

## حوكمة الشركات كمدخل لتفعيل التنمية المالية والحفاظ على استقرار أسواق الأوراق المالية — دراسة حالة الجزائر -

*Corporate Governance as an Approach to Activating Financial Development and Maintaining Stability in Stock Markets - Case Study of Algeria-*  
*La gouvernance d'entreprise en tant qu'approche pour activer le développement financier et maintenir la stabilité des marchés boursiers - Etude de cas de l'Algérie-*

سعاد الميلودي  
Souaad El miloudi  
دكتوراه ل م د  
جامعة الجيلالي بونعامة-خميس مليانة-  
[s.elmiloudi@univ-dbkm.dz](mailto:s.elmiloudi@univ-dbkm.dz)

0553 53 51 64

تاريخ النشر: 2019/10/15

نبيل قبلي  
Nabil Guebli  
دكتوراه ل م د  
جامعة الجيلالي بونعامة-خميس مليانة-  
[n.guebli@univ-dbkm.dz](mailto:n.guebli@univ-dbkm.dz)

0670 35 46 24

تاريخ القبول: 2019/09/19

تاريخ الاستلام: 2019/08/20

### ملخص:

تعاظم الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات في معظم الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال العقود السابقة وخاصة بعد الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها بعض دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية عام 1997، 2001، 2002 وتعود أسباب هذه الانهيارات إلى الفساد الإداري والمالي وافتقار إدارة الشركات إلى إدارة سليمة في الرقابة والإشراف، ونقص الخبرة والكفاءة، ومن هذا المنطلق يعتبر المناخ القانوني والسياسي الذي يعمل في إطاره النظام المالي من المحددات المهمة لأنواع الخدمات التي يمكن أن تقدمها المؤسسات المالية ومدى جودتها، ذلك أن الحوكمة-التي تتطلب الشفافية والمساءلة وسيادة القانون والمؤسسات الفعالة والمشروعة-هي حسب الاعتقاد السائد جزء مهم من عملية التنمية المالية التي تؤدي في نهاية المطاف إلى استقرار أسواق الأوراق المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية.

**كلمات مفتاحية:** حوكمة الشركات، النظام المالي، التنمية المالية، استقرار أسواق الأوراق المالية.

تصنيف JEL: G30 , G38, G32

### Abstract:

Increased attention to the concept of corporate governance in most developed and emerging economies during the past decades, especially after the economic collapse and financial crises witnessed by some countries of East Asia and Latin America in 1997, 2001, 2002. The reasons for these collapses are administrative and financial corruption and the lack of proper management of companies in supervision and supervision, lack of experience and efficiency. In this sense, the legal and political environment within which the financial system operates is an important determinant of the types and quality of services that financial institutions can provide. That governance - which requires transparency, accountability, the rule of law and effective and legitimate institutions - is, in the prevailing belief, an important part of the financial development process that ultimately leads to the stability of stock markets and economic development.

**Keywords:** Corporate Governance, Financial System, Financial Development, Stability of Stock Markets.

**Jel Classification Codes :** G30 , G38, G32

**Résumé :**

Intérêt accru pour le concept de gouvernement d'entreprise dans les économies les plus avancées et les plus émergentes au cours des dernières décennies, en particulier après les crises économiques et les crises financières dans certains pays d'Asie de l'Est et d'Amérique latine en 1997, 2001 et 2002, et les raisons de ces effondrements dus à la corruption administrative et financière et au manque de gouvernance d'entreprise dans la gestion du contrôle et de la supervision, En ce sens, l'environnement juridique et politique dans lequel opère le système financier est un facteur déterminant des types et de la qualité des services que peuvent fournir les institutions financières. La liquidité et l'état de droit, ainsi que des institutions légitimes et efficaces, sont, à l'évidence, un élément important du processus de développement financier qui aboutit à la stabilité des marchés boursiers et au développement économique.

**Mots-clés :** Gouvernance d'entreprise, système financier, développement financier, stabilité des marchés boursiers.

**Codes de classification de Jel :** G30 , G38, G32

مقدمة:

لقد احتل موضوع الحوكمة خلال السنوات الأخيرة مكان الصدارة لدى الإدارات الاقتصادية في الدول المختلفة نتيجة للأزمة المالية التي عصفت بشركات مساهمة كبيرة وأدت إلى اهتزاز الثقة في مدى سلامة الإدارة لدى هذه الشركات ومدى صحة نتائجها المالية المعلنة وما لذلك من تداعيات سلبية مختلفة.

لذا فإن تطبيق مفهوم الحوكمة سيؤدي إلى تحسين إدارة الشركة ومن ثم أدائها وقدرتها على تجاوز الأزمات المالية والتشغيلية، حيث تكمن أهمية الحوكمة في حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح والحد من المخاطر وجذب المستثمرين وتوطيد دعائم الاقتصاد.

وتعتبر الحوكمة الجيدة بما تحمله من معاني الإفصاح والشفافية وضمن لحقوق المساهمين كآلية للرفع من كفاءة الأسواق المالية وأدائها وتعظيم قيمة الشركات بما يساهم في جعل هذه الأسواق محركا لعجلة النمو الاقتصادي وليس مثبطا لها. لذلك سنحاول من خلال هذه الدراسة إبراز دور مبادئ وقواعد حوكمة الشركات في تفعيل التنمية المالية والحفاظ على استقرار أسواق الأوراق المالية، وذلك بدراسة حالة الجزائر للوقوف على أهم المتطلبات الواجب اتباعها والعمل بها لتحسين مستواها.

1.1 أهمية الدراسة: تكمن أهمية الدراسة في:

- أهمية حوكمة الشركات في حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح والحد من المخاطر؛
  - دور مبادئ حوكمة الشركات في تحقيق التنمية المالية التي تؤدي إلى التنمية الاقتصادية من خلال ترسيخ عدد من معايير الأداء؛
  - تؤدي الحوكمة الجيدة إلى تطوير أسواق الأوراق المالية من خلال حماية المستثمرين.
- 2.1 أهداف الدراسة: تتمثل أهداف هذه الدراسة في:
- إبراز دور مبادئ حوكمة الشركات في تفعيل التنمية المالية لتحقيق الاستقرار في سوق الأوراق المالية؛

- تسمح قواعد الحوكمة في تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية والحفاظ على استقرارها من خلال الدور الذي تلعبه في ضمان مبدأ الإفصاح والشفافية عن المعلومات.

