

دور المساءلة والحوكمة الرشيدة في تعزيز كفاءة السوق المالي، دراسة حالة بورصة الجزائر (2000-2020)

The Role of Accountability and Good Governance in Enhancing Financial Market Efficiency: A Case Study of the Algerian Stock Exchange (2000-2020)

دحماني عمر¹، بلميمون عبد النور²¹ جامعة مصطفى اسطمبولي - معسكر (الجزائر)، Omar.dahmani@univ-mascara.dz² جامعة مصطفى اسطمبولي - معسكر (الجزائر)، A.belmimoun@univ-mascara.dz

تاريخ الارسال: 2025/09/07

تاريخ القبول: 2025/12/12

تاريخ النشر: 2025/12/31

ملخص:

توصلت العديد من الدراسات للدور الإيجابي الذي تلعبه حوكمة الشركات في تحسين أداء المؤسسات المالية من خلال الرفع من كفاءتها، وهو ما تهدف إليه هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة السببية بين مؤشرات الحوكمة الرشيدة، ممثلة بمتغير المساءلة كأحد مؤشرات الحوكمة العالمية وكفاءة السوق المالي ممثلة بمؤشر بورصة الجزائر DZSE Index خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2020، حيث تم اختيار هذه الفترة الزمنية بعناية لتجنب التشويش الناتج عن الصدمات غير الهيكلية المرتبطة بجائحة كوفيد-19، والتي أثرت بشكل جذري على استقرار الأسواق المالية العالمية وجعلت البيانات اللاحقة غير مناسبة للتحليل الهادف إلى تحديد العلاقات الهيكلية طويلة الأجل.

اعتمدت الدراسة المنهجية الكمية المتقدمة حيث تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط ولفحص العلاقة الديناميكية بين المتغيرات، وقد أظهرت الاحصائية المتحصل عليها بان العلاقة بين المساءلة وكفاءة بورصة الجزائر غير معنوية إحصائيا $p\text{-value} > 0.05$ ، وهو ما يشير إلى أن تحسين مؤشرات المساءلة لا يرتبط بشكل مباشر بزيادة مؤشر بورصة الجزائر في السياق الجزائري، ومع ذلك فالتحليل النوعي إلى أن المساءلة تلعب دورا مؤسسيا حاسما في إرساء الأطر التنظيمية التي تساهم في تطوير السوق المالي على المدى الطويل، حتى لو لم تظهر هذه العلاقة في البيانات الكمية بسبب خصائص السياق الجزائري الفريد.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، كفاءة السوق المالي، الانصاف و الشفافية، المساءلة، بورصة الجزائر.

تصنيفات JEL: G34, G14, M41, K42, O16

Abstract: Numerous studies have highlighted the positive role of corporate governance in enhancing the performance of financial institutions through improved efficiency. This study aims to analyze the causal relationship between indicators of good governance, represented by the accountability variable as one of the global governance indicators, and financial market efficiency, measured by the DZSE Index of the Algerian Stock Exchange, over the period spanning from 2000 to 2020. This timeframe was carefully selected to avoid distortions resulting from non-structural shocks associated with the COVID-19 pandemic, which radically affected the stability of global financial markets and rendered subsequent data unsuitable for analyses aimed at identifying long-term structural relationships.

The study employed advanced quantitative methodology, utilizing a simple linear regression model to examine the dynamic relationship between variables. The obtained statistical results indicate that the relationship between accountability and the efficiency of the Algerian Stock Exchange is statistically insignificant ($p\text{-value} > 0.05$), suggesting that improvements in accountability indicators are not directly associated with an increase in the DZSE Index within the Algerian context. Nevertheless, qualitative analysis reveals that accountability plays a crucial institutional role in establishing regulatory frameworks that contribute to the long-term development of the financial market, even if this relationship does not manifest in quantitative data due to the unique characteristics of the Algerian economic context.

Keywords: Corporate Governance, Financial Market Efficiency, Disclosure and Transparency, Accountability, Algerian Stock Exchange.

JEL Classification Cods : G34, G14, M41, K42, O16

المؤلف المرسل: دحماني عمر، الإيميل: omar.dahmani@univ-mascara.dz

المقدمة:

شهدت الجزائر في مطلع الثمانينيات من القرن العشرين منعطفا جوهريا في مسارها الاقتصادي، نتيجة لفشل النموذج التنموي القائم على الاعتماد المفرط على عائدات المحروقات، وغياب السياسات الفاعلة لتنويع مصادر الدخل القومي، فالاعتماد على النفط كمصدر رئيسي للإيرادات بنسبة تفوق 95% من عائدات التصدير قد جعل الاقتصاد الجزائري عرضة لصدمات أسعار النفط العالمية، خاصة في أعقاب الانخفاض الحاد لأسعار النفط في منتصف الثمانينيات، وهو الوضع الذي جر إلى حدوث أزمات متعددة مع تدهور الميزان التجاري والمالي بتراجع العوائد النفطية، وانخفاض قيمة الدينار الجزائري حيث فقدت العملة الوطنية قيمتها، وتزايد الضغوط التضخمية مع ارتفاع معدل التضخم، واختلالات هيكلية في الاقتصاد الكلي متجسدة في تراجع الاستثمارات الإنتاجية وتباطؤ النمو الاقتصادي.

وفي نفس السياق اتجهت السلطات الجزائرية إلى إعادة هيكلة الاقتصاد عبر اعتماد سياسات اقتصادية جديدة، كان من أبرز مظاهرها إنشاء سوق مالي حديث عام 1999، كأحد الركائز الأساسية لتنويع مصادر التمويل وتعزيز كفاءة تخصيص الموارد الرأسمالية، وفقا لإستراتيجية الإصلاح المالي الجزائري لسنة 2003، كان الهدف الرئيسي هو تحويل المدخرات المحلية إلى استثمارات منتجة وتعزيز مشاركة القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية وتحقيق الاستقرار المالي طويل الأجل.

في ظل التحديات الاقتصادية المذكورة انفا ليس على مستوى الجزائر فقط بل العالم ككل برز مفهوم الحوكمة الرشيدة Good Governance كإطار مرجعي والية اساسية لتحسين أداء المؤسسات المالية وتعزيز الثقة في الأسواق، حتى أصبحت الحوكمة من المواضيع الحديثة بعدما تم التطرق إليها في جميع الميادين وعلى كافة الأصعدة والمستويات، كونها آلية لمحاربة الفساد بشتى أنواعه وسوء التسيير والتلاعبات المالية التي أثرت على العالم وأدت إلى توسع رقعة الأزمات المالية وتأثر أصحاب المصالح، فالحوكمة بحد ذاتها ليست مصطلح جديد بل منهج و مبادئ قديمة تطبق بخدائرها وتشكل معايير تنقل الواقع الاقتصادي من درجة ادنى إلى مقام أعلى أحسن من سابقه، و لعل وجود أو ما يطمئن المستثمر بأن المؤسسة أو الشركة التي استثمر مدخراته فيها تعمل على المصلحة العليا و تحقق له المنافع من خلال رد الجميل له على استثماره فيها، وهو ما جاءت به حوكمة الشركات في توطيد العلاقة بين المساهم و المؤسسة عن طريق السوق المالي، الذي يشكل هذا الأخير حلقة وصل و اتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع شأنه شأن أي سوق، أي إلتقاء العرض و الطلب ما بين المدخرين الذين هم بحاجة الى توظيف اموالهم ومدخراتهم في مشروعات أكثر واعلى طموحا مع تحقيق ربح، والمنتجين الذين يسعون جاهدين لتطوير مؤسساتهم من خلال هذه المدخرات.

