الجمهوريــة الجزائريــة الديمقراطيــة الشعبيــة
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليـيـم العـالي والبحث العلمـي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

جامعة مصطفى اسطمبولي
معسكر



Université MUSTAPHA Stambouli
Mascara

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم التجارية
التخصص: الحوكمة واستراتيجيات مالية للمؤسسات

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث ل.م.د

تفعيل الحوكمة لكفاءة الأسواق المالية – دراسة منطقة MENA-

إعداد الطالب: دحماني عمر
إشراف: بلميمون عبد النور

لجنة المناقشة:

بن عبو الجيلالي	أستاذ التعليم العالي	جامعة معسكر	رئيسا
بلميمون عبد النور	أستاذ التعليم العالي	جامعة معسكر	مقررا
حسيني إسحاق	أستاذ التعليم العالي	جامعة معسكر	ممتحنا
بوحزام سيد أحمد	أستاذ التعليم العالي	جامعة معسكر	ممتحنا
العقاب الجيلالي	أستاذ التعليم العالي	جامعة تيسمسيلت	ممتحنا
بلالي منير	أستاذ محاضر "أ"	المدرسة العليا للمناجمنت ـ القليعة	ممتحنا

السنة الجامعية: 2025 / 2026

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ وَقُلْ رَبِّ زِدْنِي عِلْماً ﴾

[سورة طه : 114]

الإهداء

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين.

أهدي هذا العمل إلى:

من ربتني وأنارت دربي وأعانتني بالصلوات والدعوات, إلى أغلى إنسان في هذا الوجود أمي الحبيبة أطال الله في عمرها
إلى من عمل بكد في سبيلي وعلمني معنى الكفاح وأوصلني إلى ما أنا عليه أبي الغالي أدامه الله لي.
كما سأهدي هذا العمل إلى السند زوجتي الكريمة
وإلى كل أفراد أسرتي سندي في الدنيا ولا أحصي لهم الفضل
إلى أخي وصديقي حمادي بلعباس رحمة الله عليه
إلى كل الأصدقاء والأحباء دون استثناء.

شكر وتقدير

وامتثالا لقوله سبحانه جل في علاه:
" وَإِذْ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِن شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ ۖ وَلَئِن كَفَرْتُمْ إِنَّ عَذَابِي لَشَدِيدٌ"
الحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة وأعانني على أداء هذا الواجب ووفقني بكرمه وجوده لانجاز هذا العمل المتواضع فله الحمد والشكر كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه.
ولقول نبينا الكريم من لا يشكر الناس لا يشكر الله، ومن باب رد جزء بسيط من المعروف
أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدني من قريب أوبعيد على انجاز هذا العمل وفي تقليل ما وجهته من الصعوبات، وأخص بالذكر الأستاذ المشرف "بلميمون عبد النور" الذي كان أخا وصديقا قبل ان يكون استاذا مشرفا لي، لم يبخل علي بتوجيهاته ونصائحه القيمة التي كانت عونا لي في إتمام هذا العمل.
كما أتقدم بأطيب وجزيل الشكر إلى كل أستاذ أومعلم تتلمذنا على يده.

الملخص: تتناول هذه الدراسة العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وكفاءة الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (MENA)، مع التركيز على فهم ما إذا كانت الحوكمة تؤثر بشكل ذي دلالة إحصائية على كفاءة الأسواق المالية في سياق الدول النامية العشرة محل الدراسة، وكيف تختلف هذه العلاقة وفقا للسياقات المؤسسية المتنوعة في هذه الدول، كما ان الهدف من الدراسة اختبار الفرضية بوجود تاثير بين مؤشرات الحوكمة الستة كمتغير مستقل وكفاءة الأسواق المالية من خلال مؤشر بورصة كل دول محل الدراسة كمتغير تابع في حين تم الاستعانة بمتغير ضابط وهو نمو الناتج المحلي الاجمالي في الفترة الممتدة ما بين سنة 2007 الى غاية 2023 في شكل بيانات سنوية، معتمدا على التحليل الوصفي لمؤشرات الدراسة و المتغيرات الاقتصادية ومصفوفة الارتباط لفهم العلاقات الاولية، بالاضافة الى تحليل الاستقرارية لكل متغير حسب كل دولة على حدا والاستغناء عن المتغيرات ذات الدرجة I(2) ، مع تحليل نموذج ARDL واختبارات الحدود للكشف عن العلاقات طويلة الأجل، واختبارات تشخيصية للنموذج وتحليل توزيع الأخطاء العشوائية.

كما اسفرت النتائج أن العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وكفاءة الأسواق المالية في منطقة MENA هي علاقة موجودة وذات دلالة إحصائية، ولكنها غير متجانسة من حيث الاتجاه والقوة عبر الدول المدروسة، وتاكد هذه الدراسة على ان الحوكمة تلعب دورا محوريا في دعم كفاءة الأسواق المالية في منطقة ولكن طبيعة هذا الدور تختلف بشكل جوهري وفقا للسياق المؤسسي لكل دولة.

الكلمات المفتاحية: حوكمة المؤسسات، الاسواق المالية، كفاءة الاسواق المالية، الافصاح والشفافية، نموذج ARDL، منطقة MENA.

Abstract: This study examines the relationship between institutional governance and financial market efficiency in the Middle East and North Africa (MENA) region, focusing on whether institutional governance significantly affects financial market efficiency in the context of ten developing countries under study, and how this relationship varies according to diverse institutional contexts in these countries. The objective of the study is to test the hypothesis of an impact between six governance indicators as independent variables and financial market efficiency, measured through each country's stock market index as the dependent variable, with GDP growth serving as a control variable. The analysis covers the period from 2007 to 2023 using annual data.

The methodology employed includes descriptive analysis of the study indicators and economic variables, correlation matrices to understand preliminary relationships, stationarity analysis for each variable by country (excluding variables of order I(2)), ARDL modeling and boundary tests to identify long-term relationships, as well as diagnostic tests for the model and analysis of random error distribution.

The results revealed that the relationship between institutional governance and financial market efficiency in the MENA region is statistically significant, but heterogeneous in direction and strength across the studied countries. This study confirms that governance plays a pivotal role in supporting financial market efficiency in the region, though the nature of this role differs significantly according to each country's institutional context.

Key words: Institutional governance, financial markets, financial market efficiency, disclosure and transparency, ARDL model, MENA region.

فهرس المحتويات:

فهرس المحتويات:	صفحة
الإهداء	
التشكرات	
الملخص	
فهرس المحتويات	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
مقدمة عامة	**أ-ت**
الفصل الأول: الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات	**1**
المبحث الأول: ماهية حوكمة المؤسسات	**3**
المطلب الأول: التطور التاريخي لحوكمة المؤسسات	**3**
المطلب الثاني: مفاهيم حوكمة المؤسسات	**6**
المطلب الثالث: النظريات التفسيرية لحوكمة المؤسسات	**13**
المبحث الثاني: مبادئ وآليات حوكمة المؤسسات	**28**
المطلب الأول: مبادئ حوكمة المؤسسات وأسس تطبيقها	**28**
المطلب الثاني: المحددات الداخلية والخارجية	**36**
المطلب الثالث: آليات حوكمة المؤسسات	**39**
المبحث الثالث: تجارب دولية في حوكمة المؤسسات	**45**
المطلب الأول: دول رائدة في مجال حوكمة المؤسسات	**45**
المطلب الثاني: سعي الدول النامية في تطبيق الحوكمة	**53**
المطلب الثالث: تجربة دول منطقة MENA في حوكمة المؤسسات	**58**
الفصل الثاني: التأصيل النظري للأسواق المالية	**64**
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية	**66**
المطلب الأول: نشأة وتعريف الأسواق المالية	**66**
المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية	**74**
المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية بالنسبة للاقتصاد	**79**
المبحث الثاني: تقسيمات وأدوات ومؤشرات الأسواق المالية	**85**
المطلب الأول: أنواع الأسواق المالية	**85**
المطلب الثاني: الأوراق المالية والأدوات المالية	**92**
المطلب الثالث: مؤشرات أداء الأسواق المالية	**109**
المبحث الثالث: اهمية الأسواق المالية في منطقة MENA وسبل اللازمة لتطويرها	**112**
المطلب الأول: أهمية الأسواق المالية العربية	**112**
المطلب الثاني: صعوبات التي تواجه عمل الأسواق المالية العربية	**115**

المطلب الثالث: اجراءات ومستلزمات تطوير الأسواق المالية العربية	**124**
الفصل الثالث: نظام المعلومات في الأسواق المالية	**128**
المبحث الأول: الإطار النظري لنظام المعلومات	**130**
المطلب الأول: مفهوم نظام المعلومات	**130**
المطلب الثاني: وظائف وأهمية نظام المعلومات	**134**
المطلب الثالث: دور التكنولوجيا في تطوير نظام المعلومات الأسواق المالية	**138**
المبحث الثاني: علاقة نظام المعلومات بالحوكمة	**147**
المطلب الأول: دور الافصاح والشفافية عن المعلومات المحاسبية	**148**
المطلب الثاني: حوكمة المؤسسات ودورها في تحقيق جودة نظام المعلومات	**151**
المطلب الثالث: الأبعاد المحاسبية ودعم نظم المعلومات المحاسبية للحوكمة	**155**
المبحث الثالث: تناظر المعلومات في الأسواق المالية	**157**
المطلب الأول: فرضية الكفاءة	**157**
المطلب الثاني: مصادر المعلومات المعتمدة في الأسواق المالية	**164**
المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على كفاءة السوق المالي	**166**
الفصل الرابع: دراسة قياسية لتطبيق الحوكمة على كفاءة الأسواق المالية	**172**
الاطار العام للدراسة القياسية و اهدافها	**173**
الاطار القياسي المتبع في الدراسة	**173**
النموذج العام للدراسة	**174**
مصادر البيانات	**174**
عينة الدراسة	**175**
فترة الدراسة	**176**
طرق واساليب تقدير النموذج	**176**
عموميات حول نموذج بيانات البانل (السلاسل الزمنية المقطعية)	**176**
الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة و اختبار الارتباط	**177**
دراسة استقرارية متغيرات الدراسة لكل دولة	**217**
نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL بالنسبة لكل دولة على حدى	**230**
اختبار الحدود Bounds Test Long Run From and	**239**
اختبارات التشخيص لمعرفة تباين الاخطاء Tests Heteroskedasticity	**253**
اختبار مضروب لاغرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي Serial Correlation LM Test	**263**
اختبار توزيع الاخطاء العشوائية Histogram-Normality Test	**267**
الخاتمة العامة	**272**
قائمة المصادر والمراجع	**278**
الملاحق	**289**

قائمة الجداول

رقم	عنوان الجدول	الصفحة
01-01	التعاريف المختصرة والمختلفة للحوكمة	**12**
01-04	مؤشرات الحوكمة الستة المستخدمة في الدراسة	**175**
02-04	تسهيل تفسير نتائج قيم التحليل الوصفي لكل دولة	**177**
03-04	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة المملكة المغربية	**178**
04-04	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة الجزائر	**181**
05-04	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة تونس	**183**
06-04	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة مصر	**185**
07-04	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة قطر	**187**
08-04	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة المملكة العربية السعودية	**188**
09-04	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة الامارات العربية المتحدة	**190**

10-04	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة عمان	**192**
11-04	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة المملكة الاردنية الهاشمية	**194**
12-04	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة الكويت	**196**
13-04	تسهيل تفسير نتائج مصفوفة الارتباط	**198**
14-04	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة المغرب	**198**
15-04	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة الجزائر	**199**
16-04	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة تونس	**201**
17-04	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة مصر	**203**
18-04	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة قطر	**205**
19-04	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة المملكة العربية السعودية	**207**
20-04	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة الامارات العربية المتحدة	**209**
21-04	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة عمان	**211**
22-04	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة المملكة الاردنية الهاشمية	**213**
23-04	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة الكويت	**215**
24-04	اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة المملكة المغربية	**217**
25-04	اختبار استقرارية عند الفرق الثاني لدولة المملكة المغربية	**218**
26-04	اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الجزائر	**219**
27-04	اختبار استقرارية عند الفرق الثاني لدولة الجزائر	**219**
28-04	اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة تونس	**220**
29-04	اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة جمهورية مصر العربية	**221**
30-04	اختبار استقرارية عند الفرق الثاني لدولة جمهورية مصر العربية	**221**
31-04	اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة قطر	**222**
32-04	اختبار استقرارية عند الفرق الثاني لدولة قطر	**223**
33-04	اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة المملكة العربية السعودية	**223**
34-04	اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الامارات العربية المتحدة	**224**
35-04	اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة عمان	**225**

36-04	اختبار استقرارية عند الفرق الثاني لدولة عمان	**226**
37-04	اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة المملكة الاردنية الهاشمية	**226**
38-04	اختبار استقرارية متغيرات الداسة ما بين 2007-2023 لدولة الكويت	**227**
39-04	نتئج اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لكل الدول	**228**
40-04	نتائج تقدير نموذج ARDL متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لكل الدول	**230**
41-04	نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة المغرب	**239**
42-04	نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الجزائر	**240**
43-04	نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة التونس	**242**
44-04	نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة جمهورية مصر العربية	**243**
45-04	نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة قطر	**245**
46-04	نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة السعودية	**246**
47-04	نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الامارات العربية	**248**
48-04	نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة عمان	**249**
49-04	نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الاردن	**250**
50-04	نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الكويت	**252**
51-04	نتائج اختبارات التشخيص لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023	**253**
52-04	نتائج اختبار الارتباط التسلسلي لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023	**263**
53-04	نتائج اختبار توزيع الاخطاء العشوائية لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023	**267**
54-04	مفاهيم اساسية مساعدة لتفسير وفهم اختبار Histogram-Normality Test	**268**

قائمة الأشكال

رقم	عنوان الشكل	الصفحة
01-01	المبادئ الستة للحوكمة	**31**

02-01	مخطط توضيحي للمحددات الداخلية و الخارجية لحوكمة	**38**
01-04	فترة الابطاء المثلى لنموذج ARDL	**229**

المقدمة العامة

المقدمة:

يعتبر موضوع الأسواق المالية من الموضوعات الحيوية التي تشهد تحديات متزايدة في ظل التطورات السريعة والمستمرة في كافة جوانبها، إذ تمثل الشكل الحضاري لاقتصادات الدول، حيث ارتبط تطورها بالتقدم الاقتصادي والصناعي الذي شهدته معظم دول العالم، وخاصة تلك السالكة لنهج الاقتصاد الجديد.

فللأسواق المالية وظائف اقتصادية قد لا تكون جلية للكثيرين، لكنها في الواقع تمثل حلقة الوصل بين القطاعات المختلفة في المجتمع أي بين المدخرين والمنتجين، فالقطاعات التي لديها فائض ادخاري تحتاج إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر جدوى، بينما تحتاج القطاعات المنتجة إلى مصادر تمويلية لضمان استمراريتها في أداء وظيفتها الاقتصادية، وهنا تبرز مهمة الأسواق المالية في نقل الأموال الفائضة (المدخرات) من القطاعات ذات الفائض المالي إلى تلك التي تعاني عجزا تمويليا.

من هذا المنطق برزت أهمية الأسواق المالية في جميع الدول سواء المتقدمة أوالنامية حيث تتسع عمليات التعامل فيها نتيجة الحاجة إلى التمويل الذي توفره من جهة، وإلى توظيف الموارد المالية لتحقيق عوائد استثمارية من جهة أخرى، لكن الملاحظ أن درجة تطور هذه الأسواق وفاعليتها تتباين بين الدول، ففي حين تتمتع الأسواق المالية في الدول المتقدمة بدرجة عالية من التطور والفاعلية رغم انخفاض الحاجة الملحة لها مقارنة بالدول النامية، نجد أن الأسواق في الدول الأقل تقدما تعاني ضعفا في الإسهام الفعلي في تمويل الأنشطة الاقتصادية وتوسيعها بالرغم من الحاجة الماسة لذلك.

فقد شهد العقد الأخير تحولات جذرية في مجال تمويل الاستثمارات، تمثلت في ابتكار أساليب تمويلية جديدة وتوسع عالمي كاد يلغي الحواجز الجغرافية أمام انتقال رؤوس الأموال، كما اكتسب الاستثمار المالي عمقا نظريا أصبح معه محفزا للاستثمار العيني وموازيا له، ولم تعد الإدارة المالية للمؤسسات مقتصرة على توفير التمويل اللازم وإدارته فحسب بل امتدت إلى تعظيم العائد على الاستثمار المالي، مما جعل القرارات المالية تعتمد بشكل أساسي على جودة المعلومات المتاحة.

وفي صميم النقاشات حول سلوك أسعار الأوراق المالية وعوائدها، تبرز فرضية كفاءة السوق التي صاغها Eugene Fama كأساس فكري للعقيدة المالية الحديثة، لتشير هذه الفرضية التي تجمع بين الفكر النظري والجانب التطبيقي، إلى أن كفاءة المعلومات تعد حجر الزاوية لشفافية الأسواق وقدرتها على عكس جميع البيانات المتاحة بدقة في أسعار الأصول المتداولة، مما يمكنها من لعب دورها في تخصيص الموارد بكفاءة، بحيث يعكس السعر القيمة الحقيقية للأوراق المالية على النحوالأمثل.

على الرغم من الإسهامات البارزة في النظرية الاقتصادية والمالية، لا تزال الكفاءة المعلوماتية موضع جدل واسع، رغم تطور الأدوات القياسية وازدياد الدراسات التطبيقية، وهذا يعكس عمق الموضوع واستمراريته كمركز اهتمام للاقتصاديين والمهتمين بالشأن المالي العالمي.

مع التحول الكبير للدول نحوالأنظمة الرأسمالية التي تعتمد على القطاع الخاص لتحقيق معدلات نمومرتفعة، برزت الحاجة إلى حوكمة المؤسسات كموضوع جوهري تتبناه الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وأصبح محط اهت

مام المحاسبين والخبراء القانونيين نظرا لارتباطه بمفاهيم الرقابة المؤسسية وتنظيم العلاقة بين الإدارة والمساهمين وأصحاب المصلحة (العملاء، الموظفون، الموردون، وغيرهم)، بهدف ضمان الإدارة الرشيدة وتحقيق الأهداف الاستراتيجية مع الالتزام بالمعايير الأخلاقية والقانونية.

على الرغم من الاعتقاد السائد بأن مفهوم حوكمة المؤسسات (Corporate Governance) حديث النشأة، فإن جذوره تعود إلى القرن الثامن عشر حين أشار إليه Adam Smith في كتابه "ثروة الأمم" سنة 1776، مؤكدا على ضرورة أن تدار أموال الآخرين بـالعناية التي يدار بها المال الخاص، وقد يعزز هذا المفهوم مع تحول المؤسسات من الملكية الفردية إلى شركات المساهمة ذات الإدارة المنفصلة عن الملكية، وهوما أظهرته أعمال Berle وMeansسنة 1932 حول مخاطر تضارب المصالح بين المالكين والمدراء بسبب تباين الأولويات، كإخفاء المعلومات أوتبني سياسات نموتضر بالمساهمين.

وقد تصاعد الاهتمام بالحوكمة بعد سلسلة الانهيارات المالية العالمية، كفضيحة Enron (2001) و(2002) WorldCom، التي كشفت ثغرات في الشفافية والإفصاح، مما دفع الدول والمؤسسات الدولية (كصندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية) إلى إصدار مبادئ تهدف إلى تعزيز الثقة في الأسواق المالية عبر معالجة أسباب الفساد الإداري والهيمنة على القرارات، وإرساء قواعد الحوكمة الرشيدة.

في سياق الموضوع:

شكلت حوكمة المؤسسات محورا للعديد من الدراسات الحديثة، حيث حاول الباحثون تقديم تعاريف متعددة لها، فمن منظور العلاقة بين المساهمين والمدراء التي تطرق اليها Jensen وMeckling سنة 1976 ، تعرف الحوكمة بأنها الأنظمة المصممة لضمان تحقيق عائد استثماري أمثل من خلال تحليل التفاعل بين الأطراف الفاعلة، وبالتالي فإن أنظمة الحوكمة هي آليات ضبط ومبادئ رقابية تهدف إلى تعظيم خلق القيمة عبر ضمان موثوقية المعلومات.

وفي هذا السياق فقد عرف Charreaux و Desbrières سنة 1997الحوكمة بأنها: مجموعة الآليات التنظيمية التي تحدد السلطات وتؤثر على القرارات خاصة التمويلية والاستثمارية لتنظيم وظائف المدراء والمساهمين، مع التركيز على الرقابة الإدارية وتعظيم القيمة، أما La Porta وباحثون اخرون سنة 2000 فقد ركزوا على الجانب القانوني، معرفينها بأنها مجموعة القواعد القانونية التي تمنع استبعاد المستثمرين الأقلية من قبل المدراء أوالمساهمين الأغلبية، وفي تعريف أشمل فقد تطرق اليه2003 Perez بأنها تشمل الأحكام المؤسسية (كمجلس الإدارة ولجنة التدقيق) والسلوكيات التي تحكم العلاقات بين مدراء المؤسسة وأصحاب المصلحة (المساهمون، الدائنون، الموردون، إلخ).

1. إشكالية الأطروحة:

تكشف هذه التعاريف أن إدارة المؤسسات غالبا ما تفوض إلى قادة مختصين لخلق القيمة، لكن هذه الوكالة (Agency) تخلق تضاربا في المصالح بين المالكين والمدراء من خلال اعمل كل منShleifer وVishny سنة 1997، فالمساهمون يسعون إلى آليات تضمن شفافية القرارات وموثوقية المعلومات، بينما قد يتبنى المدراء سياسات تخدم مصالحهم الشخصية على حساب القيمة طويلة الأجل.

وبما أن الأسواق المالية كمرآة لاقتصاد الدول تعتمد كفاءتها على جودة المعلومات المنعكسة في أسعار الأصول، فإن تطبيق حوكمة رشيدة تصبح ضرورية لتعزيز الثقة وجذب الاستثمارات، خاصة في الأسواق الناشئة التي تسعى لتقليص الفجوة مع الأسواق المتقدمة عبر تبني معايير الشفافية ومكافحة الفساد.

وباعتبارها كما سلف ذكره هي الصورة العاكسة لإقتصاد الدولة، والتي أولاها العديد من الباحثين الإقتصاديين في مجال الأسواق والمستثمرين اهتماما خاصا، حيث يعتبر الإهتمام بكفاءتها ضرورة حتمية مهمة، والتي ترتكز هذه الكفاءة إنطلاقا من جودة المعلومات التي تعكس السعر المطروح فيها، دون أن ننسى بأن هناك

تباين في تطور هذه الأسواق في العالم ككل بين متطورة واقل تقدما وأسواق ناشئة، والتي تسعى هذه الأخيرة باللحاق بركب التطور الذي وصلت إليه الأسواق المتطورة والاستفادة من تجاربها والحرص على سلامة المعلومات وشفافيتها ومصداقيتها، بالإضافة إلى الاعتماد على آلية حوكمة المؤسسات والتي لها أهمية كبيرة في تطويرها وتعزيز ثقة المساهمين وأصحاب المصالح، وبشأن هذا الموضوع نطرح التساؤل حول ما هي العلاقة بين حوكمة المؤسسات والأسواق المالية في الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير الحوكمة المؤسسات على كفاءة الأسواق المالية؟

ان العلاقة بين الحوكمة المؤسسية (Corporate Governance) وكفاءة الأسواق المالية (Market Efficiency) من القضايا الملحة في الدراسات الاقتصادية، خاصة في ظل التغيرات الاقتصادية العالمية والتحديات التي تواجهها الأسواق الناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA)، من منطلق هذه الاشكالية الرئيسية أوالسؤال الرئيسي لهذه الاطروحة يقودنا إلى طرح بعض التسائلات الفرعية التالية:

- كيف تؤثر مبادئ الحوكمة المؤسسية على كفاءة الأسواق المالية؟
- هل يمكن للحوكمة المؤسسية تقليل مخاطر الاستثمار وزيادة سيولة السوق؟
- ما أهمية نظام المعلومات في تعزيز العلاقة بين الحوكمة والكفاءة السوقية؟
- هل تعتبر الشفافية في الإفصاح المالي شرطا ضروريا لربط الحوكمة بكفاءة السوق؟
- ما مدى تأثير التحديات التنظيمية والاقتصادية على تطبيق الحوكمة في الأسواق المالية العربية؟
- ما السبل الممكنة لتطوير الحوكمة المؤسسية وتحسين كفاءة الأسواق المالية العربية؟

2. الفرضيات:

للتوصل إلى اجابة على الاشكالية المطروحة والاسئلة الفرعية، قمنا بوضع مجموعة من الفرضيات التي ستسهم في تحليل الموضوع بشكل منهجي ودقيق.

