي
OECD	The Organization for Economic Cooperation and Development	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
IFC	International Finance Corporation	مؤسسة التمويل الدولية
ACU	The Association of Commonwealth Universities	رابطة الكومنويلث
IIA	The Institute of International Auditors	معهد المدققين الداخليين
CIPE	Center for International Private Enterprise	مركز المشروعات الدولية الخاصة
IMF	International Monetary Fund	صندوق النقد الدولي
PCG	Principles of Corporate Governance	مبادئ حوكمة الشركات
CICA	Canadian Institute of Chartered Accountants	الهيئة الكندية للمحاسبين القانونيين
S&P	Standard and Poor's	ستاندرد آند بورز
XBRL	Extensible Business Reporting Language	لغة تقارير العمال الموسعة
COSOB	La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
SGBV	La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs	شركة تسيير القيم المنقولة
(OATM	Marché des obligations du Trésor public	سوق سندات الخزينة العمومية
NCA	Nombre de membres du conseil d'administration	عدد أعضاء مجلس أعضاء
NRCA	Nombre de réunions du conseil d'administration	عدد اجتماعات مجلس الإدارة

قائمة المختصرات

INDCA	Pourcentage de membres indépendants du conseil d'administration	نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة
DUAL	dualité de poste de président du conseil d'administration et de directeur général	ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب المدير العام
NCOMCA	Nombre de comités du conseil d'administration	عدد لجان مجلس الإدارة
ACTMAJ	Actionnaire Major	نسبة تركيز الملكية
NCAUDIT	Nombre de membres du comité d'audit d'administration	عدد أعضاء لجنة التدقيق
NRCAUDIT	Nombre de réunions du comité d'audit d'administration	عدد اجتماعات لجنة التدقيق
DZIND	Dzair index	دزاير انداكس



مقدمة عامة

1. توطئة

لقد شهد النظام الاقتصادي العالمي تحولات عميقة في العقدين الأخيرين، حيث تميز بانتشار العولمة واتساعها وكذا الانفتاح الكبير للأسواق بشتى أنواعها و زيادة حجم وسرعة انتقال المعلومات ورؤوس الأموال، مما ساهم في بروز النظام الرأسمالي كقوة اقتصادية مهيمنة على النظام الاقتصادي العالمي إلا أن هذه الرأسمالية لم تكن بعيدة عن الأزمات والاختلالات التي يمكن أن تعصف بأي اقتصاد ما، حيث شهد العالم العديد من الأزمات المالية الخانقة كأزمة دول شرق آسيا، ثم دول أمريكا اللاتينية، وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، والتي أثارت الشكوك حول إمكانية الاعتماد على القوائم المالية للشركات، وكذلك تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، والتي انطلقت شرارتها الأولى من الولايات المتحدة الأمريكية، كل هذه الأحداث المتسارعة أدت إلى زيادة الاهتمام بحوكمة الشركات نتيجة لاتجاه كثير من دول العالم للتحول إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية التي تعتمد فيها بدرجة كبيرة على شركات المساهمة لتحقيق معدلات كبيرة من النمو الاقتصادي، وأدى أيضا اتساع حجم تلك الشركات إلى انفصال الملكية عن التسيير حيث شرعت تلك الشركات في البحث عن مصادر التمويل أقل تكلفة من المصادر التقليدية المصرفية، فأتجهت إلى أسواق رأس المال الذي ساعد على تحرير الأسواق المالية، فتزايد انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق ودفع اتساع حجم الشركات وانفصال الملكية عن الإدارة إلى ضعف آليات الرقابة على تصرفات المسيرين والى وقوع كثير من الشركات في أزمات مالية كبيرة بسبب الفساد الإداري والمالي بصفة عامة و الفساد المحاسبي بصفة خاصة، وأيضا عدم الإفصاح عن المعلومات وقصور الأنظمة المؤسسية والتشريعية والمحاسبية وافتقار إدارتها إلى الممارسة السليمة في الرقابة والإشراف ونقص الكفاءات والمهارات بالإضافة إلى نقص الشفافية وعدم الاهتمام بتطبيق المبادئ المحاسبية، وقد نتج عن هذه الانهيارات فقدان الثقة في الأسواق المالية، مما انعكس سلبا على حركة تداول وأسعار الأسهم وبالتالي انخفاض أداء ودرجة كفاءة الأسواق المالية.

وفي ظل ما سبق، بدأ العديد من خبراء الاقتصاد والباحثين ورجال المال والأعمال في مختلف دول العالم بالبحث عن الآليات والحلول التي من شأنها إعادة الثقة للمستثمرين وبعث النشاط والانتعاش للأسواق العالمية مع العمل للحد من هذه الممارسات الغير الأخلاقية التي تعرقل الهدف الأسمى للشركات وهو خلق الثروة، حيث مع تزايد هذه الجهود وتضافرها تنامي الاهتمام بموضوع حوكمة الشركات والتعامل معه على أنه المخرج الوحيد والسير الجيد لإعادة ضبط إدارة الشركات وتفعيل آليات الرقابة على نشاط المدراء ومرافقة

متخذي القرار نحو الاختيار الأمثل للاستراتيجيات والسياسات الهادفة لخلق الثروة وجلب الاستثمارات و المساهمة في التقدم الاقتصادي للدول باعتبار الشركة الخلية الأساسية في البناء.

وبالتالي أصبحت حوكمة الشركات من الموضوعات المهمة التي يجب أن تطبقها الشركات العامة والخاصة على حد سواء خاصة المدرجة في السوق المالي، حيث تزايد الاهتمام بها كنتيجة منطقية بعد الأزمات السالفة، وأصبحت أيضا من الركائز الأساسية التي يجب أن تقوم عليها الشركات المختلفة التي تكون في بيئة استثمارية تتسم بالديناميكية، وتعتبر المبادئ والآليات الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية عبارة عن معايير تقاس في ضوءها مدى تطبيق وتقدم الحوكمة في أي دولة من الدول فكما كانت مطبقة كلما استجابت الدول لمبادئ المنظمة حظيت بثقتها وثقة الهيئات الاقتصادية الأخرى، ولقد ساد الاعتقاد بتأثير تطبيق هذه القواعد على أداء الشركات بصفة عامة وأدائها المالي بصفة خاصة، أما فعالية حوكمة الشركات تتحدد بمدى تحقيق أهداف أصحاب المصالح والحد من الفساد المالي والإداري.

ومع ازدياد أهمية سوق الأوراق المالية واحتلالها مكانة أساسية في الوساطة المالية، أصبح ذلك يتطلب ضخ المزيد من الأوراق المالية والمعلومات ودخول عدد أكبر من المتعاملين، فتلك الأطراف الثلاثة تمثل دعائم سوق ناجح للأوراق المالية، ومما هو جدير بالذكر أن المستثمرين يعتبرون من أهم العناصر الفاعلة في هذا السوق، فمعاملاتهم المالية تعمل على زيادة أداء السوق، حيث أصبحوا يبحثون عن الاستثمار في الأسواق التي تتميز بالكفاءة وهي السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة عن الشركات المصدرة لها، مما يسمح بتقييمها وفق قيمتها الحقيقية وهذا يقتضي أن تكون المعلومات والبيانات المتاحة عن أنشطة الشركات تعكس الواقع الفعلي لها، مع عدالة الحصول عليها من طرف جميع المستثمرين في الوقت المناسب.

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تحتاج لكثير من الوسائل وآليات الرقابة لضمان التزام الشركات المقيدة في هذا السوق بمتطلبات الإفصاح والشفافية، ومن بين هذه الآليات نجد حوكمة الشركات، حيث تعتبر هذه الأخيرة عن القواعد التي تحدد كيفية اتخاذ الشركات وخاصة شركات المساهمة لقراراتها والشفافية التي تحكم عملية اتخاذ القرار فيها، ومدى المساءلة التي يخضع لها مديرو ورؤساء تلك الشركات والمعلومات التي يفصحون عنها للمستثمرين، وكذا الحماية التي يقدمونها لجميع الأطراف المرتبطة بالشركة خاصة حقهم في الحصول على معلومات موثوقة وملائمة لاتخاذ القرارات، وعليه فقد أصبحت حوكمة الشركات أحد الدعائم المساعدة على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

2. الإشكالية

في ظل التغيرات التي تشهدها الساحة الاقتصادية للجزائر كالتوجه نحو اقتصاد السوق، وهو الأمر الذي ترتب عنه اتخاذ قرارات هامة من بينها إنشاء سوق الأوراق المالية لدعم تمويل الاقتصاد الوطني، إلا أنه وطيلة كل هذه الحقبة الزمنية وإلى يومنا هذا لم تتمكن هذه السوق من تحقيق الدور المنوط بها من خلال ضعف مؤشرات أداءها وشبه جمود حجم معاملاتها، بسبب عزوف المستثمرين عنها وقلة ثقتهم في شفافية وسيولة معاملاتها، إذ أنها تواجه عوائق عديدة تقف لها بالمرصاد، وهو الأمر الذي جعلها مهمشة وغير ناشطة في الرفع من الاقتصاد الوطني ومن ثمة فقد بات لزاما على الدولة الجزائرية ضرورة البحث عن الميكانيزمات اللازمة لضمان تحقيق انطلاقة حقيقية لها.

حيث قامت الجزائر منذ 2007 بمواكبة التطورات والأحداث الدولية من خلال صياغة دليل حوكمة الشركات المسمى بميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر الصادر عن وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وترقية الاستثمار سنة 2009 بالشراكة والتعاون مع منتدى رؤساء المؤسسات ومركز المشروعات الدولية الخاصة، وذلك لتطوير الأطر القانونية والمؤسسية لتطبيق حوكمة الشركات بكل من الشركات العامة والخاصة، من خلال تقديم الخطوط الإرشادية لتدعيم أداء الشركات وكفاءة أسواق رأس المال.

بناء على ما سبق فقد جاءت هذه الدراسة لمعرفة أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية في بورصة الجزائر، وضمن هذا الإطار وعلى ضوء ما تقدم، تتضح ملامح الإشكالية الرئيسية لدراستنا هذه والتي يمكن صياغتها على النحو التالي:

ما مدى مساهمة آليات حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر خلال الفترة (2013-2019)؟

- التساؤلات الفرعية

وبغية إحكام وتسهيل الإجابة على هذه الإشكالية الرئيسية، قمنا بتجزئتها إلى جملة التساؤلات الفرعية

التالية:

- هل يساهم عدد أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر؟
- هل يساهم عدد اجتماعات مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر؟
- هل تساهم استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر؟
- هل تساهم ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر؟

- هل يساهم عدد لجان مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر؟
 - هل يساهم تركيز ملكية مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر؟
 - هل يساهم عدد أعضاء لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر؟
 - هل يساهم عدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر؟
3. فرضيات الدراسة

كإجابة أولية عن الإشكالية الرئيسية لهذا الدراسة والتساؤلات الفرعية لها، قمنا بطرح فرضية رئيسية مفادها:

تساهم آليات حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.

تتولد عن الفرضية الرئيسية مجموعة من الفرضيات الفرعية والجزئية كالآتي:

➤ **الفرضية الفرعية الأولى H1-1** : يساهم عدد أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.

تتفرع عنها مجموعة من الفرضيات الجزئية تتمثل فيما يلي:

• **الفرضية الجزئية الأولى H1-1-1**: يساهم عدد أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق (عدد الشركات المدرجة) عند مستوى دلالة 0.05.

• **الفرضية الجزئية الثانية H1-1-2** : يساهم عدد أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.

• **الفرضية الجزئية الثالثة H1-1-3**: يساهم عدد أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمعدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.

➤ **الفرضية الفرعية الثانية H1-2** : يساهم عدد اجتماعات مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.

تتفرع عنها مجموعة من الفرضيات الجزئية تتمثل فيما يلي:

• **الفرضية الجزئية الأولى H1-2-1**: يساهم عدد اجتماعات مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق (عدد الشركات المدرجة) عند مستوى دلالة 0.05.

• **الفرضية الجزئية الثانية H1-2-2** : يساهم عدد اجتماعات مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.

• **الفرضية الجزئية الثالثة H1-2-3:** يساهم عدد اجتماعات مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمعدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.

➤ **الفرضية الفرعية الثالثة H1-3:** تساهم استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.

تتفرع عنها مجموعة من الفرضيات الجزئية تتمثل فيما يلي:

• **الفرضية الجزئية الأولى H1-3-1:** تساهم استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق (عدد الشركات المدرجة) عند مستوى دلالة 0.05.

• **الفرضية الجزئية الثانية H1-3-2 :** تساهم استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.

• **الفرضية الجزئية الثالثة H1-3-3:** تساهم استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمعدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.

➤ **الفرضية الفرعية الرابعة H1-4 :** تساهم ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.

تتفرع عنها مجموعة من الفرضيات الجزئية تتمثل فيما يلي:

• **الفرضية الجزئية الأولى H1-4-1:** تساهم ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق (عدد الشركات المدرجة) عند مستوى دلالة 0.05.

• **الفرضية الجزئية الثانية H1-4-2 :** تساهم ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.

• **الفرضية الجزئية الثالثة H1-4-3:** تساهم ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمعدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.

➤ **الفرضية الفرعية الخامسة H1-5 :** يساهم عدد لجان مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.

تتفرع عنها مجموعة من الفرضيات الجزئية تتمثل فيما يلي:

- **الفرضية الجزئية الأولى 1-5-H1:** يساهم عدد لجان مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق (عدد الشركات المدرجة) عند مستوى دلالة 0.05.
- **الفرضية الجزئية الثانية 2-5-H1 :** يساهم عدد لجان مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.
- **الفرضية الجزئية الثالثة 3-5-H1:** يساهم عدد لجان مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمعدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.
- **الفرضية الفرعية السادسة 6-H1 :** تساهم تركيز ملكية مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.
تتفرع عنها مجموعة من الفرضيات الجزئية تتمثل فيما يلي:
- **الفرضية الجزئية الأولى 1-6-H1:** تساهم تركيز ملكية مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق (عدد الشركات المدرجة) عند مستوى دلالة 0.05.
- **الفرضية الجزئية الثانية 2-6-H1 :** تساهم تركيز ملكية مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.
- **الفرضية الجزئية الثالثة 3-6-H1:** تساهم تركيز ملكية مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمعدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.
- **الفرضية الفرعية السابعة 7-H1 :** يساهم عدد أعضاء لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.
تتفرع عنها مجموعة من الفرضيات الجزئية تتمثل فيما يلي:
- **الفرضية الجزئية الأولى 1-7-H1:** يساهم عدد أعضاء لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق (عدد الشركات المدرجة) عند مستوى دلالة 0.05.
- **الفرضية الجزئية الثانية 2-7-H1 :** يساهم عدد أعضاء لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.
- **الفرضية الجزئية الثالثة 3-7-H1:** يساهم عدد أعضاء لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمعدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.
- **الفرضية الفرعية الثامنة 8-H1 :** يساهم عدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.

تتفرع عنها مجموعة من الفرضيات الجزئية تتمثل فيما يلي:

- الفرضية الجزئية الأولى H1-8-1: يساهم عدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق (عدد الشركات المدرجة) عند مستوى دلالة 0.05.
- الفرضية الجزئية الثانية H1-8-2 : يساهم عدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.
- الفرضية الجزئية الثالثة H1-8-3: يساهم عدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمعدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.

4. أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها مما تشهده أسواق الأوراق المالية العالمية من أزمت متتالية حيث أرجع المحللون الاقتصاديون القاسم المشترك بينها إلى ضعف آليات حوكمة الشركات المدرجة والعاملة فيها على وجه التحديد، هذا الضعف الذي تجلى من خلال ممارسات سلبية عديدة شكلت إخلالا بتطبيق آليات الحوكمة من طرف بعض الشركات بهدف إخراج السوق عن خط سيرها الطبيعي وتحقيق أرباح غير عادية لفئة قليلة على حساب العامة، كل هذا استدعى البحث عن الآليات الكفيلة بالحد من هذه الممارسات واسترجاع ثقة المستثمرين، وتعتبر حوكمة الشركات إحدى أهم هذه الآليات وأنسبها للقيام بهذا الدور في الجزائر من خلال ما يمكن أن تساهم به في دعم وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية وهو موضوع داستنا هذه.

كما تكمن أهمية الدراسة أيضا في أهمية الالتزام باليات حوكمة الشركات والتي أصبحت تشكل عنصرا هاما لتعزيز الإصلاح والنجاح بالشركات، ومن جهة أخرى نجد أن الالتزام بهذه الآليات يعمل على ضمان حقوق المساهمين والذي يعكس الواقع الفعلي للشركات وهو ما يساهم في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، ومنه فإن أهمية البحث تكمن في الأهمية التي يكتسبها الالتزام باليات حوكمة الشركات في تنشيط ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

وتتضح أهمية دراستنا في جانبها التطبيقي أكثر لما ستسفر عنه نتائج وتوصيات نفيد صناع القرار المتعلق بسوق الأوراق المالية الجزائرية في استرجاع الثقة في بورصة الجزائر التي تجاوز جمودها العشرون سنة لضمان إنعاشها وتحقيق انطلاقة حقيقية لها.

5. أهداف الدراسة

بالإضافة إلى الإجابة عن تساؤلات هذا البحث ومعالجة اشكاليته المطروحة، يتمثل الهدف الرئيسي من هذه الدراسة في معالجة إحدى أهم المواضيع المتعلقة بحوكمة الشركات ومدى تأثيرها على كفاءة الأسواق المالية ألا وهي:

➤ إبراز دور حوكمة الشركات من خلال تحديد مختلف الآليات والقواعد الجيدة لإدارة الشركات وزيادة كفاءتها ومصداقيتها.

➤ التعرف على الجوانب النظرية لكفاءة الأسواق المالية و إظهار سماتها ومتطلباتها.

➤ لفت الانتباه للدور الهام الذي يمكن لآليات حوكمة الشركات أن تساهم به في رفع أداء سوق الأوراق المالية الجزائري.

➤ التعرف على مدى العلاقة المتداخلة بين تطبيق آليات حوكمة الشركات وكفاءة أسواق الأوراق المالية.

➤ البحث عن سبل لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال إرساء ودعم حوكمة الشركات.

➤ تقديم الاقتراحات والتوصيات اللازمة لتطوير حوكمة شركات المساهمة الجزائرية، وتحقيق قيمة مضافة للشركات وسوق رأس مال الأوراق المالية والاقتصاد الوطني ككل.

6. أسباب اختيار موضوع الدراسة

إن اختيار الموضوع له أسباب موضوعية وأخرى ذاتية وهي كالاتي:

أولاً: الأسباب الذاتية

➤ اهتمام الباحث بكل ما يتعلق بحوكمة الشركات ومدى تأثيرها على أداء الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية وانعكاس ذلك على كفاءة سوق الأوراق المالية.

➤ إشباع فضول شخصي حول الموضوع، وإثراء المعرفة الشخصية حول أحد مواضيع الساعة والهامة على المستوى الوطني والدولي.

➤ الرغبة في إثراء المكتبة الجزائرية وتوفير مرجع يستعين به كل باحث ومهتم بالموضوع.

ثانياً: الأسباب الموضوعية

➤ الأزمة المالية الأخيرة التي عانت منها الجزائر وحاجتها إلى آلية فعالة لجذب مصادر تمويل جديدة، مما يفرض علينا كباحثين اقتصاديين جزائريين ضرورة البحث عن الآليات التي من شأنها دعم الاقتصاد الوطني،

وذلك ما يمكن أن يتحقق بكسب ثقة المستثمرين من خلال إقناعهم بوجود ضمانات تكفل حقوقهم في هذا السوق المالي.

➤ قلة الأعمال التي تسلط الضوء على دراسة دور أسواق الأوراق المالية وكفاءتها في تشجيع الشركات على التحلي باليات الحوكمة وبالأخص الجزائرية منها، بحيث تعتبر هذه الدراسات مطلب رئيسي لتعزيز فهم كل من صانعي السياسات والقطاع الخاص لثغرات التنفيذ الرئيسية والتدابير الممكنة لتجاوزها.

➤ الحاجة إلى تطوير وتنويع آليات حوكمة الشركات في الشركات الجزائرية، واستخدامها بالشكل الذي يتماشى مع التطبيقات والممارسات الدولية.

7. حدود الدراسة

لتبسيط الدراسة النظرية على أرض الواقع تم تحديد الحيز المكاني المساعد على ذلك وهو الجزائر، من خلال اقتصار الدراسة على شركات المساهمة الجزائرية التي تنشط في سوق الأوراق المالية والمتمثلة في شركة صيدال، شركة التسيير الفندقي الأوراسي، شركة أليانس للتأمينات وشركة أن سي أ روبية، أما الإطار الزمني للدراسة فهو يغطي الفترة ما بين 2013 إلى غاية 2019.

7. مناهج الدراسة

للإجابة على إشكالية البحث واختبار فرضياته تم الاعتماد على المناهج المستخدمة في الدراسات الاقتصادية عموماً وذلك كما يلي:

➤ **المنهج الوصفي:** من خلال رصد وصف ظاهرة البحث وتشخيصها وتمت الاستعانة به في الجانب النظري بالتعرض إلى المفاهيم العامة المتعلقة بحوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية.

➤ **المنهج التحليلي:** من خلال تحليلي النتائج المتحصل عليها بعد اختبار فرضيات الدراسة المتعلقة بالمتغير المستقل المتمثل في حوكمة الشركات والمتغير التابع المتمثل في كفاءة سوق الأوراق المالية.

8. الدراسات السابقة

بغية جعل هذا البحث كحلقة تكمل سلسلة البحوث السابقة ومحطة جديدة تستند إليها البحوث اللاحقة، فلقد تم الإطلاع على عدد من البحوث والدراسات المتعلقة بالموضوع والتي تم إنجازها على المستويين المحلي والدولي. وفيما يلي بعض الدراسات التي تناولت موضوع مساهمة حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية:

➤ دراسة عقبة قطاف: دور حوكمة الشركات في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة شركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، شعبة علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة بسكرة، الجزائر، 2018-2019.

هدفت هذه الدراسة للتعرف على دور حوكمة الشركات في تحسين أداء المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وتم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي مع الاستعانة بالأسلوب التحليلي، وتم استخدام الانحدار الخطي البسيط كأداة لدراسة العلاقة بين أبعاد كل من المتغير التابع وبين أبعاد المتغير المستقل حوكمة الشركات.

خلصت الدراسة إلى عدم تحقق الفرضية الرئيسية، أي لم يكن لحوكمة الشركات دور في تحسين أداء المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وكانت نتائج العلاقة بين حوكمة الشركات وتحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر كما يلي:

• لم يكن لحجم مجلس الإدارة دور في تحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر باستثناء الأداء مقاسا بنسبة كيو توبين.

• لم يكن لأبعاد المتغير المستقل حوكمة الشركات التالية عدد اجتماعات مجلس الإدارة، ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير العام، نسبة تركيز الملكية، عدد اجتماعات لجنة التدقيق دور في تحسين أداء عائد السهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر باستثناء الأداء مقاسا بالعائد على المبيعات.

• لم يكن لأبعاد المتغير المستقل حوكمة الشركات التالية: نسبة عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، عدد لجان مجلس الإدارة دور في تحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر باستثناء الأداء مقاسا بنسبة كيو توبين و مضاعف ربحية السهم.

• لم يكن لعدد أعضاء لجنة التدقيق دور في تحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر باستثناء الأداء مقاسا بالقيمة الاقتصادية المضافة.

➤ دراسة سامية شارفي: دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية العربية - حالة الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، شعبة علوم اقتصادية، تخصص محاسبة مالية وبنوك، جامعة الشلف، الجزائر، 2017-2018.

لقد حاول الباحث في هذه الأطروحة دراسة العلاقة بين الحوكمة والكفاءة في أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة، حيث هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة، قبل وبعد تطبيقها لمعايير الحوكمة، اعتمادا على نظرية السير العشوائي لأسعار الأسهم، ومن ثم دراسة العلاقة بين المتغيرين وفق نموذج مقترح، لإبراز أثر كل مبدأ من مبادئ الحوكمة في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية، باستعمال النماذج الإحصائية ابتداء من سنة 2010 إلى 2017.

كما توصلت هذه الدراسة إلى:

• تعتبر الصراعات التي تنشأ بين المالك والوكيل الناتجة عن علاقة الوكالة هي الدافع الأساسي الذي أدى إلى حتمية ظهور حوكمة الشركات.

• يكون للحوكمة دور في رفع أداء المؤسسات، وحماية حقوق جميع أصحاب المصالح اذا التزم جميع الأعضاء في كلمة مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية بأداء المهام الموكلة لهم بكل نزاهة ومصداقية.

• تتطلب كفاءة أسواق الأوراق المالية تماثل المستثمرين في الحصول على المعلومات، وفي تحليلها وتفسيرها حيث يكون لهم نفس التقييم لمخاطر وعوائد الأوراق المالية، وبالتالي لا تتاح الفرصة لأي فئة من المستثمرين لتحقيق مكاسب على حساب فئة أخرى.

• إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتطوي على مفهومين للكفاءة هما الكفاءة الكاملة أو التامة، والكفاءة الاقتصادية حيث أن الكفاءة الكاملة أمر يصعب تحقيقه، في حين أن الكفاءة الاقتصادية فهي ممكنة التحقيق.

• تعمل حوكمة الشركات على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال الدور الذي تؤديه في رفع أداء المؤسسات وحماية حقوق كل من له مصلحة في الشركة، وإلزامها على التقيد بالإفصاح عن معلومات ملائمة وموثوقة تسمح بتسعير الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية، حيث تزداد الثقة في الشركات ويصبح السوق أكثر جذبا للمستثمرين.

➤ دراسة زيبيدي البشير: دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة التقارير المالية وتحسين الأداء المالي - دراسة حالة مجمع صيدال-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص علوم تجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2016-2017.

هدفت هذه الدراسة إلى الوقوف على أهمية تطبيق مبادئ حوكمة الشركات بشكل سليم والذي سيؤدي إلى تحقيق الغرض المطلوب منها، وهو جودة المعلومات المحتواة في التقارير المالية وتحسين في الأداء المالي، وأن جودة المعلومات المالية تساهم في القدرة على توفير الجهد والوقت وسرعة الأداء في الوقت المناسب، كما تسعى في القضاء على سلبية هذه المعلومات والقيام بدورها تجاه تنشيط حركة سوق الأوراق المالية، حيث يؤدي ذلك إلى إقبال الكثير من المستثمرين إلى الاستثمار في تلك المؤسسات مما يضاعف رأس مالها ونشاطها وأرباحها وبالتالي إلى تحسن أدائها المالي.

وتوصل الباحث إلي جملة من النتائج أبرزها:

• الاعتماد على آليات لحوكمة الشركات التي من شأنها أن تعمل علي زيادة جودة وشفافية الإفصاح.

• إن تطبيق قواعد وآليات حوكمة الشركات يؤثر ايجابيا في مستوي الشفافية وفي تحديد المسؤولية والمساءلة وفي تحقيق العدالة والاستقلالية وفي تقليل التلاعب عن طريق الالتزام بالمبادئ المحاسبية.

• هناك تأثير مهم لحوكمة الشركات على جودة التقارير المالية وعلى القرارات التي يتخذها مستخدمي التقارير المالية.

• الاستمرار على تأكيد أهمية التزام المؤسسات بتطبيق قواعد ومبادئ حوكمة الشركات وبنعكس ايجابيا على جودة التقارير المالية وعلى مستخدميها.

• تعد حوكمة الشركات نظاما يرتكز على مجموعة من القواعد المتمثلة في الهيكل التنظيمي ونظام الإدارة وجميع وظائفها، فهو نظام رقابي تتبناه الشركات لتوزيع الصلاحيات والمسؤوليات بين الإدارات.

➤ دراسة بلعادي عمار: دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة أسواق المال في الاقتصاديات الناشئة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم المالية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة عنابة، الجزائر، 2017-2018.

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة إبراز مدى تأثير مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة، وذلك من خلال تسليط الضوء على الحاجة لتطبيق هذه المبادئ كآليات تعمل علي تحقيق فرضيات كفاءة السوق المالي، والتعرف على ماهية الآليات الواجب إتباعها للوصول للسعر العادل للسهم، إضافة إلى إبراز تجارب بعض الاقتصاديات الناشئة في تطبيق مفهوم حوكمة الشركات. ولقد تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها:

• عدم كفاءة الأسواق المالية الناشئة.

• التطبيق الجيد لآليات الحوكمة في بيئة الاقتصاديات الناشئة يسهم في تحسين مستوى أداء وكفاءة أسواقها المالية.

• كل الدراسات التجريبية التي أجريت في العديد من الأسواق، لا يمكنها أن ترفض فرضية السير العشوائي لأسعار الأسهم، مما جعل Fama يؤكد على فرضية الكفاءة التي نجت من كل التحديات.

• لم تعد نظرية كفاءة الأسواق المالية هي السائدة، فهناك تيار آخر من الباحثين يؤيدون نظرية السلوكية المالية، ويعتقدون أن فرضية كفاءة السوق ليس له ما يبرره، فبعد أن كانت نظرية كفاءة السوق تعتبر هي النظرية السائدة دون جدال، هي اليوم أصبحت مسألة مثيرة للجدل بين أولئك الذين يؤيدونها، وأولئك الذين يشككون فيها لامتلاكهم الأدلة الدامغة على قصورها.

• تعاني الأسواق المالية الناشئة من عدة مشاكل مثل: ضعف الإفصاح ونقص الشفافية، ضعف حجم التداول مقارنة بالأسواق المالية المتقدمة، محدودية الأوراق المالية المتداولة وآليات حوكمة الشركات.

9. ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

بعد استعراضنا لجملة الدراسات السابقة فيمكننا القول أن دراستنا هذه ستحمل قيمة مضافة فيما يتعلق بإبراز الكيفية التي تساهم بها آليات حوكمة الشركات في دعم وتحسين ورفع أداء سوق الأوراق المالية بالجزائر ودعم الشركات المدرجة والعاملة فيها، من خلال ما تحمله أطرها التشريعية والمؤسسية من أحكام ذات علاقة مباشرة أو غير مباشرة باليات حوكمة الشركات الكفيلة بتقوية هذا الدور، وتعد دراستنا هذه من بين الدراسات التي تناولت تأثير آليات حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية حيث اكتفت الدراسات السابقة بدراسة التأثير على أداء الشركات فقط ولم تتعداه إلى كفاءة السوق المالي الذي تنشط فيه وذلك في إطار دراسة مفصلة، دقيقة وشاملة لمختلف جوانب الموضوع من أجل الخروج بما يستفاد منه للحالة الجزائرية.

10. هيكل الدراسة

لتجسيد موضوع البحث والوصول إلى نتائجه المنتظرة، تم اعتماد خطة لمعالجته في أربعة فصول، ثلاثة منها خصصت للجانب النظري، والفصل الرابع خصص للجانب التطبيقي، وكل فصل ينفرد بتمهيد وخالصة، إضافة إلى المقدمة العامة التي جاءت فيها عدة تفاصيل إشكالية البحث والأسئلة الفرعية، وكذلك الخاتمة العامة التي تضم أهم النتائج المتوصل إليها، بالإضافة إلى التوصيات المقترحة وآفاق البحث. وكأية دراسة أكاديمية فإننا بدأنا دراستنا هذه بمعالجة الإشكالية المطروحة من الناحية النظرية، وذلك بإجراء عرض تحليلي لمختلف الأفكار المحددة لموضوع بحثنا في إطار الفصول الثلاثة الأولى.

حيث يتناول **الفصل الأول** التأسيس العلمي لحوكمة الشركات والذي يهدف إلى تعريف القارئ بحوكمة الشركات وهذا من خلال تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث حاولنا في المبحث الأول يحمل عنوان ماهية حوكمة الشركات، أما المبحث الثاني تناولنا فيه مبادئ وأساسيات حوكمة الشركات، وفيما يخص المبحث الثالث فتطرقنا إلى الإطار التطبيقي لمبادئ حوكمة الشركات.

أما **الفصل الثاني** فجاء بعنوان التأسيس العلمي لكفاءة الأسواق المالية حيث ارتأينا تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تم التطرق إلى مفاهيم عامة حول الأسواق المالية، المبحث الثاني عرضنا فيه أساسيات حول كفاءة سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثالث فقد عالج مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية.

الفصل الثالث والذي يوضح العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية فقسم إلي ثلاث مباحث، تطرقنا في المبحث الأول حوكمة الشركات وسوق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فكان لا بد أن نركز فيه على دور حوكمة الشركات في رفع الأداء المالي للشركات، بينما خصص المبحث الثالث لدراسة أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية.

وانطلاقاً من نتائج هذه الفصول الثلاثة الأولى النظرية، فإننا سنحاول من خلال **الفصل الرابع** توظيف هذا التحليل النظري وإسقاطه على سوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال التعرض إلى حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فسننتقل فيه إلى الدراسة الوصفية والتحليلية لبيانات الشركات المدرجة، وفي الأخير سنقوم في المبحث الثالث باختبار فرضيات الدراسة.

وسنختتم هذه الدراسة بتقديم نتائج اختبار مدى صحة الفرضيات سابقاً وأهم النتائج التي توصلنا إليها بالإضافة إلى اقتراح جملة من التوصيات وكذا الآفاق المستقبلية لموضوع الدراسة.

11. صعوبات الدراسة

إن طبيعة الموضوع فرضت علينا مواجهة بعض الصعوبات، ومن أهم المشاكل والعوائق التي واجهت طريق البحث:

• نقص الدراسات التي تربط العلاقة بين آليات حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية خاصة ببورصة الجزائر، حيث أن معظمها درس العلاقة أو التأثير بين مبادئ حوكمة الشركات والأداء المالي للشركات فقط.

• صعوبة واستحالة إجراء مقابلة مع مدراء وأعضاء مجالس الإدارة ولجان المراجعة الخاصة بالشركات محل الدراسة المدرجة في سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، خاصة وأنها تزامنت مع أزمة كوفيد 19 التي أصابت العالم، حيث أنه ونظراً للبروتوكولات الصحية المطبقة من طرفهم لم تسمح لهم باستقبالنا وإجراء المقابلة اللازمة لجمع الإحصائيات والمعلومات، مما جعلنا نعتمد في دراستنا على القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة المتواجدة على مستوى مواقعهم الرسمية الإلكترونية، والتي وجدنا فيها صعوبة بالغة جداً في جمع كل ما يتعلق بالدراسة.

• عدم وجود سوق مالي حقيقي في الجزائر والنقص الكبير لعينة الدراسة (عدد الشركات المدرجة) جعلنا لم نتمكن من إتمام هذا البحث بالطريقة التي كنا نأملها خاصة في شطره التطبيقي.

الفصل

الأول

تمهيد

شهد العالم وما يزال يشهد العديد من المشاكل المالية و الإدارية الناتجة عن سوء التصرف وافتقار الإدارة إلى الممارسات السليمة في الرقابة والإشراف ونقص الخبرة وعدم القدرة علي توليد تدفقات نقدية داخلية، بالإضافة إلى عدم الاهتمام بتطبيق المبادئ المحاسبية التي تحقق الإفصاح والشفافية، كل هذا أدى إلي حدوث سلسلة الأزمات المالية المختلفة التي حدثت في الكثير من الشركات وخاصة في الدول المتقدمة، وفي ظل هذه الظروف الحرجة التي واجهت الشركات برز مفهوم حوكمة الشركات الذي أخذ حيزا كبيرا من الاهتمام على الصعيد الدولي و المحلي، خاصة بعد حالات الفشل الذريع الذي مس كبريات الشركات العالمية.

تعتبر حوكمة الشركات إحدى أوجه الإدارة الحديثة، التي تسعى إلى تقوية العلاقة بين إدارة الشركة ومساهمتها، مما جعلها تتصدر قائمة المواضيع التي تستقطب اهتمام العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على حد سواء، ومن أجل منع حدوث المزيد من الانهيارات المالية و الأزمات الاقتصادية أو الحد منها، فقد تنامي الوعي الاقتصادي بالاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات والعمل علي تطبيق مختلف القواعد التي تنص عليها من أجل ضمان التسيير الفعال للشركات وتحقيق الأهداف المنشورة.

وسيكون هذا الفصل مجالا لتقديم ومناقشة مختلف الأفكار المتعلقة بحوكمة الشركات سواء تعلق الأمر بتلك المدرجة أو العاملة فيها، أو التطبيقات العملية لها، ولإلمام أكثر بالموضوع تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث.

المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات، سيتم في هذا المبحث التعرف على التطور التاريخي لمفهوم حوكمة الشركات ومختلف التعاريف المقدمة لها مع توضيح خصائصها وأهميتها.

المبحث الثاني: مبادئ وأساسيات حوكمة الشركات، سيتم التطرق في هذا المبحث إلى مبادئ حوكمة الشركات وأهم الأطراف المعنية بها وكذا التعرف على أهم ركائزها، إضافة إلى محددات وآليات حوكمة الشركات.

المبحث الثالث: الإطار التطبيقي لمبادئ حوكمة الشركات، من خلال هذا المبحث سيتم توضيح تحديات ممارسة مبادئ حوكمة الشركات ومراحل تطبيقها.

المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات

يجب التمييز بين نوعين من الحوكمة وهما الحوكمة على المستوى الكلي **Opacity**، وتسمى **Governance** والنوع الآخر هو حوكمة الشركات **Corporate Governance**، ولا يمكن الجزم بأن أي منهما أهم من الآخر، حيث تؤثر الحوكمة في المستوى الكلي على مدى جاذبية مناخ الاستثمار بالدولة ككل، بينما تؤثر حوكمة الشركات في درجة جاذبية الشركة للمستثمرين، ومن الطبيعي أن يكون كلا المستويين مهم ومكملا للآخر.

المطلب الأول: التطور التاريخي لمفهوم الحوكمة

هي الترجمة الأقرب للمصطلح الإنجليزي **Governance** الذي تعود جذوره الأصلية إلى الفعل اليوناني **Kubernan** والذي استعمله أفلاطون لأول مرة بطريقة مجازية في حواراته الفلسفية¹، فلقد كانت تعبر هذه الكلمة عن قدرة ريان السفينة ومهارته في القيادة وسط الأمواج والأعاصير وما يمثله من قيم وأخلاق نبيلة وسلوكيات نزيهة في الحفاظ على أرواح وممتلكات الركاب، فإذا ما وصل بها إلى ميناء الوصول ثم عاد إلى ميناء الإبحار من مهمته سالما، أطلق عليه التجار وخبراء البحار القبطان المتحوم جيدا **Governance Good** وذلك في القرن الثالث عشر²، ومن ثمة فقد ترعرعت ونمت بدايات مجموعة من القيم النبيلة الراسخة والأعراف والتقاليد البحرية والتي توضح ما يجب وما لا يجب عمله، أي أنها توضح الواجبات والمسؤوليات والحقوق والالتزامات والحدود ليس فقط لريان السفينة والبحارة والعاملين معه على السفينة ولكن أيضا ركاب السفينة بما لهم من حقوق وما عليهم من واجبات، ومن هنا اهتمت الحوكمة بصياغة الضوابط الحاكمة سواء للقائد الإداري ممثلا في قبطان السفينة وواجبات البحارة والعاملين والركاب أيضا، وقد ثبت تاريخيا أن للفراعنة المصريين دورا رئيسيا في الحوكمة وإرساء التعاليم الحاكمة المتحكمة في سلوك الأفراد والتجار والمشروعات حيث كانت قراءة تعاليم ومبادئ الحكم التي كانت تكتب للفرعون ولي العهد والتي كان يكتبها الحكام إلى أمراء المناطق كانت تعبر عن حوكمة جيدة وراقية، ثم استعمل بعدها في اللغة اللاتينية بكلمة **Gubernan** في بداية القرن الرابع عشر بنفس المعنى، وابتداء من سنة 1487 استخدم المصطلح **Governance** للتعيين الإداري والقانوني في بعض مدن شمال فرنسا التي كانت تحت السيطرة الهولندية³ كمرادف لمصطلح الحكومة **gouvernement** والذي كان يقصد به فن أو طريقة

¹Frédéric George, **It governance**, Dunod, 3 édition, Paris, France, 2009, p: 4.

² عمار حبيب بهلول، **النظام القانوني لحوكمة الشركات**، منشورات زين الحقوقية، بيروت، لبنان، 2011، ص: 32-33.

³ حسين عبد القادر، **الحكم الراشد وإشكالية التنمية المحلية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم السياسية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2010-2011، ص: 23.

الحكم، ثم توقف الفرنسيون عن استعماله باعتباره من اللغة الفرنسية القديمة، وبعدها استعمل في القرن السادس عشر في اللغة الانجليزية بالمصطلح الحالي **Governance** ولم يعد استعماله في اللغة الفرنسية إلا في بداية التسعينات، في حين يشير المؤرخون الإنجليز في العصور الوسطى إلى هذا المصطلح لتمييز مؤسسة السلطة الإقطاعية، وفي سنة 1840 استعار الملك تشالز ألبرت ملك مملكة بيدومنت و سردينيا مصطلح **Buon governo** كإطار أساسي لحل مشكلة الكساد الاقتصادي وسوء التسيير في مملكته¹.

ومع نهاية الحرب الباردة خلال الربع الأخير من القرن الماضي التي أفرزت جملة من التحولات والتغيرات التي تميزت بالعمق وسرعة الوتيرة كانهيار النظم الاشتراكية في شرقي أوروبا وحدوث تغيرات على مستوى دور الدولة ومكوناتها الرئيسية وأيضاً تنامي دور الشركات العالمية والشركات متعددة الجنسيات في التأثير على صنع السياسات العامة، كما لا ننسى دعوات الإصلاح من الخارج التي تنادي بضرورة إصلاح نظم الحكم².

وقد ظهر مصطلح الحوكمة بشكله المعاصر عندما أحياء البنك الدولي في تقريره حول التنمية في إفريقيا جنوب الصحراء في سنة 1989 بعنوان "إفريقيا من الأزمة إلى النمو المستدام"، حيث ركز في أول طرح له لهذا المفهوم على أهمية توافر بعدين أساسيين وهما البعد الإداري والبعد الاقتصادي دون التركيز على البعد السياسي، ثم مع بداية التسعينات أعطى للبعد السياسي أهمية، حيث طرح المفهوم كمقاربة تحمل البعد السياسي والمؤسسي لاستراتيجيات التنمية وسياسات التعديل الهيكلي³.

ومع طرح هذا المفهوم من قبل البنك الدولي، فإن العديد من المؤسسات الدولية الأخرى، وكذلك المؤسسات الإقليمية والمؤسسات العلمية الأكاديمية المتخصصة، بدأت تتناول هذا المفهوم بدرجات متفاوتة، فقام البعض من تلك المؤسسات بوضع تصور شامل فيما يتعلق بمفهوم الحوكمة والقضايا التي تعالجها ومجالات تطبيقها واقتصر البعض الآخر على مجرد تعريف للحوكمة ينسجم مع المنهج الفكري الخاص بكل

¹ خلاف وليد، دور المؤسسات الدولية في ترشيد الحكم المحلي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم السياسية والعلاقات الدولية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2009-2010، ص: 20.

² مراد بن سعيد، من الحوكمة الدولية إلى الحوكمة العالمية: التحولات الأنطولوجية في تحليل الحوكمة البيئية العالمية، مجلة المستقبل العربي، مركز دار الوحدة العربية، العدد 411، لبنان، 2013، ص: 135.

³ شعبان فرج، الحكم الراشد كمدخل حديث لترشيد الإنفاق العام والحد من الفقر دراسة حالة الجزائر (2000-2010)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012، ص: 8.

مؤسسة والأولويات المرتبة بسياق عملها، ولقد مهد هذا الاهتمام بمفهوم الحوكمة من قبل المؤسسات المختلفة الطريق لتطور أدبيات الحوكمة بسرعة بلغت ذروتها مع نهاية عقد التسعينات من القرن العشرين¹. ومن خلال هذا الرصد التاريخي لتطور مفهوم الحوكمة وتعميق جوانبه المختلفة يتضح أن جوهر الحوكمة جاء مستهدفا لتطوير البيئة المؤسسية التي تحدث فيها التنمية من خلال تفعيل مجموعة من القيم بين مختلف الفاعلين في تلك البيئة بهدف تحقيق الإدارة الرشيدة لمنظومة التنمية.

المطلب الثاني: مفهوم الحوكمة

إن ترجمة المصطلحات من اللغات الأجنبية خاصة الانجليزية أو الفرنسية إلى اللغة العربية دوماً تطرح عدة إشكاليات لعل أهمها عدم وجود ترجمة حرفية واحدة متفق عليها تعكس نفس المعنى أو المفهوم، وهذا ما اعترضنا بالنسبة لمفهوم **Governance**، حيث وجدت عدة ترجمات لهذا المصطلح مثل (الحوكمة، الحاكمية، الحكم، الحكم الرشيد، الإدارة المجتمعية...) والتي لا تعكس دلالات المفهوم وأهدافه لتتوزع وجهات نظر المترجمين والباحثين كل حسب منطلقاته وتوظيفاته.

وفيما يلي رصد لأهم التعاريف حول هذا المصطلح:

1- **البنك الدولي (WB)**: عرفها أول مرة سنة 1989 على أنها "ممارسة السلطة السياسية لإدارة شؤون الدولة"² ثم عرفها سنة 1992 لما أعطى للبعد السياسي للمفهوم أهمية على أنها "الطريقة التي تمارس بها السلطة لأجل زيادة كفاءة الموارد الاقتصادية والاجتماعية لأي بلد من أجل التنمية"³. وبذلك يعتبر البنك الدولي أن التسيير الجيد للاقتصاد ما هو إلا مرادف للحوكمة الجيدة.

2- **برنامج الأمم المتحدة الإنمائي (UNDP)**: يعرفها بأنها "الممارسة السياسية والإدارية من أجل إدارة الشؤون العامة عند كل المستويات، وهي تشمل الآليات والإجراءات والمؤسسات التي تدور مصالح المواطنين حولها، ممارسة حقوقهم المشروعة، أداء واجباتهم وإدارة خلافاتهم"⁴. فمن خلال هذا التعريف نجد أن هذا البرنامج يرى أن تقدم الإدارة وتطورها من إدارة تقليدية إلى إدارة حديثة ما هو إلا انعكاس للحوكمة الجيدة.

3- **منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)**: تعرفها بأنها "استخدام السلطة السياسية وممارسة الرقابة في المجتمع بهدف إدارة الموارد من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية بمشاركة الأطراف

¹ سلوى شعراوي جمعة، **مفهوم إدارة شؤون الدولة والمجتمع: إشكاليات نظرية**، مركز دراسات واستشارات الإدارة العام، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر، 2001، ص: 03.

² شعبان فرح، **مرجع سبق ذكره**، ص: 8.

³The World Bank, **Governance and Development**, Washington D.C, 1992, p: 03.

⁴ PNUD, **Governance for Sustainable Development**, a PNUD Policy document, New York, 1997, p:

المجتمعية الأخرى"¹. فهي ترى أنه من أجل الوصول إلى حوكمة جيدة فلا بد من توفر مجموعة من القيم التي تضبط ممارسة السلطات بغية الوصول إلى تنمية مستدامة.

4- كما تعرف الحوكمة على أنها "مجموعة العلاقات والتفاعلات والقواعد والإجراءات التي تتم في إطار الشراكة بين المؤسسات الحكومية من جانب ومؤسسات المجتمع المدني والقطاع الخاص من جانب آخر من أجل إدارة شؤون الدولة والمجتمع"².

5- وتعرف أيضا بأنها " عقد اجتماعي جديد بين الحكومة والقطاع الخاص والمجتمع المدني في إطار شراكة ثلاثية بهدف تعبئة أفضل لقدرات المجتمع وإدارة أكثر رشادة لشؤون الحكم"³.

6- كما حاول الباحث **R.A.ROHDS** تصنيف التعريفات التي تتناول مفهوم الحوكمة إلى ستة محاور يمكن تلخيصها كما يلي⁴:

أ- **المحور الأول:** يدرس العلاقة بين آليات السوق من جهة، والتدخل الحكومي من جهة أخرى فيما يتعلق بتقديم الخدمات العامة، وعادة ما يعكس هذا الاتجاه الحد من التدخل الحكومي، وضبط النفقات العامة والاتجاه نحو الخصخصة كمؤشرات للتعبير عن عدم تدخل الحكومة إلا عند الضرورة.

ب- **المحور الثاني:** يتحدث عن الحكم الراشد من خلال التركيز على المنظمات الخاصة، ومنظمات الأعمال بالذات عند الحديث عن مصطلح حوكمة الشركات، في هذا السياق يركز على مطالب العملاء، كما يركز على كيفية عمل النظام داخل المنظمة نحو تحقيق مصالح المنتفعين.

ت- **المحور الثالث:** يعبر عن اتجاه الإدارة الحكومية الجيدة والقيام بإدخال أساليب إدارة الأعمال في المنظمات العامة، وإدخال القيم الجديدة مثل المنافسة وقياس الأداء.

ث- **المحور الرابع:** يعتبر الحكم الراشد للدولة امتدادا للمحور الثالث ويزيد عملية الربط بين الجوانب السياسية والإدارية، وعادة ما يربط هذا المحور الأبعاد السياسية للمفهوم والمحدد في منظومة القيم الديمقراطية من جانب مؤشرات شرعية النظام، والمؤشرات المادية من جانب آخر، ويشمل هذا المحور استخدام البنك

¹ سايج بوزيد، دور الحكم الراشد في تحقيق التنمية المستدامة بالدول العربية حالة الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013، ص 130.

² حسين العلواني، صنع القرار المحلي في إطار مفهوم إدارة شؤون الدولة والمجتمع - دراسة للوحدات المحلية بمرکز قوة-، مركز دراسات واستشارات الإدارة العامة، القاهرة، مصر، 2001، ص: 140.

³ شهيد الباز، المنظمات الأهلية العربية على مشارف القرن الحادي والعشرون - محددات الواقع وآفاق المستقبل -، المؤتمر الثاني للمنظمات العربية، القاهرة، مصر، 17-19 ماي 1997، ص: 04.

⁴ سايج بوزيد، المرجع السابق، ص: 133.

الدولي للمفهوم عام 1991 والتبنيه على السياسات المرتبطة به، مثل الإصلاح الإداري وتقليص حجم المؤسسات الحكومية، وتشجيع الاتجاه نحو القطاع الخاص، وتعظيم دور المنظمات غير الحكومية.

ج- المحور الخامس: يعبر عن وضع وإقامة السياسات العامة، وهي محصلة للتفاعلات الرسمية وغير الرسمية بين عدد من الفاعلين (الحكومة - القطاع الخاص - المجتمع المدني) على المستويين المحلي والمركزي بصفة تشاركية، حيث لم تعد الحكومة الفاعل الوحيد وأن هناك مساواة في الأدوار بين الفاعلين.

ح- المحور السادس: يرى أن جوهر الحوكمة يتمثل في إدارة مجموعة من الشبكات المنظمة في عدد من الأجهزة والمنظمات، من خلال العمل على تكامل العناصر الآتية:

- التنسيق بين المنظمات الحكومية ومنظمات قطاع الأعمال الخاص والمنظمات غير الحكومية.
 - عدم ثبات ووضوح الحدود بين أنشطة مختلف المنظمات.
 - استناد قواعد التفاعل بين مختلف المنظمات إلى التفاوض.
 - تمتع مختلف الأعضاء في هذه الشبكة بدرجة عالية من الاستقلالية.
 - قدرة الدولة على توجيه أعضاء الشبكة بما لها من موارد.
- وتقوم مختلف التعاريف السابقة على ثلاثة ركائز أو دعائم أساسية للحوكمة يمكن إيجازها في ما يلي¹:
- **الركيزة الاقتصادية:** تتضمن عمليات صنع القرارات التي تؤثر على أنشطة الدولة الاقتصادية وعلاقتها بالاقتصاديات الأخرى.
 - **الركيزة السياسية:** تتضمن عمليات صنع القرار المتعلقة بصياغة وتكوين السياسات.
 - **الركيزة الإدارية:** تتضمن النظام الخاص بتنفيذ هذه السياسات.
- والحوكمة كمفهوم تتضمن العديد من الجوانب من أهمها²:
- **الحكمة:** ما تقتضيه من الإرشاد.
 - **الحكم:** ما يقتضيه من السيطرة على الأمور بوضع الضوابط والقيود التي تتحكم في السلوك.
 - **الاحتكام:** ما يقتضيه من الرجوع إلى مرجعيات و خبرات تم الحصول عليها من خلال تجارب سابقة.
 - **التحاكم:** طلبا للعدالة.

¹ زين العابدين معو ومبروك ساحلي، سياسات التشغيل في الجزائر وسبل حوكمتها، مجلة دفاتر السياسة والقانون، العدد 11، جوان 2014، ورقة، الجزائر، ص 149.

² علاء فرحات طالب وإيمان شبحان المشهداوي، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان، الأردن، 2011، ص 24.

ومما سبق يمكن القول أن مفهوم الحوكمة أصبح شعارا إصلاحيا وجزءا من الخطابات السياسية والاقتصادية لمختلف حكومات دول العالم أو من يقف في مقابلتها من مجتمع مدني أو قطاع خاص، حيث طرح هذا المفهوم مختلف الآليات للتعامل مع الاستحقاقات الإدارية والمالية والمحاسبية وكذلك المهنية والأخلاقية لتحقيق الغايات النهائية للبرامج والمشاريع الاقتصادية والاجتماعية التنموية.

المطلب الثالث: تحديد مفهوم حوكمة الشركات

من الملاحظ خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي أنه تميز بجملة من الفصائح المالية التي أصابت كبريات الشركات العالمية على المستوى الدولي وخاصة الأمريكية منها، متسببة في حدوث أزمات عالمية على مستوى الأسواق المالية، وذلك راجع إلى الفساد الإداري والمحاسبي فضلا عن الضعف الرقابي على الأنشطة المالية المختلفة في المؤسسات المالية وغير المالية، كل هذه الأحداث أدت إلى ضرورة إعطاء الأولوية للموضوعات التي تتعلق بحوكمة الشركات والتي تولي أهمية كبيرة في وضع مجموعة من الضوابط الأخلاقية والمبادئ المهنية تكون كفيلة بحماية حقوق جميع الأطراف من أصحاب مصلحة ومساهمين وموردين وغيرهم، كل ذلك ساهم في تحديد نطاق هذا المفهوم وإرساء قواعده، تخلل ذلك صعوبة في توحيد هذا المفهوم بشكل قاطع من قبل الكتاب والباحثين نتيجة لتنوع زوايا ووجهات نظرهم الخاصة.

1- مقتطف تاريخي: إن التطور الكبير الذي رافق الثورة الصناعية وبروز الشركات العملاقة ومتعددة الجنسيات، أدى إلى انتشار الشركات ذات الأسهم بشكل واسع، والذي يتماشى مع التطور الحاصل في اقتصاد السوق المالي، مما أدى إلى تشتت ملكيتها عبر العديد من المساهمين، والذي حمل معه إعادة صياغة هيكل ملكيتها وهو ما أدى إلى ظهور نمط جديد من الشركات قائم على الفصل بين ملكية الشركة وإدارتها، مما خلق في كثير من الأحيان تعارض وتضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين وأصحاب المصلحة.

أ- الفصل بين الملكية والإدارة¹: إن هذه المسألة الأساسية لفصل ملكية الشركة عن إدارتها قد طرحت من قبل العديد من الباحثين ونذكر منهم **Alfred Marshal, Karl Marx, Adem Smith**.

يعد **Adem Smith** أول من عالج مشكل فصل الملكية عن الإدارة وذلك من خلال مؤلفه " بحث في طبيعة وأسباب ثروة الأمم " سنة 1776، حيث ينسب المؤلف مسألة الفصل بين الملكية والإدارة إلى التطور في حجم الشركة ونشاطها، حيث راوده الشك في أن مديري أي شركة يقومون بإدارة أموال الغير بدلا عنهم

¹ بلعادي عمار، دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة أسواق المال في الاقتصاديات الناشئة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم المالية، جامعة عنابة، الجزائر، 2017، ص: 4-5.

وهم بالكاد يمكن أن نتوقع منهم تقديم نفس اليقظة والقلق الذي عادة ما يكون من قبل الشركاء في إدارة الأموال الخاصة بهم، وبالتالي الإهمال والإسراف لا يزال سائد في إدارة أعمال هذه الشركات.

جاء **Karl Marx** سنة 1894 بمؤلفه الشهير " رأس المال " حيث وضع فكرة الفصل بين الملكية وإدارة الشركة من خلال طبيعة رأس المال نفسه، وكانت له وجهة نظر معارضة اتجاه الشركات ذات الأسهم، حيث قام بالتمييز بين الرأسمالية المصرفية والتي تتمثل في رؤوس الأموال الموظفة في الشركات، والرأسمالية الصناعية أو الرأسمال التشغيلي الممثل في استخدام وتسيير الموارد بالشركة، مبينا من خلال تحليله لخصائص ومميزات الشركات المساهمة أن طبيعة رأس المال نفسها هي التي تؤدي إلى الفصل بين ملكية وإدارة الشركة.

