

أثر الحوكمة المؤسسية والشفافية المعلوماتية في تطوير بورصة الجزائر

دراسة قياسية في ضوء التحديات وآفاق التطوير

The Impact of Corporate Governance and Information Transparency on the Development of the Algerian Stock Exchange: A Criterion Study in Light of Challenges and Development Prospects

عمر دحماني

Omar Dahmani

جامعة معسكر (الجزائر)، Omar.dahmani@univ-mascara.dz

عبد النور بلميمون

Abdenour Belmimoun

جامعة معسكر (الجزائر)، A.belmimoun@univ-mascara.dz

تاريخ النشر: 2025.07.21

تاريخ القبول: 2025.05.24

تاريخ الاستلام: 2025.05.06

مستخلص: الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو تحليل ومعرفة أثر الشفافية المعلوماتية على أداء بورصة الجزائر، باستخدام منهجية السلاسل الزمنية لفحص العلاقة بين مؤشر البورصة ومؤشر الإفصاح وشفافية الشركات المدرجة، سواء على المدى القصير أو الطويل. حيث أظهرت نتائج الدراسة غياب الشفافية كعامل مؤثر في أداء البورصة الجزائرية كان السمة الأبرز، وبأنه لا توجد علاقة توازن بين المؤشرين مما يشير إلى أن تحسن الإفصاح و الشفافية المعلوماتية لم يترجم إلى تحسن مستدام في أداء البورصة الجزائرية على المدى الطويل، أما على المدى القصير فقد تأثر المؤشر بشكل رئيسي بقيمه السابقة، بينما لم تظهر الشفافية أي تأثير معنوي مما يعكس ضعف تفاعل المستثمرين مع البيانات المعلنة، ان الغياب البارز لتأثير مؤشر الإفصاح و الشفافية من خلال النتائج المتحصل عليها في هذه الدراسة هو انعكاس لضعف كفاءة هذه البورصة وهو ما عليها تداركه للأهمية البالغة التي تلعبها المعلومات في تشجيع الاستثمار.

تصنيف JEL: G14، G15، G38، O16، M48.

Abstract : The primary objective of this study is to analyze and examine the impact of information transparency on the performance of the Algiers Stock Exchange, employing time series methodology to investigate the relationship between the stock market index and the disclosure/transparency index of listed companies, both in the short and long term. The study's findings revealed that the absence of transparency as an influential factor in the Algiers Stock Exchange's performance was the most prominent characteristic. The results indicated no cointegrating relationship between the two indices, suggesting that improvements in disclosure and information transparency have not translated into sustainable enhancement of the Algiers Stock Exchange's performance in the long run. In the short term, the index was primarily influenced by its own lagged values, while transparency showed no statistically significant impact, reflecting weak investor responsiveness to disclosed information. The notable absence of the disclosure and transparency index's influence, as demonstrated by the study's results, reflects the weak efficiency of this stock exchange - a deficiency that must be addressed given the critical role that information plays in encouraging investment.

Keywords: Corporate governance, Algiers Stock Exchange, Transparency index, Information disclosure.

JEL Classification Codes: G14، G15، G38، O16، M48.

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

1. مقدمة

تشكل الحوكمة الأساس الداعم في بناء أسواق مالية متطورة وفعّالة، حيث تُعدّ من أهم الركائز التي تعزز ثقة المستثمرين وتضمن استقرار الأسواق المالية. في ظل العولمة المالية المتسارعة وتزايد حدة المنافسة بين الأسواق، تبرز أهمية مبادئ الشفافية والإفصاح كعوامل حاسمة في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، خاصة في الأسواق الناشئة التي تسعى لتعزيز مكانتها على الخريطة المالية العالمية.

تؤثر جودة أنظمة الحوكمة بشكل مباشر على كفاءة الأسواق المالية، حيث تعمل على تقليل مخاطر المعلومات غير المتماثلة، وتحسين عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، وترشيد تخصيص الموارد. وتكتسي الشفافية أهمية خاصة في هذا الإطار، كونها تمثل الجسر الذي يربط بين إدارة الشركات وأصحاب المصالح، من خلال توفير معلومات دقيقة وفي الوقت المناسب. في السياق الجزائري، تبرز الحاجة إلى تعزيز مبادئ الحوكمة في ظل سعي بورصة الجزائر لتحسين أدائها وجذب المزيد من الاستثمارات. حيث تشير العديد من الدراسات إلى أن تطبيق معايير الحوكمة الجيدة يساهم في تعميق السوق المالي، وزيادة سيولته، وتحسين تقييم الأصول، مما ينعكس إيجاباً على النمو الاقتصادي بشكل عام.

و على ضوء ما تم ذكره سابقا تبرز الاشكالية الرئيسية لهذه الدراسة في التساؤل المطروح وهو عن مدى تأثير تطبيق

الحوكمة وخاصة مبدأ الشفافية و الإفصاح المعلوماتي على تطور أداء السوق المالي الناشئ مثل بورصة الجزائر؟

فرضيات الدراسة

- يوجد تأثير ذو دلالة معنوية عند مستوى أقل من 0.05 بين مؤشر الشفافية والإفصاح المعلوماتي ومؤشر بورصة الجزائر.
- لا يوجد تأثير ذو دلالة معنوية عند مستوى أقل من 0.05 بين مؤشر الشفافية والإفصاح المعلوماتي ومؤشر بورصة الجزائر.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة من الاسهامات المنتظر إضافتها من خلال الإحاطة بالجوانب التي تميز البورصة الجزائرية ودورها في توفير السيولة وتحقيق التنمية المستدامة، وأهمية التمويل عن طريق السوق المالية كتنوع للمصادر وتقسيم المخاطر على العديد من الأطراف.

أهداف الدراسة

- الوقوف عند أهمية بورصة الجزائر في مواكبة التقدم العالمي.
- معرفة الدور الحقيقي الذي تلعبه حوكمة الشركات في الحفاظ على استقرار السوق المالي الجزائري وحماية أصحاب الحقوق.
- تسليط الضوء على بعض المفاهيم العامة فيما يتعلق بالحوكمة و اداء بورصة.

منهجية الدراسة

قمنا بالاعتماد 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 وذلك من أجل تحليل بيانات الخاصة بالدراسة في البورصة الجزائرية، تمثلت الدراسة القياسية حول تأثير مؤشر الشفافية على هذه الأخيرة ممثلة في مؤشرها (مؤشر البورصة الجزائرية)، وقد قمنا باختيار العينة بعناية لضمان تمثيل دقيق للسوق المالي الجزائري، استهلت الدراسة من سنة 2007 إلى غاية 2020 وذلك لتوفر المعلومات و البيانات المالية و التقارير السنوية في هذه الفترة، تم قياس المتغير المستقل الممثل في مؤشر نطاق الإفصاح لدى الشركات المدرجة في البورصة الصادر عن البنك الدولي حيث تستخدم لقياس مدى شمولية وشفافية المعلومات التي تقدمها الشركات في تقاريرها المالية وغير المالية. يهدف هذا المؤشر إلى تقييم جودة الإفصاح عن المعلومات التي تعنى بأداء الشركة، استراتيجياتها، المخاطر، وممارسات الحوكمة، من خلال استخدام استبيانات أو تقييمات من خبراء

لتحديد جودة الإفصاح، بهدف إلى بناء ثقة بين المستثمرين وأصحاب المصلحة وتوفير المعلومات الضرورية التي تساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات الجيدة، كما يساهم في التأكد من أن الشركات تلتزم بالقوانين والتشريعات المتعلقة بالإفصاح، وهو ما يؤدي إلى أداء أفضل في الأسواق المالية، أما عن المتغير التابع فهو مؤشر بورصة الجزائر المنشورة على موقع البورصة في التقارير السنوية للفترة محل الدراسة، أما فيما يخص الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة فقمنا باستخدام برنامج EVIEWS الإصدار 10 لتحليل البيانات وإجراء الاختبارات الإحصائية باستخدام نماذج الانحدار لتحليل العلاقة بين المتغيرين، كما تم إجراء اختبارات الدلالة الإحصائية لتحديد قوة و موثوقية النتائج.