على الرغم من الجهود المبذولة لتطوير سوق الأوراق المالية الجزائري منذ تأسيسه عام 1999 الا ان ادائه يظل محدود، بناء على ذلك تتمحور الإشكالية البحثية لهذه الدراسة حول السؤال التالي:

"ما مدى تأثير مؤشر المساءلة على كفاءة سوق الجزائر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2020، في ظل

هيمنة الاقتصاد النفطي وخصائص السياق الجزائري الفريد؟"

فرضية الدراسة:

- لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية عند مستوى دلالة أكبر من 0.05 بين المساءلة على مؤشر بورصة الجزائر.
- يوجد تأثير ذو دلالة معنوية عند مستوى دلالة أقل من 0.05 بين المساءلة على مؤشر بورصة الجزائر.

أهداف الدراسة:

- تحليل العلاقة السببية بين مؤشر المساءلة ومؤشر بورصة الجزائر.
- معرفة الدور الحقيقي الذي تلعبه الحوكمة في الحفاظ على استقرار السوق المالي الجزائري و حماية أصحاب الحقوق.
- سد فجوة بحثية مهمة، نظرا لندرة الدراسات التي تتناول العلاقة التفاعلية بين الحوكمة الرشيدة وأداء البورصات في الاقتصادات النفطية الناشئة، مع التركيز على السياق الجزائري الذي يجمع بين خصائص الاقتصاد الريعي وطموحات التحديث المالي.

أهمية الدراسة:

تكمّن أهمية هذه الدراسة في الاسهامات المنتظرة من خلال الإحاطة بالجوانب التي تتميز بها للقيم المنقولة المستثمرة في البورصة الجزائرية، ودورها في توفير السبولة وتحقيق التنمية المستدامة، وأهمية التمويل عن طريق السوق المالية كتنويع للمصادر وتقسيم المخاطر على العديد من الأطراف بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية.

منهجية الدراسة:

تم الاعتماد في ورقتنا البحثية هذه للإجابة على إشكالية المطروحة على المنهج الوصفي في معالجة الجانب النظري كونه يلاءم طبيعة الدراسة من حيث سرد المفاهيم، أما بالنسبة للجانب التطبيقي فركزنا على المنهج التحليلي و ذلك من أجل تحليل بيانات الخاصة بالدراسة في السوق المالي الجزائري، تمثلت أداة الدراسة في جمع بيانات والوثائق المتعلقة بالدراسة و تحليلها من خلال برنامج EVIEWS الإصدار 12.

الدراسات السابقة:

1- دراسة (محمود السيد وآخرون، 2023) هدفت الدراسة الى اختبار أثر التكامل بين آليات الحوكمة والمعايير الدولية للمراجعة الداخلية على جودة المراجعة الخارجية، من خلال دراسة تطبيقية على شركات المؤشر EGX-100 (2018-2021)، باستخدام برامج SPSS و AMOS و STATA، وهو ما توصل اليه الباحثون الى وجود أثر معنوي إيجابي للتكامل بين الحوكمة وجودة المراجعة الخارجية مما يعزز ذلك من ثقة المستثمرين واتخاذ القرار المالي، فيما تظهر أوجه التشابه مع دراستنا من خلال التركيز على الحوكمة كمتغير مستقل وتجري على شركات مدرجة في البورصة وتحلل تأثير الحوكمة على مؤشرات السوق (جودة المراجعة = مؤشر ثقة)، تستخدم منهجية كمية متقدمة، فيما تختلف الدراستان من المتغير التابع ونطاق الحوكمة فالمساءلة على المستوى الكلي مع طول فترة الدراسة الخاصة بنا دون نسيان السياق الجزائري و المصري مختلف طبعا

ومن خلال اطلاعنا على هذه الورقة البحثية تظهر دراستنا غياب العلاقة المعنوية بين المساءلة وكفاءة بورصة الجزائر، مما يشير إلى أن تأثير الحوكمة قد يختلف حسب السياق الاقتصادي نفطي مقابل متنوع ومستوى تطور السوق المالي.

2- دراسة (منى مغربي، 2021) هدفت الدراسة لقياس أثر شفافية الإفصاح السياسي (المساهمات السياسية، الرقابة، الحوكمة) على مخاطر الدعاوى القضائية، من خلال اتباع منهجية تطبيق على 26 شركة من مؤشر البورصة المصرية للتنمية المستدامة (2016-2018)، فيما قد توصلت الى وجود علاقة سالبة معنوية بين الإفصاح السياسي ومخاطر الدعاوى، فكلما زادت الشفافية والحوكمة قلت مخاطر الدعاوى القضائية، وتبرز أوجه التشابه مع دراستنا من خلال التركيز على الشفافية والمساءلة والحوكمة من نفس العينة اي انها تجرى على شركات مدرجة في البورصة، وتحلل تأثير الحوكمة على مؤشرات السوق (المخاطر في مقابل مؤشر كفاءة)، كما انها تبرز دور الحوكمة في تقليل المخاطر وتعزيز الثقة في الاسواق، اما الاختلاف من نوع الحوكمة او المؤشر في حين استخدم الباحث الافصاح السياسي وتطرقنا نحن الى المساءلة على المستوى الكلي هذا من ناحية المتغير المستقل، أما المتغير التابع (مخاطر الدعوى القضائية بالمقابل مؤشر بورصة)، في حين العينة المؤخوذة من قبلنا كانت المؤشر ككل بيانات سوقية تخص بورصة الجزائر أما الباحث فقد اختار 26 شركة مصرية.

تظهر دراسة بأن شفافية الإفصاح السياسي والحوكمة تقلل من مخاطر الدعاوى القضائية في مصر، مما يؤكد دور الحوكمة في تعزيز كفاءة السوق، وهذا يتناقض مع نتائجنا التي لم تجد تأثيرا معنويا للمساءلة على مؤشر البورصة الجزائرية، مما قد يعزى إلى هيمنة الاقتصاد النفطي وضعف تطبيق آليات الحوكمة في السياق الجزائري.

3- تظهر دراسة (Barngertuny 2024) على المؤسسات العامة في كينيا أن أطر الحوكمة المالية عززت المساءلة وكفاءة تخصيص الموارد، رغم استمرار التحديات مثل الفساد. هذا يعزز الفرضية القائلة بأن الحوكمة الرشيدة تعد عاملا مهما في تحسين الأداء المؤسسي، حتى لو كانت تأثيراتها على مستوى السوق المالي غير مباشرة أو طويلة الأجل، خاصة في السياقات التي تعاني من اعتماد على الموارد الطبيعية مثل الجزائر، حيث تتشابه اهداف البحث في الموضوع العام من خلال تناول الحوكمة والمساءلة غير اننا نرمي الى استخدام هذه الاخيرة على المستوى الكلي من خلال تأثيرها على كفاءة السوق المالي من منطلق مؤشر بورصة الجزائر، وقد استخدمت من قبل الباحث اطر الحوكمة في المؤسسات العامة في اقتصاد متنوع كدولة كينيا يجمع بين السياحة والزراعة الى جانب الخدمات، اما المنهجية فقد سلطنا الاقتصاد القياسي من خلال بيانات سنوية كمية في حين الاباحث نوع بين المنهج الكمي و النوعي (بيانات استقصائية و نوعية).