قام **Alfred Marshal** سنة 1890 بتحليل تطور وضع الشركات ذات الأسهم والتي نتج عنها بدورها إشكالية الفصل بين الملكية وإدارة الشركة، حيث حاول تبرير ذلك من خلال الإشارة إلى تقسيم العمل، حيث أنه يرى أن الميزة الأساسية لشركات المساهمة هي إمكانية جذب المستثمرين الذين ليس لديهم المعرفة والتخصص في الأعمال التجارية، وهم بذلك يصبحون منفصلين عن أموالهم لصالح تلك الشركات ويتحملون المخاطرة بها، هذا ما أتاح الفرصة أمام الأشخاص الذين لديهم الكفاءة ولكنهم لا يملكون رؤوس الأموال، ولقد تسبب هذا بشكل واضح في خلق وامتداد مبدأ التخصص نتيجة فائدة تقسيم العمل وتخصيص رأس المال، وهي النتيجة التي أدت إلى الفصل بين ملكية الشركة وإدارتها.

ب- مشكلة الوكالة¹: طرحت هذه المشكلة من قبل كل من كل من **Jensen and Mekling** سنة 1976، مشيرين إلى موضوع المنظور السلبي لمشكلة الوكالة وما ينتج عنه من صراعات بين الأطراف المشتركة نتيجة عدم الفصل بين الملكية والإدارة وغيرها من الموضوعات المتفرعة، كالمديرين المستقلين ومسؤولية المديرين واستغلال النفوذ والحوافز، حيث يمكن أن تؤدي الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية إلى الإضرار بالشركة وبالصناعة ككل، كما أشار **Fama** من جهة أخرى إلى المنظور الإيجابي لمشكلة الوكالة، حيث اعتبر أن الفصل بين الملكية والإدارة هو في إطار اعتبار ما يربط الأطراف داخل المنشأة من تعاقدات بين أعضائها الذين يعلمون أن عليهم العمل كفريق لأن المصلحة الفردية لن تتحقق إلا من خلال المصلحة العامة لمواجهة المنافسة الخارجية من الفرق لأخرى (الشركات الأخرى)، ويشير كل من **Blair, Boot, Macey** إلى أنه يمكن تعبئة كثير من الأموال لتوفير السيولة بالمنشأة وتنشيط حركة الأسواق من صغار المساهمين، وكذلك إمكانية حل مشكلة الوكالة من خلال التطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات.

¹ أحمد علي خضر، **حوكمة الشركات**، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2012، ص: 99.

ت- الفضائح المالية والأزمات العالمية: إن المتتبع لجذور هذه الهزات المالية يجدها تعود إلى فضيحة **Watergate** في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ استطاعت الهيئات التشريعية والقانونية الأمريكية تحديد أسبابها في فشل الرقابة المالية في الشركات والإسهامات غير المشروعة المتمثلة بتقديم الرشاوى لبعض المسؤولين الحكوميين وعدم الإفصاح والشفافية في التقارير المالية، مما ساعد في صياغة قانون مكافحة ممارسات الفساد عام 1977 الذي تضمن قواعد خاصة لصياغة ومراجعة نظام الرقابة الداخلية التي كانت نواة لهذا المصطلح بعد أن تعرض عدد كبير من الشركات إلى انهيارات مالية في مجال القروض والادخار، حيث تم تأسيس هيئة **تريدوي** عام 1985 وتمثل دورها الأساسي في تحديد أسباب سوء تمثيل الوقائع في التقارير المالية وتقديم التوصيات حول تقليل حدوث ذلك من خلال دعوتها لضرورة وجود بيئة رقابية سليمة ومستقلة مع تدقيق داخلي موضوعي يدعوا لضرورة الإفصاح عن مدى فاعلية الرقابة الداخلية، كما قامت بورصة لندن للأوراق المالية بتشكيل **كالبوري** عام 1991 والتي أسدي لها مهمة وضع مشروع للممارسات المالية لمساعدة الشركات في تحديد وتطبيق الرقابة الداخلية من أجل تجنب تلك الشركات الخسائر الكبيرة¹.

ومع انفجار الأزمة المالية الآسيوية سنة 1997، أخذ العالم ينظر نظرة جديدة إلى حوكمة الشركات، والأزمة المالية المشار إليها قد يمكن وصفها بأنها كانت أزمة ثقة في المؤسسات والتشريعات التي تنظم نشاط الأعمال والعلاقات في ما بين منشآت الأعمال والحكومة، كما أن الأحداث الأخيرة ابتداء بفضيحة شركة **Enron** وما تلا ذلك من سلسلة اكتشافات تلاعب الشركات في قوائمها المالية التي كانت لا تعبر عن الواقع الفعلي لها بالتواطؤ مع كبرى الشركات العالمية الخاصة بالمراجعة والمحاسبة، أدى ذلك إلى ظهور محاولات للإصلاح في مجال الحوكمة كنتاج لتراكم الدراسات التي بحثت في أسباب انهيار الشركات أو إخفاقها في تحقيق أهدافها أو سوء الممارسات الإدارية بها وإهدار أو سوء استخدام الإمكانيات والموارد، مما دفع بكثير من المنظمات العالمية أبرزها منظمة التجارة العالمية ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إلى صياغة مجموعة من المبادئ العامة لحوكمة الشركات، وهو ما أظهر بوضوح أهمية حوكمة الشركات حتى في الدول التي كان من المعتاد اعتبارها أسواقا مالية قريبة من الكمال².

ث- **مرحلة التأكيد على حوكمة الشركات:** مع تتابع ظاهرة الأزمات المالية وانهيار عديد من الشركات العملاقة اتجهت عديد من المؤسسات واللجان والهيئات والمعاهد والاتحادات المهنية والتي كان أغلبها محاسبية إلى تبني موضوع الحوكمة وإصدار مجموعة من الضوابط والإرشادات لتطبيق وتفعيل أهداف

¹ علاء فرحان طالب وإيمان شبحان المشهداني، مرجع سبق ذكره، ص: 27-28.

² مصطفى يوسف كافي، **الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها-أسبابها-تداعياتها-آفاقها)**، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013، ص: 203.

حوكمة الشركات تساعد الشركات من خلال الالتزام بها في تحقيق النمو والاستقرار وتدعيم قدراتها التنافسية للعمل عبر الحدود الدولية¹.

من خلال هذا المفهطف التاريخي لأبرز التحولات التي رافقت المشهد الاقتصادي فيما يخص العلاقة التي تربط عمل الشركات وتحقيقها للنمو والاستقرار، وما رافق ذلك من صراعات وأزمات، نجد أن حوكمة الشركات جاءت من أجل تصحيح العلاقة بين الإدارة ومختلف أصحاب المصلحة في جميع المستويات والتي كانت دائما تعتمد على تقدير كفاءة ومهارة المرؤوسين، دون أن يكون هناك وضوح في الرؤية للمسؤوليات والمهام.

2- تعريف حوكمة الشركات: إن عملية إيجاد تعريف موحد ومتفق عليه لمصطلح حوكمة الشركات بين كافة الاقتصاديين والقانونيين والمحليين أمر صعب، وذلك بسبب تداخل هذا المفهوم في العديد من الأمور التنظيمية والإقتصادية والاجتماعية والمالية، حيث نجد له في اللغة العربية ما يقرب عن 18 معنى (حوكمة الشركات، حاكمية الشركات، حكمانية الشركات، التحكم المشترك، التحكم المؤسسي، الإدارة المجتمعية، ضبط الشركة، السيطرة على الشركة، المشاركة الحاكمة، إدارة شؤون الشركة، الشركة الرشيدة، الإطار الفوقي للمجتمع، الإدارة الحقة للشركة، الحكم الصالح للشركة، أسلوب ممارسة سلطة الإدارة في الشركة، إدارة الحكم الرشيد، إدارة الحكم الصالح، الإدارة السديدة).

إلا أنه من خلال ملاحظة المعنى الظاهر لمعظم هاته المصطلحات فبعضها يميل إلى حكم أو سيطرة الشركات على غيرها وهو أمر لا يتفق مع من حيث المفهوم مع النظام الأساسي للموضوع محل الدراسة وبعضها الآخر يبتعد عن أصل الكلمة " حكم " فيما يقابلها باللغة الانجليزية **GOVERNANCE** ناهيك عن مصطلح " حاكمية " والذي قد يحدث خلط مع مع النظرية الإسلامية المعروفة بـ " نظرية الحاكمية " التي تنطرق إلى الحكم و السلطة والسياسة للدولة.

وعليه فمصطلح " حوكمة الشركات " يكون أقرب إلى مفهوم المصطلح باللغة الانجليزية **CORPORATE GOVERNANCE** والذي يحتوي على معاني الحكم والرقابة، كما أنه يحافظ على جذور الكلمة المتمثل في " حكم " والذي لا يمكن استبعاده إذا أردنا التوصل إلى مرادف للمصطلح، وتجدر الإشارة هنا أن مصطلح حوكمة الشركات قد استحسنه الكثير من متخصصي اللغة العربية يأتي في مقدمتهم مركز دراسات اللغة العربية بالجامعة الأمريكية بالقاهرة، وقد اعتمدنا في دراستنا على مصطلح حوكمة الشركات باعتباره مصطلحا شاملا ومستعملا على نطاق واسع من طرف أغلب الباحثين.

¹ هواري معراج وحديدي ادم، نحو تفعيل دور الحوكمة المؤسسية في ضبط إدارة الأرباح في البنوك التجارية الجزائرية، ملتقى وطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 06-07 ماي 2012، ص: 5.

ولحوكمة الشركات تعاريف ومفاهيم متعددة تختلف باختلاف وجهات نظر الاقتصاديين والقانونيين، وذلك حسب المنطلقات والتوظيفات المراد استخدام المفهوم عبرها، وفي ما يلي رصد لأهم التعاريف حول هذا المصطلح:

أ- **منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE**: تعرف حوكمة الشركات بأنها مجموعة العلاقات القائمة بين إدارة الشركة، مجلس الإدارة، المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين، كما توفر الهيكل الذي يتم من خلاله تحديد أهداف الشركة، فضلا عن وسائل تحقيق هذه الأهداف وضمان مراقبة النتائج¹.

ب- **مؤسسة التمويل الدولية IFC**: تعرف حوكمة الشركات بأنها النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها².

ت- **رابطة الكومنويلث (ACU)**: تعرف حوكمة الشركات بأنها تتعلق أساسا بالقيادة التي تكون فعالة، ذات مصداقية، رشيدة، شفافة ومسؤولة³.

ث- **معهد المدققين الداخليين IIA**: يعرف حوكمة الشركات بأنها عمليات تتم من خلال إجراءات تستخدم بواسطة ممثلي أصحاب المصالح، لتوفير الإشراف على المخاطر وإدارتها بواسطة الإدارة، ومراقبة مخاطر المنظمة، والتأكد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر، مما يؤدي إلى المساهمة المباشرة في إنجاز أهداف وحفظ قيم الشركة⁴.

ج- **Sir adrian cadbury**: ضمن معنى أوسع لحوكمة الشركات فهي تسعى للحفاظ على التوازن بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، وبين الأهداف الفردية والجماعية، فحوكمة الشركات تشجع على الاستخدام الفعال للموارد والمطالبة بالمساءلة على إدارة هذه الموارد، فالهدف هو التقريب بين مصالح الأفراد والشركات والمجتمع ككل⁵.

ح- **Gabrielle O'Donovan**: يعرف حوكمة الشركات بأنها السياسات الداخلية التي تشمل النظام والعمليات والأشخاص، والتي تخدم احتياجات المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين، من خلال توجيه

¹ OCDE, **Principes des gouvernance d'entreprise**, 2004, p11.

² Alamgir.M, **Corporate Governance- A Risk Perspective**-, paper presented to corporate governance and reform, Paving the way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, Egypt, May 7-8 May 2007, p:12.

³ Association du Commonwealth pour la gouvernance d'entreprise, **Principes des gouvernance d'entreprise au sein du Commonwealth**, 1999, p5.

⁴ مصطفى يوسف كافي، **مرجع سيق ذكره**، ص: 206.

⁵ Sir Adrian Cadbury, **Préambule à Corporate Governance and Development**, Forum mondial sur la gouvernance d'entreprise, Focus 1.

ومراقبة أنشطة إدارة الأعمال الجيدة مع الموضوعية والمساءلة والنزاهة، فالإدارة السليمة للشركات تعتمد على التزام السوق الخارجية والتشريعات بالإضافة إلى ثقافة صحية تشمل ضمانات للسياسات والعمليات¹.

خ- أمين السيد أحمد لطفي: هي نظام للتوجيه والتحكم والرقابة على نشاط الشركات المساهمة مبني على تنظيم عملية اتخاذ القرار في هذه الشركات وتوزيع الصلاحيات والمسؤوليات فيما بين الأطراف الرئيسية في الشركة وذلك لخدمة مصالح المساهمين بشكل عام².

مما سبق يمكن القول بأن حوكمة الشركات هي علاقة بين عدد من الأطراف المشاركة التي تؤدي إلى توجيه وتحسين أداء لشركة، فهي تقوم بعملية تصحيح هذه العلاقة بين الشركة وأصحاب المصالح في المستويات المختلفة، بغية تحقيق خطط الشركة والوصول إلى الأهداف المنشودة.

المطلب الرابع: خصائص وأهمية حوكمة الشركات

يتفاوت تحديد مميزات وخصائص حوكمة الشركات وفقا لاختلاف وجهات النظر المختلفة والتي أعطت الموضوع الأهمية في الدراسة و التحليل لتحديد عدد من الخصائص تتسم بها حوكمة الشركات التي اكتسبت أهمية كبرى بالنسبة لاقتصاديات دول العالم خاصة الناشئة منها لما فيها من تحسين لأداء الشركات وتشجيع الاستثمار وتحقيق التنمية المستدامة.

1- خصائص حوكمة الشركات: من خلال ما تقدم من تعريف مختلفة لحوكمة الشركات يتبين لنا أن هذا المفهوم يرتبط بشكل أساسي بين عدة أطراف ذات العلاقة بالشركة، ومنه يجب توفر مجموعة من السلوكيات حتى يتحقق الغرض من وراء تطبيق هذا المفهوم يمكن تلخيصها في النقاط الآتية³:

- **الانضباط:** من خلال إتباع سلوك أخلاقي مناسب وصحيح.
- **الشفافية:** والتي تركز على حرية تدفق المعلومات بحيث تكون العمليات والمؤسسات والمعلومات في متناول المعنيين بها، وتكون المعلومات المتوفرة كافية لفهم و متابعة العمليات في المؤسسات.
- **الاستقلالية:** أي عدم وجود تأثيرات وضغوطات على العمل.
- **المساءلة:** و ذلك من خلال تقييم وتقدير كل أعمال مجلس الإدارة والتنفيذيين.
- **المسؤولية:** أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف.
- **العدالة:** بحيث تكون الأنظمة و القوانين عادلة وتنفيذها نزيه سيما ما يتعلق باحترام حقوق مختلف المصالح.

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص: 207.

² أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة وحوكمة الشركات، الدار لجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2010، ص: 132.

³ صلاح حسن، البنوك والمصارف ومنظمات الأعمال - معايير حوكمة المؤسسات المالية-، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر،

2011، ص: 32-33.

➤ المسؤولية الاجتماعية: وتعني النظر إلى الشركة كمواطن جيد.

2- أهمية حوكمة الشركات: تتجسد أهمية حوكمة الشركات على المستوى القومي حيث تؤدي إلى زيادة

الثقة فيه، ويمكن تلخيص هذه الأهمية في النقاط الآتية:

أ- أهمية حوكمة الشركات من الناحية الاقتصادية: تقوم حوكمة الشركات على الصعيد الاقتصادي بتقديم الضمان والطمأنينة للمستثمرين وحملة لأسهم لتحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم مع العمل على حماية حقوقهم وخاصة حائزي الأسهم من صغار المساهمين، كما أن إتباع نظام حوكمة الشركات يؤدي لتعظيم القيمة السوقية للشركة وبدفع عجلة التنمية الاقتصادية للبلاد، حيث تعمل على رفع كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركة وتدعيم تنافسيتها في أسواق المال العالمية بما يمكنها من جذب رؤوس الأموال، وخلق فرص جيدة للأفراد وظهور كيانات اقتصادية وتجارية عملاقة، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة والتنمية الاقتصادية المطلوب¹.

ب- أهمية حوكمة الشركات من الناحية القانونية: بالرغم من اختلاف القوانين والنظم الأساسية والمرتبطة بحوكمة الشركات بين الدول، إلا أن الأنظمة القانونية تعد هي صمام الأمان الرئيسي الضامن لحوكمة جيدة للشركات، وتتمثل هذه الأهمية في قدرة المعايير التي تستند إليها حوكمة الشركات على الوفاء بحقوق كافة الأطراف المستفيدة في الشركة مثل حملة الأسهم والمقرضين والعاملين وغيرهم، وتعد القوانين والمعايير المنظمة لعمل الشركات (مثل قوانين الشركات وقوانين الأسواق المالية والمعايير المحاسبية والتدقيق) العمود الفقري لإطار حوكمة الشركات، إذ تنظم تلك القوانين والمعايير العلاقة بين الأطراف المهتمة بالشركة والمعنية بالاقتصاد كله، كما أن الأشكال المختلفة للعقود بين الأطراف المعنية في الشركة تمثل حجر الأساس في تنظيم العلاقات التعاقدية بينهم بالشكل الذي يعمل على ضمان حقوق كل طرف منهم².

ت- أهمية حوكمة الشركات من الناحية الاجتماعية: يتسع نطاق اهتمام الشركات ليشمل جميع القواعد التنظيمية لأوضاع المنشآت والشركات بما فيها الجانب الاجتماعي، فهو امتداد للجانب الاقتصادي للمنشأة، فمع تزايد العولمة تزايدت أيضا عولمة أذواق المستهلكين وتفضيلاتهم وميولاتهم الاجتماعية، والتي تؤثر في أعمال الشركات بتكلفة محسوسة³، وبالتالي فالشركات تؤثر وتتأثر بالحياة العامة، حيث أن أداءها يمكن أن يؤثر على الوظائف والدخول والمدخرات والمعاشات ومستويات المعيشة، وغيرها من الأمور المرتبطة بحياة

¹ أحمد علي خضر، مرجع سبق ذكره، ص 185.

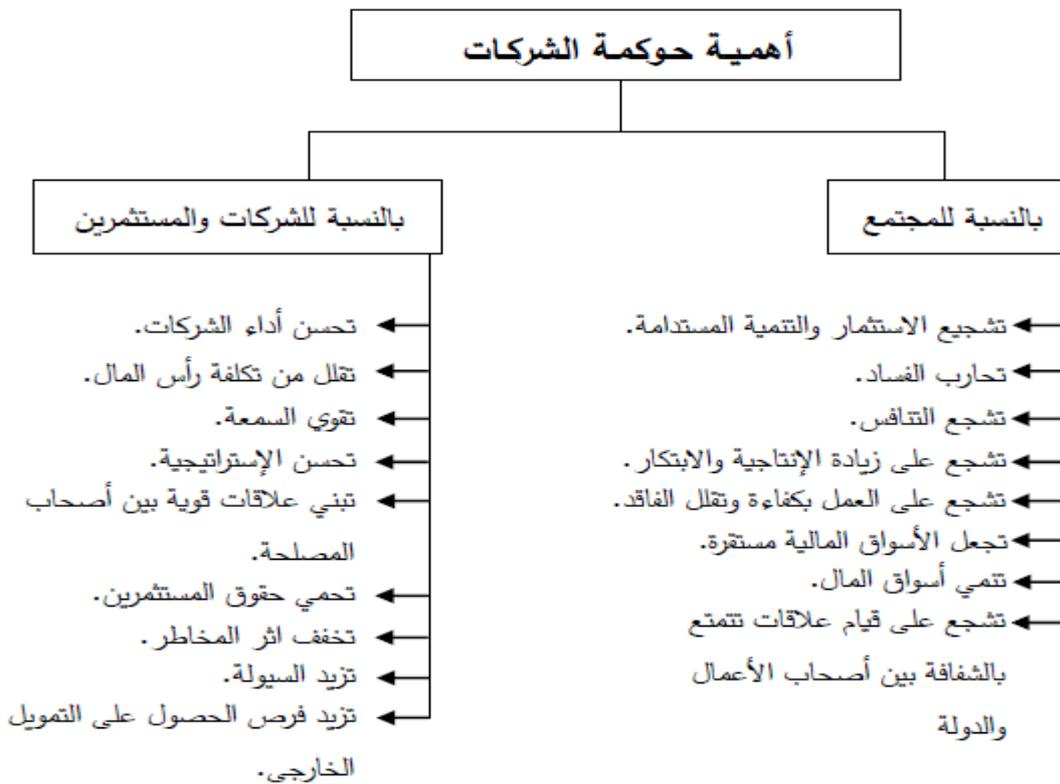
² مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص: 218-219.

³ أحمد علي خضر، مرجع سبق ذكره، ص: 189.

الأفراد والمؤسسات بالمجتمع، ومن ثم فيجب أن تكون الشركات مسؤولة عن التزاماتها في الإطار الأشمل لرفاهة وتقدم المجتمع¹.

ويمكن تلخيص أهم ما جاء سابقا في الشكل التالي:

الشكل رقم 01: أهمية حوكمة الشركات



المصدر: ميكرا كراسينكي، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة - نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح -، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 2008، ص: 6.

المبحث الثاني: مبادئ وأساسيات حوكمة الشركات

سنتناول في هذا المبحث أهم المبادئ التي تتبناها أغلب الشركات والتي كانت عملت مختلف الهيئات والمنظمات الدولية على تبيانها وتفسيرها من أجل تحقيق الهدف الأساسي للشركات وعدم تعثرها وخروجها من السوق، وأيضا سيتم توضيح مختلف الأساسيات المتعلقة بهذا المفهوم من ركائز ومحددات والأطراف التي تقوم بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات.

المطلب الأول: مبادئ حوكمة الشركات

عادة تتواجد مبادئ حوكمة الشركات في القوانين والتشريعات واللوائح التي تطبقها الدول وبالتالي قد تختلف هذه المبادئ من دولة إلى أخرى حسب القانون الذي تتبعه، ونتيجة لأنه قد تخلوا القوانين المطبقة في

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص: 220.

بعض الدول من هذه المبادئ، فإن الهيئات الرقابية الأخرى العاملة في بعض الدول مثل هيئات الأسواق المالية والبورصات تسعى إلى وضع مبادئ لحوكمة الشركات التي يجب أن تتبعها الشركات المقيدة بها أو التي ترغب في القيد وذلك لضمان توفير الحماية لحملة الأسهم.

وهذا يعني أنه ليس هناك نظام موحد لحوكمة الشركات يمكن أن يطبق في جميع الدول ويؤدي تطبيقه إلى الحصول على نفس النتائج، بل هناك مبادئ عامة لحوكمة الشركات تصدرها هيئات دولية متخصصة، ويقصد بهذه المبادئ أن تكون عوناً لحكومات الدول في جهودهم من أجل تقييم وتحسين الإطار القانوني والمؤسسي والتنظيمي الخاص بحوكمة الشركات في دولهم وكذلك من أجل توفير الإرشادات والمقترحات لبورصات الأوراق المالية والمستثمرين والشركات والأطراف الأخرى التي لها دور في تنمية الحوكمة الجيدة للشركات¹.

وقد بادرت العديد من الدول وخاصة النامية بالاسترشاد بمبادئ حوكمة الشركات التي أرسيتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بالمشاركة مع صندوق النقد IMF والبنك IB الدوليين والاتحادات المهنية، وقد غطت هذه المبادئ التي صدرت عن منظمة OECD عام 1999 تحت عنوان Principles of Corporate Governance خمسة مجالات، إلا أنه في عام 2004 تم تعديل هذه المبادئ وأصبحت تغطي ستة مجالات، ويندرج تحت كل منها مجموعة من المبادئ التفصيلية، وفيما يلي سنعرض النصوص الواردة من خلال الفروع التالية:

- 1- **ضمان وجود إطار فعال**²: لضمان فاعلية قواعد أو دستور حوكمة الشركات، ينبغي توافر متطلبات معينة كلها تصب في مصلحة المستثمرين من ملاك ومقرضين من أهمها:
 - أ- **توفير الشفافية والإفصاح**: الذي في ظلها تصل المعلومات إلى جميع المتعاملين بسرعة كافية، ورفع كفاءة السوق بما يضمن أن تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات المتاحة عن أداء الشركة، ويضمن أيضاً الحماية لحملة الأسهم خاصة في حالات الاندماج والاستحواذ.
 - ب- **توفير النزاهة والموارد والسلطة الكافية**: وذلك لمن سيقع عليهم مسؤولية وضع القواعد المنظمة للحوكمة، المشتركين في متابعة التنفيذ والمسؤولين عن اتخاذ الإجراءات الحازمة في حالة المخالفة.
 - ت- **وضوح الأدوار**: بحيث يجب أن تكون الأدوار محددة وواضحة لكل من الأدوار التنفيذية ومجلس الإدارة واللجان المنبثقة عنه والجمعية العمومية، وألا يكون هناك تضارب في المصالح، وأن يكون الهدف دائماً هو

¹ محمد مصطفى سليمان، **حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 18-19.

² منير إبراهيم هندي، **حوكمة الشركات - مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء**، دار المعرفة الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2011، ص: 20.

حماية مصالح الأطراف التي يهملها أمر الشركة، وفيما يتعلق بتضارب المصالح ينبغي أن تكون القواعد محكمة بشكل يمنع الإدارة من الربح على حساب حملة الأسهم فيما يسمى بتكلفة الوكالة لحقوق الملكية، وبما يمنع الإدارة أيضا من التصرف بشكل قد يلحق الضرر بالمقرضين لحساب حملة الأسهم فيما يسمى بتكلفة الوكالة للديون.

2- حقوق المساهمين¹: ينص هذا المعيار على أنه ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات حماية حقوق المساهمين، وأن يسهل لهم ممارسة حقوقهم، هذا وتتركز هذه الحقوق لحملة الأسهم وحققهم في الحصول على نصيب من الأرباح التي يتقرر توزيعها، والحق في الحصول على نصيب من موجودات الشركة عند التصفية، وحرية نقل أو تحويل ملكية الأسهم، وأيضا حق حضور الاجتماعات العامة للشركة، والمشاركة في القرارات الهامة التي تعرض على الجمعية العامة للشركة.

كما يجب على الشركة تزويد حملة الأسهم بالمعلومات الخاصة بها في الوقت المناسب بصفة منتظمة، كما يجب توفير الفرصة لحملة الأسهم لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة ومراقبة أعمالهم ورفع دعوى المسؤولية عليهم إذا تطلب الأمر ذلك.

ينبغي أن يكون للمساهمين أيضا الحق في المشاركة في القرارات التي تؤدي إلى تغييرات أساسية في الشركة مثل:

➤ تعديل النظام الأساسي أو عقد التأسيس.

➤ التراخيص بإصدار أسهم إضافية.

➤ العمليات الاستثنائية التي قد تسفر عن بيع الشركة.

3- المعاملة المتساوية للمساهمين²: حرصت مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لحوكمة الشركات على تأكيد غايتها في توفير معاملة متساوية وعادلة للمساهمين بالشركة، وقد تناولت المبادئ حماية حقوق المساهمين في نسختها الحديثة ما يلي:

أ- ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يضمن معاملة متساوية لكافة المساهمين، بما في ذلك مساهمي الأقلية والمساهمين الأجانب، وينبغي أن تتاح الفرصة لكافة المساهمين للحصول على تعويض فعال عن انتهاك حقوقهم وذلك من خلال:

¹ ناصر عبد الحميد علي، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز الخبرات المهنية للإدارة بميك، القاهرة، مصر، 2014، ص:

61.

² أحمد علي خضر، مرجع سبق ذكره، ص: 118-121.

➤ في نطاق أي سلسلة رقمية من نفس الطبقة ينبغي أن تكون لكافة الأسهم نفس الحقوق، وينبغي أن يتمكن كافة المستثمرين من الحصول على المعلومات المتعلقة بكافة السلاسل وطبقات الأسهم قبل أن يقوموا بالشراء.

➤ ينبغي حماية مساهمي الأقلية من إساءة الاستغلال التي يتم إجراؤها لمصلحة المساهمين أصحاب النسب الحاكمة، وينبغي أن تكون هناك وسائل فعالة للإصلاح بشكل فعال.

➤ ينبغي أن يتم الإدلاء بالأصوات عن طريق فارزي أصوات أو مرشحين لهذا الغرض بطريقة يتم الاتفاق عليها مع المستفيد من ملكية الأسهم.

➤ ينبغي إلغاء جميع العوائق التي تعرقل عملية التصويت عبر الحدود.

➤ ينبغي أن تسمح العمليات والإجراءات الخاصة باجتماع الجمعية العامة لكافة المساهمين بأن يحصلوا على معاملة متساوية، وينبغي ألا تؤدي إجراءات الشركة إلى زيادة صعوبة أو زيادة تكلفة الإدلاء بالأصوات بدون مبرر.

ب- ينبغي أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين بالشركة أن يفصحوا لمجلس الإدارة عما إذا كانت لهم - سواء بشكل مباشر أو غير مباشر أو بالنيابة عن طرف ثالث - أي مصلحة مادية في أي عملية أو موضوع يمس الشركة بطريق مباشر.

ويهدف هذا المبدأ إلى ضمان حقوق تصويت متساوية للمساهمين وحماية حقوق الأقلية ومنع استغلال المعلومات السرية في التعامل والبيع الصوري من الشخص لنفسه، ووضع نظم وضمانات تمنع العاملين الداخليين في الشركة وأعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا من التلاعب بمصالح المساهمين بالشركة.

4- دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات¹: يجب أن ينطوي إطار حوكمة الشركات على الاعتراف بحقوق أصحاب المصلحة كما يرسبها القانون، وأن يعمل أيضا على تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح في مجال خلق الثروة وفرص العمل وتحقيق الاستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة من خلال:

➤ ينبغي أن يعمل إطار حوكمة الشركات على تأكيد احترام حقوق أصحاب المصالح التي يحميها القانون.

➤ حينما يحمي القانون حقوق أصحاب المصالح فإن أولئك ينبغي أن تتاح لهم فرصة الحصول على تعويضات في حالة انتهاك حقوقهم.

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص: 235.

➤ يجب أن يسمح إطار حوكمة الشركات بوجود آليات لمشاركة أصحاب المصالح وان تكفل تلك الآليات بدورها تحسين مستويات الأداء.

➤ حينما يشارك أصحاب المصالح في عملية حوكمة الشركات، يجب أن تكفل لهم فرصة الحصول على المعلومات المتصلة بذلك.

5- الإفصاح والشفافية¹: يجب أن يؤكد إطار القواعد المنظمة للحوكمة على الإفصاح السريع والدقيق لكافة البيانات المتعلقة بالأمور المادية للشركة، بما في ذلك الموقف المالي والأداء والملكية والرقابة على الشركة من خلال:

➤ يجب ألا يقتصر الإفصاح على المعلومات الجوهرية وإنما يشمل أيضا النتائج المالية والتشغيلية للشركة، أهداف الشركة، ملكية أسهم الأغلبية وحقوق التصويت، مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والمعلومات الخاصة بمؤهلاتهم وكيفية اختيارهم وعلاقتهم بالمديرين الآخرين ومدى استقلاليتهم، معاملات الأطراف ذوي العلاقة، عناصر المخاطر الجوهرية المتوقعة، الأمور الجوهرية المتعلقة بالعاملين وغيرهم من ذوي الشأن والمصالح، هياكل وسياسات قواعد الحوكمة ومضمون قانون الحوكمة وأسلوب تنفيذه.

➤ يجب إعداد المعلومات المحاسبية والإفصاح عنها طبقا لمعايير المحاسبة والمراجعة المالية وغير المالية.

➤ يجب إجراء المراجعة السنوية لحسابات المؤسسة بواسطة مراجع مستقل ومؤهل وذلك بهدف تقديم ضمان خارجي وموضوعي للمجلس والمساهمين يفيد أن القوائم المالية تمثل بالفعل المركز المالي للمؤسسة وأدائها في جميع المجالات الهامة.

➤ يجب أن يقدم مراجعي الحسابات الخارجيين تقاريرهم للمساهمين، وعليهم بذل العناية المهنية الحريصة عند القيام بالمراجعة.

➤ يجب توفير قنوات لبث المعلومات تسمح بحصول المستخدمين على معلومات كافية وفي التوقيت المناسب وبتكلفة اقتصادية وبطريقة تتسم بالعدالة.

➤ يجب أن يزود إطار الحوكمة بمنهج فعال يتناول التحليل، ويدعم توصيات المحلل ولوسطاء وشركات التصنيف وغيرها من الأطراف التي تؤثر على القرارات التي يتخذها المستثمرون والتي تخلق من تعارض المصالح التي قد تؤثر على نزاهة التحليل أو توصيات المحلل.

6- مسؤوليات مجلس الإدارة²: يجسد هذا المبدأ إطار قواعد الحوكمة المؤسسية على إستراتيجية الشركة والرقابة الفاعلة لمجلس الإدارة على الشركة، ومسؤولية مجلس الإدارة أمام الشركة والمساهمين بحيث:

¹ صلاح حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 71-72.

² محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

- أ- أن يعمل مجلس الإدارة بإخلاص على أساس عناية الرجل الحريص لما فيه صالح الشركة والمساهمين.
- ب- على مجلس الإدارة إن كانت قراراته تؤثر على مجموعة من المساهمين أن يعمل على تحقيق المعاملة المتساوية لجميع المساهمين.
- ت- على مجلس الإدارة أن يتبع معايير عالية للأخلاق ويضع في اعتباره مصالح الأطراف ذوي العلاقة.
- ث- على مجلس الإدارة القيام بانجاز مجموعة من المهام الأساسية المقررة مسبقا بما في ذلك:
- وضع استراتيجية الشركة وسياسة المخاطر والموازنات وخطط العمل وتحديد أهداف الأداء ومراقبة تنفيذ الأداء والنفقات الرأسمالية وتصفية الاستثمارات.
 - متابعة قياس كفاءة ممارسة الشركة لقواعد حوكمة الشركات وإجراء التعديلات عند الحاجة.
 - اختيار كبار المديرين وتحديد مكافآتهم ومتابعة أدائهم وإعفاؤهم عند الضرورة.
 - الإفصاح عن مكافآت المديرين وأعضاء مجلس الإدارة لتحقيق مصالح الشركة والمساهمين.
 - توافر نظام رسمي يتصف بالشفافية لعمليات ترشيح وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
 - الرقابة على حالات تعارض المصالح الخاصة بالمديرين وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين بما في ذلك سوء استخدام موجودات الشركة وإحكام السيطرة على بعض العمليات المتعلقة بها.
 - التأكد من سلامة التقارير المالية والنظم المحاسبية للشركة بما في ذلك نظام التدقيق المالي المستقل والرقابة المالية والتشغيلية، والامتثال للقوانين والتعليمات.
- ج- على مجلس الإدارة ضمان الحكم بشكل مستقل وموضوعي في ما يتعلق بشؤون الشركة من خلال:
- تكليف عدد كاف من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين فيمن تتوافر فيهم صفات الحكم الموضوعي بمهام قد يحدث فيها تعارض للمصالح المحتملة مثل التقارير المالية، التعيينات، مكافآت التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة.
 - التحديد الدقيق والإفصاح عن الهدف وإجراءات العمل الخاصة بلجان مجلس الإدارة عند تأسيسها.
 - على أعضاء مجلس الإدارة تكريس وقت كاف لممارسة مسؤولياتهم.
- ح- أن يتوافر لأعضاء مجلس الإدارة سهولة النفاذ إلى المعلومات المناسبة الدقيقة في التوقيت المناسب ليتسنى لهم القيام بمسؤولياتهم على الوجه الأكمل.
- من خلال ما تقدم ذكره من مبادئ حوكمة الشركات يستدل على أنها تحتاج إلى بيئة مناسبة لها من أجل احتوائها بهدف تطبيقها بشكل سليم، فحوكمة الشركات دون تفعيل للمبادئ السابق ذكرها فهي لا تساوي شيء، وبالتالي يجب تضافر جميع الجهود الدولية والمحلية من أجل التأكيد على ضرورة الالتزام بمبادئ

ومعايير حوكمة الشركات التي تصدرها هذه المنظمة أو غيرها والافتتاح بأهميتها والتأكيد على الضوابط التي تساعد في عملية تطبيقها.

المطلب الثاني: الأطراف المعنية بحوكمة الشركات

توجد العديد من الأطراف المترابطة التي تعمل من أجل التطبيق السليم للحوكمة، حيث تشكل الحوكمة جزءا متكاملًا من نسيج النظام العام، وتضع إطارًا ضابطًا للسلوك وحاكمًا للتصرفات وتمثل سياجا أخلاقيا يحمي المشروعات، وتحقق مصالح المجتمع بتنظيماته وجمعياته وهيئاته وطوائفه، وفي ما يلي توضيح لهذه الأطراف ومدى ارتباطها بحوكمة الشركات:

1- المساهمون¹: وهم من يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق تملكهم أسهمها، وذلك مقابل الحصول على الأرباح المناسبة لاستثماراتهم، وهم بالتالي معنيون بتعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل، وهذا يحدد مدى استمرارية الشركة من عدمها ويجدد أرباحها ونموها في نفس الوقت، وفيما يتعلق بالحوكمة فإن اهتمام المساهمين بتحقيق أهدافهم يكون من خلال الإسهام في اختيار أعضاء مجالس الإدارة بصفة جيدة، وحسن الاختيار للإدارة العليا ضمن القوانين والسياسات المطلوبة، كما أن تعزيز الحوكمة يطمئن صغار المساهمين ويشجع الأطراف الأخرى على الاستثمار في الشركات المساهمة، لأن القوانين وحدها غير كافية لضمانة المستثمرين في الشركة.

2- مجلس الإدارة²: بصفتهم من يقوم باختيار المديرين التنفيذيين والذين يوكل لهم سلطة الإدارة اليومية لأعمال الشركة، ويرسم السياسات العامة وكيفية المحافظة على حقوق المساهمين، بالإضافة إلى الرقابة على أدائهم، فقد أوضحت المبادئ العالمية المذكورة للحوكمة بأن أعضاء مجلس الإدارة ملزمون بنوعين من الواجبات عند قيامهم بعملهم وهما:

أ- **واجب العناية:** ويتطلب أن يكون مجلس الإدارة يقظًا وحذرًا وأن يبذل الجهد والحرص والعناية اللازمة في اتخاذ القرار، وأن يتوفر في الشركة إجراءات وأنظمة كافية وسلمية، وأن تكون الشركة ملتزمة بالقوانين والأنظمة والتعليمات الموضوعة.

ب- **واجب الإخلاص:** ويشمل ذلك المعاملة المتساوية للمساهمين والمعاملات مع الأطراف ذات المصالح ووضع سياسات ملائمة للرواتب والمكافآت وغير ذلك.

¹ Shahira Abdel Shahid , **Corporate Governance is becoming a global pursuit : what could be done in Egypt ?**, Cairo and Alexandria Stock Exchanges Working Paper Series, Egypt, September 2001, p: 4.

² عبد الوهاب نصر علي وشحاته السيد شحاته، **مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 21-20.

3- الإدارة العامة¹: تعتبر الإدارة هي الجهة المسؤولة في الشركة عن تقديم التقارير الخاصة بالأداء الفعال إلى مجلس الإدارة، كما أن الإدارة تكون مسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها بالإضافة إلى مسؤوليتها تجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين، وتعتبر هي حلقة الوصل بين مجلس الإدارة وبقية الأطراف المتعاملة مع الشركة، لذا يجب الحرص على اختيار أفراد الإدارة بعناية لأنهم هم من يقوم بتنفيذ رغبات المساهمين ومجلس الإدارة.

4- أصحاب المصالح²: وهم مجموعة من الأطراف لهم مصلحة داخل الشركة مثل العملاء والدائنين والموردين والعمال والموظفين، ويجب ملاحظة أن هؤلاء الأطراف لديهم مصالح قد تكون متضاربة ومختلفة في بعض الأحيان، فالدائنون على سبيل المثال يهتمون بقدرة الشركة على الاستمرار، هذه الأطراف مهمة في معادلة العلاقة بالشركة، فهم الذين يقومون فعلا بأداء المهام التي تساعد الشركة على الإنتاج وتقديم السلع والخدمات، وبدونهم لا تستطيع الإدارة ولا حتى مجلس الإدارة والمساهمون تحقيق الاستراتيجيات الموضوعية، فهم الأداة التي تحرك الشركة، لذا يجب أن يكون مجلس الإدارة مدركا لهذه الحقائق وأن يتأكد من حسن الإدارة لخدمة العميل وإرضاءه، وأن يرسخ في الشركة أهمية العميل، أما إذا أغفل هذا الجانب فهذا دليل قاطع على عدم وجود النظام الإداري القادر على التسيير بالطريقة الصحيحة.

أما الموردون فهم من يبيع الشركة المواد الخام والسلع والبضائع والخدمات الأخرى، لذلك تعتمد الشركة اعتمادا كبيرا على كفاءة هؤلاء الموردين في توريد المواد والسلع والخدمات في الوقت المناسب، وبالجودة والتكلفة المناسبة وأي تأخير في تسليم هذه المواد والخدمات ينتج عنه تأخير في عمليات الإنتاج وبالتالي يؤثر على خدمة العميل.

أما في ما يتعلق بالمولدين، كالمصارف والشركات المالية، وجميع الأطراف التي تمنح الشركة تسهيلات ائتمانية ومنهم الموردون الذين يمنحون الشركة مهلة من الوقت لدفع المبالغ لمستحقها نتيجة الخدمات أو المواد التي يبيعونها لها.

المطلب الثالث: ركائز حوكمة الشركات

هناك مجموعة من الركائز الأساسية الداخلية والخارجية التي يجب تحقيقها، ولكي تتمكن الشركات والدول من الاستفادة من مزايا تطبيق مفهوم حوكمة الشركات يجب أن تتوفر مجموعة من الركائز الأساسية

¹ عبد الوهاب نصر علي وشحاته السيد شحاته، نفس الرجوع السابق، ص: 22.

² لعشوري نوال، دور حوكمة الشركات في الرفع من أداء وكفاءة السوق المالي - دراسة حالة مصر -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم المالية، جامعة عنابة، الجزائر، 2010-2011، ص: 25.

الداخلية والخارجية التي تضمن التحقيق السليم لمفهوم حوكمة الشركات ومبادئه، وتتلخص أهم هذه الركائز في ما يلي:

1- السلوك الأخلاقي¹: يشير هذا المرتكز إلى البيئة الأخلاقية ومجموعة القيم الخاصة التي يتم تعميمها على الشركة، وتجدر الإشارة هنا إلى إيضاح ما تعنيه القيم الخاصة، إذ تحدد تلك القيم النطاق المناسب لإجراء الحوار الصريح في الوقت الصحيح حول حل المشكلات فضلا عن كونها تمنع الفساد وتعاطي الرشوة في التعاملات سواء على المستوى الداخلي أم الخارجي للعمليات المصرفية، فضلا عن أنها تحد من تلك النشاطات والعلاقات التي تحجم دور حوكمة الشركات كالإقراض الداخلي المتصل بالمسؤولين والعاملين في المصرف أو أي تعاملات تفضيلية لأطراف مقربين من المسؤولين، ومن هنا وجب الحث على تطبيق ميثاق أخلاق وسلوكيات العمل وتعميمه على جميع العاملين في الشركة فضلا عن نشره في الشبكة الداخلية، إذ يتضمن مجموعة من المبادئ التي تمنع الرشوة وتسريب بيانات الزبون وتعارض المصالح.

ويؤكد جميع الباحثين في هذا المجال على أهمية ميثاق الشرف والمواثيق الأخلاقية للعمل على الرغم من أنها ليست في قوة القوانين واللوائح من ناحية الالتزام بها، لكنها تغطي احتمالات التحايل على الأعراف والتقاليد المهنية والاجتماعية بل تعد غاية في الأهمية لبناء إطار حوكمة الشركات، لأنها تتعامل مع الجانب المضيء في الإنسان من منطلق الطاعة والاختيار وليس من منطلق الإكراه والالتزام.

2- تفعيل دور أصحاب المصلحة ودعم الرقابة والمساءلة²: ويشمل ذلك لجنة المراجعة، مجلس الإدارة، المراجعون الخارجيون والمراجعون الداخليون وذلك على النحو الآتي:

أ- لجنة المراجعة: تلعب لجنة المراجعة دورا هاما في حوكمة الشركات، وهي لجنة دائمة منبثقة من مجلس الإدارة، وتتكون من عدد لا يقل عن ثلاثة من الأعضاء غير التنفيذيين، وتجتمع معظم لجان المراجعة كل ربع سنة، وهي عادة ما تكون موجودة في كل المنظمات والقطاعات الحكومية خاصة المنظمات الكبيرة، ويحضر اجتماعات هذه اللجنة المراجعون الداخليون والمراجع الخارجي إذا لزم الأمر، وتفوض اللجنة المراجعة سلطات العمل طبقا للأحكام المقررة وتقوم كذلك بفحص المجالات التي تتناسب مع أجندتها.

ب- مجلس الإدارة: ويكون مسئولا بصفة جماعية عن رفع مستوى النجاح في المؤسسة أو الشركة والقيادة والتوجيه لشؤونها، ويجب أن يكون حجم المجلس مناسبا، وأن يكون نصف عدد الأعضاء بدون الرئيس من غير التنفيذيين ووجود تمثيل قوي من الأعضاء التنفيذيين بالمجلس.

¹ علاء فرحان طالب وإيمان شيجان المشهداني، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

² صلاح حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 143-151.

ت- المراجعون الداخليون: والمراجعة الداخلية هي إحدى الوسائل الفعالة للرقابة الداخلية، وتعرف بأنها مجموعة من الأنظمة وأوجه النشاط المستقلة داخل المشروع تنشئها الإدارة بغرض خدمتها في مراجعة العمليات والقيود بشكل مستمر لضمان دقة البيانات المحاسبية والإحصائية، وفي التأكد من كفاية الاحتياطات المتخذة لحماية الأصول وممتلكات المشروع، وفي التحقق من إتباع موظفي المشروع للسياسات والخطط والإجراءات المرسومة لهم، وفي قياس صلاحية تلك الخطط والسياسات وجميع وسائل الرقابة الأخرى في أداء أغراضه، واقتراح التحسينات اللازم إدخالها عليها وذلك حتى يصل المشروع إلى درجة الكفاية القصوى.

ث- المراجعون الخارجيون: يعتبر المراجع الخارجي متعاقد خارجي وليس من العاملين بالمنظمة كالمراجع الداخلي، وهو يسعى إلى تقديم رأي محايد عما إذا كانت القوائم المالية تعبر بعدالة عن حقيقة المركز المالي ونتائج الأعمال، وتمثل القوائم المالية الشاغل الرئيسي للمراجع الخارجي، وتعتبر المراجعة الخارجية أحد المتطلبات القانونية للشركة المقيدة بالبورصة، ويرتكز عمل المراجع الخارجي بصفة أساسية على تلك النظم المالية التي لها تأثير على القوائم المالية بينما يقوم عمل المراجع الداخلي بمراجعة النظم الخاصة بالرقابة الداخلية وبالتالي فالمراجع الخارجي ينظر في تقييم نظام الرقابة الداخلية لاختيار حجم العينة وتحديد نطاق اختباره.

3- إدارة المخاطر¹: يتبلور الهدف الأساسي لمجلس إدارة أي شركة في تعظيم ربح المساهمين، وتواجه جميع الشركات حالة من عدم التأكد في البيئة التي تعمل بها، وهو ما يطلق عليه المخاطر، وتتمثل التحديات التي تواجه مجلس الإدارة في تحديد درجة عدم التأكد (المخاطرة) التي يمكن أن يتحملها في سعيه لتعظيم تلك الأرباح.

لذا يجب على كل شركة أن يكون لها نظام لإدارة المخاطر التي تتعرض لها، ويعتمد هذا النظام على استراتيجيات الشركة والإجراءات الداخلية ونظام التقارير التي يجب أن تحدد المخاطر وتقييمها تقريبا ماليا من أجل وضع المقترحات لتجنبها وعلاجها.

يجب أن يبنى نظام إدارة المخاطر في أية شركة على الاستمرارية في العمل ودراسة كل خطر على حدة، وعلاقة كل خطر بباقي الأخطار التي تتعرض لها الشركة، كما يجب الإفصاح عن المخاطر التي تحيط بالشركة، وأن يحيط بهذه المعلومات المساهمون وأصحاب المصالح الآخرون، وعلى مجلس الإدارة مراجعة نظام إدارة المخاطر بالشركة سنويا، ومقارنة الأخطار التي تحيط بالشركة مقارنة بالفترة السابقة لتقييم قدرة الشركة على الاستجابة للتغيرات في أعمالها والبيئة المحيطة بها.

¹ ناصر عبد الحميد علي، مرجع سبق ذكره، ص: 54-55.

ويجب على كل شركة وضع سياسة للحد من المخاطر بما في ذلك حدود التعامل على كل نوع من المخاطر لكل فئات الموظفين بالشركة، على أن تتألف استراتيجيات الحد من المخاطر مما يلي:

أ- **تفادي الخطر:** أن تتجنب الشركة الأعمال التي بها خطورة عالية.

ب- **القبول:** أن تقبل الشركة الخسارة عند وقوعها.

ت- **التقليل:** أن تقلص الشركة حدة خسائرها.

ث- **النقل:** أن تطلب الشركة من طرف آخر قبول المخاطرة من خلال التوقيع على عقد لنقل المخاطر.

ج- **الاستفادة:** تحديد وتفعيل الفرص التي تنتج عن وقوع بعض الأحداث التي يكون لها تأثير إيجابي في الشركة.

يتضح مما سبق أن حوكمة الشركات لا تعني فقط مجرد احترام مجموعة من القواعد والمبادئ وتفسيرها تفسيراً حرفياً ضيقاً، وإنما هي قبل كل شيء ثقافة وأسلوب أخلاقي يضبط العلاقة بين مالكي الشركة ومديريها والمتعاملين معها، وبالتالي لما تنمو هذه القيم في روح الشركة يؤدي ذلك إلى بعدها على مختلف المخاطر المحيطة بها وتحقيقها للأهداف المسطرة.

المطلب الرابع: محددات وآليات حوكمة الشركات

حتى تتمكن الشركات والدول من الاستفادة من مزايا تطبيق مفهوم حوكمة الشركات، يجب أن تتوفر مجموعة من المحددات والآليات التي تضمن التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات، وفي حالة عدم توفرها فإن تطبيق هذا المفهوم والحصول على مزاياه أمر مشكوك فيه.

1- محددات حوكمة الشركات: وتتضمن هذه المحددات والعوامل على مجموعتين¹:

أ- **المحددات الخارجية:** وهذه المحددات تمثل البيئة أو المناخ العام للاستثمار الذي تعمل من خلاله الشركات، والتي تختلف من دولة إلى أخرى، ويمكن إجمالها في النقاط الآتية:

➤ القوانين واللوائح التي تنظم العمل بالأسواق مثل قوانين الشركات وقوانين سوق رأس المال والقوانين المتعلقة بالإفلاس وأيضاً القوانين التي تنظم المنافسة والتي تعمل على منع الاحتكار.

➤ وجود نظام مالي جيد بحيث يضمن توفير التمويل اللازم للمشروعات بالشكل المناسب الذي يشجع الشركات على التوسع والمنافسة الدولية.

¹ محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 24

➤ كفاءة الهيئات والأجهزة الرقابية مثل هيئات سوق المال والبورصات وذلك عن طريق إحكام الرقابة على الشركات والتحقق من دقة وسلامة البيانات والمعلومات التي تنشرها وأيضاً وضع العقوبات المناسبة والتطبيق الفعلي لها في حالة عدم التزام الشركات.

➤ دور المؤسسات غير الحكومية في ضمان التزام أعضائها بالنواحي السلوكية والمهنية والأخلاقية والتي تضمن عمل الأسواق بكفاءة، وتتمثل هذه المؤسسات غير الحكومية في جمعيات المحاسبين ونقابات المحامين، مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية.

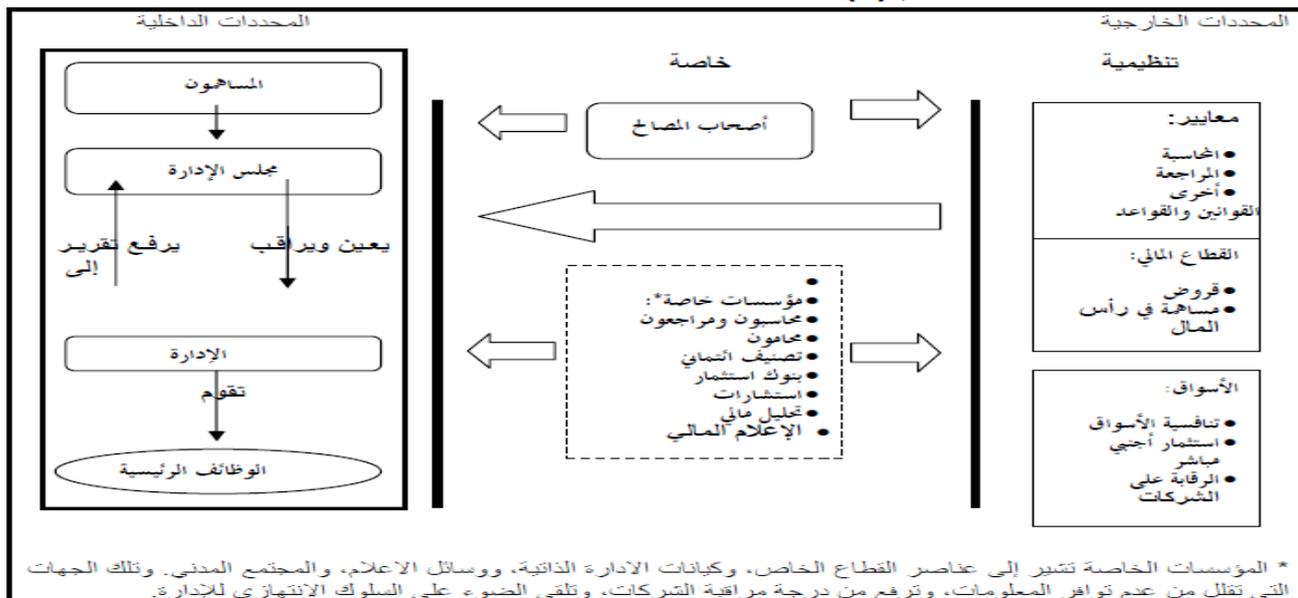
وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين التي تضمن حسن إدارة الشركة وتنظيمها مما يقلل المخاطر.

ب- المحددات الداخلية: وتشمل القواعد والأساليب التي تطبق داخل الشركة والتي تتضمن وضع هياكل إدارية سليمة توضح كيفية اتخاذ القرارات داخل الشركات وتوزيع مناسب للسلطات والواجبات بين الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات مثل مجلس الإدارة الذي يمتلك سلطة مهمة من خلال اختيار الهيكل التنظيمي للشركات، والإدارة التي تقع عليها مسؤولية تجميع واستعمال الموارد التنظيمية لضمان الوصول إلى أهداف الشركة، والمساهمين وأصحاب المصالح من خلال تشجيع التعاون النشط عبر آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة.

من خلال ما سبق نجد أنه من أجل الوصول إلى تطبيق جيد وفعال لمبادئ حوكمة الشركات يجب أن يكون هناك تكامل وترابط بين المحددات الداخلية والمحددات الخارجية لحوكمة الشركات لأن عدم التوافق بينهما يؤدي في الأخير إلى وجود خلل في تطبيقها على أرض الواقع.

ويمكن تلخيص هذه المحددات في الشكل الآتي:

الشكل رقم 02: المحددات الخارجية والداخلية لحوكمة الشركات



المصدر: محمد حسن يوسف، **محددات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر**، بنك الاستثمار القومي، مصر، 2007، ص: 7.

2- **آليات حوكمة الشركات:** تمثل حوكمة الشركات النظام الذي عن طريقه يتم إدارة التنظيمات والرقابة عليها، وهي تتكون من آليات رقابية عديدة يتم تطبيقها داخل التنظيم لمراقبة أنشطة الشركة وكيفية تفعيلها، حيث تمثل آليات حوكمة الشركات الأركان التي تكفل نجاح تطبيق نظام حوكمة الشركات، وذلك من خلال الانتقال بهذا النظام من الجانب الشكلي إلى الجانب الموضوعي الفعال.

وإجمالاً نجد أن هناك شبه إجماع بين الباحثين على تقسيم آليات حوكمة الشركات إلى آليات داخلية

واليات خارجية يمكن إجمالها في العناصر الآتية:

أ- **الآليات الداخلية لحوكمة الشركات:** وهي كل الإجراءات والأساليب التي تضعها الشركة ويتم الإشراف عليها من قبل مجلس الإدارة، حيث تسمح هذه الآليات بخلق التوازن بين السلطة والرقابة على إدارة الشركة، وتساعد أيضاً على تماثل المعلومات بين أطراف الوكالة، وهذه الآليات تكون عادة في شكل قوانين ولوائح داخلية تتضمن عدة إجراءات على المستوى الداخلي وذلك لتحقيق أهداف الشركة¹، ويمكن ذكر أهمها في النقاط الآتية:

➤ **مجلس الإدارة:** يلعب مجلس الإدارة دوراً مهماً وحاسماً في وضع الأهداف الإستراتيجية للشركة، وإقرار الإستراتيجيات والسياسات العامة التي تهيمن على سير العمل في المؤسسة، حيث أن قرارات مجلس الإدارة

¹ ضويفي حمزة، **فعالية تطبيق مبادئ الحوكمة في دعم مقومات الإفصاح وأثرها على الأداء المالي - مع دراسة ميدانية: لمجموعة من الشركات التابعة لمجمع سونلغاز -**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015، ص: 34.

