



أثر تطبيق آليات الحوكمة في تحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

The impact of applying governance mechanisms in improving the performance of algerian listed companies

كرزابي دنيا

كرزابي زوليخة سامية*

مخبر النقود و المؤسسات المالية في المغرب العربي

مخبر النقود و المؤسسات المالية في المغرب العربي

MIFMA، جامعة تلمسان،

MIFMA، جامعة تلمسان،

الجزائر

الجزائر

dounya.kerzabi@univ-tlemcen.dz

Zouleykhasamyia.kerzabi@univ-tlemcen.dz

تاريخ النشر: 2022/08/31

تاريخ القبول: 2022/07/06

تاريخ الإرسال: 2022/05/08

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين حوكمة المؤسسات وأداء المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2017. تم قياس الأداء باستخدام مؤشر العائد على الأصول وذلك بالاعتماد على المنهج الوصفي وأدوات القياس الاقتصادي. توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي بين كل من حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة وأقدمية وظيفة المدير العام وتحسين الأداء معبر عنه بالعائد على الأصول، ووجود تأثير سلبي بين كل ازدواجية مهام المدير العام و رئيس مجلس الإدارة، حجم المؤسسة ونسبة الاستدانة وتحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر. الكلمات المفتاحية: حوكمة المؤسسات؛ الأداء؛ المساهمين؛ المسير؛ السوق المالي

Abstract:

This study aims to determine the relationship between corporate governance and performance for Algerian listed companies during the period 2007-2017, using the descriptive and econometric approaches. The dependent variable is measured through the economic profitability index (return on assets). The study concluded that there is a positive effect between the size, the independence, the seniority of the general manager's job and the performance. The results show also a presence of a negative impact between each duplication of duties of the general manager and the chairman of the board of directors, the size of the institution, the debt ratio and improving the performance of Algerian listed companies.

Key Words: Corporate governance ; Performance ; Shareholders ; Manager ; Financial market.

JEL Classification: G34, D53, L10.

*مرسل المقال: كرزابي زوليخة سامية (zouleykhasamyia.kerzabi@univ-tlemcen.dz)



المقدمة:

يعتبر مفهوم حوكمة الشركات أحد أهم المصطلحات التي ميزت التفكير الاقتصادي منذ أواخر القرن الماضي، حيث أن الأزمات الاقتصادية التي هزت العديد من المؤسسات الاقتصادية الكبرى خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وكانت سببا في إفلاسها أدت لإعادة النظر في الآليات التسييرية المعتمدة، وبدأ في ذلك الوقت التحدث عن الإدارة الرشيدة (حوكمة الشركات) خاصة في ظل التضارب في المصالح الحاصل بين كل من المالكين والمسيرين وكذلك أصحاب المصالح.

وبما أن الهدف الرئيسي من تقييم أداء المؤسسات هو تعظيم ثروة المساهمين بما يضمن للمؤسسات الاستمرار والبقاء في السوق، فبالمقابل الهدف الأساسي من تطبيق مبادئ وآليات حوكمة الشركات هو الاستفادة من مزاياها، بغية حماية مصالح المساهمين وأصحاب المصالح.

رغم صعوبة تطبيق حوكمة الشركات تمكنت الدول المتقدمة من تطبيق بعض آلياتها ومبادئها بإدراجها في قوانين الشركات و في البورصات، فإن الدول السائرة في طريق النمو تريد هي الأخرى أن تحذو حذوها عن طريق محاولة محاكاتها في تطبيق الحوكمة، هذه المبادئ كإطار مفاهيمي مجموعة من الضوابط والقرارات والآليات التي تحسن أداء المؤسسات الاقتصادية وتعزز مكانتها في السوق، علما أن العديد من الدول و من بينها الجزائر وضعت قانون الحكم الراشد، بالدرجة الأولى للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات ذات الأسهم المدرجة في البورصة لأنها مجبرة على نشر كل المعلومات و التقارير السنوية في بورصة الجزائر، هذا ما دفعنا ل طرح الإشكالية التالية: ما مدى تأثير مبادئ

الحوكمة في تحسين أداء المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر؟

من أجل الإجابة على الإشكالية السابقة يمكن وضع الفرضيات التالية والتي سنحاول الإجابة عليها من خلال نتائج الدراسة:

- الفرضية الأولى (H1): تؤثر مبادئ الحوكمة بشكل إيجابي على أداء المؤسسة الجزائرية .
- الفرضية الثانية (H2): يؤثر السوق المالي بشكل إيجابي على أداء المؤسسة الجزائرية .

فنظرا لطبيعة موضوع الدراسة ووفقا للإشكالية المطروحة والفرضيات الموضوعية، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي من أجل وصف متغيرات الدراسة والمتمثلة في الحوكمة والأداء و العلاقة بينهما .

I . مفاهيم عامة حول حوكمة الشركات:

1. النظريات المفسرة لحوكمة الشركات:

في نهاية القرن 20م و تحرير الأسواق المالية أدى لكبر حجم المؤسسة مما أدى لوجود أكثر من مالك واحد للمؤسسة، هنا ظهرت نظريات جديدة في علم الاقتصاد تعالج مشكلة الفصل بين وظيفة الملكية و التسيير و هذا ما سمي بنظريات الحوكمة بعدما كانت تعتبر المؤسسة كعلبة سوداء. رغم ان (Adam Smith(1776 رائد النظرية الاقتصادية تطرق لمشكلة التخصص في التسيير في كتابه "la richesse des nations" . (Demsetz, 1998, p.



قدم الباحثان (1932) Means & Berl واحد من أهم التفسيرات الأساسية للعلاقة بين مسير ومالك المؤسسة ، كما أشارا إلى انفصال ملكية الشركات عن إدارتها في البلدان الصناعية والتي تشهد أسواقها تطورا مستمرا ، كما أن "الفصل بين رأس مال الشركة وعمليات الرقابة والإشراف له آثاره على مستوى أداء الشركة ، حيث كلما كان عمل أنظمة الرقابة والإشراف جيدا فإن الشركة ستكون أكثر كفاءة والعكس صحيح " . (Charreaux, 2004, p. 1)

1.1. نظرية حقوق الملكية: من أهم روادها (1966) Demestz et (1959) Alchian، تؤكد هذه النظرية على ضرورة الفصل بين وظيفة الملكية و وظيفة التسيير في المؤسسة ، فمع كبر حجم المؤسسة يفوض المالك وكالة للمسير لتسيير حقوق الملكية.