1- المفاهيم العامة لحوكمة الشركات:

يعد مصطلح "الحوكمة" من المصطلحات المستحدثة في المدونة الاقتصادية العربية كونه ترجمة لمصطلح Governance باللغة اللاتينية، والتي تشكل مثالا بارزا على ظاهرة النحت اللغوي في التخصصات الاقتصادية المعاصرة، يندرج هذا المصطلح ضمن سلسلة من المفاهيم المرتبطة بآليات التنظيم المؤسسي والرقابة الإدارية، حيث يستمد جذوره من مجموعة من المفاهيم الأساسية التي تشكل ركائز النظام المؤسسي الفعال، من منطلق الحكمة (Wisdom) والتي تعكس البعد الاستراتيجي للحوكمة من خلال توفير التوجيه الرشيد والرؤية المستقبلية التي تسهم في اتخاذ القرارات الاقتصادية المثلى، خاصة في سياق إدارة المخاطر وتنويع مصادر التمويل في الأسواق المالية، اما الحكم (Control) الذي يجسد البعد التنظيمي للحوكمة عبر وضع

الضوابط والمعايير التي تنظم سلوك المؤسسات والأسواق، وتحدد الآليات الرقابية التي تضمن التزام الأطراف الفاعلة في السوق المالي بالمعايير المتعارف عليها دولياً، الاحتكام (Reference) الذي يشير إلى الاعتماد على المرجعيات العلمية والخبرات المكتسبة من التجارب السابقة في تصميم الأنظمة المؤسسية، وهو ما يكتسب أهمية خاصة في سياق الأسواق المالية الناشئة التي تسعى إلى الاستفادة من أفضل الممارسات العالمية في تنظيم عملياتها، وفي الختام التحاكم (Adjudication) الذي يجسد البعد القضائي للحوكمة من خلال توفير آليات فعالة لحل النزاعات وضمان العدالة في معاملات السوق، خاصة عند حدوث انحرافات في سلوك الإدارة أو تلاعب في مصالح المساهمين. (نواره شبياكي، حفيظ، 2018، ص180)

في السياق الاقتصادي المعاصر تعد هذه الأبعاد الأربعة مكملية لبعضها البعض، حيث تشكل مع إطار متكامل لتحقيق الكفاءة في الأسواق المالية، ووفقاً لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD, 2015)، فإن الحوكمة الرشيدة ليست مجرد مجموعة من القواعد والإجراءات، بل هي نظام ديناميكي يتفاعل مع السياقات الاقتصادية والاجتماعية المحيطة، ويتكيف مع التحديات المتجددة التي تواجه الأسواق المالية، خاصة في الاقتصادات الناشئة التي تسعى إلى تعزيز مكانتها في الساحة المالية الدولية. (رشوان، 2017، ص6)

هذا الفهم الشامل لمفهوم الحوكمة يساهم في تفسير العلاقة المعقدة بين المساءلة كأحد أبرز الأبعاد للحوكمة وأداء سوق الأوراق المالية الجزائري، حيث تبرز الحاجة إلى تحليل هذه العلاقة في سياق متكامل يأخذ بعين الاعتبار الأبعاد اللغوية والنظرية والعملية للحوكمة الرشيدة. (فروم، 2019، ص12)

1-1 أبرز التعريفات لحوكمة الشركات:

لا يعد مصطلح "الحوكمة" ترجمة مختصرة بسيطة لمصطلح Governance في السياق الاقتصادي، بل يمثل إطاراً مفاهيمياً متكاملًا يتجاوز مجرد الترجمة اللغوية ليجسد مجموعة من الآليات والمعايير التي تنظم العلاقة بين الأطراف الفاعلة في السوق المالي، حيث تطرق Charreaux سنة 1998 للبعد الوظيفي للحوكمة كونها مجموعة الآليات التي تحكم سلوك المديرين وتحدد حدود سلطتهم التقديرية، من خلال وضع معايير لتنظيم العلاقة بين المديرين والمساهمين، حيث يهتم و يؤكد على البعد المحوري لها في تحقيق التوازن بين السيطرة على المدير التنفيذي وتعظيم قيمة المساهمين (عناي، 2017، ص243)، عبر تنظيم آليات المراقبة والتحفيز التي تضمن تحقيق أقصى إمكانات خلق القيمة في المؤسسة، كما يكتسب هذا الفكر أهمية خاصة في نفس السياق الذي يبرز دور المساءلة كأداة لربط أداء المديرين بمؤشرات أداء السوق المالي، من زاوية أخرى وفي الجانب الهيكلي يعرف Rebérioux سنة 2003 بأنها هيكلية لممارسة السلطة من قبل المديرين في المؤسسات"، مع التركيز على التوزيع المتكافئ للسلطة بين الأطراف المعنية، ومن البعد التخصيصي تطرق كل من Rajan و Zingales (2000) بأن الحوكمة هي "مجموعة الآليات لتخصيص وممارسة السلطة الهرمية في المؤسسة". يركز هذا التعريف على التوزيع الفعال للسلطة بين مجلس الإدارة والمديرين والمساهمين، والذي يؤكد بأن المساءلة عنصراً أساسياً في ضمان التوزيع العادل للسلطة في المؤسسات والذي يساهم في تعزيز الكفاءة المعلوماتية في السوق المالي بسهولة والتي تضمن انعكاس المعلومات الجديدة في أسعار الأسهم بشكل سريع ودقيق. (طالب، 2020، ص99)

1-2 خصائص الحوكمة و أسس تطبيقها:

تعد الحوكمة شديدة مجموعة المبادئ و الآليات المؤسسية التي تضمن الشفافية و المساءلة و العدالة في ادارة المؤسسات المالية كأحد الركائز الأساسية لتحقيق كفاءة السوق المالي، فالحوكمة بدورها تشكل ذلك الإطار الذي ينظم علاقة الأطراف الفاعلة في السوق المالي و يضمن تحقيق مصالحهم المشتركة عبر آليات فعالة للرقابة و التوازن (كرار، 2022، ص40)، والذي تشكل فيه **الشفافية** حجر الزاوية وعاملا محوريا لكفاءة السوق المعلوماتية، فهي القدرة على توفير المعلومات الدقيقة والكاملة المناسبة في الوقت المناسب لجميع المشاركين في السوق مع ضمان انعكاسها في أسعار الأسهم بشكل سريع ودقيق، كل هذا يتطلب الوصول الشامل للمعلومات بإتاحتها (بيانات مالية وتشغيلية) دون تمييز لجميع المشاركين، مع ملائمتها من خلال التأكد بانها ذات صلة مباشر باتخاذ القرار الاستثماري، وما يجعلها تقلل المخاطر ودقيقة مع توفر عامل الحدائة فيها، اما من اجل خلق التوازن بين المصالح فلا بد من وجود **المشاركة** بين جميع اصحاب المصالح في عملية اتخاذ وصنع القرار عبر قنوات مؤسسية شرعية، والتي تشمل التمثيل الفعال بضمان مشاركة ممثلي جميع الفئات (بما فيهم صغار المساهمين) في الجمعيات العامة واللجان الاستشارية، و التواصل البناء كإنشاء قنوات اتصال فعالة بين الإدارة والمساهمين لتبادل الآراء وحل النزاعات، هذا التوازن بين المصالح يحقق توازن بين المصالح المتنافسة للأطراف المختلفة (الإدارة، المساهمون، الجهات التنظيمية) لصالح الاستقرار المالي على المدى الطويل، أما العنصر الحسم والمكمل لكل ما ذكر سابقا هو المساءلة لكونها التزام المسؤولين بتقديم تفسير عن أفعالهم وقراراتهم، وتحمل العواقب الناتجة عنها، و التي تتطلب اركان اساسية من شأنها ان تجعلها فعالة كالوضوح في الآلية الي يتم من خلالها تنفيذ المهام واتخاذ القرارات، و التفاعل البناء من خلال الاستجابة الفعالة للانتقادات والملاحظات المقدمة من أصحاب المصلحة، تحمل المسؤول والاعتراف بالأخطاء وتحمل جزء من المسؤولية عن النتائج السلبية، مع وجود آليات رقابية مستقلة لضمان الالتزام بالمعايير المطلوبة. (رنات، 2022، ص167)

مما يحد من مشاركة المستثمرين ويقلل من كفاءة السوق في جذب الاستثمارات الاجنبية هو غياب وضعف لآليات **العدالة والمسؤولية** التي تشكل ضمانات لحماية حقوق المساهمين المتساوية وفقا لمبادئ حكم القانون و الالتزام الاخلاقي وتعزيز الكفاءة في الاسواق المالية بشكل عام. (بوحفص، 2024، ص40)