تؤثر مباشرة على أية شركة مهما كان نوعها، وقد ركزت قواعد حوكمة الشركات بشدة على عدد من المسائل المتعلقة بتشكيل المجلس وكيفية عمله، وأجمع الكثير في مجال الحوكمة على أن مجلس الإدارة من أهم آليات حوكمة الشركات، وأن السبب الرئيسي في انهيار كبرى الشركات العالمية راجع إلى فشل الإدارة في القيام بمسؤولياتها، فمجلس الإدارة إذن هو المحور الذي تركز عليه الحوكمة الجيدة¹.

وترتبط العديد من المتغيرات بآلية مجلس الإدارة، من بينها الحجم والاستقلالية والازدواجية في مجالس الإدارة واللجان المنبثقة عنه وتكرار اجتماعات مجلس الإدارة كما يعتبر هيكل الملكية للشركة أمر مهم في تشكيل نظام حوكمة الشركات.

• **حجم مجلس الإدارة:** يعرف حجم المجلس بأنه العدد الإجمالي للمديرين الذي يتضمنه هذا المجلس، حيث أن هناك نقاش غير مستقر حول فعالية حجم المجلس في الأدب الاقتصادي²، ويتكون مجلس الإدارة من المديرين التنفيذيين وغير التنفيذيين الذين هم إما أعضاء مستقلين أو غير مستقلين، حيث يتعين على المديرين غير التنفيذيين أن يلعبوا دورًا في مراقبة تصرفات الرئيس التنفيذي والمديرين التنفيذيين لضمان المحافظة على مصالح المساهمين³، ويشير العديد من الباحثين إلى وجود علاقة سلبية بين حجم المجلس وأداء الشركة، إذ توصل بعض الباحثين إلى أن المجالس الأصغر حجمًا تكون أكثر فعالية من المجالس الكبيرة، من ناحية أخرى فإن هناك باحثين لديهم نتيجة مختلفة في أبحاثهم، إذ يرون أن حجم المجلس الأكبر له تأثير إيجابي على أداء الشركة، وأن المجالس الكبيرة توفر مراقبة أكبر من أجل تحسين أداء الشركة⁴.

• **اجتماعات مجلس الإدارة:**⁵ يختلف تكرار الاجتماعات الرسمية بين الشركات الناجحة، وتعتبر حوالي 04 اجتماعات للمجلس الرئيسي، وهي تمثل الحد الأدنى للمجلس الموحد في الولايات المتحدة وانجلترا، وقد يجتمع المجلس أكثر من ذلك في العام وذلك حسب ظروف وطبيعة عمل الشركة، وبصفة عامة يجب على أعضاء مجلس الإدارة عند تحديد عدد الاجتماعات الرسمية مراعاة العوامل التالية:

¹ عدنان بن حيدر بن درويش، **حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة**، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 2007، ص: 76.

² Cheng L. Y, Su Y.C, Yan, Z, Zhao, Y, **Corporate governance and target price accuracy**, International Review of Financial Analysis, 64, USA, 2019, p: 96.

³ Johl S and Cooper B, **Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Firms**, Economics Business and Management, 03(02), Singapore, 2015, p: 239.

⁴ Tulung J. E, Ramdani D, **Independence, size and performance of the board: An emerging market research**, Corporate Ownership and Control, 15(02), Ukraine, 2018, p: 203.

⁵ محمد مصطفى سليمان، **مرجع سبق ذكره**، ص: 41-42.

❖ **حجم وتعقيد الشركة:** حيث تحتاج الشركات البسيطة والصغيرة إلى اجتماعات رسمية قليلة، أما الشركات الكبيرة والتي تتميز عملياتها بالتعقيد، يتم طرح موضوعات ذات أهمية كبيرة كافية لجذب المجلس ولعقد عدد أكثر من الاجتماعات.

❖ **كمية العمل التي عهدت إلى لجان مجلس الإدارة:** مثل لجنة المراجعة أو لجنة الترشيحات والمكافآت والتي ستؤثر حتما على اجتماعات مجلس الإدارة، حيث تقوم تلك اللجان بعرض النتائج والتحليلات والقرارات التي توصلت إليها على المجلس لكي يقوم باتخاذ قرارات فيها وبالتالي يجب أن يوفر المجلس وقتا لذلك.

❖ **فترة وطول الاجتماعات:** هذه أيضا تتعلق بتعقيد الموضوعات ولكن هناك اعتبارات أخرى مثل طول الوقت المستغرق لجمع أعضاء مجلس الإدارة وعقد الاجتماعات وفترة كل اجتماع.

❖ **مهارة رئيس مجلس الإدارة:** مما لا شك فيه أن مهارة رئيس مجلس الإدارة الشخصية سوف يكون لها تأثير كبير على كيفية إدارته للاجتماعات، حيث نجد رئيس مجلس الإدارة المثالي سيتفق مع بقية الأعضاء على البنود التي يجب مناقشتها، ووفقا لذلك سيقوم بترتيب تكرار ومدة الاجتماعات، أما الرئيس غير الجيد سيترك بنود لم يكن من الضروري طرحها على المجلس أن تتسلل داخل جدول الأعمال، والأسوأ من ذلك أنه قد لا يصر على أن يتعامل مجلس الإدارة مع قضية أو موضوع كان ينبغي أن يكون داخل اختصاصهم.

• **استقلالية مجلس الإدارة:** على اعتبار أن مجلس الإدارة يتكون من عدة أعضاء يفترض فيهم السهر على المحافظة في كل الأحوال على استقلاليتهم واتخاذ القرار والتصرف، وألا يخضع أي عضو لأي جهة منافية لمصلحة الشركة والتي يتعين عليه الدفاع عنها، كما يتعين على كل عضو أن ينبه مجلس إدارة الشركة بشأن أي أمر بلغ إلى علمه والذي قد يبدو له مضرا بمصالح الشركة، كما يجب على كل عضو أن يعبر بكل وضوح عن انشغالاته وآراءه، ويسعى لإقناع مجلس الإدارة بملائمة مواقفه، ويسعى عضو مجلس إدارة الشركة جاهدا لتفادي أي تضارب يمكن أن ينشب بين مصالحه المعنوية والمادية ومصالح الشركة، ويخبر مجلس الإدارة بكل تعارض قد يكون له علاقة به.

وأشارت أغلب الدراسات التي تناولت موضوع استقلالية مجلس الإدارة إلى أن استقلاليتها تكمن في مدى استقلالية أعضائه من خلال إدراج الأعضاء الخارجيين عن الإدارة بحيث تكون لهم الحرية في معارضة القرارات الصادرة عن التنفيذيين والتي تهدد مصالح المساهمين، توصلت إلى أن مجلس الإدارة الذي يحتوي على عدد من الأعضاء الخارجيين أكثر من الأعضاء الداخليين يتخذ قرارات هامة ومفيدة للشركة، كما أن الأعضاء المستقلين هم الأقل اضطلاعا على المعلومات من الأعضاء غير المستقلين إلا أنهم

الأكثر رقابة وفاعلية على مجلس الإدارة من خلال نقل تجاربهم للشركة، كما أن بعض الدراسات أكدت أن استقلالية مجلس الإدارة تكمن في الفصل بين وظيفتي المدير العام ورئيس مجلس الإدارة¹.

• **ازدواجية المدير التنفيذي:** تحدث الازدواجية عندما يشغل المدير التنفيذي أيضاً منصب رئيس مجلس الإدارة، وتمثل ازدواجية الرئيس التنفيذي وأثره على أداء الشركة واحدة من أكثر القضايا إثارة للجدل في كل من الأوساط الأكاديمية والتجارية، إذ يناقش منظري الوكالة الجوانب السلبية من ازدواجية الرئيس التنفيذي، حيث أن ازدواجية الرئيس التنفيذي تسمح للمدير التنفيذي بامتلاك القوة التي تهيمن على المجلس، مما يعيق دور المجلس في مراقبة الرئيس التنفيذي، فيما أكد باحثون آخرون استناداً إلى نظرية الإشراف، على فوائد ازدواجية الرئيس التنفيذي، بحجة أن الجمع بين وظيفتين منفصلتين للإدارة العليا (أي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة) في وظيفة واحدة يحسن الكفاءة في قيادة الشركات، وباختصار تشير الأدبيات إلى عدم وجود ارتباط كبير بين ازدواجية الرئيس التنفيذي وأداء الشركة، حيث أن هذه النتيجة لا تتفق مع التصور العام في الممارسات العملية، إذ أن ازدواجية المدير التنفيذي لها تكاليف وفوائد محتملة لشركة ما².

• **اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة:** نظراً لكمية وحجم الأعمال التي يقوم بها مجلس الإدارة بمناقشتها وتحليلها، والتي تؤدي إلى زيادة انشغاله وتعقد مهامه، ترتب على ذلك القيام بإنشاء العديد من اللجان من الأعضاء غير التنفيذيين، والميزة الأساسية لهذه اللجان أنها لا تحل محل وظائف مجلس الإدارة، فهي تقوم برفع تقاريرها للمجلس وهو صاحب الكلمة النهائية ويتحمل المسؤولية كاملة لأي تصرف أو عمل توصي به هذه اللجان، ولأعضاء أي لجنة خصائص ومميزات معينة تمكنها من أداء وظيفتها بالعناية المطلوبة³.

• **تركز ملكية مجلس الإدارة:** تشير الدراسات إلى أن ملكية الإدارة قد تخفف من مشاكل الوكالة، نظراً لأن المديرين الذين لديهم حصة كبيرة لديهم المزيد من الحوافز لتحسين الأداء. وقد أظهرت العديد من الدراسات

¹ لخضر لعروسي، دور آليات حوكمة الشركات في مكافحة مظاهر الغش المالي والمحاسبي في المؤسسات والاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017، ص: 23-24.

² Song H. J and Kang K. H, **The moderating effect of CEO duality on the relationship between geographic diversification and firm performance in the US lodging industry**, International Journal of Contemporary Hospitality Management, 31(03), United Kingdom, 2019, p: 1492.

³ خيرة داود، **محددات تفعيل حوكمة الشركات في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وانعكاس ذلك على أدائها - دراسة حالة مؤسسة اقتصادية في الجزائر -**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر، 2014، ص:

أن ملكية المجلس يمكن أن يخفف من الأثر السلبي لضعف الحوكمة، والمساهمة في الإدارة الكفؤة للشركة، فيما وجد باحثون آخرون أن المستويات العالية جدًا من ملكية الأسهم قد أدى إلى ضعف أداء الشركة¹.

➤ **لجنة المراجعة:** بعد الانهيارات المالية في كبرى العالم بالولايات المتحدة الأمريكية وإصدار قانون سنة 2002 يلزم جميع الشركات بتشكيل لجنة المراجعة، هذه اللجنة تكون منبثقة من مجلس الإدارة، وتقتصر عضويتها على أعضاء مجلس الإدارة من غير التنفيذيين، والذين تتوافر لديهم الاستقلالية والخبرة في مجال المحاسبة والمراجعة².

حيث عرفت لجنة المراجعة من قبل الهيئة الكندية للمحاسبين القانونيين **CICA** بأنها لجنة مكونة من أعضاء مجلس إدارة الشركة الذين تتركز مسؤولياتهم في مراجعة القوائم المالية السنوية قبل تسليمها إلى مجلس الإدارة، وتتخلص نشاطاتها في ترشيح المدقق الخارجي ومناقشة نطاق ونتائج التدقيق معه، وكذلك مراجعة نظام الرقابة الداخلية والتأكد من فاعليته، وكذلك التأكد من تطبيق قواعد حوكمة الشركات في الشركة³.

واقترح صندوق حوكمة الشركات الخاص **PSCGT** الوظائف التالية للجان المراجعة⁴:

- ❖ مراجعة التقارير المالية قبل تقديمها إلى مجلس الإدارة.
- ❖ التوصية بتعيين ومكافأة وإعفاء المدقق الخارجي.
- ❖ مناقشة نطاق وطبيعة الأولويات في التدقيق والاتفاق عليها.
- ❖ تقييم فاعلية نظام الرقابة الداخلية في الشركة بالمناقشة مع المراجعين الداخليين والخارجيين.
- ❖ الإشراف على وظيفة التدقيق الداخلي ومراجعة التقارير التي تقدمها والنتائج التي تتوصل إليها وتقديم التوصيات للإدارة لاتخاذ الإجراءات اللازمة.
- ❖ تأدية أية واجبات تكلف بها من قبل مجلس الإدارة، والتي لها صلة بأعمال التدقيق والرقابة.

¹ El-Habashy H, **The Effects of Board and Ownership Structures on the Performance of Publicly Listed Companies in Egypt**, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 23 (01), USA, 2019, p: 4-5.

² أمينة فداوي، دور ركانز حوكمة الشركات في الحد من ممارسة المحاسبة الإبداعية - دراسة عينة من الشركات المساهمة الفرنسية المسجلة بمؤشر **SBF250** -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم المالية، جامعة عنابة، الجزائر، 2017، ص: 90.

³ The Canadian Institute of Chartered Accountants.

⁴ أحمد عبد الحكيم أبو دغيم، أثر تطبيق آليات الحوكمة على قرارات الاستثمار في رأس المال الفكري - دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة في بورصة فلسطين -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم المحاسبة، جامعة غزة، فلسطين، 2018، ص: 32.

ومن هنا تأتي أهمية لجنة المراجعة كونها أحد دعائم حوكمة الشركات، من خلال ما تلعبه دور في مراقبة الإدارة والإشراف على عمليات التدقيق، ويمكن توضيحها كما يلي:

• **التدقيق الداخلي:** يعتبر التدقيق الداخلي الحلقة الأهم من حلقات نظام الرقابة الداخلية في الشركة، ويعتبر أيضا عين الإدارة على الشركة التي تراقب بها كل صغيرة وكبيرة، ويعرف بأنه نظام مستقل يهدف إلى إعطاء الشركة الضمانات الكافية حول درجة التحكم في العمليات، وإعطاء النصائح للقائمين على الإدارة من أجل القيام بالتحسينات الضرورية، والتي تساهم في خلق القيمة المضافة للشركة¹.

و تتمثل أهم وظائف التدقيق الخارجي التي تشرف عليها لجنة المراجعة في ما يلي²:

- ❖ التوصية بتعيين وتغيير مدير قسم التدقيق الداخلي وتذليل المشاكل والصعاب التي تواجه عمل المدققين الداخليين خاصة مع إدارة المنظمة والتأكد من عدم وجود أي ضغوط أو قيود عليهم.
- ❖ المشاركة في تعيين المدققين الداخليين والتأكد من أن وظيفة التدقيق الداخلي تتم وفق المعايير المتعارف عليها وأنها تسير بصفة جيدة وتقوم بتأدية مسؤولياتها المنصوص عليها في مخطط التدقيق.
- ❖ مراجعة وثيقة أهداف ومهام التدقيق الداخلي والتأكد من أنها تشكل أرضية لتحقيق القيمة المضافة.
- ❖ مناقشة كفاية وملائمة الرقابة الداخلية مع المدقق الداخلي ومع الإدارة عند الاقتضاء.
- ❖ الاجتماع مع مدير قسم التدقيق الداخلي من أجل أية مسائل أو مشاكل قد يرفعونها.
- ❖ فحص خطة التدقيق الداخلي والتأكد من جودة عمل المدققين الداخليين.
- ❖ مراجعة الأداء العام للتدقيق الداخلي وكذا استلام تقارير دورية من مدير قسم التدقيق الداخلي حول مدى التقدم في تحقيق معايير الأداء التي تم تحديدها.
- ❖ استلام التقرير السنوي للتدقيق الداخلي من مدير قسم التدقيق الداخلي وكذا عرضه والتأكيد على رأيه الرسمي حول مدى كفاية وملائمة الرقابة الداخلية في المنظمة.
- ❖ التأكد من وجود تواصل بين المدقق الداخلي والمدقق الخارجي ومجلس الإدارة، الشيء الذي يساعد على تحقيق أهداف التدقيق الداخلي.

كما اهتمت العديد من الهيئات العلمية في تحديد قواعد تشكيل لجان المراجعة والاشتراطات الواجب توفرها في أعضائها بالشكل الذي يعظم المنفعة المتوقعة منها اتجاه إعداد القوائم المالية، وتتمثل هذه القواعد فيما يلي¹:

¹ Pierre SCHICK, **mémento d'audit interne**, Edition DUNOD, Paris, France, 2007, p: 05.

² صالح بوعلام، دور وأهمية المراجعة الداخلية في تعزيز حوكمة الشركات وإدارة المخاطر وانعكاسات ذلك على استمرارية المنظمة وقيمتها، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2018، ص: 91-92.

- استقلالية أعضاء لجنة المراجعة: في الواقع العملي يوجد شبه اتفاق على ضرورة أن تقتصر عضوية أعضاء لجنة المراجعة على الأعضاء غير التنفيذيين، وذلك لاستقلاليتهم عن إدارة المؤسسة، وقامت بعض الدراسات بوضع أمثلة عن استقلالية أعضاء لجنة المراجعة المتمثلة في:
 - ❖ أن لا يكون من موظفي الشركة أو إحدى الشركات التابعة لها.
 - ❖ أن لا يحصل على أية مكافأة مالية من المؤسسة أو أحد المؤسسات التابعة لها بخلاف المكافأة التي يحصل عليها مقابل الخدمة في مجلس الإدارة.
 - ❖ أن لا يكون أحد أقاربه موظف تنفيذي داخل المؤسسة أو أحد المؤسسات التابعة لها.
- حجم لجنة المراجعة: اهتمت العديد من الدراسات في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية بتحديد حجم لجنة المراجعة وقدرتها على الوفاء بالمسؤوليات الموكلة لها، ولقد خلصت تلك الدراسات إلى أهمية التوازن بين الأعضاء ونوعية المهام التي تقوم بها لجنة المراجعة والتي تختلف بطبيعة الحال من مؤسسة إلى أخرى وحسب الظروف التي تعمل بها المؤسسة.
- عدد مرات اجتماع لجنة المراجعة: أوصى تقرير SMITH REPORT في المملكة المتحدة بأن العدد المناسب يجب أن لا يقل عن ثلاث مرات في السنة، في حين أوصى تقرير TREADWAY في الولايات المتحدة بأن الاجتماع على أساس ربع سنوي، وفي هذا الصدد يجب أن تشمل الاجتماعات على كل من المراجع الخارجي والمراجع الداخلي لكي يمكن مناقشة المشاكل التي تواجه كل منهما فيما يخص إجراءات المراجعة والأخطاء التي تم اكتشافها وعلاقتها بإدارة المؤسسة من جهة والعمل على استقلاليتها في الأعمال التي يقوم بها.
- ب- الآليات الخارجية لحوكمة الشركات: هي جميع الأساليب والإجراءات التي لا يمكن للشركة ممارسة سلطتها وتأثيرها عليها، وتتمثل أساسا في السلطة والنفوذ التي يمكن أن يؤديه أصحاب المصالح عليها، وأيضا الضغوط التي تمارسها المنظمات الدولية المهمة بهذا الموضوع، حيث أن وجودها يضمن حسن إدارة الشركة².
- ومن أهم هذه الآليات ما يلي:
- التدقيق الخارجي: يعتبر التدقيق الخارجي من أهم آليات حوكمة الشركات حيث يتم فحص المعلومات أو البيانات المالية من قبل شخص محايد لأي شركة بغض النظر عن هدفها أو حجمها أو شكلها القانوني، وقد

¹ دلال العابدي، حوكمة الشركات ودورها في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية - دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية - أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص: 135-136.

² ضويفي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

عرفه إتحاد المحاسبين القانونيين الأمريكيين بأنه إجراءات منظمة من أجل الحصول على الأدلة المتعلقة بالإقرارات الاقتصادية والأحداث وتقييمها بصورة موضوعية لتحديد درجة العلاقة بين الإقرارات ومقياس معين وإيصال النتائج إلى المستفيدين¹.

وتتمثل أهم وظائف التدقيق الخارجي التي تشرف عليها لجنة المراجعة في ما يلي²:

❖ التوصية بتعيين المدقق الخارجي وعزله وتحديد أتعابه أو قرار تجديد عهده بناء على تقييم أداءه، إضافة إلى تدليل الصعاب التي تعيقه عن مهامه.

❖ الموافقة على مخطط عمل المدقق الخارجي وكذا التوزيع الزمني للعمل المبرمج خلال سنة وبعد إقفال الحسابات.

❖ التأكد من أن المدقق الخارجي قد أنجز مخطط التدقيق بجميع أجزاءه.

❖ التأكد من استقلالية المدقق الخارجي وأن جميع المسائل التي تمس باستقلاليتها قد تم أخذها بعين الاعتبار.

❖ التأكد من أن كل الانشغالات التي رفعها المدقق الخارجي قد تم التعامل معها من طرف إدارة الشركة.

❖ التأكد من أن المدقق الخارجي له علاقة صحية مع المسؤولين وأنهم قادرين على القيام بالتدقيق بطريقة مهنية.

❖ مراجعة الرسوم الأخرى غير رسوم التدقيق، وتقييمها في ما إن كانت تؤثر على استقلالية مسار التدقيق الخارجي.

❖ دراسة نتيجة عملية التدقيق ومناقشة المدقق الخارجي في الملاحظات والتوصيات الواردة في تقريره.

• **منافسة السوق:** تعد منافسة السوق أحد الآليات المهمة لحوكمة الشركات، وهذا من منطلق أن الإدارة إن لم تقم بواجباتها بالشكل الصحيح فإنها سوف تفشل في منافسة الشركات التي تعمل في نفس اتجاهها وبالتالي تتعرض للإفلاس، ومنه تعمل منافسة سوق المنتجات أو الخدمات على تهذيب سلوك الإدارة، وهذا يعني أن إدارة الشركة في حالة الإفلاس سوف يكون لها أثر سلبي على مستقبل المدير وأعضاء مجلس الإدارة، إذ

¹ محمد بشير غوالي، مهنة المراجعة القانونية في الجزائر بين الاستجابة لمتطلبات المهنة وضغوط المحيط، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011، ص: 26.

² K.H.SpencerPrickett, The Internal Auditing Handbook, Second Edition, Wiley, British Library

Cataloguing in Publication Data, 2003, P:73.

غالبا ما تحدد اختبارات الملائمة للتعين، بحيث لا يتم إشغال مواقع المسؤولية من أعضاء مجلس إدارة سبق أن قادوا شركاتهم نحو الإفلاس والتصفية¹.

• **القوانين والتشريعات:** تلعب القوانين والتشريعات دورا مهما كآلية من آليات حوكمة الشركات، إذ أنها تضمن حماية حقوق المساهمين والأطراف ذات المصلحة، كما أنها قد تلزم الشركات بتطبيق بعض ممارسات الحوكمة ومبادئها، وذلك عندما تصدر الدولة قوانين وتشريعات خاصة بحوكمة الشركات، فالقوانين والتشريعات توفر الإطار الفعال لحوكمة الشركات داخل الدولة، الذي هو أحد المبادئ الهامة ضمن مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية **OCDE** حيث عند توفره يصبح من السهل تنفيذ باقي المبادئ².

• **الاندماجات والاستحواذ:** يعتبر كل من الاندماج والاستحواذ من الأدوات التقليدية لإعادة الهيكلة في قطاع الشركات في أنحاء العالم، فالاندماج يتم عادة على اتفاق بين مجلس الإدارة الراغبة في السيطرة والشركة المستهدفة، يتم اعتماده من الجمعية العامة لكل من الشركتين، أما الاستحواذ يعتبر آلية مهمة من آليات حوكمة الشركات، ويتمثل في سيطرة شركة على شركة أخرى بعيدا عن مجلس إدارة الشركة المستهدفة بشكل فعال، حيث يتم استبدال الإدارات ذات الأداء المنخفض عندما تحصل عملية الاستحواذ والاندماج³.

المبحث الثالث: الإطار التطبيقي لمبادئ حوكمة الشركات

أدى الاهتمام المتزايد بمفهوم حوكمة الشركات إلى قيام العديد من دول العالم بإصدار مبادئ وآليات خاصة بحوكمة الشركات، بحيث يختلف تطبيقها من اقتصاد إلى اقتصاد آخر رغم أن هناك اتفاق على أن التطبيق الجيد لهذه المبادئ والآليات من عدمه يتوقف على تحديات ممارسة هذه الآليات ومدى الالتزام بمراحل التطبيق السليم لها، والتي في الأخير سيترتب عنها نتائج سواء كانت ايجابية أو سلبية نتيجة هذا التطبيق.

المطلب الأول: تحديات ممارسة مبادئ حوكمة الشركات

تشمل أهم التحديات العامة التي تواجه الاقتصاديات النامية والصاعدة والمتحولة في مجال ممارسة وتطبيق مبادئ وآليات حوكمة الشركات ما يلي⁴:

¹ بروش زين الدين ودهيمي جابر، **دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري**، ملتقى وطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، الجزائر، 06-07 ماي 2012، ص: 8.

² صابر بوزليفة، **دور حوكمة الشركات الصناعية في تحقيق التنمية المستدامة - دراسة بعض المؤسسات الصناعية بولاية سطيف-**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2013، ص: 51.

³ فضيلة بن شهيدة، **دور التدقيق الخارجي في تفعيل مبادئ حوكمة الشركات - دراسة حالة الجزائر-**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم المالية والمحاسبية، جامعة مستغانم، الجزائر، 2017، ص: 67.

⁴ صلاح حسن، **مرجع سبق ذكره**، ص: 122-123.

- تأسيس نظام لممارسة معايير حوكمة الشركات يقوم على أساس القواعد، وليس على أساس العلاقات.
- مكافحة المصالح أو الحقوق المكتسبة.
- هدم هياكل الملكية الهرمية التي تسمح للداخليين بالسيطرة على أصول الشركات المملوكة لقطاع كبير من المواطنين، وتحويل هذه الأصول لتحقيق مصالحهم بقصر حقوق الملكية عليهم مباشرة.
- وضع أنظمة لحقوق الملكية تحدد بوضوح وسهولة المالكين الحقيقيين حتى ولو كانت الدولة هي المالك.
- عدم تسييس اتخاذ القرارات، وتأسيس الجدران الفاصلة بين الحكومة والإدارة في الشركات المدرجة حينما تكون الدولة هي المساهم المسيطر أو صاحبة الأغلبية.
- حماية حقوق المساهمين أصحاب الأقلية.
- الحماية من ضياع الأصول بعد عملية الخصخصة الشاملة.
- العثور على المالكين النشيطين والمديرين المهرة من بين هياكل الملكية المبعثرة.
- تعزيز ممارسة مبادئ الحوكمة في هياكل الملكية العائلية.
- تطوير الخبرات الفنية والمهنية.

وهناك تحد آخر يواجه الاقتصاديات النامية والصاعدة والمتحولة وهو تأسيس أسلوب ممارسة الحوكمة في الشركات العامة، لأن شركات القطاع العام في هذه الاقتصاديات تساهم أكثر م شركات القطاع الخاص في تحقيق الناتج الوطني والتوظيف والدخل واستخدام رأس المال، وعلاوة على ذلك فإن شركات القطاع العام في كثير من الأحيان تشكل السياسات العامة، ولذلك فإنه لتحقيق التنمية الاقتصادية والنمو والإصلاح لا بد من تأسيس أسلوب ممارسة الحوكمة في شركات القطاع العام.

وكثير من المنظمات الدولية تمول مبادرات ممارسة مبادئ حوكمة الشركات الهادفة إلى تنفيذ نماذج مطبقة في الدول المتقدمة، ولكن هذه المحاولات تبوء بالفشل في كثير من الأحوال ولا تساعد على إحداث التحسين المطلوب لأنها نماذج مصممة لمواجهة الواقع المحلي والتحديات المحلية، وبالتالي تصبح المجموعات الوطنية الأصلية مطالبة بتكييف النموذج الدولي حسب الظروف المحلية الموجودة، وصياغة أسلوبها المناسب للممارسة حوكمة الشركات.

المطلب الثاني: مراحل تطبيق حوكمة الشركات

لا يمكن تطبيق حوكمة الشركات مرة واحدة، بل يستوجب لتحقيق ذلك المرور بعدة مراحل نذكرها كما يلي¹:

¹ صديقي خضير، التأصيل النظري لماهية حوكمة المؤسسات والعوائد المحققة من جراء تبنيها، المؤتمر الوطني الثاني حول متطلبات إرساء مبادئ الحوكمة في إدارة الميزانية العامة للدولة، جامعة البويرة، الجزائر، 31-30 أكتوبر 2012، ص: 01.

1- رفع مستوى الوعي: إن أحد أهم التحديات التي تواجه نجاح حوكمة الشركات هي أن هذا المفهوم لم يكن موجودا في اللغة المحلية ولذا تتركز المناقشات في الفترة الأولى على تحديد معنى المصطلح وعلى محاولة تطبيقه في السياق المحلي، وتتركز الجهود الأولية أيضا على جعل الأوساط التجارية والحكومات تدرك فوائد حوكمة الشركات.

2- وضع القوانين القومية: ما أن يبرز الوعي في الأوساط التجارية في بلد ما، حتى يصبح بالإمكان بدء عملية تحديد مبادئ السلوك المحلية التي تشكل قضية في ما يتعلق بالامتثال وغالبا ما يبدأ وضع القوانين القومية بالاعتماد على مبادئ مؤسسة التعاون والتنمية الاقتصادية لحوكمة الشركات كقاعدة يتم الانطلاق منها، ومن خلال الانطلاق من مثل هذه القاعدة تستطيع الدول تطوير مجموعات مبادئها وقوانينها الخاصة التي تعالج الواقع المحلي في ما يتعلق بالتعامل التجاري والالتزام بالمعايير الدولية.

3- مراقبة التطبيق: عندما يتم رسميا تبني قانون قومي لحوكمة الشركات، يجب توضيح مدى تقييد المؤسسات به، ولكن هذه الطريقة كثيرا ما تكون غير كافية خارج الدول الغربية الصناعية وفي الأماكن الأخرى.

4- التدريب على المسؤوليات الجديدة: بعد أن يتم وضع إطار لحوكمة الشركات، تقع مسؤوليات جديدة على عاتق المديرين التنفيذيين في المؤسسات التجارية، وأعضاء مجالس الإدارة، وأمناء أسرار المؤسسات وأمثالهم، ويتعين أن يقوم قطاع المؤسسات التجارية بتعليم هؤلاء اللاعبين كيفية أداء أدوارهم.

5- إضفاء الطابع المؤسسي على حوكمة الشركات: تأتي المرحلة الأخيرة في تطور حوكمة الشركات في دولة ما عندما يتقبل الوسط التجاري تلك الحوكمة كجزء طبيعي ومفيد من القيام بالأعمال التجارية وعندما تكون المؤسسات التي تدعم التطبيق والامتثال لمبادئ الحوكمة قد أصبحت ثابتة في مكانها، وتشمل هذه المؤسسات مبادرات القطاع الخاص مثل المعاهد القومية للمديرين لتأمين التطور المهني المستمر.

مما يلاحظ أن مراحل تطبيق حوكمة الشركات عديدة ومختلفة، ولكنها مترابطة كحلقات السلسلة الواحدة، تجمع بين كل منها لتؤثر على الآخر، وتعمل على تحقيق أهدافها جميعا وبشكل مترابط مثل ما هو مخطط له.

المطلب الثالث: مجالات تطبيق حوكمة الشركات

تتعدد مجالات تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، ويمكن تلخيص أهمها في النقاط الآتية¹:

أ- مجال تحسين الشفافية وتحقيق الوضوح: تستخدم الحوكمة كأداة لتتوير، وإلقاء الضوء على الجوانب المختلفة القائمة في الشركات، وبالتالي لا يوجد أي شيء من شأنه أن يقلل من القدرة على الرؤية الشاملة لما

¹ محسن أحمد الخضري، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، مصر، 2005، ص: 20-25.

يحدث في الشركات، حيث أن الحوكمة تحد من الضبابية وعدم الوضوح واللبس، وكلما كانت الحوكمة قوية كلما كانت فاعلة وتحسن من درجة الشفافية ومن درجة الوضوح، وهي متطلبات أساسية وضرورية لجذب الاستثمارات المحلية والدولية، وزيادة تراكمها ومكوناتها، إذ أن متخذ القرار يحتاج إلى معرفة الحقائق وتحديد الاتجاهات وحساب دقيق لتوقعاته، وكل هذا متوقف على توفير بيانات تفصيلية وحديثة يمكن تحليلها ومعرفة مكوناتها وعلاقة كل عنصر من عناصرها بالعناصر الأخرى.

ب- مجال تحقيق المصداقية وزيادة عناصر الثقة: خاصة في المعلومات التي يتم نشرها عن الشركات، حيث تعتبر المعلومات المحاسبية ذات أهمية قصوى في مجال زيادة المصداقية والثقة من خلال الإفصاح عن معلومات حقيقية تعبر عن الواقع الفعلي للشركات دون تغيير أو تزيف، إلى جانب ما يتضمنه تقرير مراقبي الحسابات الذي يجب أن يعد بطريقة موضوعية من إيضاحات متممة تساعد على تحسين قدرة النظام المحاسبي في التعبير الحقيقي عن الموجودات، كل هذا يساعد في زيادة الثقة في الشركات وإكسابها مصداقية، إلا أنه على الشركة الالتزام بتطبيق المعايير المحاسبية المتعارف عليها دولياً بصورة سليمة لتصل إلى معلومات محاسبية مفيدة لكافة المستخدمين تتمتع بالجودة والنوعية، وهنا تلعب حوكمة الشركات دوراً فعالاً في إجبار الشركات على الالتزام بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية للوصول إلى تحقيق المصداقية وزيادة عنصر الثقة في نشاط الشركة ككل.

ت- مجال توفير عناصر الجذب الاستثماري المحلي والدولي: تعتبر حوكمة الشركات وسيلة لتحقيق أهداف متعددة، وأهم أهدافها هو توفير عناصر جيدة للجذب الاستثماري، سواء من جانب المستثمرين الأجانب أو من جانب المستثمرين المحليين، وتعتمد في ذلك على توافر عناصر الشفافية والمصداقية وتأكيد النزاهة في المعاملات، حيث أن المستثمرين سواء كانوا محليين أو أجانب ينفرون من الأسواق الاستثمارية التي يسودها الخداع والتزيف للحقائق، وهذا مثلاً ما دفع العديد من المستثمرين إلى الخروج من السوق الأمريكي بعد حدوث أزمة شركة أنرون وأزمة شركة وورلد تيلكوم، وهو ما أثبت بما لا يدع مجالاً للشك أهمية وجود حوكمة الشركات.

ث- مجال تحقيق العدالة وتطبيق مبدأ المساواة: تعمل حوكمة الشركات على تحقيق العدالة وإتاحة الفرصة لكافة الأطراف للمعرفة، وجعل الجميع يتعاملون على قدم المساواة، وبالتالي تقضي الحوكمة على ما يلي:

- أي تحيز إلى فئة من الفئات أو إلى مصالح فئة معينة على فئة أخرى.
- أي استجابة لضغوط داخلية أو خارجية لإخفاء المعلومات والبيانات أو التلاعب فيها.
- أي انحراف يحدث في أي من المستويات الإدارية العليا أو الوسطى أو التنفيذية.

مما سبق نجد أن المساهمين ومختلف المؤسسات والدائنين ومختلف أصحاب التعامل مع الشركة لديهم مصلحة في تشجيع ومراقبة التزام وتطبيق الشركات بمختلف أشكالها لهذه المبادئ قدر المستطاع وذلك بغية الوصول إلى أقصى قدر من المنفعة للطرفين ونجنب حالات الخطر التي قد تعتري خطط الشركة في حالة عدم الالتزام بهذه المبادئ والآليات.

المطلب الرابع: القيمة المضافة لتطبيق حوكمة الشركات

إن من أهم الأسئلة التي دامت على طرح نفسها باعتبار أن الشركة هي مشروع تجاري هو سؤال هام وهو هل هناك قيمة مضافة للشركة من تطبيق حوكمة الشركات؟ وقد بدأت الإجابة على ذلك تظهر بوضوح خلال العقد السابق وفقا لما يلي¹:

1- التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وأثره في سعر السهم في أسواق رأس المال: شهدت الشركات والأسواق التي طبقت حوكمة الشركات تحسنا في تقييم الأسهم، ومن الدراسات الأولى التي اهتمت بذلك دراسة ويلشير سنة 2001 من خلال دراسة أثر تطبيق مبادئ الحوكمة في الشركات بمؤشر ويلشير الذي تضمن 5000 شركة اتضح ارتفاع المؤشر بنسبة 14%، كما أشارت دراسة لمؤسسة كريدي ليونر للأوراق المالية بآسيا 2001 إلى ذلك، حيث قامت هذه الدراسة بتحليل 490 شركة في 25 سوق ناشئة حول العالم تطبق حوكمة الشركات، فاتضح من هذه الدراسة أن الكثير من الأسواق الناشئة ارتفعت مؤشرات أسهمها نتيجة لتطبيقها قواعد الحوكمة بصورة فعالة ارتفع فيها معدل العائد على حقوق الملكية وكذلك تعظيم القيمة السوقية للشركة مما يؤدي لارتفاع قيمتها.

2- التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وأثره في قرارات المستثمرين بالشراء والاستثمار بالشركات والأسهم: أظهرت دراسة لماكفوي وميلستون عام 1999 أن المستثمرين قد يدفعون علاوة إضافية على سعر السهم للشركة التي لديها مجلس إدارة جيد، كما أكدت دراسة ماكينزي عام 2000 أن المستثمر عندما يقوم باختيار الأسهم التي يستثمر فيها، يدرك أن جودة مجلس إدارة الشركة أكثر أهمية من البيانات المالية، وأضافت دراسة كلاوس جولجر بجامعة فيينا عام 2000 أن رقابة المساهمين هي أمر ضروري ومهم لمنع تلاعب إدارة الشركة المسيطرة، وهو ما يحققه تطبيق الحوكمة، ويدرك المستثمرون احتمالات حصولهم على عائد أكبر من الشركات التي تدار بشكل جيد، ومن ثم فهم مستعدون لدفع مقابل حصولهم على هذا العائد المرتفع، كما أنهم يدركون قيمة حماية استثماراتهم من التعرض للخسارة بسبب الجشع والإهمال واستهتار المديرين أو محاباتهم لذوي الصلة بهم.

¹ أحمد علي خضر، مرجع سبق ذكره، ص: 196-203.

3- التطبيق الفعال لحوكمة الشركات يمكن اعتباره أصل من أصول الشركة ويشجع المستثمرين على الاستثمار بها: حيث أظهر مسح لماكنزي 2002 وفق آراء المستثمرين أن المؤسسات الاستثمارية ذكرت أنها ستدفع علاوات مرتفعة جدا للشركات ذات الحوكمة الجيدة، وتتراوح هذه العلاوات بين 12% في المملكة المتحدة، 25% في اندونيسيا، 27% في تركيا و 38% في الإتحاد الروسي.

4- التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وأثره في التصنيف الائتماني وتقييم مخاطر الاستثمار في الشركات وشراء الأسهم: أدى الاعتماد على الحوكمة في التصنيف الائتماني إلى قيام العديد من البورصات ومؤسسات التقييم بعمل نظام للتقييم والتصنيف لحوكمة الشركات، كما صدر تقرير ليونيه سنة 2001 و2002 الذي أوضح أن حوكمة الشركات ترتبط ارتباطا وثيقا بكل من الأداء المالي وتقييم الأسهم، حيث شهدت الشركات والأسواق التي حققت حوكمة الشركات تحسنا في تقييم الأسهم، وقد أوضحت تلك الدراسات أن حوكمة الشركات ترتبط ارتباطا وثيقا بكل من الأداء المالي وتقييم الأسهم في حين أنه من خلال الأزمة المالية في شرق آسيا وجد أن الشركات العملاقة التي قاومت الحوكمة الجيدة هي التي انهارت بشكل خطير. كان إعلان شركة مودي سنة 2002 بداية لنظرة جديدة لأهمية حوكمة الشركات وأثرها في التصنيف الائتماني وتقييم مخاطر الاستثمار، حيث أعلنت مؤسسة مودي عن إدخال المتغيرات الخاصة بحوكمة الشركات ضمن طريقتها للتصنيف الائتماني فأصبحت الحوكمة أحد الاعتبارات الصريحة بالنسبة للشركات المصدرة للسندات وضمنا بالنسبة للمنشآت التي تقترض أموالا من البنوك، وقد تبع هذه الشركة في هذا النهج شركة ستاندرد اند بورز بالاعتماد على الحوكمة ضمن أدوات التصنيف الائتماني والتقييم بمؤشرها.

وتطورت المؤشرات التي تعتمد على عناصر حوكمة الشركات داخل تقييمها وتجاوز الأمر وجود تلك المؤشرات في الدول المتقدمة اقتصاديا مع إطلاق مؤشر ESG حيث يعد أول مؤشر تم إطلاقه للأسواق الناشئة، والذي يشير إلى المؤشرات البيئية والاجتماعية وتلك الخاصة بحوكمة الشركات، وهو ناتج عن مبادرة أطلقتها منظمة التمويل الدولية IFC مع مختلف الجهات الفعالة في السوق من أجل خلق إدارة قياس للقضايا البيئية والاجتماعية والخاصة بحوكمة الشركات لتقديم المعلومات الجيدة لمستثمري الأسواق الناشئة فيما يخص هذه القضايا، وقد اتبع هذا المؤشر منهج الإفصاح والشفافية في عملية التقييم والقياس، حيث اعتبر الإفصاح والشفافية مفتاح تقييم الشركات الناشئة، فهذا أول ما يتم معرفته ويكون في مرحلة بدائية جدا.

5- التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وأثره في عمل صناديق الاستثمار وتقييم مخاطر الاستثمار: هناك أهمية واضحة لحوكمة الشركات بالنسبة لصناديق الاستثمار، حيث أصبحت حوكمة الشركات تأخذ جانبا كبيرا من اهتمام الذين يختارون الأوراق المالية أو مديري صناديق الاستثمار النشطين، وذلك عند إقدامهم على اختيار الاستثمار، وعملية إدارة الأوراق المالية، فتدخل حوكمة الشركات كأحد أهم معايير المخاطر عند

اتخاذ تلك الصناديق لقراراتها الاستثمارية، وفي دراسة قام بها جومبرز وايشي ومترك في عام 2001 أكدوا أن محفظة الأوراق المالية في الشركات ذات الحوكمة الجيدة قد تحقق أداء مرتقعا بنسبة تزيد بمقدار 8.5% سنويا لمدة 10 سنوات، عما يمكن للشركات ذات الحوكمة السيئة تحقيقه، إلا أن هذه النتيجة تخضع لمتغيرات عديدة مثل القطاع والحجم والخصائص الأخرى المتعلقة بمستوى المنشأة.

6- حوكمة الشركات والاكنتاب والطرح العام: الواقع أن تطبيق حوكمة الشركات يحتوي على أكثر من 80% من إجراءات تأهيل الشركة للاكنتاب والطرح العام، حيث تضمنت مبادئ المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الكثير من قواعد حوكمة الشركات لتحقيق أهدافها الثلاثة، وهي توفير الحماية للمستثمرين وضمان العدالة والكفاءة والشفافية للمعاملات والتقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية، لذلك فقد أصدرت هذه المنظمة مجموعة من المبادئ لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة، تتضمن الكثير من قواعد حوكمة الشركات.

ونرى أن تنفيذ حوكمة الشركات بصورة اختيارية في الشركات يحقق للشركة عائدا ماليا، ويوفر الكثير من الوقت ويزيد قدرة الشركة على التنافسية بالأسواق، حيث يحقق النقاط المهمة التالية:

- توافق الشركة مع قوانين الشركات وسوق المال وقواعد القيد بالبورصات، مما يوفر الوقت والمال اللازمين لإعداد عملية الطرح.
- تستفيد الشركة من تأثير الإفصاح والشفافية في تقييم سعر السهم، وثقة المستثمرين للإقبال على الطرح في سوق الأوراق المالية.

خلاصة الفصل

يعد موضوع حوكمة الشركات من الموضوعات الهامة التي لاقت قبولا كبيرا من طرف كبري الشركات نظر لأهميتها وللمزايا الايجابية التي يمكن تحقيقها من ورائها، وخاصة ما يتعلق بمواجهة الأزمات المالية والحد من الآثار السلبية المترتبة عن الفساد المالي والإداري، ويمكن التعبير عن حوكمة الشركات من خلال ما تم عرضه في هذا الفصل على أنها مجموعة من الأساليب والميكانيزمات الداخلية والخارجية التي تساهم في تحقيق الشفافية وتدعم عملية الإفصاح عن كل المعلومات الهامة التي من شأنها رسم الأفق المستقبلية للشركات، كما أصبحت أهمية تطبيق مبادئ الحوكمة في إدارة الشركات حاجة ملحة في ظل العولمة والانفتاح الاقتصادي والأزمات الناجمة عن سوء ممارسات الإدارة، وقد أظهرت السنوات السابقة أن اقتصاديات العديد من الدول قد تعثرت نتيجة افتقارها إلى الحوكمة الجيدة مما ألحقت أضرار بالغة بالمساهمين والدائنين والموردين، وأصبحت مبادئ حوكمة الشركات طرفا محوريا في عملية الإصلاح فهي لا ترسي نظاما محوريا يحكم العلاقة بين الملاك، المستثمرين، الدائنين والمديرين فحسب بل تعد كحافز للإصلاح من خلال تطبيق أفضل المعايير من شفافية ومساءلة وأطراف قانونية.

كما أن حوكمة الشركات تتخذ تيارين أو نظامين أساسيين هما نظام المساهم الذي يتميز بالعمل على تحقيق أهداف المساهمين وتحقيق نتائج مالية جيدة لهم، بينما يركز النظام الثاني لحوكمة الشركات على العمل على المحافظة على حقوق أصحاب المصالح ذوو العلاقة والصلة مع الشركة، بينما يوجد هناك نظام ثالث لحوكمة الشركات حيث يعتبر نظاما وسيطا بين النظامين السابقين وهو النظام الهجين لحوكمة الشركات الذي يعمل على مراعاة أهداف المساهمين والعمل على تحقيق أهداف أصحاب المصالح في نفس الوقت والعمل على رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات والشفافية في الشركات.

الفصل

الثاني

تمهيد

تؤدي بورصة الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في تنمية اقتصاديات الدول لاسيما النامية منها، وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد، ولتحقيق ذلك لابد من توفير هذه الأسواق على الشرط الأساسي المتمثل في الكفاءة، وإلا صارت هذه الأسواق بمثابة مصدر للأزمات المالية والاقتصادية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار الاقتصادي وتوزيع غير عادل للدخل بين الأفراد المجتمع خاصة في ظل العولمة المالية.

غير أن إشكالية كفاءة سوق الأوراق المالية أثارت اهتمام الكثير من الباحثين، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت، فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، وتم ملاحظة وجود علاقة قوية ما بين أسعار الأوراق المالية -بصفة خاصة الأسهم- وما بين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على السوق المالي، وسميت هذه العلاقة بكفاءة السوق المالي.

وقد بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة الأسواق المالية و علاقته بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمشروع كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي أو تحليل القوائم المالية، والذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيرا خاطئا.

وللإمام ببعض المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية وكفاءته تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث

التالية:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية، حيث سنحاول فيه إعطاء مفهوم شامل لها، مع التطرق إلى أهميتها وشروط قيامها، وأهم تقسيماتها وأركانها.

المبحث الثاني: تناول هذا المبحث أساسيات حول كفاءة سوق الأوراق المالية، حيث تطرقنا فيه إلى مفهوم كفاءة الأسواق المالية، وأنواعه ومتطلباته، مع تسليط الضوء على العوامل المؤثرة فيه وأهم مؤشرات قياسه.

المبحث الثالث: تم فيه تحديد مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية التي بدورها انقسمت إلى مستوى ضعيف، مستوى متوسط ومستوي قوي.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

تشكل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، حيث أصبح وجودها يشكل ضرورة حتمية لإشباع رغبات وحاجات مختلف المتعاملين، وذلك لطبيعة المعاملات الاقتصادية بينهم، وسيتم في هذا المبحث عرض ومناقشة مختلف المفاهيم العامة المتعلقة بالأسواق المالية.

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية

برز في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كواحدة من أهم الأدوات المالية خاصة في ظل العولمة المالية والنظام الدولي المالي الجديد، حيث يلعب دورا حيويا في تعبئة الموارد والمدخرات وتهيئتها للاستثمار، وأصبحت تشكل مرآة عاكسة ومشخصة لحالة اقتصاديات معظم الدول، وتعتبر مؤشرا دقيقا وحساسا لسلامته.

1- نشأة وتطور الأسواق المالية: تركز فكرة الأسواق المالية على نظرية ادم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما يترتب عليه إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية أو بصفة عامة على الأوراق المالية، مما ترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية¹.

ولقد أدى طابع التخصص في الأسواق إلى نشوء وحدات متخصصة من الأفراد والشركات المتاجرة وتقديم خدمات الوساطة في السوق، فالسوق المالي بالرغم من أنه حديث عهد قياسا بسوق السلع المادية، إلا أنه شهد تطورا كبيرا سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيه، ويرجع ذلك للضخامة الاستثمارية التي يتم تبادلها في الأسواق، وقد تميزت الأسواق المالية في بداية نشأتها بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية وكبر هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما جعله يلجأ إلى البنوك للاقتراض².

على ضوء ما تم ذكره يمكن تلخيص أهم المراحل لتطور الأسواق المالية إلى غاية وصولها إلى ما هي عليه اليوم في المراحل الآتية:

أ- **المرحلة الأولى:** تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم الزراعية والعقارية، مما أدى إلى اتساع

¹ جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص: 16.

² حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 1998، ص: 14.

المعاملات التجارية وأدى أيضا إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، وقد ترتب على ذلك عواقب وخيمة.

ب- المرحلة الثانية: تميزت بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، والتي كانت تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في هذه المرحلة فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهو خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لقواعد البنك المركزي.

ت- المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط وطويل الأجل كبنوك التنمية والاستثمار، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات طويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة¹.

ث- المرحلة الرابعة: ظهرت فيها الأسواق النقدية المحلية والاهتمام بسعر الفائدة، وزاد نشاط الأوراق التجارية وهذا يعتبر بداية لاندماج السوق النقدي المالي، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق إضافة إلى وجود سوق نقدي متقدم، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه.

ج- المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق المحلية في الأسواق المالية والدولية حيث تكمل كل سوق الأخرى من خلال تمويل بعضها البعض².

2- تعريف السوق المالي: تعد الأسواق المالية نظاما أوسع وأشمل للأسواق، والتي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية، وهناك عدة تعريفات يمكن إعطاؤها للأسواق المالية والتي تختلف باختلاف أنواعها، وعليه يمكن إبراز أهم تعريفاتها في ما يلي:

أ- التعريف الأول: السوق المالي هو مكان النقاء أو تنظيم يجمع بين عارضي رؤوس الأموال والطلبين لها، وذلك بغية تعبئة الفوائض وتوجيهها نحو العجز وفق شروط محكمة مسبقا³.

ب- التعريف الثاني: السوق المالي هو عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء من خلال انسياب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع، مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي⁴.

¹ مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال - النظرية والمؤسسات النقدية -، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 171.

² صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، الطبعة الأولى، مصر، 2003، ص: 5.

³ إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة: المفاهيم الأساسية للاستثمار في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص: 15.

⁴ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص: 18.

ت- **التعريف الثالث:** السوق المالي هي عبارة عن التقاء المشتريين والبائعين والوسطاء والمتعاملين الآخرين والإداريين من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو الصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية والمالية والنقدية لفترات متباينة، طويلة وقصيرة، اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محلياً ودولياً¹.

من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف عام للأسواق المالية حيث يمكن القول أنها السوق التي تجمع أصحاب الفوائد المالية الذين يعرضون رؤوس أموالهم لغرض تحقيق عائد من استثمار أموالهم مع أصحاب العجز المالي لغرض تمويل أنشطتهم الاستثمارية في ظل توافر قنوات اتصال فعالة وقواعد وأعراف وضوابط محددة.

3- خصائص السوق المالي: من أهم الخصائص التي يجب أن تتوفر في السوق المالي ما يلي²:

- تتعامل الأسواق المالية مع ثلاثة أطراف أساسية: بائع ومشتري ووسيط.
- شفافية وعلانية البيانات والمعلومات عن كافة المؤسسات والوحدات المصدرة للأوراق المالية.
- جوهر التعاملات في السوق المالي هو الأموال في شكل أوراق مالية أو نقدية.
- الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة الكاملة لعمليات التداول وفسح المجال لقوى الطلب والعرض في تجديد أسعار الأوراق المالية.
- التكامل مع البورصات الأخرى واستخدام تقنيات متطورة للتواصل معها، فيما يتعلق بتوفير البيانات والمعلومات وإنجاز الصفقات وتسهيل مهمة الوساطة المالية.
- تنوع الأوراق المالية من حيث النوع والكم داخل السوق وتنشيط عمليات التداول.

المطلب الثاني: أهمية السوق المالي وشروط قيامه

تلعب الأسواق المالية دوراً فعالاً في توجيه الاقتصاد والتنمية نحو الرفاهية الاقتصادية، حيث تستحوذ على جزء مهم من المدخرات المالية، والتي يتم تصريفها نحو الالتزامات الخاصة بأصحاب العجز المالي، وهو ما يحقق عوائد مالية لجميع الأطراف، ولكن تجدر الإشارة أنه من أجل تحقيق هذا الهدف، لا بد من توفر العديد من الشروط التي تجعل من هذا السوق يتمتع بدرجة كبيرة من الكفاءة المطلوبة.

1- **أهمية السوق المالي:** تستمد السوق المالي أهميتها من وجودها من خلال تحقيق موازنة فعالة بين قوى الطلب وقوى العرض، حيث تشكل عامل جذب للعديد من المستثمرين من أفراد وشركات خاصة في النظم الاقتصادية الحديثة، كونها تمثل قناة اتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاديات

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2003، ص: 58.

² محمد أحمد الكايد، الإدارة المالية الدولية والعالمية، دار الكنوز المعرفية العلمية، عمان، الأردن، 2010، ص: 166.

المختلفة من سداد احتياجاتها المالية، وتبرز أهمية السوق المالي وضرورته في خدمة النشاط الاقتصادي من خلال ما يلي:

أ- **أداة توجيه للاستثمارات:** حيث يتجه المستثمرون دائما إلى الاستثمار في الشركات التي ترتفع أسعار أسهمها، ولا يقترنون من تلك التي تعاني أسهمها وسنداتها هبوطا حادا، وهي بذلك تعمل على تحذير وتنبية المستثمرين من مخاطر الاستثمار، كما تعمل في الجانب المقابل على جذب المستثمرين إلى الاستثمار في شركات أخرى أقوى وأفضل، نظرا لما يقدمه هذا الاستثمار من فوائد مؤكدة¹.

ب- **تعبئة الموارد المالية:** وذلك من خلال كونه حلقة وصل بين الادخار والاستثمار، فمن خلاله يتم التمويل من الوحدات التي تحقق فائضا ماليا إلى الوحدات التي تعاني عجزا ماليا، إذ تساهم في تنمية الاقتصاد، من خلال تزويد المشاريع الاستثمارية بالسيولة بشكل مستمر عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي².

ث- **تشجيع الادخار القومي ونشر ثقافة الاستثمار:** وذلك عن طرق التوعية بوسائل توفير التمويل من خلال أسواق المال مثلها مثل الوسائل التقليدية للتمويل، ومن ثمة قيادة سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية مما يحفزهم على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال قنوات المعلومات والاتصال المختلفة.

ج- **اعتبارها مرجع هام لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية والتشغيلية:** إذ أنها تمثل أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على مستوى أداء الشركات المدرجة فيها، حيث أن حجم الإقبال على أسهم الشركة يعكس مدى كفاءة السياسات التي تتبعها إدارتها.

ح- **تحقيق مستوى عالي من الضبط المؤسسي:** وذلك من خلال رقابة هيئات أسواق المال وإلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل يضمن مناخا استثماريا يتسم بالشفافية، مما يجعل البورصة تمثل المرآة التي تعكس الحالة العامة لاقتصاد الدولة³.

خ- **يلعب السوق المالي دورا رئيسيا في تحقيق السياسة النقدية للدولة:** إذ بواسطته يمكن للبنك المركزي ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة والتحكم في الاحتياطات الأجنبية⁴، كما يمكن أيضا من تنظيم

¹ محسن احمد الخضير، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، ايتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، مصر، 1999، ص: 18-19.

² رشيد بوكساني، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم علوم التسير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006، ص: 11.

³ زهري الطيب الفكي أحمد، **أسواق المال**، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2017، ص: 24-25.

⁴ محمد علي العامري، **الإدارة المالية**، دار المناهج، عمان، 2007، ص: 65.

ومراقبة الإصدارات والأوراق المالية والتعامل بها وتحقيق عدالة تحديد الأسعار وذلك فيه ضمان لصغار المدخرين¹.