- يوجد تاثير ذودلالة إحصائية بين مستوى الحوكمة المؤسسية وجودة نظام المعلومات ودرجة كفاءة الأسواق المالية في منطقة MENA

- لايوجد تاثير ذودلالة إحصائية بين مستوى الحوكمة المؤسسية وجودة نظام المعلومات ودرجة كفاءة الأسواق المالية في منطقة MENA

3. مبررات اختيار الموضوع:

يأتي اختيار هذا الموضوع نظرا للاهمية المتزايدة للحوكمة في ظل التطورات المتسارعة في الأسواق المالية العالمية التي تشكل عصب الاقتصاد الحديث، حيث تساهم في تخصيص الموارد بكفاءة وتمويل المشروعات الإنتاجية، وكما تشير تقارير البنك الدولي (2022) إلى أن كفاءة هذه الأسواق ترتبط مباشرة بنمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة تصل إلى 1.5% سنويا في الدول ذات الحوكمة الرشيدة، وبالرغم من كثرة الدراسات حول الحوكمة في الأسواق المتقدمة (كالأمريكية والأوروبية)، تبقى الأسواق الناشئة (كالدول العربية) أقل تغطية بحثيا رغم حاجتها الماسة لمعالجة تحديات كهيمنة الملكيات العائلية وضعف الافصاح المالي التي تحول بينها وبين التطور، في ظل التطورات التشريعية والتحول في سياسات الدول النامية نحوتبني معايير

الحوكمة، مما يستدعي تقييم فاعليتها في تحسين كفاءة الأسواق، خاصة بعد الأزمات المالية التي كشفت ثغرات في الإدارة المؤسسية، والتي تتطلب إطارا تنظيميا قويا لضمان استقرارها لتعزيز ثقة المستثمرين والأفراد في الأسواق المالية مما يقلل من المخاطر النظامية ويحفز الادخار الوطني، بالإضافة إلى ذلك وجود دراسات سابقة أضهرت وجود علاقة وثيقة بين تطبيق الحوكمة وأداء الأسواق المالية مما يستدعي بحثا معمقا لفهم هذه العلاقة وتأثيراتها على المستوى المحلي والاقليمي والدولي، هذه المبررات تظهر أن الموضوع ليس ذا صلة أكاديمية فحسب، بل له انعكاسات عملية مباشرة على استقرار الأسواق وجذب الاستثمارات.

4. أهمية الدراسة:

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من خلال دورها المحوري في الجانبين النظري والتطبيقي، حيث تركز على فهم العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وكفاءة الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA)، وهي منطقة تواجه تحديات اقتصادية وتنظيمية كبيرة تعيق تطور أسواقها المالية، فعلى الصعيد النظري، فالدراسة تساهم في توسيع الإطار المفاهيمي للحوكمة المؤسسية وربطها بمؤشرات كفاءة السوق، مما يعزز الفهم الأكاديمي لكيفية تأثير الشفافية والإفصاح المالي على استقرار الأسواق الناشئة، إلى جانب ذلك تقدم الدراسة نموذجا تحليليا متكاملا يجمع بين متغيرات الحوكمة جودة نظام المعلومات وعوامل كفاءة السوق، وهوما يعتبر مساهمة جديدة في الأدبيات البحثية، خاصة في ظل ندرة الدراسات التي تربط هذه العناصر في سياق عربي.

أما على الصعيد التطبيقي فتظهر أهمية الدراسة في دعم صانعي السياسات والهيئات التنظيمية في المنطقة، حيث تقدم أدلة تساعد على تصميم تشريعات تعزز الشفافية وتقلل من التلاعب في السوق، كما تستهدف الدراسة المستثمرين الأفراد والمؤسسات، حيث تساهم في توجيه قراراتهم عبر تحليل العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق، مما يقلل من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسواق الناشئة، بالإضافة إلى تحسين بيئة التداول عبر اعتماد معايير دولية في الإفصاح المالي والحوكمة.

تبرز الدراسة أهميتها الإقليمية من حيث التركيز على الأسواق العربية التي تفتقر إلى التكامل التنظيمي والرقابي، مما يجعلها معرضة للتقلبات والمخاطر النظامية،كما تعد اسهاما في بناء أسواق مالية أكثر استقرارا وشفافية، وهوما يعزز جاذبية الاستثمار ويدعم التنمية الاقتصادية في المنطقة.

5. أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

1- تحليل مفهوم الحوكمة وأبعادها المختلفة وتطوراتها في قطاع الأسواق المالية.

2- تحديد تأثير تطبيق مبادئ الحوكمة على كفاءة الأسواق المالية واستقرارها.

3- تقييم دور الحوكمة في تعزيز ثقة المستثمرين وجذب الاستثمارات الاجنبية.

4- تقديم توصيات لتعزيز تطبيق مبادء الحوكمة في الأسواق المالية لتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة.

6. تقسيم الدراسة:

يتطلب تقسيم الدراسة أساسا اتباع منهجية علمية منظمة تسهل فهم المشكلة البحثية وتحليلها بشكل متكامل، مع مراعاة تحقيق التوازن بين العمق والوضوح، وفيما يلي تقسيم الدراسة حول موضوع تفعيل الحوكمة لكفاءة الأسواق المالية في منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا MENA

في الفصل الاول: تطرقنا فيه لحوكمة المؤسسات من خلال تطورها التاريخي والمفاهيمي مع ابراز النظريات المفسرة لها، والمبادئ وآليات المساعدة في تطبيق الجيد لهذه المبادئ، وللالمام بالموضوع أكثر من خلال تدعيم ذلك بتجارب دولية في حوكمة المؤسسات.

من خلال الفصل الثاني تناولت الدراسة للاسواق المالية من مختلف الجوانب سواءا من تطورها التريخي ومفاهيم عامة حول الأسواق المالية والتقسيمات والأدوات المالية الموجودة ومؤشرات الهامة في تصنيف الأسواق المالية، وفي ختام هذا الفصل تطرقنا إلى الاهمية التي تكتسيها هذه الأسواق في منطقة MENA وسبل اللازمة لتطويرها.

الفصل الثالث تم تطرق فيه إلى العنصر الاهم في هذه الدراسة وهي المعلومات واسهامها البارز في هذه الأسواق خاصة مع الحاجة اليها في ظل الجهود الرامية إلى تطبيق الافصاح والشفافية، وعلاقة نظام المعلومات بالحوكمة، وفي ختام هذا الفصل تطرقنا إلى تناظر المعلومات في الأسواق المالية وفرضية السوق الكفء والتساق في المعلومات لما له من اهمية بالغة في التاثير على القرار الاستثماري.

الفصل الرابع: في هذا الفصل وكختام للدراسة فقد قدمنا من خلال دراسة قياسية على مجموعة من الدول في منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا المعروفة بمنطقة MENA بستخدام بيانات سنوية ونماذج بانل لمعرفة أثر الحوكمة على الأسواق المالية في هذه الدول.

7. حدود الدراسة:

الحدود الموضوعية: تعد هذه الحدود مفروضة وضرورية لتحديد المجال البحثي وتجنب التشتت، ومن خلال هذه الدراسة قمنا بتحليل العلاقة بين حوكمة المؤسسات والاسواق المالية من خلال كفاءتها.

الحدود الزمنية: تحدد من خلالها الفترة التي تغطيها الدراسة وتساهم هذه الحدود في تضييق نطاق الدراسة وتجنب إدراج بيانات غير متعلقة بالفترة المحددة، وفي هذه الحالة تحدد الدراسة فترة زمنية تمتد من 2007 إلى غاية 2023، لتقييم تطور العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وكفاءة الأسواق المالية في منطقة MENA.

الحدود الجغرافية: تحدد هذه الحدود المنطقة الجغرافية التي تغطيها الدراسة، مما يسهل تحليل العوامل التنظيمية والاقتصادية المشتركة بين هذه الدول، تتحدد الحدود المكانية للدراسة في دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA)، وقد تم التركيز على اسواق مالية ودول محددة بناءا على توفر البيانات والمعلومات.

8. منهج الدراسة:

تجمع الدراسة بين المنهج الوصفي الذي يستخدم لوصف الخلفية العامة حول الأسواق المالية والحوكمة وهو مناسب لفهم الوضع الحالي في المنطقة العربية وتحديد الفجوات التنظيمية او التكنولوجية التي تاثر على ادائها، والمنهج التحليلي الذي يركز على تحليل العلاقة بينهما، والمنهج الكمي الذي يستخدم لتحليل البيانات الكمية المستمدة من المصادر الرسمية لاختبار الفرضيات لضمان موضوعية النتائج ودقتها خاصة مع دراسة

اسواق مالية متنوعة والتي تختلف في مستويات تطورها الاقتصادي والتنظيمي، هذا التكامل يحقق مرونة في تحليل المشكلة البحثية مع ضمان دقة النتائج.

9. الدراسات السابقة:

1. الدراسات العربية:

1- دراسة الطاهر العماري، ابراهيم زروقي (**2018**)، بعنوان: **دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية**، مقال منشور في مجلة آفاق للبحوث والدراسات.

حيث يشكل مجتمع الدراسة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، بهدف تحليل كيف تساهم آليات الحوكمة في تحسين كفاءة الأسواق المالية عبر تعزيز الشفافية وتقليل الفجوة المعلوماتية، ركز الباحثان في هذه الدراسة 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.

2- دراسة سيف الدين قحايرية (**2017**)، بعنوان: **الحوكمة ودورها في رفع أداء الأسواق المالية ودعم النموالاقتصادي.**

شكل مجتمع الدراسة دول منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا، كان الهدف من جرائها هوتحليل تأثير الحوكمة على كفاءة الأسواق المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية، متطرقا فيها أيضا إلى مفهوم الحوكمة كأداة لتحسين الأداء المالي، مع التركيز على الإفصاح المالي وحوكمة الشركات كعوامل رئيسية لتعزيز الثقة في الأسواق، كما كانت ابرز النتائج المتحصل عليها من خلال هذه الدراسة هوان الحوكمة تساهم في تعبئة المدخرات وزيادة معدلات الاستثمار، مما يعزز النموالاقتصادي.

3- دراسة علاء كامل حسن خليفة (**2018**)، بعنوان: **اثر تطبيق آليات الحوكمة على جودة التقارير المالية وافصاح المخاطر.**

حيث شملت الدراسة 120 من المصرفيين العاملين في مجال الائتمان المصرفي في ثلاث بنوك تجارية من البنوك الاستثمارية في مصر، بهدف تحليل كيف تؤثر آليات الحوكمة على دقة التقارير المالية وإدارة المخاطر في القطاع المصرفي، استهدفت الدراسة البنوك المصرية لفهم دور الحوكمة في تحسين الإفصاح المالي وقياس المخاطر، مع التركيز على معايير مثل شفافية البيانات وتوجيهات إدارة المخاطر، أظهرت الدراسة أن تطبيق آليات الحوكمة يحسن جودة التقارير المالية ويقلل من مخاطر الاستثمار، خاصة في البنوك التي تمتلك بنية تنظيمية قوية.

4- دراسة نورة محمدي (**2018**) بعنوان: **اثر حوكمة الشركات على الأداء المالي لشركات المساهمة العاملة في الجزائر خلال الفترة (2015-2009).**

مجتمع الدراسة المتشكل حسب العنوان السابق بهدف تحليل مدى التزام الشركات الجزائرية بممارسات الحوكمة وتأثيرها على الأداء المالي، حيث ركزت الدراسة على تقييم التزام الشركات الجزائرية بمبادئ الحوكمة، مثل مساءلة الإدارة والإفصاح المالي، وتأثيرها على العوائد والمخاطر، وقد أظهرت النتائج التزاما جزئيا بالحوكمة، مع وجود علاقة إيجابية بين جودة الحوكمة والأداء المالي، لكنها أشارت إلى تحديات مثل ضعف التشريعات وغياب الرقابة.

5- دراسة عبد الناصر ابراهيم نور (**2016**)، بعنوان: **تاثير مبادئ الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الاسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المالية المساهمة العامة الأردنية**.

تضمنت عينة الدراسة 67 من الشركات المدرجة في البورصة خلال الفترة 2009 إلى غاية 2013، وكان الهدف تحليل العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وسيولة السوق، مع التركيز على متغيرات مثل الشفافية والإفصاح المالي، استخدمت الدراسة منهجية تحليلية لقياس تأثير مبادئ الحوكمة (مثل هيكل مجلس الإدارة والإفصاح المالي) على سيولة سوق الأسهم، أظهرت النتائج بأن الشركات التي تلتزم بمبادئ الحوكمة تحقق سيولة أعلى في تداول أسهمها، مما يُسهم في تحسين كفاءة السوق.

6- دراسة رشوان عبد الحمن (**2017**)، بعنوان: **تحليل العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات وحوكمة تكنولوجيا المعلومات وأثرها على زيادة جودة المعلومات المحاسبية**.

تمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة العامة في قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين، استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي لفهم العلاقة بين المتغيرات، مع التركيز على البيانات النوعية والكمية المتعلقة بتطبيق مبادئ الحوكمة وتأثيرها على جودة المعلومات المحاسبية، كان الهدف من هذه الدراسة هوتحليل مدى وجود علاقة بين حوكمة الشركات وحوكمة تكنولوجيا المعلومات، وقياس أثر تطبيق هذه الآليات على زيادة جودة المعلومات المحاسبية (مثل دقة البيانات، شفافيتها، وتوافرها في الوقت المناسب)، ومن النتائج التي توصل اليها الباحث هي وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين تطبيق مبادئ حوكمة الشركات وحوكمة تكنولوجيا المعلومات، حيث تعد حوكمة تكنولوجيا المعلومات امتدادا ضروريا لحوكمة الشركات لضمان إدارة فعّالة للموارد الرقمية، وان تطبيق هذه الآليات يحسن جودة المعلومات المحاسبية في الشركات الفلسطينية عبر تعزيز الشفافية وتقليل مخاطر الأخطاء أوالاحتيال المالي، والملاحظ في هذه الدراسة أن الشركات التي دمجت بين الحوكمة المؤسسية وحوكمة تكنولوجيا المعلومات حققت تحسنا ملحوظا في الإفصاح المالي مما عزز ثقة المستثمرين والجهات الرقابية.

7- 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 الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية حيث استهدفت العينة 49 شركة تم توزيع استبانة عليها لجمع البيانات، تم استخدام فيها المنهج الوصفي التحليلي، مع تصميم استبيان لقياس مستوى تطبيق الشركات لمعايير الحوكمة وتأثيرها على جودة المعلومات المحاسبية، وكان الهدف في هذه الدراسة إلى تحليل دور نظام حوكمة الشركات في تحسين جودة المعلومات المحاسبية (مثل الدقة، الشفافية، والتوقيت)، مع تقييم مدى امتثال الشركات المساهمة في فلسطين لمبادئ الحوكمة المؤسسية، حيث 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.

8- دراسة طلال وآخرون (**2014**)، بعنوان: **حوكمة الشركات وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان.**

حيث استهدفوا من خلال مجتمع الدراسة في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان، وعددها 70 شركة، اعتمد الباحثون على منهجية وصفية تحليلية، حيث تم تطوير استبانة مكونة من 70 فقرة لتوزيعها على العينة، واستخدموا أدوات إحصائية عبر برنامج SPSS لتحليل البيانات وقياس العلاقة بين المتغيرات، كان الهدف من هذه الدراسة هوتحليل تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية (مثل الشفافية، الإفصاح،

وحقوق المساهمين) في الشركات الصناعية المساهمة، وقياس الأثر الكمي لتطبيق هذه المبادئ على سعر السهم في بورصة عمان، واسفرت نتائج البحث بأن هناك تطبيقا فعليا لمبادئ الحوكمة المؤسسية في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان، خاصة في مجال الشفافية ودور أصحاب المصالح، وأن زيادة الوعي الإداري بالحوكمة يسهم بشكل مباشر في تحسين سعر السهم عبر تعزيز ثقة المستثمرين وتحسين الأداء المالي، كما لاحظ الباحثون أن مبدأ الإفصاح والشفافية ومسؤوليات مجلس الإدارة هما الأكثر تأثيرا في جذب المستثمرين وتحقيق استقرار في الأسعار.

9- دراسة بوقلع وداد ونمديلي بشرى **(2021)**، بعنوان: **إرساء وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الدول العربية مصر نموذجا.**

ركزت الدراسة على تجربة مصر باعتبارها أول دولة عربية اعتمدت مبادئ حوكمة الشركات خلال الفترة من 2001 إلى 2016، مع تحليل الإصلاحات والتطورات التنظيمية في هذا المجال، والهدف منها هوتحليل جهود الدول العربية في تبني مبادئ حوكمة الشركات، مع دراسة معمقة لتجربة مصر كنموذج رائد في المنطقة في هذا المجال، وتحديد مستويات الأداء في مؤشرات الحوكمة مثل الشفافية وتضارب المصالح ومعايير المراجعة المحاسبية، استخدم الباحثان المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم تحليل البيانات النوعية والكمية المستمدة من التقارير والإصدارات المرتبطة بحوكمة الشركات في مصر خلال الفترة 2001–2016، كما ركزت الدراسة على تقييم مؤشرات الأداء مثل مؤشر حوكمة حملة الأسهم ومؤشر الشفافية ومؤشر تعارض المصالح (متوسط الأداء) ومؤشر معايير المراجعة المحاسبية (متوسط الأداء)، ومن النتائج المتوصل اليها من خلال هذه الدراسة كون مصر نموذجا فقد حققت تقدما ملحوظا في مجال حوكمة الشركات، خاصة في مؤشر الشفافية وحوكمة حملة الأسهم، مما يعزز ثقة المستثمرين ويحسن بيئة الاستثمار المحلي والدولي، كما سجلت أداء متوسطا في مؤشر تعارض المصالح ومعايير المراجعة المحاسبية، مما يشير إلى ضرورة تطوير آليات أكثر فاعلية لمعالجة هذه الفجوات، والعلاقة بين الحوكمة والأداء فيما أكدت النتائج أن الجهود المبذولة في تطوير حوكمة الشركات ساهمت في تحسين مؤشرات الأداء، لكنها تحتاج إلى متابعة لتعزيز الجوانب التي سجلت مستويات منخفضة.

10- دراسة عقبة وآخرون **(2018)**، بعنوان: **دراسة تحليلية لتطبيق مبادئ الحوكمة في سوق عمان للأوراق المالية، ركز مجتمع الدراسة في سوق عمان للأوراق المالية.**

مع التركيز على الشركات المدرجة فيه وبيئة الاستثمار المحلية، استخدم الباحثون المنهج التحليلي الوصفي لدراسة مدى تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية مع تحليل المفاهيم الأساسية للحوكمة مثل الشفافية والإفصاح المالي، ودورها في تعزيز ثقة المستثمرين، واستهدف البحث تحليل تطبيق مبادئ الحوكمة المؤسسية في سوق عمان للأوراق المالية، مع استعراض العلاقة بين الحوكمة ومؤشرات السوق خاصة في سياق تعزيز الثقة وتقليل مخاطر الاستثمار، وتقييم مستوى تفصيل القواعد التنظيمية للحوكمة في هذا السوق مع مدى مرونة الشركات في تبني هذه المبادئ، كما اسفرت نتائج البحث أن تطبيق مبادئ الحوكمة يعزز الثقة لدى المستثمرين عبر تقليل فجوة المعلومات غير المتماثلة وتحسين الشفافية، كما لاحظ الباحثون أن سوق عمان للأوراق المالية لم يفصل القواعد التنظيمية للحوكمة، بل اعتمد على قواعد عامة تتيح للشركات مرونة في التطبيق مما يعطيها وقتا كافيا للتكيف مع متطلبات الحوكمة تدريجيا، بالإضافة إلى أن غياب التفاصيل التنظيمية للحوكمة قد يؤدي إلى تباين في جودة الإفصاح بين الشركات، لكنه في المقابل يشجع على التحول التدريجي نحوممارسات الحوكمة ويكون مساهما في بناء الوعي وتحقيق الالتزام الطويل الأمد.

2. الدراسات الأجنبية:

1- دراسة Guilhem Bascle (**2009**)، بعنوان: **الخلفيات والفعالية في استجابة الجهات الفاعلة للتوقعات المؤسسية: دراسة على الشركات الأمريكية المدرجة التي تدار وفقا لتوقعات الأسواق المالية بخصوص حوكمة الشركات واستراتيجياتها**.

مجتمع الدراسة في هذه الاطروحة عبارة عن الشركات الأمريكية المدرجة في مؤشر Fortune 500، مع التركيز على سلوكها في تنفيذ عمليات إعادة شراء الأسهم بعد عام 1998، اعتمدت الدراسة على النظرية المؤسسية (Institutional Theory) لفهم كيفية إدارة الجهات الفاعلة (الشركات) لعلاقتها بالمعايير المؤسسية المتعددة (مثل حوكمة الشركات واستراتيجيات الأعمال)، كما أجرت الدراسة تحليلين تجريبيين لاختبار العلاقة بين الامتثال للمعايير (الشفافية، السيطرة، والتعددية الاستراتيجية) وفعالية قرارات إعادة شراء الأسهم، كما هدفت الباحث إلى تحليل الخلفية المؤسسية التي تدفع الشركات إلى الامتثال أوالابتكار في مواجهة التوقعات التنظيمية والمالية، مع قياس الفعالية الاقتصادية لقرارات إعادة شراء الأسهم، خاصة في سياق الشركات الأمريكية التي توازن بين معايير الحوكمة (مثل فصل منصب المدير التنفيذي عن رئيس مجلس الإدارة) وتنوع استراتيجيات الأعمال، وفهم كيف تؤثر السيرة المؤسسية (السلوك السابق للشركة) على تقييم المستثمرين ودعمهم المالي، والنتائج التي توصلت إليها الدراسة بأن الامتثال لمبدأ التوفيق المالي للإدارة (مثل منح خيارات الأسهم للمدراء التنفيذيين) له تأثير سلبي على قرار إعادة شراء الأسهم، مما يعكس مخاوف المستثمرين بشأن تضارب المصالح، ولم يؤثر فصل منصب المدير التنفيذي عن رئيس المجلس (مبدأ السيطرة التنظيمية) بشكل مباشر على قرار إعادة الشراء، لكنه عزز التأثير السلبي على حجم الإنفاق المالي في هذه العمليات، اما الشركات التي تعتبر متميزة في تقييم المستثمرين كانت أكثر احتمالا لتنفيذ عمليات إعادة شراء، لكن التقييم الإيجابي لم يؤثر على القيمة النقدية للعمليات، من ناحية اخرى فقد أظهرت الشركات التي تتبع استراتيجية متخصصة أنها لم تعاقب عند توقفها عن إعادة شراء الأسهم، بينما واجهت الشركات متعددة الأنشطة تراجعا في تقييم المستثمرين، كما عادت الشركات متعددة الأنشطة إلى تحقيق دعم المستثمرين عند استئناف عمليات إعادة الشراء، لكنها تحتاج إلى فترة زمنية أطول لاستعادة الثقة مقارنة بالشركات المتخصصة.

2- دراســـة الباحـــثان Michael C. Jensen، William H. Meckling (**1976**)، بعنوان **نظرية الشركة: السلوك الإداري وتكاليف الوكالة وهيكل الملكية**.