1-3 مبادئ الاساسية لحوكمة الشركات:

تعد مبادئ حوكمة الشركات الركيزة الأساسية لضمان الكفاءة المعلوماتية والتشغيلية للأسواق المالية، وتعتبر هذه المبادئ عوامل حاسمة في تحديد جودة المؤسسات المالية وتأثيرها على أداء البورصات، ومن اجل توافر إطار فعال للحوكمة المؤسسية كأساس لتحقيق الكفاءة السوقية كونه الهيكل التنظيمي الذي ينظم العلاقة بين الأطراف الفاعلة في السوق و يضمن التوازن بين المصالح المتنافسة، ويجب أن يحقق هذا الإطار بعضا من الشروط كالتوافق مع المعايير القانونية والدولية بتحديد واضح لتوزيع المسؤوليات بين الجهات التنظيمية والتنفيذية، وتعزيز الشفافية وكفاءة الأسواق عبر ضمان انعكاس المعلومات الجديدة في أسعار الأسهم بشكل سريع ودقيق، مع التكيف مع السياق المؤسسي خاصة في الاقتصادات الناشئة التي تعاني من ضعف المؤسسات. ولضمان اساسيات الثقة تشكل حماية **حقوق المساهمين** ركيزة أساسية في الحوكمة الرشيدة، فهي تمثل الضمانات القانونية والتنظيمية التي تكفل للمستثمرين ممارسة حقوقهم حول حصولهم على المعلومات المتعلقة بالأداء المؤسسي و المالي وفي

اتخاذ القرارات وحقوقهم في المشاركة عبر الجمعيات العامة و انتخاب اعضاء مجلس الادارة وحماية مصالحهم في الحصول على عوائد الاستثمار في حالة بيع الشركة، ومفتاح تحقيق العدالة في كل ما ذكر سابقا من خلال توفير المعاملة المتساوية للمساهمين بضمان المساواة في المعاملة بين جميع المساهمين من الفئة ذاتها، بغض النظر عن حجم ملكيتهم وخاصة الاقلية أو جنسيتهم بتوفير آليات فعالة لتعويض المساهمين في حالة انتهاك حقوقهم، والشفافية في عمليات نقل الملكية وتحديث سجلات المساهمين.

ان اهمية الاعتراف بحقوق جميع الأطراف دور اصحاب المصالح المؤثرة في أداء الشركة وضمان مشاركتهم الفعالة في عملية صنع القرار هو تعزيز التفاعل في السوق المالي بحد ذاته باحترام الحقوق التي يكفلها القانون أو الاتفاقيات المبرمة، توفير المعلومات الدورية في الوقت المناسب لجميع الأطراف المعنية بدون تمييز او بغية تحقيق مكاسب وعوائد غير قانونية ولا اخلاقية، مع ضمان حماية المبلغين عن المخالفات من الانتقام، مع ضمان عدم المساس بحقوقهم. (مومن، شرقي، 2024، ص 699)

ان الالتزام بتوفير المعلومات الدقيقة والكاملة والمناسبة في الوقت المناسب لجميع المشاركين في السوق هو المحرك الرئيسي للكفاءة المعلوماتية من خلال مبدأي الافصاح والشفافية والذي يشدد اطار القواعد المنظمة للحوكمة المؤسسية على الافصاح الدقيق عن كافة البيانات المتعلقة بالأمور المادية للشركة بما في ذلك الموقف المالي و الأداء و الملكية و الرقابة على الشركة، ولضمان الرقابة الاستراتيجية على الاداء تحدد مسؤوليات مجلس الادارة بانها الالتزام بتوجيه الاستراتيجية العامة للشركة والإشراف على أداء الإدارة التنفيذية مع ضمان المساءلة عن القرارات المتخذة، وتحقيق الكفاءة والاختصاص في اتخاذ القرارات الاستراتيجية بنزاهة في التعامل مع جميع الأطراف المعنية والخضوع للمساءلة عن القرارات المتخذة، خاصة في حالة فشلها. (حاج مختار، مجاهد، 2024، ص 157)

2- رؤية نظرية في سياق الاسواق المالية:

تعد الأسواق المالية النواة المركزية للنظام المالي الحديث، حيث تشكل الجسر الذي يربط بين الأطراف ذات الفوائض المالية والأطراف ذات العجز المالي، وفقا للتعريف الكلاسيكي الذي قدمه Yacquillat و Solnit سنة 1990 على عكس الأسواق التقليدية للسلع والخدمات تتميز الأسواق المالية بأنها منصات مؤسسية متخصصة في تداول الأصول المالية مثل الأسهم والسندات التي تمثل أدوات لتعبئة المدخرات وتحويلها إلى استثمارات منتجة، ويعرف Jensen (1978) السوق المالي بأنه الآلية التي توجه الموارد المالية من الجهات ذات الفائض إلى الجهات ذات العجز، مما يساهم في تلبية الاحتياجات الاقتصادية وتطويرها، ويؤكد هذا التعريف على الوظيفة الأساسية للسوق المالي في تحسين كفاءة تخصيص الموارد الرأسمالية عبر ربط جميع الأنشطة الاقتصادية من الاستثمار إلى الاستهلاك. (على طاهر، سند ياسر، 2025، ص 189)

في السياق المعاصر أحدث التطور التكنولوجي خاصة مع وجود الإنترنت والأنظمة الحاسوبية الآلية و الذكاء الاصطناعي اليوم ثورة في آليات عمل الأسواق المالية، حيث ساهم في تبسيط عملية تجميع طلبات البيع والشراء، واختصار المسافات والوقت، وزيادة السيولة، ووفقا لـ Canso (1989) فإن السوق المالي يمثل شبكة للتمويل طويل الأجل مبنية على إصدار القيم المتداولة (مثل الأسهم والسندات) التي تسمح بتعبئة الادخار الفردي. (مخلوف، نزال، 2025، ص 285)

2-1 الإطار النظري لفرضية السوق الكفاء:

تشكل Efficient Market Hypothesis الترجمة اللاتينية لعبارة فرضية السوق الكفاء المختصرة EMH حيث تعد من الاطر النظرية الاساسية معالجة دور المعلومات في تحقيق هذه الكفاءة، و أن جميع المعلومات المتاحة في السوق من قيم الأسهم و السندات و اسعار الأصول المالية الاخرى تعد ركيزة في تقييم و تسعير الأصول عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، و المستثمر يبحث كغيره من المستثمرين عن المعلومات التي تمكنهم من تقويم الصحيح لهذه الورقة بهدف تعظيم العائد او الربح، لذلك فان جميع الوحدات الاستثمارية تستخدم بعقلانية المعلومات المتاحة لتسعير الأسهم والسندات للراغبين في شرائها، فإن سعر السوق الجاري لأي أصل مالي يعكس المعلومات التي استخدمها المستثمرون لتقويم وبالتالي لا يتوقع ان يحقق احد المستفيدين من المعلومات عوائد استثنائية و غير عادية. (Beldjehem, Amor, 2025, p 06)

إذن فالمعلومات توفر قدرة في توقع العائد المبني على اساس مستوى مخاطرة معينة بورقة او محفظة استثمارية، ويمكن المستثمر بالنتيجة تحديد القيمة المحورية أساس القرار الاستثماري، ولكن يجب الاشارة الى ان كون المعلومة المتاحة للجميع لا يعني انهم يصلون الى توقعات متشابهة في الوقت نفسه اذ ان قرارات بعضهم تكون ادق بسبب الخبرة مقارنة بالآخرين، ولكن في الأمد الطويل لابد ان تعكس اسعار الاوراق المالية مضمون المعلومات وتقترب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية. (Fettouhi, 2024, p 269)