2- شروط قيام السوق المالي²: حتى يتم إنشاء سوق مالي ناجح لابد من توفر بعض المتطلبات الأساسية ومقومات المساهمة في تطويره وحسن كفاءته والتي يمكن إجمالها في ما يلي على سبيل المثال لا الحصر:

أ- تشجيع الدولة للادخار: وذلك باعتباره حاضنة العمليات الاستثمارية المنتجة التي تتم من خلال تشغيل المؤسسات الإنتاجية والمالية المختلفة.

ب- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة: وذلك من خلال مساهمتها في جذب مدخرات الأفراد وتقوم بعمليات تمويل المستثمرين من أجل تنفيذ مشروعاتهم المختلفة.

ت- توفير الضمانات: حيث يجب أن تكون هذه الضمانات كافية والتي تمكن من تحويل المدخرات إلى استثمارات دون عقبات وتعقيدات حكومية.

ث- توفير البيئة المالية السليمة: والتي تتطلب وجود أجهزة رقابية فعالة تهتم بالضبط المؤسسي والشفافية وتراقب أداء أسواق المال من خلال تشريعات قانونية واضحة وملزمة.

ج- توفر درجة مطمئنة من الاستقرار: سواء كان سياسيا أو اقتصاديا أو اجتماعيا داخل الدولة تساعد في جذب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخار الخاص إلى استثمارات طويلة الأجل من داخل وخارج الدولة.

ح- توفر الشفافية التامة: من خلال إتاحة المعلومات والبيانات المتعلقة بالمؤسسات المالية ونشرها بوسائل الإعلام المختلفة بالمستوى الذي يمكن كل مستثمر وكل مدخر من اتخاذ قراراته على يقين تام من صحة البيانات والمعلومات المفصح عنها.

المطلب الثالث: تقسيمات السوق المالي

تتنوع الأسواق المالية بتنوع الأسس المستخدمة في تبويبها أو تقسيمها، وفي الغالب تنقسم الأسواق المالية وفقا لأغراض التمويل منها يخصص في تمويل المشاريع الاستثمارية ومنها ما يمول عمليات التشغيل، وطبقا لهذا التصنيف يمكن التمييز بين نوعين من الأسواق داخل السوق المالي هما سوق نقد للأموال قصيرة الأجل وسوق رأس المال للأموال طويلة الأجل.

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 09.

² ازهري الطيب الفكي أحمد، مرجع سيق نكره، ص: 25-26.

1- الأسواق النقدية: هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأدوات قصيرة الأجل، حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية، مدون عليها بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن اقرضه لطرف آخر، هذه الأدوات تكون قابلة للتداول، وأن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة.

ويمكن تمييز سوقين في السوق النقدي هما:

أ- السوق الأولي: وهي السوق التي يتم فيها تداول الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومتانة المقترض وسمعته المالية¹.

ب- السوق الثانوي: وهي التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تنحدر حسب قانون العرض والطلب، ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما سوق الخصم الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، وسوق القروض القصيرة الأجل التي تعقد لأجل قصير يتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة².

2- أسواق رأس المال: ويطلق عليه أيضا سوق الأموال الطويلة الأجل أي الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة للاكتتاب بالأسهم والسندات، وعليه يمكن التمييز بين نوعين في هذا السوق وهما الأسواق الحاضرة أو الفورية و الأسواق المستقبلية أو الآجلة.

أ- الأسواق الحاضرة: يقصد بها الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) والتي يسلمها وتسلمها فور إتمام الصفقة، والاسم الشائع للأسواق الحاضرة أو الفورية هو أسواق الأوراق المالية³. وتتقسم الأسواق الحاضرة بدورها إلى سوقين يتمثلان في:

➤ **أسواق أولية (سوق الإصدار):** وهي تلك الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية لأول مرة عند إصدارها، وذلك عن طريق الاكتتاب العام سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس ماله⁴، وعادة ما يتم بيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى بمصارف الاستثمار والبنوك التجارية، حيث تتعهد بتسويقها إما لصالحها أو لصالح الجهة المصدرة لقاء عمولة طبقا للاتفاقية المعقودة للإصدار.

¹ غازي عبد الرزاق النفاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، دار وائل، عمان، 2006، ص:68.

² السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010، ص 93.

³ حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار كندي، مصر، 2002، ص:24.

⁴ عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2002،

➤ أسواق ثانوية (سوق التداول): وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للمؤسسات القائمة، أي للإصدارات السابقة فعن طريق هذه السوق تتحقق آلية الطلب والعرض على الأوراق المالية، من خلال الأوامر المتدفقة إلى الوسطاء والسماصرة الذين بدورهم تتحقق عملية صناعة السوق¹.

وجدير بالذكر أن هناك علاقة وثيقة بين الأسواق الأولية والأسواق الثانوية، حيث أن الأسواق الثانوية تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية، ولذا فإن وجود الأسواق الثانوية ضروري، حيث تعطي المستثمرين الثقة في إمكانية بيع الأوراق المالية إذا احتاجوا إلى سيولة، كما أن الأسواق الأولية عند إصدارها أوراق مالية أول مرة تسترشد بمستويات الأسعار السائدة في السوق الثانوية².

ب- الأسواق الآجلة: ويطلق عليها العقود المستقبلية، وهي سوق تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم³.

المطلب الرابع: أركان السوق المالي

من أجل إنشاء سوق مالي متطور لا بد من وجود ثلاثة عناصر تشكل الركائز الأساسية لهذه السوق، فتطور هذه الركائز يؤدي إلى تطور السوق وازدهارها، فهي تلعب دورا فعالا في إحداث التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية فيما بينها، وهذا راجع بدرجة أولى إلى درجة التطور الاقتصادي والمالي للبلد، ويمكن حصر المتعاملين في السوق المالي في ما يلي:

1- العارضون للمال أو المقرضون: يتمثلون في المستثمرين الذين يزيد دخلهم النقدي عن إنفاقهم الاستهلاكي من الأفراد والمؤسسات، حيث يعتبرون من أهم الأعوان المتعاملين في الأوراق المالية، نظرا لحيازتهم لنسبة عالية من السيولة، كما أن تواجدهم يعطي حركية كبيرة للسوق المالي، ويتم العرض أو الإقراض من خلال الإقراض المباشر، شراء السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد أم ومن خلال شراء الأسهم، حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقد مبرم بين المقرض والمقرض،

¹ رشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة -، دار المسيرة، عمان، 2004، ص: 53.

² صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 23-24.

³ سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، مصر، 2000، ص: 475.

وعادة ما يدون في هذا العقد القيمة الاسمية لهذا القرض والمدة الزمنية والفائدة وتاريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض¹.

2- المقترضون أو المصدرين: تتضمن هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث أن دخولهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن تكون مؤسسة أو مكتب سمسة أو شركة استثمارية، بينما يمكن للأفراد الاقتراض من المؤسسات المالية على صورة قرض مباشر².

3- الوسطاء أو الوكلاء: تشمل هذه الفئة المؤسسات المالية المختصة التي تعمل بنشاط النقد، والتي تقوم بتقديم الخدمات المرتبطة بالعمليات المصرفية والاستثمارية كاستبدال العملات، ووسطاء بيع الأوراق المالية والسلع وكذا مؤسسات التأمين بأنواعه، بالإضافة إلى وسطاء ووكلاء التأمين³، فهي تقوم بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة، والجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، ويقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بحسب قانون السوق المالية وأنظمته وتعليماته⁴.

المبحث الثاني: أساسيات حول كفاءة سوق الأوراق المالية

إن فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية لا تزال دوما تثير اهتمام الكثير من المفكرين والباحثين الاقتصاديين خاصة العاملين في مجال الأسواق المالية، لما لها من تأثير بالغ في تحقيق السعر العادل للورقة المالية، حيث أدى ذلك إلى ظهور الكثير من الأبحاث التي تحدد مجموعة الشروط الواجب توافرها في سوق الأوراق المالية لكي تتسم بنوع من الكفاءة والتي تحقق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة بما يضمن توجيهها إلى الفرص الأكثر ربحية وذلك من خلال دور السوق المباشر بتوفير بيئة مناسبة للمستثمرين والمؤسسات ليتمكن من تحقيق أهدافه بشكل أمثل.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

إن نظرية كفاءة سوق الأوراق المالية بنيت على أساس نظرية "الحركة العشوائية" أو "السير العشوائي" لعالم الرياضيات الفرنسي **LOUIS BACHELIER** في رسالته التي نشرت عام 1990 في

¹ محمد عبد الخالق، الإدارة المالية والمصرفية، دار أسامة، عمان، 2010، ص: 116.

² جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

³ زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 176.

⁴ وليد احمد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: 35.

باريس بعنوان "نظرية المضاربة" التي تنص على أن أسعار الأسهم تتحرك بشكل عشوائي لا يمكن التنبؤ به وبالتالي فإنه لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق عائد غير عادي من خلال أي معلومة ماضية أو حالية أو خاصة من داخل الشركة¹.

ثم توالت محاولات الباحثين والمفكرين في محاولة تفسير هذه النظرية إلا أنه لم يكن بإمكانهم بلورة نظرية كفاءة سوق الأوراق المالية إلى غاية سنة 1970 حيث قام العالم **PAUL SAMUELSON** بإضفاء طابع أكثر دقة على هذه النظرية ليأتي في الأخير العالم **EUGENE FAMA** الذي كان له الفضل في وضع حجر الأساس لنظرية كفاءة سوق الأوراق المالية التي بنى على أساسها العديد من الباحثين الاقتصاديين دراساتهم والتي تقوم على فرضية أن أسعار الأوراق المالية المدرجة تعكس بشكل كامل ودقيق وفي أي وقت كل المعلومات المتاحة ذات الصلة².

ويمكن تحديد مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال العناصر الآتية:

1- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية: تختلف وجهات نظر الباحثين والمفكرين في تناولهم لكفاءة سوق الأوراق المالية وذلك من خلال اختلاف وجهات نظر كل من المستثمرين أو المحللين الماليين وكذا السوق والمجتمع، حيث نجد الكثير من التعريفات المتعلقة بهذا المفهوم وإن كان أغلبها يدور حول ما جاء به العالم **FAMA**، والتي يمكن تحديد أهمها في ما يلي:

أ- **التعريف الأول:** يعرفها **E.FAMA** بأنها ذلك السوق الذي تكون فيه الأسعار المتداولة تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، حيث أن سعر السهم يعكس أي معلومة جديدة ترد إلى السوق في نفس الوقت وبدقة ويتحرك بقدر اتجاه وحجم هذه المعلومة³.

ب- **التعريف الثاني:** يعرفها **M.C.JENSEN** بأنها ذلك السوق الذي من المستحيل فيه تحقيق أرباح اقتصادية غير عادية في الزمن **Ot** بواسطة المتاجرة أو التداول على أساس المعلومات المتوفرة في هذا الزمن⁴.

¹ ديمو وليد حنا الرضي، الأسواق المالية: تركيبها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2015، ص: 83.

² بلعادي عمار، مرجع سيق ذكره، ص: 31-32.

³ Fama, Eugene.F, Efficient capital markets: A Review of theory and empirical work, Journal of Finance, Vol 25, No 2, United Kingdom, 1970, p: 383.

⁴ Michael C jensen, Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, Journal of Financial Economics, Vol 6, Netherlands, 1978, p : 95.

ت- **التعريف الثالث:** يعرفها بريش عبد القادر بأنها ذلك السوق الذي يعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها، ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية¹.

ث- **التعريف الرابع:** هو السوق العادل الذي تعكس أسعار البيع فيه كافة المعلومات التاريخية أو الحالية أو المستقبلية المتاحة، لاسيما أن السوق الكفاء تعد المقياس الحقيقي للقيمة، فمن غيرها لا يمكن ضمان التخصيص الأمثل للموارد والتشغيل الكفاء لعمليات البيع والانتقال الكفاء لعمليات البيع والانتقال الكفاء للأموال ممن يملكونها إلى من هم بحاجة إليها بعدالة أي أن الأسعار عند أي مستوى تكون متساوية أو قريبة من الأسعار الحقيقية².

ج- **التعريف الخامس:** هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفر عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة السهم من خلال وسائل الإعلام المختلفة، حيث يظهر في السوق ما يسمى السعر العادل للورقة المالية، والذي يعكس القيمة المحورية لها، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة والتي بدورها تكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في الورقة المالية من مخاطر³.

من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية والذي يتمثل في سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، إذ يظهر ما يسمى بالسعر العادل للورقة المالية، والذي يعكس القيمة الحقيقية لها، حيث تكون القيمة السوقية لها تعكس قيمتها الأساسية التي تساوي القيمة الحالية لتدفقات أرباح الأسهم الموزعة في المستقبل بالنظر إلى المعلومات المتاحة.

وتتمحور بنود فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية على النقاط الآتية⁴:

➤ تنص هذه الفرضية على أن جميع المستثمرين عقلانيون، يسعون إلى تعظيم منافعهم ولديهم توقعات متجانسة حول الخصائص المالية للأصول.

➤ جميع المعلومات في السوق متاحة للجميع وبدون أي تكلفة.

➤ يعكس سعر السهم القيمة الحقيقية للشركة فهو عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة.

¹ عبد القادر بريش ، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد التاسع، جامعة الشلف، الجزائر، ص: 51.

² مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، دمشق، سوريا، 2014، ص: 48.

³ صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سبق ذكره، ص: 164.

⁴ ديما وليد حنا الرضي، مرجع سبق ذكره، ص: 84-85.

- أي معلومة تصل إلى السوق تتعكس في أسعار الأسهم بدقة وبنفس الوقت الذي تصل فيه.
 - سعر السهم يعكس جميع المعلومات الماضية والحالية وأية معلومات من داخل الشركة.
 - ترد المعلومات الجديدة بشكل عشوائي على السوق وبالتالي يتحرك سعر السهم بشكل عشوائي، بحيث لا يمكن لأي مستثمر التنبؤ به وتحقيق عائد غير عادي.
- 2- خصائص كفاءة سوق الأوراق المالية:** من خلال التعريفات السابقة التي تم ذكرها يمكن القول أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتميز بمجموعة من الخصائص والتي يمكن ذكر أهمها في النقاط الآتية:
- أ- السيولة:** وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة دون خسائر، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة¹.
- ب- عمق السوق:** تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين الطلب والعرض دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فوراً للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى ضبط التغير الكبير في السعر.
- ت- شمولية السوق:** تتميز الأسواق المالية بالانتساع إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير، فلو كان عدد المتعاملين من البائعين والمشتريين في السوق قليلاً، وكان حجم التداول الناتج صغيراً، فإن السوق تكون ضيقة، وبسبب حجم التداول في الأسواق ذات الشمولية فإن الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض يكون ضيقاً².
- ث- الأمن والأمان:** أي توفير الحماية اللازمة ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، وحماية السوق من كل الممارسات غير الأخلاقية.
- ج- العقلانية:** أي أن يكون هدف المتعاملين تعظيم المنفعة المتوقعة من خلال تحليل ومعالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل في السوق.

¹ الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات -، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، بسكرة، الجزائر، 2019، ص: 63.

² فاطمة الزهراء طاهري وسهام عيساوي، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية، ملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، الجزائر، 06-07 ماي 2012، ص: 11.

ح- دقة وسرعة وصول المعلومات: على السوق تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر، كما يزودهم بالظروف السائدة في السوق¹.

المطلب الثاني: أنواع ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

1- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية: يتضح من خلال مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وجود عنصر الزمن في تلقي المعلومات ومدى انعكاسها على أسعار الأوراق المالية، وعلى هذا الأساس يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة سيتم التفصيل فيهما في الآتي:

أ- 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 تكاليف²، وهناك مجموعة من الشروط الأساسية التي يجب توفرها حتى نقول أن سوقا ما يتمتع بالكفاءة الكاملة والتي يمكن ذكر أهمها في النقاط الآتية³:

➤ تماثل المعلومات: وذلك من خلال إتاحة المعلومات الاستثمارية للجميع بالقدر نفسه وفي نفس الوقت وبدون تكاليف، وإلا تحولت إلى سوق احتكار.

➤ عدم وجود قيود على التعامل: وذلك من خلال عدم وجود تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها، مثل تكاليف السمسرة أو العمولات أو تكلفة الإصدار للأوراق المالية، وعدم التمييز بين ضرائب الدخل وضرائب الأرباح الاستثمارية.

➤ حرية الدخول والخروج من وإلى السوق الاستثماري: بمعنى حرية إقامة المشروعات الجديدة وعدم وجود تكاليف إفلاس قانونية أو محاسبية تنتج عن تصفية الاستثمارات.

➤ حرية البيع والشراء: حيث يمكن للمستثمر أن يشتري أو يبيع الكمية التي يريدتها من الأسهم وبدون شروط وبسهولة وبسر.

➤ اتصاف المستثمرين بالرشد: أي إنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

¹ سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية - دراسة حالة الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2010، 2001-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص: 77.

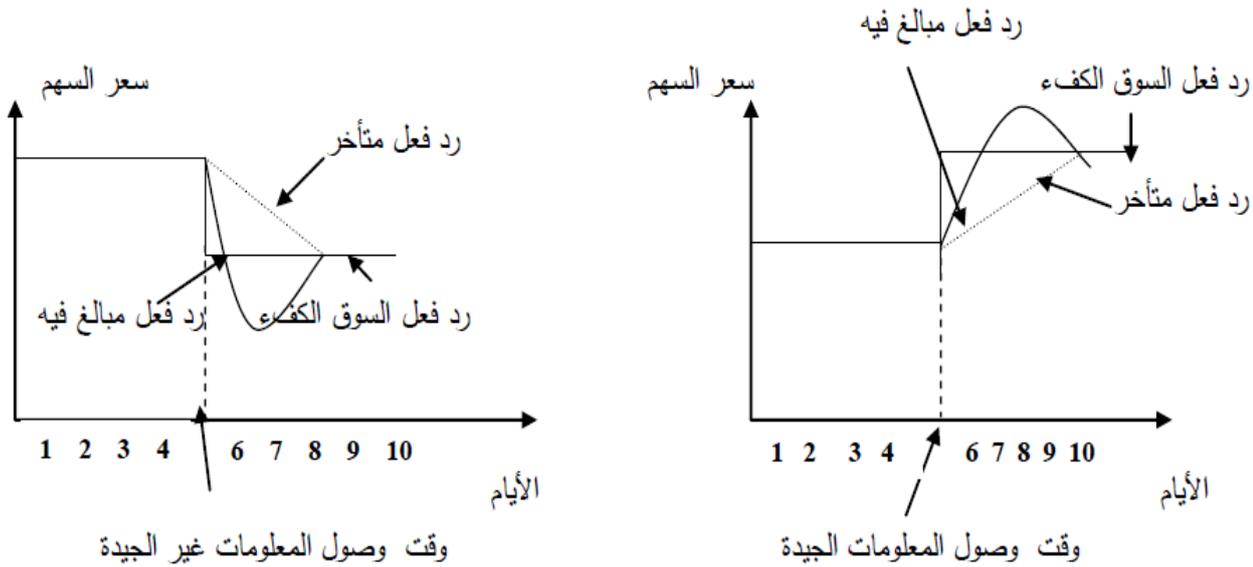
² عرابة الحاج وزغودة تبر، حوكمة الشركات كآلية للرفع من مستوى كفاءة الأسواق المالية، المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والإقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 19-20 نوفمبر 2013، ص: 701.

³ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 104-105.

إلا أن بعضاً من هذه الشروط صعبة التحقيق في الواقع العملي، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات، وهناك تكاليف للمعاملات وغيرها من القيود التي تؤدي إلى حدوث اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة المحورية لها، وهذا هو الأمر الشائع مهما بلغت درجة تقدم وتطور الأسواق المالية¹.

ب- الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت في وصول المعلومات إلى السوق، ويكون فيها تباطؤ زمني بين المعلومات الواصلة إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، مما يفضي إلى أن الأخيرة قد تكون أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت، ولكن بوجود تكاليف المعلومات والضرائب المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصادياً أو تكاليف أخرى فإن الفرق لن يكون كبيراً إلى الحد الذي يسمح بتحقيق أرباح طائلة في المدى الطويل، وتقتضي الكفاءة الاقتصادية توافر شرطاً واحداً وهو سعي الغالبية من المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثروتهم². ويمكن تمثيل هذين النوعين من الكفاءة في الشكل الآتي:

الشكل رقم 03: التغير في سعر السهم في الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة



المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2004، ص: 137.

¹ صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سبق ذكره، ص: 166.

² محمد طيفور أمينة وبودوشن ياقوتة، حوكمة الشركات ودورها في تفعيل كفاءة السوق المالي (البورصة) وتحفيز الاستثمار، المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 19-20 نوفمبر 2013، ص: 335.

2- **متطلبات كفاءة سوق رأس المال:** إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصا كفا للوارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وبالتالي فهو يلعب دورين مهمين يتمثلان في¹:

أ- **الدور المباشر:** يقوم على حقيقة مفادها انه عند قيام المستثمرين بشراء أسهم منشأة ما فهم في الحقيقة يشتررون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن المنشآت 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.

ب- **الدور غير المباشر:** بعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

وبالتالي فإن إطلاق مصطلح الكفاءة على سوق الأوراق المالية يكون إذا توفرت على ثلاثة شروط أساسية يمكن توضيحها فيما يلي²:

➤ **كفاءة التسعير:** وتسمى أيضا بالكفاءة الخارجية لأنها مرتبطة بعوامل متأية من خارج السوق المالي، وهي تتعلق بالمعلومات المتاحة حول المنشأة المصدرة لتلك الأوراق المالية المقيدة والمتداولة في سوق رأس المال، والتي تنعكس بشكل مباشر على أسعار أوراقها المالية، مع ضرورة إتاحة تلك المعلومات لجل المتعاملين في السوق بسرعة وبدون فاصل زمني كبير وبتكاليف منخفضة إلى أدنى حد ممكن.

➤ **كفاءة التشغيل:** وتسمى أيضا بالكفاءة الداخلية لأنها ترتبط بالسوق المالي، وهي تهتم بالناحية التشغيلية من خلال قدرة إدارة السوق المالي في إيجاد آليات وأدوات تضمن تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية المقيدة فيها، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية لصالح السماسرة، ودون احتكار التعاملات المالية من طرف صناع السوق لتحقيق أرباح مبالغ فيها. ولتكون الأسواق المالية ذات كفاءة تشغيلية يجب³:

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

¹ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

² الغالي بن إبراهيم ومحمد عدنان بن ضيف، مرجع سبق ذكره، ص: 61.

³ غراية زهير، إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة الشلف، الجزائر، 2012، ص: 100.

✓ لا بد من التنافس بين صناع السوق وبين السماسرة، وهذا التنافس يدفع بمعدلات العمولة والهوامش باتجاه الانخفاض المستمر مما يزيد من كفاءة السوق التشغيلية.

➤ **كفاءة التخصيص:** تتحقق هذه الكفاءة في سوق الأوراق 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 تصف بالكفاءة التخصيصية لتلك الفئات فرصة الاستثمار في الأنواع المختلفة من الأوراق المالية¹.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك العديد من العوامل التي تستطيع أن تتدخل وتؤثر على مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية والتي من شأنها تغيير المجريات الطبيعية والعادية للسوق المالية وبالتالي إحداث مجموعة من الاختلالات والتي تؤثر في سلوكيات المتدخلين فيها، ويمكن إبراز أهم هذه العوامل في النقاط الآتية:

1- حالات الذعر وإطلاق الإشاعات: في بعض من الأحيان تسود حالة من الذعر بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية لأسباب قد تكون مجهولة كما حدث يوم الاثنين الأسود في التاسع عشر أكتوبر 1987 عندما أغلق مؤشر داو جونز الصناعي عند مستوى 1738.74 نقطة مسجلاً بذلك انخفاضا قدره 508 نقطة، أي بنسبة 21.62 بالمئة عن مستواه السابق والمقدر بـ 2247.04 نقطة مما أدى إلى اندلاع أزمة كبيرة بيورصة وال ستريت والتي بدورها أدت إلى تخوف المستثمرين من تدهور الأسعار².

أيضا في كثير من الحالات تلجأ فئة المضاربين إلى محاولة استغلال السوق لأغراض شخصية من خلال إطلاق بعض الإشاعات والمتمثلة في معلومات غير صحيحة أو انطباعات خاطئة عن أحداث مستقبلية، وهذا من شأنه إحداث تغيرات لا مبرر لها في أسعار الأوراق المالية، فعندما يرغب المضاربون في شراء نوع معين من الأوراق المالية وبأقل من سعرها الحقيقي، يقومون بترويج معلومات خاطئة حول الشركة المصدرة لهذه الأوراق مما يدفع بحاملها إلى التخلي عنها من جهة وامتناع المتدخلين عن شراءها من جهة أخرى، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة العرض عن الطلب، وبالتالي انخفاض أسعارها، فيستفيد المضاربون بشرائها، أما إذا أرادوا البيع فهم يقومون بنشر معلومات ذات مزايا مبالغ فيها حول الأوراق المالية المراد

¹ جريو كلثوم، دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البلدة، الجزائر، 2015، ص: 62.

² ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 12.

بيعها، الأمر الذي يؤدي إلى تحول المتدخلين في السوق المالية نحوها مما يزيد الطلب عليها وبالتالي ارتفاع أسعارها¹.

2- **الممارسات غير الأخلاقية:** هناك العديد من الممارسات السلبية التي تحدث على مستوى سوق الأوراق المالية والتي تعيق كفاءته وبالتالي زعزعة ثقة المتعاملين فيه، ويمكن إيجاز بعض هذه الممارسات في النقاط الآتية²:

أ- **البيع الصوري:** يقصد به خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر عليه، ومثال ذلك قيام احد الأشخاص ببيع أوراق مالية سورية لأحد أفراد عائلته، أو قيام شخص ببيع وشراء الورقة ذاتها وفي اليوم نفسه متفقا مع شخص آخر على ذلك، والهدف من هذا البيع إيهام المتعاملين بحدوث تغيرات سعرية للورقة المعنية، مما يعني أن تعاملنا نشيطا قد جرى عليها، هذا مؤداه أن هناك نوعا من الخداع والاحتيال بغرض تحقيق ربح.

ب- **استغلال ثقة المتعاملين:** أي أن يقوم السماسرة باستغلال ثقة عملائهم وذلك بإبرام صفقات نيابة عنهم، أو تشجيعهم على إبرام صفقات على أساس معلومات مضللة، ويرجع السبب في ذلك الاستغلال إلى أن السماسرة يحصل على عمولته من صفقات البيع والشراء التي يبرمها، سواء كانت صفقات رابحة أو خاسرة، وكلما زادت الصفقات عددا وقيمة زادت عمولات السمسرة، وعليه يمكن القول أن تلك الممارسات غير الأخلاقية تهدف إلى ابتزاز العملاء.

ت- **الشراء بغرض الاحتكار:** ويقصد به قيام شخص بشراء معظم الكمية المعروضة من ورقة مالية ما، وذلك حتى يتمكن من بيعها لمن يرغب في شراءها بالسعر الذي يحدده، أو للإنفراد بصناعة القرار في الشركة المصدرة للأوراق المالية، ويعتبر هذا النوع من الاحتكار قمة الاستغلال للمضاربين، حيث أن الأسعار التي يفرضها المحتكر غير عادلة، فهي ليست نتيجة لتلاقي قوى العرض والطلب.

3- **تأثير فترات زمنية معينة:** إن هناك فترات معينة خلال السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلبات الأسعار، كما هو الحال بالنسبة لما يعرف بتأثير شهر ديسمبر في الولايات المتحدة الأمريكية حيث ترتفع أسعار الأسهم في هذا الشهر وهو ما يدفع المستثمرين ببيع أسهمهم في شهر ديسمبر أي قبل نهاية العام وقبل أن يتحملوا الضرائب المفروضة على عوائد حصصهم، ومع بداية العام الجديد يعملون على إعادة شراء الأسهم،

¹ عبد الرحمن بن عيسى، **دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية - دراسة نظرية تطبيقية -**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم التجارية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة المدية، الجزائر، 2009، ص: 23.

² نوال لعشوري، **دور حوكمة الشركات في الرفع من أداء وكفاءة السوق المالي - دراسة حالة مصر -**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم المالية، تخصص أسواق مالية، جامعة عنابة، الجزائر، 2011، ص: 78-79.

فترتفع أسعارها علما أن تأثير شهر ديسمبر في السنوات الأخيرة قد قل كثيرا بالنسبة للشركات الكبيرة إلا أنه لا يزال مستمر في حالة المنشآت الصغيرة¹.

4- عدم تماثل المعلومات: يؤدي عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية وبين الأطراف الخارجية أو حتى بين الأطراف الخارجية فيما بينها المتمثلة في المستثمرين إلى تحقيق عائد غير عادي للأطراف التي لها أكبر قدر من المعلومات، وهذا باستغلال معرفتهم المسبقة بالمعلومات الخاصة بالشركة، كما أن هناك بعض المعلومات الخاصة التي تحجم الشركات الإفصاح عنها لأنها تضر بمركزها التنافسي، وحيث إن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي، فإن الأطراف بدون معلومات يمكنهم حماية أنفسهم بواسطة تخفيض تعاملهم مع الأطراف ذوي المعلومات عن طريق تكوين محفظة متنوعة لفترة طويلة، كما أن الأطراف الخارجية يمكنهم منع الأطراف الداخلية من استغلال المعلومات الخاصة بهم عن طريق التعاقد معهم على عدم الاتجار في أسهم الشركات التي يديرونها، ويلاحظ أن تلك الوسائل للحماية تعتبر مكلفة للطرفين، ومن هنا يكون تحقيق التماثل في لمعلومات أمرا ضروريا حتى لا يلجأ المستثمرون للوسائل الدفاعية التي تضر بسوق رأس المال كله².

المطلب الرابع: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للمتغير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم والسندات وغيرها ارتفاعا وانخفاضا، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها³.

ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق، حيث يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية في نقطة زمنية⁴.

وحتى يمكن قياس مدى أو تحسن درجة تطور سوق الأوراق المالية لابد من مجموعة من المؤشرات التي تساعد في ذلك ويمكن توضيح أهمها في النقاط الآتية:

1- مؤشر حجم السوق: يدل كبر حجم السوق واتساعه على زيادة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية وكذا على تطوره في اتجاه ايجابي، حيث يقاس مدى اتساع حجم السوق من خلال ما يلي:

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 110.

² عبد الرحمن بن عيسى، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

³ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

⁴ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 151.

أ- **معدل الرسملة البورصية للنتائج المحلي الإجمالي:** يتم قياسه من خلال نسبة الرسملة البورصية (الرسملة السوقية) والتي يقصد بها مجموع الأسهم المدرجة في السوق مضروبا بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق.

ويقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، حيث يعبر هذا المعدل على مستوى نشاط السوق ، أي كلما ارتفعت قيمة هذا المعدل يرتفع معها حجم السوق وزيادة نشاط البورصة وتوسع القاعدة الاستثمارية لدى الشركات، فهو يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد المالية اللازمة للاستثمار أي القدرة على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الشركات المقيدة بالبورصة والتي تعمل على استثمارها بما يسمح بتوزيع المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين¹.

ب- **مؤشر عدد الشركات المدرجة:** يقيس مؤشر عدد الشركات المسجلة في البورصة مدى اتساع حجم السوق، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة، في حين أن انخفاض عدد الشركات المسجلة في البورصة، أو معدل النمو السلبي في عدد الشركات المسجلة يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة².

2- **مؤشر سيولة السوق:** حيث أنه كلما كان سوق رأس المال يتمتع بالسيولة كلما دل ذلك على كفاءته، ويمكننا تحديد هذا المؤشر عن طريق ما يلي:

أ- **نسبة القيمة المتداولة:** والتي تعبر عن النسبة بين مجموع قيمة الأسهم المتداولة محليا والناتج الإجمالي، حيث يشير ارتفاعها إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك انخفاض تكلفة المعاملات، وتعطينا هذه النسبة أيضا فكرة عن قيمة الأموال المتداولة مقارنة بحجم الاقتصاد.

ب- **معدل الدوران:** والذي يعبر عن النسبة بين قيمة مجموع الأسهم المتداولة محليا ورأس مال السوق المحلي الذي هو عبارة عن مجموع قيم الأسهم المسجلة، وهو من أهم المعايير التي يجب أن يأخذها المستثمر في الاعتبار قبل اتخاذ أي قرار استثماري بالأوراق المالية، كما أنه يعد أحد معايير المفاضلة ليس فقط بين الأسهم المدرجة في سوق ما، بل تتعدى ذلك لتشمل المفاضلة بين الأسواق المالية المختلفة بالنسبة للمستثمرين الأجانب، والذي يشير ارتفاعه إلى ارتفاع درجة السيولة في سوق رأس المال، حيث يعكس مدى

¹ الجودي سطوري، **أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص: 264-266.

² سميرة لطرش، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2010، ص: 255.

ارتفاع نسبة القيمة المتداولة إلى السوق، ويوضح ارتفاع معدل نمو قيمة التداول إلى سرعة نمو سوق رأس المال، مما يدل على زيادة نشاط السوق وهو ما يطلق عليه أحيانا بعمق السوق¹.

3- مؤشر التذبذب في العوائد: تعني درجة التذبذب وجود تذبذبات في العوائد في السوق، من خلال الانحراف المعياري لإجمالي الأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل انخفاض درجة التذبذب على ارتفاع وتحسن كفاءة سوق الأوراق المالية وزيادة ثقة المستثمرين في البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية، ومنه فإن انخفاض درجة التذبذب يعد أحد المقومات الأساسية لتطور كفاءة سوق الأوراق المالية².

4- مؤشر تركيز السوق: حيث نجد في بعض الدول عدد قليل من الشركات هو المسيطر على السوق، وهذه الميزة تؤثر سلبا على سيولة السوق، ومن بين أكثر المقاييس المستعملة لقياس درجة التركيز في السوق هو حساب مساهمة رسملة أكبر عشر شركات في إجمالي رسملة السوق³.

5- مؤشر هيئة السوق: وذلك من خلال وجود هيئة أو لجنة تعمل على إدارة السوق وفق مجموعة من اللوائح والقوانين التي تحكم العمل بالسوق⁴.

المبحث الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن مفهوم الكفاءة نسبي وليس مطلق، حيث يرتبط هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة، حيث ترتبط درجة هذه الكفاءة من خلال نوعية وتوفر المعلومات المستخدمة ومدى تأثيرها على أسعار الأوراق المالية، فالمعلومات بمختلف مستوياتها تعتبر عاملا أساسيا وحاسما في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثمة تحديد مستوى كفاءة السوق، وباختلاف مضمون ونوعية هذه المعلومات تختلف درجة كفاءة سوق الأوراق المالية، وانطلاقا من أعمال مختلف المختصين في الأسواق المالية فيلاحظ انه تم الإنفاق تقريبا على وجود ثلاثة أنواع من المستويات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية.

¹ عادل طلبية، أثر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على ثقة المستثمر في أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة: عينة من أسواق الأوراق المالية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة، الجزائر، 2017، ص: 315.

² عادل طلبية، نفس المرجع، ص: 316.

³ جريو كلثوم، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

⁴ عبد المطلب عثمان محمود، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة ميدانية، الدار الجزائرية والمنظمة العربية للتنمية الإدارية، الطبعة الأولى، الجزائر، مصر، 2015، ص: 123.

المطلب الأول: المستوى الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية

وسيتم توضيح هذا المستوى من خلال التطرق إلى الفرضية المتعلقة به وطرق اختبارها وذلك كما يلي:

1- فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية: وتنضي هذه الفرضية بأن تكون المعلومات التاريخية المعروفة لدى الجميع (والمتمثلة في أسعار الأسهم وحجم التعامل اللذين كانا سائدين في الماضي) هي وحدها التي تقرر مستويات الأسعار السائدة حالياً، كما أنها لا تحتوي على معلومات مفيدة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لأنها تكون قد استنفذت طاقتها وزخمها في تقرير الأسعار السائدة حالياً، وبالتالي ففي هذا المستوى الضعيف لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية عن طريق تحليل البيانات التاريخية وأن التغيرات في أسعار الأسهم مستقلة وليس هناك جدوى من القيام بتحليل سلوك الأسعار في الماضي للتنبؤ بما ستكون عليه هذه الأسعار في المستقبل، وهذا الأمر يتطابق مع منطق نموذج السير العشوائي لسلوك الأسعار الذي يقول أن أسعار الأسهم في الأسواق المالية الكفوة لا تتبع نمطا معيناً تسلكه باستمرار يمكن التنبؤ به بل تخطب تخبطاً عشوائياً وبذلك يصعب التنبؤ بسلوك هذه الأسعار¹.

وبمعنى آخر فإن الشكل الضعيف وهو الشكل الذي تعكس فيه أسعار الأسهم والسندات المعلومات كافة والتي لا يمكن استعمالها من قبل كل أو بعض المتعاملين لتحقيق أرباح غير عادية، لأنه وبكل بساطة هذه المعلومات أصبحت معروفة لدى الجميع وهي موجودة مسبقاً في الأسواق المالية، ومنه يمكن وصف السوق بأنها ذات كفاءة ضعيفة إذا استحال تحقيق أرباح غير عادية باستخدام الأسعار السابقة وفي اتخاذ القرارات الخاصة بتحديد وقت شراء أو بيع الأوراق المالية².

2- اختبار فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية: يمكن تحديد الأسواق ذات الكفاءة الضعيفة من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مدى عشوائية نسبة التغير في الأسعار، وذلك باستخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية ولعل أهمها:

أ- أسلوب الارتباط التسلسلي: يقيس هذا الأسلوب العلاقة بين عنصرين يفصل بينهما فترة زمنية واحدة أو أكثر، وقد تم تطبيق هذا الأسلوب عن طريق معامل الارتباط التسلسلي للتغيرات السعرية اليومية لكل سهم لمدة ثلاثون يوماً، ووجد أن معامل الارتباط التسلسلي صغير جداً، أي أن التغيرات السعرية مستقلة عن بعضها البعض، كما تم اختبار مدى تبعية التغيرات السعرية على مدى فترات زمنية أطول وتم التوصل إلى

¹ زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007، ص: 201-206.

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

أن التغيرات السعرية للأوراق المالية المختلفة ترتبط ببعضها البعض ولكن يظل الارتباط التسلسلي دائما صغير جدا وهذا يؤيد المستوى الضعيف لكفاءة سوق الأوراق المالية¹.

وبالتالي يمكن القول أن الاختبارات الميدانية للشكل الضعيف من كفاءة سوق الأوراق المالية أثبتت عدم ارتباط التطورات التاريخية لأسعار الأسهم مع تطورات أسعارها في المستقبل، وبالتالي فإن المستثمر لا يستطيع أن يحقق أية عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأنها لا تساعده على التنبؤ بالأسعار المستقبلية.

ب- قواعد التصفية: يعتبر مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كافي لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار في سوق الأوراق المالية، فالذين يعتقدون في تلك الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار، ويمكن للمستثمر من خلالها أن يحدد أوامر الشراء أو البيع بالشكل الذي يحقق له عائد متميز على منافسيه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد، وانطلاقا من فكرة أن الأسعار تتغير في نفس الاتجاه لمدة معينة، رأى **ALEXANDER** أن هناك تقنيات أو قواعد للتصفية يمكن استعمالها لتحقيق أرباح غير عادية، أو لتحقيق أرباح أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها باستعمال الإستراتيجية المعروفة باسم " اشتر واحتفظ " وبذلك فإنه ينكر على سوق الأوراق المالية صفة العشوائية وإمكانية رصد نموذج يتغير وفقه سعر الورقة المعنية، ويمكن من خلاله برمجة البيع والشراء بما يحقق ربحا أكبر².

ت- اختبار الأنماط الطارئة: يتم بدراسة وتحليل سلسلة التغيرات السعرية لكل سهم على مدى فترات زمنية متباينة في طولها، والغرض من هذا الاختبار التعرف على التغيير في سعر الورقة المالية خلال فترة زمنية طويلة، فإذا كان التغيير بالزيادة فإن هذا التغيير يعتبر مجموعة واحدة حتى تتحول الإشارة إلى السالب فتعتبر مجموعة أخرى، مع مراعاة أنه يتم تحديد إشارة التغيير وليس قيمته، ثم توضع تلك الإشارات على شكل سلسلة للتعرف على مدى عشوائية تغير هذه الأسعار³.

المطلب الثاني: المستوى المتوسط لكفاءة سوق الأوراق المالية

وسيتم توضيح هذا المستوى من خلال التطرق إلى الفرضية المتعلقة به وطرق اختبارها وذلك كما يلي:

¹ عبد المطلب عثمان محمود، مرجع سبق ذكره ، ص: 118.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 55.

³ أمين السيد أحمد لطفي، العلاقة الغائبة بين المعلومات المالية وأسعار الأسهم في البورصة المصرية، مجلة المال والاقتصاد، جمعية

الاستشارات المصرية، العدد الثالث، القاهرة، مصر، 2001، ص: 5.

1- فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية: تقتضي هذه الصيغة أن أسعار الأسهم في لحظة معينة لا تعكس فقط التغيرات السابقة التي طرأت على أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كافة المعلومات المتاحة للجمهور، أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات، سواء تمثلت تلك المعلومات فيما نشر على الشؤون الدولية، أو الظروف والإقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة في المؤسسة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور¹.

وفي ظل هذا الافتراض، يتوقع أن تستجيب الأسعار للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وكلما زادت سرعة الاستجابة كان ذلك مؤشر على كفاءة سوق الأوراق المالية، وبالتالي فلن يوجد مستثمر حتى لو استعان بالتحليل الأساسي بمقدوره تحقيق عوائد متميزة تفوق تلك التي يحققها مستثمر آخر يتبع إستراتيجية الشراء والاحتفاظ التي لا تتطلب القيام بأي نوع من أنواع التحاليل، وذلك نظرا لسرعة تعديل السعر إزاء المعلومات الجديدة خلال فترة زمنية عادة ما تكون قصيرة، وقصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين تغير السعر في ظل هذه المعلومات كما تقتضي فرضية الكفاءة الاقتصادية يجعل العوائد أو الأرباح الرأسمالية التي يتوقع تحقيقها محدودة على حد قد لا تكفي حتى لتغطية ما تكبده من تكاليف إضافية في سبيل إجراء مزيد من التحليل للمعلومات المتاحة².

وبناء على ما سبق فإن توفر الصيغة المتوسطة للكفاءة في السوق المالية يترتب عليه³:

- أن سعر كل أصل مالي متوفر في هذا السوق يعكس قيمته الحقيقية، أي عدم وجود أي فارق بين قيمة الأصل وسعره نظرا لأن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.
- عدم وجود أي فرصة للمضاربة، فعندما تكون الأسعار تعكس كافة المعلومات الواردة إلى السوق فإن أي مستثمر لا يمكنه تحقيق أرباح نتيجة عمليات المضاربة.
- التوقعات المتعلقة بالأحداث المستقبلية يمكن أن توضح المعلومات المتعلقة بالأصل المالي.

2- اختبار فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية: اهتمت العديد من الدراسات باختبار فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية من خلال دراسة سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية لبعض المعلومات المالية، مثل الإعلان عن الأرباح والتوزيعات أو اشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة، أو الإعلان عن إتباع أساليب جديدة في إعداد القوائم المالية، وقد اختلفت هذه الدراسات حيث أثبت بعضها

¹ Richard Bailili et Patrick McMahon, **Le marché des changes**, Edition ESKA, Paris, France, 1997, p: 49.

² منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 2007، ص: 53.

³ Philippe Gillet, **L'efficacité des marchés financières**, Edition Economica, Paris, France, 1999, p:

سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات الجديدة وبالتالي لا تتاح الفرص لأي مستثمر أن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين وهو ما يعد تأييدا لفرضية كفاءة سوق الأوراق المالية متوسط القوة¹.

ومن أهم الإختبارات التي تعرض لها هذا الشكل ما يلي:

أ- **اشتقاق الأسهم:** المقصود باشتقاق الأسهم تقسيم أو تجزئة السهم الواحد إلى سهمين أو أكثر، كأن يقسم سهم قيمته الاسمية 400 وحدة نقدية إلى سهمين بقيمة 200 ون، وذلك كلما انخفضت قيمته سهل التعامل به، وتجدر الإشارة أن أول من استعمل هذا النموذج في اختبار الشكل المتوسط هو الرباعي **FISHER. FAMA. ROLL. JENSEN.** حيث ركزوا على سلوك أسعار الأسهم المرافقة لعمليات الاشتقاق، فوجدوا أن عملية التجزئة لم تؤدي إلى حدوث أو تحقيق أرباح غير عادية، وأن التعديلات التي حدثت في الأسعار كانت نتيجة للأداء الجيد للشركة، وأن عملية تجزئة الأسهم تستخدم كمؤشر على زيادة العائد المالي للشركة².

ب- **الإعلان عن الأرباح أو التوزيعات:** لقد كشفت بعض الدراسات كدراسة **KOLB** عام 1985 و **DRZY** عام 1984 و **CIMSKI** عام 1981 على أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان، بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين وهو ما يعد تأييدا لفرضية الكفاءة التي في شكلها المتوسط³.

ت- **تغيير السياسات المحاسبية:** إن إجراء تغيير في الطرق والسياسات المحاسبية في الشركة من شأنه أن يغير من النتائج المحققة، فكثيرا ما يلجأ المسيرين والمديرون إلى بعض التقنيات لإظهار أن شركتهم في وضعية مالية جيدة، ومن أمثلة تلك الممارسات نذكر الانتقال من طريقة إلى أخرى في تقييم المخزون وأيضا في حساب الإهلاك وغيرها من الممارسات الأخرى⁴.

المطلب الثالث: المستوى القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية

وسيتم توضيح هذا المستوى من خلال التطرق إلى الفرضية المتعلقة به وطرق اختبارها وذلك كما يلي:

1- فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية: وفقا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة العامة والخاصة، فهذه الصيغة اختيرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول

¹ رشد فؤاد التميمي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 55.

² عصام فهد العريبي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 58-59.

³ غراية زهير، **مرجع سبق ذكره**، ص: 85.

⁴ محفوظ جبار، **البورصة التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية - دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي**، أطروحة مقدمة ضمن

متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 1997، ص: 355.

على معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، وتقوم بها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار والمتخصصون في تحليل الأوراق المالية.

ينشغل السوق الكفاء أساسا بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وأن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار والعكس صحيح¹.

وفي الواقع العملي لا تتحقق فرضية السوق قوي الكفاءة حيث يمكن اعتباره مجرد سوق نظري يقاس عليه الأشكال الأخرى للكفاءة، ولقد أثبتت الدراسات التي أجريت لفحص كفاءة السوق عند المستوى القوي أن هناك مجموعة من الأشخاص يتوفر لديهم معلومات خاصة من خلالها يستطيعون إتباع إستراتيجية تمكنهم من تحقيق عوائد غير مبررة، سواء كانوا من إدارة الشركة أم من صناع السوق أم من مديري المحافظ الاستثمارية، بمعنى آخر أن الدراسات أثبتت عدم كفاءة السوق على المستوى القوي².

2- اختبار فرضية الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية: وتعتمد كفاءة السوق عند المستوى القوي على قياس مدى إمكانية حصول بعض الفئات على معلومات خاصة بحيث تكون تلك المعلومات بصفة احتكارية، ومن الفئات التي يكون لديها معلومات احتكارية ما يلي:

أ- إدارة المنشأة وكبار مديري العاملين فيه والملاك الرئيسيون: يتمكن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة بالمقارنة بباقي المستثمرين ولذلك يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية لتثبت مدى قدرتهم عن تحقيق أرباح غير عادية ومن ثمة مدى صحة فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق من عدمه، وقد أيدت العديد من الدراسات قدرة الكبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاتجار في الأوراق المالية فيما يعتبر عدم تأييد واضح لفرضية السوق الكفاء في شكله القوي³.

ب- صناع السوق مديرو المحافظ الاستثمارية: تمتلك المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار إضافة إلى المتخصصين في تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق، إضافة إلى المديرين

¹ صالح معارفي، متطلبات كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية عمان تونس والمغرب، مجلة أداء

المؤسسات الجزائرية، العدد 2، الجزائر، 2012، ص: 185-186.

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

³ عاطف وليم أندوراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، دار الفكر الجامعي، الطبعة

الأولى، الإسكندرية، مصر، ص: 63.

وكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم في أسهم الشركات العاملين فيها وبالنسبة للشركات المتخصصة في الاستثمار حيث كشفت دراسة **GROCKETT BLUME** عام 1970 و **CUMBY** و **GLEN** عام 1990 عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة تلك المؤسسات على تحقيق عائد، يفوق ذلك الذي يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتبع إستراتيجية اشتر واحتفظ، أما في دراسة **SHWKY** عام 1982 اتضح عدم قدرة تلك المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في المستقبل، وهو ما يحمل في طياته عدم توفر ميزة خاصة لتلك المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية، وبضيف **JAHNKE** في دراسته عام 1987 أن السواد الأعظم من تلك المؤسسات إضافة إلى الشركات المتحكمة في التحليل لا تعطي اهتماما كافيا للتحليل الكمي للعائد والمخاطر، وهو ما يعني ضعف قدرتها على تحقيق عائد متميز.

أما بالنسبة للشركات المتخصصة في التحليل والتي يعتقد أنه من خلال اتصالاتها وقدرتها الفنية يمكنها تحقيق سبق في امتلاك معلومات ذات قيمة قبل غيرها، فإن الدراسات قد كشفت أيضا عن عدم قدرتها على تحقيق أرباح متميزة بل وان قدرتهم على تقدير القيمة الحقيقية للسهم لا تتسم بالدقة في كثير من الأحيان، ليس هذا فقط بل من الصعب عليها معرفة اتجاه الخطأ المحتمل في تقدير القيمة الحقيقية للسهم، وهو ما يعني قبول فرضية كفاءة الأسواق المالية في شكلها القوي، ومع هذا فإن قدرة الشركات على تقديم استشارات لعملاء حققوا من وراءها أرباحا غير عادية قد يعتبره البعض بمثابة عدم الاعتراف بفرضية الصيغة القوية¹.

مما سبق طرحه حول مستويات وصيغ سوق الأوراق المالية تم التوصل إلى ما يلي:

- أن الكفاءة مسألة نسبية، فقد يكون السوق كفاء بالنسبة لمعلومة ما في فترة زمنية معينة وقد يكون غير كفاء بالنسبة لنفس المعلومة في فترة زمنية أخرى.
- في جميع مستويات الكفاءة لا يستطيع أي مستثمر تحقيق أي أرباح غير عادية نظرا لتوافر المعلومات العامة للجمهور في وقت واحد فيما عدا المستثمر في المستوى القوي للكفاءة.
- تتدرج مستويات سوق الأوراق المالية الكفاء من المستوى الضعيف إلى المستوى المتوسط والمستوى القوي.

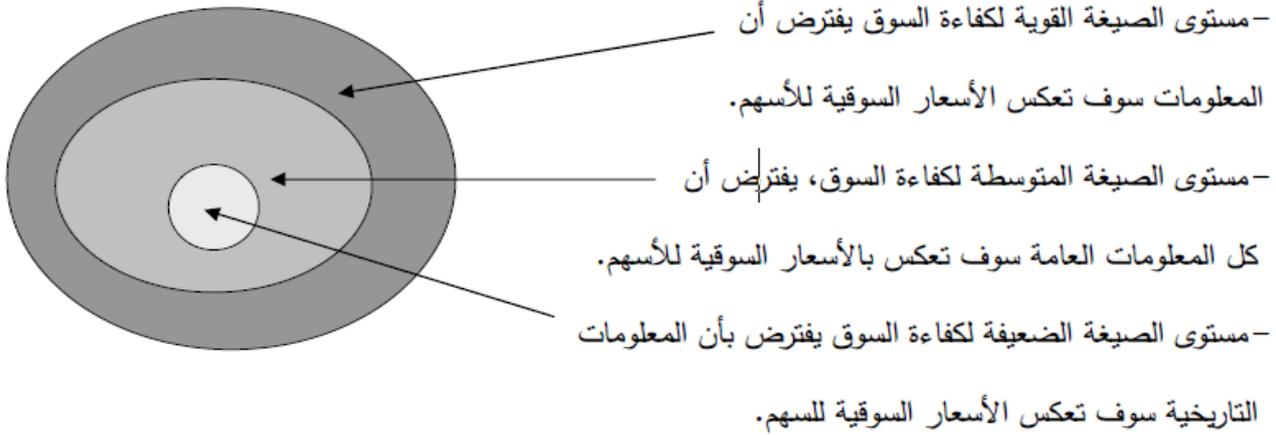
وفي الأخير تجدر الإشارة أن هناك العديد من الدراسات التي أجريت على أسواق العالم المتقدم مثل سوق نيويورك وسوق طوكيو ولندن، حيث توصلت هذه الدراسات صحة المستويين الأول والثاني (المستوى الضعيف وشبه القوي) ولم تثبت صحة المستوى القوي، في حين أجريت دراسات مشابهة على أسواق بعض

¹ غراية زهير، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

الدول النامية وبعض الدول العربية مثل الأردن و الكويت، وتوصلت إلى أن هذه الأسواق لا تتسم بالكفاءة حتى على المستوى الضعيف.

ويمكن تلخيص أهم هذه الفرضيات في الشكل الآتي:

الشكل رقم 04: المستويات الثلاثة لأهم فرضيات كفاءة سوق الأوراق المالية



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص:

.149

خلاصة الفصل

استهدف هذا الفصل دراسة الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية، وكفاءة أسواق الأوراق المالية، حيث تمثل أحد فروع السوق التمويلية الذي يتم من خلاله تداول الأصول المالية سواء عند إصدارها أو تداولها، حيث يلعب سوق الأوراق المالية في الوقت الحالي دورا كبيرا في اقتصاديات جميع دول العالم، لهذا تعتبر عملية تنشيط هذه الأسواق والرفع من كفاءتها من العوامل المساعدة على جعل هذه الأسواق تخدم الاقتصاد وبفعالية، إذ تساهم في توفير المناخ الملائم لتطبيق قوي العرض والطلب لتحديد التوازن، وفي سبيل تحقيق ذلك تقوم بورصة الأوراق المالية بتزويد المستثمرين بالمعلومات الأساسية وتوفر لهم الحماية الكافية لتتمكن من تأدية هذا الدور بجدارة، و ينبغي لها أن تتميز بكفاءة عالية وتحقق مؤشرات جيدة تعكس أدائها المتميز.

ونستنتج من هذا الفصل أيضا الأهمية البالغة التي تتميز بها كفاءة هذه الأسواق الذي يفسر التغيرات الحقيقية للأسعار والتكاليف للقيم المتداولة في سوق الأوراق المالية من خلال الحصول على المعلومات الكاملة و الصحيحة، كما ينطوي مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية على مفهومين هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، حيث الكفاءة الكاملة أمر يصعب تحقيقه على عكس الكفاءة الاقتصادية فهي ممكنة.

كما يمكننا تصنيف صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية إلى ثلاثة فرضيات هي فرضية الصيغة الضعيفة والمتوسطة وقوية، بحيث الصيغة الضعيفة والتي تؤكد أن الأسعار الحالية للأوراق المالية مستقلة تماما عن أسعارها في الماضي، أما الصيغة المتوسطة تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات العامة والتاريخية عن الأسعار وحجم المبادلات، بينما الصيغة القوية لكفاءة السوق تعكس فيها أسعار الأوراق المالية كل المعلومات العامة والخاصة.

ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية تستوجب أن تتمتع الشركات بأكبر قدر ممكن من الشفافية والتزامها بإفصاح دوري عن معلومات ملائمة، حيث لا يمكن لأي مستثمر خاصة كبار المساهمين والعاملين بالشركات من استغلا المعلومات الداخلية للشركة في تحقيق عوائد استثنائية، وفي هذا الإطار يمكن الاستعانة بمبادئ حوكمة الشركات في تحقيق العدالة بين المساهمين وحمايتهم من الاستغلال الداخلي للمعلومات وبالتالي رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

الفصل

الثالث

تمهيد

تعد الأسواق المالية الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة لديهم، وهذا يتطلب توافر قدر من البيانات و المعلومات الصحيحة المتعلقة بالشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي جعل كفاءة الأسواق المالية تنصدر قائمة المواضيع التي تستقطب اهتمام العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على حد سواء، وكان الباعث الرئيسي لهذا الاهتمام ظاهرتين، الأولى سيادة القناعة بضرورة كفاءة الأسواق المالية، وثانياً التأكد من وجود حالات التلاعب والتضليل المعتمد في المعلومات المحاسبية، التي تحول دون استيفاء خصائص السوق الكفاء.