حيث استهدفا مجتمع الدراسة عبارة عن الشركات الأمريكية المدرجة في بورصة نيويورك (NYSE)، مستخدمين في ذلك المنهج النظري مع تطبيقات قياسية على هيكل الملكية والإدارة في الشركات الكبرى، وتم تحليل العلاقة بين حوكمة الإدارة وتكاليف الوكالة باستخدام نماذج رياضية وتحليل إحصائي على بيانات مالية حقيقية، الهدف من هذه الدراسة هوفهم كيف تؤثر هيكل الملكية وحوكمة الإدارة على تقليل تكاليف الوكالة وتحسين كفاءة السوق، مع تحليل العلاقة بين الشفافية في اتخاذ القرار الإداري والثقة في السوق، أما النتائج متوصل إليها هي أن الشركات ذات الهيكل الحوكمي القوي (مثل فصل منصب المدير التنفيذي عن رئيس المجلس) تحقق تكاليف وكالة أقل وأداء ماليا أفضل مما يعزز كفاءة السوق، وقد اظهرت البيانات أن الشفافية في الإفصاح المالي تساهم في تقليل التفاوت المعلوماتي بين الإدارة والمستثمرين، وهوما يحسن تسعير الأصول ويقلل من التقلبات غير المبررة.

3- دراسة Zadek، واخرون (**1997**)، بعنوان: **بناء المساءلة المؤسسية: الممارسات الناشئة والاتجاهات المستقبلية**.

مجتمع الدراسة هوالشركات الكبرى في الاتحاد الأوروبي، استخدم الباحثون منهجية تحليلية قياسية على بيانات من 200 شركة في أوروبا، تم تحليل العلاقة بين التحول الرقمي في الحوكمة وكفاءة السوق عبر مؤشرات مثل سرعة تنفيذ الصفقات ودقة الإفصاح المالي، الأهداف في هذه الدراسة تحليل كيف تؤثر التحول نحوالحوكمة الإلكترونية على كفاءة الأسواق المالية، ودراسة دور الشفافية الرقمية في تحسين بيئة الاستثمار،

النتائج التي توصل إليها الباحثون أظهرت أن التحول الرقمي للحوكمة يقلل من تكاليف المعاملات ويزيد من سرعة تداول الأصول مما يحسن كفاءة السوق، ولاحظ الباحثون أن الشركات التي اعتمدت على الإفصاح الإلكتروني حققت سيولة أعلى في أسعار أسهمها، خاصة في الأسواق التي تطبق معايير الاتحاد الأوروبي للشفافية.

4- دراسة Mignault, P (**2013**)، بعنوان: **القانون، حوكمة الشركات، وكفاءة الأسواق المالية.**

تطرق الباحث في هذه الدراسة لمعالجة اشكالية بحثية عن العلاقة بين التشريعات القانونية وكفاءة الأسواق المالية، مع التركيز على تجربة كندا ودور الهيئات التنظيمية للأوراق المالية (CSA) في تحسين حوكمة الشركات عبر تطوير آليات الإفصاح وتبني معايير محاسبية محسنة، في اشارة إلى أن فرضية كفاءة السوق (Efficient Market Hypothesis - EMH) لا تغطي جميع جوانب تسعير الأصول، خاصة في ظل القيود النظرية والتطبيقية في سلوك المستثمرين وشفافية البيانات، ومن الأهداف البحثية له في هذا الدراسة هوتحليل الإجراءات القانونية والتنظيمية التي اتخذتها الهيئات التنظيمية الكندية (CSA) لتحسين حوكمة الشركات، وتقييم فعالية هذه الإجراءات في تحسين جودة المعلومات المحاسبية وشفافية الإفصاح مع مناقشة قدرة الأسواق المالية على تسعير المخاطر المرتبطة بالحوكمة، مع تسليط الضوء على القيود النظرية والعملية التي تواجه تنفيذ هذه الإجراءات .

عينة الدراسة المستهدفة هي الشركات المساهمة في كندا، مع التركيز على الإجراءات التنظيمية التي اتخذتها CSA لتحسين الحوكمة المؤسسية، كما تطرق في الاطار النظري مستندا على فرضية كفاءة السوق (EMH)، التي تظهر أن المستثمرين يساهمون في تسعير المخاطر المرتبطة بالحوكمة عبر تغييرات في قيمة الأسهم، والتحليل النقدي : يقيم الدراسة فعالية الإجراءات التنظيمية مثل الإفصاح الإلزامي عن هيكل الحوكمة وتحديث المعايير المحاسبية، مع مراعاة القيود النظرية مثل ضعف امتثال الشركات للإفصاح وعدم عقلانية المستثمرين في تقييم مشكلات الحوكمة، من ناحية النتائج المتحصل عليها، الإجراءات التنظيمية في كندا : كتعزيز الإفصاح : أدخلت CSA متطلبات إفصاح إضافية، مثل الكشف عن هياكل الحوكمة الداخلية والسياسات المتعلقة بالمخاطر المؤسسية، وتحديث المعايير المحاسبية : دعمت الهيئات التنظيمية تبني معايير المحاسبة الدولية (IFRS) لتحسين جودة البيانات المالية وموثوقيتها.

تحليل فعالية الإجراءات:

- ضعف كفاءة السوق : أظهرت الدراسة أن السوق لا يعكس دائما مشكلات الحوكمة بدقة خاصة في ظل عدم التزام الشركات بالإفصاح أوعدم عقلانية المستثمرين في تقييم هذه المشكلات.

- قيود آليات الإفصاح : رغم تبني الإجراءات التنظيمية، تُشير الدراسة إلى أن الشركات قد لا تلتزم بالإفصاح بشكل كامل، مما يُقلل من فعالية هذه الإجراءات.

- دور المستثمرين : أظهرت النتائج أن المستثمرين لا يُعاقبون دائمًا مشكلات الحوكمة، بسبب القيود في المعلومات أوعدم فهم كامل لمشكلات الحوكمة.

5- دراسة Addink (**2017**)، بعنوان: **الحوكمة الجيدة بين الأهمية والممارسة والنظرية والتعريفات**.

ركزت الدراسة على التحليل النظري والتطبيقي لمفهوم الحوكمة الجيدة، مع التأكيد على ضرورة فهم أبعاد الحوكمة وعلاقتها بالتنمية الاقتصادية والاجتماعية، حيث اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي لاستكشاف أبعاد الحوكمة الجيدة وتحديدها في سياق نظري وتطبيقي. كما ركز على مراجعة الأدبيات الأكاديمية والممارسات العالمية لفهم العلاقة بين الحوكمة والتنمية، ومن الأهداف لهذه الدراسة استكشاف الأساليب المناسبة لتطبيق مبادئ الحوكمة الجيدة في مختلف السياقات، وتوضيح العلاقة بين الحوكمة الجيدة والرفاهية الوطنية، مع تحليل التحديات التي تواجه هذه العلاقة، بالإضافة إلى تقديم أبعاد الحوكمة الجيدة (القانون، الديمقراطية،

البعد المؤسسي) كإطار شامل لتطوير استراتيجيات إدارية فعالة، وتوصل الباحث للنتائج التالية من خلال التطرق إلى أبعاد الحوكمة الجيدة كالقانون (أكدت الدراسة أن الحوكمة الجيدة تعتمد على احترام سيادة القانون كركيزة أساسية لضمان الشفافية والمساءلة)، والديمقراطية (ربطت بين الحوكمة الجيدة وتعزيز المجتمعات الديمقراطية المفتوحة عبر تحسين المشاركة الشعبية وآليات الرقابة)، والبعد المؤسسي (ركزت على أهمية الهيكل المؤسسي القوي (مثل الكفاءة الإدارية والمؤسسات الحكومية) في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية)، والعلاقة مع الرفاهية الوطنية في اشارت إلى أن العلاقة بين الحوكمة الجيدة والرفاهية الوطنية ليست دائما واضحة، حيث تختلف الآراء بين الدول، وأكد أن الحوكمة الجيدة تساهم في التنمية الاقتصادية والاجتماعية عبر تقليل الفساد وتحسين تخصيص الموارد، والنتائج العملية لهذه الدراسة من خلال دعم التحول نحوالحوكمة الجيدة يُمكن أن ينشئ استراتيجيات شاملة ومتكاملة لإدارة الموارد الاستراتيجية بشكل فعال، وشددت على ضرورة تبني الشفافية والمشاركة (Transparency & Participation) كعوامل حاسمة لتحسين جودة الحوكمة.

6- دراسة Bessire (**2005**)، بعنوان: **الشفافية: مرآة ثنائية الاتجاه**.

كان الهدف من هذه الورقة البحثية نقد الفرضيات السائدة حول فوائد الشفافية والتي تعتبر عادة ما تكون وسيلة لتحسين كفاءة الأسواق وتعزيز الحوكمة المؤسسية مع تحقيق الأخلاقيات في الحياة التجارية، لكن الباحث سلط الضوء على الحقائق التي تخفيها الخطابات الأكاديمية والسياسية عن الشفافية، مثل استخدامها كأداة للرقابة أوتعزيز المصالح الخاصة، مع التركيز على مفهوم تقليل عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) في الأدبيات الأكاديمية، وربط الخطابات السائدة حول الحوكمة المؤسسية بنموذج البانوبتيكون (Panopticon) الذي طوره الفيلسوف جيرمي بنتام، والذي يجسد مفهوم الرقابة الشاملة والانضباط، وشرح سبب فشل الشفافية في تحقيق التأثير الأخلاقي المتوقع، مجتمع الدراسة في هذه الورقة البحثية لا تعتمد على عينة ميدانية محددة، بل تحلل الخطابات النظرية والسياسية حول الشفافية في سياقات اقتصادية واجتماعية عامة، مع التركيز على الاقتصادات الرأسمالية الحديثة، من النتائج التي توصل إليها الباحث هي ان الشفافية كأداة للرقابة أظهرت أن الخطابات حول الشفافية غالبا ما تخفي أجندات تأمينية (Reinsurance Manoeuvres) أوصراعات على السلطة، حيث تستخدم الشفافية لتعزيز سيطرة الجهات القوية بدلا من تحقيق العدالة.

7- دراسة Castrillón (**2021**)، بعنوان: **مفهوم الحوكمة المؤسسية**.

حيث ركزت الدراسة على تحليل المفاهيم والنظريات المرتبطة بالحوكمة المؤسسية دون تحديد عينة ميدانية محددة، واعتمدت على مراجعة الأدبيات الأكاديمية لفهم المفاهيم المختلفة للحوكمة المؤسسية وتحليلها في سياق النظرية التنظيمية، مع تحليل النظريات التي تفسر العلاقة بين الحوكمة والإدارة (نظرية الوكالة، المساهمين، الاعتماد على الموارد... الخ)، والتفريق بينهما (الحوكمة والإدارة)، فقد أكدت الدراسة أن الحوكمة المؤسسية لا تركز على كيفية إدارة المدراء، بل على آليات الرقابة والهيكل التنظيمي الذي يحدد العلاقة بين الأطراف المعنية (مثل المساهمين والإدارة)، والنتائج التي توصل اليها Castrillón هي ان الحوكمة المؤسسية ليست مجرد أداة إدارية، بل إطار تنظيمي يهدف إلى حل الصراعات بين المساهمين والإدارة، كما أبرزت الدراسة أن الحوكمة المؤسسية تركز على الهياكل الرقابية (مثل مجلس الإدارة) والعلاقات بين أصحاب المصالح (Stakeholders)، بدلا من دراسة سلوك الإدارة المباشر، وأكدت أن النظريات المختلفة (مثل نظرية الوكالة ونظرية أصحاب المصلحة) تقدم تفسيرات متنوعة للحوكمة، لكنها تشترك في هدف واحد: تحسين كفاءة المؤسسة وتحقيق الشفافية.

قدمت الدراسة تحليلا نظريا عميقا حول الفرق بين الحوكمة المؤسسية والإدارة، مع توضيح النظريات الأساسية التي تفسر الحوكمة، مثل نظرية الوكالة ونظرية أصحاب المصلحة، أظهرت النتائج أن الحوكمة المؤسسية تساهم في تحسين الرقابة وتحقيق الشفافية، لكنها تحتاج إلى تفريق واضح بين الحوكمة والإدارة

لتجنب الخلط بين المفهومين، هذه النتائج تعد مرجعا أساسيا لدراسات الحوكمة في الأسواق الناشئة، حيث تواجه المؤسسات تحديات في تبني مبادئ الحوكمة الرشيدة.

8- دراسة Rhodes (**1996**)، بعنوان: **الحوكمة الجديدة: الحكم دون الحكومة.**

حيث ركزت على مفهوم الحوكمة وتحولات الهياكل التنظيمية في الحكم، خاصة في سياق المملكة المتحدة، استخدم منهجية تحليلية نظرية عبر مراجعة الأدبيات الأكاديمية وتقديم إطار تفسيري للحوكمة الجديدة كشبكات تنظيمية ذاتية الترتيب، كان الهدف منها هوتحديد مفهوم الحوكمة طرق استخدامه المتنوعة، ومن النتائج التي توصل إليها الباحث من خلال تعريف محدد للحوكمة كونا تركز على الشبكات التنظيمية ذاتية الترتيب التي تكمل الأسواق والهيكل الهرمي في تخصيص الموارد وإدارة السيطرة والتنسيق، والتحول في هيكل الحكم البريطاني وقد أظهرت النتائج أن الدولة البريطانية تعاني من تفريغ داخلي، حيث تتحول السلطات من الحكومة المركزية إلى شبكات تنظيمية متعددة، مما يقلل من فعالية الإصلاحات الإدارية التي تعتمد على المنافسة، والتحديات في الحوكمة أكد الباحث أن هذه الشبكات تصبح مستقلة بمرور الوقت، مما يجعلها تقاوم التوجيهات المركزية وتهدد قابلية الحكم.

تعد دراسة رودز مساهمة نظرية مميزة في فهم التحول من الحكم المركزي إلى الحوكمة الشبكية، حيث تحلل كيف تدير الشبكات التنظيمية تخصيص الموارد دون سيطرة حكومية مباشرة، ومع ذلك تحذر من التحديات المرتبطة باستقلالية الشبكات وضعف الرقابة المركزية، وتعتبر من الأدبيات المبكرة التي تحلل الحكم دون الحكومة، حيث تضيف بعدا تنظيميا إلى فهم الحوكمة خارج الإطار السياسي التقليدي، ويمكن استخدام نتائجها كإطار لتحليل التحولات في الأسواق المالية العربية، خاصة في ظل تصاعد دور الشبكات التنظيمية (مثل البورصات المشتركة) في تخصيص الموارد المالية، كما ركزت الدراسة على المملكة المتحدة مما يجعل من الضروري توسيع هذا التحليل ليشمل الدول الناشئة التي تواجه تحديات في تبني الحوكمة الشبكية بسبب ضعف البنية التنظيمية، كان الدراسة سببا في توسيع مفهوم الحوكمة خاصة مع انها ليست فقط ممارسة حكومية أو مؤسسية، بل تشمل أيضا الشبكات التنظيمية التي تحقق الكفاءة عبر الثقة والتكيف المتبادل، ومن جانب اخر ساهمت في الربط بين النظرية والممارسة من منطلق فهم كيف تؤثر التحولات التنظيمية (مثل تفريغ الدولة من الداخل) على فعالية السياسات العامة، وهما يتوافق مع دراسات حول ضعف كفاءة الأسواق الناشئة بسبب غياب التنسيق بين المؤسسات.

في الختام فقد أثبت Rhodes أن الحوكمة الشبكية تسهم في تحسين كفاءة الحكم عبر التنسيق بين المؤسسات، لكنها تشكل تحديا للحكومات بسبب استقلال الشبكات وغياب التوجيه المركزي، مع تطوير آليات رقابية مرنة لضمان شفافية وفعالية هذه الشبكات، وهوما يمكن تطبيقه في الاقتصادات الناشئة التي تسعى لتبني الحوكمة الحديثة دون تعزيز الرقابة الحكومية.

9- دراسة Shleifer، Vishny (**1997**)، بعنوان: **استطلاع حول الحوكمة المؤسسية**.

ركزت الدراسة على مراجعة الأدبيات الأكاديمية حول الحوكمة المؤسسية، مع التركيز على الأنظمة القانونية وتركز الملكية في الأسواق المالية العالمية، ولم تحدد الدراسة عينة ميدانية محددة بل اعتمدت على تحليل نظري ومراجعة مقارنة للدراسات السابقة لفهم كيف تؤثر الحوكمة على أداء الشركات والأسواق المالية، الهدف البحثي من الدراسة هو تحليل أهمية الحوكمة المؤسسية في تحسين كفاءة الأسواق المالية وحماية حقوق المستثمرين، وفهم تأثير النظام القانوني على فعالية الحوكمة، خاصة في الدول التي تطبق حماية قانونية قوية للمستثمرين مقابل تلك التي تفتقر إلى التشريعات الداعمة، مع استكشاف دور تركيز الملكية في تشكيل أنظمة الحوكمة، مع مقارنة بين الشركات ذات الملكية المركزة (مثل أوروبا الشرقية واليابان) والشركات ذات الملكية الموزعة (مثل الولايات المتحدة والمملكة المتحدة)، ومن النتائج التي توصل إليها الباحثون، (الحماية القانونية للمستثمرين) أكدت الدراسة أن الدول التي تطبق نظام Common Law (مثل الولايات المتحدة والمملكة

المتحدة) توفر حماية قانونية أقوى للمستثمرين مقارنة بالدول التي تعتمد على نظام Civil Law (مثل فرنسا وألمانيا)، مما يسهم في زيادة الثقة في الأسواق المالية وتحسين كفاءة تخصيص الموارد، و(تركيز الملكية) فقد أظهرت النتائج أن الشركات ذات الملكية المركزة (مثل الشركات العائلية أو تلك التي تسيطر عليها مؤسسات كبيرة) تحقق أداء مختلفا مقارنة بالشركات ذات الملكية الموزعة، حيث تساهم التركيبة الملكية في تقليل تكاليف الوكالة (Agency Costs) لكنها قد تزيد من مخاطر التحيز (Bias Risk)، اما عن العلاقة بين الحوكمة والأسواق المالية لاحظ الباحثون أن ضعف الحوكمة المؤسسية يؤدي إلى زيادة المخاطر النظامية (Systemic Risk) وتقليل السيولة في الأسواق، وهوما يبرر الحاجة إلى إصلاحات قانونية لتعزيز الشفافية، وتعد الدراسة واحدة من الدراسات الرائدة في الحوكمة المؤسسية وتفكيك العلاقة بين الحوكمة والتشريعات المحلية، حيث ربطت بين النظرية المؤسسية (Institutional Theory) والحماية القانونية للمستثمرين، وهما يُساهم في فهم كيف تؤثر البيئة التنظيمية على سلوك الشركات.

10- دراسة Gili Yen, Cheng-few Lee (**2008**)، بعنوان: **فرضية السوق الكفء بين الماضي والحاضر والمستقبل**.

لم تحدد الدراسة عينة ميدانية محددة، بل ركزت على مراجعة نظرية وتحليل أدبيات البحث حول فرضية السوق الكفء (EMH) خلال الفترة من الستينيات إلى التسعينيات، استندت النتائج إلى تحليل منهجي للدراسات التجريبية (Empirical Studies) التي اختبرت صحة الفرضية في سياقات مختلفة، مع التركيز على الأسواق المالية في الاقتصادات المتقدمة والنامية، ومن الأهداف التي سعت اليها الدراسة كتحليل أصل فرضية السوق الكفء (Historical Origin of EMH) وتطورها النظري والتطبيقي، مع مراجعة الأدلة التجريبية على مدى عقود (1960–1990) لفهم دعم أو تحدّي الفرضية، وتقييم الحالة الحالية لفرضية EMH في القرن الحادي والعشرين، مع مناقشة التحديات الجديدة، وتقديم تقييم شامل (Overall Assessment) لصحة الفرضية ودورها المستقبلي في الاقتصاد المالي الحديث واعتمد الباحثون على منهجية تحليلية مسحية (Analytical Survey) لفهم تطور فرضية EMH عبر مراجعة الأدبيات الأكاديمية والتجارب التاريخية، قسموا التحليل إلى فترات زمنية:

- الستينيات : دعم تجريبي قوي لفرضية EMH

- السبعينيات والثمانينيات : نتائج مختلطة (Mixed Findings) بسبب ظهور استثناءات مثل الانحرافات السلوكية (Behavioral Biases)

- التسعينيات : ظهور تحديات جديدة مثل الظواهر السلوكية (Behavioral Finance) التي تناقض EMH

النتائج التي توصل إليها الباحثون:

- الدعم التجريبي في الستينيات : أكدت الدراسات أن الأسعار تعكس جميع المعلومات المتاحة بسرعة، مما يعزز صحة EMH في الأسواق المتقدمة

- التحديات في التسعينيات : أظهرت الأدلة أن السلوك البشري (مثل الهوس أو الذعر) قد يؤدي إلى تسعير غير عقلاني (Irrational Pricing)، وهوما يضعف صحة الفرضية في بعض الحالات.

- الحالة الحالية لفرضية EMH : رغم التحديات، يُعتبر EMH إطارًا أساسيًا لفهم سلوك السوق، لكن الباحثين حذروا من التحفظ في التفسيرات لتجنب المبالغة في تطبيقها دون مراعاة الظروف غير التقليدية

فقدم الباحثان مراجعة شاملة لفرضية السوق الكفء (EMH)، حيث تناولت الدراسة تطورها النظري والتحديات التجريبية عبر عقود. أكد الباحثون أن فرضية EMH لا تزال ذات صلة، لكنها تحتاج إلى تحديث

لتضمين العوامل السلوكية التي تؤثر على تسعير الأصول، خاصة في الأسواق الناشئة التي تعاني من ضعف الشفافية أو الهيكل التنظيمي غير المتكافئ، وهي مرجعا أساسيا لفهم العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وكفاءة السوق، كما هوالحال في دراسات سابقة حول الحوكمة في البنوك الإسلامية التي تبرز أهمية التحول الرقمي لتحسين كفاءة الأسواق.

11- دراسة Asuman، واخرون **(2024)**، بعنوان: **تأثير الحوكمة المؤسسية على الإفصاح عن الاستدامة: مقارنة من منظور الشركات المالية وغير المالية**.

حيث تمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول (BIST) في تركيا، العينة عبارة عن 6 شركات مالية و16 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، حيث تركزت الدراسة على الهياكل الملكية (مثل الملكية الأجنبية أو المركزة) وخصائص مجالس الإدارة (الحجم، التنوع الجنسي، ووجود أعضاء أجانب)، تمثلت الأهداف البحثية في تحليل كيف تؤثر الحوكمة المؤسسية على أداء الشركات من حيث الإفصاح عن الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكموية (ESG)، مع التركيز على الملكية والهيكل الإداري، ومقارنة تأثير الحوكمة المؤسسية بين الشركات المالية وغير المالية، لتحديد الفروقات في تبني معايير الاستدامة، مع تقديم أدلة لدعم السياسات التنظيمية لتحسين شفافية الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكموي في تركيا والاقتصادات الناشئة، ومن النتائج التي توصل إليها الباحثون:

- الملكية الأجنبية : أظهرت علاقة إيجابية مع الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكموي (ESG)، مما يبرز دور المستثمرين الأجانب في تعزيز الشفافية والاستدامة.

- تنويع مجلس الإدارة : لاحظت الدراسة أن وجود نساء أو أعضاء أجانب في المجلس يساهم في تحسين الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكموي، وهوما 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 بناءا على مؤشرات ESG.

12- دراسة Alshareef **(2024)**، بعنوان: **تأثير تركيبة الملكية على الاستدامة المالية للشركات المساهمة غير المالية في المملكة العربية السعودية**.

مجتمع الدراسة عبارة عن الشركات غير المالية المدرجة في البورصة السعودية، تضمنت الدراسة 102 شركة غير مالية للفترة من 2013 إلى 2022، مع استخدام نموذج البيانات اللوحية (Panel Data) لتحليل العلاقة بين تركيبة الملكية والاستدامة المالية، بهدف تحليل تأثير تركيبة الملكية (الملكية المؤسسية، العائلية، الحكومية، وإدارة الملكية) على الاستدامة المالية للشركات السعودية، وفهم كيف تسهم آليات الرقابة في الحوكمة المؤسسية في تقليل تكاليف الوكالة (Agency Costs) وتحسين الشفافية (Transparency)، تقديم أدلة لدعم صانعي السياسات والمدراء لتبني ممارسات ملكية تعزز الاستدامة خاصة في الاقتصادات الناشئة مثل منطقة MENA.

استخدمت الدراسة نموذج Ordinary Least Squares، نموذج التأثيرات الثابتة، وطريقة Generalized Method of Moments لاختبار الثباتية، وتمت مراجعة متغيرات مثل الملكية المؤسسية، الملكية العائلية، الملكية الحكومية وملكية الإدارة.