وتقسم حقوق الملكية إلى الأقسام التالية:

- حق الاستعمال l'usus: تعني حق استعمال المواد؛
- حق الاستغلال le fructus: مرتبطة بحق استغلال المواد؛
- حق التنازل l'abusus: تعني حق بيع المواد. (Coriat & Weinstein, 1995, p. 84)

2.1. نظرية تكاليف الصفقات : تعود جذور نظرية تكاليف الصفقات إلى (1991) Coase.R ، وذلك في مقاله "la nature de la firme" ، حيث قام باستخدام مفهوم تكاليف الصفقات لتوضيح طبيعة المنشأة التي تعد من وجهة نظره نظام أكثر فعالية من السوق لتخصيص الموارد. (بوخمخ، 2012، صفحة 14) إلا أن أعمال الاقتصادي الأمريكي (1985) Williamson.O طورت أكثر في هذه النظرية ، حيث فاز بجائزة نوبل للاقتصاد سنة 2009 عن مجمل أعماله حول الحوكمة وتطويره لنظرية تكاليف الصفقات ، وتمثل فرضيات نظرية تكاليف الصفقات في:

أ.العقلانية المحدودة: حيث أن الفرد لا يمكنه معالجة جميع المعلومات ، أو توقع جميع الحالات الممكنة عند إجراء العقود ، وبالتالي فإن العقلانية محدودة.

ب.الانتهازية: يرى النيوكلاسيك أن كل الأطراف تطمح إلى تحقيق مصلحتها الشخصية ، ومن هذا المنطلق يرى Williamson.O أن كل طرف يتعرض لانتهازية الطرف الآخر ، مما يشكل حالة تضارب في المصالح بين الأطراف المتعاقدة ، وهي تعتبر جوهر نظرية تكاليف الصفقات وذلك لأنه في حالة غياب السلوك الانتهازي ، ستنفذ العقود بأقل التكاليف ، الأمر الذي يؤدي إلى دعم الاهتمام بالتمييز بين أشكال المنظمة الاقتصادية والتركيز على السوق. (Martins & Al, 2010, p. 8)

1. 3. نظرية الوكالة : من أهم روادها (1976) Jensen & Meckling ، حيث وصفا علاقة الوكالة بأنها : "عقد يقوم بموجبه شخص أو عدة أشخاص (الموكل) بتكليف طرف آخر(الوكيل) لأداء الخدمات نيابة عنه والتي



تحمّل في طياتها تفويضاً لسلطة اتخاذ القرارات لصالح هذا الأخير (الوكيل)" (Jensen & Meckling, 1976, p. 308)

تقوم هذه النظرية على الفرضيات التالية:

- يتميز كل من الموكل والوكيل بالرشد الاقتصادي ويسعى كل منهما إلى تعظيم منفعتهم الذاتية؛
- إمكانية التوصل إلى المعلومات متفاوتة بالنسبة للموكل (مالك المؤسسة) و المسير . (حماد، 2007، الصفحات 69-70)

- يتحمل الموكل تكاليف المراقبة بهدف التأكد من أن القرارات التي اتخذها الوكيل تتطابق مع مصالحه (الموكل)
- يتحمل الموكل تكاليف الخسارة المتبقية (la perte résiduelle) نتيجة التعارض المستمر في المصالح مع الوكيل (استراتيجية غير مريحة ، سوء تخصيص الموارد... الخ). (Jensen & Meckling, 1976, p. 305)

وكنتييجة لهذه التكاليف التي تنشأ من جراء الممارسات السلبية للمسيرين جاءت آليات الحوكمة لسد هذه الفجوة وحل مشاكل الصراع بين مختلف الأطراف.

4.1. نظرية تجنر المسيرين: تعتبر نظرية تجنر المسيرين ربطاً لنظرية الوكالة ونظرية تكاليف الصفقات وتكملة لها، حيث طورها الأمريكيان Shleifer & Vishny (1989)، حيث يرون أن المسير له إمكانية الالتفاف حول آلية المراقبة (Coriat & Weinstein, 1995, p. 6)، والتي ترى أن مجلس الإدارة قادر على مراقبة المسيرين، وقد عرف (Pigé, B. (1998) التجنر أنه: "عملية تتكون شبكة من العلاقات الرسمية وغير الرسمية، والتي يتمكن من خلالها المسير من التخلص ولو بصفة جزئية من مراقبة مجلس الإدارة والمساهمين، وهذه العملية (التجنر) هي متغيرة وليست حالة جامدة أو ثابتة" (Pigé B. , 1998, p. 134).

ومن بين الإستراتيجيات التي يتبناها المسير نذكر منها:

أ. استثمارات محددة خاصة بالمسيرين: يقوم المسير بجلب استثمارات طويلة المدى لتغيير بيئته وتشكيل علاقات السلطة مع المساهمين أو شركاء المؤسسة، (Alexandre & Paquerot, 2000, pp. 3-4)

ب. التلاعب بالمعلومات: تعد من الإستراتيجيات المهمة، إذ يسعى المسيرين لتعظيم مداخيلهم من خلال التحكم في المعلومات وعدم تماثلها وهذا يقلص من التهديد الذي يشكله منافسيه في سوق المسيرين .

ج. شبكة العلاقات: في ظل هذه الإستراتيجية يعمل المسير على استغلال نفوذه من خلال شبكة العلاقات ويحرص على الحفاظ عليها، سواء كانت هذه العلاقات رسمية أو غير رسمية .

2. آليات حوكمة الشركات:

تم تصنيف آليات حوكمة الشركات إلى آليات داخلية وأخرى خارجية:

1.2. الآليات الداخلية: تؤثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات بشكل مباشر على المؤسسات لأنها مرتبطة بأهم وظائفها وتتمثل في:



أ. مجلس الإدارة: يتكون مجلس الإدارة مجموعة من الأفراد المنتخبين الذين تكون مسؤوليتهم الرئيسية هي العمل وفق مصالح المالكين ، وهو يتكون من مجموعة لجان تساعد في تحقيق أهدافه ويضم في عضويته مجموعة من الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين. (Charreaux G. , 2002, p. 6) حتى يتمكن مجلس الإدارة من ممارسة مهامه الرقابية ورفع كفاءته وتحقيق أهدافه لا بد أن تتوفر فيه مجموعة من الخصائص والمتمثلة في :

1.1. استقلالية مجلس الإدارة : لضمان استقلالية مجلس الإدارة لا بد من:

- وجود عدد ملائم من الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة؛
- الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة ووظيفة المدير العام التنفيذي؛
- اجتماع رئيس مجلس الإدارة مع الأعضاء غير التنفيذيين باستثناء الأعضاء التنفيذيين؛
- أن يحدد بنفسه طرق عمله وكيفية اختيار أعضائه ولجانه. (Charreaux & Pitol Belin, le conseil d'administration, 1990, p. 5)

كما أن لتركيبية مجلس الإدارة تأثير على أداء الشركات فهناك من يرى أن وجود عدد كبير من الإداريين الخارجيين (الغير التنفيذيين) له تأثير إيجابي على أداء المؤسسة لأن أنشطة الإدارة تتحسن عند سيطرة الأعضاء المستقلين عليها نظرا لكفاءتهم الرقابية وسعيهم لحماية أصول الشركة وضمان استمرارها ونجاحها كونهم أقل عرضة لتضارب المصالح ، وقد أكدت ذلك دراسات كل من (Fama & Jensen(1983), Black & Lefort(2006), Urzua(2008), Gomez & Al (2017).