3.1 إشكالية الدراسة: في إطار هذا التحليل نطرح الإشكالية الرئيسية لهذه الورقة البحثية من خلال السؤال المحوري

التالي:

" كيف تساهم حوكمة الشركات في تفعيل التنمية المالية لتحقيق الاستقرار في أسواق الأوراق المالية عامة والجزائر خاصة؟"

#### 4.1 فرضيات الدراسة:

- هناك علاقة ارتباط وثيقة بين مبادئ حوكمة الشركات، التنمية المالية وتحقيق استقرار أسواق الأوراق المالية؛
- التطبيق الجيد لمبادئ حوكمة الشركات يؤدي إلى تحقيق الإفصاح والشفافية في أسواق الأوراق المالية وبالتالي رفع مستويات التنمية المالية بها؛

- لم يساهم تطبيق نظام حوكمة الشركات في الجزائر برفع مستوى النشاط واستقرار سوق الأوراق المالي بها.

#### 1- الإطار المفاهيمي:

شهدت الأدبيات الاقتصادية اهتماما متناميا بطبيعة العلاقة بين التمويل والتنمية المالية وحوكمة الشركات من خلال إبراز دور النظام المالي في عملية التنمية الاقتصادية والكيفية التي يمكن أن تؤثر بها المؤسسات والأسواق المالية في النشاط الاقتصادي وخاصة في ضوء التحولات العميقة التي يشهدها النظام الاقتصادي العالمي.

#### 1.2 تطور مفهوم حوكمة الشركات:

مصطلح الحوكمة مشتق من الكلمة الإغريقية "Kubernân" نسبة إلى الشخص الذي يقود أو يدير السفن الحربية حسب الظروف المحيطة بها والذي يتمثل دوره في مراقبة السفينة، نتيجة لذلك فإن أول تعريف لمصطلح الحوكمة هو المراقبة والقيادة والتوجيه، واستخدم هذا المصطلح في اللغة الفرنسية كمرادف لـ الحكومة حتى نهاية القرن الثامن عشر عندما استخدم هذا المصطلح في الكتابات الإنجليزية في الثمانينات ليعبر عن الحكم (Darine Bakkour, 2013, p2). فمصطلح الحوكمة ليس كلمة جديدة، إلا أن ظهورها في النقاش حول المؤسسة يعتبر نسبيا تطورا جديدا، حيث خضع هذا المفهوم لاجتهادات لغوية لا حصر لها، قليلها باللغة العربية وأغلبها باللغة الإنجليزية وغير دقيق في ترجمته (عبيدي نعيمة، 2014، ص 88).

حيث أن أول التجارب الكلاسيكية حول الموضوع كانت في حقل العلوم السياسية (Tino Raphael Toupane, 2009, pp 98-99) وسميت بـ "gouvernabilité"، هذا المفهوم الذي ارتكز على مكونين أساسيين، هما معرفة القانون والنظام، لكن مع نهاية الحرب الباردة حل مصطلح الحوكمة "la gouvernance" محل مصطلح "gouvernabilité"، لينتقل مفهوم الحوكمة من السياسة وإدارة الدولة إلى المؤسسات وليقترب هذا المفهوم الآن من الأسئلة المرتبطة بالميكانيزمات الضرورية لمناقشة مختلف مصالحي المؤسسة، واعتبر بعض الكتاب أن الحوكمة تعتبر العامل الموجه أو المرشد لاتخاذ القرارات التي نخدم الهدف المسطر، حيث أن المفاهيم الأولى عرفت الحوكمة على أنها فن حكم المؤسسات والمنظمات.

وقد كان من أبرز العوامل الدافعة لظهور الحوكمة في المؤسسات كمصطلح علمي واستخدامه كوسيلة للرقابة على تصرفات الإدارة مع بداية عقد التسعينيات من القرن الماضي وذلك نتيجة عدم كفاءة طاقم الإدارة وسوء استخدام السلطة في العديد من المؤسسات على الصعيد الدولي خصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية، ناهيك عن القناعة التي تولدت من الدلالات الميدانية لحوكمة المؤسسات التي أوضحت تأثيراتها المجتمعية والمنظماتية (مؤيد علي الفضل، 2007، ص 23).

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد تعريف موحد لمفهوم "حوكمة الشركات" وقد حرصت عدد من المؤسسات الدولية على تناول هذا المفهوم بالتحليل والدراسة مثل صندوق النقد والبنك الدوليين ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD التي

أصدرت في عام 1999 مبادئ حوكمة الشركات والمعنية بمساعدة الدول الأعضاء وغير الأعضاء بالمنظمة لتطوير الأطر القانونية والمؤسسية لتطبيق حوكمة الشركات بكل من الشركات العامة أو الخاصة المتداولة أو غير المتداولة بأسواق المال من خلال تقديم عدد من الخطوط الإرشادية لتدعيم إدارة الشركات وكفاءة أسواق المال واستقرار الاقتصاد ككل. ويدعم ذلك ما أكدت عليه المنظمة العالمية لمشرفي الأسواق المالية IOSCO في مايو 2002 من أهمية اتباع مبادئ OECD كحوكمة الشركات من أجل الحفاظ على سلامة أسواق المال واستقرار الاقتصاديات ( IOSCO recommends OECD principles of corporate governance for emerging markets, may 2002 )

ويعد مصطلح الحوكمة هو الترجمة المختصرة التي راجت للمصطلح Corporate Governance. أما الترجمة العلمية التي اتفق عليها فهي "أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة" وقد تعددت التعاريف المقدمة لهذا المصطلح، نورد أهمها فيما يلي:

حيث تعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها " النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها" (Alamgir M, may 2007, pp 7-8) وتعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بأنها "مجموعة من الإجراءات والعمليات التي يتم بموجبها إدارة المؤسسة والتحكم فيها لتحقيق أهدافها، وتتضمن توزيع الحقوق والمسؤوليات بين الأطراف المختلفة لهذه المؤسسة وتحديد القواعد والإجراءات الخاصة بصنع القرار فيها" (Free Land c, may 2007, pp 7-8)