في ظل فرضية السوق الكفاء، المستثمرون المشاركون في سوق الاوراق المالية والذين يتبعون سلوكا عقلانيا في قراراتهم يستخدمون جميع المعلومات المتاحة لاسعار الاوراق المالية وفي الاوقات جميعا، والاوراق تعكس في النهاية ومن خلال اسعارها المعلومات المتاحة في البورصة في حالة الكفاءة، وحتى عندما تصل للسوق معلومات جديدة فان التقويم السوقي اي سعر للاوراق و المحافظ سيتغير، استنادا الى اطار و محتوى فرضية السوق الكفاء و بالتالي يضع المستثمرين هذه المعلومات الجديدة في الحسبان لتحديد اي فرصة مربحة جديدة و من خلال رفع سعر بعض الاصول وخفض الاخرى. (Anouboussi, 2011, p 75)

ان المساهمة الرئيسية التي عكستها هذه الفرضية في فهم وتحليل اسواق الاوراق المالية هي الاشارة الى ان الاسعار الجارية للاصول المالية تمثل الاستخدام الامثل للمعلومات المتاحة، وان سعر اي اصل يتحدد من خلال قوى الطلب والعرض في السوق، اذن سعر الاصل المالي الجاري هو افضل تقدير للقيمة الاساسية القيمة الحقيقية او الحالية او المحورية المتوقعة لذلك الاصل وتغير مع تغير حالة السوق، في اطار فرضية كفاءة السوق سعر الورقة المالية سوف يشتمل على معلومات المتاحة جميعا، المرتبطة بقيمة الورقة بضمنها المعلومات الحالية و التاريخية. (Cedra, 2024, p145)

2-3 الاصناف الثلاثة لكفاءة السوق وفق Fama: (Hassainate, Bachisse, 2016, p5)

- **الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق:** تقضي بان المعلومات التي تعكسها اسعار الاسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من متغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضي، وما يعني ان عملية التنبؤ ستكون على دراسة المتغيرات التي طرأت على السعر في الايام الماضية او شهور او السنوات السابقة، هي مسألة عديمة الجدوى وهذا ما تعرف بصيغه الفرضية الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية.

- **الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق:** يطلق عليها ايضا صيغة فرضية السوق المتوسطة و تقتضي بان اسعار الاسهم لا تعكس فقط المتغيرات السابقة في اسعار تلك الاسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور للمعلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية او الظروف الاقتصادية في الدولة او ظروف الصناعة او المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير و التحليلات التي تتاح للجمهور.
- **الصيغة القوية لكفاءة السوق:** بمعنى ان سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعمامة و الخاصة اي المعلومات المنشورة العامة اضافة الى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة من كبار المتعاملين في الاسهم، هذا يعني استحالة ان يحقق اي مستثمر ارباح غير عادية على حساب الاخرين وقد ثبتت صحة هذا الفرض.

3-الاطار التجريبي للدراسة: أثر حوكمة الشركات على السوق المالي - دراسة حالة بورصة الجزائر ما بين 2000-2020

تمثلت الدراسة القياسية حول تأثير المساءلة على السوق المالي الجزائري، تم اختيار العينة بعناية لضمان تمثيل دقيق للسوق، تضمنت العينة دولة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى غاية 2020 وذلك لتوفر البيانات المالية والتقارير السنوية لضمان تحليل شامل و دقيق، تم قياس أثر المساءلة كمتغير مستقل من خلال التقارير السنوية العالمية للحوكمة و هي مجموعة بيانات عالمية تجمع تصورات الاسر و الشركات و المواطنين حول جودة الحوكمة المطبقة في أكثر من 200 دولة، أما فيما يخص المتغير التابع لأداء السوق المالي الجزائري فقمنا باختيار مؤشر البورصة من خلال التقارير السنوية المنشورة على موقع بورصة الجزائر، أما فيما يخص الادوات الاحصائية المستخدمة في الدراسة فقمنا باستخدام برنامج EVIEWS الاصدار 12 لتحليل البيانات و إجراء الاختبارات الإحصائية، قمنا من خلال البرنامج المستخدم باستخدام نماذج الانحدار لتحليل العلاقة بين المتغيرين، كما تم إجراء اختبارات الدلالة الاحصائية لتحديد قوة و موثوقية النتائج.

3-1 النموذج القياسي للدراسة

نموذج و متغيرات الدراسة: $DZSE_INDEX = f(ACCOUNTABILITY)$

بحيث يمثل $DZSE_INDEX$ المتغير التابع للدراسة الذي يشير الى مؤشر البورصة من خلال تقارير سنوية المنشورة على موقع بورصة الجزائر، أما المتغير المستقل الذي نرمز له $ACCOUNTABILITY$ والذي يشير بدوره الى المساءلة المأخوذ من خلال التقارير السنوية العالمية للحوكمة وفي هذه الدراسة اخذنا دولة الجزائر كعينة بحث.

3-2 دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

دراسة استقرارية السلاسل:

M_1 : نموذج يحتوي على اتجاه عام و ثابت.

M_2 : نموذج يحتوي على ثابت.

M_3 : نموذج لا يحتوي على اتجاه عام ولا على ثابت.

جدول 1: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

المتغير	نموذج	عند المستوى			النتيجة النهائية	الفرق الأول			نتيجة نهائية
		α	β	C		α	β	C	
DZSE_INDEX	M ₁	0,30	0,01	0,85	غير مستقرة عند المستوى	0,1106	0,0305	0,002	مستقرة بعد الفرق الأول
	M ₂	0,80	/	0,95		0,2555	/	0,003	
	M ₃	/	/	0,90		/	/	0,0005	
ACCOUNTABILITY	M ₁	0,3761	0,8406	0,7278	غير مستقرة عند المستوى	0,0348	0,0879	0,0005	مستقرة بعد الفرق الأول
	M ₂	0,0894	/	0,4129		0,4367	/	0,0006	
	M ₃	/	/	0,6722		/	/	0,000	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

الجدول يعرض نتائج اختبار للتحقق من استقرار السلاسل الزمنية للمتغير التابع و المستقل على حد سواء، يتم استخدامه لاختبار ما إذا كانت السلسلة تحتوي على جذر وحدوي (Unit Root) أي غير مستقرة، وقد أظهرت النتائج المتحصل عليها من خلال برنامج المستخدم في التحليل الإحصائي EViews 12 بان مؤشر بورصة الجزائر في Level المستوى الأصلي $p=0.002<0.05$ وهو ما يجعلنا نرفض فرضية عدم الاستقرار لكن القيمة $\alpha=0.1106>0.05$ النتيجة غير موثوقة لأنها تعتمد على نموذج M1 الذي لا يحتوي على ثابت أو اتجاه، ومع ذلك إذا كان لدينا ثابت أو اتجاه، فإن النتيجة قد تكون مختلفة ما يجعلنا نقوم بدراسة استقرارية المتغير عند الفرق الأول وهو ما تحصلنا عليه $p=0.003<0.05$ نرفض فرضية وجود جذر وحدوي، ولكن هذا الـ p-value يعتمد على نموذج ($\alpha=0.2555>0.05$ مع ثابت)، فالنتيجة السلسلة أصبحت مستقرة بعد الفرق الأول.

بعد الفرق الأول $p=0.000<0.05$ مستقرة تماماً، وهو ما يعني بان السلسلة تحتاج الى الفرق مرة واحدة لتكون مستقرة I(1) ولا حاجة للفرق الثاني.

اما المتغير الثاني الخاص بالمساءلة فنجد بان النتائج تظهر على المستوى الأصلي $p=0.000<0.05$ ونرفض فرضية عدم الاستقرار، ونجد بان $\alpha=0.034<0.05$ فالنتيجة مهمة إحصائياً لكن إذا كانت السلسلة تحتوي على اتجاه أو ثابت، فقد يكون نموذج M1 غير مناسب، وفي ملاحظة مهمة قيمة $\beta=0.08$ تشير إلى أن النموذج يستخدم ثابتاً ((M₂، وبالتالي $p=0.000$ نرفض H₀: وجود جذر وحدوي فإذا السلسلة مستقرة في المستوى، وفي هذه الحالة حتى لو كانت السلسلة مستقرة في المستوى، لا يزال من المقبول أخذ الفرق لتحسين النموذج، ونجد بعد اختبار استقرارية المتغير بعد الفرق الأول $p=0.000<0.05$ مستقرة أيضاً، $\alpha=0.4367>0.05$ لكن هذا يعتمد على نموذج (M3 مع ثابت واتجاه)، والنتيجة بعد ذلك مستقرة بعد الفرق الأول.