وفي سياق آخر يؤكد المعارضين لذلك أن مجالس الإدارة ذات الاستقلالية المنخفضة لها تأثير إيجابي على الأداء بحكم أن الإداريين الداخليين (التنفيذيين) لديهم معرفة أكثر بخصائص الشركة وأهدافها مما يسمح لهم بصنع القرار وأن الإداريين الخارجيين ليس لديهم الخبرة الكافية لمراقبة المسير، كما أكد ذلك (Weisback (2000) , Christensen & Al (2010) , Shan & McIver(2011) , Omri, 2003, pp. 85- 100).

2.1. حجم مجلس الإدارة : يعتبر عدد أعضاء مجلس الإدارة عامل هام في التأثير على وظيفته وبالتالي على أداء الشركة ، وقد اختلف الباحثون في دراسة أثر حجمه على أداء الشركة ، فوفقا لمؤيدي نظرية الوكالة فإن كبر حجم مجلس الإدارة له تأثير سلبي ويؤدي إلى خلق تعارض بين المسيرين والملاك ، كما أكدت دراسة Fama & Jensen(1983) أنه يجعله يواجه صعوبات في اتخاذ القرارات ويخفض من كفاءته ، حتى وإن كان يسمح بمراقبة أحسن إلا أنه يضاعف التكاليف ويضعف الاتصال والتنسيق بين الأعضاء ، واقترح إبقاء مجلس الإدارة ضمن تسعة أو ثمانية أفراد لتحسين الأداء والعضو الداخلي الوحيد ضمنه هو المدير التنفيذي. (سكور، 2017، صفحة 128)، بينما يؤكد معارضي نظرية الوكالة على الأثر الإيجابي لحجم مجلس الإدارة على أداء المؤسسة فيكون أكثر تنوعا من حيث المهارات والأفكار والخبرات المقدمة وأقوى من حيث الارتباط بالبيئة الخارجية كما بينت دراسة Dalton



(1999), Pearce et Zohra(1989) ، أنه يقدم منفعة للشركة من خلال تنوع خبرات أعضائه وقدرتهم على التعامل مع البيئة. (رواجي و مجيلي، 2016، صفحة 431)

3. ازدواجية وظائف المدير العام مع وظائف رئيس مجلس الادارة :يقصد بها وجود الشخص في نفس الفترة في منصب المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة معا حيث يحتل هذا الأخير مكانة كبيرة من حيث توليه مهمة تسيير جدول أعمال (Charreaux & Pitol Belin, le conseil d'administration, 1990, p. 32)

فحسب مبادئ حوكمة الشركات يجب ألا يجمع بين رئيس مجلس الإدارة والمدير العام للشركة في شخص واحد لأنه يؤدي إلى تركز السلطة واحتمالية تعارض المصالح وانخفاض مستوى الرقابة (Caby & Hirigoyen, 2005, p. 130). كما أكد Jensen & Meckling(1976) على أن ازدواجية الوظائف تؤثر سلبا على أداء المؤسسة، فكلما كان المدير العام يختلف عن رئيس مجلس الإدارة زادت قيمة المؤسسة وتقلصت تكاليف الوكالة. أما Bhaghat & Bolton(2008) فأكدوا على أن هناك تأثير إيجابي لازدواجية الوظائف على أداء المؤسسة لأن المسير يبحث دائما على الاستثمارات طويلة الأجل للتجذر على رأس المؤسسة. (Jensen & Meckling, 1976, p. 82)

ب. التدقيق الداخلي: عرفه معهد المدققين الداخليين بأنه: " نشاط تأكيدي استشاري مستقل وموضوعي مصمم لإضافة قيمة للمنشأة لتحسين عملياتها وهو يساعد المؤسسة على تحقيق أهدافها بإيجاد منهج منظم وصارم لتقييم وتحسين كفاءة عمليات إدارة المخاطر ، الرقابة و حوكمة الشركات " ، (سكور، 2017، صفحة 134)

2.2. الآليات الخارجية

أ. السوق المالي: يعد وجود السوق المالي أحد أهم الآليات للرقابة الخارجية بالنسبة للمؤسسة والمساهمين على حد سواء، لما له من دور رقابي وما يتطلبه من شروط عند الإدراج ، إذ تحتاج أسواق رأس المال إلى:

- قوانين تحكم إصدار الأوراق المالية؛
- شروط إدراج الشركات في سوق رأس المال؛
- قوانين لحماية حقوق الأقلية من المساهمين؛
- جهاز حكومي يتولى عملية التنظيم والإشراف على عمليات إصدار الأوراق المالية وتنفيذ قوانينها. (العدي و حسين، 2012، الصفحات 163-164)

ب. سوق المنتجات (السلع والخدمات): تعد منافسة سوق المنتجات أو الخدمات أحد الآليات المهمة لحوكمة الشركات حيث أنه إذا لم تقم الإدارة بواجباتها بشكل صحيح ستفشل في منافسة الشركات التي تعمل في نفس المجال ، وبالتالي التعرض للإفلاس. (Pigé B. , 2008, p. 7)



ج. المحيط القانوني والتنظيمي: تعتبر النظم القانونية والتشريعات المطبقة لحماية حقوق المستثمرين من آليات حوكمة الشركات ، وذلك من خلال وضع مجموعة من القواعد والضوابط التي تهدف إلى حماية أموال المستثمرين . (Pigé B. , 2008, p. 73)

د. التدقيق الخارجي : يحتاج التدقيق في البيانات المالية للمؤسسة إلى وجود أطراف أكثر حيادية واستقلالية من المراجع الداخلي ، فيتم الاستعانة بشخص مستقل من خارج المؤسسة للتأكد من صحة القوائم المالية وعمليات المؤسسة لإعطاء الثقة للمساهمين وذوي المصالح في المؤسسة على السير الحسن لأدائها . (سكور، 2017، صفحة 137).

II. منهجية الدراسة:

بعد التطرق للأدبيات النظرية لحوكمة الشركات ، لابد من اختبار هذه العلاقة على بعض المؤسسات الاقتصادية في ظل خصوصية البيئة الجزائرية ، فتم اختيار عينة من المؤسسات التي تطبق حوكمة الشركات ولو جزئيا ومدى سهولة الحصول على المعلومات المتعلقة بها ، وقد تمثلت هذه العينة في المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر .

1. عينة و متغيرات الدراسة:

أ. عينة الدراسة: يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر وعددها خمسة شركات : المجمع الصناعي صيدال ، آلبانس للتأمينات ، مؤسسة NCA Rouiba ، فندق الأوراسي وبيوفارم . لكن تم استبعاد مؤسسة بيوفارم لأنها ادرجت حديثا لبورصة الجزائر سنة 2016.

أما فيما يخص طريقة جمع البيانات فقد تمت بالرجوع إلى التقارير المالية لكل مؤسسة محل الدراسة خلال الفترة (2007-2017)، والتي تم الحصول عليها من المواقع الرسمية للمؤسسات بالإضافة إلى المواقع الالكترونية لبورصة الجزائر (SGBV)، ولجنة مراقبة عمليات البورصة (COSOB).

ب. متغيرات الدراسة: تم اختيار متغيرات الدراسة على أساس الدراسات النظرية والأدبية السابقة الخاصة بعلاقة حوكمة الشركات بالأداء المؤسسي .

تنقسم متغيرات الدراسة إلى قسمين المتغيرات التابعة والمستقلة:

ب1. المتغير التابع (الأداء): تهدف الدراسة إلى تحديد تأثير حوكمة الشركات على الأداء ، لكن موضوع الأداء يواجه اختلافات عديدة في مؤشرات قياسه ، فاعتمادا على الدراسات السابقة اخترنا نسبة المردودية الاقتصادية (العائد على الأصول Return On Assets) ، لأنها تعكس الأداء الكلي للمؤسسة وتفحص قدرة المؤسسة على المردودية من الأرباح والأموال الخاصة ، ويعتبر مؤشر العائد على الأصول من المؤشرات الأكثر استعمالا لقياس الأداء المؤسسي. (Charreaux & Désbierres, 1997, p. 06)

ويحسب بالعلاقة التالية :



ROA = النتيجة الصافية / مجموع الأصول (1)

ب2. المتغيرات المستقلة (آليات حوكمة الشركات): تقاس حوكمة الشركات بطريقتين إما عن طريق مبادئها أو عن طريق آلياتها حسب نظرية الوكالة. فبالاعتماد على الدراسات السابقة حول نفس الموضوع تم اختيار بعض المتغيرات حسب المعطيات المتوفرة:

حجم مجلس الإدارة (TAILLE) : يعتبر عدد أعضاء مجلس الإدارة عاملا هاما في فعالية المجلس ، حيث أن الدراسات التي تناولت حجم مجلس الإدارة لم تقدم دليل واضح حول العلاقة بين حجم المجلس وبين فعاليته في الرقابة وبالتالي تأثيره على الأداء ، حيث أشارت دراسة كل من شوقي وغريبي (2014) ، نوي (2016) إلى وجود تأثير إيجابي لحجم المجلس على الأداء ، بينما دراسة zabri & all (2006) أكدت على وجود تأثير سلبي على الأداء ، وفي اتجاه آخر توصلت دراسة كل من محمدي وقريشي (2018)، محمدي (2017)، شلاي (2018) ، قطاف (2018) وقصي (2018) إلى عدم وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة على الأداء. ونظرا لاختلاف نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بحجم مجلس الإدارة وعلاقته بالأداء فلا بد من اختبار مثل هذه العلاقة. وقد تم قياس هذا المتغير من خلال عدد أعضاء مجلس الإدارة.

TAILLE = العدد الإجمالي لأعضاء مجلس الإدارة (2)

استقلالية مجلس الإدارة (INDEP) : إن استقلالية مجلس الإدارة تعتبر أحد المؤشرات المهمة لحوكمة الشركات، وذلك لكونها تحد من تضارب المصالح بين الملاك وبين المديرين، وتعتبر من أهم الخصائص التي تعزز قيام المجلس بمهامه الرقابية، والتي لها دور بالغ في الحد من قدرة المديرين على التصرف بما يخدم مصالحهم الخاصة دون الأخذ بعين الاعتبار مصالح الملاك ، وللإشارة فإن الدراسات التي تناولت عملية استقلالية مجلس الإدارة لم تقدم دليل واضح حول العلاقة بينها وبين فعاليتها في الرقابة وبالتالي تأثيرها في الأداء، حيث أشارت دراسة قصي (2018) على وجود تأثير إيجابي بين استقلالية المجلس وتحسين الأداء ، وذلك لأن الأعضاء يتمتعون بدرجة كافية من الاستقلالية تمكنهم من الاشراف على المديرين، وهذا ما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة مما ينعكس إيجابيا على أداء الشركة، بينما بينت دراسة كل من Hong & Nguyen (2014) و Uzonwanne & All (2015) وجود تأثير سلبي على الأداء ، أما دراسة قطاف (2018) أكدت على عدم وجود أي تأثير لاستقلالية المجلس على الأداء ، ونظرا لاختلاف نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق باستقلالية المجلس وعلاقتها بالأداء فلا بد من اختبار هذه العلاقة . وقد تم قياس استقلالية المجلس من خلال نسبة الأعضاء المستقلين كما يلي:

INDEP = تأخذ الشركة القيمة (1) إذا كانت هناك استقلالية وتأخذ القيمة (0) في حالة العكس (3)

ازدواجية مهام المدير العام ورئيس مجلس الإدارة (DUAL) : إن الدراسات التي تناولت عملية الازدواجية بين منصب المدير العام ومنصب رئيس مجلس الإدارة لم تقدم دليل واضح حول العلاقة بين هذه العملية وبين فعاليتها في الرقابة وبالتالي تأثيرها على الأداء ، حيث أشارت دراسة Hong Vo (2014) إلى أن عملية الفصل في الأدوار



تساهم في رفع كفاءة الأداء ، بينما بينت دراسة Sekhar (2013) أن الفصل بين الأدوار ليس في صالح الشركة حيث يضعف من سلطة الإدارة العليا ويخلق صراع داخلي بينها وبين مجلس الإدارة ، ولا يجد من تكاليف الوكالة، ونظرا لاختلاف نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بالفصل في الأدوار وعلاقته بالأداء لا بد من اختبار العلاقة بحيث:

DUAL = تأخذ الشركة القيمة (1) إذا كان مديرها العام هو نفسه رئيس مجلس إدارتها، وتأخذ القيمة (0) في حالة العكس. (4)

أقدمية وظيفة المدير العام (ANCIEN): هذه المتغيرة تقاس بعدد سنوات أقدمية المدير العام للمؤسسة في نفس المنصب، أي أنها تقيس تجذر المدير العام في الشركة وتحسب بالعلاقة التالية:

Log = ANCIEN (عدد سنوات الأقدمية) (5)

ج. المتغيرات الضابطة: تساعد هذه المتغيرات في رصد التأثير و العلاقة بين المتغيرات التابعة و المستقلة و تقليل الخطأ الذي ينتج عن تأثير هذه المتغيرات.