لتقدم لجنة Cadbury تعريفا ( Cadbury, 1 December 1992) صادرا عن سوق لندن للأوراق المالية بأن الحوكمة هي مجموعة من أنظمة الرقابة المالية وغير المالية والتي عن طريقها يتم إدارة الشركة وتوجيهها والرقابة على شؤونها. وقد أشارت لجنة (Hample) بأن هذا التعريف لم يولي اهتمامه إلى كافة أصحاب المصالح الذين لهم مصلحة شرعية في الشركة، وإنما اهتم فقط بدور مجلس الإدارة والمساهمين (لطفى السيد أحمد أمين، 2007، ص 138)

كما عرفت قواعد الحوكمة على أنها مجموعة من القواعد والحوافز التي تهدي بها إدارة الشركات لتعظيم ربحية الشركة وقيمتها على المدى البعيد لصالح المساهمين، وتنظم قواعد إدارة الشركات التعاقدية بين المتعاملين مع الشركة خاصة علاقة المدير والوكيل أو الإدارة والمساهمين (شهيره الرفاعي، الأهرام الاقتصادي 2003/04/07) ومن المعروف أن الأسلوب الأمثل هو الفصل بين الملكية والإدارة لأنه يتيح الفرصة للمساهمين ورؤساء الشركات بالتركيز على ميزتهم التنافسية (ألا وهي توفير رأس المال المخاطر من ناحية وإدارة محافظ الاستثمار الحقيقية من ناحية أخرى) (محسن أحمد الخضيري، 2005، ص 53-57)

## 2.2 مفهوم التنمية المالية:

مصطلح التنمية المالية ليس له تعريف دقيق، ويرجع ذلك وفقا لـ Goldsmith إلى التعقيدات الكثيرة في الهيكلة المالية التي تطورت بشكل مختلف في سيرورة التنمية لمختلف دول العالم، وعليه تعبر التنمية المالية عن الترجمة في تغير الهيكلة المالية\*. وبالتالي دائما وفقا لـ Goldsmith في دراسته سنة 1969 التنمية المالية تتطلب بالضرورة معلومات عن التغيرات في الهيكل المالي على مدى فترات قصيرة أو طويلة من الزمن، وعليه يمكن دراسة التنمية المالية إما عن طريق جمع المعلومات عن تدفق المعاملات المالية لفترات من الزمن المستمرة، وإما من خلال المقارنة بين الهيكل المالي في نقاط مختلفة من الزمن وهذا ما يسمى بالمنهج الفكري للتنمية المالية ( Samouel Beji, 2009, p20).

وفي وقت لاحق مع نشوء نظرية التحرير المالي على يد كل من 1973 Mckinnon & Shaw، تبين أن تحرير النظام المالي مصطلح مرادف للتنمية المالية حيث تناولا دور تحرير الهيكل المالي وأثره الإيجابي على النمو الاقتصادي، وذلك من خلال تحفيز الادخار والاستثمار، غير أن هذا التعريف تعرض لانتقادات على أساس أنه ليس بالضرورة أن النظام المالي المتطور هو نظام متحرر أو منفتح على المنافسة وخال من تدخل الدولة.

ثم قام العديد من المؤلفين بسلسلة من البحوث بغية تأكيد أهمية النهوض بالهيكل المالي على النمو الاقتصادي ومن أبرزهم R.Levine، 1997، Demirguç-kunt & R.Levine، 2008 حيث اعتمد هؤلاء المؤلفين منهجا وظيفيا في تعريف التنمية المالية ودورها في التنمية، وعليه تتجه الفكرة الأساسية وفقا لهذا المنهج أنه على مستوى الاقتصاد الكلي يمكن أن يؤدي ظهور الأسواق والمؤسسات المالية إلى وجود علاقات سوقية في شكل معلومات وتكاليف معاملات، وتلعب الوساطة

المالية دورا في تخفيض التكاليف المرتبطة بمدخرات القطاع العائلي والقرارات الاستثمارية في اقتصاد الدولة، ومن المتوقع أن تسهم النظم المالية في زيادة كفاءة تخصيص الموارد التي ينبغي أن تؤثر إيجابا في النمو الاقتصادي. يعرف Levine (2004, 1997)، التنمية المالية على أنها: "زيادة كفاءة الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي للتخفيض من قصور السوق متمثلا في خفض تكاليف المبادلات ومخاطر المعلومات، وذلك من خلال تجميعها وتداولها عبر الاقتصاد القومي، بما ينتج آثار إيجابية على قرار الادخار والاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي" (Ross Levine, Vol 1997, NBER Working paper 10766, 2004) وبالتالي حسب Levine تكون هناك تنمية مالية عندما يكون هناك تحسن في كمية ونوعية الخدمات المالية والتي تنعكس إيجابا على النشاط الاقتصادي. فحسب الاقتصادي Levine 2004، تكون هناك تنمية مالية عندما تحدث تحسينات نوعية وكمية في الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي، مع الإشارة إلى وجود اختلاف كبير ما بين الدول في درجة ومستوى وكفاءة وفعالية تقديم الخدمات، وبالتالي يعمل النظام المالي على تسهيل تكوين رأس المال من خلال توفير مجموعة واسعة من الأدوات المالية لتلبية متطلبات مختلفة للمقرضين والمقترضين، وبالتالي النظام المالي يلعب دورا هاما في تعبئة الادخارات وضمان التوزيع والتخصيص الأمثل لها نحو قطاعات إنتاجية (J B Ang, 2008, p536.).

ووفقا لـ Levine (2004, 1997) يتعين على الوسطاء الماليين توفير خمس وظائف (Ross Levine, 2004, pp 5-25) ينظر إليها على أنها الأكثر أهمية للنظام المالي، وبالتالي فإنه يمكن أن يساعد في تسهيل المعاملات المالية، تغطية المخاطر وتنوع الأصول وتوزيع المخاطر، علاوة على ذلك فإنه يساعد في الحصول على المعلومات عن المشاريع وتعزيز التخصيص الأمثل للموارد وكذا يضمن الرقابة والتحكم في المؤسسات.

## 2- مؤشرات الحوكمة والتنمية المالية

تشير الدراسات المتعددة بان الالتزام بتطبيق المفهوم الفكري للحوكمة (حوكمة الشركات) ينعكس بشكل جيد على أداء الوحدات الاقتصادية بأبعاده المختلفة المالية والتشغيلية واستمرار النمو، فعلى الصعيد الاقتصادي تتنامى أهمية اتباع القواعد السليمة لحوكمة الشركات كالاتي (نرمين أبو العطا، مقال متوفر على الانترنت):

- ✓ ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم على تحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم؛ مع العمل على الحفاظ على حقوقهم وخاصة حائزي أقلية الأسهم.
- ✓ التأكد من كفاءة تطبيق برامج الخصخصة وحسن توجيه الحصيلة منها إلى الاستخدام الأمثل لها، منعاً لأي من حالات الفساد التي قد تكون مرتبطة بذلك.