الدراسات السابقة

دراسة (بركة كامل، 2022) بعنوان دور نظام حوكمة الشركات في تحسين جودة المعلومات المحاسبية "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، تمثل مجتمع الدراسة في توزيع استبيان على 49 من هذه الشركات لقياس مستوى تطبيقها لمعايير الحوكمة المالية وتأثيرها على جودة المعلومات المحاسبية، خلصت الدراسة في النتائج التالية حيث أظهرت أن تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية يساهم بشكل مباشر في تحسين جودة المعلومات المحاسبية، خاصة من حيث الدقة والشفافية، كما وجد أن نسبة كبيرة من المشاركين لديهم فهم جيد لأهمية الحوكمة في تعزيز الثقة في البيانات المالية، مما يقلل من مخاطر الاستثمار ويعزز قرارات الجهات المعنية، وأكدت الدراسة أن حوكمة تكنولوجيا المعلومات تعد امتدادا لحوكمة الشركات، وتساهم في تحسين إدارة البيانات المحاسبية وتقليل الأخطاء.

دراسة (الطاهر العماري، ابراهيم زروقي، 2018) حول دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، حيث يشكل مجتمع الدراسة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، والتركيز كله انصب على العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وكفاءة السوق، مع تأكيد أن تطبيق مبادئ الحوكمة (مثل الإفصاح والشفافية) يساهم في زيادة الثقة في الاقتصاد الوطني ويعزز دور الأسواق المالية في تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، لتظهر نتائج بأن الحوكمة تقلل من المخاطر النظامية وتزيد من سيولة السوق مما يحسن تخصيص الموارد المالية.

دراسة (Asuman and Others, 2024) حيث تمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول (BIST) في تركيا، العينة عبارة عن 6 شركات مالية و 16 شركة غير مالية، تم تحليلها عبر نموذج (Panel Data) لتحليل العلاقة بين الحوكمة المؤسسية (الملكية الأجنبية، التنوع في مجلس الإدارة) وأداء ESG للفترة من 2013 إلى 2021، و من النتائج التي توصل إليها الباحثون : الملكية الأجنبية : أظهرت علاقة إيجابية مع الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG)، مما يبرز دور المستثمرين الأجانب في تعزيز الشفافية والاستدامة.

تنوع مجلس الإدارة : لاحظت الدراسة أن وجود نساء أو أعضاء أجنبي في المجلس يساهم في تحسين الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي، وهو ما يتوافق مع أدبيات البحث التي تظهر أهمية التنوع في اتخاذ قرارات الاستدامة. التركيز على الملكية : أكدت البيانات أن الهياكل الملكية المركزة (Ownership Concentration) لها علاقة سلبية مع أداء ESG، حيث تقلل من شفافية الإفصاح وتحفيز الاستدامة.

الاختلاف بين القطاعات : أظهرت النتائج أن آليات الحوكمة تؤثر بشكل مختلف على الشركات المالية وغير المالية، مما يحذر من المقارنة المباشرة بينها بناء على مؤشرات ESG.

دراسة (Hassainate M.S, Bachisse M, 2016)، تمثل مجتمع الدراسة في سوق الاسهم المغربية مع التركيز على مؤشرها كمثل لحركة السوق للفترة من سنة 2000 الى غاية 2016، لاختبار كفاءة السوق المالية المغربية وركز التحليل على هذه الفترة بالذات لفهم الديناميكيات السوق قبل وبعد الازمات الاقتصادية العالمية مثل ازمات 2008، ومن النتائج ضعف كفاءة السوق

وهو لا يحقق كفاءة المعلومات الكاملة، وأن التغيرات السابقة في الأسعار تؤثر على الحركات المستقبلية، مما يشير إلى عدم تطابق مع فرضية المشي العشوائي (RandomWalkHypothesis)، وبالتالي غياب الكفاءة الضعيفة (WeakFormEfficiency). وقد لاحظ الباحثون أن الأسعار لا تعكس دائما جميع المعلومات المتاحة خاصة في ظل ضعف الشفافية والإفصاح المالي، ليقول بذلك من ثقة المستثمرين ويزيد من المخاطر النظامية، وإن البنية التشريعية في المغرب تحتاج إلى تحديث لضمان حماية المستثمرين وتحسين جودة المعلومات.

هدفت الدراسة الأولى لتقييم مدى امتثال الشركات المساهمة في فلسطين لمبادئ الحوكمة المؤسسية من خلال استبيان قدم لهذه الشركات، وتختلف هذه الدراسة عما نقدمه نحن في دراستنا في العينة المدروسة من جهة وطريقة جمع البيانات من ناحية أخرى، أما الدراسة الثانية لتحليل اسهام آليات الحوكمة في تحسين كفاءة الأسواق المالية عبر تعزيز الشفافية وتقليل الفجوة المعلوماتية، حيث تتطابق هذه الدراسة مع ما نبحت عنه غير اننا اعتمدنا على مؤشر الإفصاح الصادر عن البنك الدولي في اظهار شفافية هذه الشركات من خلال افصاحها عن المعلومات المهمة المتعلقة بالشركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر.

حيث تمثلت الأهداف البحثية للدراسة الثالثة في تحليل اداء الشركات عن طريق الافصاح عن الاتدامة البيئية و الاجتماعية و الحوكمية، مستهدفا كما سبق ذكر في عينة الدراسة على بعض المؤسسات المالية غير اننا شملنا كل الشركات مساهمة المدرجة و بالضبط افصاحها عن المعلومات التي من شأنها تؤثر على الاستثمار في الدولة، وكانت الدراسة الرابعة هي اختبار لكفاءة المعلوماتية للسوق المغربي (ضعيف الكفاءة) وفقا للتصنيف المقترح من قبل Eugene Fama، هو ما اكدنا عليه في هذه الدراسة عن ما اذا كانت بورصة الجزائر تتمتع بشكل من هذه الاشكال الثلاثة.