السلسلة استقرت بعد الفروقات الأولى، و بما أنها تستقر في الدرجة الأولى معا اذن احتمالية وجود علاقة طويلة الأمد بينهما و عليه نقوم باختبار التكامل المشترك لـ Engel and Granger ، نقوم أولا بتقدير النموذج بطريقة بسيطة بواسطة

$$DZSE_INDEX=f(ACCOUNTABILITY)$$

جدول 2: الارتباط الخطي بطريقة المربعات الصغرى

Dependent Variable: DZSE_INDEX

Method: Least Squares

Date: 20/08/24 Time: 19:55

Sample: 2000 2020

Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	19.32771	16.63437	1.101798	0.2825
ACCOUNTABILITY	-7.045380	24.71424	-0.244611	0.8090
R-squared	0.002812	Mean dependent var		22.29842
Adjusted R-squared	-0.042619	S.D. dependent var		17.43210
S.E. of regression	17.79969	Akaike info criterion		8.675894
Sum squared resid	6970.236	Schwarz criterion		8.774065
Log likelihood	-102.1107	Hannan-Quinn criter.		8.701939
F-statistic	0.058935	Durbin-Watson stat		0.277244
Prob(F-statistic)	0.807925			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

معادلة الانحدار هي كالآتي بناء على الجدول السابق

$$DZSE_INDEX=19.32771-7.045380 \times ACCOUNTABILITY$$

بحيث $C=19.327$ هي قيمة التقاطع فهذه القيمة بحد ذاتها ذو دلالة اقتصادية والتي تعني بان اذا كان المتغير $ACCOUNTABILITY$ صفرا فان مؤشر البورصة تكون تقريبا عند 19.3 %، و الاختبار الاحصائي الظاهر في الجدول $p\text{-value} = 0.2825 > 0.05$ غير معنوي احصائيا وهو ما يدل على ان التقاطع لا يختلف بشكل كبير عن الصفر، وبالتالي لا يمكن القول إن هناك قيمة أساسية ثابتة لـ $DZSE_INDEX$ عند عدم وجود مساءلة، أما معامل الانحدار الخطي والذي يشير اقتصاديا كل زيادة بمقدار وحدة في مؤشر المساءلة ترتبط بانخفاض في مؤشر البورصة بمقدار حوالي 7.05 نقطة مئوية لان قيمته -7.045380 سالبة طبعاً مما يعني علاقة عكسية بين المتغيرين وهو ما يشير احصائيا $p\text{-value} = 0.8090 > 0.05$ غير معنوي أي ان العلاقة بين المساءلة ومؤشر البورصة لا تعتبر ذات دلالة إحصائية، وفي اشارة اخرى الى ان العينة المأخوذة هي دولة الجزائر وبان هذا التوجه السالب قد يكون نتيجة لعوامل خارجة عن نطاق هذا النموذج، مثل ضعف البيئة الاقتصادية العامة، أو انعدام الثقة في السوق، أو تأثيرات سياسية غير مضمنة.

تشير قيمة R-squared = 0.002812 ما قيمته 0.28% التباين في مؤشر البورصة يمكن تفسيره بواسطة متغير المساءلة، كما اظهرت قيمة Adjusted R-squared = 0.042619 سلبية، ما يعني أن النموذج ليس فعالاً في تفسير التباين، F-statistic التي تشير قيمته 0.058935 مع p-value = 0.807925 لا يوجد دليل على أن النموذج ككل له تأثير معنوي على المتغير التابع. Durbin-Watson Stat قريب من الصفر 0.277244 مما يشير الى وجود تعدد التبعية (Autocorrelation) في الأخطاء، خاصة في البيانات الزمنية. وهذا يضعف موثوقية النتائج.

نستخرج سلسلة البواقي لان و بكل بساطة مؤشر البورصة لا تتأثر فقط بالمراقبة و المساءلة و انما هناك متغيرات أخرى قد أهملناها في هذه الدراسة للنرى تأثير الأخيرة على DZSE_INDEX.

جدول 3: دراسة سلسلة البقايا

النتيجة النهائية	البقايا				
	النتيجة	C	β	α	
غير مستقرة	غير مستقرة	0.1028	0.0301	0.8611	M ₁
	غير مستقرة	0.1997	/	0.9854	M ₂
	غير مستقرة	/	/	0.7873	M ₃

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

و بالتالي سلسلة البقايا غير مستقرة كنتيجة نهائية، وعليه لا يوجد تكامل مشترك أي لا توجد علاقة طويلة المدى بين المتغيرين و الظاهرة في طريقة المربعات الصغرى المستعملة سابقا في الدراسة من خلال R-squared=0.002 وهي بنسبة 0.2% و هي قوة تفسيرية ضعيفة وما يعطينا وجود الأثر أو لا يوجد للأثر هو Prob(C)=0.2825 وحتى Prob(ACCOUNTABILITY)=0.8090 و كل الاحتمالات غير معنوية لانها أكبر من المعنوية 5%، أيضا Prob(F-statistic)=0.807925 و هي أكبر من القيمة المعنوية، و بالتالي فالنموذج غير معنوي، و هو تأكيد بأن العلاقة طويلة المدى غير موجودة.

إذا كانت العلاقة طويلة المدى غير موجودة، نتطرق إلى العلاقة قصيرة المدى بنموذج VAR نستخرج درجة التباطى، و أقل قيم الموجودة في الجدول الموالي هي درجة 1.

جدول 4: دراسة درجة التباطى

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: DZSE_INDEX
ACCOUNTABILITY
Exogenous variables: C
Date: 20/08/24 Time: 20:10
Sample: 2000 2020
Included observations: 21

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-71.26032	NA	3.675687	6.978078	7.077556	6.999667

1	-45.21415	44.65157*	0.452863*	4.878443*	5.176878*	4.943211*
2	-43.32124	2.885440	0.561458	5.079118	5.576510	5.187065
3	-38.08158	6.987214	0.516438	4.961055	5.657403	5.112180

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

يستخدم هذا الجدول لتحديد عدد التأخيرات (Lags) المثالي في نموذج VAR الذي يضم متغيرين: متغيرات داخلية DZSE_INDEX و ACCOUNTABILITY، والمتغيرات خارجية C التقاطع الثابت للعينة المدروسة في الفترة من عام 2000 إلى 2020، (Likelihood Ratio Test) LR ذو القيمة عند $Lag1 = 44.651$ مع معنوي إحصائي عند مستوى 5%، ويقارن بين نموذجين بدون تأخر lag 0 مقابل مع تأخر lag 1، والنتيجة عند وجود تأخر من الدرجة الأولى يعزز النموذج بشكل معنوي.

اما FPE (Final Prediction Error) الذي يقيس دقة التنبؤ المستقبلية من خلال القيمة الدنيا عند Lag

1 (0.451863) أفضل تنبؤ وبالتالي كنتيجة نهائية يفضل Lag 1.

AIC (Akaike Information Criterion) يختار أقل قيمة عند Lag 1 (4.878) لكونها أفضل

نتيجة، اما اختبار SC (Schwarz Criterion / BIC) الذي يشترط أقل قيمة عند Lag 1 (5.176) كونها أفضل

نتيجة، اما HQ (Hannan-Quinn Criterion) أقل قيمة عند Lag 1 (4.943) كنتيجة مثلى.