ج1. حجم المؤسسة (SIZE): يعتبر حجم المؤسسة أحد المتغيرات التي تساهم في تفسير الأداء المالي للمؤسسة وقد تم استخدامه من قبل عديد الباحثين Klosi & Ghorbel (2011) ، Brown & Caylor (2004) على أن حجم الشركة يلعب دور في تحسين معدل العائد على الأصول رغم الاختلاف في طريقة قياسه بين الاعتماد على حجم الأصول أو على المبيعات ، فإن الشركات الكبيرة أكثر عرضة لمشكلة الوكالة وذلك بسبب، ما يواجه المستثمرون من صعوبة في الحصول على المعلومات فيها ، أما دراسات أخرى فقد اعتبرت أن الشركات الصغيرة تواجه مشكلة عدم تماثل المعلومات باعتبار أن الشركات الكبيرة تخضع لرقابة المساهمين ، بينما دراسة شلاي (2018) أكدت على عدم وجود تأثير لحجم الشركة وأدائها . ويتم حساب حجم الشركة بالعلاقة التالية:

Log = SIZE (مجموع الأصول) (6)

ج2. نسبة الاستدانة (ENDETT): يعبر مستوى المديونية عن عبء الديون وهو يعتبر أحد أدوات الرقابة المالية على المدير العام، لأنه عند اعتماد الشركة على القروض في تمويل الشركة فإن المدير العام يحرص على بذل أقصى جهد لإظهار الشركة بأفضل صورة، وبالتالي فإن نسبة الاستدانة تقلل من تكاليف الوكالة، حيث أشارت دراسة شلاي (2018) على وجود تأثير سلبي لنسبة الاستدانة على أداء الشركات وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

ENDETT = مجموع الديون / مجموع الأصول (7)

2. نتائج الدراسة:

بهدف عرض نتائج الدراسة سيتم تحليل نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة التابعة و المستقلة ودراسة الارتباط بينها والتأكد من مدى استقراره السلاسل الزمنية بالاعتماد على اختبار ديكي فولر المعزز (ADF) ، ومن ثم قياس



تأثير متغيرات الحوكمة على الأداء وتحليل العلاقة بينها لدى الشركات محل الدراسة بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية (MCO) .

أ. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة: يعرض هذا الجزء من التحليل نتائج الإحصاء الوصفي الذي تم إجراؤه على متغيرات الدراسة والمتمثلة في النسب المئوية، الوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتغيرات خلال الفترة (2017-2007).

يلاحظ من خلال الملحق رقم 01 أن:

- متوسط العائد على الأصول (ROA) للشركات محل الدراسة هو (0.6079) أي أن استثمار دينار واحد إضافي كأصول يتولد عنه ارتفاع في رقم الأعمال قدره 0.6079 دج ، بحيث بلغت أدنى قيمة لمعدل العائد على الأصول (0.07) وأعلى قيمة له هي (0.56) أي أنه كلما ارتفع (ROA) كان أفضل ويشير إلى أداء جيد ؛ وبالتالي فإن الشركات المدرجة في البورصة لها أداء اقتصادي في الفترة 2007-2017.
- متوسط عدد أعضاء مجلس الإدارة (TAILLE) لدى عينة الدراسة هو 9 أعضاء بينما كان أقل أعضاء مجلس الإدارة هو 7 أعضاء وأكبر عدد هو 11 عضو، مع العلم أن القانون الجزائري يشير إلى أن عدد أعضاء مجلس الإدارة يجب أن يتراوح بين 3 إلى 12 عضو، وبالتالي يمكن القول أن الشركات محل الدراسة تتميز بحجم كبير لمجلس الإدارة.
- متوسط نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة (INDEP) لعينة الدراسة بلغت (0.5272) من مجموع الأعضاء وانحراف معياري (1) ، بينما كانت أقل قيمة لنسبة الأعضاء المستقلين هي (0) أي أن مجلس الإدارة لا يضم أي عضو خارجي ، أما أعلى قيمة لنسبة الأعضاء فكانت (1) أي أن مجلس الإدارة لا يضم أي عضو من داخل الشركة ، ونشير إلى أن تقرير Sarbenes-Oxley (2002) اقترح أن يكون أغلب أعضاء مجلس الإدارة من المستقلين ، وبالتالي يمكن القول أن أغلبية مجالس إدارة الشركات محل الدراسة غير مستقلة أما البقية تعتمد على أعضاء داخليين لأنه لا يوجد قانون يلزم بوجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة.
- متوسط ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير العام (DUAL) كان (0.6045) وانحراف معياري (1) ، بينما أعلى قيمة لازدواجية المهام فكانت (1) ، وبالتالي يمكن القول أن أغلب الشركات محل الدراسة تتجنب الفصل بين المنصبين وتركز للسلطات في يد شخص واحد وهو رئيس مجلس الإدارة ويشغل منصب المدير العام، بحكم أنه على دراية بوضع الشركة مما يسرع عملية اتخاذ القرار وانعدام الصراعات.
- متوسط عدد سنوات أقدمية المدير العام (ANCIEN) بلغ 14 سنة، بينما بلغت أقصى مدة 27 سنة ، وبالتالي يمكن القول أن هناك تجذر للمسيرين في أغلب الشركات محل الدراسة مع تسجيل سنة كأدنى مدة.
- متوسط حجم المؤسسة (SIZE) بلغ (1.1819) ، بحيث بلغ حجم أصغر شركة (0.3783) أما حجم أكبر شركة فبلغ (1.7654)، وبالتالي يمكن القول أن الشركات المدرجة في البورصة تتميز بأكبر حجمها.



- متوسط نسبة الاستدانة (ENDET) بلغت (82.39%) ، أي أن المؤسسات محل الدراسة تعتمد على الديون بنسبة كبيرة ؛ حيث بلغت القيمتين الدنيا والعظمى على التوالي (0.7781) و(0.8674) ، وبالتالي يمكن القول أن هذه الشركات لا تتمتع باستقلالية مالية.

ب. نتائج اختبار الاستقرارية:

من أجل تجنب ظاهرة الانحراف الزائف سنقوم باختبار استقرارية السلاسل الزمنية، والتي تعتبر أهم خطوة لدراسة أي ظاهرة، ومن أجل ذلك نستخدم اختبار ديكي فولر المطور (ADF) القائم على فرضيتين كما يلي:

H_0 : تحتوي السلسلة على جذر الوحدة (السلسلة غير مستقرة).

H_1 : لا تحتوي السلسلة على جذر الوحدة (السلسلة مستقرة).