النتائج التي توصل إليها الباحثون :

الملكية المؤسسية والملكية العائلية : أظهرت علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية مع الاستدامة المالية، مما يُشير إلى أن هذه الأنواع من الملكية تُسهم في تقليل تكلفة الوكالة (Agency Costs) وتحسين الرقابة على الإدارة.

- الملكية الحكومية : لم تُظهر تأثيرًا ذا دلالة إحصائية على الاستدامة المالية، مما يُعكس تحديات في فعالية الرقابة عبر الملكية الحكومية.

- ملكية الإدارة : لاحظت الدراسة تأثيرًا سلبيًا ومعنويًا، حيث أن زيادة ملكية المدراء قد تُؤدي إلى تعزيز السيطرة الذاتية وتقليل الكفاءة التنظيمية.

- الاتساق عبر النماذج الإحصائية : أكدت النتائج أن العلاقة بين تركيبة الملكية والاستدامة المالية ثابتة عبر نماذج OLS وGMM، مما يُسهم في تطوير الأدبيات البحثية حول الحوكمة المؤسسية في الأسواق الناشئة.

13- دراسة BACHISSE، HASSAINATE (2016)، بعنوان: **الكفاءة المعلوماتية للسوق المالي المغربي.**

مجتمع الدراسة هو سوق الأسهم المغربي، مع التركيز على مؤشرMASI (Moroccan All Shares Index) كممثل لحركة السوق، والعينة هي عبارة عن بيانات سلسلة زمنية لمؤشر MASI للفترة من 2000 إلى 2016، حيث تم استخدام نموذج ARIMA(Autoregressive Integrated Moving Average) لتحليل كفاءة السوق.

النتائج التي توصل إليها الباحثون:

- ضعف كفاءة السوق : أكدت الدراسة أن سوق القيم المغربية لا يحقق كفاءة المعلومات الكاملة، حيث أظهرت البيانات أن التغيرات السابقة في الأسعار تؤثر على الحركات المستقبلية، مما يشير إلى عدم تطابق مع فرضية المشي العشوائي (Random Walk Hypothesis)، وبالتالي غياب الكفاءة الضعيفة (Weak Form Efficiency).

- تأثير المعلومات غير المتماثلة: لاحظ الباحثون أن الأسعار لا تعكس دائما جميع المعلومات المتاحة، خاصة في ظل ضعف الشفافية والإفصاح المالي، وهما يقلل من ثقة المستثمرين ويزيد من المخاطر النظامية.

- التحديات التنظيمية : أكدت الدراسة أن البنية التشريعية في المغرب تحتاج إلى تحديث لضمان حماية المستثمرين وتحسين جودة المعلومات.

الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي والنظري لحوكمة المؤسسات

مقدمة الفصل:

يشهد العالم اليوم تحولات جذرية في أنماط الإدارة والرقابة المؤسسية، حيث برزت حوكمة المؤسسات كمدخل استراتيجي لضمان الشفافية وتعزيز المساءلة وتحقيق الاستدامة في ظل تعقيدات بيئة الأعمال المعاصرة. يأتي هذا الفصل ليرسم الإطار المفاهيمي والنظري الشامل لحوكمة المؤسسات، من خلال مقاربة ثلاثية الأبعاد تبدأ بتأصيل المفهوم، مرورا باستعراض الأسس والمبادئ ووصولا إلى تحليل النماذج التطبيقية العالمية، وذلك في محاولة لتقديم رؤية متكاملة تسهم في فهم أعمق لهذا الحقل المعرفي المهم.

في صلب هذا الفصل، ينبثق المبحث الأول كمحاولة جادة لتأصيل مفهوم حوكمة المؤسسات، حيث يتناول بالتحليل التعريفات الأكاديمية المختلفة التي حاولت الإحاطة بهذا المفهوم المتشعب، تتراوح هذه التعريفات بين الرؤية الضيقة التي تقتصر الحوكمة على تنظيم العلاقة بين مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، والرؤية الموسعة التي تضع جميع أصحاب المصلحة في قلب العملية الحوكمية، كما يتتبع هذا المبحث المسار التاريخي لتطور مفهوم الحوكمة، بدءا من العصر الصناعي مرورا بالتحولات الكبرى التي شكلتها الأزمات المالية العالمية، وصولا إلى الصيغة المعاصرة التي تجمع بين الجوانب الاقتصادية والاجتماعية في إطار متكامل، ويخصص جزء مهم من هذا المبحث للتمييز بين حوكمة الشركات الخاصة والحوكمة العامة، مع إبراز أوجه التشابه والاختلاف بينهما.

أما المبحث الثاني فينصب على تفكيك المبادئ الأساسية التي تقوم عليها الحوكمة الرشيدة، وتحليل الآليات العملية لترجمة هذه المبادئ إلى ممارسات فعلية، ينطلق هذا المبحث من تحليل معمق للمبادئ الأربعة الأساسية التي تشكل العمود الفقري لأي نظام حوكمة فعال، وهي الشفافية التي تضمن تدفق المعلومات بشكل واضح ودوري، والمساءلة التي تحدد مسؤوليات كل طرف، والعدالة التي تكفل حقوق جميع الأطراف، والاستقلالية التي تحمي عملية اتخاذ القرار من تضارب المصالح، ثم ينتقل إلى استعراض الآليات التنفيذية التي تجسد هذه المبادئ على أرض الواقع، مثل نظم الرقابة الداخلية المتطورة، وآليات الإفصاح المالي وغير المالي، ودور لجان التدقيق المستقلة، بالإضافة إلى الضوابط التي تحمي حقوق المساهمين وخاصة صغارهم، ويقدم هذا المبحث رؤية تكاملية تظهر كيف تتفاعل هذه العناصر معا لخلق نظام حوكمة متكامل.

يختتم الفصل بمبحث ثالث ينطلق إلى آفاق المقارنة الدولية، حيث يعرض لنماذج الحوكمة المختلفة السائدة في العالم، مع تحليل العوامل التاريخية والثقافية والاقتصادية التي شكلت كل نموذج، ويتميز النموذج الأنجلو-أمريكي بتركيزه على حقوق المساهمين وشفافية الأسواق المالية، بينما يأخذ النموذج الأوروبي بعين الاعتبار مصالح مجموعة أوسع من أصحاب المصلحة بما في ذلك العمال والدائنين، أما النموذج الآسيوي فيقدم صيغة فريدة تقوم على العلاقات الطويلة الأمد بين الشركات والمؤسسات المالية، ويعرض هذا المبحث أيضا لدور المعايير الدولية في توحيد ممارسات الحوكمة، مع تحليل نقدي للتجارب الوطنية في دول مختارة مثل الولايات المتحدة وألمانيا واليابان والسعودية، مستخلصا الدروس والعبر التي يمكن أن تفيد في تطوير أنظمة الحوكمة محليا وإقليميا.

من خلال هذا التدرج المنهجي، يقدم الفصل رؤية شمولية تربط بين الجانب النظري والتطبيقي في حقل حوكمة المؤسسات، ولا يقتصر الأمر على مجرد سرد المعلومات بل يتعداه إلى تقديم إطار تحليلي يمكن الباحثين والممارسين من فهم التفاعلات المعقدة بين مكونات النظام الحوكمي، وتكمن أهمية هذا الفصل في كونه لا يقدم المعرفة المجردة فحسب، بل يضع الأسس للانتقال إلى الجانب التطبيقي في الفصول اللاحقة، حيث يتم ربط هذه المفاهيم بالواقع العملي للمؤسسات العربية، كما يفتح الباب أمام التساؤلات النقدية حول إمكانية توطين النماذج العالمية في البيئات المحلية، وكيفية تطوير أنظمة حوكمة لتأخذ بعين الاعتبار الخصوصيات الثقافية والاقتصادية دون التضحية بالمعايير الدولية الأساسية.

المبحث الأول: ماهية حوكمة المؤسسات

تعرف الحوكمة (Governance) بأنها النظام الشامل الذي يحدد العلاقات بين مختلف الأطراف داخل المؤسسة، بما في ذلك مجلس الإدارة، الإدارة التنفيذية، المساهمين، وأصحاب المصلحة، بهدف تحقيق الشفافية، المساءلة، والكفاءة في إدارة الموارد. وقد تطور مفهوم الحوكمة من كونه مجرد آلية رقابية داخل الشركات إلى إطار استراتيجي يشمل الجوانب الاقتصادية، الاجتماعية، والسياسية، مما يعكس دوره المحوري في تعزيز الاستقرار المؤسسي والتنمية المستدامة[1].

من الناحية التاريخية، تعود جذور الحوكمة إلى حقبة الثورة الصناعية عندما ظهرت الحاجة إلى فصل الملكية عن الإدارة في الشركات المساهمة، إلا أن الاهتمام الأكاديمي بها ازداد بعد الأزمات المالية الكبرى، مثل انهيار "إنرون" (2001) والأزمة المالية العالمية (2008)، والتي كشفت عن ثغرات في أنظمة الرقابة والشفافية. كما أسهمت منظمات مثل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية **(**OECD**)** ومجموعة البنك الدولي في تطوير مبادئ الحوكمة الرشيدة، مما جعلها معيارا عالميا للإدارة الفعالة.

على صعيد المفاهيم العامة، تتنوع تعريفات الحوكمة وفقا للسياق الذي تطبق فيه، فهي في القطاع الخاص تركز على حوكمة الشركات (Corporate Governance) لضمان حقوق المساهمين، بينما في القطاع العام تتجلى في الحوكمة الحكومية (Public Governance) لتحقيق الفعالية والعدالة، أما في المنظمات غير الربحية فتأخذ شكل حوكمة المنظمات غير الهادفة للربح (Non-Profit Governance) لضمان تحقيق الأهداف المجتمعية.[2]

المطلب الأول: التطور التاريخي لحوكمة المؤسسات

[1] محمد نوارة شبايكي، مليكة حفيظ، حوكمة المؤسسات في الجزائر ومدى توافقها مع متطلبات مبادئ حوكمة المؤسسات الدولية، مجلة جديد الاقتصاد، المجلد 13،العدد 1،السنة 2018، ص 183.

[2] Kailiang Ma, Mécanismes de protection des droits des actionnaires dans les compagnies financières holding chinoises : une étude comparative du droit chinois, français, américain et anglais, Thèse de doctorat, École doctorale Droit, économie, management, université Paris-Saclay, France, 2022, p 43.

يعطى مفهوم حوكمة المؤسسات تنظيم العلاقات بين المساهمين ومديري المؤسسات، حيث تطور مستواها مع المراحل المختلفة للراسمالية واصبح مفهومها مؤخرا يشمل العلاقات بين المديرين وجميع اصحاب المصالح المؤسسات.

الاسم نفسه لحوكمه المؤسسات قديم الجذور وحديث التطبيق لانه ظهر فقط في الثمانينات من القرن المنصرم وشهد تطورا قويا في استخدامه مع بدايه مطلع التسعينات من نفس القرن من خلال العديد من المقالات والتقارير والاطروحات والنصوص التنظيمية التي تنظم العلاقات بالاخص في بيئة المال والاعمال وبالتالي فان قانون المؤسسات والنصوص المنظمات الرقابة التنظيمية مع المتطلبات الجديدة للحوكمة.

في الواقع مع بداي القرن العشرين كانت العلاقات بين المساهمين والمديرين بسيطة للغاية، لان المدير كان هو نفسه مالك المؤسسة وتم انشاؤها من قبل العائلات (رينو ميشلان ويندل ..... الخ) وكان مدراؤها هم المؤسسون الذين تركوا اسهمهم كعلامة تجارية ولم تكن هناك مشكلة في الحوكمة ولا في العلاقة المذكورة سابقا حيث كانت هذه العائلة تعمل وتمتلك اعمالها وتستفيد بالكامل من النتيجة.

شهدت الفترة ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية في الولايات المتحدة ظهور "الرأسمالية الإدارية"، والتي استندت إلى نموذج جديد لتنظِيم حوكمة المؤسسات، وقد جاء هذا التحول نتيجة لتطور الأجيال المؤسسة لهذه المؤسسات، التي نقلت إدارة مؤسساتها الرائدة إلى أحفادها الذين لم يكونوا يمتلكون بالضرورة جميع المؤهلات اللازمة للتسيير الأمثل، ادى هذا التغيير إلى فتح رؤوس أموال هذه المؤسسات لضمان نموها القوي، وقد نتج عن هذا الانفتاح أمام المساهمين سيولة مالية سمحت للمؤسسة بتلبية احتياجاتها التوسعية، لكنه حمل في طياته تبعات أخرى مثل تشتت ملكية المساهمين، وقد أدى هذا الوضع تدريجيا إلى بروز قادة جدد للمؤسسات، يطلق عليهم "المديرون المتخرجون من كليات إدارة الأعمال"، وذلك من أجل إدارة أكثر كفاءة.[1]

وفي هذا السياق فان تطور الأسواق المالية وتشتت ملكية الأسهم في الولايات المتحدة - حيث لم يكن لدى 20% من المؤسسات مساهمون يمتلكون أكثر من 10% من الأسهم - في تمكين المديرين الجدد من التحرر من سيطرة المالكين، وقد اعتمد هؤلاء المديرون على فرض رقابة إدارية داخلية بدلا من الرقابة الخارجية التي يفرضها المساهمون، مما أدى إلى بروز مشاكل حوكمة جوهرية، وقد نتج عن هذا الوضع إمكانية حدوث انفصال بين مصالح المالكين (أو مجلس الإشراف الذي يمثلهم) ومصالح المديرين، مما وسع هوة الاختلاف بينهما.

تستمد شرعية المديرين من كفاءاتهم المهنية وسعيهم لتحقيق النمو المستدام للمؤسسة وتحسين أدائها بشكل عام، وهذا ما يدفعهم إلى تبني مواقف تقديرية وتشكيل تحالفات استراتيجية، إما مع الموظفين أو مع أعضاء في مجلس الإدارة لتعزيز موقعهم، إلا أن هذه الممارسات تؤدي إلى تقليص هامش تأثير المساهمين، وردا على ذلك برز خلال الثمانينيات حل تمثل في إنشاء لجنة الأوراق المالية والبورصات من قبل سوق الأوراق المالية، حيث هدفت هذه الخطوة إلى إعادة تعزيز دور المساهمين من خلال منحهم آلية فعالة تتمثل في بيع أسهمهم عندما لا تحقق الشركة ربحية كافية، وقد شكل هذا الخيار ضغطا أكبر وإطارا أكثر تقييدا وإلزاما للمديرين مما ساهم في إعادة توازن هياكل الحوكمة.[2]

[1] محمد الصالح فروم، دور التدقيق الداخلي في تفعيل حوكمة المؤسسات العمومية الاقتصادية لولاية سكيكدة، مجلة أرصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 2،العدد 2، السنة 2019، ص 16.

[2] طالب عبد العزيز، بلمداني محمد، مساهمة حوكمة الشركات في تحسين جودة القوائم المالية، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة،المجلد 4، العدد 2، سنة 2020، ص 101.

ان تعزيز الهيئات الحالية كمجلس الادارة ومجلس الاشراف ولجنة التدقيق وغيرها سيكون بمثابة الدعوة لمديرين وفقا لشروط المنصب التي ادت إلى مفهوم الحوكمة ويسمح بتفكير المديرين بالقواعد التي نصبوا من اجلها الا وهي تعظيم ثروة المساهمين بالدرجة الاولى.

أصبح الفصل بين الملكية والإدارة في المؤسسات الكبيرة، وما ينتج عنه من احتمالية فقدان الكفاءة، محط نقاش واسع بين العديد من الباحثين، ويعود أصل هذا النقاش إلى العمل الرائد لـبيرل و مينز (Berle and Means) عام 1932، الذي ركز على تحليل الخصائص المرتبطة بالنسبة المئوية لرأس المال التي يمتلكها المساهمون والمديرون، ويتمحور النقاش حول تأثير هيكل الملكية، حيث يرون أنه في حالة وجود تناسق معلوماتي تام بين المديرين والمساهمين، فلن يكون لهيكل الملكية سواء كان المدير هو المالك أم لا أي تأثير يذكر، إذ يكون الهدف في هذه الحالة موجها نحو تعظيم قيمة المساهمين، إلا أن الواقع يظهر أن عملية صنع القرار قد تقود إلى تعظيم المصالح الشخصية للمدير على حساب المصالح الجماعية، مما يولد عدم التناسق المعلوماتي. وقد أصبح هذا الاختلاف مصدرا رئيسيا للنزاعات بين العنصرين الأساسيين في المؤسسة وهم المديرون من جهة والمساهمون من جهة أخرى.

حيث اظهر بان هناك ستة أنواع رئيسية من آليات الرقابة التي ينبغي للمساهمين فرضها لتحقيق التوافق بين أهدافهم وأهداف المديرين، وتستند هذه الآليات إلى المبدأ القائل إنه كلما زادت حصة المدير المالية في رأس مال المؤسسة ارتفع الأداء المالي لها، وذلك لأن زيادة استثمار المدير الشخصي تجعل مصالحه متطابقة مع مصالح بقية المساهمين، مما يعزز الدافع لتعظيم القيمة، هذا المبدأ مهد الطريق لبلورة مفهوم حوكمة المؤسسات، الذي تطور على مدى العقود اللاحقة وأصبح ركيزة أساسية للعديد من النظريات، أبرزها "نظرية الوكالة" التي أصبحت الإطار النظري الرئيسي المفسر لهذه العلاقة.[1]

المطلب الثاني: مفاهيم حوكمة المؤسسات

مفاهيم حوكمة المؤسسات:

يتعلق الهدف من دراسه حوكمة المؤسسات بالانظمة التي تحدد سلطات اتخاذ القرار للمدراء وعلاقة الاخير مع مختلف اصحاب المصلحة في حياة المؤسسة.

ان الاسس النظرية لهذه الفكرة مستمدة من العديد من المفاهيم الادارية بعد افتتاح مناقشة Berle and Means حول هيكل الملكية المتعلق بالمؤسسة، وانتقل mr.jonsen و 1976 w.meckling من خلال اعمالهما التي كانت تعتبر سباقة ورائدة في دراسة العلاقات المختلفة بين المساهمين والمدراء واصحاب المصالح ذات الصلة بالمؤسسة، ووضع الاسس بما في ذلك المالية، بالاضافة العمل الذي قدمة williamson 1985_1988 والذي يعتبر نقل جذرية ونوعية لمفهوم حوكمة المؤسسات، واستنادا عليه حاول العديد من المؤلفين والباحثين تعريف هذا المصطلح من خلال دراسات واعمالهم التي قاموا بها، والملاحظ انه لا يوجد تعريف واحد.[2]

عرف "شليفر وفيشني" (A. Shleifer & R. Vishny) عام 1997 حوكمة المؤسسات على أنها مجموعة الآليات التي تضمن للممولين الخارجيين حصولهم على عائد استثماراتهم، فمن منظور هذين الباحثين تركز الحوكمة على حماية حقوق المساهمين كمستفيدين أساسيين، وتهدف إلى تعظيم قيمتهم من خلال آليات الرقابة على أداء المديرين، وعلى المنوال نفسه يقدم "باستريه" (Pastré) عام 1997 تعريفا آخر يشير إلى أن حوكمة المؤسسات تمثل مجموعة القواعد التشغيلية والرقابية التي تنظم في إطار تاريخي وجغرافي محدد حياة

[1] محمد نوارة شبايكي، مرجع سابق، ص 184.
[2] رشوان عبد الحمن،تحليل العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات وحوكمة تكنولوجيا المعلومات وأثرها على زيادة جودة المعلومات المحاسبية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد4، العدد 2، السنة 2017، الصفحة 6.

المؤسسة، وينطلق هذا التعريف من ضرورة تطبيق الرقابة على جميع العلاقات التعاقدية، مع التحسب لكل ما قد يؤثر سلبا على المؤسسة سواء من محيطها الداخلي أو الخارجي.[1]

وفي إطار أكثر شمولية قدم (G. Charreaux) عام 1997 تعريفا موسعا لحوكمة المؤسسات باعتبارها مجموعة الآليات التي تنظم سلوك المديرين وتحدد حدود صلاحياتهم التقديرية، ويتمثل جوهر هذه الآليات في وضع معايير تنظم علاقات وعمل كل من المديرين والمساهمين، وقد ركز هذا التعريف على عنصر الحوكمة من حيث الرقابة على المدير التنفيذي وضمان تعظيم قيمة المساهمين، إذ تتوقف فاعلية الحوكمة على تنظيم عمليات الرقابة وتحفيز أصحاب المصلحة بشكل يضمن تحقيق أعلى مستويات خلق القيمة لمصلحة المساهمين[2].

وتعرف حوكمة المؤسسات على أنها التنظيم الرسمي للسلطة والعلاقات بين المديرين التنفيذيين، ومجلس الإدارة، والمساهمين، ويقترب هذا التعريف من منظور التفاوض بين أصحاب المصالح الرئيسيين داخل المؤسسة، وهو ما اكد عليه المؤلف (Rebérioux) عام 2003 في تعريفه للحوكمة المؤسسية بأنها الهيكل الذي ينظم ممارسة السلطة من قبل المدراء داخل المؤسسات، وعلى نفس المنوال عرف (Rajan & Zingales) عام 2000 الحوكمة بأنها مجموعة الآليات المخصصة لممارسة السلطة الهرمية، ويمكن تلخيص هذا المفهوم ضمن الرؤية الأنجلوسكسونية حول ثلاثة مكونات رئيسية تضم كل من المدراء التنفيذيين، ومجلس الإدارة، والمساهمين، حيث تنظم العلاقة بين هذه الأطراف عبر هياكل وآليات رقابية صارمة لضمان توازن السلطة وحماية حقوق الملكية.[3]

في محاولة منهما لفهم الأعمال الداخلية للمؤسسات حيث ركز كل من (Pojovich) و (Eurubotn) بشكل مباشر على حقوق الملكية، وتقوم فكرتهما على أن فصل السلطة يمنح المدير (الوكيل) قوة التصرف التي قد يساء استخدامها، حيث أن تفويض سلطة اتخاذ القرار من المالك (الموكل) إلى الوكيل يمنح الأخير صلاحية استخدام الأصول، ومن هذا التناقض في المصالح تنشأ مشكلة الوكالة، حيث يسعى كل طرف إلى تعظيم مصلحته الخاصة على حساب الطرف الآخر[4].

التعريف اللغوي: يعتبر لفظ الحوكمة مستحدث في اللغة العربية وهو ما يطلق عليه النحت في اللغة، هو لفظ مستمد من الحوكمة وهو ما يعني الانضباط والسيطرة والحكم بكل ما تعني الكلمة من معاني، وعليه فان لفظ الحوكمة كما يتضمن العديد من الجوانب منها[5] :

الحكمة: وما تقتضية من التوجيه والارشاد

الحكم: وما يقتضيه من السيطرة على الامور بوضع الضوابط والقيود التي تتحكم في السلوك.

الاحتكام: وما يقتضيه من الرجوع الى مرجعيات اخلاقية وثقافية والى خبرات تم الحصول عليها من خلال التجارب السابقة

التحاكم: طلب للعدالة خاصة عند انحراف سلطة الادارة وتلاعبها بمصالح المساهمين

ان مصطلح الحوكمة ما هو الترجمة المختصرة لمصطلح Governance Corporate اما الترجمة العلمية المتفق عليها هي اسلوب ممارسة سلطات الادارة الرشيدة.

---

[1] رشوان عبد الحمن، نفس المرجع السابق، ص 7.

[2] طالب عبد العزيز، مرجع سابق، ص 104.

[3] علاء فرحان طالب، ايمان شيحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الإستراتيجي للمصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الاردن، الطبعة 1، السنة 2011، ص 25.

[4] Emilie Bonhoure, Les firmes cotées à Paris au tournant du XXème siècle : les théories modernes de finance d'entreprise étaient-elles déjà valides?, Thèse de doctorat École doctorale Sciences de Gestion TSM, université Toulouse 1, France, 2020, p 36.

[5] علاء فرحان طالب، نفس المرجع السابق، ص 25.

تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية:OECD

إلى جانب المحاولات الأكاديمية لتحديد مفهوم حوكمة المؤسسات، أولت العديد من المنظمات ومراكز الأبحاث هذا المفهوم اهتماما كبيرا، ومن أبرز هذه الجهود الوثيقة الشاملة التي أصدرتها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD) والتي حددت فيها المبادئ والقواعد الأساسية لحوكمة المؤسسات، فعرفت المنظمة الحوكمة بأنها المجموعة من العلاقات بين إدارة المؤسسة، ومجلس الإدارة، ومساهميها، والأطراف الأخرى ذات المصالح [أصحاب المصلحة]، وهي توفر الإطار الذي يتم من خلاله تحديد أهداف المؤسسة والوسائل الكفيلة بتحقيقها، وآليات الرقابة ومتابعة الأداء اللازمة لقياس مدى تحقيق تلك الأهداف، ويشتمل هذا التعريف على جملة من القواعد والإجراءات ذات الصلة التي تنظم عمل المؤسسة[1] :

- حماية حقوق المساهمين

- ضمان المعاملة العادلة لجميع المساهمين بما في ذلك مساهمين الاقلية والاجانب.

- أما المعلومات دقيقة وفي نفس الوقت المناسب عند جميع العناصر ذات الصلة في المؤسسة بما في ذلك المركز المالي والنتائج والمساهمين ونظام الحوكمة لهذه المؤسسة.

- التاكد من التوجه الاستراتيجي للمؤسسة ومراقبة حقيقة الادارة من قبل مجلس الادارة تجاه الشركة ومساهميها.

- تهدف القواعد التي ركزت عليها المنظمة إلى تحقيق الوضوح والشفافية في أدوار وعمليات الهيكل الإداري الرئيسي للمؤسسة، بما يضمن ممارسة الإدارة الجيدة، ومن خلال هذه القواعد يتم تحديد مسؤوليات وصلاحيات كل من مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والمساهمين بشكل دقيق، وفي هذا الإطار يحق للمساهمين بوصفهم ملاك المؤسسة أن يفوضوا الإدارة للمديرين تفويضا جزئيا أو كليا، مقابل حصولهم على مكافأة عادلة تتناسب مع الأداء، مع الاحتفاظ بحق مساءلتهم أو حتى إقالتهم في حال عدم الرضا عن الأداء.

- أما بالنسبة للمديرين التنفيذيين فهم يمارسون السلطة المفوّضة إليهم من قبل المساهمين، بهدف تعظيم مصالح الأخيرين وتمثيل دور الهيئة التنفيذية المساعدة، في حين يبرز دور مجلس الإدارة كجهة رقابية مسؤولة عن تقييم القرارات الاستراتيجية والموافقة عليها، إلى جانب مراقبة ممارسة السلطة ومراجعة التقارير الإدارية التي يقدمها المدراء التنفيذيون.

لجنه الابعاد المالية لحوكمة المؤسسات كادبوري:

جاء في تقرير لجنة كادبوري أن حوكمة المؤسسات تعني "النظام الذي يتم بموجبه توجيه ومراقبة المؤسسة"، حيث يتحمل مجلس الإدارة المسؤولية الأساسية عن هذه الحوكمة، بينما يتمثل دور المساهمين في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين، والتحقق من ملاءمة هيكل الحوكمة المعتمد، وتتضمن مسؤوليات مجلس الإدارة وضع الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة، ومتابعة تحقيق هذه الأهداف، ومراقبة أداء الإدارة التنفيذية، وتقديم التقارير الدورية للمساهمين خلال فترة ولايته، كما يقع على عاتق المجلس ضمان الالتزام بالقوانين واللوائح ذات الصلة، والعمل دائما لتحقيق مصلحة المساهمين باعتبارهم أصحاب الحقوق في الجمعية العامة، ويرتبط مفهوم لجنة كادبوري بالجوانب المالية بشكل أساسي، كما أنه يحدد بوضوح أدوار ومسؤوليات كل من مجل

[1] مويسي مروة . بلال نصيرة، دور آليات حوكمة الشركات في ظل العلاقة التكاملية بين التدقيق الداخلي والتدقيق الخارجي -دراسة ميدانية -، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية و ادارة الاعمال، المجلد 10، العدد 2، السنة 2021، ص 246.

س الإدارة والمساهمين في إطار حوكمة المؤسسات.[1]

كما تطور مفهوم الحوكمة في تقارير كادبوري والذي برز في عام 1999، حيث قدم تعريفا أكثر دقة وتطورا في تقرير البنك الدولي حول حوكمة المؤسسات، مقارنة بتعريفه السابق الصادر عام 1992 وجاء في التعريف المعدل ما يلي: "تهدف حوكمة المؤسسات إلى تحقيق التوازن بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، وبين مصلحة الفرد والمجتمع، حيث تسعى إلى التوفيق بين مصالح الأفراد والمؤسسات والمجتمع ككل"، ويعتبر هذا التعريف أكثر شمولية نظرا لتغير الظروف المحيطة بعمل المؤسسات، والتي شهدت انتشارا للفساد نتيجة ممارسات الحوكمة الرديئة، مما جعل موضوع الحوكمة يتسع ليشمل ليس فقط الشؤون الداخلية للمؤسسة، بل أيضا تأثيرها على المحيط الاقتصادي والاجتماعي الأوسع.[2]

تعريف مركز المشروعات الدولية الخاصة: يعرف المركز الحوكمة بأنها الإطار الذي تعمل ضمنه المؤسسات، حيث تتركز حول العلاقات بين الإدارة والموظفين، وأعضاء مجلس الإدارة، والمساهمين، وأصحاب المصالح، والهيئات التنظيمية الحكومية، كما يحدد آليات التفاعل بين هذه الأطراف المختلفة في عملية الإشراف على عمليات المؤسسة.[3]

تعريف مؤسسة التمويل الدولية IFC: عرفت الحوكمة بأنها النظام الذي يتم من خلاله إدارة المؤسسات و التحكم في أعمالها.[4]

تعريف معهد المدققين الداخليين: يرى المعهد بأن الحوكمة هي العمليات والإجراءات التي يطبقها ممثلو أصحاب المصالح لتوفير الرقابة الفعالة على إدارة المخاطر، ومراقبة المخاطر التي تواجهها المؤسسة، كما تشمل التأكد من كفاية الضوابط الداخلية لتحقيق الأهداف الاستراتيجية والحفاظ على قيم المؤسسة من خلال ممارسات الرقابة المؤسسية.[5]

عرف الكاتب (Gabrielle O'Donovan) لحوكمة المؤسسات بأنها "هيكل السياسات الداخلية الذي يشمل النظم والعمليات والأفراد"، والذي يهدف إلى تلبية احتياجات المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين من خلال توجيه ومراقبة أنشطة الإدارة، وفقا لمبادئ الإدارة السليمة القائمة على الموضوعية والمساءلة والنزاهة، وفي اشارة إلى أن الإدارة الفعالة للمؤسسات تعتمد على عنصرين رئيسيين وهما، البيئة الخارجية و التي تشمل الالتزام بمتطلبات السوق والتشريعات الخارجية، مع البيئة الداخلية والتي تتمثل في الثقافة التنظيمية السليمة والضوابط الداخلية للسياسات والعمليات، كما أبرز الكاتب في تعريفه أن جودة حوكمة المؤسسات تنعكس على أدائها المالي، حيث يمكن أن تؤثر في سعر السهم في السوق المالية وتكلفة زيادة رأس المال، موضحا أن هذه الجودة تتحدد بناء على تقييم الأسواق المالية والتشريعات والقوى السوقية الخارجية الأخرى، والتي هي خارج سيطرة الإدارة، على عكس البيئة الداخلية التي تملك المؤسسة القدرة على التحكم فيها والسيطرة عليها بالكامل[6].

عروض المؤسسات فرصة لتميزها عن المنافسين من خلال ثقافتها الإدارية، وان النقاش الكثير حول حوكمة المؤسسات والذي يتركز جله على السياسات التشريعية والقوانين الرادعة للانشطة الاحتيالية وقمع الغش والتلاعبات.

---

[1] Emilie Bonhoure، مرجع سابق، ص 39.

[2] شليل عبد اللطيف . غلاي نسيمة، فعالية حوكمة الشركات، مجلة الاقتصاد و المناجمنت، المجلد 10، العدد 1، السنة 2011، ص 291.

[3] دريد موسى، بن براح سمير، أثر تجسيد أهداف حوكمة الشركات في تجنب الفشل المالي بالمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية باتنة، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 6، العدد 2، السنة 2024، ص 850.

[4] بودربالة محمود السعيد، حروشي جلول، دور حوكمة الشركات في تحديد مستوى التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للشركات الجزائرية: دراسة ميدانية، مجلة النمو الاقتصادي والمقاولاتية، المجلد 4، العدد 7، السنة 2021، ص 39.

[5] مويسي مروة، مرجع سابق، ص 247.

[6] مايح شبيب الشمري، حسين علي الشامي، الحوكمه والنمو الاقتصادي دراسة في الدول المختارة مع اشارة خاصة للعراق،دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان الاردن، سنة 2019، ص 164.

الجدول رقم 01-01: التعاريف المختصرة والمختلفة للحوكمة

المحاور	اسم الجهة أو الكاتب أو الباحث	السنة	مضمون التعريف
المحور الاول: توجيه أداء المؤسسات و رقابتها			ينظر إلى الحوكمة من وجهة نظر مؤيد هذا المحور على أنها:
	donaldson	1990	الاطار الذي يتم بواسطته رقابه أداء المدراء.
	لجنة Cadbury	1992	النظام التى يتم بواسطته توجيه رقابه الشركات.
	Monks and minow	1995	مجموعه من العلاقات التى تربط بين المشتركين فى تحديد توجه واداء الشركات.
	لجنة cardon	1998	مجموعه من القواعد ذات القابلية على التطبيق فى مجال توجيه ورقابه أداء الشركات.
	لجنة perdo	1999	نتائج للمعايير والتعاملات ونماذج السلوك المطور بواسطة النظامين القانوني والاقتصادي.

المحور الثاني: تحديد الأطراف ذات الصلة بالحوكمة الشركات وتوضيح الواجبات والمسؤوليات والسلطات الممنوحة لهم وفقا للمفاهيم محددة			ينظر إلى حوكمة المؤسسات من وجه نظر مؤيدي هذا المحور على أنها:
	لجنة peters	1997	قانون الادارة وتوجيه إرشادي مرتبطين مع الشركة وهو يشمل المجموعة من القواعد الالزامية لادارة الاشراف المناسبين وتقسيم المواجبات والمسؤوليات والسلطات المؤثرة في التوازن المطلوب لنفوس كافه أصحاب المصلحة.
	Tricker	1997	مجموعه من القضايا التي تواجه مجلس الإدارة بما فيها التفاعل مع الإدارة العليا في الشركة والعلاقات مع حملة الأسهم فيها والجهات الاخرى المهتمة.
	تقرير Millstein	1998	إطار من العلاقات والمسؤوليات المتناظرة بين المجموعه الاساسية المكونة من حملة الأسهم وأعضاء مجلس الإدارة والمباراة والمصمم أساسا من اجل تعزيز الأداء التنافسي المطلوب لتحقيق الأهداف الأساسية في الشركة.
	Armestrong	بدون سنة نشر	شيء ما يتعلق بالقيادة من اجل الكفاءة والامانة والاستقامة والتحمل المسؤولية: تلك القيادة يجب أن تكون شفافة وقابلة للمساءلة
المحور الثالث: اهداف الحوكمة وأهميتها لحملة الأسهم واصحاب المصلحة الاخرين			ينظر إلى الحكومة الشركات من وجهة نظر مؤيدي هذا المحور على انها:
	Demb and neubaner	1992	العملية التي يمكن من خلالها ان تستجيب الشركات لحقوق والرغبات أصحاب المصلحة
	Sheleifer and vishny	1997	الطرق التي يمكن من خلالها لمجهزي الأموال في شركات ضمان حقوقهم فيها مع حصولهم على عائد من استثمار أموالهم هناك .
	Fredman	2003	إدارة أعمال الشركات طبقا لرغبات حملة الاسهم بمعنى تحقيق العوائد المجزية لهم تعظيم القيمة.
	منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية (oecd)	2004	مجموعه من العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها وحمله الاسهم فيها وكذلك أصحاب المصلحة الاخرين وتقدم الحكومة أيضا اطارا يتم من خلاله تحديد اهداف الشركة ووسائل الوصول اليها رقابه الاداء.

المصدر: بلهاشمي جهيزة، دور الحوكمة المالية للمؤسسات في الدول الناشئة، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية المؤسسة، جامعة مصطفى اسطمبولي معسكر، الجزائر، سنة 2020، ص63.

المطلب الثالث: النظريات التفسيرية لحوكمة المؤسسات

تستند النظريات الرئيسية للحوكمة على نهج رئيسيين: النهج التعاقدي والنهج المعرفي للحكم. يعتبر الفصل بين الملكية والإدارة، المشار إليه أعلاه، أمرا أساسيا للنظريات المختلفة التي تدعم هذه الأساليب في الحوكمة.

النظريات التعاقدية للحكم: النهج التعاقدي للشركة هو الذي يرى الشركة على أنها "عقدة من العقود"، حيث يتدخل الجميع من أجل مصالحهم الخاصة ؛ مما يؤثر بشكل كبير على حسن سير العمل.

يعد إبرام العقود التقليدية المعروفة باسم عقود المعاملات جزءا من منطق يمكن من خلاله تحديد الالتزامات الخاصة بالطرفين مسبقا من ناحية، وبالتالي كإجراءات مسبقة (قبل توقيع الاتفاقية)، يتم تحديد مشاكل التنسيق والصعوبة الوحيدة هي إجبار أو تشجيع الأطراف على احترام التزاماتهم، ومن هنا إنشاء الحوافز والإشراف التي تقدمها أطراف أخرى خارج العلاقة.[1]

على مستوى العقود العلائقية من ناحية أخرى، يتعهد الطرفان باحترام التعليمات اللاحقة (بعد توقيع العقد) (بنود العقد) وإنشاء أو تنفيذ آلية ثنائية محددة لإدارة نزاعاتهم المحتملة (منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، 2007).[2]

يؤكد North and Douglas أن الأمر يتعلق بتكوين مجموعة رسمية (دستور، قوانين وأنظمة، أنظمة سياسية، إدارة، قضاء وجمعيات مهنية، ...) وغير رسمية (أنظمة القيم والمعتقدات، التمثيلات، الثقافة، العادات، العادات والأعراف الاجتماعية، ...) من أجل التحكم في سلوك الأفراد والمنظمات التي تسعى إلى تحقيق أهداف مشتركة (الأعمال، النقابات، المنظمات غير الحكومية، التعاونيات، ...)، كما تغطي هذه النظريات التعاقدية عدة أنواع من النهج: نهج المساهمين ونهج الشراكة ونظرية التجذير.[3]

نهج المساهمين: أدت أوجه عدم تناسق المعلومات والتي تشكل أساس العديد من تضارب المصالح، إلى ظهور العديد من النظريات، وتشكل ثلاث منها جوهر هذا الاتجاه التعاقدي:

نظرية حقوق الملكية: إن إشكالية الفصل بين الملكية والقرار التي عالجها آدم سميث ثم تطرق اليها مرة أخرى بيرلز آند مينز، لفتت الانتباه إلى هيمنة الشركات ذات رأس المال المشتت التي تكون سيطرتها مضمونة بواسطة زعيم، يؤدي هذا الفصل إلى إضعاف ممارسة بعض السمات: الاستخدام(استخدام السلع التي يملكها الفرد)، والفركتوس(المالك هو المستفيد من نتائج استخدام حقه في الانتفاع بالممتلكات التي يملكها)، والإساءة (يمكن للمالك نقل حقه وإتلافه وبيعه) بناء على هذه الصفات المختلفة، فإن الإساءة تضمن سيادة المالك على ممتلكاته، مما يدل على أنه يستطيع أن يقرر ما يريد بممتلكاته التي هي ملكه، في هذه الحالة يتم ضمان استخدام الحقوق من قبل المدير وليس من قبل المالكين.[4]

انطلاقا من نظرية حقوق الملكية هذه، نسعى إلى فهم الأعمال الداخلية للمنظمات من خلال الاعتماد على الطريقة التي يتم بها توزيع وممارسة حق الملكية، بالنسبة لأولئك المؤلفين الذين يعتبرون مؤسسي نظرية حقوق الملكية هذه، أنين الشيان وهارولد ديميستز، فإن الشركة تشبه عقدة العقود (رابطة العقود) التي المدير مسؤول عن تحديد طبيعة المهام واختيار الأشخاص الذين يجب أن يؤدوها ضمن "العقدة" التعاونية، وبالتالي بالنسبة لهذه النظرية، فإن تطبيق البديل "فعل" أو "صنع" مطلوب، وحقوق الملكية تحدد امتيازات الأفراد لأصول معينة.[5]

بالنسبة إلى Charreaux، وفقا له فان نشأت مشكلة الحوكمة من تفكيك وظيفة الملكية إلى وظيفة رقابة تتضمن أنظمة الحوافز والمراقبة، التي من المفترض أن يقوم بها المساهمون ووظيفة التحكم، القرار المفترض

---

[1] Jean-Christophe Duhamel, Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique, Thèse de doctorat, École doctorale des Sciences Juridiques Politiques et de Gestion, Université Lille 2, France, p 67.

[2] بن شهيدة فضيلة . رمضاني محمد، العلاقة التبادلية بين حفظ حقوق المساهمين و تفعيل حوكمة الشركات دراسة ميدانية لعينة من الشركات الجزائرية 2014-2016، مجلة السياسة الصناعية و تنمية التبادلات الخارجية، المجلد 6، العدد 1، السنة 2017، ص 43.

[3] بركة كامل، دور الأساليب الحديثة للمحاسبة الإدارية في تفعيل حوكمة الشركات دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية العاملة في قطاع غزة، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 9، العدد 2، السنة 2022، ص 890.

[4] مايح شبيب الشمري، مرجع سابق، ص 171.

[5] سباش ليندة، التجربة الرواندية في حوكمة التنمية بين الإنجازات الاقتصادية والسياسية، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، المجلد 15، العدد 1، السنة 2022، ص 392.

أن يكون من صلاحيات القادة، أما النظرية الكلاسيكية الجديدة، فإن تحلل حقوق الملكية في أيدي العديد من الأشخاص له تأثير في تقليل كفاءة الشركة، في الواقع يمكن فقط للمدير الذي هو مالك أيضا أن يكون له مصلحة في تقليل الهدر وتحسين جهوده داخل شركته.[1]

وفقا لهذه السمات تستخدم حقوق الملكية لفهم طبيعة المنظمات، تستخدم الخصائص المبنية على هذه السمات لوصف العديد من أشكال الأعمال اعتمادا على ما إذا كانت هذه الخصائص موجودة في حقوق الملكية أم لا، حيث يعرض التقاطع بين أصل الملكية وخصائص (سمات) حقوق الملكية يتم الحصول على عدة أنواع من الأعمال وفقا لشبكة تحليل، كما يسمح تحليل نمو أصل الملكية وخصائص حقوق الملكية وفقا لـ Gomez بالتمييز بين الأنواع المختلفة للمنظمات، و يوضح هذا التحليل أنه يمكن رصد الأشكال التنظيمية للشركة في تنوعها باستخدام الأداة الوحيدة لحقوق الملكية.[2]

في هذا السياق، حاول كل من Alchian و Demsetz في تحليلهما إثبات تفوق الشركة الرأسمالية على أشكال التنظيم الأخرى، لأن الإنسان في بحث دائم عن الربح، فكلما كانت النتيجة بين ما يجلب له حقا (fructus) وممارسة هذا الحق (usus) ضعيفة، فإن هذا الأخير يميل إلى إهدار الموارد اللازمة للحصول على نتيجة، وبالتالي اعتمادا على نوع المؤسسة المقدمة (مؤسسة رأسمالية، ومشروع إداري، ومشروع تعاوني، ومؤسسة حكومية)، سيتم تقليل النفايات إلى الحد الأدنى أو زيادة النتيجة إلى الحد الأقصى.[3]

في ما يسمى بمؤسسات الدولة ذات الملكية جماعية وليس هناك ربح فردي يسعى الجميع لتحقيق التقدم، ولكن كل فرد يعمل بأقل قدر ممكن لأنه لا توجد علاقة فورية بين المكافأة النهائية التي يتم تلقيها والجهود المبذولة، حيث يتمتع الموظف هنا بحق الاستخدام (usus) ولكن لا أحد لديه الحق في استخدام fructus. ومن هنا نشهد انخفاضا في هذا الجهد، مما يؤدي أيضا إلى انخفاض في الأداء العام للمؤسسة العامة.

من ناحية أخرى في الشركات الخاصة يكون الارتباط بين استخدام حقوق الملكية والربح للمالك واضحا وهو ما نشهد غياب أو شبه غياب للهدر لأن الفرد (الموظف) لديه حافز قوي للاستثمار في عمله لأن الثراء يعتمد عليه.

في حالة الشركات التعاونية نظرا لأن كل عضو من أعضائها هو المالك، فإن هذه الأنواع من المنظمات تعتبر فعالة، و سيقود مبدأ التعظيم كل عضو إلى تعظيم ربحه الشخصي من خلال الإفراط في استغلال قدرات جزء من العمل، كما يؤدي الإفراط في استخدام الأصول أو الأصول التجارية إلى التقادم المبكر لهذه الأصول التجارية.[4]

في الشركة الإدارية هناك فصل بين إدارة الشركة التي يقدمها المدير وملكية الشركة التي يقدمها صاحب (أصحاب) رأس المال، في هذا السياق يمكن للأول نفسه فقط التخلص من الاستخدام بينما يمتلك الثاني

[1] بودربالة محمود السعيد، مرجع سابق، ص 45.
[2] عبدوس إيمان، آليات حوكمة الميزانية العامة واتجاهات تطبيقها وفق الإصلاح الميزانياتي في الجزائر، مجلة معهد العلوم الإقتصادية، المجلد 24، العدد 1، السنة 2021، ص 352.
[3] قمري زينة . جقطة سناء، تقييم جودة حوكمة قطاع النفط في الجزائر على ضوء تحليل نتائج مؤشر حوكمة الموارد الطبيعية(rgi) ، مجلة المالية و حوكمة الشركات، المجلد 3، العدد 2، السنة 2020، ص 99.
[4] فريحي محسن . صحراوي فارس، مساهمة التدقيق الداخلي ومراقبة التسيير في تطبيق الحوكمة، مجلة إقتصاد المال والأعمال، المجلد 5، العدد 2، السنة 2020، ص 13.

الفركتوس والإساءة، يمكن أن يؤدي هذا الموقف إلى تضارب في المصالح ويثبت أنه مصدر عدم الكفاءة والذي تولد محاولاته تكاليف.[1]

نظرية الوكالة:

هذه النظرية مستوحاة من نهج نظرية حقوق الملكية، يعرف Jensen and Meckling مؤسسا نظرية الوكالة هذه الشركة بأنها "عقدة من العقود"، بالنسبة لهؤلاء المؤلفين "توجد علاقة وكالة عندما يستخدم شخص ما خدمات شخص آخر لإنجاز أي مهمة نيابة عنه"، في هذه الحالة ستختص علاقة الوكالة بالمدير (المساهم) ووكيله (المدير)، حيث يلتزم الأخير بخدمة مصالح الأول، ومن هذا الارتباط بين كيانين ينبثق مفهوم "تكاليف الوكالة" التي تنتج عن الطبيعة الانتهازية المحتملة للجهات الفاعلة (الخطر الأخلاقي) ومن عدم تناسق المعلومات بين الأطراف المتعاقدة لأن كل طرف يسعى إلى تعظيم المنفعة الخاصة، حتى لو تم ذلك على حساب الآخر، تشكل التكاليف الناتجة عن مثل هذه الحالة تكاليف الوكالة، فهي تمثل خسارة القيمة مقارنة بالوضع المثالي حيث لن يكون هناك عدم تناسق في المعلومات وتضارب في المصالح.[2]

وفقا لنظرية الوكالة تعتبر المنظمة ذات كفاءة (فعالة) إذا كانت تقلل من تكاليف الوكالة، بالنسبة Jensen and Meckling، تولد مشاكل الوكالة ثلاثة أنواع من التكاليف وهي تكاليف التحكم أو تكاليف المراقبة {نفقات المراقبة}(هذه هي التكاليف التي يتحملها المدير للتأكد من أن وكيله يدير وفقا لمصالحه)، و تكاليف الالتزام أو تكاليف التخليص الجمركي {Bottding Coasts} (يتحملها الوكيل لوضع رأس المال في الثقة وإثبات عدم وجود عدم الثقة)، فأما ثالثا الخسائر المتبقية أو التكاليف المتبقية وتسمى أيضا تكاليف الفرصة(خسارة متبقية) (هذه هي التكاليف الملازمة لتباعد المصالح بين المدير والمساهمين) و تشكل سوء تخصيص الموارد واختيار استراتيجية غير مثالية، وبأنه لا يوجد سوى أربع قوى تحكم، خارجية وداخلية يمكن استخدامها لتقييد سلطة اتخاذ القرار للقادة (أسواق المال، النظام القانوني / السياسي / التنظيمي، أسواق المنتجات وعوامل الإنتاج).[3]

نظام الرقابة الداخلية الذي يديره مجلس الإدارة بالنسبة إلى Chabaud et al، تؤدي علاقة الوكالة إلى التشكيك في أفضل ترتيب مؤسسي بالنظر إلى القيود القانونية التي تفرضها الدولة على طريقة حساب الأجر.