تقوم ضوابط حوكمة الشركات على خلق نظام رقابة داخلية في الشركات خاصة شركات المساهمة قصد حماية المساهمين من استغلال السلطة في غير مصلحتهم، ولم يقتصر الأمر على ذلك بل امتد دورها إلى تنشيط سوق الأوراق المالية ورفع كفاءتها وهذا انطلاقاً من دورها في رفع أداء الشركات وضمن التزامها بمتطلبات الإفصاح والشفافية، ولهذا دأبت العديد من الدول على الاستفادة من نظام الحوكمة في تطوير ورفع كفاءة أسواق الأوراق المالية، حيث قامت بإعداد موائيق حوكمة تتوافق مع قوانينها الوطنية لحوكمة الشركات المساهمة المدرجة ببورصاتها قصد حماية حقوق المساهمين خاصة حقوقهم في الحصول على معلومة موثوقة.

في حين اجمع المتخصصون في الشأن الاقتصادي على وجود علاقة ارتباطية كبيرة بين تطبيق القواعد التي حملتها حوكمة الشركات ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية، من خلال إعادة بعث الثقة في المعلومات المحاسبية التي يمكن الوثوق بها والاعتماد عليها من قبل المستثمرين الحاليين والمرتقبين لتفعيل سوق الأوراق المالية، نظر لزيادة جاذبية أصولها المالية وتنشيط حركة التداول بها بغية الوصول إلى السعر العادل كاستجابة تلقائية للمعلومات المتاحة عن الشركات المطبقة لمبادئ واليات الحوكمة.

ولمناقشة الدور الذي يمكن أن تلعبه حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية قمنا بتقسيم

هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: حوكمة الشركات وسوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: دور حوكمة الشركات في رفع الأداء المالي للشركات

المبحث الثالث: أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: حوكمة الشركات وسوق الأوراق المالية

أصبحت حوكمة الشركات أحد الدعائم المساعدة على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية لما لها من ارتباط بينها وبين أداء الأوراق المالية في السوق المالي وانعكاسها على فعالية وكفاءة الأسواق المالية ويكمن هذا الارتباط من خلال تأثيرها على هذه الأسواق للوصول إلى السعر العادل للسهم، باعتبار مؤشر أسعار الأسهم من أهم العوامل التي يحدد على أساسها قرار الاستثمار في أسواق رأس المال، بعيدا عن الشائعات والمضاريات والاتجار بالمعلومات الداخلية، ومن هنا لا بد من استخدام آليات حوكمة الشركات لتحقيق هذا الهدف.

المطلب الأول: دور حوكمة الشركات في الحفاظ على استقرار سوق الأوراق المالية

إن التطبيق السليم لآليات حوكمة الشركات يضمن لأصحاب المصالح قدرا مناسباً من الضمان لتحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم، كما تمكن تلك الآليات في زيادة قوة وسلامة أداء المؤسسات، ومن ثمة تدعيم استقرار وكفاءة الأسواق المالية والاقتصاديات، كونها تؤدي إلى تقليل المخاطر وتحفيز الأداء وكذلك تحسين فرص الوصول إلى أسواق المال، وتحسين وتسويق الخدمات والمنتجات بما تضمن زيادة الشفافية والإفصاح عن المعلومات لكافة المتعاملين في الأسواق المالية، وبذلك تمثل آليات حوكمة الشركات الدعامة الأساسية لنجاح سوق الأوراق المالية وتفعيل أداءه.

1- ارتباط حوكمة الشركات بأسعار الأسهم: تؤدي حوكمة الشركات دوراً فاعلاً في توفير المعلومات وتمائلها للمتعاملين، وما لهذه المعلومات من تأثير على أسعار الأسهم بشكل أكثر كفاءة مما يجعلها تقترب من قيمتها الحقيقية، ويرجع ذلك إلى مجموعة من الأسباب تتمثل فيما يلي¹:

➤ حوكمة الشركات هي انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أن الإدارة الواعية تتأكد من أن ارتفاع مستوى حوكمة الشركة هو المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم، على عكس الإدارة غير الواعية تسعى دائماً للحصول على منافع ذاتية من ضعف مستوى الحوكمة مما يؤثر على أداء سعر السهم.

➤ 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 على أداء سعر السهم.

➤ وفقاً للعديد من الدراسات في مجال حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية تؤكد وجود ارتباط طردية بينهما.

¹ سامية شارفي، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية - حالة الأسواق المالية الناشئة -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2018، ص: 104.

➤ نوعية المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين تعكس مدى التزام الشركات بمبادئ واليات حوكمة الشركات والتي بدورها تؤثر بشكل كبير على أداء وسعر السهم.

2- انعكاس تطبيق حوكمة الشركات على فعالية الأسواق المالية: يتفق الكثير من الباحثين بأن هناك تأثير مباشر وصريح للمعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية، سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين الحاليين أو المرتقبين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو قرار التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من جانب تأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة سوق الأوراق المالية أو غير ذلك، بالإضافة إلى ذلك فإن مدخل التحليل الأساسي لتحليل القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية يعتمد على فرض رئيسي مؤداه أن لكل ورقة مالية من الأوراق المالية المتداولة في السوق قيمة حقيقة يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المحاسبية المتاحة عن الوحدة الاقتصادية كالعائد المحاسبي ومعدل التوزيعات ومعدل النمو وبعض النسب المحاسبية¹، كما أن أثر المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية له شقان:

أ- الدور التيسيري: وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار.

ب- الدور التأثيري: على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين المخاطر والعوائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان. لذلك فإن أحد أهم دوافع الاهتمام بتطبيق حوكمة الشركات هو إعادة ثقة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية، وذلك لنتيجة الانهيارات وحالات الفشل التي أصابت الكثير من الشركات العملاقة والتي ترجع في معظمها إلى عدم دقة البيانات والمعلومات المحاسبية بها وما تتضمنه من أخطاء، لذلك فإن أحد أهم المبادئ الأساسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات هو مبدأ الإفصاح والشفافية وما يحمله في طياته من إعداد ومراجعة المعلومات والإفصاح عنها بما يتفق والمعايير عالية الجودة وأن يتم توفيرها للمستخدمين في الوقت الملائم وبالتكلفة الملائمة.

3- المستفيدون من حوكمة الشركات في سوق الأوراق المالية: تؤكد العديد من الدراسات الدولية أن هناك ارتباطاً وثيقاً على مستوى الأسواق المالية بين أداء الأسهم من حيث اتجاهات الأسعار ومستويات العائد ومدى التزام الشركات بتطبيق المعايير والمبادئ المتعلقة بمفهوم حوكمة الشركات بما يضمن نجاح إدارة الشركات في الحفاظ على حقوق المساهمين وتمييزها، حيث أن الشركة التي تدار بشكل جيد تعطي قيمة

¹ جريو كلثوم، مرجع سبق ذكره، ص: 147.

للمستثمرين والمقرضين والعاملين والعملاء، بل والمجتمع على حد سواء، كما أن التطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات يساهم في خلق مناخ جيد للأعمال مما يشجع الاستثمارات المحلية والأجنبية، وهو الأمر الذي يؤدي بدوره لخلق فرص عمل وزيادة رفاهية المواطنين¹.

أ- **الشركات:** حيث أن الشركات التي تدار بشكل جيد يكون أداؤها أفضل، فالشركات التي تطبق أسس ومبادئ واليات حوكمة الشركات تتوقع تخفيض تكلفة رأس مالها، ومن ثمة تستطيع جذب مستثمرين على نطاق أوسع، ومعظمهم من الذين يسعون للاستثمار طويل الأجل، كما أنه من المتوقع أن تتحسن إدارتها في مجالات مثل إعداد إستراتيجية للشركة، علاوة على أنها تضمن أن الاستحواذ والدمج يتم لأسباب عملية سليمة، وإن نظم منح مكافآت العاملين فيها مبنية على أساس تميز الأداء، ومن الأهمية بمكان أن تقلل الشركة من احتمالات تعرضها للمخاطر المختلفة بما في ذلك تعرضها للدعاوي القانونية، كما أن الشركة إذا تصرفت بمسؤولية وبعدل يمكن أن تبني علاقات مثمرة وطويلة المدى مع كل أصحاب المصلحة بما في ذلك الدائنين والعاملين والعملاء والموردين ومجتمعهم المحلي².

ب- **المستثمرون وحملة الأسهم:** يدرك المستثمرون احتمالات حصولهم على عائد أكبر من الشركات التي تدار بشكل جيد، ومن ثمة فهم مستعدون لدفع مقابل حصولهم على هذا العائد المرتفع، كما أنهم يدركون قيمة حماية استثماراتهم من التعرض للخسارة بسبب الجشع والإهمال واستهتار المديرين أو محاباتهم لذوي الصلة بهم، فالحوكمة الرشيدة تحمي حقوق المستثمرين، وخاصة حقوق الأقلية من حملة الأسهم، بما في ذلك حقهم في إبداء رأيهم في شأن الشركة وفي المعاملات الكبرى، إضافة إلى حقهم في معرفة كل ما يرتبط باستثماراتهم، كما أن حوكمة الشركات توفر للمستثمرين نسبة أكبر من السيولة وذلك بنائها للثقة وكفاءة في أسواق المال، الأمر الذي يتيح لهم فرصة أكبر في تنويع أصولهم وبيعها إذا أرادوا ذلك، وبالتالي فهي تحمي الدائنين وتحد من مسؤولية حملة الأسهم³.

ت- **استفادة أصحاب المصلحة والمجتمع:** تتطلب حوكمة الشركات احترام الشركات لالتزاماتها تجاه العاملين بها وعمالها ودائنها ومورديها والمجتمعات التي تعمل فيها، فكل هذه المجتمعات تستفيد من أمانة وجود

¹ صلاح زين الدين، **دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية**، المؤتمر العلمي الأول حول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، جامعة دمشق، سوريا، 15-16 أكتوبر 2008، ص: 16.

² مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، **حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة**، على الموقع الإلكتروني: www.cipe-arabia.org، تاريخ التصفح: 2020/01/13.

³ جون سوليفان والكسندر شكولنيكوف، **أخلاقيات العمل: المكون الرئيسي لحوكمة الشركات**، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2006، على الموقع الإلكتروني: www.cipe-arabia.org، تاريخ التصفح: 2020/03/27.

العمل في هذه الشركات والقدرة على الاعتماد عليها، ومن ثمة يحصد المجتمع ككل مزايا إدارة الشركات بشكل جيد، فذلك يوفر فرص عمل ويبني الثقة في الاقتصاد ويمنع تبديد الموارد.

وتتضمن هذه المزايا الضخمة للمجتمع منع وقوع أزمات مصرفية، إضافة إلى تنمية أسواق مال أكبر وأكثر سيولة، كما أن البلاد التي تتم فيها الأعمال بشكل مسئول وتحترم الملكية الخاصة تجتذب نسبة أكبر من الاستثمارات الأجنبية، وبالإضافة إلى ذلك فإن مزايا زيادة الإنتاجية والتجديد والابتكار الناتج عن المنافسة الشريفة والعادلة يمكن أن يفتح الباب أمام النمو الاقتصادي في مجالات جديدة تماما، فحوكمة الشركات تكون في كثير من الأسواق الناشئة عنصرا أساسيا لتغيير العلاقة بين رجال الأعمال والدولة، ذلك أن إضفاء عنصر الشفافية على هذه العلاقة نتيجة للحوكمة الرشيدة يساعد على استبعاد المحسوبية والمحاباة، بل وعلى العكس من ذلك يسهل قيام علاقة أكثر انفتاحا بين القطاع والحكومة¹.

المطلب الثاني: حوكمة الشركات وشروط القيد بالبورصة

يرتكز تعامل أي مستثمر في أسواق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات وسرعة الحصول عليها بتكلفة منخفضة، لكي يتمكن المستثمر من اتخاذ قرارات صحيحة، لذلك تحرص التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية على إلزام المتعاملين خاصة الشركات المصدرة للأوراق المالية بتطبيق اللوائح الخاصة بحوكمة الشركات والتي أصبحت هامة جدا وأساسية في أسواق الأوراق المالية.

1- حوكمة الشركات أحد أهم متطلبات القيد بالبورصة: تعد الحوكمة من أهم الشروط التي يجب أن تتقيد بها الشركات حتى يمكنها أن تقيد أوراقها المالية بالبورصة، لهذا الغرض يصبح من واجب سلطات الضبط الممثلة بلجنة تنظيم ومراقبة البورصة أن تلزم الشركات بتطبيق قواعد حوكمة الشركات كشرط من شروط القيد، كما ينبغي أن يعمل هيكل حوكمة الشركات على رفع مستوى كفاءة أسواق الأوراق المالية، وأن يكون متوافقا مع دور القانون وأن يحدد بوضوح تقسيم المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والرقابية والالتزام بتطبيق القانون مع مراعاة المتطلبات التالية²:

➤ يجب أن يتم تطوير هيكل حوكمة الشركات مع مراعاة تأثيرها على الأداء الاقتصادي الكلي ونزاهة الأسواق، والحوافز التي يخلقها للمشاركين بالسوق والترويج لشفافية وكفاءة الأسواق.

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة، إرشادات تطبيق قواعد الحكم الصالح في الشركات المدرجة في الأسواق المالية، 2010، على الموقع الإلكتروني: www.cipe-arabia.org، تاريخ التصفح: 2020/04/07.

² محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2010، ص: 54-57.

➤ إن المتطلبات القانونية والرقابية التي تؤثر على ممارسة حوكمة الشركات داخل التشريع يجب أن تتوافق مع قواعد القانون وشفافيته والالتزام بتطبيقه.

➤ ينبغي أن تنص التشريعات بوضوح على تقسيم المسؤوليات بين مختلف الجهات، مع ضمان تحقيق مصالح الجمهور.

➤ ينبغي أن تتمتع الجهات الإشرافية والرقابية المسؤولة عن تنفيذ القانون بالسلطة والموارد اللازمة للقيام بواجباتها بطريقة مهنية وموضوعية.

2- علاقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بحوكمة الشركات: يقع على عاتق لجنة تنظيم ومراقبة البورصة تحضير لوائح وقوانين حوكمة الشركات التي تهدف من خلالها إلزام مجالس إدارات الشركات المساهمة المدرجة في البورصة بأن تضمن أفضل ممارسة لأساليب وطرق الحوكمة التي تكفل حقوق المساهمين وحقوق أصحاب المصالح ذوي العلاقة بعمل الشركات، وهذه القوانين تتعلق ببعض الجوانب التالية¹:

➤ تحديد الحقوق العامة للمساهمين التي لها علاقة بالسهم وعلى وجه الخصوص حصة الأرباح التي يتقرر توزيعها بما في ذلك الحصول على حصة من أصول الشركة عند التصفية، وكذلك حق حضور جمعيات المساهمين والاشتراك في مداولاتها والتصويت على قراراتها، وحق التصرف في الأسهم وحق الإطلاع على دفاتر الشركة ووثائقها.

➤ ضرورة توفير المعلومات للمساهمين بهدف ضمان ممارسة الحقوق بطريقة تضمن بأن تكون هذه المعلومات دقيقة وشاملة مع تقديمها للمساهمين بطرق مستحدثة ومنتظمة في المواعيد المحددة، مع عدم التمييز بين المساهمين في توفير المعلومات.

➤ ضرورة وضع الأنظمة وضوابط الرقابة الداخلية والإشراف العام على أعمال الشركة.

➤ أهمية التأكد من سلامة الأنظمة المالية والمحاسبية بما في ذلك الأنظمة التي لها علاقة بإعداد التقارير المالية، إضافة إلى التأكد من تطبيق أنظمة رقابية مناسبة لإدارة المخاطر والمراجعة السنوية لمدى صحة وفاعلية إجراءات الرقابة الداخلية بالشركة.

➤ وضع سياسة مكتوبة لتنظيم تعارض المصالح المحتملة لكل من أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والمساهمين.

¹ نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005، ص: 105-107.

➤ تحديد مسؤوليات مجلس الإدارة المتمثلة في الالتزام بالقيام بجميع المهام التي تحقق مصلحة الشركة بالشكل الذي يضمن حسن النية والجدية في الأداء من طرف الأعضاء باعتبار أن مجلس الإدارة يمثل جميع المساهمين.

➤ تحديد الصلاحيات التي يفوضها مجلس الإدارة التنفيذية وإجراءات اتخاذ القرار ومدة التفويض.

➤ ضرورة تقديم الشركة لمعلومات شاملة عن كل ما يتعلق الشركة لجميع أعضاء مجلس الإدارة وعلى وجه الخصوص أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين.

➤ التشديد على عدم دخول مجلس إدارة الشركة في عقود قروض تتجاوز مدتها أجال محددة أو بيع عقارات خاصة بالشركة أو رهنا أو إبراء مديني الشركة من التزاماتهم إلا إذا كان مصرحا بذلك وفق نظام الشركة وبالشروط الواردة بالنظام.

➤ وجوب تشكيل لجنة مراجعة مكونة من أشخاص غير أعضاء في مجلس الإدارة التنفيذي، ويقوم بتشكيل هذه اللجنة مجلس الإدارة، حيث تقوم هذه اللجنة على سبيل المثال بالإشراف على إدارة المراجعة الداخلية في الشركة بغرض التأكد من مدى فعاليتها في تنفيذ المهام الموكلة إليها من قبل مجلس الإدارة، بالإضافة إلى دراسة السياسات المحاسبية المتبعة مع إبداء الرأي والتوصية لمجلس الإدارة مع دراسة القوائم المالية الأولية والسنوية قبل عرضها على مجلس الإدارة.

3- آليات حماية المستثمرين من طرف إدارة سوق الأوراق المالية: عندما يقوم المستثمرون بتمويل الشركات فإنهم يحصلون على بعض الحقوق أو الصلاحيات المحمية قانونيا من خلال تطبيق الأنظمة والقوانين، هذه الحقوق تشمل الإفصاح والمحاسبة التي توفر للمستثمرين المعلومات التي يحتاجونها لممارسة الحقوق الأخرى، حماية حقوق المساهمين تشمل توزيع لأرباح، الحق في التصويت عند اختيار المديرين، المشاركة في اجتماعات المساهمين للاكتتاب في الإصدارات الجديدة للأوراق المالية على قدم المساواة، الدعوة إلى عقد اجتماعات غير عادية للمساهمين، وما إلى ذلك من القوانين والتدابير تضمن حق أصحاب المصلحة¹، ويمكن حماية المستثمر واسترجاع ثقته في سوق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

أ- **تعزيز الإفصاح والشفافية:** يرتكز تعامل أي مستثمر في أسواق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات وسرعة الحصول عليها بتكلفة منخفضة، لكي يتمكن المستثمر من اتخاذ قرارات صحيحة، لذلك تحرص التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية على إلزام كل المتعاملين خاصة الشركات المصدرة

¹ Rafael la porta and others, **Investor protection and corporate governance**, Journal of Financial Economics, Netherlands, 2000, p: 6.

للأوراق المالية بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح وتحديد مضمونه ونطاق تطبيقه، حيث تعد الشفافية والإفصاح من المصطلحات التي أصبحت واسعة الاستخدام في أسواق الأوراق المالية¹.

ب- الرقابة اليومية على التداول: الأداء الجيد لأسواق الأوراق المالية يرتكز على النقاء العرض والطلب، إلى جانب المساواة في الحصول على المعلومات الصحيحة كما وتوقيتها، لذا يتعين على الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية التصدي لأي سلوك من شأنه أن يؤثر سلباً على أداء السوق، مثل المضاربة غير المشروعة التي ترتبط عادة بنشر أخبار كاذبة أو مخادعة، فهي تقوم على الغش ونشر الإشاعات التي تطلق بين العامة، وكذلك المبالغة في الأحداث الحقيقية التي تهدف إلى بث أفكار معينة حول سعر سهم ما ليرتفع ثمنه أو لكي ينخفض سهم آخر نظراً لظروف معينة، بهدف إحداث فارق سعري مصطنع وعرقلة الأداء الطبيعي للعرض والطلب².

المطلب الثالث: حوكمة الشركات وجودة المعلومات المالية

تعد المعلومات من أهم المقومات السائدة لنجاح وتطور أسواق الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفاء للموارد، كما تستخدم من قبل المستثمرين في اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية، وتتحدد درجة هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أرخص ومنفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني³.

كما توفر المعلومات القدرة في توقع العائد المبني على أساس مستوى مخاطرة معينة لورقة أو محفظة استثمارية، وتمكن المستثمر من تحديد القيمة المحورية أساس القرار الاستثماري، لكن كون المعلومات متاحة للجميع لا يعني أنهم يصلون إلى توقعات متشابهة في الوقت نفسه، إذ أن قرارات بعضهم تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين، ولكن في الأمد الطويل لا بد أن تعكس أسعار الورقة المالية مضمون المعلومات وتقترب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية⁴.

¹ صفوت عبد السلام عوض الله، الإفصاح والشفافية والأثر على سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات المتحدة، 06-07-08-08-مارس 2006، ص: 04.

² أحمد البربري، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات المتحدة، 06-07-08-08-مارس 2006، ص: 04.

³ عبد القادر ديون ومحمد الهاشمي حجاج، أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر في ظل الإصلاح المحاسبي، الملتقى الدولي حول الإصلاح المحاسبي في الجزائر، جامعة ورقلة، الجزائر، 29-30 نوفمبر 2011، ص: 334.

⁴ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص: 281.

1- **العلاقة بين المعلومات و كفاءة سوق الأوراق المالية:** تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها، وتؤدي المعلومات دورا هاما في سوق الأوراق المالية، إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص السوق الكفاء أن يعكس كل معلومة متوفرة خاصة بأسعار الأسهم، وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار فيها، ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وكذلك على قدرة هؤلاء المستثمرين على تحليل وتفسير هذه المعلومات.

إن العلاقة بين المعلومات التي يتم نشرها وبين أسعار الأوراق المالية هي التي تعكس مفهوم كفاءة سوق رأس المال، حيث أن هذه العلاقة هي التي تحدد إقبال المستثمرين على تحليل المعلومات والاعتماد عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فإذا كان المستثمر مقتنع بأن السوق كفاء فإنه سوف يقوم بإتباع استراتيجيات بسيطة أو خاملة في تكوين محفظة أوراقه المالية، كما أن المعلومات تكون قد انعكست فعلا في سعر الورقة المالية، وبالتالي سيقبل إقبال المستثمر على المعلومات، ولن تكون هناك فائدة من القيام بالتحليل، أما إذا كان المستثمر يعتقد بعدم كفاءة السوق، فسيعمل على الحصول على المعلومات من مصادرها المختلفة، كما يمكن أن يستعين بالخبراء أو المختصين في تحليل المعلومات المنشورة، كما قد يلجأ إلى إتباع استراتيجيات الاستثمار النشطة قصد تحقيق عائد يفوق ما حققه غيره من المستثمرين¹.

إن الهدف الأساسي من القيام بدراسة وتحليل المعلومات المالية وغير المالية هو محاولة اكتشاف الأوراق المالية المسعرة بأكثر أو أقل من قيمتها الحقيقية من أجل تحقيق أرباح غير عادية، فإذا كانت الورقة المالية مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية، سيزداد الطلب عليها، مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها حتى يصل إلى سعر التوازن الذي يعكس قيمتها العادلة أو الحقيقية، وإذا كانت الورقة المالية مسعرة بأكثر من قيمتها الحقيقية، سينخفض الطلب عليها، الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض سعرها حتى يصل إلى سعر التوازن. من ذلك أن التحليل المالي يعد وسيلة هامة وخطوة رئيسية لتحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية لأن أسعار جميع الأسهم لن تعكس القيم المحورية في جميع الأوقات، وبالتالي سوف تظهر من وقت لآخر فرص الاستفادة من تحليل المعلومات المالية، وتحقق بعض العوائد غير العادية، وذلك في الفترة القصيرة، ومع مرور الوقت وتزايد المعاملات سوف تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من قيمتها الحقيقية وذلك بفضل

¹ عصام فهد العرييد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية - بين النظرية والتطبيق -، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2002، ص: 68-69.

التحليل المالي الذي يساعد على تقديم المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الرشيدة التي تساهم في النهاية في تخفيض التباين بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية¹.

2- تأثير المعلومات على كفاءة سوق الأوراق المالية: هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضع تأثير المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، ومن أهم هذه الدراسات نجد:

➤ الدراسة التي قام بها كل من **FAMA, FISHER, JENSEN and ROLL** سنة 1969 والتي أصبحت تمثل انطلاقة البحوث في هذا الموضوع، حيث ركزت الدراسة على المعلومات المتعلقة بالتوزيعات والأرباح والاشتقاق والمعلومات الجديدة بصفة عامة وأثرها على أسعار الأسهم المتداولة في البورصة، وتوصلت إلى أن تلك الأسعار تتغير بسرعة بمجرد وصول معلومات جديدة إلى السوق، بمعنى أن هذه الأخيرة تستجيب للمعلومات الواردة إليها، ومن أهمها المعلومات المحاسبية وبالتالي يقال أن السوق المعنية ذات كفاءة².

➤ دراسة **WRIGHT KEN** سنة 1969 بعنوان " دور وأهمية المعلومات المحاسبية عند اتخاذ القرارات في الأوراق المالية"، وتوصلت إلى أن المعلومات المحاسبية ذات أهمية عند التقييم والمفاضلة بين الأنواع المختلفة من أسهم الوحدات الاقتصادية (الأوراق المالية) وذلك لمساعدة المستثمر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية³.

➤ دراسة **KWAKU K** التي تتساءل حول التقارير المالية المرحلية واحتواءها على معلومات تؤثر في أسعار الأسهم، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن التقارير المالية المرحلية وما تحتويها من معلومات محاسبية تؤثر في أسعار الأوراق المالية في يوم إصدار التقرير، مما يساهم في مساعدة المستثمرين عند اتخاذ القرارات الاستثمارية⁴.

➤ دراسة **FREDRICK and TAFFLER** التي تهدف إلى إيضاح الدور الذي يمكن أن يقوم به الإفصاح المحاسبي على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقيمة الوحدة الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية،

¹ محمد صالح الحناوي ومحمد فريد الصحن، مقدمة في المال والأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 90-91.

² محفوظ جبار، استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية - دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2004 -، الملتقى الوطني الأول حول مستجدات الألفية الثالثة - المؤسسة على ضوء التحولات المحاسبية الدولية -، 21-22 نوفمبر 2007، جامعة عنابة، الجزائر، ص: 3.

³ Wirght M and Ken R, venture capitalistes unquoted equity investment appraisal and the role of accounting information, Accounting and Business Research, United Kingdom, 1996, p: 153-168.

⁴ Kwaku Opong, The Information Content of interim financial reports: UK evidence, Journal of Business Finance and Accounting, United Kingdom, 1995, p: 269-279.

وتسعى هذه الدراسة إلى اختبار قدرة التقارير السنوية، وقد خلصت الدراسة إلى أن التقارير المالية المنشورة يمكن الاعتماد عليها كأحد مصادر المعلومات مما يساعد في اتخاذ القرارات الاستثمارية¹.

➤ دراسة **BARANGER**² حول المعايير الجديدة لعرض المعلومات المالية وهل تجعل هذه المعايير المعلومات أكثر وضوحاً للمستعملين المختلفين، فبعد استعراض تطور عملية توحيد مبادئ الإفصاح على المستوى العالمي لكي تصل بالتقارير والقوائم المحاسبية إلى أن تعكس الوضعية الحقيقية للشركة المفصح عنها وتفي باحتياجات الأطراف المستعملة، شرحت أيضاً التغييرات الجديدة التي مست مبادئ الإفصاح المطبقة في فرنسا، والتي رأت أن الأسواق المالية الفرنسية قد استوعبت هذه التغييرات خلال سنة 2006، كما عالجت الدراسة الاختلافات بين توصيات اللجنة الأوروبية لمنظمي الأسواق المالية ولجنة التداول والأوراق المالية الأمريكية وإمضاء مذكرة التفاهم بينهما حيث نصت على توحيد إجراءات تقييد الشركات في أكثر من سوق، وختمت الدراسة بمسائل مهمة مثل الشفافية ومتطلبات الإفصاح في الشركات المقيدة والتوصيات الواردة من مختلف الهيئات المهنية المهتمة بالموضوع.

➤ دراسة **NDIBUZU** من خلال مؤلفه "أساليب الإفصاح المحاسبي والتنمية الاقتصادية" وقد أوضح أن هناك آثار مباشرة ما بين جودة المعلومات المحاسبية ونشاط السوق المالي كأداة فعالة لتعزيز النمو الاقتصادي، ووفقاً لهذا المؤلف فتوصيل المعلومات ذات الجودة يسهم إلى حد كبير في الحد من عدم تماثل المعلومات، وبالتالي فالسوق المالي يتميز بالكفاءة مما يسمح للمستثمرين والمتعاملين الماليين من تحديد المخاطر وتوجيه الأموال إلى أفضل فرص الاستثمار³.

3- دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المالية: إن وجود نظام الحوكمة بالشركة يعني المزيد من التدخل والإشراف من جانب المساهمين والجمعيات العمومية على مجالس إدارتها وأجهزتها التنفيذية، من أجل الحد من الفساد المالي والانحراف الإداري، فهذا النظام يعمل على تكوين هيكل رقابة على مستوى الشركة يدعم إصلاح الأنظمة المحاسبية بمزيد من الانضباط والشفافية، وبالتالي إنتاج معلومات ذات جودة وأهمية في اتخاذ القرار⁴.

¹ Rippington Frederick and Richard Taffler, **The information content of firm financial disclosures**, Journal of Business Finance & Accounting, United Kingdom, 1995, p: 348.

² Baranger P, **Gestion: les fonction De L'entreprise**, Edition Vuibert, Paris, France, 1998, p: 476.

³ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص: 4.

⁴ يمينة سهايلية، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك، جامعة الشلف، الجزائر، 2010، ص: 140.

فلم تكن المشكلة الرئيسية في فشل العديد من الشركات تتعلق بوجود قصور في المعلومات المحاسبية أو في معايير التدقيق المطبقة، بل انحصرت في تدني أخلاقيات المهنيين، إضافة إلى القصور الواضح من طرف السوق المالي كجهاز للرقابة على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، وثبوت تورط كبرى شركات التدقيق في العالم في قضايا التلاعب المالي، وضمن هذا الإطار أكدت التقارير الصادرة عن المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي على ضرورة انتهاج آليات دورية وسريعة لتفعيل نظام المعلومات الذي لا يكون ذا جدوى إذا اقترن بتدني أخلاقيات المهنيين، والذي يسهم في سهولة التلاعب بالحسابات المالية، واتخاذ قرارات غير رشيدة، نتيجة عدم إظهار البيانات والمعلومات الحقيقية التي تعبر عن الأوضاع المالية أو ما يعرف بالتضليل أو الغش في القوائم المالية¹.

وبالتالي فإن الأثر المباشر من تطبيق حوكمة الشركات هو إعادة الثقة في المعلومات المالية وذلك نتيجة تحقيق المفهوم الشامل لجودة المعلومات، ومنه يمكن القول أن علاقة حوكمة الشركات بجودة المعلومات المالية أو المحاسبية هي علاقة طردية، حيث بقدر الالتزام بتطبيق آليات حوكمة الشركات بقدر ما يمكن تحقيق معلومات ذات مصداقية والتي بدورها يكون لها تأثير مباشر وصريح على كفاءة سوق الأوراق المالية سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة أو من جانب تأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة الأسواق المالية.

المطلب الرابع: متطلبات تحقيق حوكمة أسواق الأوراق المالية

ينبغي اتخاذ قرار بيع أو شراء الأصول المالية اعتمادا على أسس وقواعد سليمة، تمكن من تحقيق السعر العادل، ولا يمكن تحقيقه دون توفير كافة المعلومات بسرعة وبأقل تكلفة ممكنة، مما يؤدي إلى اقتراب القيمة السوقية للأسهم من قيمتها العادلة، لأن الأسعار الجارية للأسهم هي ناتج المعلومات²، وللتعرف على متطلبات تحقيق حوكمة أسواق الأوراق المالية لابد من إتباع الآليات الآتية:

1- تدعيم الإفصاح الإلكتروني باستخدام لغة البرمجة المرنة للتقارير المالية: يساعد تطبيق الإفصاح الإلكتروني عن التقارير المالية للشركات المالية المدرجة باستخدام لغة البرمجة المرنة المستثمرين والمحللين الماليين من تحليل البيانات بشكل أسرع وأكثر كفاءة، نظرا لما يتميز به من إمكانية تصنيف البيانات المالية بشكل يسمح بإجراء المقارنات، عموديا وأفقيا، والوصول إلى تحليلات متعمقة بدرجة عالية من الثقة، إضافة

¹ سامية شارفي، مرجع سبق ذكره، ص: 88.

² محمود صبحي و موسى شقيرين، مدى تفسير العوائد المقدرّة بنموذج تسعي الأصل الرأسمالي للعوائد الفعلية في بورصة عمان للأوراق المالية - دراسة ميدانية -، مجلة بحوث جامعة حلب، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 47، سوريا، 2007، ص:

إلى تعزيز دقة واعتمادية بيانات الشركة، وفيما يتعلق بتطبيق الإفصاح الإلكتروني في أسواق الأوراق المالية العربية، فإن تطبيق هذا النظام مازال تطبيقه بعيدا عن هذه الأسواق باستثناء دولة الإمارات العربية المتحدة والتي تعتبر أول دولة في منطقة الشرق الأوسط تحصل على صلاحيات هذا النظام من منظمة **XBRL** والأولى في المنطقة بتنفيذ **E-Filing** وذلك لتقديم المعلومات المالية عبر هذه اللغة¹.

2- الاهتمام بالمعلومات غير المالية: ينتج عن انحصار الإفصاح المحاسبي في البيانات المالية فقط ضعف كفاءة سوق الأوراق المالية في مجال تسعير الأسهم، حيث أن المعلومات المالية ما هي إلا جزء من المعلومات التي تؤثر على سوق المال الكفاء، وما يؤكد على أهمية المعلومات غير المالية التعليمات التي أصدرتها لجنة البورصة الأمريكية يختص أولها بالإفصاح عن المعلومات غير المالية، وبناء على ذلك يجب أن تؤخذ المعلومات غير المالية في الحسبان ضمن محددات أسعار الأسهم².

3- التحول من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي: تشير دراسة عارف عبد الله³ سنة 2002 إلى أن الفكر المحاسبي والواقع العملي قد طرح مجموعة من الأفكار حول محتوى الإفصاح الاختياري ليشمل المعلومات الإستراتيجية والبيانات غير المالية، بالإضافة إلى البيانات المالية التي لا تشملها القوائم المالية، وحتى يمكن توسيع المعلومات المتاحة لجموع المستثمرين، ولكي نحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وبين المستثمرين أنفسهم، وحتى نصل إلى سوق كفاء لرأس المال خال من الاضطرابات لابد أن يتحول الإفصاح الاختياري إلى إفصاح إلزامي، وترجع أسباب إلزامية هذا التحول إلى:

أ- أسباب تتعلق بالإدارة: لقد أوضحت العديد من الدراسات مقاومة الإدارة لكافة أشكال الإفصاح الاختياري إلا بما يحقق نفعاً لها، ومن أهم هذه الدراسات ما يلي:

➤ أوضحت دراسة **CATHERINR**⁴ سنة 2000 أن هناك خطورة من تأثير سلوك الإدارة فيما يتعلق بالإفصاح الاختياري على إدراك المستخدم، وأبرزت الدراسة ضرورة وجود قواعد عامة تحدد محتوى ذلك الإفصاح ولا يترك الأمر كلية للإدارة.

¹ محمد عبد الحليم، الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية يسهم في تحليل البيانات بسرعة وكفاءة، صحيفة الرؤى الإقتصادية، 2011، على الموقع الإلكتروني: www.alroya.com/node/152736، تاريخ الإطلاع: 2020/09/12.

² Yarty chartesamo, the stock Market and the financing of corporate Growth in Africa: the case of Ghana, IMF Working Paper, WP/06/201, 2006, p: 5.

³ عبد الله عبد الكريم عارف، الإفصاح المحاسبي الاختياري في دراسة ميدانية لجانب الطلب في البيئة المصرية، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، العدد الأول، جامعة طنطا، مصر، 2002، ص: 279.

⁴ Catherine M.s, Strategic benchmarks in earning Announcements: the selective disclosure of prior-period Earnings components, the Accounting Review, USA, 2000, p: 151-177.

➤ انطلقت دراسة HO¹ سنة 2001 من فرض رئيسي مؤداه هو أن زيادة الرقابة على مجلس الإدارة عن طريق آليات حوكمة الشركات يزيد من مقدار الإفصاح الاختياري.

➤ توصلت دراسة **فايقة جابر**² سنة 2005 إلى نتيجة ذات أهمية، وهي وجوب الإفصاح الاختياري عن الأخبار السيئة، ولا يقتصر الإفصاح الاختياري على الأخبار الجيدة فقط، وعلى ذلك إذا خرج ذلك الإفصاح من تحت حكم الإدارة وتم تحويله إلى الإفصاح الإلزامي بمقتضى تشريعات ملزمة زاد المحتوى المعلوماتي للتقارير، ومن ثمة تحول السوق إلى سوق كفاء يحد من التذبذبات والاضطرابات في التعاملات داخله.

ب- أسباب قانونية أو تشريعية: أجمعت الدراسات السالفة الذكر على ضرورة وجود تشريعات ملزمة ولوائح وقواعد تنظم عملية الإفصاح الإلزامي، ولقد ظهرت الحاجة إلى ذلك الإفصاح الإضافي بسبب قصور الإفصاح الاختياري عن مقابلة كافة احتياجات المستخدم، وحتى يمكن القضاء على تحكم الإدارة في كمية الإفصاح وعدم العدالة في إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين، أصدرت العديد من الهيئات العامة لأسواق المال قرارات تهدف إلى تنظيم السوق وتطويرها وحماية المواطنين والمستثمرين من الممارسات غير السليمة من خلال إجبار الشركات النشطة في البورصة تقديم كافة البيانات والمعلومات إلى المحللين الماليين وإدارة البحوث بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ووضع قواعد لحظر التلاعب في الأسعار واستغلال المعلومات الداخلية³.

4- التوسع في تفاصيل المعلومات المالية: قدمت الدراسات والبحوث الكثير من الأدلة حول علاقة الارتباط القائمة بين المعلومات المحاسبية وسلوك أسعار الأسهم، ذلك أن سعر السهم يتأثر بكل من بيانات الربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة، ومن أهم المعلومات المالية والتي تؤثر على سلوك أسعار الأسهم نجد القيمة الدفترية للسهم، نصيب السهم من الأرباح المحققة، الربح الموزع للسهم، مضاعف الربحية، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل دوران الأصول، نسبة التداول، نسبة الديون لإجمالي الأصول، مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية للسهم، صافي التدفق النقدي للسهم، وبالتالي لا بد من إعطاء

¹ Ho S.S. , **A study of the relation ship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure**, Journal of International Accounting Auditing and taxation , United Kingdom, vol 10, 2001, p:140-157.

² ابراهيم أنور، **الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية**، مجلة جسر التنمية، العدد 100، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2011، ص: 76.

³ سامية شارفي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 108.

المزيد من التوسع والتفاصيل حول المعلومات المالية داخل أسواق الأوراق المالية، والتي سيكون تطبيق آليات حوكمة الشركات أثر في إظهار ذلك التوسع¹.

المبحث الثاني: دور حوكمة الشركات في رفع الأداء المالي للشركات

أدى تحرير الأسواق المالية والتوسع في حجم الشركات، وانفصال الملكية عن الإدارة إلى ضرورة الاستعانة باليات جديدة للرقابة، بحيث كان لحوكمة الشركات دور كبير في إضفاء الثقة، المصداقية والنزاهة على المعلومات المالية المنشورة بأعلى مواصفات الجودة من طرف الشركات المدرجة بالبورصة، الأمر الذي يسمح بتسعير الأوراق المالية وفق قيمتها الحقيقية، ومرد هذا إلى العلاقة الإرتباطية الوثيقة بين حوكمة الشركات وكفاءة أسواق الأوراق المالية، والذي يتجلى من كون أسعار الأوراق المالية المدرجة في البورصة تتأثر بالمعلومات الواردة إليها، سواء كانت سارة أو غير سارة، وهذه الأخيرة لا تكون مفيدة لاتخاذ القرار الاستثماري، إلا إذا تمتعت بالجودة المطلوبة، وهذا ما يضمنه التطبيق المحكم والفعال لآليات الحوكمة، وبالتالي ينعكس على سوق الأوراق المالية في استيفاء متطلبات السوق الكفوة من حماية لحقوق المساهمين واستفادة جميع الأطراف منها بعدالة.

المطلب الأول: أهمية حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي للشركات

تمحورت العديد من الدراسات الأكاديمية ودراسات واضعي السياسات حول موضوع حوكمة الشركات وأداء الشركات، وكان السؤال الأساسي المطروح في الدراسات هل تدفع حوكمة الشركات باتجاه تحسين الأداء المالي من خلال سياسات مبادئها والياتها المختلفة مثل حماية رؤوس الأموال والبيئة التنافسية، وتركيب ملكية الشركات وتكوين مجلس إدارتها وسياساتها المالية وغيرها من السياسات، كما وأظهرت أنظمة حوكمة الشركات حول العالم تفاوتاً كبيراً من خلال التطبيق والالتزام بالمبادئ التي أقرتها العديد من المنظمات والهيئات، ومع العديد من الفروقات بين الدول فإن السؤال المطروح هل أن هذه الفروقات والتنوع في السياسات الخاصة بالحوكمة تأثير على أداء الشركات ؟ حيث أن العديد من الدراسات السابقة أشارت إلى أن أداء الشركات يتأثر من خلال مجموعة من القنوات مثل الرقابة والإشراف من قبل المالكين².

¹ حسن علي محمد سويلم، رد فعل سوق الأوراق المالية للمعلومات المحاسبية المنشورة على ربحية المنشأة بالتطبيق على سوق

الأوراق المالية في مصر - دراسة اختيارية -، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، العدد الأول، مصر، 2000، ص:97.

² صغير عماد و بهلول لطيفة، أثر تطبيق الحوكمة على أداء شركات المساهمة - هيئة الأوراق المالية بالأردن نموذجاً -، مجلة

الحكمة للدراسات الاقتصادية، المجلد 5، العدد 12، تبسة، الجزائر، 2018، ص: 177.

1- **تعريف الأداء المالي:** يعرف الأداء المالي بأنه " مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف " ¹. كما يعرف على أنه " مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية على الاستخدام الأمثل لمواردها المالية القصير أو طويل الأجل من أجل تشكيل ثروة " ². كما يعرف على أنه " الاستغلال الأمثل للفرص الملائمة للاستثمار، مما يوفر تلبية رغبات المستثمرين وتحقيق أهداف المؤسسة أصحاب المصالح على حد سواء " ³. و حسب الباحث PINTO فإن الأداء المالي يتحدد من خلال أربع أبعاد وهي: الديمومة والاستمرارية، المنافسة، الإنتاجية، المردودية ⁴.

2- **علاقة حوكمة الشركات بالأداء المالي للشركات:** تناولت العديد من الدراسات موضوع حوكمة الشركات والعلاقة مع الأداء وارتباطه بدرجة ممارسة الإشراف والرقابة وتأثيره على حوكمة الشركات، كإشراف المساهمين وإشراف مجلس الإدارة ولجان التدقيق والترشيحات والمكافآت، وأيضا إشراف ورقابة المدقق الخارجي ⁵، وأشارت الدراسات أيضا إلى أن حوكمة الشركات الجيدة ضرورية للإضافة قيمة لمختلف مجموعات أصحاب المصالح في الشركة، كما وتعزز أداء الشركات من خلال إنشاء بيئة تحفز المديرين لتحقيق أقصى قدر من العوائد على الاستثمار، وتعمل أيضا على تعزيز الكفاءة التشغيلية وضمان النمو بالإنتاجية على المدى البعيد، ونتيجة لذلك يتهيا لهذه الشركات الفرصة في جذب الكفاءات على الصعيد العالمي، كما وتضمن التوافق بين مصالح المستثمرين والمجتمع، وذلك من خلال خلق الشفافية والنزاهة والمساءلة في عملية إدارة أنشطة الشركة التجارية ككل وبين الموظفين والإدارة ومجلس الإدارة بشكل محدد ⁶.

¹ عبد الغني دافن ومحمد الأمين كسائي، الأداء المالي من منظور المحكمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 08-09-2005 - مارس 2005، ص: 13.

² وليد زكار، دور حوكمة المؤسسات في تحسين الأداء المالي - دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب - بسكرة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وحاكمة المؤسسات، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص: 145.

³ وليد زكار، نفس المرجع، ص: 145.

⁴ Pinto P, la Performance durable, Edition Dunod ,paris ,France, 2003, p : 63.

⁵ Azim M, Corporate governance mécanisms and their impact on company performance : A structural equation model analysis, Australian Journal of Management, vol 37, Austria, 2012, p: 481-505.

⁶ Shil N, Accounting for good corporate governance, Journal of Administration and governance, vol 03, Austria, 2008, p : 22-31.

فالشركات التي تدار بشكل جيد يكون أداءها أفضل، والشركات التي تطبق أسس الحوكمة من المتوقع أن تتخفف تكلفة رأس مالها، وبالتالي تستطيع أن تجتذب المستثمرين الذين يسعون للاستثمار طويل الأجل، ومن المتوقع أيضا أن تتحسن إدارتها في مجالات مثل إعداد إستراتيجية الشركة، علاوة على أنها تضمن أن القرارات المصيرية كالاستحواذ والدمج تتم لأسباب علمية سليمة، وإن نظم منح مكافآت العاملين فيها مبنية على أساس تميز الأداء، ومن المهم أن تقلل الشركة إذا تصرفت بمسئولية وبعدل يتاح لها بناء علاقات مثمرة وطويلة المدى مع كل أصحاب المصالح بما في ذلك الدائنين والعاملين والعملاء والموردين والمجتمع المحلي¹.

3- أثر حوكمة الشركات على تحسين أداء الشركات المالي: أشارت معظم الدراسات في أوروبا وأمريكا والاقتصاديات الناشئة على العلاقة الموجبة بين آليات حوكمة الشركات المطبقة وأداء الشركات المالي، حيث قامت دراسة **DROBETZ**² سنة 2002 بدراسة على عينة من الشركات شملت 253 شركة عاملة في السوق الألماني، حيث تم التركيز على تفسير اختلاف مستوى الأداء المالي للشركات في ظل اختلاف مستوى جودة حوكمة الشركات، وخلصت الدراسة إلى أن الشركات التي تتمتع بمستوى تطبيق جيد للحوكمة تحقق نمو أعلى في مبيعاتها، كما أن هناك علاقة موجبة بين جودة حوكمة الشركات وقيمة المشروع.

وفي تايوان قام **TING** بطرح إشكالية " هل تضيف حوكمة الشركات قيمة للشركة؟ " وذلك خلال فترة الأزمة المالية 1992-2002، وقد تبين من خلال الدراسة الميدانية وجود أثر إيجابي لنظم حوكمة الشركات على أداء الشركات. كما توصلت الدراسة إلى أن تأثير مبادئ واليات حوكمة الشركات يكون أكبر تحت الظروف الاقتصادية غير المواتية وتكاليف الوكالة المرتفعة والهيكل التنظيمي الأكثر تعقيدا بالإضافة إلى أن آليات نظام حوكمة الشركات تعمل بكفاءة وفاعلية عندما يكون المدراء لديهم قناعة بأهمية حوكمة الشركات³.

أما دراسة قباجة عدنان⁴ سنة 2008 والتي كانت تحت عنوان " أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " فهدفت إلى بيان أثر فاعلية حوكمة

¹ Davies M and Schlitzer B, **The impracticality of an international " one size fits all " corporate governance code of best practice**, managérial Auditing Journal, vol 23, United Kingdom, 2008, p:17.

² Dropets W and authers, **Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany**, European Financial Management. Vol 10, No 2, United Kingdom, 2008, p:73.

³ Ting H. I, **When does corporate governance add value**, The Business Review, , Vol 5, No 2, Cambridge, 2006, p: 85.

⁴ قباجة عدنان، **أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية**، أطروحة مقدمة ضم متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية، عمان، 2008.

الشركات على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلكين للأوراق المالية، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم اختيار عينة عشوائية طبقية من 20 شركة، أي ما نسبته 71.4 بالمئة من مجتمع الدراسة البالغ 28 شركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للعامين 2005-2006، وتم استخدام الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لتحديد أثر التغيير في جودة حوكمة الشركات على الأداء المالي الذي قيس بالعائد على حقوق الملكية، والعائد على الاستثمار، وسعر السهم إلى ربحيته، والقيمة السوقية إلى الدفترية، وتباين سعر السهم اليومي، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها وجود علاقة طردية بين فاعلية تطبيق قواعد حوكمة الشركات من جهة وبين العائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار وسعر السهم والقيمة السوقية إلى الدفترية، ووجود علاقة عكسية بين فاعلية تطبيق قواعد حوكمة الشركات وتباين سعر السهم اليومي.

المطلب الثاني: الأساليب الحوكمية لتحسين الأداء المالي للشركات

إن الممارسة الجيدة واحترام مبادئ واليات حوكمة الشركات يمثل سبيل التقدم للشركات، حيث يضمن ذلك قدرا مناسباً من الضمان لتحقيق ربحية معقولة من استثماراتهم، كما تضمن آلياتها قوة وسلامة أداء الشركات، ومن ثمة تدعيم واستقرار تقدم الأسواق المالية والاقتصاديات، ومنه يتضح لنا نوع العلاقة الطردية بين آليات ومبادئ حوكمة الشركات وبين الأداء المالي للشركات لتحقيق أهدافها المرجوة.

1- دور حوكمة الشركات في سد فجوة التوقعات: تساهم حوكمة الشركات في الارتقاء بجودة المراجعة التي تنعكس على درجة إشباع مستخدمي القوائم المالية من المعلومات، وعلى ذلك يكون إشباع هذه الاحتياجات هدفاً للجودة والمرشد الأساسي لتطوير وتحسين الرأي الفني للمراجع، فاستعمال مستوى إشباع لاحتياجات مستخدمي القوائم المالية يمثل معياراً لدرجة جودة المراجعة، وقد دعم هذه الجودة مبدأ حوكمة الشركات المتمثل في الإفصاح والشفافية من خلال تحديد نوعية المعلومات المراد إعدادها والإفصاح عنها، أما فيما يخص مبدأ مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة فقد طالبت **OCDE** بأن يقوم المجلس بضمان نزاهة حسابات الشركة وتنظيم إعداد قوائمها المالية، كما يعد نظام المراجعة الداخلية أحد أهم ركائز إطار حوكمة الشركات من خلال رفع مستوى الأداء المهني للمراجعين الداخليين بإنشاء برامج وإجراءات داخلية لتشجيع الالتزام بالقوانين واللوائح والمعايير المطبقة¹.

ومنه فإن وجود فجوة التوقعات هي زعزعة لثقة المجتمع المالي بأداء المراجع والثقة في رأيه الفني حول صدق وشرعية القوائم المالية، مما دفع بمجتمع الأعمال إلى الاهتمام أكثر بحوكمة الشركات، ويتجلى

¹ سفير محمد وحيدوشي عاشور، دور حوكمة الشركات في تدعيم نمو واستمرارية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، جامعة ميله، الجزائر، 2017، ص: 282.

ذلك من خلال التشجيع على اعتماد مبادئ وآليات حوكمة الشركات التي من شأنها أن تساهم في تعزيز الثقة بالتقارير المالية للشركة وبأداء المراجع الداخلي والخارجي، ما ينعكس على تضيق فجوة التوقعات، كما أن لوجود قانون فعال للشركات يحدد السجلات المحاسبية التي يجب إمسакها والقوائم المالية التي يجب نشرها من الممكن أن يؤدي إلى تفعيل أكثر للآليات المحاسبية المتعلقة بإعداد التقارير المالية وبما يحقق الإفصاح والشفافية من أجل الوفاء بمتطلبات هذا القانون، مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى جودة الآليات المحاسبية المستخدمة في إعداد التقارير المالية وبالتالي تنعكس على تضيق فجوة التوقعات¹.

2- دور حوكمة الشركات في إدارة المخاطر: إن مفهومي إدارة المخاطر وحوكمة الشركات مترابطان ولا يمكن فصلهما، فإذا كانت إدارة المخاطر تعبر عن جملة الإجراءات التي يقوم بها مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والتي تهدف إلى وضع استراتيجيات على مستوى جميع نشاطات المؤسسة لغرض التعرف إلى جميع الأحداث وتحديدتها والتي يمكن أن تؤثر عند حدوثها على الشركة ونتائجها، وكذا تسيير المخاطر في حدود قبول الشركة لهذه المخاطر مما يسمح بضمان معقول للأضرار التي يمكن أن تهدد أهداف المؤسسة، وبالتالي فإن رهان كل من حوكمة الشركات وإدارة المخاطر هو الوقاية ضد المخاطر الداخلية والخارجية التي من شأنها إلحاق الضرر بالأهداف المسطرة وزيادة مردودية المساهمين في الشركة².

وللوقوف على دور حوكمة الشركات في تعزيز إدارة المخاطر ينبغي الحديث عن علاقتهن مهمتين تربطان حوكمة الشركات بإدارة المخاطر حيث:

- تلزم حوكمة الشركات بتقديم جميع المعلومات لمجلس الإدارة أو المدقق المالي حول المخاطر المحتملة التي يمكن أن تتعرض لها الشركة، وكذا مدى فعالية إجراءات إدارة المخاطر في حالة حدوثها.
- يترتب على مجلس الإدارة وضع علاوات ومكافآت لصالح الإطارات المسيرة لحنهم وتحفيزهم على تعظيم عوائد المساهمين، وفي هذا الإطار يقوم مجلس الإدارة بتحديد مستوى هذه المكافآت ومن يستحقها من المدراء لمكافئين بإدارة المخاطر وكذا زيادتها أو تخفيضها أو إلغائها حسب أداء هؤلاء المدراء، أين يسعى مديرو المخاطر لاحتواء هذه المخاطر وتخفيضها للحصول على عوائد أعلى، وبهذا فإن الإدارة تقوم

¹ مريم شريف، علاقة الالتزام بمعايير الحوكمة بالأزمة المالية العالمية، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة، جامعة سطيف، الجزائر 20-21 أكتوبر 2009، ص: 14.

² Gérard Charreaux et Philippe DESBRIÈRES, Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale, Finance Contrôle Stratégie , V 1, N° 2, France 1998, p: 57 – 88.

بإجراءات لإدارة المخاطر على مستوى الشركة تنفذ بعناية ويتم مراقبتها، وهذا ما يجعلنا نجزم في إطار هذه العلاقة التبادلية بأن عملية إدارة المخاطر تقوم بجزء كبير من مهام حوكمة الشركات¹.

المبحث الثالث: أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية

تمثل آليات حوكمة الشركات الأساس لبيئة أعمال منتجة ومستقرة، وهي تعد في غاية الأهمية بالنسبة لكفاءة الأسواق المالية والشركات التي تسعى للوصول لمكانة مرموقة في الاقتصاد العالمي، كما أصبحت حوكمة الشركات وسيلة لتعزيز الثقة في اقتصاد أي دولة ودليل على وجود سياسات عادلة وشفافة وقواعد لحماية المستثمرين والمتعاملين، ومؤشرا على المستوى الذي وصلت إدارات الشركات في الالتزام المهني لقواعد حسن الإدارة والشفافية والمحاسبة ووجود إجراءات للحد من الفساد، وبالتالي ينعكس ذلك على فعالية الأسواق المالية وتصبح جاذبة للاستثمارات المحلية والخارجية وتحسين قدرة التنافسية.

المطلب الأول: مجلس الإدارة و كفاءة سوق لأوراق المالية

يعتبر مجلس الإدارة أحد الآليات الداخلية لحوكمة الشركات، ومصدر محتمل لتضارب المصالح مع ملاك الشركة، حيث يتميز عمله بجملة من الأدوار المتنوعة والمتكاملة لتحقيق أهداف الشركة من دور رقابي واستراتيجي وأخيرا الدور الخدماتي والتي تصب مجملها في تحقيق أهدافها والتي تنعكس في نهاية الأمر على أدائها المالي وبالتالي زيادة كفاءة السوق المالي الذي تنشط فيه².

في ظل البعد التعاقدية فإن مجلس الإدارة يعتبر كآلية يسهم في تخفيض خسائر القيمة الناتجة عن تكاليف الوكالة، حيث تقاس فعالية مجلس الإدارة من خلال قدرته على تخفيض هذه التكاليف التي يتحملها المساهمين، وهذا بهدف حماية مصالح المساهمين وهو الهدف الذي تسعى آليات حوكمة الشركات إلى تحقيقه، فهذا الأخير يستعمل مجموعة من الآليات الداخلية والخارجية التي من بينها مجلس الإدارة باعتباره كأداة لضبط وتوجيه سلوكيات المسيرين، حيث يسعى إلى تنفيذ رقابة جيدة على المسيرين وذلك على مستوى الرقابة المالية والرقابة الإستراتيجية، حيث تنفذ الأولى من طرف مدراء خارجيين ومستقلين يعملون على إضفاء مصداقية أكبر للمعلومات المالية والمحاسبية، أما الثانية تتعلق بالإستراتيجية المتبناة من طرف مسيري الشركة ومدى تطابقها مع الإستراتيجية المنفذة من طرف مجلس الإدارة، حيث أن المجال الاستراتيجي هي

¹ عزالدين عطية، دور حوكمة الشركات في تعزيز فعالية إدارة المخاطر - مدخل نظري تحليلي -، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة تبسة، الجزائر، 2018، ص: 343.