جدول 5: دراسة علاقة قصيرة المدى بين المتغيرين

Dependent Variable: DZSE_INDEX

Method: Least Squares (Gauss-Newton / Marquardt steps)

Date: 20/08/24 Time: 20:30

Sample (adjusted): 2000 2020

Included observations: 20 after adjustments

DZSE_INDEX = C(1)*DZSE_INDEX(-1) +

C(2)*ACCOUNTABILITY(-1) + C(3)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.072258	0.223229	8.855081	0.0101
C(2)	8.839217	11.85316	0.715667	0.4509
C(3)	7.435228	8.212676	0.803241	0.4370
R-squared	0.806378	Mean dependent var		22.43422

Adjusted R-squared	0.767016	S.D. dependent var	17.89810
S.E. of regression	8.492347	Akaike info criterion	7.423222
Sum squared resid	1421.078	Schwarz criterion	7.370531
Log likelihood	-81.05787	Hannan-Quinn criter.	7.672259
F-statistic	40.11170	Durbin-Watson stat	2.094315
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

نلاحظ من خلال جدول مخرجات برنامج EViews 12 بأن العلاقة قصيرة المدى بين المتغير التابع و المستقل تظهر تأثير إيجابي ل DZSE_INDEX بقيم السنة الماضية و هي معنوية مساوية للصفر $\text{Prob } C(1)=0.1001$ ، فيما يظهر عدم وجود أي تأثير على المدى القصير بين المتغيرين لأن $C(2)$ و $C(3)$ ، و لكن المتغيرة مؤشر البورصة تتأثر فقط بقيمتها السابقة أي لا اثر للمراقبة على حجم DZSE_INDEX على المدى القصير ايضا، غير ان النموذج معنوي و ذو قدرة تفسيرية جيدة.

3-3 اختبارات التشخيص:

جدول 6 : دراسة اختبارات التشخيص

الاختبار	H0	النتائج	اتخاذ القرار
اختبار الارتباط التسلسلي LM	عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي التسلسلي	Prob F-statistic = 0.4765 Prob R-squared = 0.4028	نقبل H0
اختبار عدم ثبات تبين الاخطاء Breush Pagan	عدم وجود مشكلة عدم ثبات تبين الاخطاء	Prob F-statistic = 0.8867 Prob R-squared = 0.8716	نقبل H0
اختبار Jaque Bera	الاخطاء موزعة طبيعيا	JB =20.65854 Prob = 0.0589	نقبل H0

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

يحتوي الجدول السابق على ثلاثة اختبارات تشخيصية Diagnostic Tests تستخدم لتقييم مدى توافق النموذج الانحداري مع افتراضات ال OLS Ordinary Least Squares، وهي:

اختبار LM (Breusch-Pagan) لوجود التباين غير الثابت Heteroskedasticity، وكاستنتاج من خلال $\text{Prob F-statistic}= 0.4765$ و $\text{Prob R-squared}= 0.4028$ بأن الاخطاء لها تبين ثابت عبر الزمن وهو مناسب للنموذج OLS.

اختبار Breusch-Pagan لوجود التباين غير الثابت كون $\text{Prob F-statistic}= 0.8867 > 0.05$ اكبر من المعنوية و $\text{Prob R-squared}= 0.8716$ وهي متسقة مع الاختبار السابق LM وبالتالي فالتباين ثابت ولا يحتاج الى تصحيح.

اختبار Jarque-Bera لانحراف التوزيع Normality of Residuals فالأخطاء تتبع توزيعا طبيعيا تقريبا.

الخلاصة:

خلصت هذه الدراسة التي ركزت على تحليل العلاقة بين المساءلة والحوكمة الرشيدة وكفاءة سوق الجزائر المالي للفترة الممتدة من 2000 إلى 2020، إلى مجموعة من النتائج البحثية المهمة التي تساهم في فهم ديناميكيات الأسواق المالية في الاقتصادات الناشئة ذات الاعتماد على الموارد الطبيعية:

أظهر التحليل الكمي غياب العلاقة المعنوية إحصائيا بين مؤشر المساءلة (كأحد مؤشرات البنك الدولي للحوكمة العالمية) ومؤشر بورصة الجزائر، حيث بلغت قيمة $p\text{-value} = 0.8090 > 0.05$ وهذا يشير إلى أن تحسين مؤشر المساءلة لا يرتبط بشكل مباشر بزيادة مؤشر بورصة الجزائر في السياق الجزائري، كما أوضحت النتائج أن العلاقة بين المساءلة وكفاءة السوق قد تكون غير مباشرة، حيث تلعب عوامل وسيطة مثل الشفافية وحماية حقوق المساهمين دورا محوريا في هذه العلاقة، وهو ما يتوافق مع فرضية السوق الكفاء المتوسطة التي تؤكد على أهمية جودة المعلومات في تحديد كفاءة السوق، في حين كشف التحليل النوعي أن السياق الاقتصادي الجزائري الفريد من خلال الاعتماد المفرط على عائدات النفط التي تفوق 90% من الصادرات يعطل تأثير الحوكمة الرشيدة على أداء السوق المالي، حيث تغطي الإيرادات النفطية جزئيا أوجه القصور المؤسسية، مما يقلل من حافز تحسين الحوكمة في البلد، وأن تأثير المساءلة على كفاءة السوق قد يكون طويل الأجل، حيث قد يستغرق تأثير تحسين مؤشرات الحوكمة عدة سنوات ليظهر في أداء المؤشر، وهو ما يفسر غياب العلاقة المعنوية في التحليل الكمي القصير الأجل.

بناء على النتائج المتحصل عليها من خلال هذه الدراسة لفهم هذا التأثير وإبراز أهمية الحوكمة كعامل أساسي في تطور الأسواق المالي خاصة في دولة بحجم الجزائر، والتي بدورها صياغة سياسات أكثر فعالية لتعزيز الإطار المؤسسي للحوكمة الرشيدة من منطلق إعادة الهيكلة لضمان استقلاليتها وتعزيز مساءلتها أمام الجهات التنظيمية بتبني معايير دولية للإفصاح المالي وفقا لإرشادات IFRS لتحسين جودة المعلومات المتاحة للمستثمرين، وتحسين الشفافية وحماية حقوق المساهمين مع إنشاء آليات فعالة لضمان المساواة في معاملة جميع المساهمين دون تمييز أو استصغار، إلى جانب تطوير نظام إلكتروني مركزي لتسجيل الملكية وتمكين المساهمين من ممارسة حقوقهم بسهولة.

من جانب آخر على السلطة الوصية تعزيز البنية التحتية للسوق المالي والنهوض بها بتنوع الأدوات المالية المتاحة في بورصة الجزائر لجذب فئات أوسع من المستثمرين، وتطوير البنية التحتية التكنولوجية لتعزيز السيولة وتسهيل التداول في ظل التسارع العالمي و التكنولوجي اليوم، كما ان من الواجب الربط بين الحوكمة وتنوع الاقتصاد بتحسين الحوكمة الرشيدة بجهود تنوع الاقتصاد بعيدا عن الاعتماد على الموارد الطبيعية بصورة متدرجة، ودعم إدراج الشركات غير النفطية في البورصة لتعزيز تنوع السوق.

ان التعاون الدولي وتبادل الخبرات في مجالات مختلفة وخاصة في تعزيز التعاون مع البورصات الإقليمية والدولية لتبني أفضل الممارسات في مجال الحوكمة، مع الاستفادة من الخبرات المكتسبة في الدول الناشئة المماثلة (مثل المغرب وتونس) في تحسين الحوكمة الرشيدة.