الملحق رقم 02 يوضح نتائج اختبار ديكي فولر المطور (ADF) بحيث أنه يتضح من خلال الجدول أن السلاسل الزمنية مستقرة عند المستوى لأن قيمة الاحتمال أقل من (5%)، لذلك نستخدم طريقة المربعات الصغرى (MCO) لتقدير العلاقة بين أداء الشركات الجزائرية المدرجة في البورصة مقاسا بالعائد على الأصول (ROA) ومتغيرات الحكمة (Taille , Indep, Dual ,Ancien , Size, Endet).

ج. نتائج تقدير النموذج (طريقة المربعات الصغرى):

سنقوم من خلال هذه الدراسة بقياس تأثير متغيرات الحكمة على أداء أربعة مؤسسات جزائرية مدرجة في بورصة الجزائر والمتمثلة في المجمع الصناعي صيدال ، مؤسسة آيانس للتأمينات ، مؤسسة NCA Rouiba وفندق الأوراسي ، و ذلك خلال الفترة (2007-2017)، حيث توصلنا إلى النموذج التالي الذي يمكن التعبير عنه بالصورة التالية:

$$Perform = f(CA + X_{it}) \quad (8)$$

$$Perform_{it} = \alpha + \beta CA_{it} + \delta X_{it} + u_{it} \quad (9)$$

حيث :

- $Perform_{it}$: ويتمثل في مقياس العائد على الأصول (ROA) لقياس أداء المؤسسات.
- CA_{it} : يتمثل في متغيرات مجلس الإدارة وخصائص المديرين ؛ في هذه الدراسة لدينا أربع متغيرات وهي:
 - حجم مجلس الادارة (Taille)
 - أقدمية المدير (Ancien)
 - استقلالية مجلس الإدارة (Indep)
 - ازدواجية مهام رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي (Dual)
- X_{it} : يتمثل في المتغيرات الضابطة وهي:
 - حجم الشركة (SIZE)
 - الاستدانة (ENDET)



• U_{it} : معامل الخطأ.

الصيغة النهائية للنموذج هي كما يلي:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_{1i} Taille_{it} + \beta_{2i} Indep_{it} + \beta_{3i} Dual_{it} + \beta_{4i} Ancien_{it} + \delta_{1i} Size_{it} + \delta_{2i} Endet_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

الملحق رقم 03 يظهر نتائج طريقة المربعات الصغرى (MCO) والتي تشير إلى أن النموذج معنوي بما أن احتمال Fischer يقترب من الصفر بقيمة 3.88، وهذا ما يدل على أن النموذج الاقتصادي القياسي عالي الجودة حيث أن معامل التحديد (R^2) هو 0.68 مما يعني أنه يمكن تفسير 68% من متغيرات المتغير التابع بواسطة المتغيرات المستقلة.

يتضح من خلال الجدول أن تأثير أقدمية أعضاء مجلس الإدارة (ANCIEN) إيجابي بشكل ملحوظ عند درجة معنوية 1% على أداء الشركات، هناك أيضًا علاقة إيجابية عند درجة معنوية 5% و 10% بين العائد على الأصول (ROA) والمتغيرين (INDEP) و (TAILLE) على التوالي.

من ناحية أخرى؛ فإن هذه العلاقة سلبية بين العائد على الأصول وكل من المتغيرات (ENDET) و (DUAL) و (SIZE) عند درجة معنوية 1% و 5% و 10% على التوالي.

د. تفسير النتائج : عند اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وتحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر توصلنا إلى أنه هناك نتائج إيجابية عموماً بين متغيرات حوكمة الشركات و الأداء كما يلي:

1. حجم مجلس الإدارة: وجود تأثير إيجابي بين حجم مجلس الإدارة (TAILLE) و العائد على الأصول، فكلما كبر حجم مجلس الإدارة كلما ارتفع أداء المؤسسة فيكون أكثر تنوعاً من حيث المهارات والأفكار والخبرات المقدمة وأقوى من حيث الارتباط بالبيئة الخارجية، وهذا ما أكدت عليه نتائج معارضي نظرية الوكالة و دراسة شوقي وغربي (2014) و قطاف (2018)، كما بينت دراسة Dalton (1999)، Pearce et Zohra (1989)، أنه كلما كان حجم المؤسسة أكبر فإنه يقدم منفعة للشركة من خلال تنوع خبرات أعضائه وقدرتهم على التعامل مع البيئة.

لكن هذه النتيجة لا تتوافق مع مؤيدي نظرية الوكالة فإن كبر حجم مجلس الإدارة له تأثير سلبي ويؤدي إلى خلق تعارض بين المسيرين والمدراء، كما أكدت دراسة Fama & Jensen (1983) أنه يجعله يواجه صعوبات في اتخاذ القرارات ويخفض من كفاءته، حتى وإن كان يسمح بمراقبة أحسن إلا أنه يضاعف التكاليف ويضعف الاتصال والتنسيق بين الأعضاء.

2. استقلالية مجلس الإدارة: وجود تأثير إيجابي بين استقلالية مجلس الإدارة (INDEP) على الأداء الاقتصادي، فكلما زادت استقلالية مجلس الإدارة ارتفع الأداء الاقتصادي في المؤسسة، وهذا ما أكدت عليه نتائج دراسة محمدي وقرشي (2016)، وقد أكدت أيضاً ذلك دراسات كل من Black & Fama & Jensen (1983)، Gomez & Al (2017)، Urzua (2008)، Lefort (2006)، فهناك من يرى أن وجود عدد كبير



من الإداريين الخارجيين (الغير التنفيذيين) له تأثير إيجابي على أداء المؤسسة لأن أنشطة الإدارة تتحسن عند سيطرة الأعضاء المستقلين عليها نظرا لكفاءتهم الرقابية وسعيهم لحماية أصول الشركة وضمان استمرارها ونجاحها كونهم أقل عرضة لتضارب المصالح ، هذه النتائج تتعارض مع نتائج دراسات كل من, Charreaux .G(1990) , Christensen & Al (2010)

Shan & McIver (2011) ذلك لأن مجالس الإدارة ذات الاستقلالية المنخفضة لها تأثير إيجابي على الأداء بحكم أن الإداريين الداخليين (التنفيذيين) لديهم معرفة أكثر بخصائص الشركة وأهدافها مما يسمح لهم بصنع القرار وأن الإداريين الخارجيين ليس لديهم الخبرة الكافية لمراقبة المسير، و هذا ما يزيد من التصرف الانتهازي للمدير العام مما يؤثر سلبا على أداء المؤسسة.