2.البورصة الجزائرية

2.1. النشأة و التطور التاريخي لبورصة الجزائر

إن إنشاء سوق للأوراق المالية، يقتضي توفر الشروط اللازمة لحماية الادخار العام وتحقيق الأهداف العامة الاقتصادية المسطرة من طرف الدولة، وهذا يتطلب توفير الإطار القانوني والتنظيمي اللازمين، لإنشاء سوق للقيم المنقولة على درجة عالية من الكفاءة، يشجع الأفراد و الشركات للاستثمار فيها، وتعتبر بورصة الجزائر من البورصات الناشئة و تسعى جاهدة للتطور، فلقد أنشأت بعد قرار اصلاحات التي مست الاقتصاد الوطني مباشرة بعد الازمة المالية العالمية التي عرفها العالم ككل سنة 1986 و مع انخفاض الشديد لاسعار النفط في السوق الدولية والذي اثر على الدخل القومي لكون الجزائر تعتمد بصورة كبيرة على المحروقات، فاصبح تكريس التوجه الاقتصادي الجديد من خلال انشاء بورصة الاوراق المالية يندرج في اطار التحول الى اقتصاد السوق والذي دخل مجال التطبيق سنة 1988 والدخول في اقتصاد السوق والتخلي تدريجيا على الاقتصادي الموجه و منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية و خصوصية البعض منها (فراحي، سعدي، 2021، ص673)، وهو ما جعل الشركات التي كان تمويلها مضمون من طرف الجهاز المصرفي والخزينة العمومية لجأت الى القروض البنكية طويلة الاجل كحل بديل للحصول على رؤوس الاموال لتمويل مشاريعها. (قانون رقم 86-12 المؤرخ في 19 اوت 1986 يتعلق بالنظام البنوك والقروض الجريدة الرسمية العدد 34 صادر بتاريخ 20 اوت 1986).

الرغبة في انشاء وتجسيد مشروع بناء سوق للاوراق المالية بالجزائر جاء من خلال تقسيم راس مال المؤسسات العمومية و توزيعه على صناديق المساهمة وهو ما جعل بالضرورة تحويل هذه المؤسسات الى شركات مساهمة وهذه الشركات لا يمكن تصورها دون انشاء سوق ماليه تتبادل فيها الاسهم (بوديرة، 2019، ص199)، حيث قام المشرع بصدر المرسوم التنفيذي 91-169 الصادر في 28 ماي 1991 الذي ينظم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة (مرسوم تنفيذي رقم 91 169 مؤرخ في 28 ماي 1991

يتضمن المعاملات الخاصة بالقيم المنقول جريده رسميه عدد 26 صادر في واحد جوان 1991)، بالإضافة إلى مرسوم تنفيذي اخر تحت رقم 91-170 الذي حدد انواع القيم المنقولة و شروط اصدار شركات المساهمة لها من خلال تبين شكل كل ورقة مالية سواء كانت سهما او سند والأحكام المتعلقة بها (مرسوم تنفيذي رقم 91 170 مؤرخ في 28 ماي 1991 يتضمن يحدد انواع القيم المنقولة واشكالها وشروط ادارته شركات رؤوس الاموال جريده رسميه عدد 26 صادرة في واحد جوان 1991)، واصدر المرسوم التنفيذي رقم 91-171 الذي ينظم عمليات البورصة عن طريق وظيفتها شركة البورصة ومراقبتها والاعضاء المكونين لها (مرسوم تنفيذي رقم 91 171 مؤرخ في 28 ماي 1991 يتعلق بلجنه التنظيم العمليات البورصة ومراقبتها جريده رسميه عدد 26 صادر في 1 جوان 1991) (عماري، نوي، 2022، ص871).

و هو ما جعل جميع الظروف مهيئة للعمل على المستوى المادي و تأكيداً لمشروع الاصلاحات الجديدة، كما عرف المشرع القيم المنقولة بانها كل منتج مالي قابل للتداول في البورصة (الأطرش، قطاف، 2024، ص261)، مع امكانية تجزئة هذه المنتجات و ان اي عملية اصدار مشروطة بموافقة اللجنة التنظيم ومراقبة عملية البورصة وتعتبر البورصة الجزائرية شركة مساهمة تتشكل من المساهمين (صناديق المساهمة) و المؤسسات المالية وهي الاطراف المتدخلة في البورصة وكل من بنك الجزائر والخزينة العمومية كوسطاء ومراقب، كما تم انشاء هيئتين لتنظيم ومراقبة وسير عمليات البورصة وهما لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم (سليمان، مروش، 2020، ص375).

2.2. الاطار التشريعي لبورصة الجزائر

1.2.2 شروط الادراج في بورصة الجزائر: بالطبع كأى بورصة سواء كانت متقدمة او ناشئة فهي تفرض شروط خاصة بالقيم محل طلب الادراج على ان يكون القيم المنقولة المصدرة سواء كانت سهما او سندات يجب ان تكون مصدرة من طرف شركة مساهمة، وان تتم تحديد قيمة كل سهم، وان القيم التي تزيد في راس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات الا اذا كانت الاوراق المالية التي تسند اليها مقبولة في التسعيرة، و القرض السندي المصدر من الدولة ليس له حد ادنى لا في عدد الاسهم ولا في عدد المكتتبين، وشروط اخرى يجب ان تتوفر في المؤسسة المساهمة التي يكون الحد الادنى لرأس مال هذه الاخيرة 100 مليون دينار جزائري، وعلى ان يتم اصدار 20% على الاقل من راس مالها في شكل القيم منقولة، بالإضافة الى نشر الوضعية المالية لسنتين الاخيرتين قبل طلب الدخول لارساء مبدئي الافصاح والشفافية، وان تكون حققت ارباحا خلال السنة المالية السابقة لتاريخ ايداع طلب و اعلان شركة تسيير البورصة و القيم في حالة قيامها بتحويلات او التخلي عن بعض الاصول قبل دخولها البورصة، زيادة على ذلك فهي مجبرة على تقديم تقرير عن تقييم اصولها من طرف خبير المحاسبي معتمد وان تقدم تبريرا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي داخلها (مزاوي، 2010، ص123).

حماية السوق المالي الجزائري وتشجيع الادخار يمر بدون شك عبر طمأنة المتعاملين من خلال الضمانات القانونية من قبل المشرع في تسليط عقوبات صارمة في حق المسؤولين عن الاعمال التي من شأنها ان تعرض المدخر في المخاطر وتلحق به الضرر، من خلال استغلال المعلومات يجعلها الجمهور لانجاز عمليات في سوق البورصة او حيازة معلومات لتحقيق ارباح خيالية، وهو ما سعت اليه من خلال توفير للمدخر كافة المعلومات الدقيقة و الصادقة التي تسمح لجميع المستثمرين وبطرق مشروعة و معلومة لدى الجميع سواء عن طريق القنوات الرسمية للبورصة الملصقات واللوحات الالكترونية المجانية كما تشدد العقوبة على المخالفين الذين يقومون بنشر المعلومات مضادة مضللة او اخفاء اخرى تحت طائلة العقوبات الجزائية و الادارية والتي من شأنها ان تعرض المخالف لدفع 30 الف دينار جزائري او مضاعفة الغرامة المالية حتى اربعة اضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه دون انتقل عن مبلغ الربح نفسه او يتعرض للسجن من ستة اشهر الى خمس سنوات، وهو ما يجعل السوق الجزائري الناشئ شديد اللهجة في حماية اصحاب الادخار والمحافظة على الاملاك (محي الدين، 2021، ص90).