تعظيم القيمة السهمية للشركة Maximizing Shareholder Value، وتدعي تنافسية الشركات في أسواق المال العالمية؛ وخاصة في ظل استحداث أدوات وآليات مالية جديدة، وحدوث اندماجات أو استحواذ أو بيع لمستثمر رئيسي... إلخ.

- ✓ توفير مصادر تمويل محلية أو عالمية للشركات سواء من خلال الجهاز المصرفي أو أسواق المال؛ وخاصة في ظل تزايد سرعة حركة انتقال التدفقات الرأسمالية.
- ✓ تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية.

حيث تتكون المؤشرات العالمية للحوكمة من ستة مؤشرات، وكل مؤشر يقيس موضوعا من مواضيع الحوكمة. هذه المؤشرات هي (بسام عبد الله البسام، 2014، ص 184-195 & بسام عبد الله البسام، يومي 19-20 نوفمبر 2013، ص 398-399):

### 1.3 مؤثر السيطرة على الفساد:

بالإضافة إلى أن السيطرة على الفساد يدعم النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، تعد محاربة الفساد أحد الأهداف الرئيسية لتطبيق مبدأ الحوكمة مقارنة بالأسلوب التقليدي في الإدارة.

### 2.3 مؤثر فعالية الحكومة:

ويقيس مدى جودة الخدمات العامة، وجودة الخدمات المدنية، ودرجة استقلالية عمل الحكومة عن الضغوط السياسية، وجودة الأنظمة وتطبيقها ومصداقية التزام الحكومة بهذه الأنظمة).

### 3.3 مؤشرا الاستقرار السياسي:

وفقا لمؤشرات الحوكمة العالمية فإن مؤشر الاستقرار السياسي يقيس احتمال زعزعة استقرار الحكومة أو حدوث انقلاب غير شرعي أو استخدام العنف، وهذا يشمل العنف ذو الطابع السياسي والإرهابي.

### 4.3 مؤشرا جودة التشريعات وتطبيقاتها:

يعرف مؤشر جودة التشريعات وتطبيقها على أنه يقيس مدى قدرة الحكومة على صياغة وتنفيذ سياسات ولوائح فعالة من شأنها مساعدة التنمية في القطاع الخاص. ويقيس هذا المؤشر مدى رغبة الحكومة في خلق بيئة استثمارية جاذبة للمستثمرين من الداخل والخارج، وهذا إشارة واضحة إلى الدور الذي يؤديه القطاع الخاص كداعم-في بعض الأحيان - مواز للدور الحكومي في تعزيز التنمية الاقتصادية.

### 5.3 مؤشرا سيادة القانون:

يقيس مؤشر سيادة القانون مدى ثقة المتعاملين بتطبيق القوانين من قبل الحكومة بشكل متساو على الأفراد والمنظمات، وبشكل خاص الثقة في مدى إنفاذ العقود، وحماية حقوق الملكية، وعمل الشرطة، والمحاكم.

### 6.3 مؤشرا المشاركة والمساءلة:

يقيس مؤشر المشاركة والمساءلة مدى قدرة مواطني بلد ما على المشاركة في انتخاب حكومتهم، بالإضافة إلى حرية التعبير، وحرية تكوين الجمعيات، والإعلام الحر. بمعنى آخر، يقيس المؤشر مدى قدرة المواطنين على المشاركة في عملية اتخاذ القرارات، ورسم الاستراتيجيات.

### 3- دور الحوكمة في تفعيل التنمية المالية والحفاظ على استقرار أسواق الأوراق المالية

تكتسي قواعد الحوكمة أهمية بالغة لتحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية واستقرارها، لأنها تؤدي في نهاية المطاف إلى تحقيق التوازن في أسعار الأسهم. ومن المعروف أن كفاءة السوق تتوقف على مدى توفر المعلومات لمجموع المستثمرين في توقيت واحد، وأن الحوكمة لديها الآليات التي تضمن الوصول إلى الإفصاح عن تلك المعلومات التي تمكن من تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية واستقرارها، خاصة من خلال مجموع المزايا التي يوفرها الإفصاح والتي يمكن تلخيصها فيما يلي ( Jacqillat Bertrand & Solnik Bruno.H, 1976, p20):

✓ زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من مستوى عدم تماثل المعلومات؛

✓ زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يضمن تحسين السيولة وتقليل صانعي السوق؛

✓ زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من تقلبات أسعار الأسهم.

وعليه فإن تحسين أو تدهور الحوكمة له دور كبير في تحديد أداء الأسهم، لأن هناك علاقة طردية بين حوكمة الشركات وتحديد السعر العادل للسهم، وترجع هذه العلاقة إلى الأسباب التالية:

✓ نوعية المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين تعكس جودة الحوكمة، حيث أن مبدأ الإفصاح والشفافية أحد مبادئ حوكمة الشركات (أمار جيل، 2003، ص ص 65-66):

✓ وجود علاقة ارتباط طردية بين مستوى حوكمة الشركات ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية (محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم، جامعة الإسكندرية، 2005، ص 228).

وبما أن ثقة المستثمرين لا تتوفر إلا إذا تأكدوا أنهم سيحصلون على معاملة عادلة ومتكافئة، فقد وجب على نظام الحوكمة الجيد أن يوفر وسائل يتسنى للمساهمين استخدامها لحماية حقوقهم في الشركة، ويتأكدوا من خلالها أن أموالهم ستوظف بالشكل الذي يراعي مصالحهم ( Douglas W Diamond & Robert E Verrchia, September 1991, p 1326.,).



## 4- دراسة تحليلية لمؤشرات الحوكمة في الجزائر

في شهر جويلية من سنة 2007، انعقد بالجزائر أول ملتقى دولي حول "الحكم الراشد للمؤسسات"، وقد شكل هذا الملتقى فرصة مواتية لتلاقي جميع الأطراف الفاعلة في عالم المؤسسة، وحدد لهذا الملتقى هدف جوهرى يتمثل في: تحسيس المشاركين قصد الفهم الموحد والدقيق لمصطلح وإشكالية الحوكمة للمؤسسة، من زاوية الممارسة في الواقع وسبل تطوير الأداء ببلورة الوعي بأهمية الحوكمة في تعزيز تنافسية المؤسسات في الجزائر وكذا الاستفادة من التجارب الدولية.