3. ازدواجية مهام المدير العام ورئيس مجلس الإدارة (DUAL): وجود تأثير سلبي بين ازدواجية مهام المدير العام و رئيس مجلس الإدارة (DUAL) وتحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ، وهذا ما أكدت عليه نتائج دراسة Sekhar Amba (2013) ، فكلما زادت ازدواجية المهام كلما انخفض الأداء فحسب مبادئ حوكمة الشركات يجب ألا يجمع بين رئيس مجلس الإدارة والمدير العام للشركة في شخص واحد لأنه يؤدي إلى تمرکز السلطة واحتمالية تعارض المصالح ، كما أكد Jensen & Meckling (1976) على أن ازدواجية الوظائف تؤثر سلبا على أداء المؤسسة ، فكلما كان المدير العام يختلف عن رئيس مجلس الإدارة زادت قيمة المؤسسة وتقلصت تكاليف الوكالة، كذلك يسعى المسير لتولي منصب رئيس مجلس الإدارة إضافة إلى منصب المسير ، حتى يتمكن من مزيد من السيطرة في المؤسسة ، لأن الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير العام للمؤسسة من شأنه أن يضعف النظام الداخلي للحوكمة بسبب غياب الموضوعية في الحكم على أدائه .

هذه النتيجة تتعارض مع دراسة Bhaghat & Bolton (2008) التي أكدت على أن هناك تأثير إيجابي لازدواجية الوظائف على أداء المؤسسة لأن المسير يبحث دائما على الاستثمارات طويلة الأجل للتجذر على رأس المؤسسة.

4. أقدمية وظيفة المدير العام (ANCIEN): وجود علاقة طردية بين أقدمية وظيفة المدير العام (ANCIEN) وتحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر. فكلما كان للمدير أقدمية كلما ارتفع مستوى المردودية الاقتصادية لأن المدير العام يكون قد اكتسب خبرة أكثر وشبكة علاقات أكبر مع المستثمرين مما يمكنه من جلب أموال أكبر للمؤسسة ، من جهة أخرى أكدت دراسة Charreaux.G (1990) و نظرية التجذر Shleifer et Vishny (1989) عكس ذلك فكلما كان للمدير أقدمية كلما انخفض أداء المؤسسة ، لأن المدير العام يحاول تحقيق استثمارات طويلة الأجل التي تشبع منافعه الشخصية للتجذر على رأس المؤسسة و هذا ما يتعارض مع أهداف أصحاب المصالح (المساهمين).

بالإضافة إلى ذلك يعتبر عدد العهود التي يتولاها المسير في مجالس الإدارة عاملا مهما لاستمرار إستراتيجيات التجذر ، في الواقع مناصب الرئيس التنفيذي (PDG) التي شغلها سابقا تزيد في تطوير مؤهلاته من خلال الخبرة



المتراكمة وشبكة العلاقات التي تم إنشاؤها، كما أن أقدمية المسير في المنصب تسمح له بتوسيع نطاق سلطته، ومن جهة أخرى يسعى إلى تفادي خطر استبعاده من خلال تعزيز المظلات الذهبية "Les Parachutes Dorée" في المكافآت وإحاطة نفسه بالحماية الكافية، ويهدف هذا السلوك إلى تعظيم المصلحة الذاتية وبالتالي؛ فإن المسير سيقوم بتطوير العلاقات مع المساهمين من جهة وأصحاب المصالح من جهة أخرى.

5.5. حجم المؤسسة (SIZE): وجود تأثير سلبي بين حجم المؤسسة وتحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، فكلما زاد حجم المؤسسة كلما انخفضت المردودية الاقتصادية لأن المؤسسات المدروسة تتميز بكبر حجمها حسب (Finet et labelle, 2004)، كلما كان حجم المؤسسة أكبر كلما كانت المؤسسة قادرة على تخفيض التكاليف الوحودية و تقليل الخطر (l'économie d'échelle)، فالمؤسسة الصغيرة تقدم أكثر ابداع و ابتكار وبالتالي تخلق قيمة مضافة أكبر مقارنة مع المؤسسات الكبيرة.

6.6. نسبة الاستدانة (ENDET): وجود تأثير سلبي بين نسبة الاستدانة (ENDET) وتحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، وهذا ما أكدت عليه نتائج دراسة شلاي (2018)، فكلما زادت نسبة الاستدانة كلما انخفضت مردودية المستثمرين، و هذا لا يتوافق مع نظرية الوكالة التي تعتبر الاستدانة من آليات الرقابة المهمة التي بإمكانها الضغط على المسير و الحد من تصرفاته الانتهازية و بالتالي التخفيض من تكاليف الوكالة.

الخلاصة:

تعد آليات حوكمة الشركات إحدى أهم الآليات الحديثة التي تضمن بها مختلف الشركات، وخاصة شركات المساهمة تحسين ورفع أدائها، ومن هذا المنطلق حاولنا من خلال هذا البحث الإجابة على إشكالية "ما مدى تأثير مبادئ الحوكمة في تحسين أداء المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر"، من خلال الدراسة التطبيقية تم بناء نموذج يحدد أثر مبادئ حوكمة الشركات على تحسين أداء المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2017) وتم التوصل إلى النتائج التالية:

- وجود تأثير إيجابي بين كل من حجم مجلس الادارة، استقلالية مجلس الإدارة وأقدمية وظيفة المدير العام وتحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر معبر عنه بالعائد على الأصول؛
 - وجود تأثير سلبي بين كل ازدواجية مهام المدير العام و رئيس مجلس الإدارة، حجم المؤسسة ونسبة الاستدانة وتحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر معبر عنه بالعائد على الأصول.
- وقد حاولنا من خلال تناول موضوع "أثر مبادئ الحوكمة في تحسين أداء المؤسسات الجزائرية المدرجة في البورصة"، معالجة إشكالية البحث، والتركيز على مبادئ الحوكمة وآلياتها التي يمكن لها المساهمة في تحسين أداء المؤسسات وذلك إذا أحسن استخدامها في المؤسسة، وقد تم التوصل إلى مجموعة من النتائج وبناء على ذلك تم تقديم مميزات السوق المالي الجزائري باعتباره من أهم آليات الرقابة الخارجية لحوكمة المؤسسات:



- يتميز السوق المالي الجزائري بقلة المؤسسات المدرجة فيه ، و ذلك بسبب التخوف من الإفصاح بالمعلومات و التقارير للنتائج السنوية ، مما يؤدي الى ضعف في تداول الأسهم فنادرا ما يتغير السعر السوقي لأسهم الشركات وعدم جذب المستثمرين على شرائها؛
- لا تساهم بورصة الجزائر في إرساء مبادئ حوكمة الشركات و ذلك لقلّة الشركات المدرجة فيها ، مع العلم أن الجزائر لا تزال تسجل مراتب متأخرة فيما يتعلق بمؤشر حماية المساهمين؛
- تتميز الشركات المدرجة في البورصة بكون حجم مجلس الإدارة و تمرکز السلطة على يد المدير العام مما يفسر وجود ظاهرة تجذّر المدير العام على رأس المؤسسة (متوسط الأقدمية 14 سنة)؛
- أغلبية مجالس الإدارة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر لا تتمتع باستقلالية حيث لا تضم أي عضو مستقل في مجلس الإدارة باستثناء شركة (NCA ROUIBA) فقط؛
- إن الملكية مركزة جدا في الشركات محل الدراسة حيث يكون المدير العام هو نفسه رئيس مجلس الإدارة ، مع العلم أن التمثيل الأجنبي (الخارجي) بمجلس الإدارة يعتبر عاملا مهما في تحسين الأداء ، حيث تساهم هذه الفئة في تبادل الخبرات ، الشفافية و الإفصاح بالمعلومات؛
- تلعب الدولة دور المالك الوحيد في الشركات المدرجة في البورصة مع العلم أن الملكية الخاصة تلعب دورا مهما في تحسين الأداء الاقتصادي لما تشكله هذه المساهمة كأداة رقابية و مصدر للتمويل؛
- غياب وجود ثقافة حوكمة المؤسسات في المؤسسات الجزائرية و ضعف مناخ الاستثمار في المؤسسات الجزائرية ؛ و من هنا يمكن إثبات صحة الفرضية الأولى و ذلك بأن مبادئ الحوكمة لها تأثير إيجابي على أداء المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر لأن معظم المتغيرات تؤثر إيجابا على الأداء.
- ولكن لا يمكن إثبات الفرضية الثانية بحيث لا يؤثر السوق المالي على أداء المؤسسات المدرجة في البورصة لأنه يتميز بقلة المؤسسات المدرجة فيه و تمرکز السلطة في يد المدير العام الذي يمثل الدولة و هذا ما يتعارض مع مبادئ الحوكمة و حماية حقوق المساهمين.

قائمة المراجع:

- Alexandre, H., & Paquerot, M. (2000, May). Efficacité des structure de contrôle et enracinement des dirigeants ». Contrôle Stratégie, volume3, N° 2, p8.
- Caby, & Hirigoyen. (2005). Création de valeur et gouvernance d'entreprise. Paris: Economica.
- Charreaux, G. (2002). Variation sur le theme :à la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise (Vol. 1). finance controle strategie, vol 5, n°3.
- Charreaux, G. (2004). les theories de la gouvernance: De la Gouvernance des Entreprises a la Gouvernance des systemes nationaux. Cahier du FARGO , center de recherche en finance).



- Charreaux, G., & Pitol Belin, J. (1990). le conseil d'administration (éd. 10). Paris: Vuibert.
- Coriat, B., & Weinstein, O. (1995). les nouvelles theories de l'entreprise., Éd.) paris: le livre de poche.
- Demsetz, H. l'économie de la firme , sept commentaires critiques. paris, éditions EMS.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976, October). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of financial economics.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm :Managerial Behavior,agency Cost , and Ownership structure. journal of financial economics.
- Martins, R., & Al. (2010). Transactions cost theory influence in strategy search glob advantage.
- Omri, a. (2003). système de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes n°142. revue francaise de gestion, 85-100.
- Pigé, B. (1998). Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires;revue finance-control-strategie. 1(3).
- Pigé, B. (2008). Gouvernance, Contrôle et Audit Des Organisation. Economica.
- إبراهيم العدي، و عبد الله حسين. (2012). دور آليات حوكمة الشركات في الحد من ممارسات إدارة الأرباح. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية-سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية. المجلد 34. العدد 3.
- أمال سكور. (2017). أثر حوكمة المؤسسات على الأداء المالي في البنوك الجزائرية -دراسة مقارنة بين عينة من البنوك العمومية و البنوك الخاصة(أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
- طارق عبد العال حماد. (2007). حوكمة الشركات- شركات قطاع عام وخاص ومصارف (المفاهيم ، المبادئ ، التجارب ، المتطلبات) (الإصدار ط 2). الإسكندرية، مصر، مصر: الدار الجامعية.
- عبد الفتاح بوخمم. (2012). نظريات الفكر الاقتصادي تطور و تباين أم تنوع وتكامل. المؤتمر العلمي الدولي عولمة الادارة في عصر المعرفة. جامعة الجنان، طرابلس، لبنان.
- عبد الناصر رواجي، و خليصة مجيلي. (ديسمبر، 2016). أثر الدور الحوكمي لمجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات -دراسة تطبيقية على بعض الشركات ذات الأسهم الجزائرية. معارف (مجلة أكاديمية)(21).



الملاحق:

الملحق 01 "الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة"

| المتغيرات | الوسط الحسابي | الانحراف المعياري | القيمة الدنيا | القيمة القصوى |
|---------------|------------------|----------------------|---------------|---------------|
| ROA | 0.6079 | 3.2250 | 0.0700 | 0.5600 |
| TAILLE | 9.0000 | 0.1983 | 7.0000 | 11.000 |
| INDEP | 0.5272 | 1.0000 | 0.0000 | 1.0000 |
| DUAL | 0.6045 | 1.0000 | 0.0000 | 1.0000 |
| ANCIEN | 14.000 | 0.3750 | 1.0000 | 27.000 |
| SIZE | 1.1819 | 0.0750 | 0.3783 | 1.7654 |
| ENDET | 0.8239 | 2.4350 | 0.7781 | 0.8674 |

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

"الملحق 02" نتائج اختبار الاستقرارية ADF

| Variables | Level | | | I(d) |
|---------------|-----------|---------------------|------|-------------|
| | Intercept | Trend and intercept | None | |
| ROA | 0,02 | 0,00 | 0,00 | I(0) |
| Taille | 0,00 | 0,00 | 0,00 | I(0) |
| Indep | 0,00 | 0,00 | 0,00 | I(0) |
| Ancien | 0,00 | 0,01 | 0,00 | I(0) |
| Dual | 0,00 | 0,01 | 0,00 | I(0) |
| Size | 0,01 | 0,00 | 0,03 | I(0) |
| Endet | 0,01 | 0,00 | 0,01 | I(0) |

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10



الملحق 03 "نتائج تقدير النموذج (MCO) "

| المتغير التابع : ROA | |
|-------------------------|------------------------|
| C | 3.04* |
| LTAILLE | 0.13*** |
| LINDEP | 0.35** |
| LDUAL | -0.33** |
| LANCIEN | 0.07* |
| LSIZE | -0.01*** |
| LENDET | -0.02*** |
| R ² | 0.686592 |
| Adjusted R ² | 0.587120 |
| (F-statistic) Prob | 0.004157 (3.885457) |

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10
 (*)، (**)، (***) تشير إلى مستويات المعنوية 1% و 5% و 10% على التوالي .