وبالطبع فان السوق المالي شانه شان الاسواق الاخرى يجب ان يضبط باطار قانوني وتنظيمي محكم باعتباره مركز حيوي في النظام الاقتصادي لأي دولة ما سواء كانت قوية او ناشئة و كون بورصة الجزائر جاءت لتحقيق التوازن بين عرض الاموال والطلب عليها من خلال القيم المنقولة فيها وذلك بازالة العراقيل للدخول الى الاقتصاد التنافسي، اشارة الى الاطار التنظيمي لبورصة الجزائر انطلاقا من نشأتها الى الظروف التي مرت بها والعوامل التي حالت دون تحقيق الاهداف المسطرات لها ، و مع التعقيدات الفنية و الادارية المتصلة بنظام البورصة فان المشروع الجزائري حاول استدراك النقائص المسجلة لضبط السوق من خلال التعديلات المتتالية و ترغيب المستثمرين على الادخار في البورصة و حمايتهم من الاطراف المتدخلة و المحصورة في فئات محدودة التي من شأنها اضعاف من اداء بورصة الجزائر(الحبيب، كريمة، 2017، ص200).

2.2.2 دور الهيئات الرقابية المسؤولة عن السير الحسن لبورصة الجزائر: لقد اعطى المشرع السلطة التنظيمية المخولة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB حيث تقوم هذه اللجنة اساسا بالرقابة و التأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمنا للشفافية و اعطاء تاشيرة القبول بعد استفتاء شروط دخول البورصة، حيث تشكل لجنة مستقلة لها مصداقيتها مهمتها ارساء الاطار القانوني والمؤسسات للسوق المالية، وهي مكلفة باعداد وتحضير النصوص التنظيمية التي تسعى من خلالها الى تطوير نظام البورصة وخلق السوق مالي حقيقي وهذا بالسير على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة او المنتجات المالية التي تتم في اطار اللجوء الى الادخار العلني والسير الحسن للقيم المنقولة (محفوظ، 2008، ص15).

كما ان تسيير السوق المالي يتطلب وضع الهياكل الفنية و الادارية اللازمة و التي من شأنها توفير السلامة القانونية و المادية للعمليات المنجزة و بسرعة المطلوبة لضمان كفاءة السوق، و لتحقيق ذلك تم انشاء شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV رغبة في اعطاء الشركة الأطر و الميكانيزمات التي تسمح لها بمسايرة التغيرات التي يعرفها الاقتصاد الوطني وهذا من خلال دورها ومهامها في البورصة، و لقد انشأت الشركة SGBV من طرف الوسطاء والمساهمون المعتمدون شركة مساهمة و الحد الأدنى لمساهمة الوسطاء في رأس مالها هو 2000.000 دينار جزائري، اما الهيئات المالية المكونة لمجلس ادارة الشركة هم من ممثلي الهيئات المالية كالبنك الخارجي الجزائري BEA والبنك الوطني الجزائري BNA وبنك الفلاحة و التنمية الريفية BADR وبنك الجزائر BA وصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP وبنك التنمية المحلية BDL بالإضافة الى الشركة الجزائرية للتأمين و اعادة التأمين CAAR والشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT والشركة الجزائرية للتأمين SAA، الشركة الوطنية للتعاون الفلاحي CNMA، الصندوق الوطني للتقاعد CNR والبنك المتحد UB، فيما تختص مهام شركة في تنظيم المالي لادخال القيم المنقولة في البورصة والمعاملات والتسيير الحسن لنظام التفاوض في الاسعار و تحديدها وتنظيم سير عمليات المقاصد المتعاملات حول القيم المنقولة و نظام التفاوض ونشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة بكل موثوقية و امانة بالإضافة الى اصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة لجنة التنظيم و مراقبة عمليات البورصة(براق، 2001، ص97).

3. حوكمة الشركات

1.3. نظرة في تعريفات المختلفة للمنظمات العالمية لحوكمة الشركات

لقد عرفت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCED في وثيقة شاملة القواعد التي تحكم حوكمة المؤسسات، بانها تؤثر مجموعة من العلاقات بين ادارة المؤسسة ومجلس الادارة وحملت الاسهم وغيرها من الاطراف من اصحاب المصالح، وعرفت لجنة الابعاد المالية لحوكمة المؤسسات كادبوري: حوكمة المؤسسات هي النظام الذي بمقتضاه تدار وتراقب مجلس الإدارة المسؤولة عن تسيير المؤسسة ودور المساهمين هو انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين مع التأكد من وجود هيكل حوكمة ملائم و وضع أهداف استراتيجية للمؤسسة لتحقيق أهداف وتطبيق الجيد للحوكمة كأسلوب ومنهجية عمل منتظمة تفيد المؤسسة في تحقيق أهدافها المسطرة، و تطرقت مركز المشروعات الدولية الخاصة بأنها هي الإطار الذي تمارس فيه

المؤسسات وجودها، و تركز الحوكمة على العلاقة فيما بين الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح و واضعي التنظيمات الحكومية و كيفية التفاعل بين كل هذه الأطراف في الإشراف على عمليات المؤسسة، عُرفت الحوكمة من قبل مؤسسة التمويل الدولية IFC بأنها النظام الذي يتم من خلاله إدارة المؤسسات والتحكم في أعمالها، أما معهد المدققين الداخليين فذكر بأنها هي العمليات التي تتم من خلال الاجراءات المستخدمة من ممثلي أصحاب المصالح، من أجل توفير اشراف على ادارة المخاطر ومراقبة مخاطر المؤسسة، والتأكد من كفاية الضوابط لانجاز الاهداف والمحافظة على قيم المؤسسة من خلال اداء التحكم المؤسسي فيها(رشوان، 2017، ص15).

2.3. مبادئ حوكمة الشركات

حيث تشكل القواعد او القيم الاساسية لحوكمة الشركات وتعتبر بذلك دليلا سلوكيا وتوجيها عاما لها من خلال توافر اطار فعال للحوكمة المؤسسية الذي ينبغي ان يشجع على الشفافية وكفاءة الاسواق وان يكون متوافقا مع احكام القانون و ان يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الاشرافية و التنظيمية و التنفيذية، مع توفير حماية لحقوق المساهمين وتأمين اساليب التسجيل الملكية ونقل تحويل ملكية الأسهم والحصول على المعلومات الخاصة بالشركة و المشاركة والتصويت فيالاجتماعات العامة للمساهمين وانتخاب اعضاء مجلس الادارة والحصول على حصص من ارباح الشركة و الحق في المشاركة و التعديلات في النظام الاساسي و أسهم اضافية و اي معلومات قد تفسر عن بيع الشركة (المصري، 2022، ص15)، بالإضافة الى توفير المعاملة المتساوية للمساهمين من الفئة ذاتها بما في ذلك الاقلية والاجانب من المساهمين كما ينبغي ان تتاح لكافة المساهمين فرصة الحصول على تعويض فعلي في حالة انتهاك حقوقهم وشدد، كما يضمن اطار حوكمة الشركات احترام دور كافة الاطراف ذوي المصلحة(اصحاب المصالح) التي ينشئها القانون او تنشأ نتيجة الاتفاقيات متبادلة وتوفير المعلومات اللازمة لهم بصورة دورية و في الوقت المناسب وحققهم في الابلاغ مجلس الادارة بأي تصرفات او مخالفات غير قانونية او غير اخلاقية دون ان يترتب على ذلك اي مساس بحقوقهم ومصالحهم، كما يشدد اطار القواعد المنظمة للحوكمة المؤسسية على الافصاح والشفافية من خلال الافصاح الدقيق عن كافة البيانات المتعلقة بالامور المادية للشركة بما في ذلك الموقف المالي و الأداء و الملكية والرقابة على الشركة، مع مايجب ان تتضمنه مسؤوليات مجلس الادارة من الصلاحيات والكفاءات والموضوعية اللازمة للقيام بمهامها على صعيد التوجيه الاستراتيجي والإشراف، فيما يتوجب عليها التصرف بنزاهة و تخضع هي أيضا للمساءلة عن أعمالها.(طالب، بلمداني، 2020، ص97)