## 1.5 بلورة فكرة الحوكمة في الجزائر:

خلال فعاليات الملتقى الذي انعقد بالجزائر عام 2007، تبلورت فكرة "إعداد ميثاق جزائري للحكم الراشد للمؤسسة" كأول توصية وخطوة عملية تتخذ، وقد تفاعلت كل من جمعية حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة ومنتمى رؤساء المؤسسات مع الفكرة، بترجمتها إلى مشروع ومن ثم ضمان تنفيذه بواسطة إنشاء فريق عمل متجانس ومتعدد التمثيل.

قد تفاعلت السلطات العمومية، ممثلة في وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، بدعمها للمشروع بواسطة قبول رعاية الملف وتكليف أحد إدارتها السامية للمشاركة الفعلية في فوج العمل المكلف بتحرير ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر وكذا تسخير الدعم المادي، كما شاركت في المبادرة مجموعة من الهيئات والمؤسسات الدولية المقيمة بالجزائر مثل مؤسسة التمويل الدولية وبرنامج ميدا لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا المنتدى الدولي للحكم الراشد للمؤسسة.

وهذه التعبئة والاستعداد الكبيرين، عبر الجميع عن نيتهم للانضمام إلى المبادئ الأخلاقية وقواعد السلوك السليم لتسيير المؤسسات المتعارف عليها دوليا، كما برهنوا عن التزامهم بالعمل من أجل تعزيز هذه المبادئ والقواعد من طرف القطاع الخاص، على المستوى الوطني، ثم الانتقال إلى اقتصاد سوق حديث يتميز بالحزم والانتظام الكبيرين، أين يعبر عن الاحتياجات بدقة وشفافية بصورة متناهية الدقة.

حيث تبين التجارب الدولية أن موائيق الحوكمة للمؤسسات يمكن إعدادها من طرف مختلف الجهات الفاعلة: كالبانوك المركزية ومكاتب الاستشارات القانونية والمنظمات الغير حكومية وفرق العمل... وعليه، فإن الصيغة التي اعتمدها كل من حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة ومنتمى رؤساء المؤسسات هي تشكيل "فريق عمل يتكون من طرف مختلف المتدخلين في عالم المؤسسة".

وفي هذا السياق، ساهمت وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية بالانضمام لفريق العمل المنصب شهر نوفمبر 2007، تحت تسمية "GOAL08"، في اشارة الى فريق العمل للحكم الراشد بالجزائر سنة 2008، ويعتبر هذا الميثاق ثمرة لسلسلة الأعمال التي قادها فريق العمل بين الفترة الممتدة من نوفمبر 2007 إلى نوفمبر 2008.

وفي غضون هذه الحقبة الزمنية، تمكن فريق العمل بعد سلسلة المشاورات مع الأطراف الفاعلة، بأن يقيس وبعمق حالة الاستعجال لتبني ميثاق الحوكمة للمؤسسة في الجزائر وكذا الحاجة إلى إدراجه ضمن السياق الدولي المتميز بالابتكار وتبادل الخبرات. وفي هذا الشأن، فقد شكلت مبادئ الحوكمة المعتمدة من طرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ضمن إصدارها لعام 2004، أهم المراجع التي استند منها فريق العمل آخذا بعين الاعتبار خصوصيات المؤسسة الجزائرية.

## 2.5 المعايير الأساسية للحوكمة في المؤسسة بالجزائر:

تقوم الحوكمة للمؤسسة على أربعة مبادئ أساسية هي:

- الإنصاف: الحقوق والواجبات الخاصة بالأطراف الشريكة، وكذا الامتيازات والالتزامات المرتبطة بهم، يجب أن توزع بصورة منصفة؛
  - الشفافية: الحقوق والواجبات، وكذا الصلاحيات والمسؤوليات المترتبة عن ذلك، يجب أن تكون واضحة وصريحة للجميع؛
  - المساءلة: مسؤولية كل طرف محددة على حدى بواسطة أهداف محددة وغير متقاسمة؛
  - المحاسبة: كل طرف شريك يكون محاسبا أمام طرف آخر عن الشيء الذي هو مسؤول عنه؛
- هذه المبادئ الأربعة (4) العالمية تشكل مقاييس تدعم بعضها البعض، أي أنها تطبق معا وتترابط، فهي ليست اختيارية ولا يمكن عزلها عن بعضها البعض، إذ تشكل نوعا من "المربع السحري" والذي يجعل من الحوكمة خيار الفوز في كل الظروف. وهذا تغطي معايير الحوكمة للمؤسسات العلاقات التي تربط الأطراف الفاعلة الداخليين للمؤسسة من جهة، ومن جهة أخرى الأطراف الفاعلة الخارجيين.
- 3.5 تقييم مؤشرات الحوكمة في الجزائر:**

يصدر عن البنك الدولي مؤشرات عن دور مؤسسات الدولة في عدالة المحاكم والسياسات التي تمارسها تجاه المواطنين ومدى فعاليتها في التصدي للمحسوبيات وقدرتها على صياغة وتنفيذ السياسات الفعالة والسليمة واحترام حقوق المواطنين، ودور القضاء في التصدي للفساد الإداري والرشاوي. إضافة إلى جميع العمليات التي يتم تحديدها ومراقبتها من قبل الحكومة والتي تصب في خدمة المواطن.

تنقسم مؤشرات المؤسسات والحوكمة الرشيدة إلى ستة مؤشرات رئيسية، يتم تقديرها حسب منهجية معتمدة (من طرف البنك الدولي)، تبلغ قيمة المؤشر بين (2.5 و 2.5). يشير ارتفاع قيمة المؤشر إلى الأفضل، حيث يدل على أن الدولة قامت بإجراءات فعالة ساهمت في تحسين وضعيتها في مؤشر المؤسسات والحوكمة الرشيدة. تم اختيار ثلاثة مؤشرات هامة تعكس فعالية ودور الدول في مكافحة الفساد والرشاوي والمحسوبيات وسيادة القانون.