يشكل هذا المجال محيطة واسعة مع تعدد الافاق البحثية التي يمكن استكشافها في المستقبل لتعزيز العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في السياق الدولي على العموم والجزائري بشكل خاص، كون الدراسات الطويلة الاجل التي تغطي فترات زمنية اطول لفهم الاثار طويلة الاجل للمتغيرين، مع اجراء دراسات مقارنة بين دولة محل الدراسة ونظيراتها من نفس المنطقة لإجراء مقارنة بين تأثيرات الحوكمة الرشيدة في سياقات هذه الدول المماثلة، والتركيز على دراسة العوامل الوسيطة كالافصاح والشفافية وحماية حقوق المساهمين التي تلعب دورا في نقل تأثير المساءلة إلى صلب كفاءة السوق، ولزيادة الافاق اجراء دراسات نوعية عميقة من خلال إجراء مقابلات معمقة مع مسؤولي بورصة الجزائر والمستثمرين فيها، دون نسيان التأثير التكنولوجي خاصة في الجانب المالي الذي اصبح مواكبا للعصرنة في معظم بورصات العالمية و العربية اليوم، وقد تطرقنا في هذه الدراسة الى فترة ما قبل الجائحة لتجنب الركود وتأثيرها على العالم وخصوصا الاسواق المالية وهو ما يجعل الباب مفتوحا للدراسة تأثير كوفيد-19 على الاسواق المالية وخاصة في الدول الناشئة كونها تتأثر بشكل سريع.

تعد هذه الدراسة مساهمة أكاديمية مهمة في الأدبيات الاقتصادية نظرا لتركيزها على السياق الجزائري، وربطها بين نظرية الحوكمة الرشيدة والتطبيق المالي في اقتصاد ناشئ يعتمد على الموارد الطبيعية، ورغم غياب العلاقة المعنوية المباشرة بين المساءلة وكفاءة السوق، إلا أن الدراسة تؤكد أن الحوكمة الرشيدة تظل عاملا محوريا في تطوير السوق المالي على المدى الطويل، خاصة عندما تدمج مع جهود تنويع الاقتصاد وتقوية المؤسسات.

في الختام فإن تعزيز المساءلة والحوكمة الرشيدة ليس مجرد خيار اقتصادي، بل هو ضرورة استراتيجية لضمان استدامة النمو الاقتصادي وتعزيز الثقة في النظام المالي الجزائري، مما يسهم في تحقيق رؤية الجزائر مستقبلا لبناء اقتصاد معرفي متنوع قائم على المعرفة والابتكار.

المصادر والمراجع:

➤ مقالات في مجلات علمية:

Barngetuny, Jackson, 2024, Examining the Impact of Financial Governance Frameworks on Efficiency and Accountability in Public Institutions in Kenya, International Journal of Education and Management Studies, vol 14, n 4, pages 364-374, University of Eastern Africa-Baraton Kenya

Beldjehem Moufida. Amor Abda Samia, 2025, The Efficiency Of Financial Markets And Its Impact On Stock Price Fluctuations During The Covid-19 Pandemic: A Comparative Study Of Some Islamic Countries, Management & Economics Research Journal, Volume 7, Numéro 1, Pages 01-26, Algeria.

Cedra Anissa, 2024, The Role Of Financial Indices In Measuring Stock Exchange Performance - A Comparative Study Between Global, Regional, And National Indices, Economics Researcher's Journal, Volume 11, Numéro 1, Pages 140-152, Algeria.

Fettouhi Khadidja, 2024, Financial Market Efficiency At Low Level – A Standard Study Of Jordan Financial Market, Journal Of Research in Finance and Accounting, Volume 9, Numéro 1, Pages 265-278, Algeria.

Mohammed Saber HASSAINATE, Mohamed BACHISSE, 2016, ETUDE ÉCONOMÉTRIQUE DE L'EFFICIENCE INFORMATIONNELLE DU MARCHÉ BOURSIER MAROCAIN: MODÉLISATION ARIMA PAR SÉRIES CHRONOLOGIQUES DE L'INDICE MASI, Revue D'Etudes en Management et Finance D'Organisation, Numéro 2, Pages 01-18, Morocco .

بوحفص سميحة، 2024، بناء مؤشر حوكمة الشركات (aigci) لقطاع التأمين دراسة حالة الجزائر، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 12، العدد 4، الصفحة 36-55، الجزائر.

حاج مختار محمد خير الدين، مجاهد سيد احمد، 2024، مساهمة ثقافة المساهم في تفعيل مبادئ الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية - دراسة عينة من المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 12، العدد 4، الصفحة 153-167، الجزائر.

رشوان عبد الحمين، تحليل العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات وحوكمة تكنولوجيا المعلومات وأثرها على زيادة جودة المعلومات المحاسبية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 4، العدد 2، السنة 2017، الصفحة 6، الجزائر.

رنات سمير، زعيتير لمياء، 2022، المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في إطار حوكمة المؤسسات، مجلة الراصد العلمي، المجلد 9، العدد 1، الصفحة 163-178، الجزائر.

طالب عبد العزيز، بلمداني محمد، 2020، مساهمة حوكمة الشركات في تحسين جودة القوائم المالية، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة، المجلد 4، العدد 2، الصفحة 93-110، الجزائر.

على طاهر ادريس طاهر . سند ياسر تاج السر محمد، 2025، كفاءة وفاعلية لجان المراجعة ودورها في ترشيد قرارات الاستثمار - دراسة ميدانية على عينة من الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، مجلة دراسات متقدمة في المالية والمحاسبة، المجلد 8، العدد 1، الصفحات 182-198، الجزائر.

عناني عبدالله، 2017، دور لجنة التدقيق في دعم وتعزيز حوكمة المؤسسات، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 5، العدد 7، الصفحة 240-258، الجزائر.

كرار محمد حسن محمد، 2022، دور المراجعة الداخلية في تدعيم حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 8، العدد 1، الصفحة 35-51، الجزائر.

محمد الصالح فروم، 2019، دور التدقيق الداخلي في تفعيل حوكمة المؤسسات العمومية الاقتصادية لولاية سكيكدة، مجلة أرصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد 2، الصفحة 1-24، الجزائر.

محمد نؤارة شبايكي، مليكة حفيظ، 2018، حوكمة المؤسسات في الجزائر ومدى توافقها مع متطلبات مبادئ حوكمة المؤسسات الدولية، مجلة جديد الاقتصاد، المجلد 13، العدد 1، الصفحة 179-207، الجزائر.

محمود السيد الناغي، ابراهيم السيد محمد الجوهري، عبداللطيف محسن عبادي مجمل، 2023، أثر التكامل بين آليات الحوكمة والمعايير الدولية للمراجعة الداخلية على جودة المراجعة الخارجية (دراسة تطبيقية)، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المجلد 47، العدد 2، الصفحات 189-226، جامعة المنصورة-مصر.

مخلوف احمد . نزال عبدالله، 2025، سيناريو سوء النية بالالزام بتطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في الشركات المدرجة، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 21، العدد 1، الصفحة 278-297، الجزائر.

منى مغربي محمد ابراهيم، 2021، اثر شفافية الإفصاح السياسى للشركات على مخاطر الدعاوى القضائية - دليل تطبيقى من البيئة المصرية، مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية، المجلد 10، العدد 1، الصفحات 139-207، جامعة بنها-مصر.

مومن مسعود العربي، شرقي صالح الدين، سنة 2024، الشفافية والمساءلة كآلية لمكافحة الفساد دراسة مقارنة بين مستجدات التعديل الدستوري 2020 - وآليات الفقه الإسلامى، مجلة قيس للدراسات الإنسانية والاجتماعية، مجلد 8، العدد 2، الصفحات 689-715، الجزائر.

➤ رسائل والأطروحات الجامعية:

Joseph Anouboussi, Mécanisme réputationnel, traitement de l'asymétrie informationnelle et efficacité de l'allocation du crédit : le cas des Institutions Bancaires Formelles et des Institutions Bancaires Décentralisées en période de post-libéralisation financière au Cameroun, École doctorale Sciences économiques et de gestion, Université Lyon 2, France.