3.3. خصائص حوكمة الشركات و أسس تطبيقها

وهي السمات التي يجب ان تتوافر في نظام الحوكمة ليكون ذو فعالية من خلال تطبيق الامثل للمبادئ السابقة الذكر، والتي تشكل الشفافية المعيار الاهم والمصطلح الحديث المستخدم في مجالات مكافحة الفساد وتنمية الحكومة، و التي تعني اتاحة كل المعلومات وسهولة تبادلها وبأن تكون متاحة لكافة المؤسسات وضوحها، وبالتالي فإن لشفافية المعلومات ثلاث مكونات هي إمكانية الحصول على المعلومات بأن تكون متاحة للجميع وان تكون المعلومة وثيقة الصلة بالموضوع لإصدار قرار معين، و أخيرا إمكانية الاعتماد على المعلومات بمعنى أن تكون دقيقة وحديثة و شاملة (أبو حماد، 2023، ص394)، ومن خلال اتخاذ القرار الذي يضمن حرية الرأي وحق الاعتراض ويمكن ان تكون مباشرة او من خلال مؤسسات شرعية تمثل الاطراف المختلفة مع التوفيق بين المصالح المختلفة للتواصل الى توافق واسع على ما يشكل افضل مصلحة للجماعة من خلال المشاركة.

كما ان المساءلة هي ضمان ان لكل من له سلطة او دور في اتخاذ القرار داخل الشركة والتزامهم بتوضيح كيفية تنفيذ المهام و مبررات القرارات المتخذة مع التفاعل مع الانتقادات و المطالب التي تقدم لهم وقبول جزء من المسؤولية عن الاخطاء او الفشل الذي يكون نتيجة للقرارات المتخذة مع وضع اليات رقابية تتيح التحقق من التزامهم بمهامه على الوجه المخطط له، فإن العدالة تشكل الآليات التي تحدد وتحترم الحقوق الاساسية للجميع وتؤمن وسائل مراجعة ومعالجة يضمنها حكم القانون أما المسؤولية فهي إدراك حقوق كل الاطراف المهتمة بالمؤسسة والتي تتضمنها اللوائح والقوانين وتعني ان المؤسسة تتعهد بحماية مصالح المساهمين وتؤكد على معاملتها المتساوية لهم بمن فيهم صغار المساهمين. (يجي، الخضر، 2012، ص195)

4. الدراسة القياسية لتأثير مؤشر نطاق الافصاح على مؤشر بورصة الجزائر

تعد هذه الدراسة القياسية فرصة للتأكد من حقيقة اثر حوكمة الشركات على أداء مؤشر البورصة الجزائري INDEXDZ كمتغير تابع، ومؤشر نطاق الافصاح لدى الشركات المنخرطة في هذه الأخيرة كمتغير مستقل INDEXDISCLOSURE. خلال فترة الممتدة ما بين 2007 إلى غاية 2020 مستعملين في ذلك جملة من الاختبارات كاستقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرين بالإضافة إلى اختبار التكامل المشترك من خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط، ودراسة استقرارية البقايا، اختبار Godfrey، و اختبار عدم ثبات تباين الاخطاء ل Breush Pagan، و اختبار JaqueBera المتعلق بالاختلاف الموزعة طبيعيا.

1.4. دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

نموذج و متغيرات الدراسة: $INDEXDZ = f(INDEXDISCLOSURE)$

دراسة استقرارية السلاسل:

CAP: معنوية $\alpha = 5\%$

M_1 : نموذج يحتوي على اتجاه عام و ثابت.

M_2 : نموذج يحتوي على ثابت.

M_3 : نموذج لا يحتوي.

الجدول 1. دراسة استقرارية السلاسل الزمنية INDEXDZ

النتيجة النهائية	INDEXDZ				
	النتيجة	c	β	α	
غير مستقرة	غير مستقرة	0,1289	0,1173	0,6748	M_1
	غير مستقرة	0,3820	/	0,8002	M_2
	غير مستقرة	/	/	0,9275	M_3

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

سلسلة غير مستقرة Prob أكبر من 5% و التي تشكل 0.05 المعنوية من خلال النماذج الثلاث المستخدمة في دراسة استقرارية المتغير مؤشر بورصة الجزائر وكنتيجة نهائية فالسلسلة غير مستقرة، وعليه يجب دراسة الاستقرارية بعد الفروقات الاولى.

الاتجاه العام للمتغير INDEXDZ

دراسة الاستقرار بعد الفروقات الأولى:

الجدول 2. دراسة الاتجاه العام INDEXDZ

النتيجة النهائية	D(INDEXDZ)				
	النتيجة	C	β	α	
مستقرة	غير مستقرة	0.9062	0.7283	0.2733	M ₁
	غير مستقرة	0.0210	/	0.0965	M ₂
	مستقرة	/	/	0.0167	M ₃

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

السلسلة مستقرة بصورة عامة عند النموذج الثالث يحتوي على اتجاه عام لكون α Prob أصغر من القيمة المعنوية 5%.

استقرارية السلاسل الزمنية INDEXDISCLOSURE

دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير INDEXDISCLOSURE مؤشر نطاق الإفصاح لدى الشركات في بورصة الجزائر

الجدول 3. دراسة استقرارية السلاسل الزمنية INDEXDISCLOSURE

النتيجة النهائية	INDEXDISCLOSURE				
	النتيجة	C	β	α	
غير مستقرة	غير مستقرة	0,0346	0,4938	0,3435	M ₁
	غير مستقرة	0,0351	/	0,1543	M ₂
	غير مستقرة	/	/	0,5666	M ₃

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

السلسلة غير مستقرة عند المستوى لان α Prob أكبر من المستوى و بالتالي نقوم بدراسة السلسلة من خلال الفروقات الأولى، وجود في النموذج الثاني و الثالث على التوالي α Prob = 0.0346 و α Prob = 0.0351 لا يعني أن السلسلة مستقرة بالضرورة و لذلك قمنا بالتأكد من خلال الاتجاه العام.

الاتجاه العام

دراسة الاستقرار بعد الفروقات الأولى

الجدول 4. دراسة الاتجاه العام INDEXDISCLOSURE

النتيجة النهائية	D(INDEXDISCLOSURE)				
	النتيجة	C	β	α	
مستقرة	مستقرة	0.6975	0.6692	0.0267	M ₁
	مستقرة	0.0012	/	0.0057	M ₂
	مستقرة	/	/	0.0002	M ₃

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

السلسلة مستقرة في النماذج الثلاث لكون α Prob مساوي و على الترتيب 0.0267 و 0.0057 و 0.0002 وعليه فالسلسلة مستقرة بعد الفروقات الأولى وهي تحتوي على اتجاه عام.