✓ **فعالية الحكومة:** يُركز المؤشر على نوعية الخدمات العامة والمدنية وكفاءة موظفيها ودرجة استقلاليتهم بعيدا عن الضغوطات السياسية وكيفية تنفيذها من قبل الحكومة ومدى مصداقيتها والتزامها بهذه السياسات. فبالنسبة للجزائر حلت المركز 15 عربيا بقيمة معيارية لم تتجاوز (-0.55) لمتوسط الفترات 2010-2013، في حين حققت دولة الامارات العربية المتحدة المركز الأول عربيا وبلغ متوسط مؤشر الأربع سنوات حوالي 1.17، وهذا يعود لما قامت به الدولة لغرض تحسين الأداء بإنشاء جوائز "أبو ظبي ودبي للأداء الحكومي المتميز"، ليُمكن كافة الموظفين في المشاركة بتطوير الجودة الشاملة.

✓ **مؤشر سيادة القانون:** يُركز المؤشر على ثقة المواطنين ومدى التزامهم وفقا لقواعد المجتمع المدني والدولة وكذلك فعالية

القضاء والمحاكم وكيفية تنفيذ العقود وحقوق الملكية. حلت الجزائر المرتبة 16 عربيا بقيمة معيارية تقدر بحوالي -0.75 لمتوسط الفترات 2010-2013، في حين استحوذت دولة قطر على المركز الأول عربيا بقيمة معيارية قُدرت بحوالي 1.310 لسنة 2013.

✓ **مؤشر مكافحة الفساد الإداري:** يُركز على مدى ممارسة الأفراد في السلطة العامة لتحقيق مكاسب خاصة، ومدى تفشي

الفساد الإداري داخل السلطة القضائية وكذلك كل أنواع أشكال الفساد الذي يعيق من تنفيذ الأعمال، إضافة إلى جدية الدولة في مكافحة الفساد.

حيث حققت الجزائر بالنسبة لهذا المؤشر المرتبة 14 عربيا بقيمة معيارية قُدرت بحوالي -0.49 لمتوسط الفترات 2010-2013، أما دولة قطر فحققت المركز الأول عربيا بقيمة معيارية حوالي 1.608، ويعود ذلك إلى ما قامت به الدولة بتأسيس مركز

حُكم القانون ومكافحة الفساد، والذي ساهم في تحسن قيمة مكافحة الفساد لهذه الأخيرة. والجدول الموالي يبين تطور مؤشر قطاع المؤسسات والحوكمة الرشيدة في الجزائر لمتوسط الفترات 2010-2013:

الجدول رقم(1): مؤشر المؤسسات والحوكمة الرشيدة في الجزائر لمتوسط الفترات 2010-2013

قطاع المؤسسات والحوكمة الرشيدة				
2013	2012	2011	2010	
-0.60	-0.55	-0.58	-0.48	فعالية الحكومة
-0.68	-0.77	-0.79	-0.75	سيادة القانون
-0.48	-0.49	-0.51	-0.49	الفساد الاداري

المصدر: تقرير تنافسية الاقتصادات العربية 2016، ص 42.

بين الأدلة النظرية والتطبيقية أن استقطاب الاستثمار وتشجيع الاستثمار المحلي يعتمدان على التطبيق الفعال لمبادئ الحاكمية الرشيدة والتوجيه الإداري السليم. في إطار هذا التقرير، يشتمل التوجيه الإداري السليم على قدرة الحكومات على إدارة الموارد بكفاءة (نوعية البيروقراطية) ، وعلى تقليص الفساد الإداري، واحترام الدولة والمواطنين للمؤسسات التي تحكم المعاملات الاقتصادية والاجتماعية المتبادلة بينهم. وتجدر الإشارة إلى أن العوامل الثلاثة التي وقع اعتمادها لبناء مؤشر الحاكمية وفعالية المؤسسات (الفساد الإداري، احترام القانون والنظام والبيروقراطية) تقاس في الأساس بمتغيرات نوعية تنشرها وكالات تقدير المخاطر السياسية والتجارية وهي تشمل وجهات نظر الخبراء ورجال الأعمال وتغطي مجالاً واسعاً من الجوانب الهامة. لكن بالنسبة للجزائر فهي تحتاج لمزيد من الإصلاحات في مجالات محاربة الفساد الإداري وتقليص المتطلبات الإدارية لإنجاز الأعمال التجارية والشخصية، بالإضافة إلى تقوية احترام القانون. بلغت فجوة المؤسسات حوالي 30% ، مما يجعل الإصلاح المؤسسي على رأس التحديات التي يواجهها الاقتصاد الجزائري، والتي تعتبر عاملاً حاسماً في إطار تحقيق النمو المستدام وبيئة مواتية للأعمال. لذلك تتطلب المنظومة العامة الجيدة لإدارة الحكم تحولاً جوهرياً في دور الدولة، مقابل التحول في دور الفاعلين والأطراف أصحاب المصلحة في التنمية. ويحتاج هذا التحول إلى رؤية استراتيجية للتنمية، تساعد في وضع سياسات وبرامج تمكن من تحقيق التكامل بين أنشطة وأهداف الدولة في مختلف القطاعات.

ففي مجال الفساد الإداري، تعاني الجزائر من تفشي هذه الظاهرة، التي تضاف إلى تكاليف القيام بالأعمال وتزيد من المخاطر، خاصة في مجال استقطاب الاستثمارات وتطوير سوق الأوراق المالي لها. أما في مجال احترام القانون والنظام فإن الوضع في الجزائر يدل على ارتفاع مستوى المخاطر، ويتطلب الأمر معالجة من أجل تقليل المخاطر وتحسين البيئة الاستثمارية بها. بهذا ما زالت الجزائر تحتل رتب متدنية في قائمة الدول الأكثر فساداً في العالم، حيث احتلت الرتبة 105 حسب التقرير الصادر عن منظمة الشفافية الدولية الذي صدر في ديسمبر 2012 ، وحسب التقرير الجديد الذي يتضمن استطلاعاً لرأي حول الفساد لسنة 2013 ، الذي يتضمن مجموعة من آراء المواطنين من كافة دول العالم من بينها الجزائر، حيث يشير تقرير " ترانسبرانسي أنترناشيونال "استناداً إلى العينة التي اعتمد عليها إلى أن كل القطاعات في الجزائر يشملها الفساد بنسب متفاوتة، كما يلفت التقرير إلى أن 74 % من الجزائريين يعتقدون أن قطاع المال والأعمال من القطاعات الأكثر فساداً، وهذا ما يدل على أن تفعيل آليات الحوكمة مازال ضعيفاً رغم الجهود المبذولة (محمد سيدمو، مقال متوفر على الموقع التالي:

<http://www.elbilad.net/article/detail?id=1357>

#### 4.5 متطلبات تحسين الحوكمة والشفافية لتفعيل التنمية المالية بالجزائر:

تشكل الحوكمة الجيدة خير دليل على نزاهة النظام المالي وشفافيته بالنسبة إلى المؤسسات المالية وغيرها من المنظمات التي تصل إلى الأسواق المالية. وعليه فمن الأهمية بمكان أن تخضع المؤسسات المالية للحوكمة بطريقة تضمن حماية أصحاب المصلحة في النظام المالي حيث وضعت كل من الجهات الرقابية الدولية معايير محسنة في مجال الحوكمة بناء على المعايير

والمطلبات الدولية الخاصة بالمنظمات الدولية مثل منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية(OECD) والمنظمة الدولية لهيئات سوق المال(IOSCO).