نظرية الوكالة التي لا تزال مؤهلة كنظرية الوكالة الإيجابية تحلل العلاقات داخل المنظمات، إنها تشترك مع نظرية تكلفة المعاملات في فكرة أن التنسيق الفعال ينتج عن مزيج من عدة آليات تعاقدية ومؤسسية غير كاملة.[4]

نظرية تكاليف الصفقات و المعاملات:

مثل سابقاتها تحلل هذه النظرية التنظيم الاقتصادي من زاوية العلاقات التعاقدية، يعتبر ويليامسون أن هذه النظرية موجودة للتغلب على العيوب في السوق المرتبطة بالمشاكل التي تطرحها خصوصية الأصول والانتهازية المحتملة للفاعلين، بالنسبة لهذا المؤلف يحلل الاقتصاد المؤسسي الجديد من ناحية البيئة المؤسسية التي تشمل القواعد الرسمية وغير الرسمية، ومن ناحية أخرى مؤسسات الحكم (الأسواق، التسلسل الهرمي،

[1] نبيلة قدور . حمزة العرابي، دور ركائز وآليات حوكمة الشركات في تحجيم التأثير السلبي للمحاسبة الإبداعية على مصداقية القوائم المالية، مجلة الاقتصاد و التنمية، المجلد 6، العدد 1، السنة 2018، ص 286.

[2] سباش ليندة، ، مرجع سابق، ص 395.

[3] بايس الاميرة نزيهة . كلاخي لطيفة، إسهامات التدقيق الداخلي في تحسين حوكمة شركات التأمين الجزائرية: (دراسة ميدانية)، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 9، العدد 1، السنة 2023، ص 155.

[4] ليعلاوي يسرى. مداحي محمد . سعود وسيلة، مساهمة آليات حوكمة الشركات في تحسين وتعزيز مستوى الإفصاح المحاسبي الإلكتروني، المجلد 8، العدد 2، السنة 2023، ص 39.

البيروقراطية)، تختلف هذه النظرية عن نظرية الوكالة التي تفضل مفهوم تضارب المصالح، ويحتفظ بالمعاملة كوحدة تحليل وخصوصية الأصول الداعمة للمعاملة كمفهوم مركزي.[1]

حدد أيضا تكاليف المعاملات على أساس مبدأ الكفاءة على أنها التكاليف المتكبدة (أو المحتمل تكبدها) من خلال التبادل التعاقدي للسلع أو الخدمات فيما بينها، الشركات ويصف هذا على أنه مجموع التكاليف المسبقة للتفاوض وصياغة، و العقد يربط بين كيانين والتكاليف اللاحقة للتنفيذ، وبدء نفاذ، وتعديل العقد، في حالة وجود تعارضات، فإنه يعتبر أيضا أن التكاليف تشمل المعاملة تكاليف الوكالة.

لذلك يجب تقييم كفاءة المؤسسات الاقتصادية المختلفة من خلال تكاليف المعاملات التي تولدها، ومن ثم فإن الشركات التي ينظر إليها على أنها "هياكل حوكمة داخلية" للمعاملات التي كانت تحكمها في السابق آليات السوق، ستكون موجودة بسبب مزاياها من حيث تكاليف المعاملات.

ويحدد Williamson نوعين من الآليات من المحتمل أن تقلل من تكاليف الوكالة وبالتالي من تكاليف المعاملات:[2]

- الآليات المتعمدة: السماح بإدارة المعاملات بكفاءة عن طريق إدخال استثمارات محددة للغاية، على سبيل المثال تدخل مجلس الإدارة للسيطرة على صفقة من المفترض أن تمول استثمارات خاصة بالشركة، هذه الهيئة قادرة بفضل عمليات التدقيق الداخلية على تحديد أسباب تجاوز التكاليف المقدرة واتخاذ قرار بشأنها بهدف تحديد مصير المدير.

- آليات عفوية: ذات طبيعة تعاقدية: تهدف إلى حماية المعاملات المتعلقة بالأصول القابلة لإعادة التوزيع مثل السوق، والتي وفقا لوليامسون تفرض عقوبات على أي تجاوز للتكاليف المتوقعة، وهناك ضمانات أخرى مثل الضمانات التعاقدية والإجراءات القانونية للتسوية القضائية.

كل هذه الوسائل تحد من تصرفات أو مبادرات المديرين في أداء واجباتهم والذي يؤثر على الأداء التنظيمي والإداري للشركة.

نهج الشراكة:

على عكس نهج المساهمين الذي فضل دراسة النزاعات بين المديرين والمساهمين، فإن نهج الشراكة له جذوره في تمثيل الشركة كفريق إنتاج، حيث يرجع إنشاء القيمة أو الإيجار التنظيمي إلى أوجه التآزر بين عوامل الإنتاج المختلفة، وبالتالي فإن نظرية الشراكة في الحوكمة تجعل من الممكن مراعاة مساهمة جميع أصحاب المصلحة في الشركة في عملية خلق القيمة وتوزيعها.[3]

يتدخل تعديل مخطط إنشاء القيمة، فيما يتعلق بنهج المساهمين على مستوى التوزيع من خلال الطعن في وضع المساهمين باعتبارهم الدائن المتبقي الوحيد.

---

[1] عياش عبد الكريم . سي أحمد نذير، علاقة حوكمة الموارد البشرية بإدارة المخاطر الاجتماعية في المؤسسة الجزائرية "دراسة حالة الوكالة الجزائرية لترقية الاستثمار فرع البليدة"، مجلة التنمية وإدارة الموارد البشرية، المجلد 11، العدد 1، السنة 2024، ص 77.

[2] بايس الاميرة نزيهة، مرجع سابق، ص 157.

[3] بوقلع وداد، نمديلي بشرى، إرساء وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الدول العربية مصر أنموذجا، مجلة أبحاث كمية ونوعية في العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 3، العدد 1، السنة 2021، ص 25 .

وفقا لـ (Garvey and Swan) سنة 1994 في عالم من العقود غير المكتملة ومصادر متعددة للقوة، فإن الحماية التعاقدية الممنوحة لمختلف الشركاء في عقدة العقود غير مكتملة، ولهذا السبب فإن أصحاب المصلحة هؤلاء هم أيضا دائنون متبقون وهذا التصور الجديد للشركة كعلاقات بين مستثمرين محددين مختلفين يدعو إلى التساؤل عن تطورات النهج التعاقدي المالي البحت وكذلك فكرة تعظيم قيمة المساهمين.[1]

في الواقع يمكن للمدير أن يعمل لصالح المساهمين من خلال تعظيم القيمة السوقية ولكنه يسرق أصحاب المصلحة الآخرين من خلال التضحية بمؤشرات أداء الشركة مثل معدل التوظيف أو رضا العملاء، لذلك فإن الحاجة إلى التحكم في المدير لها ما يبررها لجميع أصحاب المصلحة في الشركة.[2]

يفترض مثل هذا النهج الذي اقترحه G. Charreaux و Desbrière أن العلاقات بين الشركة وأصحاب المصلحة المختلفين ليست قابلة للتسويق فحسب، بل يتم إنشاؤها بشكل مشترك بطريقة تخلق القيمة، يؤدي هذا النهج إلى دراسة نظام الحوكمة بحكم قدرته على خلق قيمة اجتماعية، تساوي الفرق بين مجموع الدخل المقدر بأسعار الفرصة وتكاليف الفرصة البديلة لعوامل الإنتاج المختلفة، وفي إطار هذا النهج يتيح تعريف الحوكمة الذي قدمه بلير (1995) فهم تكامل جميع أصحاب المصلحة في إنشاء وتوزيع القيمة في الشركة، وهكذا يتفق مع مفهوم Charreaux و Desbrière لإنشاء وتوزيع القيمة التنظيمية.[3]

بالنسبة لبوين وفريمان فإن الحوكمة القائمة على الشراكة تقوم على المبادئ التي تقوم على المفاهيم التالية:[4]

- المسؤولية الاجتماعية للشركات على أساس عقد ضمني بين الشركة والمجتمع ككل.

- الاستجابة الاجتماعية للشركات التي يجب أن تتحمل تبعات أو "العوامل الخارجية" لأنشطتها على المجتمع بأسره.

- عقد اجتماعي (عقد اجتماعي) بين الشركة والشركات.

- تعاونية المواطنين.

- أخلاقيات العمل.

من هذا المنظور يعرف (Commelin B. 2001) بان الحوكمة على أنها النظام الذي يتم فيه التحكم في إدارة الشركات من قبل المدير ومن قبل جميع الفاعلين الاقتصاديين، هذا النهج المثالي يؤدي إلى مفهوم المواطن المؤسسي حيث من المفترض أن تأخذ القرارات الإدارية في الاعتبار مصالح مختلف أصحاب المصلحة.

ومن وجهة نظر منهجية للعلاقة بين الشركة وبيئتها، يعرف فريمان أصحاب المصلحة على أنهم أي مجموعة أو فرد يمكن أن يؤثر أو يتأثر بتحقيق الأهداف التنظيمية، نظرا لكونهم أشخاصا أو مجموعات ذات مصالح مشروعة في الجوانب الإجرائية والموضوعية للأعمال التجارية، من قبل دونالدسون وبريستون

[1] ليعلاوي يسرى، مرجع سابق، ص 39.
[2] بوقلع وداد، مرجع سابق، ص 27.
[3] بوزيدي خليل، شنوفي نور الدين، حوكمة الشركات في بيئة الاعمال الجزائرية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 5، العدد 3، السنة 2020، ص493.
[4] سعدي عبد الحق، زعرور نعيمة، مساهمة حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية، مجلة إقتصاد المال والأعمال، المجلد 5، العدد 1، السنة 2020، ص 60.

(1995) يتم تحديد أصحاب المصلحة من خلال مصالحهم في الأعمال التجارية، وتشمل الموردين والعملاء والموظفين والمستثمرين والمجتمع وما إلى ذلك.[1]

و لم يأخذ في الاعتبار أولئك الذين لا يستطيعون التأثير على الشركة لأنهم لا يملكون القوة القادرة على التأثير على الشركة والذين لا يتأثرون بأفعالها (بسبب عدم وجود أي علاقة)، كما يمكن أن يؤثر أصحاب المصلحة على العمل والعكس بالعكس يمكن أن يتأثروا بالعمل، لكن بالنسبة إلى Hill and Jones فإن أصحاب المصلحة هم المشاركون الذين لديهم مصلحة مشروعة في العمل، وان أصحاب المصلحة المذكورين سابقا هم أولئك الذين لديهم صلة مباشرة بالشركة والذين يعترف كل صاحب مصلحة بحقوقهم المشروعة.[2]

نظرية التجذر:

على عكس نظرية الشراكة التي تدعو إلى مشاركة جميع أصحاب المصلحة في الشركة، فإن الأخيرة تهتم بالمواقف والاستراتيجيات الانتهازية للمديرين في أداء واجباتهم.

الإطار المفاهيمي: على مستوى العمل القائم على النهج المفاهيمي والذي يبدو دور القائد متحفظا جدا أو حتى غائبا بمجرد ذكره، وتباعد المصالح بينه وبين المساهمين، وإمكانية الانتهازية، يتركز الاهتمام بشكل أساسي على تحديد الآليات الخارجية أو الداخلية التي تسمح بتأديب المدير.[3]

تم تطوير نظريات التأصيل في أواخر الثمانينيات من قبل A. Shleifer وRW Vishny وR.Morck بانهم يطرحون تساؤلات حول أسس ما يسمى التعاقدية بشكل عام والوكالة بشكل خاص، مما يبدو أن هذه النظرية تقدم إطارا دراسيا مناسبا لتحليل الاستراتيجيات الانتهازية للقادة، والأفضل بالنسبة للأخير يتمثل في تعزيز وجودهم داخل الشركة.[4]

بالإضافة إلى ذلك من الضروري اعتماد استراتيجيات جذرية، أي لجعل الذات لا غنى عنها في نظر المساهمين، يعكس التجذر رغبة المدير في تحرير نفسه جزئياً على الأقل من سيطرة المساهمين، من أجل الحفاظ على منصبه وزيادة حريته في التصرف أو زيادة دخله إلى الحد الأقصى، يمكن ملاحظة ذلك من خلال عدة أنواع من الاستراتيجيات التي يطبقونها.

استراتيجيات تأصيل القادة: هناك أربعة أنماط رئيسية لاستراتيجية تحييد الآليات التأديبية:[5]

- الاستثمارات الخاصة (أو الخاصة بالمدير): يقال إن الاستثمارات خاصة أو خاصة بالمدير إذا أدى استبدالها إلى خسارة قيمة المساهمين، يسمح إنجازهم للقادة بتقليل مخاطر استبدالهم وبالتالي يحصلون على أجر أعلى في شكل رواتب أو مزايا غير مالية ويزيدون من مجال اتخاذ القرار لديهم.

---

[1] Simon Gueguen, Contribution à l'étude des conséquences économiques des divulgations d'information en matière de franchissements de seuils de contrôle, Thèse de doctorat, Ecole doctorale SDOSE (Paris), Université Paris Dauphine-PSL, France, 2016, p 66.

[2] ميهوبي عمر . صبيعات ابراهيم، دور حوكمة المؤسسات العمومية في الجزائر في الحد من الفساد: تحليل إحصائي لمؤشر مدركات الفساد خلال الفترة 2017-2023، مجلة معارف، المجلد 19، العدد 2، السنة 2024، ص 609.

[3] حمزة زكرياء محي الدين . بلقاسم أمحمد، نحو حوكمة المؤسسات العمومية الجزائرية :المبادئ والآليات، مجلة المالية و الاسواق، المجلد 5، العدد 2، السنة 2018، ص 209.

[4] ميهوبي عمر، مرجع سابق، ص 395.

[5] سرير عبد الله ناذير . بوشنة رحمونة، حوكمة المعلومات والوثائق في المؤسسات وأزمة كورونا، مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية، المجلد 12، العدد 2، السنة 2021، ص 29.

- عدم التلاعب بالمخالفة: من خلال اللعب على المعلومات، يسعى القادة إلى زيادة مجالهم التقديري من أجل تخصيص الحد الأقصى من الإيجارات مع تجنب الطرد، في الواقع يتم تقييم هذه الأخيرة في سوق العمل من خلال الاستثمار في المشاريع التي تعتمد ربحيتها على معلومات محددة يتحكم فيها المديرون أو من خلال الاستثمار في أنشطة تتميز بقدر أكبر من عدم تناسق المعلومات، تعمل هذه الاستراتيجية على تضخيم حالة عدم اليقين التي تتصورها فرق الإدارة المتنافسة، والتي سيكون لديها حافز أقل لاستبدال القادة الحاليين.

- التحكم في الموارد: يعرف المديرون أنه من مصلحتهم عدم الاعتماد على مزودي الموارد الخارجية من ناحية، ومن ناحية أخرى، لتمثيل أنفسهم كعامل إنتاج يصعب استبداله. هذا هو السبب في أن هذا الأخير يختار التمويل الذاتي واللجوء إلى زيادة رأس المال من المساهمين الجدد، وهو ما يسمح لهم بالهروب من انضباط الدائنين والمساهمين الحاليين.

- الشبكات العلائقية: سيحاول المدير نسج شبكة علاقات مع المتعاونين معه ومع الموظفين، من خلال منح العديد من المزايا العينية أو الأجور الإضافية، وكذلك من خلال الوعد بالترقيات الوفيرة، ويؤدي هذا غالبًا إلى زيادة حجم الزعنفة وعدد المستويات الهرمية، سيكون لدى الموظفين بعد ذلك مصلحة في عدم استبدال القائد، ويمكنهم حتى العمل لإبقائه داخل المنظمة، كما يمكن للشخص المعني أيضًا إقامة علاقات مع مديري الشركة أو حتى يفضل التجذير بناءا على شبكة علاقات المساهمين، عن طريق ربط الروابط مع مجموعة واحدة أو أكثر من المساهمين أو حتى عن طريق زيادة مشاركتهم في رأس مال الشركة.[1]

يؤثر تنفيذ هذه الأنماط من الاستراتيجيات على أداء الشركة، في هذه الحالات المختلفة يمكن أن تؤثر ولادة تعارض محتمل بين أصحاب المصلحة داخل الشركة والمساهمين على الأداء السليم للمؤسسة، وبناءا على هذا النهج التعاقدي للشركة تم تطوير ما يسمى بالنهج المعرفي الآخر، يهتم باستخدام موارد الشركة التي ستساهم في خلق القيمة وبالتالي الرفع في أداء الشركة.

النظريات المعرفية للحكم:

ان تطوير مثل هذه النظرية التي تشكل العلاقة بين الموارد وخلق القيمة، ويستجيب لأوجه القصور في الرؤية التعاقدية التي تتجاهل بشكل أساسي الديناميكية الإنتاجية، في الواقع لفهم هذه العملية، من الضروري اللجوء إلى النظريات المعرفية للشركة، حيث تختلف هذه النظرية عن النهج التعاقدي وهي مكملة لها لتفسير عدد كبير من الظواهر التنظيمية.[2]

في بادئ الأمر يتم تمييز المعرفة الممثلة كنتيجة لعملية التعلم، عن المعلومات بينما يتم الخلط بين هذين المفهومين في الرؤية التعاقدية. وفقا لمادهوك: "المعلومات والمعرفة في قلب التصميم التنظيمي لأنها ناتجة عن مشاكل الحوافز التعاقدية، ومن المدهش أن النظريات الاقتصادية لا تولي اهتماما لدور المعرفة التنظيمية".[3]

بالنسبة إلى Gérard Charreaux، تم رفض فرضية حساب العقلانية في ظل القيود المعرفية لصالح العقلانية الإجرائية: لم يعد يتم تقييم العقلانية على أساس عواقب القرارات، ولكن على أساس عمليات صنع

[1] عيفة نريمان . زواغي محمد ، دور حوكمة نظم المعلومات في تحقيق ميزة تنافسية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية العمومية دراسة حالة مؤسسة موبيليس وكالة البويرة، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 14، العدد 2، السنة 2024، ص 105.

[2] سرير عبد الله ناذير، مرجع سابق، ص 395.

[3] محمد سفير . بوعلام مولاي، تحليل واقع أنماط تسيير المؤسسات الجزائرية وتطور الحاجة لاعتماد مبادئ حوكمة الشركات -دراسة ميدانية-، مجلة اقتصاديات الاعمال والتجارة، المجلد 4، العدد 1، السنة 2019، ص 89.

القرار.[1]

يقدم هذا التطور شرحا جديدا نسبيا لعملية تكوين القيمة، من ناحية أخرى معرفة التغييرات التنظيمية الداخلية، أي قدرة الشركات على خلق فرصها الخاصة، و من جهة ثانية الاعتراف بجهود الشركات في الابتكار وخلق الفارق، على عكس النظريات التعاقدية حيث يتم فهم خلق القيمة بشكل أساسي من حيث توفير التكاليف وحيث يركز التحليل على مشاكل توزيع القيمة التي تم إنشاؤها وحل تضارب المصالح، تركز النظريات المعرفية على تحليل عملية خلق القيمة، ويمكن للشركة على وجه الخصوص أن تخلق قيمة من خلال العمل على بيئتها، من خلال تعزيز الفرص، وخلال التعلم، ومن خلال الابتكار.[2]

وبالتالي يعتبر Lazonick و O'Sullivan أن مفتاح الأداء في هذه الأساليب يكمن في قدرة الإدارة على تخيل وإدراك وبناء فرص جديدة أكثر من إعادة هيكلة محافظ أنشطة الشركات استجابة للتغيرات في البيئة. سيعتمد خلق القيمة، في المقام الأول على هوية ومهارات الشركة التي يتم تصورها على أنها ذخيرة من المعرفة، وهي وحدة متماسكة ترتبط قدرتها على أن تكون مربحة بطريقة مستدامة بخصوصياتها.

نظرية الوصاية:

الأسس النظرية والفلسفية: تنطلق نظرية الوصاية من رؤية فلسفية مغايرة للنظرة التقليدية في الأدبيات الإدارية، حيث تقدم نموذجاً إنسانياً بديلاً عن النموذج الآلي الذي تروج له نظرية الوكالة، يعود التأسيس النظري لهذه المدرسة إلى أعمال دونالدسون وديفيس التي تشكل تحدياً للمفاهيم السائدة حول دوافع المديرين وسلوكياتهم، وتستند النظرية إلى مرتكزات أنثروبولوجية وسوسيولوجية تعيد الاعتبار للبعد القيمي والمعياري في الممارسات الإدارية، معتبرة أن الفعل الإداري لا يمكن اختزاله في حسابات الربح والخسارة المادية فحسب[3].

تستمد النظرية أسسها من علم النفس التنظيمي الذي يؤكد على تعدد الدوافع البشرية، حيث يرى هرنانديز أن المديرين يستمدون شعورهم بالذات والرضا من إنجازاتهم المهنية ومدى مساهمتهم في تطوير المؤسسات التي يعملون بها، هذا المنظور يتجاوز النموذج الاختزالي الذي تقدمه النظرية الاقتصادية الكلاسيكية، ليركز على الشبكة المعقدة من العلاقات والالتزامات التي تشكل السلوك الإداري في الواقع العملي[4].

البنية المفاهيمية للنظرية: تتمحور النظرية حول ثلاثة عناصر جوهرية تشكل نظامها المفاهيمي[5]:

1- علاقة الوصاية :تختلف جوهرياً عن علاقة الوكالة، حيث تقوم على الثقة المتبادلة والتعاون بدلاً من الشك والرقابة، يرى إيدلستون وكيلرمانز أن هذه العلاقة تزدهر في البيئات التنظيمية التي تتبنى ثقافة المشاركة والشفافية.

[1] بلهادف سامية . بوزيان عثمان، دور حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، المجلد 11، العدد 2، السنة 2018، ص 171.
[2] علاء فرحان طالب، مرجع سابق، ص 34.
[3] علال بن ثابت . محمد الطاهر عامري، دور حوكمة المؤسسات في تفعيل ادارة المخاطر المصرفية: دراسة عينة من المؤسسات المصرفية الجزائرية، التكامل الاقتصادي، المجلد 6، العدد 4، السنة 2018، ص 52.
[4] بن شهيدة فضيلة، مرجع سابق، ص 46.
[5] بلهادف سامية . بوزيان عثمان، دور حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، المجلد 11، العدد 2، السنة 2018، ص 171.

2- الحوافز غير المادية :تبرز الدراسات التي أجراها فان سلايك أن أنظمة التحفيز في إطار الوصاية تعتمد بشكل أساسي على العوامل المعنوية مثل الاعتراف المهني، الفرص التطويرية، والمشاركة في صنع القرار الاستراتيجي.

3- الهوية التنظيمية :تشكل عاملاً محورياً في النظرية، حيث يطور المدراء شعورا بالانتماء والالتزام تجاه المؤسسة، مما يقلل من الحاجة إلى آليات الرقابة الصارمة.

التطبيقات العملية في أنظمة الحوكمة: تترجم مبادئ النظرية إلى ممارسات حوكمية ملموسة تشمل[1]:

1- تصميم مجالس الإدارة :تؤكد النظرية على أهمية التنوع في تشكيل المجالس، مع التركيز على الخبرات التكاملية.