2.4. اختبار التكامل المشترك

بعد استقرارية السلسلتين عند الفروقات الأولى هناك احتمالية علاقة طويلة المدى بينهما، و للكشف عنها من خلال اختبار التكامل المشترك الذي بدوره يحتوي على نوعين من الاختبارين، الحالة الخاصة وجود متغيرين في الدراسة والحالة العامة في حالة وجود عدة متغيرات في الدراسة، في هذه الدراسة لدينا فقط متغيرين و عليه نقوم باختبار التكامل المشترك Engle and Granger، و كخطوة أولية نقوم بتقدير النموذج الدراسة للمتغيرين التابع INDEXDZ و المستقل INDEXDISCLOSURE بالمربعات الصغرى، بعدها سنقوم باستخراج سلسلة البواقي ونختبر الاستقرارية عند المستوى

$$\text{INDEXDZ} = f(\text{INDEXDISCLOSURE})$$

الجدول 5. تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى

Dependent Variable: INDEXDZ

Method: Least Squares

Date: 10/06/24 Time: 10:01

Sample: 2007 2020

Included observations: 14

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1335.981	430.4450	3.103720	0.0091
INDEXDISCLOSURE	-17.37672	101.2562	-0.171612	0.8666
R-squared	0.002448	Meandependent var		1262.750
Adjusted R-squared	-0.080681	S.D. dependent var		203.3169
S.E. of regression	211.3598	Akaike info criterion		13.67656
Sumsquaredresid	536075.5	Schwarz criterion		13.76786
Log likelihood	-93.73595	Hannan-Quinn criter.		13.66811
F-statistic	0.029451	Durbin-Watson stat		0.514793
Prob(F-statistic)	0.866603			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

من خلال النتائج متحصل عليها من تحليل الانحدار باستخدام المربعات الصغرى في برنامج EViews تشير البيانات إلى وجود متغيرين الثابت (C) قيمته 1335.981 وتفسيره أن عندما يكون مؤشر الشفافية مساوي للصفر فالقيمة المتوقعة لمؤشر البورصة هي القيمة المذكورة سابقا مع دلالة إحصائية قيمتها ($0.05 > \text{Prob.} = 0.0091$) أصغر من القيمة المعنوية أي أنه ذو دلالة إحصائية، في حين مؤشر الشفافية (INDEXDISCLOSURE) ذو القيمة السالبة -17.37672 المفسرة بان كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في مؤشر الشفافية تؤدي إلى انخفاض مؤشر البورصة بمتوسط 17.38 نقطة، ولكون ($0.05 > \text{Prob.} = 0.8666$) وهو ما لا يوجد دليل كاف على تأثير هذا المؤشر على الآخر في هذه العينة.

وأول شيء يلفت الانتباه هو قيمة معامل مؤشر الشفافية 0.8666، (-17.37672) مع قيمة احتمالية سالبة جدا (مما يشير إلى أن هذا المتغير ليس له تأثير ذو دلالة إحصائية على المتغير التابع، أيضًا قيمة R-squared منخفضة جدا (0.0024) مما يعني أن النموذج يفسر أقل من 1% من التباين في المتغير التابع، وهذا مؤشر على ضعف النموذج، في سياق الحديث عن العلاقة و تفسيرها، يجدر القول بأن هناك عوامل أخرى غير مدرجة تؤثر على هذا المؤشر.

الـ Adjusted R-squared سالب (-0.080)، وهذا يدل على أن إضافة المتغير المستقل مؤشر الشفافية لم تحسن النموذج، أيضًا قيمة F-Statistic منخفضة جدا (0.029) مع قيمة احتمالية عالية (0.8666)، مما يؤكد أن النموذج ككل ليس ذا دلالة

إحصائية، فهي تختبر إذا كان النموذج ككل ذو دلالة إحصائية وهو ما يعكس ذلك، أي أنه لا يوجد دليل على أن المتغير المستقل يشرح أي شيء ذي قيمة في المتغير التابع.

تشير Durbin-Watson stat إلى وجود 0.514 ارتباط ذاتي إيجابي قوي في البواقي، مما ينتهك افتراض استقلالية الأخطاء في نموذج الانحدار.

الخطأ المعياري للانحدار (S.E. of regression) مرتفع (211.35)، مما يشير إلى تباين كبير في البواقي، وقد يكون هناك مشكلة في تجانس التباين قيم معايير المعلومات مثل مرتفعة نسبياً SchwarzAkaike و Hannan-Quinn مما يشير إلى أن النموذج غير مناسب مقارنة بنماذج أخرى قد تكون أكثر كفاءة.

باختصار النتائج تشير إلى أن مؤشر الشفافية ليس له تأثير ذو دلالة إحصائية على مؤشر البورصة في هذه العينة، وأن النموذج المستخدم غير مناسب لوصف العلاقة بين المتغيرين.

تشير نتائج الانحدار إلى عدم وجود دليل إحصائي على تأثير مؤشر الشفافية على مؤشر بورصة الجزائر في الفترة المدروسة. ضعف النموذج أو عدم دلالة إحصائية يؤكدان أن العلاقة بين المتغيرين ضعيفة أو معدومة أو تظهر فقط عند مستويات عالية في تطبيق الشفافية لدى الشركات المدرجة في البورصات المتطورة أو ذات الكفاءة العالية. يعزى ذلك إلى احتمال وجود عوامل أخرى (كأسعار النفط كون الجزائر تعتمد عليه بشكل كبير أو السياسات الحكومية المتدخلة لكونها أكثر تأثيراً على البورصة... إلخ) غير مدرجة أو قصور في جودة البيانات (أخطاء في قياس مؤشر الشفافية أو المؤشر نفسه)، كل هذا يعكس بأن سوق الأوراق المالية الجزائرية لا تستجيب لمعايير الشفافية في المدى القصير، أو أن البيانات لا تغطي فترة كافية لملاحظة التأثير.

3.4. استقرار سلسة البقايا عند المستوى

الجدول 6. دراسة استقرار البقايا Residual

النتيجة النهائية	Residuals				
	النتيجة	c	β	α	
غير مستقرة	غير مستقرة	0.2932	0.1380	0.6795	M ₁
	غير مستقرة	0.2944	/	0.7882	M ₂
	غير مستقرة	/	/	0.2676	M ₃

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

عند اختبار استقرار البقايا عند المستوى وجد بأنها غير مستقرة كنتيجة نهائية وبالتالي فإن المتغيرين لا توجد بينهما علاقة طويلة المدى لأن $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.866603$ فالنموذج غير معنوي، على هذا الأساس ندرس العلاقة VAR على المدى القصير من خلال الانحدار الذاتي

الجدول 7. دراسة العلاقة على المدى القصير

Dependent Variable: INDEXDZ

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

Date: 10/06/24 Time: 10:44

Sample (adjusted): 2009 2020

Included observations: 12 after adjustments

$\text{INDEXDZ} = C(1) * \text{INDEXDZ}(-1) + C(2) * \text{INDEXDZ}(-2) + C(3)$

$$*INDEXDISCLOSURE(-1) + C(4)*INDEXDISCLOSURE(-2) + C(5)$$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.913567	0.372052	2.455478	0.0438
C(2)	-0.318868	0.414908	-0.768527	0.4673
C(3)	-62.17274	83.12441	-0.747948	0.4789
C(4)	4.690991	82.90035	0.056586	0.9565
C(5)	791.6109	587.5692	1.347264	0.2199
R-squared	0.549062	Meandependent var		1304.742
Adjusted R-squared	0.291383	S.D. dependent var		188.1186
S.E. of regression	158.3571	Akaike info criterion		13.26192
Sumsquaredresid	175538.7	Schwarz criterion		13.46396
Log likelihood	-74.57151	Hannan-Quinn criter.		13.18711
F-statistic	2.130800	Durbin-Watson stat		1.655810
Prob(F-statistic)	0.179907			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