² عثمان عثمانية، الحوكمة وأثرها على الأداء المالي للشركة: دراسة مقارنة بين بعض الشركات الأمريكية والجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة تبسة، الجزائر، 2011، ص: 121.

ميزة المدراء الداخليين الذين يعيشون داخل الشركة أين لا توجد حالة عدم تماثل المعلومات على اعتبار أنهم هم الذين يحضرون هذه المعلومات، على عكس الرقابة المالية المنفذة من طرف المدراء الخارجيين المستقلين الذين لا علاقة لهم بتحضير هذه المعلومات، وإنما تتمثل مهمتهم في التأكد من صحتها ومصداقيتها¹.

1- كيفية تطبيق مجلس الإدارة لحوكمة الشركات: بصفة عامة هناك ثلاث مكونات أساسية يجب أن تتوفر في مجلس الإدارة وهي²:

أ- الإشراف المستقل: إن وجود مجلس إدارة يقظ ومستق هو ذلك الجزء من عملية حوكمة الشركات الذي يضيف أكبر قدر إلى قيمة الشركة، فعندما تصبح مجالس الإدارة يقظة ونشطة فإنها تهيب نفسها للالتزام بدرجة أوثق بمصالح المساهمين، مما يؤدي إلى حث إدارة الشركة على زيادة صافي الأرباح والعمل على تعظيم قيمة الشركة في الأجل الطويل.

ب- قدرة مجلس الإدارة على التنافس: هناك عامل آخر لمساعدة الإدارة على التركيز في أداء واجباتها، وهو القدرة على التنافس وهي الآلية التي تمكن ذوي القدرة الأفضل على القيام بعمل ما، وينبغي أن يعمل القانون على توفير القدرة للمساهمين في استبدال كل مجالس الإدارة والإدارة عن طريق البيع إلى طرف ثالث، وباختصار ينبغي أن يكون التهديد بالاستحواذ قائما باعتباره أحد مصادر الحث على الأداء، حيث لا تجمد الإدارة لمدة طويلة، هذا يشجع المديرين وأعضاء مجلس الإدارة على القيام بأعمالهم على أكمل وجه، مما ينعكس بالإيجاب على أداء الاقتصادي للشركة.

ت- دور مجلس الإدارة في وضع إستراتيجية الشركة: قد بدأت مجالس الإدارة في أرجاء العالم في التحرك إلى ما وراء التغيرات الهيكلية التي يتم القيام بها في داخل غرفة اجتماعات مجلس الإدارة إلى القيام بالتغييرات السلوكية التي تتعلق بصلب الموضوعات الخاصة بعمل المجلس.

2- أثر آلية مجلس الإدارة على كفاءة سوق الأوراق المالية: هناك مجموعة من المؤشرات يتم من خلالها قياس أثر آلية مجلس الإدارة على كفاءة سوق الأوراق المالية، نوجزها في النقاط الآتية:

أ- استقلالية مجلس الإدارة: من الناحية النظرية يوجد وجهتان مختلفتان لمدى تأثير استقلالية مجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات وهو بالضرورة ما يؤدي إلى زيادة فعالية وكفاءة سوق الأوراق المالية.

¹ محمد لمين علوان، مساهمة آليات حوكمة الشركات في تحقيق المعلومات المحاسبية - دراسة عينة من الشركات بولاية بسكرة -، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المركز الجامعي البيض، الجزائر، ص: 55.

² نوال لعشوري، مرجع سبق ذكره، ص: 2011.

➤ **وجهة النظر الأولى:** يراهن مؤيدي نظرية الإشراف على عدم وجود تأثير بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات والبنوك وبالتالي على كفاءة السوق المالي، باعتبار أن الأعضاء الداخليين (التنفيذيين) مؤهلين للإدارة واتخاذ القرارات بشكل فعال كونهم يتمتعون برؤى أفضل، بالإضافة إلى المعارف والمهارات المكتسبة من مزاولتهم للعمل داخل الشركة، كل هذا يفتقره الأعضاء الخارجيين كونهم ليس لهم أي ارتباط بالشؤون اليومية للشركة، هذا ما يضعف قدرتهم في القيام بأدوارهم على أكمل وجه¹.

وهذا ما تؤكدته دراسة **MUGISHA SHEMA XAVIER**² سنة 2015، التي وجدت أن آليات الحوكمة إجمالاً والتي من بينها استقلالية مجلس الإدارة ليس لها تأثير على الأداء المالي للشركات وبالتالي فهي لا تؤثر على كفاءة سوق الأوراق المالية.

➤ **وجهة النظر الثانية:** انطلاقاً من نظرية الوكالة يتطلب أن يشمل مجلس الإدارة على نسبة كبيرة من الأعضاء الخارجيين (غير التنفيذيين)، فاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة تساهم في تخفيض تكلفة الوكالة، نظراً لدوره في الحد من الصراعات القائمة بين المدراء والمساهمين، وكذلك ارتباطه بجودة معلومات مرتفعة والتي هي احد أهم متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، إذ أن مجلس الإدارة الذي يشمل أكبر عدد ممكن من الأعضاء الخارجيين يكون أكثر موضوعية، وأكثر قدرة على المراقبة والتدخل عندما يتصرف المديرين التنفيذيين بانتهازية، حيث ينصب اهتمام الأعضاء الخارجيين بالأداء طويل الأجل³.

وقد أشارت دراسة **FRRIS and OTHER** سنة 2003 إلى أن الأعضاء الخارجيين يعكسون مراقبة أكبر على الأداء من المديرين الداخليين، كما أنهم يجلبون معهم الخبرة للشركة ويزودونها بمعرفة مباشرة ومعلومات نادرة من الصعب الحصول عليها من مكان آخر، نظراً لخبرتهم الفريدة التي جلبوها معهم، إذ يعتبرون كمستشارين مهمين في اتخاذ القرارات الإستراتيجية مما ينعكس إيجاباً على أداء الشركات وبالتالي تحسين أداء السوق الذي ينشطون فيه وزيادة فعاليته وكفاءته.

¹ Salim R, **Does corporate governance affect Australian Bank's Performance ?**, journal of international financial markets, institutions and money, 2016, p : 115.

² Mugisha Shema Xavier, **Effect of Corporate Governance on the Financial Performance of Banking Industry in Rwanda**, international journal of small business and entrepreneurship research, 03(06),2015, p: 29-43.

³ علام محمد موسى حمدان، **العلاقة بين استقلالية محاسب الإدارة وأداء الشركة - دليل من البحرين -**، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، العدد الثالث، المجلد 12، الأردن، 2016، ص: 483-484.

أما دراسة **Hanaa Abdelkader el Habashy**¹ فحاولت الباحثة من خلال هذه الدراسة قياس مدى الارتباط بين آليات حوكمة الشركات ومستوى الأداء في الشركات المدرجة في البورصة المصرية، حيث أظهرت النتائج أن آليات حوكمة الشركات لها تأثير إيجابي وكبير على أداء الشركة، فاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة تساهم في زيادة عائد حقوق المساهمين والعائد على الاستثمار، وتوصلت أيضا أن لاستقلالية مجالس الإدارة دور هام في ضمان كفاءة السوق المالي فله أثر إيجابي على العائد على حقوق المساهمين وعلى الاستثمار.

ب- حجم مجلس الإدارة: بالرغم من وجود آراء نظرية تؤيد وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة على أداء الشركات وكفاءة السوق الذي تنشط فيه، إلا أن هناك خلاف حول اتجاه هذا التأثير، ويمكن توضيح ذلك في:

➤ **وجهة النظر الأولى:** يؤيد مناصري نظرية أصحاب المصالح الحجم الكبير لمجلس إدارة الشركات والبنوك، ومن مبررات ذلك زيادة حجم وتعقد العمليات والحاجة إلى خبرة ومهارة أكبر، مما يسمح بتمثيل مختلف أصحاب المصالح بصورة أفضل، وبالتالي زيادة ثقة المستثمرين في الاستثمار وهو الأمر الذي يعود بالإيجاب على السوق المالي، وتعتبر هذه الحجج تفسير منطقي لكون أغلب مجالس إدارة الشركات والبنوك كبيرة الحجم، وهذا نتيجة لزيادة تعقيد أنشطة البنوك والتوسع في عملياتها، كما يرى أصحاب نظرية تبعية الموارد أن البنوك والشركات قد تزيد من حجم مجلس إدارتها لتوفير فرصة أفضل للاستجابة لمتطلبات البيئة الخارجية للشركة أو البنك وتزويدهم بالموارد التي لا يمتلكونها داخليا².

وتؤكد وجهة نظر مقال **Walid ben Amar boujenoui** عام 2007 بعنوان شفافية المعلومات بشأن ممارسة حوكمة الشركات في كندا وذلك من خلال دراسة محددات شفافية المعلومات من قبل الشركات المدرجة في بورصة **Toronto** بشأن ممارسة حوكمة الشركات فيها، ولقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ايجابية بين حجم الشركة ووجود فرص النمو وإدراجها في بورصة نيويورك ونوعي المعلومات المفصح عنها المتعلقة بنظام الحوكمة والتي تؤثر إيجابا على كفاءة سوق الأوراق المالية.

➤ **وجهة النظر الثانية:** من ناحية أخرى فإن نظرية الوكالة تعتبر أن الحجم الكبير لمجلس الإدارة يضر بعمليات الرقابة والمتابعة التي يجب أن يقوم بها المجلس، كما أنه يؤدي إلى نقص التعاون والتنسيق بين

¹ Abdelkader El-Habashy H, **The Effects Of Board And Ownership Structures On The Performance Of Publicly Listed Companies In Egypt**, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 23 (01), USA, 2019, p:174.

² Allemand I, **comparaison des pratiques de gouvernance dans les banque françaises**, revue française de gestion, France, 2010, p: 18.

أعضاءه، مما ينعكس على قدرته في اتخاذ القرارات وبالتالي على أداء الشركات وهو الأمر الذي يعود سلباً على أداء سوق الأوراق المالية بصفة عامة¹.

ففي دراسة **shungu**² سنة 2014 والتي هدفت إلى محاولة تحديد أثر البات حوكمة الشركات على أداء البنوك الزيمبابوية، توصل الباحثون من خلال نموذج الانحدار الخطي المتعدد إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة بين حجم مجلس الإدارة مع أداء البنوك التجارية الزيمبابوية وهو الأمر الذي يقود إلى عدم رفع وزيادة كفاءة سوقها المالي للأوراق المالية.

وأيضاً في دراسة **EZZINE** سنة 2011 بعنوان تحليل عرضي للشركات السعودية لبحث تأثير حوكمة الشركات على أداء سعر الأسهم خلال الأزمة المالية خلصت الدراسة إلى نتائج منها أن هناك علاقة عكسية بين حجم مجلس الإدارة مع أداء سعر السهم خاصة وفعالية سوق الأوراق المالية السعودي عامة. ت- ازدواجية عمل الرئيس التنفيذي: من خلال الرجوع إلى الخلفية النظرية لحوكمة الشركات نجد أن أنصار نظرية الإشراف من مؤيدي نظام الطبقة الواحدة على عكس نظرية الوكالة المعارضة لذلك، لذلك سنقوم بتوضيح آراء النظريتين والحجج القائمة بكل نظرية في التالي:

➤ **وجهة النظر الأولى:** تنادي نظرية الوكالة بضرورة الفصل بين منصب مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي باعتباره ضروري لحماية مصالح المساهمين، كون الرئيس التنفيذي يميل بطبعه للانتهازية وسوف يغتتم الفرصة لموائمة مصالحه على حساب مصالح المساهمين، فبمجرد امتلاكه للمنصبين تمنح له سيطرة أوسع على الشركة، ويمكنه هذا من استخدام سلطته كرئيس مجلس الإدارة ليختار المديرين الذين يؤيدون قراراته، كل هذا يضعف من دور مجلس الإدارة ويهدد استقلاليته ويقظته ولا يمكنه مراقبة فريق مجلس الإدارة العليا بفعالية وحماية مصالح المساهمين، مما يؤدي إلى ظهور مشاكل الوكالة، كما أن ازدواجية عمل الرئيس التنفيذي لا تفصل بين عملية صنع القرار وعملية مراقبة القرار، ومن جهة أخرى فإن مجلس الإدارة مسئول عن تعيين وفصل الرئيس التنفيذي وفي حال عدم الفصل بين المنصبين قد يصعب طرد وإقالة الرئيس التنفيذي الذي لا يؤدي عمله بطريقة مرضية، وبالتالي تعتبر نظرية الوكالة أن الازدواجية تضعف من سيطرة مجلس الإدارة وتؤثر سلباً على أداء الشركات وبالتالي على كفاءة سوق الأوراق المالية الذي تنشط فيه³.

¹ نصر طه حسين عرفة ومهدي مليحي عبد الحكيم، أثر حوكمة الشركات على القيمة المضافة لرأس المال العيني والفكري - دراسة تطبيقية على الشركات السعودية المسجلة-، مجلة المحاسبة والمراجعة، جامعة بني سويف، مصر، 2014، ص: 10.

² Shungu P. N, **Impact of corporate governance on the performance of commercial banks in Zimbabwe**, Mediterranean Journal of Social Sciences, 05(15), Italy, 2014, p:96.

³ Chen H, **CEO duality and firm performance : an empirical study of EU listed firms**, bachelor's thèses, university of twente, les Pays-Bas, 2014.p : 03-04.

➤ **وجهة النظر الثانية:** تستند نظرية الإشراف على علم النفس الاجتماعي، فهي تعتبر أن المديرين بعينين كل البعد عن الأنانية والمصالح الشخصية، وبهذا فهي تدعم ازدواجية عمل الرئيس التنفيذي، حيث تمكن هذا الأخير من إدارة ومراقبة أعمال الشركة بعناية أكبر، ويكون له قيادة فردية واسعة، من خلال توضيح سلطة اتخاذ القرار ونقادي وجود صراع بين الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، كما يساهم هذا المبدأ في صياغته وتنفي الإستراتيجية دون أي خلط في المهام ودون أي لبس في ذلك، مما ينعكس على أداء الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية¹.

ث- **عدد اجتماعات مجلس الإدارة:** تمثل اجتماعات مجلس الإدارة قناة مهمة من خلالها يقوم المجلس بأداء واجباته، ويمكن توضيح آراء النظريات في التالي:

➤ **وجهة النظر الأولى:** استنادا لنظرية الوكالة فإنه يمكن تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق تكثيف أنشطة الرقابة الخاصة بمجلس الإدارة من خلال تكرار عدد الاجتماعات، هذا من شأنه أن يعزز أداء الشركات، إذ أن عقد الاجتماعات الدورية بشكل دائم يساعد على تقييم أداء المديرين بشكل أفضل مع البقاء على علم مستمر بعمليات الشركة، مما يسهل التعامل مع أي مشكلة ناشئة في الوقت المناسب وبطريقة فعالة².

➤ **وجهة النظر الثانية:** تعتبر نظرية الإشراف أن كثافة نشاط مجلس الإدارة والتي يتم قياسها من خلال عدد اجتماعات مجلس الإدارة من أهم الجوانب المعززة للحوكمة، كما أشار **LIPTON and LORSCH**³ سنة 1992 أن زيادة عدد الاجتماعات سيؤدي على الأرجح إلى أداء متفوق، حيث يمكن اعتبار اجتماعات المجلس كمقياس لكفاءة وفعالية الإشراف، وبالمثل توفر هذه الاجتماعات فرصا أكبر لمناقشة الآراء وتبادلها حول طريقة الإشراف، وتقديم المشورة لفريق الإدارة العليا⁴.

¹ Moscu R, **study on correlation between CEO duality and corporate performance of companies listed on the Bucarest stock exchange**, journal of social and economic statistics, Poland, 2015, p: 48.

² Al-Daoud K, **board meeting and firm performance : evidence from the amman stock exchange, corporate board : role, duties and composition**, Vol 12, n 02, University Utara Malaysia, Malaysia 2016, p: 07.

³ Martin Lipton and Jay Lorsch, **A Modest Proposal for Improved Corporate Governance**, The Business Lawyer, American Bar Association, Vol. 48, No. 1, USA, p:130.

⁴ Gomez J, effect of **the board of derectors on firm performance**, international journal of economic research, universities and research institutions in India, India, p: 352-353.

3- أثر آلية هيكل ملكية مجلس الإدارة على كفاءة سوق الأوراق المالية: تمثل آلية هيكل الملكية واحدة من الآليات الداخلية للحوكمة من خلال عمل **BERLE and MEANS** سنة 1932 الذي تناول فيه عواقب الفصل بين الملكية والإدارة، وإمكانية الانحياز لكبار المساهمين على حساب صغار المساهمين، ويعتبر رواد نظرية الوكالة والحوكمة بشكل عام أن هيكل الملكية يمكن أن يكون وسيلة فعالة لمراقبة أداء المديرين، لأنها تسمح بتوفير أسس فعالة للرقابة في ظروف معينة (تركز الملكية وطبيعة المساهمين) وهذا يعتبر حافزا للمراقبين لتأدية وظيفتهم، فضلا عن تقليل التكلفة، والارتقاء بالأداء المالي للشركات وبالتالي الارتقاء بكفاءة سوق الأوراق المالية الناشطة فيه، ووفقا لذات النظرية فإن الأداء الضعيف هو في الأساس نتيجة الأسباب الداخلية للشركات أي سلوك المديرين وخياراتهم الإستراتيجية والتنظيمية¹.

وكانت دراسة **UWUIGBE**² سنة 2013 بعنوان حوكمة الشركات وسعر السهم - أدلة من الشركات المدرجة في نيجيريا - والتي هدفت إلى معرفة العلاقة بين حوكمة الشركات وسعر السهم في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية قد أظهرت أن هيكل الملكية له ارتباط سلبي مع سعر أسهم الشركات وبالتالي يؤثر ذلك على أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: أثر آلية لجان المراجعة على كفاءة سوق لأوراق المالية

لقد ظهر مفهوم هذه اللجنة بعد الانهيارات المالية لبعض الشركات الكبيرة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تم إصدار قانون **سارينس اكسلي** سنة 2008 والذي ألزم جميع الشركات بتشكيل لجنة المراجعة لما لها من دور هام في منع حدوث تلك الانهيارات المالية في المستقبل، وذلك من خلال دورها في عملية إعداد القوائم المالية وكذلك في زيادة استقلالية كل من المدقق الداخلي والخارجي، أما في المملكة المتحدة فقد صدر عدد من التوصيات بتشكيل هذه اللجنة، من أبرزها تقرير **Report Smith** في سنة 2003، والذي تضمن العديد من التوصيات الخاصة بدور ومسؤوليات لجنة المراجعة وكيفية الإفصاح عن هذه المسؤوليات في التقارير السنوية للشركات وتجدر الإشارة إلى أنه هناك العديد من الدول الأخرى مثل كندا وفرنسا وألمانيا وماليزيا وسنغافورة قد ظهر فيها مفهوم هذه اللجنة سابقا³.

¹ سندس شايب عينو، أثر الآليات الداخلية للحوكمة على الأداء المالي - دراسة قياسية لعينة من البنوك التجارية التونسية خلال الفترة 2010-2016 -، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2019، ص: 277-278.

² Uwuigbe O.R, **The effect of board size on financial performance of banks: a study of listed banks in Nigeria**, international journal of Economics and finance, 04 (02), United Kingdom, 2014, p: 260-267.

³ خليفة عابي، فاتح سردوك، دور آليات حوكمة الشركات في تحقيق جودة خدمات المراجعة الخارجية - دراسة تحليلية لعينة من المراجعين الخارجيين والمستفيدين من خدماتهم في ظل حوكمة الشركات بالجزائر -، مجلة رؤى اقتصادية، العدد الثاني عشر، جامعة الوادي، الجزائر، 2007، ص: 472.

وتعتبر لجان المراجعة من المفاهيم الحديثة التي تحظى باهتمام العديد من الدول المتقدمة، لذلك توصي العديد من المنظمات المهنية بتكوينها، نظرا لدورها الفعال في مراقبة عمليات التقرير المالي والإفصاح لحملة الأسهم والتأكد من مصداقيتها، فقد طرحت فكرة إنشاء وتكوين لجان المراجعة بغرض زيادة مصداقية وموثوقية القوائم المالية باعتبارها الوسيلة التي يتم من خلالها توصيل المعلومات للمستثمرين والتي تعتبر حجر الأساس لكفاءة سوق الأوراق المالية، وكذلك لمساعدة الإدارة العليا للقيام بمهامها بكفاءة وفعالية ولتدعيم استقلالية المراجع الداخلي وحماية حيادية المراجع الخارجي، فضلا عن تحسين جودة أداء نظام الرقابة الداخلية وما يتبعه من رفع كفاءة أداء عملية المراجعة من خلال تحسين جودة الأداء المهني¹.

وقد أكدت دراسة **MEMULLEN**² سنة 2004 بخصوص دور لجان المراجعة في زيادة الثقة في المعلومات المحاسبية والمالية، بأن الشركات التي توجد بها لجان مراجعة تقلل بها الممارسات المالية غير السليمة، كما يساهم الإعلان عن تشكيل لجان المراجعة في تنشيط حركة أسهم الشركة في الأسواق المالية وبالتالي الزيادة من كفاءتها³.

وفي دراسة **عوض بن سلامة الرحيلي**⁴ سنة 2008 بعنوان لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات حالة السعودية، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى أن لجان المراجعة في الشركات المساهمة تلعب دورا مهما في تطبيق هذا المفهوم في البيئة السعودية كونها تعمل كحلقة وصل بين الأجهزة الرقابية في الشركة ومجلس الإدارة، وهو الأمر الذي يؤدي إلى توفير أهم شروط كفاءة سوق الأوراق المالية.

كما أكدت معظم الدراسات والتقارير الخاصة بحوكمة الشركات على ضرورة وجود لجان المراجعة في الشركات التي تسعى لتطبيق آليات حوكمة الشركات، حيث تمثل أحد العوامل الرئيسية لتقييم مستويات الحوكمة المطبقة بالشركة، كما تقوم لجان المراجعة بدور حيوي في ضمان جودة التقارير المالية وتحقيق الثقة في المعلومات المالية والحد من التلاعب نتيجة لما تقوم به من إشراف على عمليات المراجعة الداخلية والخارجية ومقاومة ضغوط وتدخلات الإدارة في عملية المراجعة، علاوة على ذلك يشير البعض بأن عمليات

¹ هجيرة بوزوينة ودرأوسي مسعود، أثر الآليات المحاسبية لحوكمة الشركات على الرفح من جودة المعلومات المالية وكفاءة الأسواق المالية، مجلة الإدارة والتنمية والبحوث والدراسات، العدد الثاني عشر، جامعة البليدة، الجزائر، ص: 223.

² Memullen D.N, **Audit committee performance: an investigation of the consequences associated with audit Committees**, Journal of Practice and Theory, Vol 15, No 01, United Kingdom, 1996, p:9-86.

³ مجدي محمد سامي، دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد الثاني، جامعة الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 16.

⁴ عوض بن سلامة الرحيلي، **لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات - حالة السعودية -**، مجلة الاقتصاد والإدارة، المجلد 22، العدد الأول، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2008، ص: 195.

المراجعة الداخلية والخارجية ومقاومة ضغوط وتدخلات الإدارة في عملية المراجعة، علاوة على ذلك يشير البعض بان مجرد إعلان الشركة عن تشكيل لجنة المراجعة يكون له أثر على حركة أسهمها بسوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن التطبيق الفعال لآليات حوكمة الشركات من خلال آلية لجنة المراجعة سيؤدي إلى دقة وموضوعية التقارير المالية وتوفير معلومات محاسبية ومالية ذات جودة عالية ما ينعكس على تنشيط سوق الأوراق المالية¹.

وعلى ضوء ما سبق يمكن القول أن التزام الشركات بآلية لجنة المراجعة يؤدي إلى تحسين جودة المعلومات المحاسبية والمالية الصادرة عن هذه الشركات ضمن تقاريرها السنوية، مما ينعكس على زيادة ثقة المتعاملين خاصة في أسواق رأس المال التي تتطلب كفاءتها وفعاليتها على صدق ووضوح هذه المعلومات، وهذا ما يؤدي إلى مساعدة الشركات في الحصول على مصادر التمويل التي تمكنها من النمو والاستمرارية على المدى الطويل وتحقيق مصالح المساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة بالشركة.

وفي هذا السياق يرى **ARCHAMBEAULR** أن كل من التدقيق الداخلي والخارجي يعد آلية مهمة من آليات المراقبة ضمن إطار حوكمة الشركات، وبشكل خاص فيما يتصل بضمان دقة ونزاهة التقارير المالية والتي كما قلنا سابقا أنها تمثل أحد أهم شروط ومتطلبات كفاءة أسواق رأس المال من خلال منع واكتشاف حالات الغش والتزوير².

وأيضاً في دراسة **حمادي نبيل**³ وهي مذكرة ماجستير من جامعة الشلف سنة 2008 وقد جاءت تحت عنوان التدقيق الخارجي كآلية لتطبيق حوكمة الشركات دراسة حالة مجمع صيدال وحدة الدار البيضاء فقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن التدقيق الخارجي يمثل أهم آليات تطبيق مبادئ حوكمة الشركات ولتحقيق ذلك لا بد من الاهتمام بالتكوين الشخصي للمدقق الخارجي وظروف عمله.

وفي إطار تفعيل عملية الرقابة على الشركات وكذا تنظيم مهنة التدقيق فقد أقر قانون ساربانز أوكسلي الذي تحدثنا عنه سابقاً والذي أقره الرئيس جورج بوش بعد الفضائح المالية الكبرى للشركات الأمريكية على إنشاء مجلس الإشراف المحاسبي على شركات المساهمة وذلك من أجل تحسين دقة تقارير التدقيق التي

¹ سامح محمد رضا، دور لجان المراجعة كأحد دعائم الحوكمة في تحسين جودة التقارير المالية - دراسة تطبيقية على شركات الأدوية

المصرية -، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد الأول، الجامعة الأردنية، الأردن، 2011، ص: 52.

² خليدة عابي وفاتح سردوك، مرجع سبق ذكره، ص: 472.

³ نبيل حمادي، أثر الآليات الداخلية للحوكمة على جودة المراجعة المالية في الجزائر دراسة ميدانية، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، جامعة المدية، الجزائر، ص: 139-153.

تساهم في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية وحمايتها من الأزمات، وهي تعمل تحت إشراف لجنة الحماية والتبادل وتتمثل واجباتها فيما يلي¹:

- تحسين أداء شركات المساهمة خاصة المدرجة بالبورصة.
- إجراء عمليات تفتيش على هذه الشركات.
- إرساء أو تبني معايير رقابة الجودة في العمل الإداري مثل الأخلاقيات، الاستقلالية وغيرها من المعايير.
- إجراء تحقيقات وتطبيق إجراءات تأديبية وفرض عقوبات على شركات المساهمة إذا كان هناك مبرر لذلك.

➤ تشجيع المعايير المهنية وتحسين جودة خدمات التدقيق.

➤ فرض الالتزام بقواعد المجلس والمعايير المهنية وكذا قوانين إصدار الأوراق المالية.

وفي دراسة العنزي سنة 2004 والتي كانت تحت عنوان تحليل أثر حوكمة الشركات على جودة الإفصاح المحاسبي - دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية -، حيث أظهرت هذه الدراسة عدة نتائج كان من أهمها وجود علاقة طردية بين لجنة التدقيق ومستوى الإفصاح في المصارف محل الدراسة والذي بدوره يساهم في زيادة فعاليتها وكفاءتها في السوق المالي الذي تنشط به ومنه فالعلاقة تتعدى من لجنة المراجعة إلى فعالية وكفاءة الأسواق المالية.

1- أهداف لجنة التدقيق في دعم كفاءة سوق الأوراق المالية: يعتبر موضوع التلاعب في إدارة الأرباح من أهم المواضيع التي أثرت في نشأة لجان التدقيق، فقديمًا وحديثًا قامت العديد من إدارات الشركات بعمليات غش وتلاعب من أجل التأثير على نتائج الأعمال، وقد تزايدت مؤخرًا مثل تلك الحالات لدى كبريات الشركات الأمريكية من أجل التأثير على التقارير المالية وذلك عن طريق القيام بعملية تحسين أو صقل الأرباح والتي أدت إلى سلسلة من الفضائح والأزمات التي هزت أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى تأثيرها على الأسواق المالية الأخرى، ومن أهم أهداف لجان التدقيق في تحسين ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية ما يلي²:

➤ ضمان خلو البيانات المالية من الأخطاء والغش، والسعي إلى اكتشاف تلاعب وغش الإدارة.

¹ عماد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركات المساهمة - دراسة مقارنة -، دار الكتب القانونية، مصر، 2008، ص: 477.

² ماهر إبراهيم محمد أبو ريدة، دور مجالس الإدارة في تحسين أداء لجان التدقيق في ظل الحاكمية المؤسسية - دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في بورصة فلسطين -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم المحاسبية والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2014، ص: 41-42..

- دعم المدقق الخارجي لزيادة فاعليته واستقلاليته مما يؤدي إلى زيادة ثقة الأطراف الخارجية في تقرير المدقق الخارجي.
 - مسئوليتها في الإشراف على الأنظمة المالية والرقابية في الشركة.
 - مناقشة مدى فاعلية وملائمة السياسات المحاسبية المطبقة.
 - مسئوليتها في تعيين وفصل وتحديد أتعاب المدقق الخارجي.
 - دعم مصداقية القوائم المالية السنوية التي يتم تدقيقها لضمان مدى الإفصاح والشمولية لهذه القوائم.
 - ضمان حلقة اتصال بينها وبين المدققين الداخليين والخارجيين، وبينهم وبين مجلس الإدارة، مما يقلل من تضارب المعلومات داخل المجلس.
 - تنسيق العمل بين المدققين الداخليين والخارجيين.
 - دعم المديرين على القيام بمسئولياتهم على أكمل وجه.
 - التأكد من كفاءة نظم إدارة المخاطر، وكفاءة وفاعلية العمليات التشغيلية.
 - التأكد من أن العمليات المالية وتصرفات الأشخاص تتوافق مع الأنظمة والقوانين المعمول بها.
 - العمل على حل القضايا والإشكاليات التي تعود لأسباب مختلفة، من خلال استخدام اللجنة كأداة تحقيق داخلية مستقلة تناقش أي حالة تضر أو شكوى تؤثر في أعمال الشركة.
 - الاهتمام بسمعة الشركة والحفاظ عليها، عن طريق توثيق العلاقات، وإجراء الحوار والاتصالات مع جميع الأطراف ذات المصلحة فيها.
 - التأكد من شفافية الإفصاح ونزاهة البيانات المالية المنشورة التي تهتم الأطراف ذات العلاقة.
- 2- استقلالية لجنة التدقيق:** إن تكوين لجان للتدقيق من المديرين غير التنفيذيين والذين يتمتعون بالاستقلالية عن مجلس الإدارة تلعب دورا هاما في حوكمة الشركات وتساعد على تحسين أداء الشركة المالي والذي ينعكس بدوره على أداء السوق المالي الذي تزداد كفاءته وفعاليته وبالتالي فهناك علاقة متعدية بين لجان التدقيق وكفاءة سوق الأوراق المالية، فلجان التدقيق تعمل على نجاح حوكمة الشركات من خلال تأكيدها على فاعلية إجراءات الرقابة الداخلية والالتزام بالقواعد والمعايير وفحص السياسات المحاسبية والإجراءات المتبعة في إعداد التقارير المالية التي يعتمد عليها المستثمرين في بناء قراراتهم الاستثمارية في الشركة والسوق المالي ككل الذي تنشط فيه هذه الشركات¹.

¹ محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 2015، ص: 80.

إن أهمية استقلالية لجنة التدقيق ترتبط بشكل وثيق بدورها الإشرافي المرتبط بأنشطة الشركة والمدققين الخارجيين، حيث تحتاج لجنة التدقيق أن تعمل بوضوح بالقرب وبالتعاون مع الإدارة والتي تعتمد عليها اللجنة في الحصول على المعلومات والموارد وفي نفس الوقت فإن تلك العلاقة يجب ألا تتعرض لمخاطر المصالح المشتركة، ويجب أن تظل لجنة التدقيق مستقلة عن الإدارة في أحكامها وقراراتها كما يجب أن تلتزم بمسئولياتها ووظائفها بدون أي تأثير غير ملائم عليها¹.

ويوضح قانون ساربانز أوكسلي والذي يقضي بتحميل المسؤولية لمدراء المؤسسات المقيدة في البورصة الأمريكية إلى التصدي لواحدة من المشكلات الأساسية المرتبطة بكون المدققين مراقبين للشركة، وقد يتم إرغامهم على القيام بعمليات تدقيق مضللة، وهو الأمر الذي يؤدي إلى حدوث اختلالات وصدمات مؤثرة في السوق المالي على الأمد الطويل وبالتالي التأثير والحد من فعاليته وكفاءته، ولضمان استقلال هؤلاء المدققين فقد أقر هذا القانون ما يلي²:

- يحضر على شركات المحاسبة أداء أنشطة تدقيقية واستشارية معاً لشركة واحدة معاً.
- يعطى للجنة المراجعة في مجلس إدارة الشركة المزيد من السلطة على أنشطة التدقيق.

وبالتالي فإن هذا القانون وغيره من القوانين المشابهة في الدول الأخرى قد جاء قصد إضفاء نوع من المصداقية والدقة على المعلومات المقدمة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية.

وفي دراسة **LOUIZI**³ سنة 2011 والتي كانت تحت عنوان محددات الحوكمة الجيدة وأداء الشركات الفرنسية فقد توصلت إلى وجود أثر موجب بين آليات حوكمة الشركات والتي من بينها استقلالية أعضاء لجنة المراجعة ومعدل العائد على حقوق الملكية وبالتالي يؤثر ذلك على أداء الشركة بصفة خاصة وعلى سوق الأوراق المالية الذي تنشط فيه بصفة عامة.

وحسب بوريتيا وآخرون في دراسة لهم سنة 2018 فإن نسبة الأعضاء المستقلين في لجنة التدقيق في مختلف الأوضاع المؤسسية تؤثر بشكل إيجابي على أداء الشركات، وتوصلوا أيضاً أن وجود لجان المراجعة المستقلة أكثر إلحاحاً بالنسبة للشركات الضعيفة لزيادة مصداقية إعلانات الأرباح فيها.

وهناك العديد من الدراسات التي أكدت على أهمية الاستقلالية بالنسبة لأعضاء لجنة التدقيق ودورها في تحسين الأداء المالي للشركات وبالتالي تحسين أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية التي تنشط فيه، حيث

¹ ماهر إبراهيم محمد أبو ريدة، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

² يمينة سهابلية، مرجع سبق ذكره، ص: 144.

³ Amir LOUIZI, **Les déterminants d'une « Bonne Gouvernance » et la performance des entreprises Françaises**, Etudes empiriques Thèse en co-tutelle pour l'obtention du grade de Docteur en Sciences de Gestion, Université Jean Moulin Lyon, France, 2011.

أشارت دراسة **MCMULLEN and RAGHUNANDAN**¹ سنة 1996 إلى أن الشركات التي لديها مشكلات في القوائم المالية هي تلك الشركات التي يتكون أعضاء لجان التدقيق فيها من الأعضاء التنفيذيين فقط.

3- عدد أعضاء لجنة التدقيق: من الضروري تحديد عدد أعضاء لجنة التدقيق بحيث يكفي هذا العدد لتحقيق مزيج من الخبرات والقدرات التي تمكن اللجنة من تحقيق أهدافها، مع مراعاة عدم زيادة عدد أعضاء اللجنة بصورة قد تمنع من اتخاذ القرارات بصورة سريعة وفعالة، وعدم انخفاض عدد أعضاء اللجنة بصورة تحد من أداءها لأعمالها بكفاءة وفعالية.

وقد أشارت دراسة محروس² في دراسته سنة 2011 أن فعالية لجنة التدقيق تتأثر بعدد أعضاءها حيث يعتبر نقص عدد أعضاء لجنة التدقيق من الأمور التي تؤثر سلباً على فعاليتها، وبالتالي على أداء الشركة، ويعتمد تحديد عدد المديرين الأعضاء في لجنة التدقيق إلى حد كبير على:

➤ حجم الشركة.

➤ حجم مجلس الإدارة.

➤ مدى تعقد أعمال المحاسبة والتدقيق بالشركة.

➤ مدى توافر الأعضاء الخارجيين بمجلس إدارة الشركة.

وتشترط هيئة الأوراق المالية الأمريكية أن تتكون لجنة التدقيق من ثلاثة أعضاء على الأقل، فكلما كان عدد أعضاء لجنة التدقيق أكثر كلما كانت فعالية اللجنة في مراقبة وإعداد التقارير المالية أفضل، وسيكون هناك فرصة أكبر لكي تتضمن اللجنة أعضاء بخبرات مختلفة لإنجاز مراقبة عملية إعداد التقارير المالية بدقة أكثر وبشكل أعمق³.

¹ McMullen D and Raghunandan K, **Enhancing audit committee effectiveness**, Journal of Accountancy, 182(2), malaysia, 1996, p: 79– 81.

² محروس رمضان عارف رمضان، **دور لجان المراجعة في تفعيل حوكمة الشركات - دراسة نظرية وتطبيقية-**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية التجارة، جامعة جنوب الوادي، مصر، 2011، ص: 135.

³ ساند زكي عطا قراقيش، **تأثير خصائص لجان التدقيق على جودة الأرباح - دراسة تطبيقية على شركات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة عمان**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2009، ص: 104.

واستنتجت دراسة LINDSELL¹ سنة 1992 بأن كبر حجم لجان التدقيق يفيد في إثراءها بالخبرات والتجارب التي تعود بالفائدة على الشركة، وتعدد وجهات النظر، ولكن صغر حجمها قد يؤدي إلى فعالية اتخاذ القرار وبسرعة وكفاءة عالية.

4- عدد مرات اجتماع أعضاء لجان التدقيق: يعتبر عدد المرات التي تجتمع فيها لجنة التدقيق خلال العام مقياساً مهماً على مقدرتها في الوفاء بمسئولياتها، ويجب ملاحظة أن عدد المرات التي تجتمع فيها اللجنة خلال العام يتوقف على حجم مسؤوليتها وطبيعة الظروف التي تعيشها الشركة.

وتشير دراسة سلطان² سنة 2005 أنه يجب على كل لجنة تدقيق أن تقرر لنفسها عدد مرات اجتماعات والزمن الذي سيستغرقه كل اجتماع وفقاً لما تعتقد أنه ضروري للوفاء بشكل ملائم بمسئولياتها في المواعيد المطلوبة، وكثيراً ما يتم وضع مواعيد اجتماعات اللجنة لتتوافق مع الانتهاء من إعداد القوائم المالية المرحلية والسنوية، مع إعطاء عضو اللجنة الوقت الكافي قبل الاجتماع لاستعراض المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية، ويتولى رئيس اللجنة وضع جدول الأعمال ورئاسة الاجتماعات، كما يكون مسئولاً عن التأكد من توفير المعلومات اللازمة لكل عضو بحيث يشارك بفاعلية في الاجتماع.

ويرى السويطي³ سنة 2006 أنه على لجنة التدقيق أن تعقد اجتماعات كافية للقيام بدورها وأداء مسؤولياتها بحث يقتصر حضور الاجتماعات على رئيس اللجنة وأعضاءها، ومع حق اللجنة في دعوة من ترغب في حضورهم بعقد اجتماع خاص أو حضور مناقشة بند معين من أجندة الاجتماع، ويمكن دعوة المدقق الداخلي والمدير المالي أو أي من المسؤولين الآخرين، على أن يعطي الاجتماع الوقت الكافي لإنجاز المهام المحددة، كما يجب أن تجتمع اللجنة مع المدقق الخارجي بدون حضور الإدارة لمرة واحدة على الأقل سنوياً، واجتماع آخر مع المدقق الداخلي من أجل مناقشة أية مسائل تبرز أثناء عملية التدقيق.

¹ Stuar Turley and Mahbub Zaman, **The Corporate Governance Effects of audit Committees**, Journal of Management and Governance, Kluwer Academic Publishers. Netherlands, 2004, p327.

² عطية صلاح سلطان، دور لجان المراجعة في دعم حوكمة الشركات لأغراض استمرار المنشأة، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الإمارات العربية، 2005، ص: 217-244.

³ موسى سلامة السويطي، تطوير نموذج لدور لجان المراجعة في الشركات المساهمة العامة الأردنية وتأثيرها في فاعلية واستقلالية التدقيق الخارجي، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، كلية الدراسات المالية والإدارية، جامعة عمان، الأردن، 2006، ص: 132.

وفي دراسة حمدان ومشتهى وعواد¹ سنة 2012 تحت عنوان دور لجان التدقيق في استمرارية الأرباح كدليل على جودتها - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان - حيث توصلت نتائجها إلى وجود أثر إيجابي لعدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين جودة الأرباح. ويرى الباحث أنه يجب على لجنة التدقيق أن تقرر لنفسها عدد اجتماعاتها والزمن الذي يستغرقه كل اجتماع وفقا لما تعتقد أنه ضروري للوفاء بشكل ملائم بمسئولياتها في المواعيد المطلوبة.

¹ محمد حمدان واخرون، دور لجان التدقيق في استمرارية الأرباح كدليل على جودتها، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 3، الجامعة الأردنية، الأردن، 2012، ص: 409-433.

خلاصة الفصل

أدى تحرير الأسواق المالية والتوسع في حجم الشركات إلى إضفاء الثقة، المصدقية والنزاهة على المعلومات المالية المنشورة بأعلى مواصفات الجودة من طرف الشركات المدرجة بالبورصة، الأمر الذي يسمح بتسعير الأوراق المالية وفق قيمتها الحقيقية، ومرد هذا إلى العلاقة الإرتباطية الوثيقة بين حوكمة الشركات وكفاءة أسواق الأوراق المالية، والذي يتجلى من كون أسعار الأوراق المالية المدرجة في البورصة تتأثر بالمعلومات الواردة إليها، سواء كانت سارة أو غير سارة، وهذا الأخير لا تكون مفيدة لاتخاذ القرار الاستثماري، إلا إذا تمتعت بالجودة المطلوبة، وهذا ما يضمنه التطبيق المحكم والفعال لآليات حوكمة الشركات، وبالتالي ينعكس على السوق الأوراق المالية في استيفاء متطلبات السوق الكفوءة من حماية لحقوق المساهمين واستفادة جميع الأطراف منها بعدالة.

والرابط الأساسي بين حوكمة الشركات ورفع كفاءة أسواق الأوراق المالية يتمثل فيها توفره وتطبيق آليات حوكمة الشركات من حماية لحقوق المساهمين خاصة حقهم في مراقبة إدارة الشركة، وبالتالي الحصول على المعلومات الملائمة والموثوقة وفي الوقت المناسب، مع ضمان استفادة جميع الأطراف منها بعدالة، ونظرا للأهمية التي تكتسبها حوكمة الشركات في تطوير ورفع كفاءة أسواق الأوراق المالية، فقد بادرت العديد من الدول إلى إصدار مواثيق لحوكمة الشركات المدرجة بالبورصة وجعلها إجبارية التطبيق.

الفصل

الرابع

تمهيد

لم تكن قضية حوكمة الشركات بشكل عام مطروحة للنقاش في الجزائر إلا أنه بعد إلحاح المؤسسات المالية الدولية على الشركات العالمية على ضرورة تطبيقها وعلى رأسها صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، بات من الضرورة بمكان تبني آليات الحوكمة سواء على المستوى الكلي في إدارة الاقتصاد أو على المستوى الجزئي في إدارة الشركات، هذا ما دفع بالدولة الجزائرية إلى تكوين لجنة سميت لجنة الحكم الراشد.

لم تتمكن بورصة الجزائر من أن تلعب دورها كوسيط مالي نظرا لعدة أسباب، بعضها ثقافي واقتصادي وحتى سياسي، لاسيما وأن الانطلاقة كانت متواضعة وتفتقد إلى الجدية بالنظر إلى الإمكانيات التي يتوفر عليها الاقتصاد الجزائري، لولم تهيئة المناخ الملائم لذلك، وسيتم في هذا الفصل دراسة واقع وأثر تطبيق آليات حوكمة الشركات في سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر من خلال المباحث الآتية:

المبحث الأول: حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر.

المبحث الثاني: الدراسة الوصفية والتحليلية لبيانات الشركات المدرجة.

المبحث الثالث: اختبار فرضيات الدراسة.

المبحث الأول: حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

إن الهدف الأسمى من حوكمة الشركات يتمثل في إدارة الشركات وفق أسس تعمل على رفع أدائها والمحافظة على حقوق كل من له مصلحة فيها، لذا أصبح من الضروري اتخاذ الإجراءات اللازمة للارتقاء بأداء السوق المالي والرفع من كفاءته، حيث أن سوق الأوراق المالية الجزائري لم يستطع أو يؤدي الدور المناط به، وهذا لقلة عدد الشركات المدرجة به وانحصار معاملاته، الأمر الذي انعكس سلبا عليه، وفي ظل رغبة الجزائر في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة من خلال دعمها للمؤسسات الاقتصادية وزيادة قدراتها التنافسية، جعلها تبحث في إيجاد نظام لحوكمة الشركات يتماشى مع البيئة الاقتصادية الجزائرية والسعي لتطبيق ممارسات حوكمة الشركات وتبنيها في الشركات الجزائرية خاصة المدرجة في سوقها للأوراق المالية لاستمرار نشاطها وتحسين أدائها ونموها وتطورها وبالتالي الرفع وتحسين كفاءة سوقها المالي.

المطلب الأول: حوكمة الشركات في الجزائر

شكلت حوكمة الشركات في الجزائر أحد أهم الموضوعات ذات الأولوية، ففي شهر جويلية من سنة 2007 انعقد أول ملتقى دولي بهذا الخصوص والذي عنون ب: **الحكم الراشد للمؤسسات**، والذي كان الهدف منه التعرف والفهم الدقيق لمصطلح وإشكالية الحوكمة، وكيفية تطبيق مبادئها على أرض الواقع، وسبل تحسين وتطوير أداء المؤسسات وتعزيز تنافسيتها في السوق المحلية والدولية، وأهم ما توصل إليه هذا الملتقى من توصيات هو ضرورة إعداد ميثاق جزائري للحكم الراشد للمؤسسات يمكن اعتماده كأرضية وخطوة عملية لإنطلاق الحوكمة في الجزائر¹.

1- جهود الجزائر من أجل (إطلاق ميثاق الحكم الراشد) إرساء مبادئ وآليات حوكمة الشركات: ويمكن إجمال أهم هذه الجهود من خلال الأحداث الآتية:

أ- **تشكيل الهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومقاومته:** تأسست هذه الهيئة سنة 2006، التي تتمحور مهامها حول اقتراح سياسات وتوجيهات وتدابير للوقاية من الفساد، وإعداد برامج للتوعية من مخاطر الفساد، بالإضافة إلى جمع المعلومات التي يمكن أن تساهم في الكشف عن أعمال الفساد والوقاية منه والتقييم الدوري للأدوات القانونية والإجراءات الإدارية ذات الصلة، حيث انضمت هذه الهيئة مؤخرا إلى الشبكة العربية لتعزيز النزاهة ومكافحة الفساد التي تأسست سنة 2008، لتضاف بذلك 42 وزارة وهيئة أخرى في

¹ عزالدين عطية، مرجع سبق ذكره، ص: 119

المنطقة العربية، التي تشكل آلية إقليمية تشاركية فريدة من نوعها لتنمية القدرات وتبادل المعلومات ومناقشة السياسات التي تدخل في اختصاصها¹.

ب- انعقاد أول مؤتمر حول الحكم الراشد للمؤسسات في جانفي 2007: حيث شكل هذا الملتقى فرصة مواتية لتلاقي جميع الأطراف الفاعلة في عالم المؤسسة، وخلال فعاليات هذا الملتقى تبلورت فكرة إعداد ميثاق جزائري للحكم الراشد للمؤسسة الجزائرية كأول توصية وخطوة عملية تتخذ².

ت- إنشاء مجموعة عمل لحوكمة المؤسسات: قامت جمعيات واتحادات الأعمال الجزائرية بمبادرة لاكتشاف الطرق التي تهيئ تشجيع الحوكمة الجيدة في مجتمع الأعمال بغية جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، ولقيادة هذه العملية قام أصحاب المصالح في القطاعين العام والخاص سنة 2007 بإنشاء مجموعة عمل لحوكمة الشركات تعمل جنبا إلى جنب مع المنتدى العالمي لحوكمة المؤسسات GCGF ومؤسسة التمويل الدولية IFC لوضع إطار لحوكمة الشركات الجزائرية³.

ث- إصدار دليل حوكمة الشركات الجزائري: أعلنت كل من جمعية CARE واللجنة الوطنية لحوكمة المؤسسات في الجزائر عن إصدار دليل حوكمة الشركات الجزائري، وقد تم إعداد هذا الدليل بمساعدة كل من المنتدى العالمي لحوكمة الشركات GVGf ومؤسسة التمويل الدولية IFC، ويتضمن الميثاق جزئين وملاحق كما يلي⁴:

➤ يوضح الجزء الأول الدوافع التي أدت إلى أن يصبح الحكم الراشد للمؤسسات ضروريا في الجزائر، كما أنه يربط الصلات مع إشكالية الشركة الجزائرية، لاسيما الشركة الصغيرة والمتوسطة الخاصة.

➤ ويتطرق الجزء الثاني إلى المقاييس الأساسية التي يبنى عليها الحكم الراشد للمؤسسات، فمن جهة يعرض العلاقات بين الهيئات التنظيمية للمؤسسة (الجمعية العامة، مجلس الإدارة، المديرية التنفيذية)، ومن جهة أخرى علاقات المؤسسة مع الأطراف الشريكة الأخرى كالبنوك والمؤسسات المالية والممونون وغيرهم، بالإضافة إلى نوعية نشر المعلومات وأساليب نقل الملكية.

¹ الجزائر تنظم إلى الشبكة العربية لتعزيز النزاهة ومحاربة الفساد، مقال متاح على موقع الشبكة العربية لتعزيز النزاهة ومحاربة الفساد، الرابط الإلكتروني: www.undo-aciac.org، تاريخ الإطلاع: 2021/01/23.

² حسين يركي وعلي عبد الصمد، إطار حوكمة المؤسسات في الجزائر - دراسة ميدانية -، مجلة دراسات، العدد 18، جامعة الاغواط، الجزائر، 2012، ص: 11.

³ نفس المرجع، ص: 11.

⁴ وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة الجزائرية، 2009، ص: 14.

➤ ويختتم هذا الميثاق بملاحق تجمع في الأساس أدوات ونصائح عملية يمكن للمؤسسات اللجوء إليها بغرض الاستجابة لانشغال واضح ودقيق كقائمة مرجعية لممارسة التقييم الذاتي لإدارة المؤسسات، رؤية متعددة الأوجه للمؤسسات الجزائرية الخاضعة للقانون التجاري، تضارب المصالح في المؤسسة... إلخ.

ج- إطلاق مركز حوكمة الجزائر: بناء على قوة الدفع التي خلقها دليل حوكمة الشركات، قامت مجموعة عمل حوكمة الشركات الجزائرية بإطلاق مركز حوكمة الجزائر في أكتوبر 2010 بالجزائر العاصمة، تأسس مركز حوكمة الجزائر ليكون بمثابة منبر لمساعدة الشركات الجزائرية على الالتزام بمواد الدليل، واعتماد أفضل ممارسات حوكمة الشركات الدولية، ورفع الوعي الجماهيري بحوكمة الشركات، ويعتبر إطلاق المركز فرصة جديدة لمجتمع الأعمال لإظهار التزامه بتحسين البيئة الاقتصادية في البلاد، وتحسين قيم الحوكمة الديمقراطية، بما فيها الشفافية والمساءلة والمسئولية¹.

وبعد أن تم إصدار الميثاق، يبدأ الجزء الأصعب من العمل ألا وهو تنفيذ الإطار، وقد بدأت العملية بداية إيجابية، وكما يقول السيد رئيس مجلس إدارة مجموعة عمل حوكمة الشركات الجزائرية² **GOAL** هناك كثير من الشركات التي ترفض استمرار الوضع الحالي، والتي تظهر ترحيبها للالتزام بممارسات الحوكمة الرشيدة، وتقوم هذه الشركات باتخاذ الخطوات الأولى من خلال إقرارها إتباع مبادئ الحوكمة الرشيدة³، ولمساعدة الشركات في إنجاز هذه العملية تتجلى ضرورة وضع جهاز مرافقة يتكفل بما يلي⁴:

➤ تسجيل المؤسسات المنخرطة ضمن هذا الميثاق، والتعديلات والإثراءات التي تريد إدراجها.
➤ تشكيل مجموعات عمل وتفكير حول اقتراحات التعديل المحتملة حول ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في السياق الجزائري.

➤ تنظيم لقاءات تحسيسية وتكوينية حول الحكم الراشد للمؤسسات، لاسيما تجاه مديري المؤسسات.
➤ تطوير العلاقات الدولية مع الهيئات المماثلة بهدف تبادل التجارب، والمشاركة في المنتديات والشبكات العالمية التي لها علاقة بالحكم الراشد للمؤسسات.

¹ ناريمان عبد الرحمن وسارة بن الشيخ، واقع الحوكمة في بيئة الأعمال الجزائرية في ظل المستجدات الحالية، الملتقى الدولي حول آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة، جامعة ورقلة، الجزائر، 25-26 نوفمبر 2013، ص: 3.

² سليم عثمانى: الرئيس التنفيذي لشركة أن سي أ - روية - ورئيس مجلس إدارة مجموعة عمل حوكمة الشركات الجزائرية GOAL.

³ مركز المشروعات الدولية الخاصة، حوكمة الشركات قضايا واتجاهات، نشرة دورية يصدرها مركز المشروعات الدولية الخاصة، العدد السادس عشر، القاهرة، مصر، 2009، ص: 01.

⁴ ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة الجزائرية، مرجع سيق ذكره، ص: 17.

2- **مواضيع ومبادئ ميثاق الحكم الراشد:** تهدف آليات ومبادئ حوكمة الشركات بالجزائر إلى تحسين احترام قواعد الإنصاف، الشفافية، المسؤولية والتبعية، وتغطي العلاقات التي تربط بين الأطراف الفاعلة الداخلية للمؤسسة من جهة، والأطراف الفاعلة الخارجية من جهة أخرى.

أ- **المواضيع الرئيسية لميثاق الحكم الراشد:** يركز الحكم الراشد للمؤسسات على أربعة مواضيع رئيسية تعزز استدامة المؤسسة من خلال المزيد من تحسين الأداء والربح، زياد القدرة على التنبؤ، عرض صورة عن المؤسسة تتمتع بالثقة والمصداقية، ويمكن إيجاز هذه المواضيع الأربعة الرئيسية فيما يلي¹:

➤ **الأطراف الفاعلين الداخليين وعلاقاتهم المتبادلة:** وتتكون الأطراف الداخلية من المساهمين ممثلين بالجمعية العامة، مجلس إدارة الشركة، والمديرية أو الإدارة التنفيذية.

➤ **علاقات الشركة مع الأطراف الفاعلة الخارجية:** فالشركة هي دائما على اتصال مع مجموعة من الأطراف الخارجية، وعليه فإن هناك العديد من التوصيات الواجب عليها تنفيذها حتى تمكن من تحسين علاقاتها مع هذه الأطراف وتوسع جاذبيتها اتجاههم، وتتكون الأطراف الخارجية عموما من السلطات العمومية، البنوك والهيئات المالية الأخرى، الموردين، الزبائن، العمال والمنافسين.

➤ **التوعية ونشر المعلومات:** حيث ينص القانون على قيام المؤسسة بنشر تقارير مالية سنوية، أما تلك المدرجة في البورصة فهي مطالبة بنشر حالته المالية في كل ثلاثي، مع الإفصاح عن كل المعلومات التي تخص نشاطات تؤثر على أداء المؤسسة، وبالإضافة إلى الالتزامات القانونية فإن المؤسسة ملزمة بنشر المعلومات لفائدة الأطراف الفاعلة الخارجية كالمؤسسات المالية، الموردين، الزبائن وغيرهم في إطار الالتزامات التعاقدية أو بنية إبداء الشفافية الإرادية، كما يجب على المؤسسة أن تقدم وفي الوقت المناسب معلومات مالية كاملة وصحيحة والتي يحتاجها المستثمرون.

ب- **المبادئ الأساسية لحوكمة الشركات حسب ميثاق الحكم الراشد:** تقوم حوكمة الشركات على أربعة مبادئ أساسية، تشكل مقاييس تدعم بعضها البعض، أي أنها تطبق معا وبترباط، فهي ليست اختيارية ولا يمكن عزلها عن بعضها البعض، إذ تشكل نوعا من المربع السحري الذي يجعل من حوكمة الشركات خيار الفوز في كل الظروف، وتتمثل هذه المبادئ فيما يلي²:

➤ **الإنصاف:** الحقوق والواجبات الخاصة بالأطراف الشريكة، وكذا الامتيازات والالتزامات المرتبطة بهم يجب أن توزع بصورة منصفة.

¹ وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، **ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة الجزائرية**، 2015، ص: 26-46.

² **نفس المرجع**، ص: 26.