2- أنظمة التقييم الأدائي :تطور مقاييس متوازنة تأخذ في الاعتبار الجوانب النوعية للإنجاز، إلى جانب المؤشرات المالية التقليدية.

3- آليات صنع القرار :تعتمد على المشاركة والتشاور، مع تفويض أكبر للصلاحيات عند المستويات الإدارية المختلفة.

الإسهامات النظرية والتجريبية: قدمت النظرية إضافات نوعية للأدبيات من خلال[2]:

فنموذج الوصاية قادر على التوفيق بين مصالح الأطراف المختلفة دون الحاجة إلى هيكل حوافز معقد.

وبأن المؤسسات التي تتبنى هذا النموذج تتمتع بقدر أكبر من المرونة والقدرة على التكيف مع التحديات من خلال **الاستدامة التنظيمية**.

أما الشركات العائلية التي تعمل بهذا النموذج تحقق نتائج أفضل على المدى البعيد.

نظرية أصحاب المصالح:

الأسس الفلسفية والنظرية: تنطلق نظرية أصحاب المصالح من رؤية فلسفية مغايرة للنموذج التقليدي الذي يركز على المساهمين فقط، حيث تقدم إطاراً شمولياً لفهم العلاقات المعقدة بين المؤسسة ومحيطها الاجتماعي. يعود التأسيس النظري لهذه المدرسة إلى أعمال فريمان في كتابه المرجعي "الإدارة الاستراتيجية: منهج أصحاب المصالح"، تستند النظرية إلى ثلاث ركائز فلسفية[3]:

1. **البعد الوصفي** :يحلل واقع تفاعلات المؤسسة مع محيطها
2. **البعد الأداتي** :يبحث في الأثر الاقتصادي لإدارة علاقات أصحاب المصالح
3. **البعد المعياري** :يستند إلى مبادئ الأخلاقيات المؤسسية

[1] شرفي بلال . جدي شوقي، تحسين أداء مؤسسات النقل العمومي من خلال إرساء مبادئ حوكمة الشركات دراسة حالة مؤسسة النقل الحضري والشبه حضري تبسة، مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة، المجلد 9، العدد 1، السنة 2024، ص 541.

[2] بوخروبة الغالي، دواح بلقاسم، مساهمة حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية والافصاح المحاسبي حالة شركات التأمينات، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 2، العدد 2، السنة 2018، ص 339.

[3] علاء فرحان طالب، مرجع سابق، ص 36.

الإطار المفاهيمي للنظرية: تقدم النظرية نظاما مفاهيميا متكاملا يتضمن[1]:

- **تعريف أصحاب المصالح** :أي فرد أو مجموعة يمكنها التأثير في المؤسسة أو تتأثر بها.

- **تصنيف المصالح**: ذات المصالح الأساسية (الموظفين، العملاء، الموردين)، المصالح الثانوية (المجتمع المحلي، الحكومة، المنظمات غير الحكومية)

- **آليات إدارة العلاقات** :تشمل الحوار المستمر، الشفافية، والتوازن في تلبية الاحتياجات

التطبيقات العملية في الحوكمة: تترجم مبادئ النظرية إلى ممارسات حوكمية تشمل:[2]

- **تشكيل مجالس الإدارة** : بإشراك ممثلين عن فئات مختلفة من أصحاب المصالح.

- **تقارير الاستدامة**: التي تتبنى معايير (Global Reporting Initiative).

- **أنظمة التقييم المتوازن** :التي تضم مؤشرات غير مالية.

- **سياسات المسؤولية الاجتماعية** :التي تدمج البعد المجتمعي في الاستراتيجية.

المبحث الثاني: مبادئ و آليات حوكمة المؤسسات

تعد الحوكمة (Governance) إطارا تنظيميا متكاملا يهدف إلى تحقيق التوازن بين مصالح مختلف الأطراف ذات العلاقة، بما يضمن الشفافية والمساءلة والكفاءة في إدارة المؤسسات سواءا كانت شركات أو منظمات حكومية، وتستند الحوكمة إلى مجموعة من المبادئ الأساسية التي تشكل الموجه العام لعملياتها، والتي تترجم بدورها إلى خصائص عملية تعكس جودة الأنظمة الإدارية والرقابية، حيث تعتبر هذه المبادئ حجر الأساس في بناء ثقة المستثمرين وأصحاب المصلحة.

أما على مستوى الخصائص التطبيقية، فإن الحوكمة الفعالة تتجلى من خلال وجود هيكل إداري واضح يحدد الأدوار والمسؤوليات بدقة، وآليات رقابية داخلية تضمن سلامة القرارات المالية والإدارية، وإفصاح منتظم يعزز الشفافية، ومشاركة فعالة لأصحاب المصلحة في صنع القرار، وتستند هذه الخصائص إلى أسس تطبيقية تشمل الامتثال للأنظمة والقوانين، وتبني أفضل الممارسات الدولية مثل معايير OECD وBasel فضلا عن استخدام التقنيات الحديثة في الرقابة والإفصاح.

[1] شرفي بلال ، مرجع سابق، ص 545.
[2] Simon Gueguen، مرجع سابق، ص 82.

وبالتالي، فإن الفهم العميق لمبادئ الحوكمة وخصائصها لا يقتصر على الجانب النظري فحسب، بل يمتد إلى كيفية توظيف هذه الأسس في بيئات عمل متنوعة، مما يسهم في تعزيز الأداء المؤسسي وتحقيق الاستدامة على المدى الطويل، ومن هنا تكمن الأهمية في تسليط الضوء على الإطار التطبيقي للحوكمة من الناحية العملية، والتي تشكل ركيزة أساسية لبناء مؤسسات قادرة على مواكبة التحديات المعاصرة.

المطلب الأول: مبادئ حوكمة المؤسسات و أسس تطبيقها

حيث يتطلب تطبيق الحاكمية المؤسسية توفير الخصائص الملائمة لترتكز عليها وتتيح تنمية الامانة والسلوك المهني داخل المؤسسات وتساعد على تكامل جوانب الفكرية الخاصة بها وايضا تساعد على تحقيق مزاياها واهدافها وهذه الخصائص هي:[1]

الشفافية: هي من المعايير المهمة في تصنيع تراتيبة الدول وهي من المصطلحات الحديثة التي استخدمت في مجالات مكافحة الفساد وتنمية والحكومة .

وتعني اتاحة كل المعلومات وسهولة تبادلها وبان تكون متاحة لكافة المؤسسات وكذا وضوحها، وعلنية الاجراءات والغايات والاهداف بحيث تكون كافية في متناول بها وتكون كافيه لفهم ومتابعه العمليات في المؤسسة .

وبالتالي فإن للمعلومات الشفافية ثلاث مكونات هي إمكانية الحصول على المعلومات اي ان تكون متاحة للجميع وان تكون المعلومة وثيقة الصلة بالموضوع اي ان تكون متعلقة بالقضية المعنية باصدار قرار معين، واخيرا إمكانية الاعتماد على المعلومات بمعنى ان تكون دقيقة وحديثة و شاملة.

المشاركة : وهي تضمن للجميع المشاركة الفعالة في اتخاذ القرار والتي تضمن حرية الرأي وحق الاعتراض ويمكن ان تكون مباشرة أو من خلال مؤسسات شرعية تمثل الاطراف المختلفة مع التوفيق بين المصالح المختلفة للتواصل إلى توافق واسع على ما يشكل افضل مصلحة الجماعة.

المساءلة: تعرف هيئه الأمم المتحدة المساءلة بأنها الالتزام من قبل المسؤولين بما يلي :

- توضيح كيفيه تنفيذ المهام ومبررات القرارات التي تتخذ
- تفاعل المباشر مع الانتقادات والمطالب التي تقدم إليهم
- قبول جزء من المسؤولية عن الأخطاء التي تقع او الفشل الذي ينتج عن تلك القرارات
- وجود اليه تتيح التحقق من الالتزام المسؤولين بمهامهم على الوجه المخطط له

هناك العديد من الباحثين من يعتبر عناصر الشفافية، المساءلة والمشاركة ركائز الحوكمة التي تقوم عليها والتي قاعدتها الاساسية لكن تجد باحثين آخرين يضيفون للعناصر السابقة عناصر أخرى، ويرون بضرورة وجودها وتكونها من أهم هذه العناصر نذكر[2] :

[1] بوخروبة الغالي، مرجع سابق، ص 340.
[2] ميلودي محمد كريم، واقع و تحديات حوكمة المؤسسات في الجزائر، دراسات اقتصادية، المجلد 12، العدد 3، السنة 2018، ص 149.

العدالة والمسؤولية : تعرف العدالة على أنها الآليات التي تحدد وتحترم الحقوق الأساسية للجميع وتؤمن وسائل مراجعه ومعالجة يضمنها حكم القانون أما المسؤولية فهي ادراك 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.

لقد كان لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بالمشاركة مع صندوق النقد IMF والبنك IB الدوليين والاتحادات المهنية دور بارز في إرساء مجموعة من المبادئ الارشادية لتكون مرجعيات للاستعانة بها في منظمات الاعمال حول آلية الحوكمة ومدى فعاليتها بكل الأسواق المتقدمة والنامية، وقد غطت هذه المبادئ التي صدرت عن منظمة OECD في 1999تحت عنوانgovermance principles corporate خمسه مجالات الا انه في عام2004 تم تعديل هذه المبادئ واصبحت تغطي ستة مجالات وكما اشارتOECD من خلال موقعها على الشبكة العالمية للانترنت و هي كالآتي:[1]

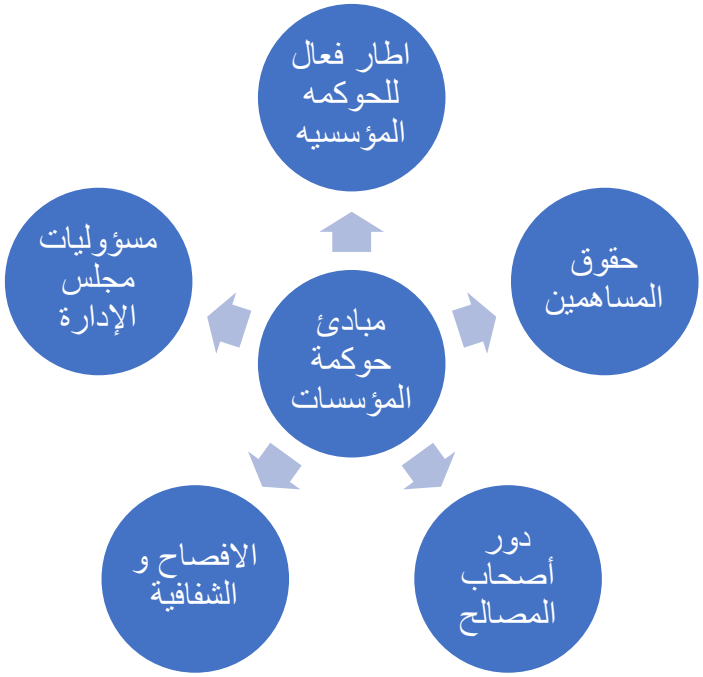
- توافر اطار فعال للحوكمة المؤسسية
- حقوق المساهمين
- المعاملة المتساوية للمساهمين
- دور اصحاب المصالح
- الافصاح والشفافيه
- مسؤوليات مجلس الادارة

وتعرف مبادئ حوكمة المؤسسات بأنها(مجموعة الاسس والممارسات التي تطبق بصفة خاصة على شركة المساهمة وتتضمن الحقوق والواجبات لكافة المتعاملين مع الشركة التي تظهر من خلال النظم واللوائح الداخلية المطبقة بالشركة) والمبادئ التي سنقوم بدراستها هي المبادئ المعتمدة من طرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لسنه2004 كما هي موضحة في الشكل الموالي:[2]

الشكل رقم01-01: المبادئ الستة لالحوكمة

[1] بن عيدة فوزية، بحوصي رقية، حوكمة البيانات في مؤسسات التعليم العالي الآليات الاستراتيجيات، العوائق، المجلة المغاربية للمخطوطات، المجلد 20، العدد 1، السنة 2024، ص 163.

[2] دريد موسى، مرجع سابق، ص 856.



المصدر: OECD,2004

وتتدرج تحت كل مجموعه من المبادئ التفصيلية وفيما يأتي شرح مفصل لكل مبدأ من هذه المبادئ :

الفرع الأول: ضمان وجود اطار فعال للحوكمة

ينص المبدأ الأول من مبادئ منظمه التعاون الاقتصادي والتنمية بشان حوكمة المؤسسات على ما يلي:

ينبغي على اطار حوكمة المؤسسات ان يشجع على الشفافية وكفاءة الأسواق وان يكون متوافقا مع احكام التشريعات و القوانين الوطنية و الدولية، وان يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الهيئات الرقابية والجهات الاشرافية تنظيمية التنفيذية، ولكي يتم ضمان وضع اطار فعال لحوكمة المؤسسات فان من الضروري وجود اساس قانوني وتنظيمي مؤسس فعلا يمكن كافة المشاركين في السوق الاعتماد عليه في انشاء علاقتهم التعاقدية الخاصة، وعاده ما يضم اطار حوكمة المؤسسات عناصر تشريعيه وتنظيميه وترتيبات لتنظيم الداخلي والالتزامات الاختيارية وممارسات الإعمال التي هي نتائج الظروف الخاصة بالدولة وتاريخها وتقاليدها، ولكي يكون هناك ضمان لوجود اطار فعال لحوكمة المؤسسات هناك مجموعه من الارشادات والعوامل التي يجب اخذها بعين الاعتبار[1] :

- ينبغي وضع اطار حوكمة المؤسسات بهدف ان يكون ذا تاثير على الاداء الاقتصادي الشامل ونزاهة السوق

- ينبغي ان تكون المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر في ممارسة حوكمة المؤسسات في نطاق اختصاص التشريعي متوافقة مع احكام القانون وذات شفافية وقابلة للتنفيذ.

[1] فاطمة الزهراء مومن، عمر عطا الله، أسماء جرموني، دور حوكمة الشركات في الحد من ممارسات المحاسبة الإبداعية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 1، العدد 1، السنة 2017، ص 366.

- ينبغي ان تكون المسؤوليات بين مختلف الجهات نظام اختصاص تشريعي ما، محدد بشكل واضح مع ضمان خدمة المصلحة العامة.

- ينبغي ان تكون لدى الجهات الاشرافية والتنظيمية والتنفيذية السلطة والنزاهة للقيام بواجباتها بطريقه موضوعية فضلا عن احكامها وقراراتها، ينبغي ان تكون في الوقت المناسب وتتميز بالشفافية مع توفير الشرح الكافي لها.

الفرع الثاني: حقوق المساهمين

ويشير مبدأ حقوق المساهمين إلى ان يكفل اطار الحوكمة وحماية حقوق المساهمين وتامين اساليب التسجيل الملكية ونقل تحويل ملكية الاسهم والحصول على المعلومات الخاصة بالشركة والمشاركة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين وانتخاب اعضاء مجلس الادارة والحصول على حصص من ارباح الشركة والحق في المشاركة والتعديلات في النظام الاساسي و اسهم اضافية واي معلومات قد تفسر عن بيع الشركة.[1]

الفرع الثالث: المعاملة المتساوية للمساهمين

تتضمن قواعد الحوكمة المؤسسية المساواة في معاملة المساهمين من الفئة ذاتها بما في ذلك الاقليه والاجانب من المساهمين كما ينبغي ان تتاح لكافة المساهمين فرصة الحصول على تعويض فعلي في حاله انتهاك حقوقهم، وقد شدد هذا المبدأ على الاتي[2]:

-اولا : توفير حقوق التصويت المتساوية للمساهمين داخل كل فئة ولهم الحق في الحصول على معلومات عن حقوق التصويت المرتبطه بكافه فئات الاسهم قبل شراء الاسهم

-ثانيا: ان تخضع التغيرات في حقوق التصويت التي تؤثر سلبا على بعض فئات المساهمين لموافقتهم

-ثالثا: ان يتم التصويت بواسطة الامناء في حقوق التصويت التي تؤثر سلبا على بعض فئات المساهمين لموافقتهم

-رابعا: ان تسمح الاجراءات المتبعه لعقد اجتماعات الجمعية ألعامه للمساهمين بالمعاملة المتساوية لكل المساهمين وعلى الشركة ان تتجنب الصعوبات وارتفاع تكاليف التصويت

-خامسا: مع تداول الاسهم بصوره لا تتسم بالافصاح والشفافيه ويخطر الاتجار أو الاطلاع لحساب المطلعين

-سادسا: على الاعضاء مجلس الادارة والمديرين التنفيذيين الافصاح عند وجود اي مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات او بمسائل تمس الشركة

الفرع الرابع: دور اصحاب المصلحة

يجب ان يضمن اطار الحوكمة احترام دور كافة الاطراف ذوي المصلحة التي ينشئها القانون او تنشا نتيجة الاتفاقيات متبادلة وتوفير المعلومات اللازمة لهم بصورة دورية وفي الوقت المناسب وحقهم في اخطار

[1] فاطمة الزهراء مومن، مرجع سابق، ص 367.

[2] بن سعدة عبد القادر، بخوش مديحة، حوكمة الموارد البشرية كمدخل لتعزيز مقومات الاندماج الوظيفي دراسة حالة مؤسسة اتصالات الجزائر فرع ولاية الأغواط، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 1، السنة 2020، ص103.

مجلس الادارة بأي تصرفات او مخالفات غير قانونيه او غير أخلاقيه دون ان يترتب على ذلك اي مساس بحقوقهم ومصالحهم.[1]

الفرع الخامس: الافصاح والشفافية :

يشدد اطار القواعد المنظمة للحوكمة المؤسسية على الافصاح الدقيق عن كافة البيانات المتعلقة بالامور المادية للشركة بما في ذلك الموقف المالي والأداء والملكية والرقابة على الشركة متضمنا الاتي[2] :

اولا: ينبغي ان يشمل اطار المعلومات التيه على سبيل المثال لا الحصر :

- النتائج الاستثمارية والنتائج التشغيل الخاصة بالشركة

- أهداف الشركة

- ملكيه اسهم الاغلبية وحقوق التصويت

- مكافآت اعضاء مجلس الادارة والمديرين التنفيذيين والمعلومات الخاصة بالمؤهلاتهم وكيفيه اختيارهم ومدى استقلالهم

- معاملات الاطراف اصحاب المصلحة

- المخاطر الجوهرية المتوقعة

- الأمور المادية والجوهرية المتعلقة بالعاملين وغيرهم من ذوي العلاقة

- هياكل وسياسات قواعد الحوكمة المؤسسية ومضمون قانون الحوكمة وأسلوب تنفيذه

ثانيا: ينبغي ان تعد المعلومات المفصحة عنها استنادا إلى معايير محاسبية عالية الجودة وتشمل المعلومات المالية وغير المالية.

ثالثا: اجراء التدقيق السنوي لحسابات الشركة بواسطة مدقق مستقل ومؤهل ذلك بهدف تقديم ضمان خارجي وموضوعي للمجلس والمساهمين يفيد ان القوائم تمثل بالفعل المركز المالي للشركة وادائها في جميع المجالات المهمة

رابعا: توفير قنوات نشر المعلومات لتمكين الجهات المستفيدة من الوصول اليها بشكل عادل و بكلفه منخفضة في الوقت المحدد

خامسا: تعزيز التقارير بما يقدمه الوسطاء والمحللون وكالات من مشورة ونصح ذات صله بقرارات المساهمين

خصائص حوكمة المؤسسات: وهي الصفات أو السمات الملموسة التي تظهر في نظام الحوكمة الفعلي، والتي تعكس تطبيق المبادئ ويمكن اعتبارها النتاج العملي للمبادئ[3]:

---

[1] بن عبيدة فوزية، مرجع سابق، ص 168.

[2] غلاب فاتح، دور مجلس الإدارة في مراقبة تطبيق حوكمة الشركات في المؤسسة الجزائرية للأقمشة الصناعية والتقنيةeatit ، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 2، العدد 2، السنة 2019، ص 228.

[3] عناني عبدالله، دور لجنة التدقيق في دعم وتعزيز حوكمة المؤسسات، مجلة الباحث الإقتصادي،المجلد 5، العدد 7، السنة 2017، ص 243.

- **وجود هيكل إداري واضح:** يعد وجود هيكل إداري واضح ومحدد من الركائز الأساسية للحوكمة الفعالة، حيث يُسهم في تحديد الأدوار والمسؤوليات بدقة بين مختلف مستويات الإدارة. يتجلى هذا الهيكل في فصل السلطات بين مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، مما يضمن استقلالية القرارات ويقلل من تعارض المصالح. كما أن التقسيم الوظيفي الواضح يُعزز الكفاءة التشغيلية، حيث تُحدد سلطات وصلاحيات كل وحدة إدارية بشكل لا لبس فيه، مما يسهل عملية المحاسبة ويقلل من الغموض في اتخاذ القرارات. بالإضافة إلى ذلك، فإن الهيكل الإداري الواضح يدعم تطبيق مبدأ التخصص، حيث تُوزع المهام وفقًا للخبرات، مما ينعكس إيجابًا على أداء المؤسسة ككل.

- **آليات الرقابة الداخلية:** تمثل آليات الرقابة الداخلية عنصرا حيويا في ضمان سلامة العمليات المالية والإدارية، حيث تعمل كخط دفاع أول ضد المخاطر التشغيلية والمالية. تشمل هذه الآليات إنشاء لجان متخصصة (مثل لجنة التدقيق ولجنة المراجعة الداخلية) تُشرف على تقييم السياسات وضمان الامتثال للأنظمة والقوانين. كما تتضمن أنظمة المراجعة الداخلية والتقييم المستمر للضوابط المالية، مما يحد من حالات التجاوزات أو الفساد. وتلعب التقنيات الحديثة، مثل أنظمة تحليل البيانات الضخمة والتقارير الآلية، دورًا متزايدًا في تعزيز الرقابة الداخلية من خلال الكشف عن الأنماط غير الطبيعية في العمليات المالية. بذلك، تُسهم هذه الآليات في تعزيز الثقة بين أصحاب المصلحة وضمان استدامة المؤسسة[1].

- **إفصاح منتظم عن المعلومات:** يُعتبر الإفصاح المنتظم والدقيق عن المعلومات ممارسة جوهرية في الحوكمة الرشيدة، حيث يُعزز الشفافية ويُقلل من عدم التماثل المعلوماتي بين الإدارة وأصحاب المصلحة. يشمل ذلك نشر تقارير مالية دورية تخضع لمعايير المحاسبة الدولية، بالإضافة إلى الكشف عن الهيكل التنظيمي وسياسات الأجور والمخاطر المحتملة .كما أن تبني ممارسات الإفصاح الطوعي، مثل تقارير الاستدامة والمسؤولية الاجتماعية، يُعزز سمعة المؤسسة ويجذب المستثمرين. وتلعب التكنولوجيا دورًا محوريًا في هذا الجانب من خلال بوابات إلكترونية تتيح الوصول المباشر إلى المعلومات، مما يُعزز مبدأ المساءلة والحق في المعرفة[2].

- **مشاركة أصحاب المصلحة:** تسهم مشاركة أصحاب المصلحة (المساهمين، الموظفين، العملاء، المجتمع) في تعزيز شرعية القرارات وضمان استدامة المؤسسة على المدى الطويل. يتم ذلك عبر آليات مثل اجتماعات المساهمين، حيث يُتاح لهم التصويت على القرارات الاستراتيجية، أو إنشاء قنوات اتصال مفتوحة لتلقي الملاحظات والشكاوى. كما أن تبني سياسات المسؤولية الاجتماعية وحوكمة البيئة والمجتمع (ESG) يظهر التزام المؤسسة بتحقيق التوازن بين الأرباح والمصالح المجتمعية. ومن الناحية العملية، فإن تفعيل مشاركة أصحاب المصلحة يُقلل من النزاعات ويُعزز الولاء، مما ينعكس إيجابًا على الأداء المالي والسمعة المؤسسية[3].

تمثل هذه الخصائص الأربع الهيكل الإداري الواضح، آليات الرقابة الداخلية، الإفصاح المنتظم، ومشاركة أصحاب المصلحة إطارًا متكاملا للحوكمة الفعالة، حيث تترجم المبادئ النظرية إلى ممارسات عملية تعزز الشفافية والمساءلة والكفاءة، ومن خلال تبني هذه الخصائص، يمكن للمؤسسات تحقيق أهدافها الاستراتيجية مع الحفاظ على مصالح جميع الأطراف ذات الصلة.