نلاحظ من خلال تفسيرنا للمعاملات النموذج السابق بأن المعامل (0.913567, $p=0.0438$) C(1) أي أنها أقل من القيمة المعنوية 0.05 فهي تتأثر بالقيم السابقة و فقط، لكنها لا تتأثر بقيم المتغير المستقل على المدى القصير مما يعكس جمود السوق أو بطء استجابة المستثمرين للمعلومات الجديدة. في حين المعامل (-0.318868, $p=0.4673$) C(2) غير ذي دلالة احصائية فالقيم متأخر بفترتين، أما المعاملات C(3) و C(4) غير معنوية ($p > 0.05$) ولا يوجد دليل على تأثير الشفافية على أداء البورصة في المدى القصير، أما عن تفسيره من الناحية الاقتصادية قد يعكس ضعف تصور المستثمرين لأهمية الشفافية في القرارات الاستثمارية، أما جودة البيانات المعلنة حتى لو تحسنت الشفافية، قد لا تكون المعلومات موثوقة أو كافية لتحفيز الاستثمار.

أما الثابت C(5) ($p=0.2199$) فهو غير معنوي ولا يوجد تأثير ثابت مستقل عن المتغيرات الأخرى

النموذج يفسر 54.9% من التباين في مؤشر البورصة كون $R\text{-squared} = 0.549$ ، أما القيد Adjusted R-squared (0.291) المنخفضة تشير إلى أن بعض المتغيرات المدرجة قد تكون غير ضرورية خاصة مع عدم دلالة C(2), C(3), C(4). أن نموذج غير معنوي لأن $0.179907 = \text{Prob}(F\text{-statistic}) > 0.05$ لأنها أكبر من المعنوية فالمتغيرات المشتركة لا تفسر بشكل جماعي التغيرات في المؤشر بشكل كاف ، أما $\text{Durbin-Watson stat} = 1.655810$ يشير بأنه لا يوجد ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى مما يدعم صحة تقدير النموذج.

من الناحية أخرى يمكن التفسير النتائج المتحصل عليها مع اسقاطها على الواقع الغياب البارز لتأثير الشفافية كونها تشكل تحفيزا مباشرا للاستثمار وهذا الغياب من نتائج عدم وجود حوكمة رشيدة في السوق المالي الجزائري و ما ينعكس بالسلب في ضعف كفاءة هذه البورصة الناشئة (عدم استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة) أو هيمنة المضاربة قصيرة الأجل على تداولات البورصة.

4.4. التفسير الأكاديمي والاقتصادي لنتائج اختبار Breusch-Godfrey لارتباط الأخطاء الذاتي: (Serial Correlation LM Test)

الجدول 8. دراسة اختبار Breusch-Godfrey لارتباط الأخطاء الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.994166	Prob. F(2,5)	0.2308
Obs*R-squared	5.324678	Prob. Chi-Square(2)	0.0698

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 10/06/24 Time: 10:50

Sample: 2009 2020

Included observations: 12

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.311021	0.924308	0.336491	0.7502
C(2)	0.100404	0.828822	0.121140	0.9083
C(3)	-54.79780	78.40758	-0.698884	0.5158
C(4)	15.20496	97.15817	0.156497	0.8818
C(5)	-361.6656	721.6406	-0.501171	0.6375
RESID(-1)	-0.210167	1.028451	-0.204353	0.8461
RESID(-2)	-0.931084	0.478781	-1.944696	0.1094
R-squared	0.443723	Meandependent var		1.66E-14
Adjusted R-squared	-0.223809	S.D. dependent var		126.3252
S.E. of regression	139.7484	Akaike info criterion		13.00876
Sumsquaredresid	97648.13	Schwarz criterion		13.29163
Log likelihood	-71.05258	Hannan-Quinn criter.		12.90404
F-statistic	0.664722	Durbin-Watson stat		1.650484
Prob(F-statistic)	0.685625			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

شرح الفرضيات ونتائج الاختبار:

الفرضية الصفريّة: (H_0) لا يوجد ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء (البواقي) في النموذج .الفرضية البديلة: (H_1) يوجد ارتباط ذاتي تسلسلي (مشكلة في النموذج).

أظهرت النتائج: إحصاء F (p-value = 0.2308) وإحصاء LM (Obs R-squared, p-value = 0.0698) ، كلا القيمتين أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني عدم رفض الفرضية الصفريّة. ونستنتج بأنه لا يوجد دليل إحصائي على وجود ارتباط ذاتي تسلسلي من الدرجة الثانية (Lag 2) في النموذج.

أما فيما يخص تحليل معادلة الاختبار (Test Equation) الممثلة في متغير تابع واحد هو بواقي النموذج الأصلي (RESID)، والمتغيرات المستقلة (المتغيرات الأصلية مع بواقي المتأخرة RESID(-1)، RESID(-2)) وهو ما أظهر بأن هذه الأخيرة غير معنوية ($p > 0.05$) مما يدعم عدم وجود ارتباط ذاتي، كما تشير $R^2 = 0.4437$ إلى أن 44% من تباين البواقي الحالية يُفسر بالبواقي السابقة والمتغيرات الأصلية، لكن Adjusted R^2 سالب (-0.2238) يؤكد عدم ملاءمة النموذج.

غياب الارتباط الذاتي يعزز مصداقية نتائج VAR في تحليل العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات ويشير إلى أن التقلبات في مؤشر البورصة لا تفسر بعلاقات ذاتية غير مدروسة وضعف تأثير الشفافية (من نتائج VAR السابقة) قد يعكس عدم كفاءة المعلومات في السوق المالي الجزائري، حيث لا تترجم الشفافية إلى قرارات استثمارية فورية.

5.4. اختبارات التشخيص

جدول 9. دراسة اختبارات التشخيص

الاختبار	H0	النتائج	اتخاذ القرار
اختبار الارتباط التسلسلي LM	عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي التسلسلي	Prob F-statistic = 0.2308 Prob R-squared = 0.0698	نقبل H0
اختبار عدم ثبات تباين Breush Pagan	عدم وجود مشكلة عدم ثبات تباين الأخطاء	Prob F-statistic = 0.3265 Prob R-squared = 0.2547	نقبل H0
اختبار JaqueBera	الأخطاء موزعة طبيعياً	JB = 66.6286 Prob = 0.716545	نقبل H0

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

1- اختبار الارتباط التسلسلي (Breusch-Godfrey LM Test) :

كلا القيمتين أكبر من 0.05 لا يوجد دليل إحصائي على ارتباط ذاتي تسلسلي (عند مستوى ثقة 95 % القيمة 0.0698 (قريبة من 0.10) قد تشير إلى ارتباط ذاتي ضعيف لكنه غير معنوي.

من الناحية الاقتصادية غياب الارتباط الذاتي يعني أن التقلبات في المؤشر لا تعتمد على قيمها السابقة، مما قد يعكس كفاءة سوقية قصيرة الأجل (تقلبات عشوائية) وعدم وجود تأثير تراكمي للصدمات (مثل تغييرات مفاجئة في السياسات).