كما أصبحت الحوكمة وسيلة لتعزيز الثقة في اقتصاد أي دولة ودليل على وجود سياسات عادلة وشفافة وقواعد لحماية المستثمرين والمتعاملين، ومؤشرا على المستوى الذي وصلت إليه إدارات الشركات في الالتزام المعني لقواعد حسن الإدارة والشفافية والمحاسبة ووجود إجراءات للحد من الفساد، وبالتالي زيادة جاذبية الاقتصاد للاستثمارات المحلية والخارجية وتحسين قدرته التنافسية(كمال بوعظم & زايد عبد السلام، 18-19 نوفمبر 2009، ص54).

وفي المقابل، برزت بورصة الجزائر إلى الوجود بعدد محدود جدا من الشركات ولا زالت تسير على هذا النحو الأمر الذي انعكس في صغر حجم السوق وكفاءته، وعليه فإن الاهتمام بحوكمة الشركات في الجزائر خاصة المدرجة بسوق الأوراق المالية أصبح أمرا ضروريا، حيث يتطلب ذلك من السلطات الوصية أن تقوم بالمبادرات الضرورية في سبيل إرسائها، فبالرغم من الجهود البسيطة التي اتخذتها وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إصدار ميثاق حوكمة الشركات فإنه يمكن للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة(COSOB) وبالتعاون مع الجمعيات العمومية للمساهمين وكذا هيئات المحاسبين والمراجعين أن تطور هذا الميثاق ليتوافق بشكل أكبر مع المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وجعله كشرط للقيود واستمرار القيد بالبورصة كما هو الشأن بالنسبة للبورصة المصرية، حيث تستطيع الشركات سواء المدرجة بالبورصة أو غيرها من المؤسسات العمومية الأخرى أن تسترشد بجدول عمل تأخذ به بالتدرج حتى تتوافق أوضاعها مع المبادئ الجديدة بشكل كامل، حيث يتم تقسيم عملية التطبيق على مراحل إلى أن تتم بشكل كامل كما يلي(هيئة الأوراق المالية والسلع -إدارة الإصدار والأفصاح، متوفر على الموقع التالي: [www.sca.gov.ae/arabic/companies/documents/corporategovernanceprocedures.pdf](http://www.sca.gov.ae/arabic/companies/documents/corporategovernanceprocedures.pdf)).

#### ✓ المرحلة الأولى:

وهي مرحلة انتقالية تتخذ خلالها الشركة الإجراءات التالية:

- إعداد سياسة مكتوبة خاصة بحوكمة الشركة تتمثل في القواعد الإجرائية، وأسلوب الرقابة والإشراف على تطبيقها؛
- تشكيل لجنة مؤقتة منبثقة عن مجلس الإدارة يجوز أن تتضمن خبراء من خارج المجلس، وذلك لتوفير متطلبات تنفيذ نظام الحوكمة.

#### ✓ المرحلة الثانية:

وهي مرحلة التنفيذ وتشمل الإجراءات التالية:

- وضع برنامج سنوي لأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية لتطوير وتحديث معرفتهم بأهمية التقيد بمبادئ الحوكمة لضمان المشاركة الفاعلة في رفع كفاءة أداء الشركة؛
- صدور قرارات الجمعية العمومية للمساهمين بإقرار التعديلات الواجبة والتي تشمل:
- التنفيذ الكامل لمبادئ حوكمة الشركات والقواعد الإجرائية التي وضعتها الشركة؛
- وضع نظام لمراجعة وتقييم القواعد الإجرائية لحوكمة الشركات لتحديد الاحتياجات والتعديلات الواجبة.

#### ✓ المرحلة الثالثة: وهي مرحلة تقييمية تشمل ما يلي:

- تلتزم الشركة بإعداد تقرير سنوي عن ممارسات حوكمة الشركات بها شاملا جميع البنود التي جاء بها ميثاق الحوكمة؛
  - يقوم مجلس الإدارة بعرض تقريره للمناقشة مع المساهمين في الجمعية العمومية، موضحا النقاط التي لم يتم تطبيقها قصد تداركها.
- وهذا باعتبار أن الحوكمة تعمل على كسب ثقة المتعاملين من خلال تطوير نظام الإفصاح بها وبناء الشفافية في كل عملياتها من خلال ما يلي:

- تعزيز الشفافية: وذلك من خلال اتخاذ خطوات مناسبة من أجل الحرص على التوفيق بين المعايير وأفضل الممارسات الدولية وضمان تعزيز ثقافة امتثال متينة على مستوى الشركات ورصد أي نشاط يسيء إلى ثقة المستثمر وتصويب مواطن الخلل فيه:

- تعزيز ممارسات الإفصاح: وذلك من خلال اعتماد معايير صارمة تراعي ممارسات الإفصاح لا سيما فيما يخص قضايا التقييم والمخاطر، وكذا مراجعة الممارسات الحالية المتعلقة بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركات والمتاحة للمدققين الخارجيين.

الأمر الذي يستدعي تدخل الجهات الوصية بإصلاحات جديدة من شأنها إلزام المؤسسات الجزائرية بتطبيق مبادئ الحوكمة، وكذا العمل على إدراج عدد أكبر من المؤسسات في البورصة من أجل الارتقاء بها ورفع كفاءتها.