➤ **الشفافية:** الحقوق والواجبات، وكذا الصلاحيات والمسئوليات المترتبة على ذلك يجب أن تكون واضحة وصريحة للجميع.

➤ **المساءلة:** مسئولية كل طرف محددة على حدى بواسطة أهداف محددة وغير متقاسمة.

➤ **المحاسبة:** كل طرف شريك يكون محاسبا أمام طرف آخر عن الشيء الذي هو مسئول عنه.

3- معوقات تطبيق حوكمة الشركات بالجزائر: بالرغم من مجموعة القوانين الصادرة لتدعيم تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر وبذل جهود مكثفة نحو بناء إطار مؤسسي لحوكمة الشركات، والعمل على تحسين مناخ الأعمال بها، وانفتاح اقتصادها فضلا عن قيام الحوكمة بتنفيذ إصلاحات هيكلية، للوصول إلى التنمية، إلا أن هذا ليس بالأمر الهين نظرا للمشاكل التي تعاني منها والتي تحول دون تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، ولعل أهم الأسباب التي كانت بمثابة عائق أمام الجزائر نذكر ما يلي¹:

➤ انتشار الفساد المالي والإداري، حيث يشير تقرير أصدرته المنظمة الدولية للشفافية عن الفساد في العالم، على أن الجزائر احتلت المرتبة 97 عالميا في ظاهرة الفساد وذلك حسب إحصائيات سنتي 2004 و 2005 أي بمعدل شفافية لا يتجاوز 2.5 بالمئة، أما في سنة 2007 فقد احتلت المرتبة 99 عالميا، هذا يدل على أن الجزائر لم تقم بأي إجراءات لمحاربة هذه الظاهرة، أما بالنسبة للفساد في المؤسسات الوطنية، نجد 6 بالمئة من رقم أعمال هذه المؤسسات يوجه للعمليات والرشاوي.

➤ ضعف الإفصاح والشفافية وغياب المساءلة.

➤ الافتقار إلى سوق مالي بالمفهوم المتعارف عليه، مما يعرقل المضي في تجسيد الخصصة وكذا في تطوير النظام المصرفي بالشكل المطلوب.

➤ عدم الالتزام بنشر المعلومات في وقتها، والتأخر في إعداد القوائم والتقارير المالية السنوية.

➤ نقص المعلومات الكافية والضرورية، مما يعطي صورة غير صادقة عن الشركات.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية في الجزائر

لقد جاءت فكرة إنشاء بورصة الجزائر مع موجة الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر منذ عام 1988، والتي كانت تهدف إلى الانتقال من الاقتصاد المخطط مركزيا إلى اقتصاد السوق، حيث أن القانون " 01-88 " أقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية، أي أن الدولة لا دخل لها في تسييرها، فأصبحت هذه المؤسسات تتمتع بالاستقلالية، وذلك على شكل شركات ذات أسهم أو شركات ذات مسئولية

¹ البشير زبيدي، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة التقارير المالية وتحسين الأداء المالي - دراسة حالة مجمع صيدال - أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017، ص: 59.

محدودة، تملك الدولة أو الجماعات المحلية جميع الأسهم أو جميع الحصص لكن لا تسيروها، هذه الأسهم غير قابلة للتنازل إلا بين صناديق المساهمة والمؤسسات الاقتصادية العمومية¹.

1- الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر: تسيير بورصة الجزائر من خلال هيئتين هما:

أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB: تم تأسيس هذه اللجنة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وهي هيئة تنظيمية مستقلة ذات شخصية اعتبارية واستقلال مالي، تقوم أساسا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية، وتقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركة التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة، ولها وظائف تأديبية وتحكيمية، وقد قامت بإصدار أول تأشيرة لصالح شركة سوناطراك للسماح لها بإصدار سندات الإقراض والاكنتاب العام في 18-11-1997 ثم رياض سطيف، صيدال والأوراسي، وأعطت أول اعتماد في الأسهم في 31-03-1998 لإنشاء شركة استثمارات ذات رأس مال متغير².

وحتى تتمكن من أداء مهامها تتوفر للجنة صلاحيات تنظيمية ورقابية واسعة منحها إياها القانون، فهي تسن الأنظمة والتعليمات كما تمنح التأشيرات والموافقات والتراخيص للمؤسسات والوسطاء المتدخلين على مستوى السوق زيادة على مهام الرصد والمراقبة والتحقق من أجل ضمان سلامة وأمن بورصة الأوراق المالية، بالإضافة إلى صلاحيات تأديبية وتحكيمية من خلال النظر في كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا في كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم، وأيضا التحكيم في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم عمل البورصة³.

ب- شركة تسيير القيم المنقولة SGBV: تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997، وتعمل على الإشراف على إدخال المؤسسات إلى البورصة، تسيير حصص البورصة والقيام بعمليات المناقصة ونشر المعلومات، فهي عبارة عن شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485200000.00 دينار جزائري، ولا يصبح اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلى بعد أن يكتب في قسط رأس مال هذه الشركة، كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجري في البورصة⁴.

¹ يمينة سهالبية، مرجع سبق ذكره، ص: 162.

² Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse -COSOB-, Guide de valeurs mobilières, Algérie, 1998, p :07.

³ طارق خاطر وسمية بلقاسمي، تحليل نشاط بورصة الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة 1999-2013، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 6، العدد الثاني، جامعة باتنة، الجزائر، 2016، ص: 339-340.

⁴ Mansour Mansouri, la bourse des valeurs mobilières d'Alger, edition distribution Houma, 2002, p:24.

وتمارس مهامها تحت رقابة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والتي تتمثل فيما يلي¹:

➤ التنظيم العلمي لإدراج القيم المنقولة في البورصة.

➤ التنظيم المادي لحصص البورصة.

➤ تنظيم عمليات المقاصة للتعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.

➤ تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها.

➤ تسجيل المفاوضات (تقييدها).

➤ نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات.

➤ نشر النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

2- شروط الإدراج في بورصة الجزائر: وتتمثل أهم هذه الشروط في النقاط الآتية²:

➤ أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.

➤ يجب تحديد قيمة كل سهم.

➤ القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

➤ القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند

إليها مقبولة في التسعيرة.

3- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج: وتتمثل هذه الشروط في ما يلي³:

➤ إصدار 20 بالمئة من رأس المال في شكل قيمة منقولة على الأقل.

➤ نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.

➤ الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.

➤ تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

➤ أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.

➤ تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB.

¹ عثمان بوزيان وصفية بربار، أثر آليات الحوكمة في تحسين أداء المؤسسات لتحقيق التنافسية الاقتصادية - دراسة تطبيقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر -، المجلة المغاربية للاقتصاد والمناجمنت، المجلد 4، العدد الثاني، جامعة معسكر، الجزائر، 2017، ص: 121.

² بن أعمار بين حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك مالية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013، ص: 161-162.

³ نفس المرجع، ص: 162.

المطلب الثالث: واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر وأداء حوكمة الشركات بها

شهدت بورصة الجزائر منذ إنشائها سنة 1992 تسعير عدة مؤسسات، تنتمي منها خمسة مؤسسات إلى سوق الأسهم وواحدة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أما المؤسسات الأخرى فهي مسعرة في سوق السندات.

1- مكونات سوق الأوراق المالية الجزائري: تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة بالجزائر سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين، وسيتم توضيح ذلك في الآتي:

أ- سوق سندات رأس المال: ويتكون هذا السوق من:

➤ **السوق الرئيسية:** وهي سوق موجهة للشركات الكبرى، ويوجد بها حاليا خمسة شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وتتمثل فيما يلي:

- **مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي¹:** تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 05 نجوم بتاريخ 02 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقية (EGH) المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 ابريل 1983. وعدّل الفندق ، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي".

وفي عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه، وتماشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20 ٪ من رأس مالها للاكتتاب العام.

¹ بورصة الجزائر، على الرابط الإلكتروني: https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26، تاريخ الإطلاع: 2021/02/03.

وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع، وبلغ مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20 ٪ من رأس المال الاجتماعي وفي 14 فبراير 2000 وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري.

• **مجمع صيدال¹**: تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري، وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975) وحدتي "بيوتيك" و"فارمال". وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يُسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982، وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم.

ثم إن هذه الشركة غيرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم.

وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكّنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة.

وفي 1999 قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 20 ٪ من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم، وفي سبتمبر 1999 وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية وقدر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري.

¹ نفس المرجع السابق، على الرابط الإلكتروني: https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_socie&id_soc=26، تاريخ

الإطلاع: 2021/02/03.

• أليانس للتأمينات¹: هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009. وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للاذخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 2009/11/16 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 1995 /10/30 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين. وفي نوفمبر 2010 شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصبّ مبلغ العرض على 31 % من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم.

وفي مارس 2011 بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعر الإدراج بـ 830 دينار جزائري.

• شركة رويبة² NCA ROUIBA: هي شركة ذات أسهم خاضعة للقانون الجزائري، ذات رأسمال قدره 849195000 دج، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة، وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة تحت اسم الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية في الجزائر العاصمة، وكانت الشركة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم والهريسة والمربى تحت العلامة التجارية الرويبية، وفي سنة 2003 غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم، وفي سنة 2006 ارتفع رأس مال الشركة من 109472000 دج إلى 152044000 دج مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية، وهي شركة رأس المال الاستثماري غير المقيمة "إفريقيا انفست المحدودة"، وتم تمديد فترة حياة الشركة لمدة 99 سنة، وفي سنة 2008 تم تغيير الاسم السابق للشركة من الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية إلى أن سي أ رويبة وتم رفع رأس مال الشركة من 792195000 دج إلى 849195000 دج.

وفي سنة 2011 صدر قرار مجلس الإدارة في 27 ماي 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العامة للمساهمين في 31 جانفي 2012، وفي أفريل 2013 شرعت الشركة في بيع

¹ نفس المرجع السابق، على الرابط الإلكتروني: https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26، تاريخ الإطلاع: 2021/02/03.

² نفس المرجع، على الرابط الإلكتروني: https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26، تاريخ الإطلاع: 2021/02/03.

أسهمها من خلال العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 25 بالمئة من رأس المال، أي ما يعادل 849195200 دج موزعة على 8491950 سهم.

وفي يونيو 2013 وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس مال الشركة ذات الأسهم أن سي أ رويبة في جدول التسعيرة الرسمي بتاريخ 03 يونيو 2013، وقدر مبلغ الإدراج بـ 400 دج.

• **شركة بيوفارم¹**: مختبر صيدلاني جزائري وهو مجموعة صناعية وتجارية استثمرت في قطاع الأدوية في أوائل التسعينيات ولديها اليوم وحدة إنتاج تلبّي المعايير الدولية وشبكة توزيع لتجار الجملة وتجار التجزئة والصيدليات، وبعد ما يقرب من عقدين من النشاط المكثف، وصلت BIOPHARM إلى مرحلة مهمة في تطورها تتطلب إعادة هيكلة، حيث بدأت BIOPHARM من خلال تكييف هيكلها التنظيمي تدريجياً كمجموعة حول أعمالها المختلفة من خلال:

- إنتاج الأدوية من خلال BIOPHARM ، والتي تظل النواة المركزية للمجموعة.

- توزيع المنتجات الصيدلانية بالجملة من خلال BIOPHARM DISTRIBUTION.

- التوزيع على الصيدليات من خلال BIOPURE.

- الترويج الطبي والمعلومات، من خلال HHI (معلومات صحة الإنسان).

- الخدمات اللوجستية لصناعة الأدوية من خلال BIOPHARM LOGISTIC.

بالإضافة إلى ذلك، ومن أجل ضمان تطويرها وتعزيز مهاراتها الإدارية والإدارية، فتحت BIOPHARM رأس مالها أمام الجمهور، هذا الشكل من الارتباط يشجع ويشرك كلا الشريكين في التنمية طويلة الأجل للمجموعة.

➤ **سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**: وهي سوق موجهة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 جويلية 2012)، ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال، ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

¹ [الموقع الرسمي لشركة بيوفارم](https://www.biopharmdz.com/index.php/fr/qui-sommes-)، على الرابط الإلكتروني: <https://www.biopharmdz.com/index.php/fr/qui-sommes-> nous/notre-organisation، تاريخ الإطلاع: 2021/02/12.

ب- سوق سندات الدين: ويتكون هذا السوق من:

➤ سوق سندات الدين: التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة، ويوجد سند واحد مدرج في تسعيرة هذا السوق، وهو خاص بمجموعة دهلي DAHLI والذي حل تاريخ استحقاقه في سنة 2016.

➤ سوق سندات الخزينة العمومية (OATM): المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسست هذه السوق في سنة 2008، ويتم التداول على سندات الخزينة التي تنتوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 سنة، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة المتخصصين في قيم الخزينة بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

2- أداء حوكمة الشركات في سوق الأوراق المالية الجزائري: لا توجد قوانين صريحة تتعلق بحوكمة الشركات بالجزائر، إلا أننا يمكن أن نجد بعض المواد والأحكام التنظيمية التي تشير إلى حوكمة الشركات والتي تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، خاصة تلك التي تتعلق بسلطة المراقبة والتحقيق المخولة لها في إطار السهر على حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها، حيث أنه يتعين على الشركات المسعرة أن تقوم بنشر كشوفها المالية السنوية وكذا رأي محافظ أو محافظي الحسابات في صحة هذه الكشوف وقانونيتها، كما يتعين عليها أن تعلم الجمهور بكل معلومة مهمة أو بأي حدث يؤثر في نشاط الشركة أو في وضعيتها المالية¹.

أما عن الإحصائيات المتعلقة بنتائج تدخلات جهاز الضبط المتمثل في لجنة تنظيم البورصة ومراقبة عملياتها فلا توجد معلومات صريحة عن حجم التدخلات وعددها التي قامت بها اللجنة في إطار مباشرة مهامها والتي من المفروض أن تتم الإشارة إليها من خلال التقارير السنوية للهيئة كما هو الشأن بالنسبة لبورصتي مصر وتونس، إلا أنه يمكننا أن نقف على بعض الملاحظات التي سجلتها اللجنة في تقاريرها السنوية والتي تشير في غالب الأحيان إلى أن الشركات المسعرة في البورصة قامت بإيداع كل الكشوف المالية والتقارير المتعلقة بالتسيير وتقارير محافظي الحسابات لدى اللجنة زيادة على قيامها بالنشر الاعتيادي لمستخرجات من المعلومات المالية في جريدة أو جريدتين يوميتين ذات توزيع وطني كما هو الشأن في التقارير السنوية لسنوات 2004-2005-2006، إلا أننا في هذا الإطار يمكن أن نشير إلى أن

¹ جمال الدين سحنون، شروط بروز الأسواق المالية - دراسة مقارنة لدول مصر وتونس والجزائر -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص: 121-122.

اللجنة لا يصعب عليها متابعة ومراقبة الشركات المسعرة في البورصة وإرغامها على تقديم بياناتها للفحص من طرف مصالحها وذلك نظرا لمحدودية عدد هذه الشركات¹.

المبحث الثاني: الدراسة الوصفية والتحليلية لبيانات الشركات المدرجة

سيتم في هذا المبحث القيام بالدراسة الوصفية والتحليلية لبيانات الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية في الجزائر والبالغ عددها ستة شركات، ولقد تم أخذ عينة البحث من الشركات التي استمرت في التداول من سنة 2013 حتى نهاية سنة 2019، والتي أيضا استطعنا جمع بياناتها كاملة خلال مدة الدراسة، والمتمثلة في أربعة شركات وهي: مؤسسة فندق والأوراسي، مؤسسة صيدال، مؤسسة أليانس للتأمينات ومؤسسة أن-سي-أروبية، وتجدر الإشارة أنه استبعاد شركة بيوفارم من الدراسة لعدم استطاعتنا التحصل على بياناتها سنتي 2013 و 2014 وهو الأمر الذي أحدث لنا خلا في نموذج الدراسة، وأيضا تم استبعاد شركة أوم انفست وذلك لدخولها حديثا إلى بورصة الجزائر في سنة 2018.

المطلب الأول: الدراسة الوصفية لبيانات شركة صيدال وعلاقتها بمؤشرات بورصة الجزائر

تم الحصول على البيانات والمعلومات المتعلقة بشركة صيدال من تقارير مجلس إدارة الشركة محل الدراسة خلال الفترة الزمنية 2013-2019، وأيضا من خلال التقارير الصادرة من بورصة الجزائر والمتعلقة بمختلف نشاطاتها، وتم تفرغ هذه البيانات في جداول، وباستخدام برنامج Xlstat.2016 سنقوم بإجراء اختبار التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.

1- الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الشركة وبورصة الجزائر: يلخص الجدول الموالي مختلف الإحصائيات التي تم جمعها من مختلف تقارير حوكمة الشركات الخاصة بشركة صيدال وكذلك مختلف إحصائيات سوق رأس المال الجزائري الموجودة في الموقع الرسمي لها.

¹ عبد القادر بريس، مرجع سبق ذكره، ص: 59.

جدول رقم 01: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات شركة صيدال وبورصة الجزائر

Variable	Observations	Obs. without missing data	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NCA	7	7	8	11.0000	8.5714	1.1339
NRCA	7	7	6	9.0000	7.4286	0.9759
INDCA	7	7	0	1.0000	0.1429	0.3780
DUAL	7	7	0	1.0000	0.8571	0.3780
NCOMCA	7	7	3	4.0000	3.1429	0.3780
ACTMAJ	7	7	0.8	0.8000	0.8000	0.0000
NCAUDIT	7	7	1	2.0000	1.8571	0.3780
NRCAUDIT	7	7	3	4.0000	3.7143	0.4880
DZIND	7	7	1140.05	1506.1690	1261.2211	125.4231
TR	7	7	0.003	0.0823	0.0181	0.0290
TM	7	7	4	6.0000	4.8571	0.8997

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج Xlstat.2016

نتائج التحليل الوصفي تشير إلى أن عدد أعضاء مجلس الإدارة **NCA** لمجمع "صيدال" خلال الفترة 2013-2019 تراوح بين سبعة وثمانية أعضاء، في حين أن عدد اجتماعات مجلس الإدارة **NRCA** كان بين 08 و 11 اجتماعات خلال السنة، أما عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين **INDCA** فكان معدوم، ولا يوجد أيضا ازدواجية لمنصب رئيس مجلس الإدارة **DUAL** ، أما عدد لجان مجلس الإدارة **NCOMCA** فتراوحت بين 03 و 04 لجان سنوياً خلال الفترة (2013-2019)، فيما يخص مؤشرات السوق فقد كان متوسط مؤشر دزاير انداكس **DZIND** يساوي 1261.22 أما معدل الدوران **TR** فكان متوسطه يساوي 0.0181 خلال الفترة المحددة سابقاً، أما فيما يخص حجم السوق **TM** فكان يتراوح بين 04 و 06 شركات مدرجة خلال فترة الدراسة.

1- مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة: يستخدم هذا الاختبار لتعيين معامل الارتباط الخطي بين أكثر من متغير، حيث يتم وضع النتائج على هيئة مصفوفة بحيث كل عمود فيها يمثل متغير من متغيرات آليات حوكمة الشركات الخاصة بشركة صيدال وكفاءة سوق الأوراق المالية، وهو كامل موضح في الجدول الآتي:

جدول رقم 02: مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة

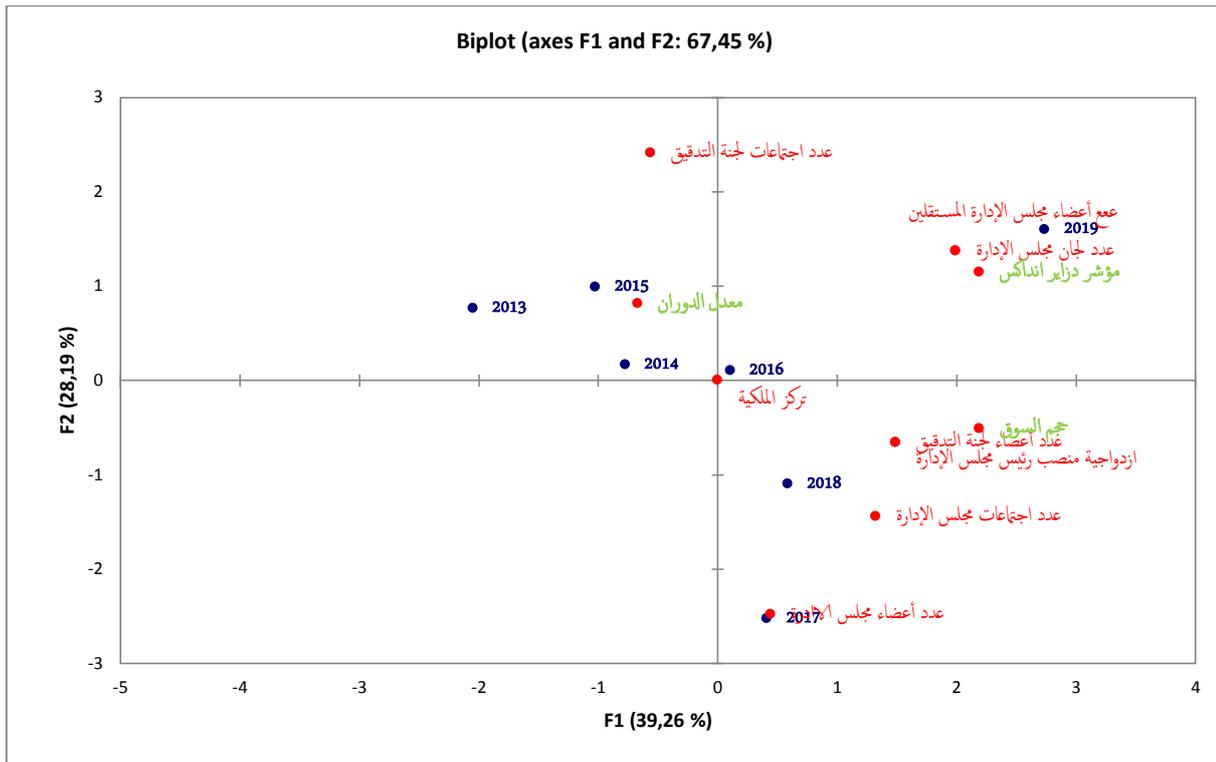
Variables	NCA	NRCA	INDCA	DUAL	NCOMCA	NCAUDIT	NRCAUDIT	DZIND	TR	TM
NCA	1	0.6455	-0.2222	0.2222	-0.2222	0.2222	-0.8607	-0.2466	-0.238	0.256
NRCA	0.6455	1	0.2582	0.1936	0.2582	0.1936	-0.4000	0.1650	-0.569	0.461
INDCA	-0.2222	0.2582	1	0.1667	1.0000	0.1667	0.2582	0.8612	-0.192	0.560
DUAL	0.2222	0.1936	0.1667	1	0.1667	1.0000	-0.2582	0.4260	0.2248	0.420
NCOMCA	-0.2222	0.2582	1.0000	0.1667	1	0.1667	0.2582	0.8612	-0.192	0.560
NCAUDIT	0.2222	0.1936	0.1667	1.0000	0.1667	1	-0.2582	0.4260	0.2248	0.420
NRCAUDIT	-0.860	-0.4000	0.2582	-0.2582	0.2582	-0.2582	1	0.1202	0.288	-0.48
DZIND	-0.2466	0.1650	0.8612	0.4260	0.8612	0.4260	0.1202	1	0.0020	0.762
TR	-0.2387	-0.5692	-0.1920	0.2248	-0.1920	0.2248	0.2889	0.0020	1	-0.38
TM	0.2567	0.4610	0.5601	0.4201	0.5601	0.4201	-0.4881	0.7629	-0.384	1

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج Xlstat.2016

نتائج دراسة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة ملخصة في مصفوفة الارتباط المبينة في الجدول رقم 02، حيث كانت النتيجة العامة أن هناك ارتباط ضعيف بين متغيرات الدراسة (سواء المتغيرات المستقلة المتمثلة في آليات حوكمة الشركات أو المتغيرات التابعة المتمثلة في كفاءة سوق الأوراق المالية)، لكن نلاحظ وجود ارتباط سالب وقوي بين "عدد أعضاء مجلس الإدارة" NCA وبين "عدد اجتماعات لجنة التدقيق" NRCAUDIT، بالمقابل هناك ارتباط موجب وقوي بين "عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين" INDCA و"مؤشر دزاير اندكس" DZIND، نفس قوة وإشارة الارتباط مسجلة بين هذا المؤشر ومتغير "عدد لجان مجلس الإدارة" NCOMCA .

2- نتائج التحليل بالمركبات الأساسية (Principal Component Analysis (PCA)): يقوم هذا التحليل بتحويل العدد الكبير من المتغيرات المترابطة ضمنا ولو بشكل جزئي إلى مجموعة أصغر بكثير من المتحولات المستقلة، وهي تدعى عادة بالمتحولات الرئيسية، وتحسب أساسا من المتغيرات الأصلية بنسب ومقادير تزيد أو تنقص بحسب دور وتأثير كل منها، لتصف في نهاية المطاف أكبر قدر ممكن من المعلومات الموجودة في المجموعة الأصلية من البيانات التي لدينا، وهو ما يوضحه الشكل الآتي:

شكل رقم 05: نتائج التحليل بالمركبات الأساسية لشركة صيدال



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Xlstat.2016

مخرجات التحليل بالمركبات الأساسية والمبينة في التمثيل البياني تلخص إلى حد كبير نتائج مصفوفة الارتباط الخطي بين المتغيرات محل الدراسة وفترة الدراسة، حيث نلاحظ تقارب بين متغيرات " عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين" INDCA، " عدد لجان مجلس الإدارة" NCOMCA ومتغير "مؤشر دزاير أنداكس" DZIND، نفس الأمر ينطبق على متغير "حجم السوق" TM ومتغير "عدد أعضاء لجنة التدقيق" NCAUDIT ومتغير "ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة" DUAL.

المطلب الثاني: الدراسة الوصفية لبيانات شركة التسيير الفندقي الأوراسي وعلاقتها بمؤشرات بورصة الجزائر

تم الحصول على البيانات والمعلومات المتعلقة بشركة الأوراسي من تقارير مجلس إدارة الشركة محل الدراسة خلال الفترة الزمنية 2013-2019، وأيضاً من خلال التقارير الصادرة من بورصة الجزائر والمتعلقة بمختلف نشاطاتها، وتم تفريغ هذه البيانات في جداول، وباستخدام برنامج Xlstat.2016 سنقوم بإجراء اختبار التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.

3- الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الشركة وبورصة الجزائر: يلخص الجدول الموالي مختلف الإحصائيات التي تم جمعها من مختلف لتقارير حوكمة الشركات الخاصة بشركة الأوراسي وكذلك مختلف إحصائيات سوق رأس المال الجزائري الموجودة في الموقع الرسمي لها.

جدول رقم 03: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات شركة شركة التسيير الفندقي الأوراسي وبورصة الجزائر

Variable	Observations	Obs. without missing data	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NCA	7	7	10	10	10	0.00
NRCA	7	7	6	8	7	1.07
INDCA	7	7	0	0	0	0.00
DUAL	7	7	0.00	1.00	0.86	0.38
NCOMCA	7	7	3.00	5.00	3.29	0.76
ACTMAJ	7	7	0.80	0.80	0.80	0.00
NCAUDIT	7	7	1	2	1.14	0.38
NRCAUDIT	7	7	3	4	3.71	0.49
DZIND	7	7	1140.06	1506.17	1261.22	125.42
TR	7	7	0.00	0.08	0.02	0.03
TM	7	7	4.00	6.00	4.86	0.90

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Xlstat.2016

نتائج التحليل الوصفي تشير إلى أن عدد أعضاء مجلس الإدارة لشركة "الأوراسي" خلال الفترة 2013-2019 يساوي 10 أعضاء وبقي ثابت خلال فترة الدراسة، في حين أن عدد اجتماعات مجلس الإدارة NRCA كان بين 06 و08 اجتماعات سنوية، أما عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين INDCA فكان معدوم، ولا يوجد أيضا ازدواجية لمنصب رئيس مجلس الإدارة DUAL، أما عدد لجان مجلس الإدارة NCOMCA فتراوحت بين 03 و05 لجان سنوياً خلال الفترة (2013-2019)، أما فيما يخص مؤشرات السوق، فقد كان متوسط مؤشر دزاير أنداكس DZIND يساوي 1261.22 أما معدل الدوران TR فكان متوسطه يساوي 0.0181 خلال الفترة المحددة سابقاً، فيما يخص حجم السوق TM فكان يتراوح بين 04 و06 شركات مدرجة خلال فترة الدراسة.

2- مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة: يستخدم هذا الاختبار لتعيين معامل الارتباط الخطي بين أكثر من متغير، حيث يتم وضع النتائج على هيئة مصفوفة بحيث كل عمود فيها يمثل متغير من متغيرات آليات حوكمة الشركات الخاصة بشركة الأوراسي وكفاءة سوق الأوراق المالية، وهو كامل موضح في الجدول الآتي:

جدول رقم 04: مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة

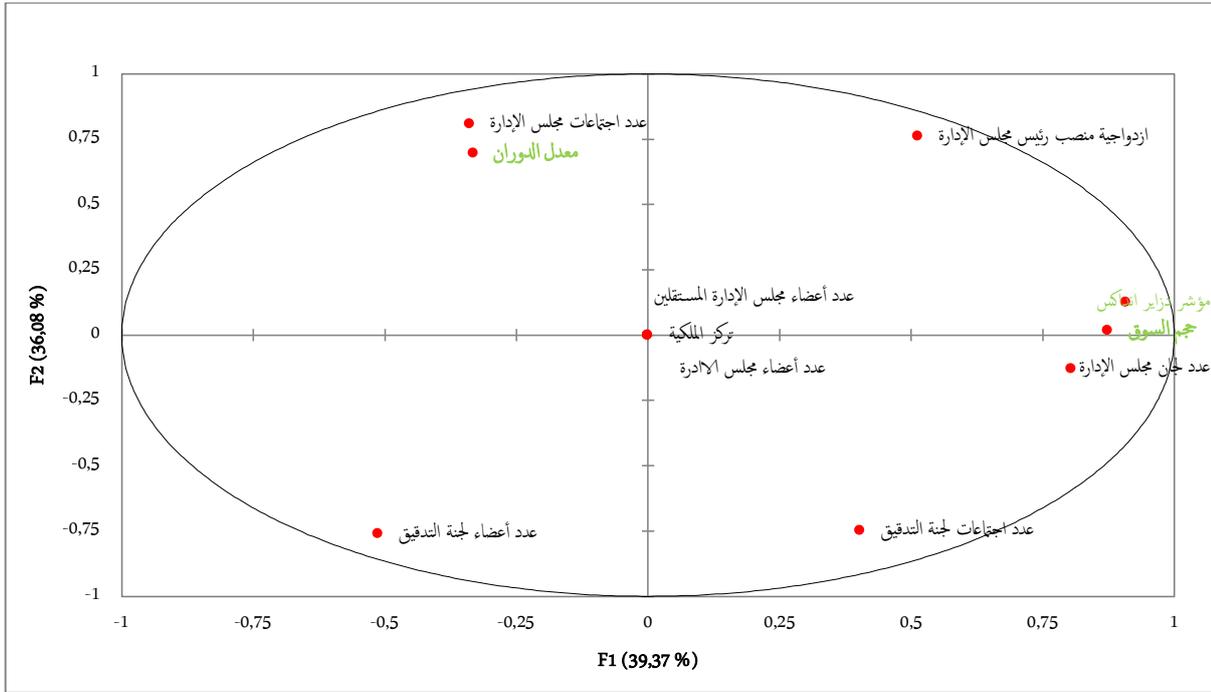
Variables	NRCA	DUAL	NCOMCA	NCAUDIT	NRCAUDIT	DZIND	TR	TM
NRCA	1	0.3536	-0.3536	-0.3536	-0.7303	-0.1542	0.5997	-0.1980
DUAL	0.3536	1	0.1667	-1.0000	-0.2582	0.4260	0.2248	0.4201
NCOMCA	-0.3536	0.1667	1	-0.1667	0.2582	0.8612	-0.1920	0.5601
NCAUDIT	-0.3536	-1.0000	-0.1667	1	0.2582	-0.4260	-0.2248	-0.4201
NRCAUDIT	-0.7303	-0.2582	0.2582	0.2582	1	0.2555	-0.6240	0.2712
DZIND	-0.1542	0.4260	0.8612	-0.4260	0.2555	1	0.0020	0.7629
TR	0.5997	0.2248	-0.1920	-0.2248	-0.6240	0.0020	1	-0.3848
TM	-0.1980	0.4201	0.5601	-0.4201	0.2712	0.7629	-0.3848	1

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Xlstat.2016

نتائج دراسة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة الخاصة باليات حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية ملخصة في مصفوفة الارتباط المبينة في الجدول أعلاه رقم 04، حيث كانت النتيجة العامة هي أن هناك ارتباط ضعيف بين متغيرات الدراسة (سواء المتغيرات المستقلة التي تمثل آليات حوكمة الشركات أو المتغيرات التابعة التي تمثل كفاءة سوق الأوراق المالية) مثلها مثل البيانات المتعلقة بمجمع "صيدال"، لكن نلاحظ وجود ارتباط موجب وقوي بين "عدد لجان مجلس الإدارة" **NCOMCA** و"مؤشر دزاير انداكس" **DZIND**.

3- نتائج التحليل بالمركبات الأساسية (PCA) (Principal Component Analysis): يقوم هذا التحليل بتحويل العدد الكبير من المتغيرات المترابطة ضمنا ولو بشكل جزئي إلى مجموعة أصغر بكثير من المتحولات المستقلة، وهي تدعى عادة بالمتحولات الرئيسية، وتحسب أساسا من المتغيرات الأصلية بنسب ومقادير تزيد أو تنقص بحسب دور وتأثير كل منها، لتصف في نهاية المطاف أكبر قدر ممكن من المعلومات الموجودة في المجموعة الأصلية من البيانات التي لدينا، وهو ما يوضحه الشكل الآتي:

شكل رقم 06: نتائج التحليل بالمركبات الأساسية لشركة التسيير الفندقي الأوراسي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Xlstat.2016

مخرجات التحليل بالمركبات الأساسية والمبينة في التمثيل البياني السابق تلخص إلى حد كبير نتائج مصفوفة الارتباط الخطي بين المتغيرات محل الدراسة وفترة الدراسة لبيانات شركة "الأوراسي"، حيث لاحظنا تقارب بين متغيرات " عدد لجان مجلس الإدارة" **NCOMCA** و متغير "مؤشر دزاير انداكس" **DZIND** وكذا متغير "حجم السوق" **TM**، وهو نفس الأمر الذي ينطبق على متغير "معدل الدوران" **TR** ومتغير "عدد اجتماعات مجلس الإدارة" **NRCA**.

المطلب الثالث: الدراسة الوصفية لبيانات شركة أليانس للتأمينات وعلاقتها بمؤشرات بورصة الجزائر

تم الحصول على البيانات والمعلومات المتعلقة بشركة أليانس من تقارير مجلس إدارة الشركة محل الدراسة خلال الفترة الزمنية 2013-2019، وأيضاً من خلال التقارير الصادرة من بورصة الجزائر والمتعلقة بمختلف نشاطاتها، وتم تفرغ هذه البيانات في جداول، وباستخدام برنامج Xlstat.2016 سنقوم بإجراء اختبار التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.

4- الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الشركة وبورصة الجزائر: يلخص الجدول الموالي مختلف الإحصائيات التي تم جمعها من مختلف لتقارير حوكمة الشركات الخاصة بشركة أليانس وكذلك مختلف إحصائيات سوق رأس المال الجزائري الموجودة في الموقع الرسمي لها.

جدول رقم 05: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات شركة أليانس للتأمينات وبورصة الجزائر

Variable	Observations	Obs. without missing data	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NCA	7	7	7	7	7	0
NRCA	7	7	5	6	5.29	0.49
INDCA	7	7	0	0	0	0
DUAL	7	7	0	1	0.86	0.38
NCOMCA	7	7	3	4	3.14	0.38
ACTMAJ	7	7	0.65	0.65	0.65	0.00
NCAUDIT	7	7	1	2	1.86	0.38
NRCAUDIT	7	7	3	4	3.71	0.49
DZIND	7	7	1140.06	1506.17	1261.22	125.42
TR	7	7	0.00	0.08	0.02	0.03
TM	7	7	4	6	4.86	0.90

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Xlstat.2016

نتائج التحليل الوصفي تشير إلى أن عدد أعضاء مجلس الإدارة **NCA** لشركة "اليناس" خلال الفترة 2013-2019 كان سبعة أعضاء وبقي ثابت خلال فترة الدراسة، في حين أن عدد اجتماعات مجلس الإدارة **NRCA** كان بين 05 و 06 اجتماعات سنوية، أما عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين **INDCA** فكان معدوم، كما لوحظ أيضا وجود ازدواجية **DUAL** لمنصب رئيس مجلس الإدارة، أما فيما يخص عدد لجان مجلس الإدارة **NCOMCA** فتراوحت بين 03 و 04 سنوياً خلال نفس الفترة، فيما يخص مؤشرات السوق فقد كان متوسط مؤشر دزاير أنداكس **DZIND** يساوي 1261.22 أما معدل الدوران **TR** فكان متوسطه يساوي 0.0181 خلال الفترة المحددة سابقاً، فيما يخص حجم السوق **TM** فكان يتراوح بين 04 و 06 شركات مدرجة خلال فترة الدراسة.

1- مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة: يستخدم هذا الاختبار لتعيين معامل الارتباط الخطي بين أكثر من متغير، حيث يتم وضع النتائج على هيئة مصفوفة بحيث كل عمود فيها يمثل متغير من متغيرات آليات حوكمة الشركات الخاصة بشركة أليانس وكفاءة سوق الأوراق المالية، وهو كامل موضح في الجدول الآتي:

جدول رقم 06: مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة

Variables	NRCA	DUAL	NCOMCA	NCAUDIT	NRCAUDIT	DZIND	TR	TM
NRCA	1	0.2582	0.6455	0.2582	0.4000	0.3927	-0.3268	0.1085
DUAL	0.2582	1	0.1667	-0.1667	0.6455	0.0375	-0.9770	0.4201
NCOMCA	0.6455	0.1667	1	0.1667	0.2582	0.8612	-0.1920	0.5601
NCAUDIT	0.2582	-0.1667	0.1667	1	-0.2582	0.4260	0.2248	0.4201
NRCAUDIT	0.4000	0.6455	0.2582	-0.2582	1	-0.0771	-0.6008	-0.1085
DZIND	0.3927	0.0375	0.8612	0.4260	-0.0771	1	0.0020	0.7629
TR	-0.3268	-0.9770	-0.1920	0.2248	-0.6008	0.0020	1	-0.3848
TM	0.1085	0.4201	0.5601	0.4201	-0.1085	0.7629	-0.3848	1

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Xlstat.2016

نتائج دراسة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة المستقلة المتمثلة في آليات حوكمة الشركات والمتغيرات التابعة المتمثلة في كفاءة سوق الأوراق المالية ملخصة في مصفوفة الارتباط المبينة في الجدول أعلاه رقم 06، وكانت نتيجته العامة أن هناك ارتباط ضعيف بين متغيرات الدراسة (سواء المتغيرات المستقلة أو المتغيرات التابعة) مثلها مثل بيانات مجمع "صيدال" وشركة "الاوراسي" اللذين تم دراسة ارتباطهما الخطي سابقا، لكن نلاحظ وجود ارتباط موجب وقوي بين "حجم السوق" TM و"مؤشر دزاير اندكس" DZIND، وكذا بين "عدد لجان مجلس الإدارة" NCOMCA و"مؤشر دزاير اندكس" DZIND.

2- نتائج التحليل بالمركبات الأساسية ((Principal Component Analysis (PCA)): يقوم هذا التحليل بتحويل العدد الكبير من المتغيرات المترابطة ضمنا ولو بشكل جزئي إلى مجموعة أصغر بكثير من المتحولات المستقلة، وهي تدعى عادة بالمتحولات الرئيسية، وتحسب أساسا من المتغيرات الأصلية بنسب ومقادير تزيد أو تنقص بحسب دور وتأثير كل منها، لتصف في نهاية المطاف أكبر قدر ممكن من المعلومات الموجودة في المجموعة الأصلية من البيانات التي لدينا، وهو ما يوضحه الشكل الآتي:

جدول رقم 07: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات شركة سي أ الروبية وبورصة الجزائر

Variable	Observations	Obs. without missing data	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NCA	7	7	11	11	11	0
NRCA	7	7	5	6	5.71	0.49
INDCA	7	7	2	3	2.14	0.38
DUAL	7	7	0	1	0.14	0.38
NCOMCA	7	7	4	5	4.86	0.38
ACTMAJ	7	7	0.62	0.62	0.62	0.00
NCAUDIT	7	7	2	3	2.14	0.38
NRCAUDIT	7	7	2	3	2.86	0.38
DZIND	7	7	1140.06	1506.17	1261.22	125.42
TR	7	7	0.00	0.08	0.02	0.03
TM	7	7	4	6	4.86	0.90

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج Xlstat.2016

نتائج التحليل الوصفي تشير أن عدد أعضاء مجلس الإدارة **NCA** لشركة "روبية" خلال الفترة 2013-2019 كان يساوي تسعة أعضاء وبقي ثابت خلال هذه الفترة، في حين أن عدد اجتماعات مجلس الإدارة **NRCA** كان بين 5 و 6 اجتماعات سنوية. أما عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين **INDCA** فكان يتراوح بين عضوين إلى ثلاثة أعضاء، أما عدد لجان مجلس الإدارة **NCOMCA** فتراوحت بين 04 و 05 سنوياً خلال الفترة (2013-2019)، تركز الملكية بلغ قيمة 0.62 خلال الفترة وبقي أيضاً ثابتاً. فيما يخص مؤشرات السوق، فقد كان متوسط مؤشر دزاير أنداكس **DZIND** يساوي 1261.22 أما معدل الدوران **TR** فكان متوسطه يساوي 0.0181 خلال الفترة المحددة سابقاً، فيما يخص حجم السوق **TM** فكان يتراوح بين 4 و 6 شركات مدرجة خلال فترة الدراسة.

1- مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة: يستخدم هذا الاختبار لتعيين معامل الارتباط الخطي بين أكثر من متغير، حيث يتم وضع النتائج على هيئة مصفوفة بحيث كل عمود فيها يمثل متغير من متغيرات آليات حوكمة الشركات الخاصة بشركة روبية وكفاءة سوق الأوراق المالية، وهو كامل موضح في الجدول الآتي:

جدول رقم 08: مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة

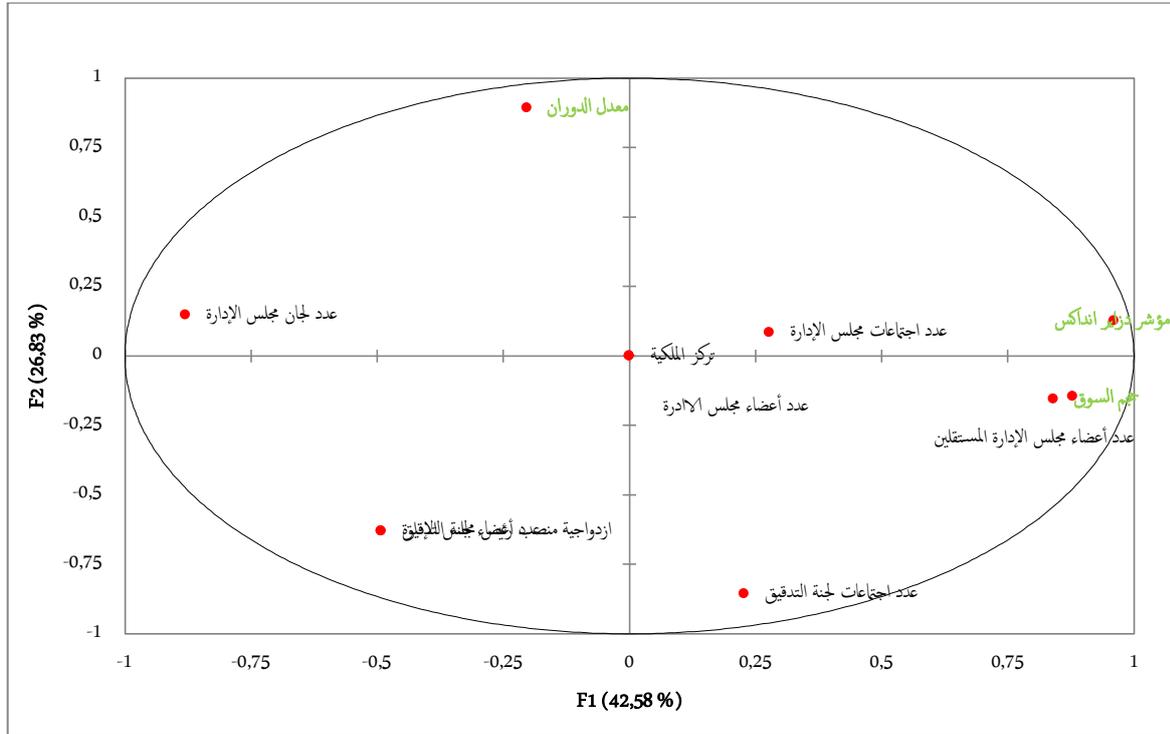
Variables	NRCA	INDCA	DUAL	NCOMCA	NCAUDIT	NRCAUDIT	DZIND	TR	TM
NRCA	1	0.2582	0.2582	-0.2582	0.2582	-0.2582	0.5008	0.3109	0.2712
INDCA	0.2582	1	-0.1667	-1.0000	-0.1667	0.1667	0.8612	-0.1920	0.5601
DUAL	0.2582	-0.1667	1	0.1667	1.0000	0.1667	-0.4260	-0.2248	-0.4201
NCOMCA	-0.2582	-1.0000	0.1667	1	0.1667	-0.1667	-0.8612	0.1920	-0.5601
NCAUDIT	0.2582	-0.1667	1.0000	0.1667	1	0.1667	-0.4260	-0.2248	-0.4201
NRCAUDIT	-0.2582	0.1667	0.1667	-0.1667	0.1667	1	0.0375	-0.9770	0.4201
DZIND	0.5008	0.8612	-0.4260	-0.8612	-0.4260	0.0375	1	0.0020	0.7629
TR	0.3109	-0.1920	-0.2248	0.1920	-0.2248	-0.9770	0.0020	1	-0.3848
TM	0.2712	0.5601	-0.4201	-0.5601	-0.4201	0.4201	0.7629	-0.3848	1

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج Xlstat.2016

نتائج دراسة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة ملخصة في مصفوفة الارتباط المبينة أعلاه، النتيجة العامة هي أن هناك ارتباط ضعيف بين متغيرات الدراسة (سواء المتغيرات المستقلة أو المتغيرات التابعة) مثل بيانات مجمع "صيدال" وشركة "الأوراسي" وكذلك شركة "اليناس للتأمينات"، لكن نلاحظ وجود ارتباط موجب وقوي بين "حجم السوق" TM و"مؤشر دزاير اندكس" DZIND، وكذا بين "عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين" INDCA و"مؤشر دزاير أنداكس" DZIND.

2- نتائج التحليل بالمركبات الأساسية ((Principal Component Analysis (PCA)): يقوم هذا التحليل بتحويل العدد الكبير من المتغيرات المترابطة ضمنا ولو بشكل جزئي إلى مجموعة أصغر بكثير من المتحولات المستقلة، وهي تدعى عادة بالمتحولات الرئيسية، وتحسب أساسا من المتغيرات الأصلية بنسب ومقادير تزيد أو تنقص بحسب دور وتأثير كل منها، لتصف في نهاية المطاف أكبر قدر ممكن من المعلومات الموجودة في المجموعة الأصلية من البيانات التي لدينا، وهو ما يوضحه الشكل الآتي:

شكل رقم 07: نتائج التحليل بالمركبات الأساسية لشركة سي أ الروبية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Xlstat.2016

مخرجات التحليل بالمركبات الأساسية والمبينة في التمثيل البياني تلخص بشكل كبير نتائج مصفوفة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة والتابعة محل الدراسة وفترة الدراسة لبيانات شركة "روبية" حيث نلاحظ تقارب بين متغيرات " حجم السوق " TM و "عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين" INDCA، كذلك بين متغير "مؤشر دزايبر أنداكس" DZIND ومتغير "حجم السوق" TM.

وفي الأخير وكنتيجة نهائية لهذه الدراسة الوصفية التي قمنا بها والتي تخص المتغيرات المستقلة الممثلة في آليات حوكمة الشركات والمتغيرات التابعة والممثلة لكفاءة سوق الأوراق المالية، نلاحظ أن توزيع وترابط متغيرات الدراسة لكل شركة وعلاقتها بمتغيرات البورصة تكاد تتشابه وتتقارب إلى حد التجانس.

المبحث الثالث: اختبار فرضيات الدراسة

من أجل اختبار الفرضية الرئيسية والتي تنص على أن آليات حوكمة الشركات تساهم في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، وجب أولاً اختبار الفرضيات الفرعية والمتعلقة بأبعاد المتغير المستقل حوكمة الشركات وهي عدد أعضاء مجلس الإدارة، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير العام، عدد لجان مجلس الإدارة، نسبة تركيز الملكية، عدد أعضاء لجنة التدقيق، عدد اجتماعات لجنة التدقيق، وأبعاد المتغير التابع المتعلق بكفاءة سوق الأوراق المالي وهي حجم السوق مقاساً بعدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، مؤشر دزايبر

أنداكس ومعدل الدوران، وذلك بالاعتماد على نماذج البانل الذي يدرس العلاقة بين كل بعد من أبعاد المتغير المستقل وبعد من أبعاد المتغير التابع كل على حدا، ومن أجل ذلك تم اختبار الفرضيات الفرعية عن طريق تجزئتها إلى فرضيات جزئية، حيث انبثق عن كل فرضية فرعية 3 فرضيات جزئية، ولقد تم في هذه الدراسة اعتماد مستوى دلالة 0.05 كأساس لمعنوية نماذج الدراسة.

المطلب الأول : آثار آليات حوكمة الشركات على مؤشر حجم السوق

من أجل اختبار فرضيات الدراسة قمنا بدراسة آثار المتغيرات المستقلة لكل شركة على متغيرات السوق ممثلة في حجم السوق، حيث تم استخدام نماذج البانل، وسيتم توضيح هذا الأثر في الجدول الآتي:

جدول رقم 09: آثار آليات حوكمة الشركات على مؤشر حجم السوق

Dependent Variable: Y1				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/02/21 Time: 20:44				
Sample: 2013 2019				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 4				
Total panel (balanced) observations: 28				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-15.71459	41.35298	-0.380011	0.7089
X2	6.723860	28.89995	0.232660	0.8190
X3	279.6479	76.93557	3.634832	0.0022
X4	17.24293	55.70035	0.309566	0.7609
X5	123.1097	39.66855	3.103459	0.0068
X6	-5058.849	10715.23	-0.472118	0.6432
X7	-5.390263	52.40305	-0.102862	0.9194
X8	-26.76493	49.42496	-0.541527	0.5956
C	4486.520	7802.712	0.574995	0.5733
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	70.82055	R-squared	0.628028	
Mean dependent var	1261.221	Adjusted R-squared	0.372297	
S.D. dependent var	118.2501	S.E. of regression	93.68679	
Akaike info criterion	12.21532	Sum squared resid	140435.4	
Schwarz criterion	12.78626	Log likelihood	-159.0145	
Hannan-Quinn criter.	12.38986	F-statistic	3.455418	
Durbin-Watson stat	2.029897	Prob(F-statistic)	0.0030041	

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج **EVIIEWS**.

1- اختبار الفرضية الفرعية الأولى H1-1: تنص الفرضية الفرعية الأولى على أنه: يساهم عدد أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05.

وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الأولى H1-1-1: يساهم عدد أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 09 نتائج اختبار نماذج البانل بين المتغير المستقل عدد أعضاء مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر حجم السوق الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.7 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الأولى الخاصة بعدد أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

2- اختبار الفرضية الفرعية الثانية H1-2: تتص الفرضية الفرعية الثانية على أنه: يساهم عدد اجتماعات أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الأولى H1-2-1: يساهم عدد اجتماعات مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 09 نتائج اختبار نماذج البانل بين المتغير المستقل عدد اجتماعات مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر حجم السوق الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.819 وهي أكبر بكثير من 0.05. ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الأولى الخاصة بعدد اجتماعات مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

3- اختبار الفرضية الفرعية الثالثة H1-3: تتص الفرضية الفرعية الثالثة على أنه: تساهم استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الأولى H1-3-1: تساهم استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 09 نتائج اختبار نماذج البانل بين المتغير المستقل استقلالية أعضاء مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع حجم السوق الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع

حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.002 وهي أقل من 0.05 ويشير ذلك إلى تحقق الفرضية الجزئية الأولى الخاصة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يتم قبولها.

4- اختبار الفرضية الفرعية الرابعة H1-4: تنص الفرضية الفرعية الرابعة على أنه: تساهم ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05.

وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الأولى H1-4-1: تساهم ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 09 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر حجم السوق الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.0761 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الأولى الخاصة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

5- اختبار الفرضية الفرعية الخامسة H1-5: تنص الفرضية الفرعية الخامسة على أنه: يساهم عدد لجان مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05.

وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الأولى H1-5-1: يساهم عدد لجان مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 09 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل عدد لجان مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر حجم السوق الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.006 وهي أقل من 0.05 ويشير ذلك إلى تحقق الفرضية الجزئية الأولى الخاصة بعدد لجان مجلس الإدارة وبالتالي يتم قبولها.

6- اختبار الفرضية الفرعية السادسة H1-6: تنص الفرضية الفرعية السادسة على أنه: تساهم تركيز ملكية مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05.

وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الأولى 1-6-H1: تساهم تركيز ملكية مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 09 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل تركيز ملكية مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر حجم السوق الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.643 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الأولى الخاصة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

7- اختبار الفرضية الفرعية السابعة 7-H1: تنص الفرضية الفرعية السابعة على أنه: يساهم عدد أعضاء لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر. عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الأولى 1-7-H1: يساهم عدد أعضاء لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 09 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل عدد أعضاء لجنة التدقيق الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر حجم السوق (عدد الشركات المدرجة) الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.919 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الأولى الخاصة بعدد أعضاء لجنة التدقيق وبالتالي يتم رفضها.

8- اختبار الفرضية الفرعية الثامنة 8-H1: تنص الفرضية الفرعية الثامنة على أنه: يساهم عدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الأولى 1-8-H1: يساهم عدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 09 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل عدد اجتماعات لجنة التدقيق الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع حجم السوق الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.595 وهي أكبر بكثير من 0.05. ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الأولى الخاصة بعدد أعضاء لجنة التدقيق وبالتالي يتم رفضها.

المطلب الثاني : آثار آليات حوكمة الشركات على مؤشر معدل الدوران

من أجل اختبار فرضيات الدراسة قمنا بدراسة آثار المتغيرات المستقلة لكل شركة على متغيرات السوق ممثلة في معدل الدوران ، حيث تم استخدام نماذج البانل، وسيتم توضيح هذا الأثر في الجدول الآتي:

جدول رقم 10: آثار آليات حوكمة الشركات على مؤشر معدل الدوران

Dependent Variable: Y3				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/02/21 Time: 20:49				
Sample: 2013 2019				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 4				
Total panel (balanced) observations: 28				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	0.293045	0.393920	0.743920	0.4677
X2	-0.077587	0.275295	-0.281831	0.7817
X3	1.454202	0.732873	1.984248	0.0647
X4	0.440010	0.530590	0.829284	0.4191
X5	0.547295	0.377875	1.448350	0.1668
X6	-52.21458	102.0711	-0.511551	0.6160
X7	-0.142976	0.499181	-0.286420	0.7782
X8	-0.111622	0.470812	-0.237083	0.8156
C	37.74032	74.32706	0.507760	0.6185
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.674622	R-squared	0.344099	
Mean dependent var	4.857143	Adjusted R-squared	+0.106834	
S.D. dependent var	0.848279	S.E. of regression	0.892441	
Akaike info criterion	2.907815	Sum squared resid	12.74323	
Schwarz criterion	3.478760	Log likelihood	-28.70942	
Hannan-Quinn criter.	3.082359	F-statistic	7.763083	
Durbin-Watson stat	1.962391	Prob(F-statistic)	0.000671	

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج **EVIIEWS**.

1- اختبار الفرضية الفرعية الأولى H1-1: تنص الفرضية الفرعية الأولى على أنه: يساهم عدد أعضاء

مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05.

وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية ثانية وهي:

الفرضية الجزئية الثانية H1-1-2: يساهم عدد أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق

المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر معدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 10 نتائج اختبار نماذج البانل بين المتغير المستقل عدد أعضاء مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر معدل الدوران الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.46 وهي أكبر بكثير من 0.05. ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة بعدد أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

2- اختبار الفرضية الفرعية الثانية H1-2: تنص الفرضية الفرعية الثانية على أنه: يساهم عدد اجتماعات أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثانية H1-2-2: يساهم عدد اجتماعات مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر معدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 10 نتائج اختبار نماذج البانل بين المتغير المستقل عدد اجتماعات مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر معدل الدوران الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.78 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة بعدد اجتماعات مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

3- اختبار الفرضية الفرعية الثالثة H1-3: تنص الفرضية الفرعية الثالثة على أنه: تساهم استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثانية H1-3-2: تساهم استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر معدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم ... نتائج اختبار نماذج البانل بين المتغير المستقل استقلالية أعضاء مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع معدل الدوران الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.0647 وهي أكبر من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

4- اختبار الفرضية الفرعية الرابعة H1-4: تنص الفرضية الفرعية الرابعة على أنه: تساهم ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05.

وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثانية H1-4-2: تساهم ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر معدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 10 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر معدل الدوران الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.419 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

5- اختبار الفرضية الفرعية الخامسة H1-5: تنص الفرضية الفرعية الخامسة على أنه: يساهم عدد لجان مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثانية H1-5-2: يساهم عدد لجان مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر معدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 10 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل عدد لجان مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر معدل الدوران الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.166 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة بعدد لجان مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

6- اختبار الفرضية الفرعية السادسة H1-6: تنص الفرضية الفرعية السادسة على أنه: تساهم تركيز ملكية مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر. عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثانية H1-6-2: تساهم تركيز ملكية مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر معدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 10 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل تركيز ملكية مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر معدل الدوران الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.616 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

7- اختبار الفرضية الفرعية السابعة H1-7: تنص الفرضية الفرعية السابعة على أنه: يساهم عدد أعضاء لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر. عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثانية H1-7-2: يساهم عدد أعضاء لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر حجم السوق عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 10 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل عدد أعضاء لجنة التدقيق الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر معدل الدوران الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.778 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة بعدد أعضاء لجنة التدقيق وبالتالي يتم رفضها.

8- اختبار الفرضية الفرعية الثامنة H1-8: تنص الفرضية الفرعية الثامنة على أنه: يساهم عدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثانية H1-8-2: يساهم عدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر معدل الدوران عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 10 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل عدد اجتماعات لجنة التدقيق الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع معدل الدوران الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.815 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة بعدد أعضاء لجنة التدقيق وبالتالي يتم رفضها.

المطلب الثالث : آثار متغيرات الدراسة على مؤشر دزايير أنداكس

من أجل اختبار فرضيات الدراسة قمنا بدراسة آثار المتغيرات المستقلة لكل شركة على متغيرات السوق ممثلة في مؤشر دزايير أنداكس ، حيث تم استخدام نماذج البانل، وسيتم توضيح هذا الأثر في الجدول الآتي:

جدول رقم 11: يوضح آثار متغيرات الدراسة على مؤشر دزايير أنداكس

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.022877	0.012391	-1.846281	0.0834
X2	0.000771	0.008659	0.089068	0.9301
X3	-0.015463	0.023053	-0.670789	0.5119
X4	-0.007609	0.016690	-0.455931	0.6546
X5	-0.002039	0.011886	-0.171531	0.8660
X6	-2.272672	3.210671	-0.707850	0.4892
X7	0.004871	0.015702	0.310211	0.7604
X8	-0.036648	0.014810	-2.474629	0.0249
C	1.997258	2.337975	0.854268	0.4056

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
Root MSE	0.021220	R-squared	0.374056
Mean dependent var	0.018148	Adjusted R-squared	+0.056281
S.D. dependent var	0.027314	S.E. of regression	0.028072
Akaike info criterion	-4.010565	Sum squared resid	0.012609
Schwarz criterion	-3.439620	Log likelihood	68.14791
Hannan-Quinn criter.	-3.836021	F-statistic	4.869216
Durbin-Watson stat	2.115619	Prob(F-statistic)	0.001419

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات **EViews**.

1- اختبار الفرضية الفرعية الأولى H1-1: تنص الفرضية الفرعية الأولى على أنه: يساهم عدد

أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05.

وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية ثانية وهي:

الفرضية الجزئية الثالثة H1-1-3: يساهم عدد أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق

المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزايير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 11 نتائج اختبار نماذج البانل بين المتغير المستقل عدد أعضاء مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر دزاير أنداكس الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.08 وهي أكبر من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة بعدد أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

2- اختبار الفرضية الفرعية الثانية H1-2: تنص الفرضية الفرعية الثانية على أنه: يساهم عدد اجتماعات أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثالثة H1-2-3: يساهم عدد اجتماعات مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 11 نتائج اختبار نماذج البانل بين المتغير المستقل عدد اجتماعات مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر دزاير أنداكس الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.931 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة بعدد اجتماعات مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

3- اختبار الفرضية الفرعية الثالثة H1-3: تنص الفرضية الفرعية الثالثة على أنه: تساهم استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثالثة H1-3-3: تساهم استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 11 نتائج اختبار نماذج البانل بين المتغير المستقل استقلالية أعضاء مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر دزاير أنداكس الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.519 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

4- اختبار الفرضية الفرعية الرابعة H1-4: تنص الفرضية الفرعية الرابعة على أنه: تساهم ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05.

وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثالثة H1-4-3: تساهم ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 11 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر دزاير أنداكس الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.654 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

5- اختبار الفرضية الفرعية الخامسة H1-5: تنص الفرضية الفرعية الخامسة على أنه: يساهم عدد لجان مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05.

وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثالثة H1-5-3: يساهم عدد لجان مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 11 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل عدد لجان مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر دزاير أنداكس الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.866 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة بعدد لجان مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

6- اختبار الفرضية الفرعية السادسة H1-6: تنص الفرضية الفرعية السادسة على أنه: تساهم تركيز ملكية مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر. عند مستوى دلالة 0.05.

وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثالثة H1-6-3: تساهم تركيز ملكية مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 11 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل تركيز ملكية مجلس الإدارة الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر دزاير أنداكس الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.489 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يتم رفضها.

7- اختبار الفرضية الفرعية السابعة H1-7: تنص الفرضية الفرعية السابعة على أنه: يساهم عدد أعضاء لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر. عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثالثة 3-7-H1: يساهم عدد أعضاء لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 11 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل عدد أعضاء لجنة التدقيق الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع مؤشر معدل الدوران الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.761 وهي أكبر بكثير من 0.05 ويشير ذلك إلى عدم تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة بعدد أعضاء لجنة التدقيق وبالتالي يتم رفضها.

8- اختبار الفرضية الفرعية الثامنة H1-8: تنص الفرضية الفرعية الثامنة على أنه: يساهم عدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر عند مستوى دلالة 0.05. وينبثق عن هذه الفرضية فرضية جزئية أولى وهي:

الفرضية الجزئية الثالثة 3-8-H1: يساهم عدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس عند مستوى دلالة 0.05.

يوضح الجدول السابق رقم 11 نتائج اختبار نماذج البائل بين المتغير المستقل عدد اجتماعات لجنة التدقيق الذي يعبر عن حوكمة الشركات والمتغير التابع دزاير أنداكس الذي يعبر عن كفاءة سوق الأوراق المالية، ويتضح من خلاله وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث كانت قيمة احتمالية المعلمة 0.02 وهي أقل من 0.05 ويشير ذلك إلى تحقق الفرضية الجزئية الثانية الخاصة بعدد أعضاء لجنة التدقيق وبالتالي يتم قبولها.

خلاصة الفصل:

تم في هذا الفصل محاولة معرفة أثر آليات حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر وذلك باختبار عدد من الفرضيات على مجموعة من الشركات الجزائرية المدرجة في البورصة الجزائرية والمتمثلة في شركة أن سي أ الرويبة، شركة صيدال، شركة التسيير الفندقي الأوراسي، شركة أليانس للتأمينات، فيما تم استبعاد شركة بيوفارم وذلك لعدم استطاعتنا الحصول على المعلومات المالية الخاصة بسنتي 2013 و 2014 لأن سنة إدراجها في البورصة كان سنة 2015، حيث كانت فترة الدراسة تمتد من 2013 إلى غاية 2019، وقد تم استخدام نماذج البائل وطريقة التحليل بالمركبات الأساسية من أجل معرفة العلاقة بين أبعاد المتغير المستقل المتمثلة في عدد أعضاء مجلس الإدارة، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، نسبة استقلالية مجلس الإدارة، ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة، عدد لجان مجلس الإدارة، نسبة تركيز الملكية، عدد أعضاء لجنة التدقيق، عدد اجتماعات لجنة التدقيق وأبعاد المتغير التابع المتمثلة في حجم السوق، معدل الدوران، مؤشر دزاير أنداكس.

وبعد القيام باختبار الفرضيات تبين عدم قبول معظم الفرضيات الجزئية والتي أدت إلى تحقق الفرضيات الفرعية وبالتالي عدم قبول الفرضية الرئيسية، أي أنه ليس هناك مساهمة لحوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، وهو ما يتنافي مع معظم الدراسات التي تؤكد في هذا الشأن وجود أثر إيجابي لحوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية، وربما يرجع سبب ذلك إلى النقائص المسجلة في كيفية تطبيق حوكمة الشركات، حيث لاحظنا عدم استقلالية مجلس الإدارة وكذلك عدم الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير العام وغيرها من النقائص الأخرى التي حالت دون وجود أثر إيجابي واضح على كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.

الخاتمة

في ظل التطور الذي تشهده الساحة العالمية في مجال المال والأعمال وبيعية البقاء والاستمرارية، فإن الشركات تبحث عن مصادر لتمويل أنشطتها المختلفة وجلب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، إلا أن هذا الهدف أصبح صعب للغاية نتيجة للعديد من الأزمات والانهيارات التي أصابت مختلف وأشهر المؤسسات الاقتصادية العالمية مما جعل المستثمرين يفقدون ثقتهم في الأسواق المالية والشركات، ومن أجل إيجاد حلول لهذه الإشكالية الصعبة قام العديد من الخبراء بالعديد من المجهودات الجبارة لإيجاد الحلول اللازمة لإرجاع الثقة إلى الأسواق المالية وتشجيع وجلب المستثمرين سواء كانوا أفراد أم مستثمرين مؤسستين كصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد والتأمينات، فظهر من خلال ذلك مصطلح حوكمة الشركات بعد مدة كبيرة من البحث والتحليل في ميدان التسيير وإدارة الأعمال، حيث أن حوكمة الشركات هي مختلف الطرق والوسائل والنظم التنظيمية والقانونية التي تحد من مشاكل تضارب المصالح داخل المؤسسة بشكل عام وشركات المساهمة بشكل خاص والتركيز على التحديات الكبيرة التي تواجه هذه المؤسسات من منافسين وأخطار كبيرة محتملة من البيئة الخارجية تهدد بقاء المؤسسة واستمراريتها، ومعالجة مختلف المشاكل الناجمة عن عقد الوكالة بين الأصيل والوكيل والعمل على تحقيق التوافق بين مختلف الأهداف والمصالح.

و لقد أصبحت آليات حوكمة الشركات من أهم المواضيع المطروحة على صعيد اقتصاديات دول العالم وباتت تشكل عنصرا هاما لتعزيز النجاح والإصلاح الاقتصادي والتنظيمي في ظل العولمة وانفتاح اقتصاديات الدول على بعضها البعض والمنافسة الشديدة في ظل الشروط والمتطلبات التي تضعها المنظمات والمؤسسات الدولية لقبول العضوية أو التعامل مع دول العالم المختلفة ومؤسسات وأسواق هذه الدول، كما أصبح تطبيق هذه الآليات شعارا تتبناه الكثير من الدول فهو وسيلة لتعزيز الثقة في اقتصاد أي دولة ودليل وجود سياسات عادلة وشفافة وقواعد لحماية المستثمرين، وتستند الدول عند وضع قواعد لحوكمة الشركات بشكل أساسي إلى عدد من التشريعات من أهمها قانون الأوراق المالية والتشريعات الصادرة بمقتضاه وقانون الشركات إضافة إلى المبادئ الدولية التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية والتي تعتبر مرجعا على المستوى الدولي مع الأخذ في الاعتبار ثقافة الدولة المراد التطبيق بها وما يرتبط بها من نظم سياسية واقتصادية وقانونية وتعليمية.

كما أن تطبيق آليات حوكمة الشركات له أهمية كبيرة وبخاصة للشركات المدرجة في الأسواق المالية، حيث تشكل عنصرا مهما من عناصر تقييم الشركة، وعامل اطمئنان للمستثمرين بما يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في السوق المالي، كذلك أصبح مديرو الاستثمار المحترفون يأخذون بعين الاعتبار وبجدية مدى تطبيق الشركات المساهمة آليات الحوكمة إذ تشكل قيمة مدركة لديهم، إن لم نقل أن لها دورا كبيرا في

اتخاذ قرار الاستثمار أو عدمه في شركة معينة، ليس ذلك فحسب بل أصبحت من بين المعايير التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني في ترتيب شركات معينة أو تصنيف اقتصاديات لدول مختلفة، وتعد أسواق الأوراق المالية أحد المصادر المهمة والأساسية في توفير التمويل لاقتصاديات الدول، وفي ظل التنافس الدولي على جذب الاستثمارات وتوجيهها نحو الاستخدام الأمثل فقد ساد الاهتمام بتطوير ورفع كفاءة هذه الأسواق نظرا لأهمية عنصر الكفاءة في التخصيص الجيد للموارد المالية من وجهة وفي استقطاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين من جهة أخرى، وتتوقف كفاءة أسواق الأوراق المالية على مدى التزام الشركات بواجب الإفصاح عن معلومات موثوقة، وحصول المستثمرين عليها بعدالة وفي الوقت المناسب الأمر الذي يسمح بتقييم الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية، لذلك فإن الاتجاه العام تحول نحو الاهتمام بحوكمة الشركات، فتنطبق آليات حوكمة الشركات يجعل الشركات أكثر شفافية والتزاما اتجاه المساهمين، الأمر الذي يمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، وبهذا فقد عملت العديد من الدول على الاستفادة من آليات حوكمة الشركات لتنشيط ورفع كفاءة أسواق الأوراق المالية بها، وهذا من خلال إصدار ميثاق خاصة بحوكمة الشركات المدرجة بالبورصة وجعلها كشرط للقيود واستمرار القيد.

وبالنسبة للجزائر فقد عمدت إلى إنشاء سوق للأوراق المالية وشرع في النشاط منذ عام 1998، وقد تميز هذا السوق بمحدودية الأداء وعدم الكفاءة حيث يرجع ذلك إلى ضعف نظام الإفصاح، وتدني المعاملات نظرا لقلّة عدد الشركات المدرجة وغياب ثقافة البورصة، أما فيما يخص حوكمة الشركات فهي لا تلقى الاهتمام الكافي في الجزائر كما هو الحال في بقية الدول العربية حيث لا توجد إرادة جادة لتوسيع تطبيق هذا المفهوم، وقد تم الاقتصار على إصدار ميثاق لحوكمة الشركات موجه أساسا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلك المدرجة بالبورصة، غير أنه لا يرقى حتى إلى مستوى الميثاق التي أصدرتها بعض الدول العربية، فهو لم يتطرق إلى جل المبادئ والآليات التي جاء بها ميثاق حوكمة الشركات الصادر عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية والتي تعتبر مرجعا لأغلبية الدول في إعداد ميثاقها الوطنية، كما أنه لم يكن إجباري التطبيق وإنما الالتزام به هو نابع من الإرادة الطوعية للشركات الأمر الذي يجعله غير ذي فاعلية.

1. نتائج اختبار الفرضيات

عند دراسة اثر متغيرات حوكمة الشركات المستقلة على متغيرات كفاءة سوق الأوراق المالية التابعة في الفصل الرابع وذلك من خلال الفرضيات الجزئية والفرعية المكونة للفرضية الأساسية، توصلنا إلى النتائج الآتية:

➤ ليس هناك أثر لآلية حجم مجلس الإدارة وآلية عدد اجتماعات مجلس الإدارة وآلية ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير العام وآلية تركيز الملكية و آلية عدد أعضاء لجنة التدقيق على كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.

➤ ليس هناك أثر لآلية استقلالية أعضاء مجلس الإدارة والية عدد لجان مجلس الإدارة على كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر باستثناء كفاءة السوق مقاسة حجم السوق (عدد الشركات المدرجة).

➤ ليس هناك أثر لآلية عدد اجتماعات لجنة التدقيق على كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر باستثناء كفاءة السوق مقاسة بمؤشر دزاير أنداكس.

أشارت النتائج المتوصل إليها إلى عدم تحقق كل الفرضيات الفرعية أي أنه:

➤ لا يساهم عدد أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، وذلك ما تؤكده دراسة **shungu** سنة 2014 والتي توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة بين حجم مجلس الإدارة ممثل في عدد أعضاء مجلس الإدارة وأداء البنوك التجارية الزيمبابوية وهو الأمر الذي يقود إلى عدم رفع وزيادة كفاءة سوقها المالي للأوراق المالية.

وهو أيضا ما تؤكده دراسة **EZZINE** التي خلصت إلى نتائج منها أن هناك علاقة عكسية بين حجم مجلس الإدارة مع أداء سعر السهم خاصة وفعالية سوق الأوراق المالية السعودي عامة.

➤ لا يساهم عدد اجتماعات مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، وذلك ما تعارضه نظرية الوكالة التي تعتبر أن عقد الاجتماعات الدورية بشكل دائم يساعد على تقييم أداء المديرين بشكل أفضل مع البقاء على علم مستمر بعمليات الشركة، مما يسهل التعامل مع أي مشكلة ناشئة في الوقت المناسب وبطريقة فعالة.

وهو ما يؤكده أيضا **LIPTON and LORSCH** حيث أن زيادة عدد الاجتماعات سيؤدي على الأرجح إلى أداء جيد، من خلال اعتبار اجتماعات المجلس كمقياس لكفاءة وفعالية الإشراف.

➤ لا تساهم استقلالية أعضاء مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، وهذا يؤكده مؤيدي نظرية الإشراف على عدم وجود تأثير بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات والبنوك وبالتالي على كفاءة السوق المالي، باعتبار أن الأعضاء الداخليين (التنفيذيين) مؤهلين للإدارة واتخاذ القرارات بشكل فعال كونهم يتمتعون برؤى أفضل.

وهذا ما تؤكده أيضا دراسة **MUGISHA SHEMA XAVIER** التي وجدت أن آليات الحوكمة إجمالا والتي من بينها استقلالية مجلس الإدارة ليس لها تأثير على الأداء المالي للشركات وبالتالي فهي لا تؤثر على كفاءة سوق الأوراق المالية

على عكس نظرية الوكالة التي تؤكد على أن يشمل مجلس الإدارة على نسبة كبيرة من الأعضاء الخارجيين (غير التنفيذيين)، فاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة تساهم في تخفيض تكلفة الوكالة، نظرا لدوره في الحد من الصراعات القائمة بين المدراء والمساهمين، وكذلك ارتباطه بجودة معلومات مرتفعة والتي هي احد أهم متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

وهو ما أشارت إليه دراسة **FRRIS and OTH** التي تعتبر أن الأعضاء الخارجيين يعكسون مراقبة أكبر على الأداء من المديرين الداخليين، كما أنهم يجلبون معهم الخبرة للشركة ويزودونها بمعرفة مباشرة ومعلومات نادرة من الصعب الحصول عليها من مكان آخر مما ينعكس إيجابا على أداء الشركات وبالتالي تحسين أداء السوق الذي ينشطون فيه وزيادة فعاليته وكفاءته.

➤ لا تساهم ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، وهو ما تؤكده نظرية الوكالة التي تنادي بضرورة الفصل بين منصب مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي باعتباره ضروري لحماية مصالح المساهمين، كون الرئيس التنفيذي يميل بطبعه للانتهازية وسوف يغتتم الفرصة لموائمة مصالحه على حساب مصالح المساهمين، كما أن ازدواجية عمل الرئيس التنفيذي لا تفصل بين عملية صنع القرار وعملية مراقبة القرار، وبالتالي تعتبر نظرية الوكالة أن الازدواجية تضعف من سيطرة مجلس الإدارة وتؤثر سلبا على أداء الشركات وبالتالي على كفاءة سوق الأوراق المالية الذي تنشط فيه.

أما نظرية الإشراف فهي على عكس هذه النتيجة باعتبار المديرين بعيدين كل البعد عن الأمانة والمصالح الشخصية، وبهذا فهي تدعم ازدواجية عمل الرئيس التنفيذي، حيث تمكن هذا الأخير من إدارة ومراقبة أعمال الشركة بعناية أكبر، ويكون له قيادة فردية واسعة، كما يساهم هذا المبدأ في صياغته وتنفي الإستراتيجية دون أي خلط في المهام ودون أي لبس في ذلك، مما ينعكس على أداء الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية.

➤ لا يساهم عدد لجان مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، وهذا ما تعارضه الكثير من الدراسات السابقة في هذا المجال، إذ أن عدد لجان مجلس الإدارة يعبر على التخصص في إدارة النشاطات المختلفة المتعلقة بالشركة وبالتالي فستكون هناك جودة في طبيعة الأعمال المقدمة والذي

ينعكس إيجابا على الأداء العام للشركة التي بدورها تساهم في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية التي تنشط فيه.

➤ لا تساهم تركيز ملكية مجلس الإدارة في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، وهو ما يعارضه عمل **BERLE and MEANS** الذي تناولا فيه عواقب الفصل بين الملكية والإدارة حيث ويعتبر رواد نظرية الوكالة والحوكمة بشكل عام أن هيكل الملكية يمكن أن يكون وسيلة فعالة لمراقبة أداء المديرين، لأنها تسمح بتوفير أسس فعالة للرقابة في ظروف معينة وهذا يعتبر حافزا للمراقبين لتأدية وظيفتهم، فضلا عن تقليل التكلفة، والارتقاء بالأداء المالي للشركات وبالتالي الارتقاء بكفاءة سوق الأوراق المالية الناشطة فيه.

➤ لا يساهم عدد أعضاء لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، وهو ما تعارضه دراسة محروس التي توصلت إلى أن فعالية لجنة التدقيق تتأثر بعدد أعضائها حيث يعتبر نقص عدد أعضاء لجنة التدقيق من الأمور التي تؤثر سلبيا على فعاليتها، وبالتالي على أداء الشركة وبالتالي على كفاءة سوق الأوراق المالية.

أما دراسة **LINDSELL** فقد أكدت بأن كبر حجم لجان التدقيق يفيد في إثراءها بالخبرات والتجارب التي تعود بالفائدة على الشركة، وتعدد وجهات النظر، ولكن صغر حجمها قد يؤدي إلى فعالية اتخاذ القرار وبسرعة وكفاءة عالية.

➤ لا يساهم عدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، وهذا ما يتعارض مع دراسة حمدان ومشتهى حيث توصلت نتائجها إلى وجود أثر إيجابي لعدد اجتماعات لجنة التدقيق في تحسين جودة الأرباح. ويرى الباحثان أنه يجب على لجنة التدقيق أن تقرر لنفسها عدد اجتماعاتها والزمن الذي يستغرقه كل اجتماع وفقا لما تعتقد أنه ضروري للوفاء بشكل ملائم بمسئولياتها في المواعيد المطلوبة.

وبالتالي فإن عدم تحقق الفرضيات الفرعية يقودنا إلى عدم تحقق الفرضية الرئيسية أي أنه لا تساهم آليات حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر.

وتشير هذه النتائج إلى أن آليات حوكمة الشركات لم يكن لها دور في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة الجزائر، ومن خلال هذه النتائج فإن هذا مخالف تماما لقواعد حوكمة الشركات الجيدة وكثير من الدراسات التي أثبتت عكس ذلك من خلال مساهمتها في تحسين أداء وكفاءة أسواق أوراق المال المختلفة، وأيضا بالرغم من أن كل الشركات المدرجة في بورصة الجزائر تتوفر على بعض آليات حوكمة

الشركات، ربما يرجع سبب ذلك إلى حداثة تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر من خلال صدور دليل حوكمة الجزائر سنة 2009، أيضا ربما يكون هناك عدم تطبيق أمثل لهذه الآليات.

2. التوصيات والاقتراحات

انطلاقا من النتائج التي تم التوصل إليها فان أهم الاقتراحات التي نراها كفيلة برفع كفاءة السوق المالي وخاصة سوق الأوراق المالي الجزائري ما يلي:

➤ ضرورة إعداد وإصدار قواعد وطنية لحوكمة الشركات تلزم الشركات الجزائرية باستقلالية مجالس إدارتها وتشكل لجان مستقلة تهتم بالتدقيق، المكافآت، التعيين وحوكمة الشركات، كما تلزمها بتقديم التقارير السنوية خلال الثلاثي الأول من السنة بعد كل سنة مالية، ويجب أن تحتوي على معلومات مالية وغير مالية حول مجلس إدارتها ولجانه والمكافآت المتقدمة.

➤ مناقشة مفهوم حوكمة الشركات على مستوى الشركات الجزائرية وتوضيح أسس وآليات هذا المفهوم، وتحسيس المديرين ومختلف أصحاب المصلحة بأهميتها ومدى مساهمتها في تحقيق الشركة لنتائج جيدة، وتجنب الممارسات السلبية التي أطاحت بعدة شركات كبرى على غرار شركة أنرون الأمريكية.

➤ دعوة الشركات الجزائرية لدخول بورصة الأوراق المالية الجزائرية بغية زيادة حجم التداول وبالتالي تنشيط البورصة وذلك بسبب نسبة التداول الضعيفة جدا، حيث أن حجم السوق الممثل في عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر قليل جدا مقارنة بالبورصات الأخرى، وذلك رغم التحفيزات الكبيرة التي تقدمها الدولة الجزائرية للمؤسسات من أجل تشجيعهم على دخول للبورصة، وذلك بسبب خوف الكثير من الشركات من آلية الإفصاح التي تكون إجبارية، حيث أغلب الشركات تتحفظ عن الإفصاح عن نتائجها بشكل عام، وإضافة إلى ضعف التداول نلاحظ أنه نادرا ما يحدث تغير السعر السوقي لأسهم الشركات، وإذا تغير يكون بشكل غير ملاحظ، رغم ذلك تدافع الشركات المدرجة عن فكرة الدخول للبورصة وتشجع المستثمرين على شراء الأسهم معللين أن الأرباح التي تحققها الأسهم في البورصة أفضل بكثير من الفوائد التي تعطىها البنوك.

➤ نظرا لمحدودية عدد الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية في الجزائر فلا بد من الاهتمام بتوسيع نطاق الخصوصية، فهناك مؤسسات اقتصادية تتمتع بوضعية مالية مريحة وأداء جيد مثل البنوك، يمكن أن تكون موضوع خصوصية، الأمر الذي يجعلها تساهم في تنشيط هذا السوق.

➤ تقوية دور سوق الأوراق المالية الجزائرية في دعم حوكمة الشركات المدرجة والعاملة فيها تتطلب ضرورة تبني إستراتيجية إصلاحية شاملة ومتكاملة تركز على آليات تقوية دور الإطار التشريعي، وآليات لتقوية دور الإطار المؤسسي في دعم حوكمة الشركات.

3.أفاق الدراسة

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة معرفة مدى العلاقة التي تربط بين حوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية، فمن ضمن نتائج الدراسة تبين لنا أهمية نظرية الكفاءة التي أدت إلى التوسع في أدبيات النظريات المالية، وهو ما أسفر عن ظهور نظرية السلوكية المالية كبديل لنظرية الكفاءة بعد القصور الذي بدا عليها، هذا ما يفتح آفاق جديدة للدراسة ويطرح أبعادا للبحث يمكن الإجابة عنها من خلال التساؤل التالي:

ما مدى تأثير حوكمة الشركات على أداء الأسواق المالية في ظل نظرية السلوكية المالية؟

وفي الأخير نقترح بعض المواضيع التي يمكن أن تكون محاور لبحوث مستقبلية تكمل مختلف زوايا

هذا البحث:

- أثر حوكمة الشركات على الأداء الكلي للشركات الجزائرية.
- مدى تأثير تطبيق حوكمة الشركات على فجوة التوقعات في مهنة المراجعة في الجزائر.
- تحديات تطبيق الحوكمة في ظل أزمة الثقة التي تسببت فيها الأزمة العالمية الراهنة.

قائمة

المراجع

أولاً: باللغة العربية

أ. الكتب

- 1- أحمد علي خضر، حوكمة الشركات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2012.
- 2- أحمد علي خضر، حوكمة الشركات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2012.
- 3- ازهري الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2017.
- 4- أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة وحوكمة الشركات، الدار لجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2010.
- 5- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة: المفاهيم الأساسية للاستثمار في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.
- 6- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
- 7- حسني علي خريوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 1998.
- 8- حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار كندي، مصر، 2002.
- 9- ديماء وليد حنا الرضي، الأسواق المالية - تركيبها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية - المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2015.
- 10- رشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة -، دار المسيرة، عمان، 2004.
- 11- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007.
- 12- زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 13- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، مصر، 2000.
- 14- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010.

- 15- صلاح الدين حسن السيبي، الأسواق المالية- الأزمات المالية العالمية (الأسباب، التداعيات، سبل المواجهة) في ظل منظمة التجارة العالمية وتحليل الخدمات المالية، دار الفكر العربي، مصر. 2005.
- 16- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، الطبعة الأولى، مصر، 2003.
- 17- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 18- صلاح حسن، البنوك والمصارف ومنظمات الأعمال - معايير حوكمة المؤسسات المالية - دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2011.
- 19- ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 20- ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 21- عاطف وليم أندوراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 22- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قريفاص، أسواق المال، دار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 23- عبد المطالب عثمان محمود، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة ميدانية، الدار الجزائرية والمنظمة العربية للتنمية الإدارية، الطبعة الأولى، الجزائر، مصر، 2015.
- 24- عبد الوهاب نصر علي وشحاته السيد شحاته، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 25- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.

- 26- عصام فهد العرييد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية - بين النظرية والتطبيق -، دار
الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2002.
- 27- عصام فهد العرييد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا
للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2000.
- 28- علاء فرحات طالب وإيمان شبحان المشهداوي، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي
للمصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 29- عمار حبيب بهلول، النظام القانوني لحوكمة الشركات، منشورات زين الحقوقية، بيروت، لبنان،
2011.
- 30- غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، دار وائل، عمان، 2006
- 31- الغالي بن إبراهيم ومحمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات -،
دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، بسكرة، الجزائر، 2019.
- 32- مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال - النظرية والمؤسسات النقدية -، الدار الجامعية
الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 33- محسن احمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، الطبعة
الثانية، مصر، 1999.
- 34- محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة،
مصر، 2010.
- 35- محمد أحمد الكايد، الإدارة المالية الدولية والعالمية، دار الكنوز المعرفية العلمية، عمان، الأردن،
2010.
- 36- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار
الجامعية، مصر، 2002، ص: 151.
- 37- محمد صالح الحناوي ومحمد فريد الصحن، مقدمة في المال والأعمال، الدار الجامعية،
الإسكندرية، مصر، 1999.
- 38- محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مقدمة في المال والأعمال، الدار الجامعية،
الإسكندرية، مصر، 1999،

- 39- محمد عبد الخالق، الإدارة المالية والمصرفية، دار أسامة، عمان، 2010.
- 40- محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج، عمان، 2007.
- 41- محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين،
الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 42- محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية،
الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 2015.
- 43- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع،
عمان، 2005.
- 44- مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها - أسبابها
- تداعياتها - أفاقها)، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013.
- 45- مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، دمشق، سوريا،
2014.
- 46- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية،
القاهرة، مصر، 2007.
- 47- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر،
2007.
- 48- منير إبراهيم هندي، حوكمة الشركات - مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء، دار المعرفة
الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2011.
- 49- نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مجموعة النيل
العربية، القاهرة، مصر، 2005.
- 50- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،
الأردن، 2003.
- 51- وليد احمد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن،
2012.

II. الرسائل والأطروحات

- 52- أحمد عبد الحكيم أبو دغيم، أثر تطبيق آليات الحوكمة على قرارات الاستثمار في رأس المال الفكري - دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة في بورصة فلسطين -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم المحاسبة جامعة غزة، فلسطين، 2018.
- 53- اخضر لعروسي، دور آليات حوكمة الشركات في مكافحة مظاهر الغش المالي والمحاسبي في المؤسسات والإقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017.
- 54- أمينة فداوي، دور ركائز حوكمة الشركات في الحد من ممارسة المحاسبة الإبداعية - دراسة عينة من الشركات المساهمة الفرنسية المسجلة بمؤشر SBF250 -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم المالية، جامعة عنابة، الجزائر، 2017.
- 55- البشير زبيدي، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة التقارير المالية وتحسين الأداء المالي - دراسة حالة مجمع صيدال -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017.
- 56- بلعادي عمار، دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة أسواق المال في الاقتصاديات الناشئة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم المالية، جامعة عنابة، الجزائر، 2017.
- 57- بن أعمر بين حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك مالية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013.
- 58- جريو كلثوم، دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة، الجزائر، 2015.
- 59- جمال الدين سحنون، شروط بروز الأسواق المالية - دراسة مقارنة لدول مصر تونس والجزائر -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008.

- 60- الجودي سطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006.
- 61- حسين عبد القادر، الحكم الراشد وإشكالية التنمية المحلية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم السياسية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2010-2011.
- 62- خلاف وليد، دور المؤسسات الدولية في ترشيد الحكم المحلي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم السياسية والعلاقات الدولية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2009-2010.
- 63- خيرة داود، محددات تفعيل حوكمة الشركات في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وانعكاس ذلك على أدائها - دراسة حالة مؤسسة اقتصادية في الجزائر -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر، 2014.
- 64- خيرة داود، محددات تفعيل حوكمة الشركات في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وانعكاس ذلك على أدائها - دراسة حالة مؤسسة اقتصادية في الجزائر -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر، 2014.
- 65- دلال العابدي، حوكمة الشركات ودورها في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية - دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.
- 66- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2005-2006.
- 67- سامية شارفي، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية - حالة الأسواق المالية الناشئة -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2018.
- 68- سايب بوزيد، دور الحكم الراشد في تحقيق التنمية المستدامة بالدول العربية حالة الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013.

- 69- سائد زكي عطا قراقيش، تأثير خصائص لجان التدقيق على جودة الأرباح - دراسة تطبيقية على شركات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة عمان، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2009.
- 70- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية - دراسة حالة الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2010، 2001-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012.
- 71- سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2010.
- 72- شعبان فرج، الحكم الراشد كمدخل حديث لترشيد الإنفاق العام والحد من الفقر دراسة حالة الجزائر (2000-2010)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012.
- 73- صابر بوزليفة، دور حوكمة الشركات الصناعية في تحقيق التنمية المستدامة - دراسة بعض المؤسسات الصناعية بولاية سطيف -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2013.
- 74- صالح بوعلام، دور وأهمية المراجعة الداخلية في تعزيز حوكمة الشركات وإدارة المخاطر وانعكاسات ذلك على استمرارية المنظمة وقيمتها، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018.
- 75- ضويفي حمزة، فعالية تطبيق مبادئ الحوكمة في دعم مقومات الإفصاح وأثرها على الأداء المالي - مع دراسة ميدانية: لمجموعة من الشركات التابعة لمجمع سونلغاز -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015.
- 76- عادل طلبة، أثر لأداء المالي للمؤسسات المدرجة على ثقة المستثمر في أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة عينة من أسواق الأوراق المالية-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة، الجزائر، 2017.

- 77- عبد الرحمن بن عيسى، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية - دراسة نظرية تطبيقية -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم التجارية، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة المدية، الجزائر، 2009.
- 78- عثمان عثمانية، الحوكمة وأثرها على الأداء المالي للشركة، دراسة مقارنة بين بعض الشركات الأمريكية والجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة تبسة، الجزائر، 2011.
- 79- غراية زهير، إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاحب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة الشلف، الجزائر، 2012.
- 80- فضيلة بن شهيدة، دور التدقيق الخارجي في تفعيل مبادئ حوكمة الشركات - دراسة حالة الجزائر -، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم المالية والمحاسبية، جامعة مستغانم، الجزائر، 2017.
- 81- فهد بن محمد النفيعي، الحماية الجنائية للسوق المالية السعودي، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، جامعة نايف العربية، المملكة العربية السعودية، 2006.
- 82- لخضر لعروسي، دور آليات حوكمة الشركات في مكافحة مظاهر الغش المالي والمحاسبي في المؤسسات والاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017.
- 83- لعشوري نوال، دور حوكمة الشركات في الرفع من أداء وكفاءة السوق المالي - دراسة حالة مصر -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم المالية، جامعة عنابة، الجزائر، 2010-2011.
- 84- ماهر إبراهيم محمد أبوريدة، دور مجالس الإدارة في تحسين أداء لجان التدقيق في ظل الحاكمية المؤسسية - دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في بورصة فلسطين -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2014.

- 85- محروس رمضان عارف رمضان، دور لجان المراجعة في تفعيل حوكمة الشركات - دراسة نظرية وتطبيقية-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية التجارة، جامعة جنوب الوادي، مصر، 2011.
- 86- محفوظ جبار، البورصة التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية - دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي-، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 1997.
- 87- محمد بشير غوالي، مهنة المراجعة القانونية في الجزائر بين الاستجابة لمتطلبات المهنة وضغوط المحيط، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011.
- 88- موسى سلامة السويطي، تطوير نموذج لدور لجان المراجعة في الشركات المساهمة العامة الأردنية وتأثيرها في فاعلية واستقلالية التدقيق الخارجي، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، كلية الدراسات المالية والإدارية، جامعة عمان، الأردن، 2006.
- 89- نوال لعشوري، دور حوكمة الشركات في الرفع من أداء وكفاءة السوق المالي - دراسة حالة مصر-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم المالية، تخصص أسواق مالية، جامعة عنابة، الجزائر، 2011.
- 90- وليد زكار، دور حوكمة المؤسسات في تحسين الأداء المالي - دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب - بسكرة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وحاكمية المؤسسات، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.
- 91- يمينة سهايلية، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك، جامعة الشلف، الجزائر، 2010.

III. المقالات والمجلات

- 92- أمين السيد أحمد لطفي، العلاقة الغائبة بين المعلومات المالية وأسعار الأسهم في البورصة المصرية، مجلة المال والاقتصاد، جمعية الاستشارات المصرية، العدد الثالث، القاهرة، مصر، 2001.

- 93- ابراهيم أنور، الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد 100، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2011.
- 94- حسن علي محمد سويلم، رد فعل سوق الأوراق المالية للمعلومات المحاسبية المنشورة على ربحية المنشأة بالتطبيق على سوق الأوراق المالية في مصر - دراسة اختباريه -، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، العدد الأول، مصر، 2000.
- 95- حسين يرقى وعلي عبد الصمد، إطار حوكمة المؤسسات في الجزائر - دراسة ميدانية -، مجلة دراسات، العدد 18، جامعة الاغواط، الجزائر، 2012.
- 96- خليفة عابي وفاتح سردوك، دور آليات حوكمة الشركات في تحقيق جودة خدمات المراجعة الخارجية - دراسة تحليلية لعينة من المراجعين الخارجيين والمستفيدين من خدماتهم في ظل حوكمة الشركات بالجزائر -، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الوادي، العدد 12، الجزائر، 2007.
- 97- زين العابدين معو ومبروك ساحلي، سياسات التشغيل في الجزائر وسبل حوكمتها، مجلة دفاتر السياسة والقانون، العدد 11، جوان 2014.
- 98- سامح محمد رضا، دور لجان المراجعة كأحد دعائم الحوكمة في تحسين جودة التقارير المالية - دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المصرية -، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد الأول، الجامعة الأردنية، الأردن، 2011.
- 99- سفير محمد وحيدوشي عاشور، دور حوكمة الشركات في تدعيم نمو واستمرارية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، جامعة ميله، الجزائر، 2017.
- 100- سندس شايب عينو، اثر الآليات الداخلية للحوكمة على الأداء المالي - دراسة قياسية لعينة من البنوك التجارية التونسية خلال الفترة 2010-2016 -، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2019.
- 101- صالح معارفي، متطلبات كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية عمان تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، الجزائر، 2012.
- 102- صغير عماد وبهلول لطيفة، أثر تطبيق الحوكمة على أداء شركات المساهمة - هيئة الأوراق المالية بالأردن نموذجا -، مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية، المجلد 5، العدد 12، تبسة، الجزائر، 2018.

- 103- طارق خاطر وسمية بلقاسمي، تحليل نشاط بورصة الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة 1999-2013، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 6، العدد الثاني، جامعة باتنة، الجزائر، 2016.
- 104- عبد القادر بربش، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد التاسع، جامعة الشلف، الجزائر، 2006.
- 105- عبد الله عبد الكريم عارف، الإفصاح المحاسبي الاختياري في دراسة ميدانية لجانب الطلب في البيئة المصرية، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، العدد الأول، جامعة طنطا، مصر، 2002.
- 106- عثمان بوزيان وصفية بربار، أثر آليات الحوكمة في تحسين أداء المؤسسات لتحقيق التنافسية الاقتصادية - دراسة تطبيقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر -، المجلة المغاربية للاقتصاد والمناجمنت، المجلد 4، العدد الثاني، جامعة معسكر، الجزائر، 2017.
- 107- علام محمد موسى حمدان، العلاقة بين استقلالية مجالس الإدارة وأداء الشركة - دليل من البحرين -، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 12، العدد الثالث، الأردن، 2016.
- 108- عوض بن سلامة الرحيلي، لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات - حالة السعودية -، مجلة الاقتصاد والإدارة، المجلد 22، العدد الأول، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2008.
- 109- مجدي محمد سامي، دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد الثاني، جامعة الإسكندرية، مصر، 2009.
- 110- محمد حمدان واخرون، دور لجان التدقيق في استمرارية الأرباح كدليل على جودته، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 3، الجامعة الأردنية، الأردن، 2012، ص: 409-433.
- 111- محمد لمين علوان، مساهمة آليات حوكمة الشركات في تحقيق المعلومات المحاسبية - دراسة عينة من الشركات بولاية بسكرة -، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المركز الجامعي البيض، الجزائر.
- 112- مراد بن سعيد، من الحوكمة الدولية إلى الحوكمة العالمية: التحولات الأنطولوجية في تحليل الحوكمة البيئية العالمية، مجلة المستقبل العربي، مركز دار الوحدة العربية، العدد 411، 2013.
- 113- نبيل حمادي، أثر الآليات الداخلية للحوكمة على جودة المراجعة المالية في الجزائر دراسة ميدانية، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، جامعة المدية، الجزائر، ص: 139-153.

114- نصر طه حسين عرفة ومهدي مليحي عبد الحكيم، أثر حوكمة الشركات على القيمة المضافة لرأس المال العيني والفكري - دراسة تطبيقية على الشركات السعودية المسجلة-، مجلة المحاسبة والمراجعة، جامعة بني سويف، مصر، 2014.

115- هجيرة بوزوبنة ودرأوسي مسعود، أثر الآليات المحاسبية لحوكمة الشركات على الرفع من جودة المعلومات المالية وكفاءة الأسواق المالية، مجلة الإدارة والتنمية والبحوث والدراسات، العدد الثاني عشر، جامعة البليدة، الجزائر.

IV. المنتقيات والأيام الدراسية

116- أحمد البربري، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، المؤتمر السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات المتحدة، 06-07-08-مارس 2006.

117- بروش زين الدين ودهيمي جابر، دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري، ملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، بسكرة، الجزائر، 06-07-07-ماي 2012.

118- شهيد الباز، المنظمات الأهلية العربية على مشارف القرن الحادي والعشرون - محددات الواقع وآفاق المستقبل -، المؤتمر الثاني للمنظمات العربية، القاهرة، مصر، 17-19-ماي 1997.

119- صديقي خضيرة، التأصيل النظري لماهية حوكمة المؤسسات والعوائد المحققة من جراء تبنيها، المؤتمر الوطني الثاني حول متطلبات إرساء مبادئ الحوكمة في إدارة الميزانية العامة للدولة، جامعة البويرة، الجزائر، 30 أكتوبر 2012.

120- صفوت عبد السلام عوض الله، الإفصاح والشفافية والأثر على سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، المؤتمر السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات المتحدة، 06-07-08-مارس 2006.

121- صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، المؤتمر العلمي الأول حول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، جامعة دمشق، سوريا، 15-16-أكتوبر 2008.

- 122- عبد الغني دافن ومحمد الأمين كساسي، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، المؤتمر الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 08-09-2005.
- 123- عبد القادر ديون ومحمد الهاشمي حجاج، أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر في ظل الإصلاح المحاسبي، الملتقى الدولي حول الإصلاح المحاسبي في الجزائر، جامعة ورقلة، الجزائر، 29-30 نوفمبر 2011.
- 124- عرابية الحاج وزغودة تبر، حوكمة الشركات كآلية للرفع من مستوى كفاءة الأسواق المالية، المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والإقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 19-20 نوفمبر 2013.
- 125- عطية صلاح سلطان، دور لجان المراجعة في دعم حوكمة الشركات لأغراض استمرار المنشأة، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الإمارات، 2005.
- 126- فاطمة الزهراء طاهري وسهام عيساوي، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 06-07 ماي 2012.
- 127- محفوظ جبار، استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية - دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2004 -، الملتقى الوطني الأول حول مستجدات الألفية الثالثة - المؤسسة على ضوء التحولات المحاسبية الدولية -، جامعة عنابة، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2007.
- 128- مريم شريف، علاقة الالتزام بمعايير الحوكمة بالأزمة المالية العالمية، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة، 20-2 أكتوبر 2009، جامعة سطيف، الجزائر، 2009.
- 129- ناريمان عبد الرحمن وسارة بن الشيخ، واقع الحوكمة في بيئة الأعمال الجزائرية في ظل المستجدات الحالية، الملتقى الدولي حول: آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة، جامعة ورقلة، الجزائر، 25-26 نوفمبر 2013.
- 130- هوارى معراج- حديدي ادم، نحو تفعيل دور الحوكمة المؤسسية في ضبط إدارة الأرباح في البنوك التجارية الجزائرية، ملتقى وطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، يومي 06-07 ماي 2012.

V. التقارير والمنشورات الإحصائية

- 131- جون سوليفان والكسندر شكولنيكوف، أخلاقيات العمل: المكون الرئيسي لحوكمة الشركات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2006، على الموقع الإلكتروني: www.cipe-arabia.org، تاريخ التصفح 2020/03/27.
- 132- مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، 2010، على الموقع الإلكتروني: www.cipe-arabia.org، تاريخ التصفح: 2020/01/13.
- 133- مركز المشروعات الدولية الخاصة، إرشادات تطبيق قواعد الحكم الصالح في الشركات المدرجة في الأسواق المالية، 2010، على الموقع الإلكتروني: www.cipe-arabia.org، تاريخ التصفح: 2020/04/27.

VI. مواقع الانترنت

- 134- بورصة الجزائر، على الرابط الإلكتروني: https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26، تاريخ التصفح: 2021/02/03.
- 135- الجزائر تنظم إلى الشبكة العربية لتعزيز النزاهة ومكافحة الفساد، مقال متاح على موقع الشبكة العربية لتعزيز النزاهة ومكافحة الفساد، على الرابط الإلكتروني: www.undo-aciac.org، تاريخ التصفح: 2021/01/23.
- 136- محمد عبد الحليم، الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية يساهم في تحليل البيانات بسرعة وكفاءة، صحيفة الرؤى الاقتصادية، 2011، على الموقع الإلكتروني: www.alroya.com/node/152736K، تاريخ التصفح، 2020/09/12.
- 137- الموقع الرسمي لشركة بيوفارم، على الرابط الإلكتروني: <https://www.biopharmdz.com/index.php/fr/qui-sommes-nous/notre-organisation>، تاريخ الإطلاع: 2021/02/12.

VII. Les ouvrages

- 138– Baranger P, **Gestion: les fonction De L'entreprise**, Edition Vuibert, Paris, France, 1998.
- 139– Frédéric George, **It governance**, Dunod, 3 éditions, Paris, France, 2009.
- 140– K.H.SpencerPrickett, «**The Internal Auditing Handbook**», Second Edition,Wiley,British Library Cataloguing in Publication Data,2003.
- 141– Mansour Mansouri, **la bourse des valeurs mobilières d'Alger**, Edition distribution Houma, Algérie, 2002.
- 142– Philippe Gillet, **L'efficacité des marches financières**, Edition Economica, Paris, France, 1999.
- 143– Pierre SCHICK, **mémento d'audit interne**, Edition DUNOD, Paris, France, 2007.
- 144– Pinto P, **la Performance durable**, Edition Dunod ,paris ,France, 2003.
- 145– Richard Bailili et Patrick McMahon, **Le marché des changes**, Edition ESKA, Paris, France, 1997.
- 146– Tulung J. E, Ramdani D, **Independence, size and performance of the board: An emerging market research**, Corporate Ownership and Control, 15(02), Ukraine, 2018.

VII. Articles et revues

- 147– Abdelkader El-Habashy H, **The Effects Of Board And Ownership Structures On The Performance Of Publicly Listed Companies In Egypt**, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 23 (01), USA, 2019.
- 148– Allemand I, **comparaison des pratiques de gouvernance dans les banques françaises**, revue française de gestion, France, 2010.

- 149– Azim M, Corporate governance mechanisms and their impact on company performance : A structural equation model analysis, Australian Journal of Management, vol 37, Austria, 2012.
- 150– Catherine M.s, Strategic benchmarks in earning Announcements: the selective disclosure of prior-period Earnings components, the Accounting Review, USA, 2000.
- 151– Cheng L. Y, Su Y.C, Yan, Z, Zhao, Y, Corporate governance and target price accuracy, International Review of Financial Analysis, 64, USA, 2019.
- 152– Davies M and Schlitzer B, The impracticality of an international " one size fits all " corporate governance code of best practice, managerial Auditing Journal, vol 23, United Kingdom, 2008.
- 153– Dropets W and authers, Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany, European Financial Management. Vol 10, No 2, United Kingdom, 2008.
- 154– El-Habashy H, The Effects of Board and Ownership Structures on the Performance of Publicly Listed Companies in Egypt, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 23 (01), USA, 2019.
- 155– Fama, Eugene.F, Efficient capital markets: A Review of theory and empirical work, Journal of Finance, Vol 25, No 2, United Kingdom, 1970.
- 156– Gérard Charreaux et Philippe DESBRIÈRES, Gouvernance des entreprises :valeur partenariale contre valeur actionnariale, Finance Contrôle Stratégie, V 1, N° 2, France, 1998.
- 157– Gomez J, effect of the board of derectors on firm performance, international journal of economic research, universities and research institutions in India, India.

- 158– Ho S.S, , **A study of the relation ship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure**, Journal of International Accounting Auditing and taxation , United Kingdom, vol 10, 2001.
- 159– Johl S and Cooper B, **Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Firms**, Economics Business and Management, 03(02), Singapore, 2015.
- 160– Kwaku Opong, **The Information Content of interim financial reports: UK evidence**, Journal of Business Finance and Accounting, United Kingdom, 1995.
- 161– Martin Lipton and Jay Lorsch, **A Modest Proposal for Improved Corporate Governance**, The Business Lawyer, American Bar Association, Vol. 48, No. 1, USA, p:130.
- 162– McMullen D and Raghunandan K, **Enhancing audit committee effectiveness**, Journal of Accountancy, 182(2), malaysia, 1996.
- 163– Memullen D.N, **Audit committee performance: an investigation of the consequences associated with audit Committees**, Journal of Practice and Theory, Vol 15, No 01, United Kingdom, 1996.
- 164– Michael C jensen, **Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency**, Journal of Financial Economics, Vol 6, Netherlands, 1978.
- 165– Moscu R, **study on correlation between CEO duality and corporate performance of companies listed on the Bucarest stock exchange**, journal of social and economic statistics, Poland, 2015.
- 166– Mugisha Shema Xavier, **Effect of Corporate Governance on the Financial Performance of Banking Industry in Rwanda**, international journal of small business and entrepreneurship research, 03(06),2015.

- 167– Rafael la porta and others, **Investor protection and corporate governance**, Journal of Financial Economics, Netherlands, 2000.
- 168– Rippington Frederick and Richard Taffler, **The information content of firm financial disclosures**, Journal of Business Finance & Accounting, United Kingdom, 1995.
- 169– Salim R, **Does corporate governance affect Australian Bank's Performance ?**, journal of international financial markets, institutions and money, 2016.
- 170– Shil N, **Accounting for good corporate governance**, Journal of Administration and governance, vol 3, Austria, 2008.
- 171– Shungu P. N, **Impact of corporate governance on the performance of commercial banks in Zimbabwe**, Mediterranean Journal of Social Sciences, 05(15), Italy, 2014, p:96.
- 172– Song H. J and Kang K. H, **The moderating effect of CEO duality on the relationship between geographic diversification and firm performance in the US lodging industry**, International Journal of Contemporary Hospitality Management, 31(03), United Kingdom, 2019.
- 173– Stuar Turley and Mahbub Zaman, **The Corporate Governance Effects of audit Committees**, Journal of Management and Governance, Kluwer Academic Publishers. Netherlands, 2004.
- 174– Ting H. I, **When does corporate governance add value**, The Business Review, , Vol 5, No 2, Cambridge, 2006.

VIII. Thèses Universities

175– Amir LOUIZI, **Les déterminants d'une « Bonne Gouvernance » et la performance des entreprises Françaises**, Etudes empiriques Thèse encotutelle pour l'obtention du grade de Docteur en Sciences de Gestion, Université Jean Moulin Lyon, France, 2011.

176– Chen H, **CEO duality and firm performance : an empirical study of EU listed firms**, bachelor's thèses, university of twente, les Pays–Bas, 2014.

الملاحق

الملحق رقم (01): مدخلات المتغير التابع

المؤشر	السنة	القيمة
مؤشر حجم السوق مقاس بعدد الشركات المدرجة	2013	04
	2014	04
	2015	04
	2016	05
	2017	05
	2018	06
	2019	06
المؤشر	السنة	القيمة
مؤشر دزاير أنداكس	2013	1140,059
	2014	1160,467
	2015	1250,546
	2016	1293,012
	2017	1178,092
	2018	1300,203
	2019	1506,169
المؤشر	السنة	القيمة
معدل الدوران	2013	0,0033803
	2014	0,0030478
	2015	0,082339101
	2016	0,020944748
	2017	0,006878539
	2018	0,004912414
	2019	0,005530199

الملحق رقم (02): مدخلات شركة ألبانس

السنة	NCA	NRCA	INDCA	DUAL	NCOMCA	ACTMAJ	NCAUDIT	NRCAUDIT
2013	07	05	00	01	03	0,65	01	04
2014	07	06	00	01	03	0,65	02	04
2015	07	05	00	00	03	0,65	02	03
2016	07	05	00	01	03	0,65	02	04
2017	07	05	00	01	03	0,65	02	04
2018	07	05	00	01	03	0,65	02	03
2019	07	06	00	01	04	0,65	02	04

الملحق رقم (03): مدخلات شركة الأوراسي

السنة	NCA	NRCA	INDCA	DUAL	NCOMCA	ACTMAJ	NCAUDIT	NRCAUDIT
2013	10	06	00	00	03	0,8	02	04
2014	10	06	00	01	03	0,8	01	04
2015	10	08	00	01	03	0,8	01	03
2016	10	08	00	01	03	0,8	01	04
2017	10	08	00	01	03	0,8	01	03
2018	10	06	00	01	03	0,8	01	04
2019	10	06	00	01	05	0,8	01	04

الملحق رقم (04): مدخلات شركة روبية

السنة	NCA	NRCA	INDCA	DUAL	NCOMCA	ACTMAJ	NCAUDIT	NRCAUDIT
2013	11	06	02	01	05	0,624	03	03
2014	11	05	02	00	05	0,624	02	03
2015	11	06	02	00	05	0,624	02	02
2016	11	06	02	00	05	0,624	02	03
2017	11	05	02	00	05	0,624	02	03
2018	11	06	02	00	05	0,624	02	03
2019	11	06	03	00	04	0,624	02	03

الملحق رقم (05): مدخلات شركة صيدال

السنة	NCA	NRCA	INDCA	DUAL	NCOMCA	ACTMAJ	NCAUDIT	NRCAUDIT
2013	08	07	00	00	03	0.8	01	04
2014	08	07	00	01	03	0.8	02	04
2015	08	06	00	01	03	0.8	02	04
2016	08	08	00	01	03	0.8	02	04
2017	11	09	00	01	03	0.8	02	03
2018	09	07	00	01	03	0.8	02	03
2019	08	08	00	01	04	0.8	02	04

DOCUMENT
CREATED
WITH



PDF
COMBINER

PDF Combiner is a free application that you can use to combine multiple PDF documents into one.

Three simple steps are needed to merge several PDF documents. First, we must add files to the program. This can be done using the Add files button or by dragging files to the list via the Drag and Drop mechanism. Then you need to adjust the order of files if list order is not suitable. The last step is joining files. To do this, click button Combine PDFs.

Main features:

secure PDF merging - everything is done on your computer and documents are not sent anywhere

simplicity - you need to follow three steps to merge documents

possibility to rearrange document - change the order of merged documents and page selection

reliability - application is not modifying a content of merged documents.

Visit the homepage to download the application:

www.jankowskimichal.pl/pdf-combiner

To remove this page from your document, please donate a project.