2- اختبار ثبات التباين (Breusch-Pagan Test) :

النتائج المتحصل عليها أكبر من 0.05 وهو ما لا مشكلة في ثبات التباين، من الناحية الاقتصادية تشير إلى أن تقلبات المؤشر متجانسة عبر الزمن أي لا توجد فترات ذات تقلبات عالية متبوعة بفترات هدوء (كالحالات في الأسواق المضطربة) مع مخاطرة السوق مستقر نسبياً في الفترة محل الدراسة.

3- اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء (Jarque-Bera Test) :

JB Statistic = 66.628 قيمة عالية، في حين $Prob > 0.05$ نقبل الفرضية H_0 بأن الأخطاء موزعة طبيعياً، في حين نرى بأن هناك تناقض ظاهري قيمة JB الكبيرة مع p-value مرتفعة قد تعكس حساسية الاختبار لحجم العينة الصغير، مع تأكيد من صلاحية الاختبارات المعلمية للمعاملات.

5. خاتمة

وفي ختام هذه الورقة البحثية، يمكن القول بأن الإفصاح و الشفافية المعلوماتية التي تشكل عصب الحوكمة الرشيدة والأساس الذي تقوم عليه الأسواق المالية لجذب الاستثمار وتحقيق النمو المستدام من خلال الرفع من كفاءتها، لاسيما في الاقتصادات الناشئة التي تواجه تحديات أكبر تتعلق في كسب ثقة المستثمرين و كفاءة الأداء وهو ما على الدول الناشئة تعزيز آليات الحوكمة في تفعيل معايير الإفصاح الإلزامي و مراقبة جودة البيانات المالية للشركات المدرجة في البورصة، مع زيادة الوعي الاستثماري وتوعية المستثمرين بأهمية الشفافية في تقييم الفرص والمخاطر واتخاذ القرارات الرشيدة.

من خلال تحليلنا للعلاقة بين مؤشر بورصة الجزائر ومؤشر الإفصاح و الشفافية للشركات المدرجة داخلها، توصلنا إلى مجموعة من النتائج الجوهرية كان من أهمها غياب التأثير الهيكلي طويل الأجل بين المتغيرين، حيث لم تظهر اختبارات التكامل المشترك وجود علاقة توازنية مما يشير إلى أن تحسين الإفصاح المعلوماتي لم يترجم إلى تحسن دائم في أداء السوق. هيمنة العوامل الذاتية قصيرة الأجل، حيث تأثر مؤشر البورصة بشكل معنوي بقيمه السابقة، في حين لم يسجل الشفافية و الإفصاح المعلوماتي تأثيرا ذا دلالة إحصائية، مما يعكس جمودا في تفاعل المستثمرين مع البيانات المعلنة، إن ضعف تفسير النموذج ($R^2 = 54.9\%$)، مما يؤكد هيمنة عوامل خارجية غير مدرجة، كالسياسات الحكومية أو التقلبات الاقتصادية الكلية. أخيرا، تؤكد هذه الدراسة على أن تطوير بورصة الجزائر وتحقيق مكانتها كسوق مالي جاذب للاستثمارات يتطلب إصلاحات هيكلية تعزز الثقة عبر تعميق مبادئ الحوكمة، وتحويل الشفافية من شعارات نظرية إلى ممارسات فعلية تترجم في أداء السوق وقرارات المستثمرين.

6. قائمة المصادر والمراجع

- بوديرة أمينة، (2019) واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري، *المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي*، المجلد 7، العدد 1، الصفحة 191-206.
- سليمان عادل، مروش يوسف، (2020) واقع التمويل عن طريق بورصة الجزائر وتحدياته المستقبلية " مع الإشارة لحالة شركة التأمينات Alliance Assurance Spa في بورصة الجزائر، *مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية*، المجلد 6، العدد 1، الصفحة 368-385.
- محمد براق، (2001) بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، *مجلة إدارة*، المجلد 11، العدد 1، الصفحة 87-102.
- معي الدين سمير، (2021) معضلة البورصة في الجزائر بين مظاهر الجمود وآليات التفعيل، *مجلة نماء للإقتصاد والتجارة*، المجلد 5، العدد 1، الصفحة 83-101.
- مزاوي محمد، (2010) الاختصاص الجزائي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في القانون الجزائري، *مجلة البدر*، المجلد 2، العدد 11، الصفحة 120-125.
- الحبيب مكاي، كريمة بابا حامد، (2017) البورصة و المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، *مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي*، المجلد 1، العدد 2، الصفحة 196-210.
- محفوظ جبار، (2023) أداء بورصة الجزائر: الواقع والآفاق، *مجلة معهد العلوم الاقتصادية*، المجلد 12، العدد 1، الصفحة 40-7.
- أبو حمام ماجد، (2023) دور الإفصاح المحاسبي في ترشيد القرارات الاستثمارية دراسة تطبيقية على بورصة فلسطين، *مجلة العلوم الإدارية والمالية*، المجلد 7، العدد 1، الصفحة 382-410.
- المصري محمود، (2022) أثر تطبيق الإفصاح الإلكتروني على تداول الأوراق المالية في السوق المالية دراسة ميدانية على المتعاملين في بورصة فلسطين، *مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة*، المجلد 6، العدد 1، الصفحة 01-26.
- عماري تقي الدين، نوي طه حسين، (2022) معوقات عمل بورصة الجزائر وآليات تفعيلها، *مجلة آفاق للعلوم*، المجلد 7، العدد 3، الصفحة 863-880.
- فراحي بلال، سعدي فاطمة الزهراء، (2021) آليات تنشيط وتطوير بورصة الجزائر (الأداء، المعوقات والحلول)، *مجلة آفاق علمية*، المجلد 13، العدد 3، الصفحة 659-678.
- الأطرش أسامة، قطاف علية، (2024) محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)، *مجلة الاقتصاد المالي والمصرفي والإداري*، المجلد 13، العدد 1، الصفحة 254-279.
- رشوان عبد الرحمن، (2017) تحليل العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات وحوكمة تكنولوجيا المعلومات وأثرها على زيادة جودة المعلومات المحاسبية، *مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية*، المجلد 4، العدد 2، الصفحة 1-30.
- 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.

يعي سعيدي، الخضر أوصيف، (2012) دور المراجعة الداخلية في تفعيل حوكمة الشركات، *مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية*، المجلد 5، العدد 1، الصفحة 181-208.

بركة كامل، (2022) دور نظام حوكمة الشركات في تحسين جودة المعلومات المحاسبية "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، *مجلة المحاسبة التدقيق والمالية*، المجلد 4، العدد 1، الصفحة 64-78.

الطاهر العماري . ابراهيم زروقي، (2018) دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، *مجلة آفاق للبحوث والدراسات*، المجلد 1، العدد 2، الصفحة 55-70.

AsumanErbenYavuz, Bade EkimKocaman, DoğanMesut, AdaletHazar, BabuşcuŞenol, SutbayevaRaikhan, (2024), The Impact of Corporate Governance on Sustainability Disclosures: A Comparison from the Perspective of Financial and Non-Financial Firms, Licensee MDPI AG, Basel, Switzerland, Vol. 16, N° 19

MohammedSaber 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*, vol 1 N°2.

للاستشهاد بهذا المقال وفق طريقة (APA) :

عمر دحماني وعبد النور بلميمون. (2025). أثر الحوكمة المؤسسية والشفافية المعلوماتية في تطوير بورصة الجزائر: دراسة قياسية في ضوء التحديات وآفاق التطوير. *مجلة الاقتصاد الجديد*. المجلد 16، العدد 02/2025