#### 5- الخاتمة:

تعتبر التنمية المالية عن التحسينات والتطورات في كفاءة النظام المالي ومؤسساته (المصرفية، أسواق رأس المال) التي يمكن أن تسهم في زيادة كفاءة تعبئة وتوزيع الموارد المحلية والأجنبية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، تعتبر حوكمة الشركات في معظم الاقتصاديات المتقدمة والناشئة شرطا أساسيا وضروريا لتحقيق الاستقرار في أسواق الأوراق المالية، وبالتالي تطويرها من خلال رفع مستويات التنمية المالية بها، وذلك من خلال تدعيم الإفصاح والشفافية، وتحسين محتوى ونوعية المعلومات في التقارير المنشورة،

وفي المقابل استطاعت الجزائر أن تضع خطواتها الأولى لتفعيل دور حوكمة الشركات وذلك من خلال إصدار ميثاق خاص بها، لكن ما يلاحظ على هذا الميثاق أنه متحفظ، الأمر الذي يتطلب مراجعة له بتدخل أطراف فاعلة لتعديله أو صياغة ميثاق جديد يساير مواثيق حوكمة الشركات بالعالم:

#### 6- المراجع:

##### • المؤلفات:

- لطفي السيد أحمد أمين، ، "دراسات متقدمة في المراجعة وخدمات التأكد"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- محسن أحمد الخضيري، " حوكمة الشركات"، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، القاهرة، 2005.
- محمد مصطفى سليمان، " دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري -دراسة مقارنة-" ، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- Jacqillat Bertrand & Solnik Bruno.H, « Les Marchés Financiers et la Gestion de Portefeuille », 2<sup>eme</sup> Edition, Edition Dunod, Paris, 1976.

##### • الأطروحات:

- Samouel Beji, « le developpement financier pour les pays du sud de la miditerrance à l'epreuve de la mondialisation financiere », these de doctorat, universite de Paris xIII Nord, 2009.

##### • المقالات:

- أحمد رجب عبد الملك، " دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية-"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد الأول، المجلد 45، جامعة الإسكندرية، جانفي 2008.
- أمارجيل، " حوكمة الشركات وحتمية التطبيق التدريجي"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003.
- بسام عبد الله البسام، " الحوكمة الرشيدة: دراسة حالة العربية السعودية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 27-28/صيف-خريف 2014.
- شهيرة الرافعي، " الحوكمة صمام أمان الشركات ضد الانهيار"، الأهرام الاقتصادي 2003/04/07.
- عبدي نعيمة، " أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات-دراسة نقدية تحليلية-"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 7، العدد 2، 2014.

- محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم، " إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية-مدخل تحليل لتفعيل اقتصاد المعرفة"، حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، الجزء الثاني، المؤتمر الخامس، جامعة الإسكندرية، 2005.
- مؤيد علي الفضل، "العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة -دراسة حالة الأردن"، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 112، المجلد 28، 2007.
- Alamgir M, « **coorporate governance** »: A Risk prespective, paper presented to : coorporate governance and reform : paving the way to financial stability and development, a conference organized by the Egyptian Banking institute, cairo, may 2007.
  - Cadbury, « **Report of the committee on the financial aspects of corporate governance** », 1 December 1992
  - Darine BAKKOUR, « **Un essai de définition du concept de gouvernance** », unité mixte de recherche, Etudes et Synthèses, N°5,2013.
  - Douglas W Diamond & Robert E Verrcchia, « **Disclosure, Liquidity and the Clientele of Capital** », Journal of Finance, Vol 46, N° 4, September 1991.
  - Free Land c, « **Basel committee guidance on coorporate governance for Banks** », paper presented to : coorporate governance and reform : paving the way to financial stability and development, a conference organized by the Egyptian Banking institute, cairo, may 2007.
  - IOSCO recommends OECD principles of corporate governance for emerging markets, may 2002, OECD-site.
  - J B Ang, « **A Survey of Recent Development In The literature of Finance and Growth** », Journal of Economics Surveys, Vol 22, N°3, 2008.
  - M Angeles de Frutos & Carolina Manzano, « **Trade disclosure and price dispersion** », Journal of Financial Markets, Volume 8, May2005.
  - Ross Levine , « **Finance and growth – theory and evidence** » , NBER, Working paper 10766, Cambridge, 2004.
  - Ross Levine, « **Finance and Growth : Theory and Evidence** », NBER Working paper 10766,2004.
  - Ross Levine, « **Financial Development and Economic Growth-views and agenda-** », Journal of Economic Literature, Vol XXXV,1997.
  - Tino Raphaël Toupane, « **La gouvernance : evolution, approches theoriques et critiques du concept** », SEMINARUL GEOGRAFIC "D, CANTEMIR" NR. 29 / 2009.
  - Tino Raphaël Toupane, « **La gouvernance : evolution, approches theoriques et critiques du concept** », SEMINARUL GEOGRAFIC "D, CANTEMIR" NR. 29 / 2009.
- نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، " أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية"، المعهد العالي للحاسبات وتكنولوجيا المعلومات، أكاديمية الشروق، مصر، جانفي 2012.
- **المدخلات:**
- بسام عبد الله البسام، " الحوكمة الرشيدة: المملكة العربية السعودية دراسة حالة دراسية"، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، يومي 19-20 نوفمبر 2013، جامعة حسيبة بن بوعلبي بالشلف.
  - صفوت عبد السلام عوض الله، " الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007.
  - كمال بوغظم & زايدي عبد السلام، " حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الأسواق المالية والحد من وقوع الأزمات - مع الإشارة إلى واقع حوكمة الشركات في بيئة الأعمال الدولية"، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، يومي 18-19 نوفمبر 2009، جامعة باجي مختار بعنابة.
- **مواقع الانترنت:**
- محمد سيدمو، " منظمة الشفافية الدولية تكشف أن ثلث الجزائريين يعترفون بدفع الرشاوى"، مقال متوفر على الموقع التالي: <http://www.elbilad.net/article/detail?id=1357> 8 / 20/03/201
  - نرمين أبو العطا، " حوكمة الشركات ...سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية"، مقال متوفر في الموقع التالي: <http://www.cipe-arabia.org/files/html/art0811.htm> (10/04/20) 18

- هيئة الأوراق المالية والسلع -إدارة الإصدار والافصاح-، " برنامج عمل لتطبيق ضوابط حوكمة الشركات"، مصر، متوفر على الموقع التالي: [www.sca.gov.ae/arabic/companies/documents/corporategovernanceprocedures.pdf](http://www.sca.gov.ae/arabic/companies/documents/corporategovernanceprocedures.pdf) / 825/03/201