---

[1] غلاب فاتح ، مرجع سابق، ص 229.

[2] رنات سمير، زعيتر لمياء، المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في اطار حوكمة المؤسسات، مجلة الراصد العلمي، المجلد 9، العدد 1، السنة 2022، ص 171.

[3] رنات سمير، زعيتر لمياء، نفس المرجع السابق، ص 172.

المطلب الثاني: المحددات الداخلية و الخارجية

ان التطبيق الجيد لحوكمة المؤسسات من عدمه يتوقف على مدى توافر ومستوى جودة مجموعتين من المحددات (المحددات الخارجية والمحددات الداخلية) ويمكن عرض هاتين المجموعتين من المحددات بشيء من التفصيل كما يلي[1] :

1. المحددات الخارجية:

حيث تشير إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة، والذي يشمل على سبيل المثال القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي و التي تحدد بدورها السلوك المقبول(مثل قوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية ومكافحه الفساد)، بالاضافة إلى كفاءة القطاع المالي (البنوك وسوق المال) في توفير التمويل اللازم للمشروعات، ودرجة التنافسية وعناصر الانتاج، ووضع أجهزة رقابية كهيئات سوق المال و المنافسة والتي بدورها تراقب الامتثال للمعايير و تفرض العقوبات على المخالفين.

وذلك فضلا عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل الاسواق بكفاءة ومنها على سبيل المثال الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في سوق الاوراق المالية وغيرها.

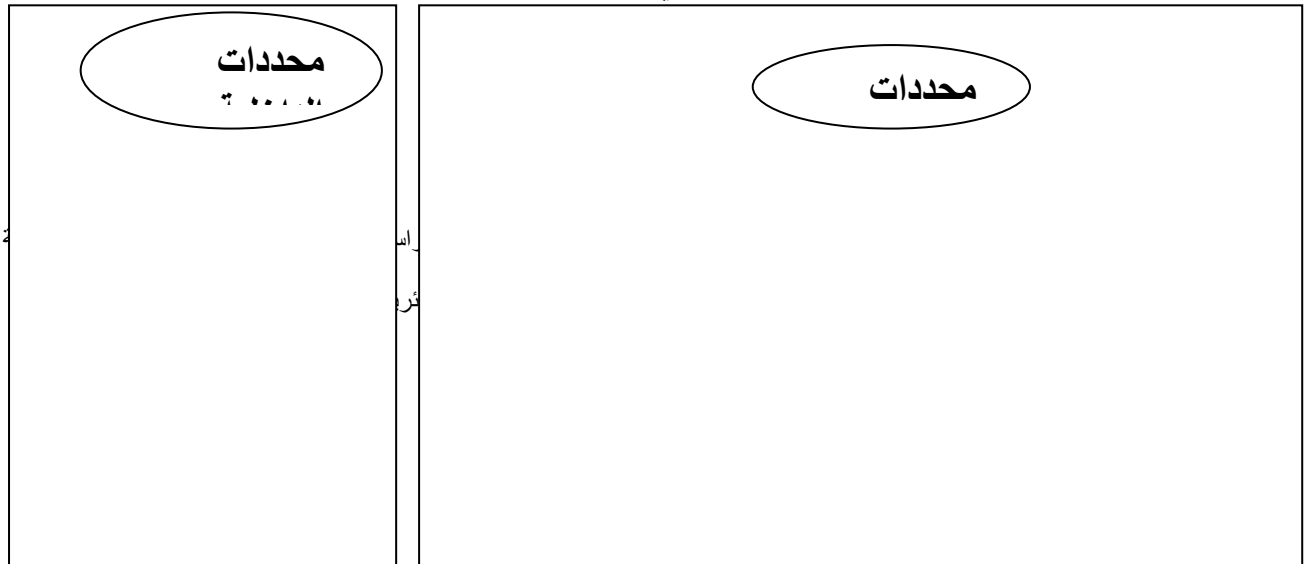
بالاضافة إلى المؤسسات الخاصة للمهن الحرة مثل مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية اضافة إلى وجود جهاز قضائي شفاف وقادر على تحديد المسؤولية والمالية ومحاكمة مرتكبي المخالفات الادارية والمالية وفي الاوقات السريعة والمناسبة.

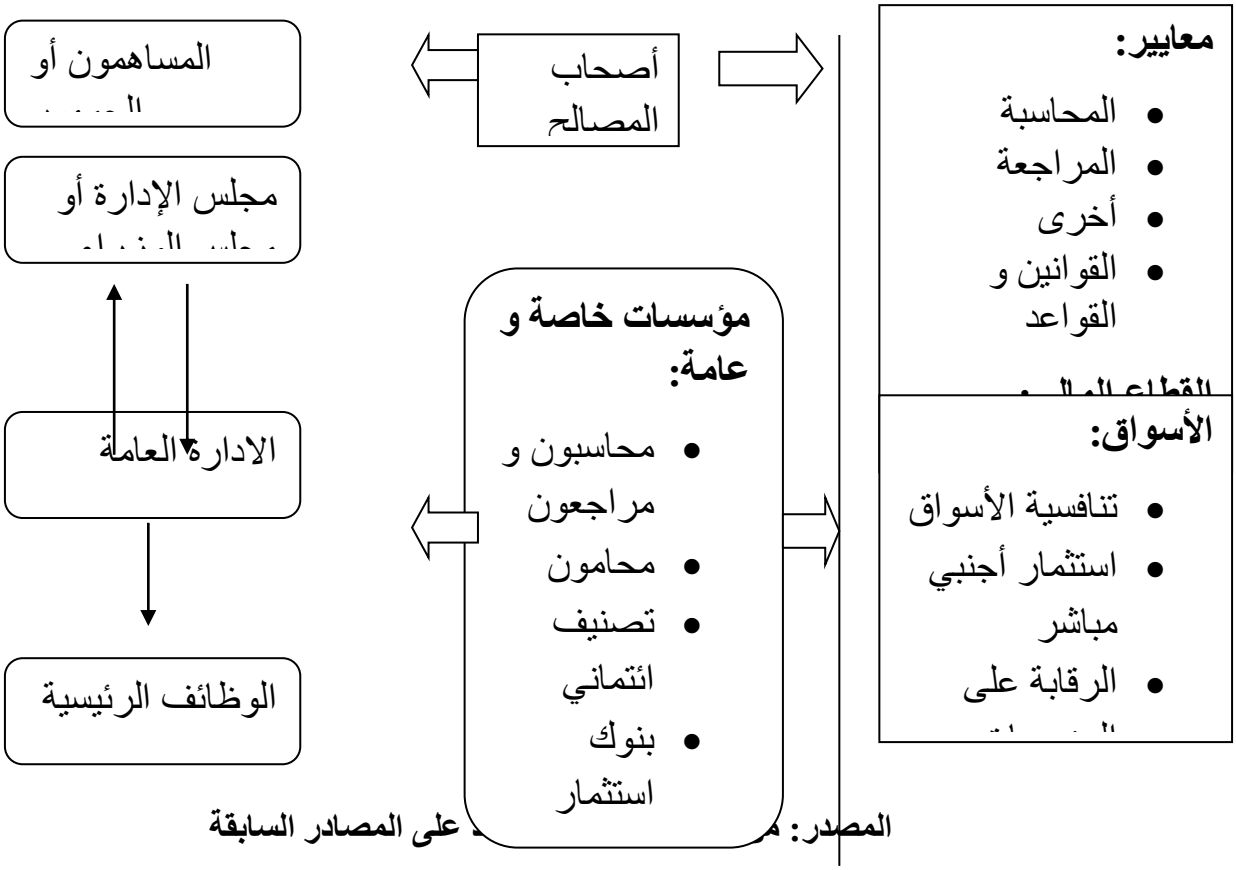
وترجع اهمية المحددات الخارجية الا ان وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن ادارة المنظمة والتي تقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص[2].

2. المحددات الداخلية :

تشير إلى القواعد والاسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل المنظمة بين الجمعية العامة ومجلس الادارة والمديرين التنفيذيين والتي يؤدي توفرها من ناحية وتطبيقها من ناحية اخرى إلى تقليل التعارف بين مصالح هذه الاطراف الثلاثة، و تؤدي الحوكمة في النهاية إلى زيادة الثقة في الاقتصاد القومي و تعميق دور سوق المال، و زيادة قدرته في تعبئة المدخرات و رفع معدلات الاستثمار، و الحفاظ على الحقوق الأقلية أو صغار المستثمرين، وعامل رئيسي في تشجيع الحوكمة على نمو القطاع الخاص ودعم قدراته التنافسية، و تساعد المشروعات في الحصول على التمويل و توليد الأرباح.[3]

الشكل01-02: مخطط توضيحي للمحددات الداخلية و الخارجية لالحوكمة





المصدر: م على المصادر السابقة

المطلب الثالث: آليات حوكمة المؤسسات

آليات حوكمة المؤسسات:

ان آليات الحوكمة تشير إلى مجموعة الممارسات التي تسهم بصورة مباشرة أو غير مباشرة في التطبيق السليم لقواعد الحوكمة التي تحدد طبيعة العلاقة بين حملة الاسهم وأصحاب المصالح كافة، والتي تضمن للشركة إدارة سليمة ومستقرة وبقاءها في بيئة الاعمال، وتصنف هذه الاخيرة وفق الاستناد على حل التعارض بين المدراء والمالكين وبين حملة الاسهم الكبار والاقلية[1].

1. آليات داخلية:

يركز هذا النوع من الآليات على أنشطة وفعاليات الشركة، واتخاذ الاجراءات التصحيحية اللازمة لتحقيق أهداف الشركة، حيث نجد بأن هناك ثلاثة آليات داخلية تعد الأهم متمثلة بكل آلية مجلس الادارة و لجنة المراجعة بالاضافة إلى آلية التدقيق الداخلي.[2]

[1] بن ميمون ايمان ،بلغماري مولاي ابراهيم، تجربة بنك الاتحاد الأردني في تطبيق حوكمة الاستدامة الثلاثية (esg) خلال الفترة2023-2021، المجلد8 ، العدد1 ، السنة2025 ، ص 47.

[2] حديد نوفيل، مسوس كمال، العلاقة بين حوكمة نظم المعلومات وحوكمة المؤسسات وسيرورة تطبيقهما بمؤسسات التعليم العالي،المجلة الجزائرية للعولمة و السياسات الاقتصادية، المجلد5 ، العدد1 ، السنة2014، ص 121.

أولا: آلية مجلس الادارة:

يتكون مجلس الادارة من متمثلين يتم اختيارهم من مجموعة من المساهمين لتولي إدارة أمور الشركة بناء على تفويض الجمعية العمومية، لذا فان المسؤولية النهائية على الشركة تبقى لدى المجلس حتى وإن قام بتشكيل لجان أو تفويض جهات أو أفراد آخرين للقيام ببعض أعماله، وذلك يفرض أهمية وضعه آليات والنظم التي تضمن احترام الشركة للقوانين واللوائح السارية والتزامها بالافصاح عن المعلومات الجوهرية للمساهمين وأصحاب المصلحة الاخرين مستندا في ذلك معايير موضوعية، كما انه عليه القيام بمجموعة من المهام منها مراجعته لنظم وإجراءات الشركة وعلى النحو الذي يتفق وطبيعة نشاطها وحجمها والسوق التي تعمل فيه، مع وضع إستراتيجية لتحديد المخاطر التي تواجه الشركة و كيفية التعامل معها ومستوى المخاطر التي تتعامل بها الشركة، لذا نجد أن المجلس يلجأ إلى تكوين لجان من أعضائه للقيام بمساعدته بأداء عمله والتي تعد وسيلة للتنصل من مسؤوليته أو نقلها للغير، ومنها كل من لجنة التشريحات، لجنة الاجور .

ولكل لجنة من هذه اللجان ميزة إضافية تتمثل في منح أعضاء المجلس رؤية أوضح تتعلق بالشركة، لن يتمكنوا من الحصول عليها بدون تشكيل هذه اللجان، إلى جانب ذلك تكمن أهمية هذه اللجان في ثالث مجالات هي[1] :

أ- طمأنة حملة الاسهم خارج الشركة بخصوص شمولية وموضوعية عمليات مجلس الادارة، وينطبق هذا على عمل لجنة التدقيق ولاسيما ما يتصل بالتقارير المالية، وعلى لجنة الاجـــور فيـــما يتـصل بأجور المدراء التنـفيـــذيين، وعلى لجنة التشريح في البحث عن مرشحين مناسبين لمجلس اإلدارة .

ب- تحسين جودة المهام التي يتولى مجلس الادارة القيام بها، إذ تضيف اللجان الجيدة قيمة ملحوظة للعمليات التي يقومون بها وتساعد على زيادة درجة ثقة حملة الاسهم في صحة تلك العمليات .

ج- حل النزاعات التي تنشا نتيجة تعارض المصالح بين المدراء التنفيذيين وحملة الاسهم أو التي تنشأ بين هؤلاء التنفيذيين والمدققين الداخليين أو الخارجيين وهو الدور الذي تلعبه لجنة التدقيق، ويمكن للجان المجلس وضع هذه النزاعات داخل المنظور المناسب لها وتسيير التعامل معها.

ثانيا- لجنة المراجعة :

تقوم هذه اللجنة بمساعدة مجلس الادارة عن الوفاء بمسؤولياته والخاصة بالاشراف على إعداد القوائم المالية والتأكد من سلامة الافصاح، وأن اللجنة مسؤولة عن تقييم جودة واستقلالية كل المراجعين من الخارجيين و الداخليين على التنسيق بينهم .

وإنها تتميز بأنها منبثقة عن مجلس الادارة وتقتصر عضويتها على أعضاء مجلس الادارة من غير التنفيذيين، والذين تتوافر لديهم الاستقلالية والخبرة في مجال المحاسبة والتدقيق وتتعلق مسؤوليتها بتدقيق عمليات إعداد التقارير المالية، ومراجعة عمليات التدقيق الداخلي والخارجي، وكذلك مراجعة الالتزام بتطبيق قواعد الحوكمة من قبل إدارة الشركة.[2]

ثالثا- التدقيق الداخلي :

[1] كبيش محمود، لعريوي عبد الرزاق، مدى كفاية الاجراءات التنظيمية والتشريعية في دعم حوكمة المؤسسات الجزائرية، مجلة أوراق اقتصادية،المجلد4 ، العدد2 ، السنة2020 ، ص 233.
[2] كبيش محمود، مرجع سابق، ص 234.

يعرف معهد المدققين الداخليين التدقيق الداخلي على انه نشاط مستقل، تأكيد موضوعي واستشاري مصمم لزيادة قيمة المنظمة وتحسين عملياتها، ومساعدتها على انجاز أهدافها بواسطة تكوين مدخل منظم ومنضبط لتقييم وتحسين فعالية إدارة المخاطر والرقابة وعمليات التحكم[1] .

ويهدف التدقيق الداخلي إلى:

أ- توفير حماية الاصول وسجلات الشركة من الضياع والسرقة والاختلاس والتزوير وسوء الاستخدام .

ب- توفير الدقة والثقة في البيانات المحاسبية التي تتضمنها دفاتر وسجلات وحسابات الشركة .

ج- تحفيز النهوض بالكفاءة الادارية والتشغيلية للشركة بشكل عام .

د- تشجيع السير بالسياسات الادارية المرسومة لها .

تؤدي وظيفة التدقيق الداخلي دورا مهما في عملية الحوكمة إذ أنها تعززها، وذلك بزيادة قدرة المواطنين على مساءلة الشركة. حيث يقوم المدققون الداخليون من خلال الانشطة التي ينفذونها، فالتدقيق الداخلي والخارجي يعد آلية مهمة من آليات الرقابة ضمن هيكل الحوكمة، وبشكل خاص فيما يتصل بضمان دقة ونزاهة التقارير المالية ومنع اكتشاف حالات الغش والتزوير. وقد اعترفت الهيئات المهنية والتنظيمية بأهميتها، فقد أكدت لجنة Cadbury committe على أهمية مسؤولية المدقق الداخلي في منع واكتشاف الغش والتزوير ولتحقيق هذه الوظيفة لاهدافها، يجب أن تكون مستقلة وتنظم بشكل جيد وتستند إلى تشريع خاص بها[2] .

وفي نفس السياق ينبغي تعزيز استقلالية لجان التدقيق من خلال ضمان رفع تقاريرها إلى مجلس الادارة بشكل مباشر وليس الادارة التنفيذية بما يحول دون تضارب للمصالح و يعزز نزاهة العملية الرقابية، يضاف إلى ذلك أن تزداد فاعلية لجنة التدقيق الداخلي في الحصول على الصلاحيات الكافية للوصول إلى المعلومات الحساسة والمُفصّلة حول قضايا جوهرية، يعد هذا التوجه ركيزة أساسية في أطر الحوكمة الرشيدة، حيث تسهم اللجان المستقلة في تعزيز الثقة بين المساهمين وأصحاب المصلحة، عبر ضمان موضوعية المراجعات وتحييد تأثير الإدارة التنفيذية على نتائجها.

2. الآليات الخارجية:

تتمثل آليات الحوكمة الخارجية بالرقابة التي يمارسها أصحاب المصالح الخارجيين على الشركة و الضغوط ممارسة من قبل المنظمات الدولية المهتمة بهذا الموضوع، حيث يشكل هذا المصدر أحد المصادر الكبرى المولدة لضغط واسع لتطبيق قواعد الحوكمة، ما يأتي[3] :

أولا: منافسة (سوق المنتجات/الخدمات) وسوق العمل الاداري :

تعد منافسة (سوق المنتجات/الخدمات) احد آليات المهمة لالحوكمة، والاحتمال السلبي في عدم قيام الادارة بواجباتها بالشكل الصحيح أو أنها غير مؤهلة بأنــها سوف تفشل في منافسة المؤسسات التــي تعمل في نفس مجال الصناعة، وبالتــالي ستكون نتيجة ذلك تــعرضها للافلاس، إذن فمنافسة سوق المنتجات أو الخدمات

[1] كبيش محمود، مرجع سابق، ص 235.
[2] من سعدة عبد القادر، بخوش مديحة، واقع حوكمة الموارد البشرية في المؤسسات الاقتصادية - دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية الأغواط، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد11 ، العدد2 ، السنة 2021، ص 969.
[3] حابي أحمد، زبيدي البشير، دور حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي، Le Manager،المجلد2 ، العدد1 ، السنة2015 ، ص 72.

تهذب سلوك الادارة، وبخاصة إذا كانت هناك سوق فعالة للعمل الاداري، و حالة الافلاس سوف يكون له تأثير سيء على مستقبل المدير وأعضاء مجلس الادارة.[1]

ثانيا-الاندماجات والاستحوذات :

مما لاشك فيه أن الاندماجات و الاستحواذات من الادوات التقليدية لاعادة الهيكلة في قطاع الشركات في أنحاء العالم، و الاكتتاب الية مهمة من آليات الحوكمة و بدونه لا يمكن السيطرة على سلوك الادارة على سبيل المثال في الولايات المتحدة الامريكية، حيث غالبا ما يتم الاستغناء عن خدمات الادارات ذات الاداء المنخفض عندما تحصل عملية الاكتساب أو الاندماج .

أما في الشركات المملوكة للدولة فيشيرOECD إلى أن الحكومة الصينية على سبيل المثال قد استفادت من هذه الالية، وذلك بعد إعطاء هذه الشركات قدرا من الاستقلالية في اتخاذ القرارات ومنها الاستحواذ والانـــدماج، ولكن تبقى الدولة بحاجة إلى أن تتأكد من عدم الاضرار بحقوقها كمالك لأسهم جراء مثل هذه الـــقرارات المهمة التي تتخـذها الادارات كمـا أن عملية الاستحواذ ليس لها تـأثير على الشركـات المملـــوكة للدولـــة، وذلك لأنها يمكن أن تحصل في شركات المساهمة الخاصة.[2]

ثالثا-التدقيق الخارجي :

يعرف معهد التدقيق الخارجي بانه هو الفحص الانتقادي للدفاتر والسجلات من قبل شخص محايد خارجي في سبيل الحصول على رأي حول عدالة القوائم المالية ويتم تعيين المدقق الخارجي بعقد بينه وبين المؤسسة، وأن كل العمليات التي يتم تسجيلها بشكل كامل أن تكون:[3]

- دقيقة
- صحيحة التقييم
- صحيحه التسجيل
- مسجله في وقوعها
- صحيحه التمركز

ان المدقق الخارجي اصبح في الوقت الحالي لا يقوم بالمصادقة على الميزانية كما يمكن له ان يمتنع عن المصادقة عليها ولكن بتقديم الاساليب الداعية لذلك وهو بذلك قد اكتسب دور الوكيل عن المساهمين في ممارسه الرقابة على هذه الشركات نظرا لما يتمتع به من استقلالية وبحماية حقوق المساهمين من التبذير والاسراف وجميع اوجه الغش والاختلاسات، تزداد اهمية التدقيق الخارجي في كونها توفر الحماية لحقوق المساهمين

[1] هشام شلغام، أحمد العيش، حوكمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل البيئة الاقتصادية الجزائرية، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة، المجلد2 ، العدد 1، السنة 2018، ص 156.

[2] براق محمد، بلواضح فاتح، حوكمة المؤسسات كالية لتعزيز الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية لغرض إدارة المخاطر دراسة تجربة ان سي أ رويبة في مجال حوكمة المؤسسات، مجلة مراجعة الإصلاحات الاقتصادية والتكامل في الاقتصاد العالمي، المجلد 12، العدد 25، السنة 2018، ص 289.

[3] بوفاتح بلقاسم، فلاق نورالدين، تقييم ممارسات حوكمة الشركات في المؤسسات الجزائرية الصغيرة والمتوسطة: حالة الصناعة الصغيرة والمتوسطة في شلف، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة، المجلد 2، العدد 1، السنة 2018، ص 320.

واموال المساهمين بل ان القيام بها وممارستها من طرف مدقق مستقل من المعايير المطلوبة، يخدم ويحمي حقوق مصالح جميع الاطراف الاخرى التي تربطها علاقة بالمؤسسة وهذا ما تدعو اليه الحوكمة.[1]

مما سبق نستخلص انه بالقيام بعملية التدقيق الخارجي سوف يكون هناك المزيد من الرقابة والمزيد من الحد من الغش والتزوير والاحتيال والاخطاء ومزيد من الحماية لاموال واصول الشركة والمساهمين كافة الاطراف الاخرى ذات العلاقة، وهذا الامر يبين ان تدقيق الخارجي يمكن له ان يؤدي إلى تدعيم الممارسة الجيدة لالحوكمة.

رابعا التشريع والقوانين :

تؤثر آليات الحوكمة بشكل جوهري على طبيعة التفاعلات بين الأطراف الفاعلة الرئيسية في النظام الحوكمي، مثل المساهمين والإدارة التنفيذية وهيئات الرقابة. وقد فرضت التشريعات الحديثة وعلى رأسها قانون (Sarbanes-Oxley Act) الصادر عام 2002 في الولايات المتحدة تحولات جذرية في أنماط تفاعل هذه الأطراف، حيث يعتبر هذا القانون أحد أبرز التشريعات الفيدرالية تنظيما لحوكمة منذ قوانين الأوراق المالية في ثلاثينيات القرن العشرين، كما اشتمل القانون على متطلبات جديدة لشركات المساهمة العامة، منها[2]:

1- تعزيز استقلالية مجلس الإدارة: عبر زيادة نسبة الأعضاء المستقلين، وضمان عدم وجود علاقات مالية أو إدارية تُمثِّل تضارباً في المصالح.

2- تفعيل دور لجان التدقيق: من خلال منحها صلاحيات واسعة للإشراف المباشر على إعداد التقارير المالية، ومراجعة فعالية أنظمة الرقابة الداخلية.

3- المسؤولية القانونية للقيادات التنفيذية : بإلزام الرئيس التنفيذي (CEO) والمدير المالي (CFO) بالتوقيع على شهادات تؤكد دقة البيانات المالية وملاءمة نظام الرقابة الداخلية وفق معايير(COSO) (COSO هي اختصار لـ" لجنة المنظمات الراعية لهيئة تريدواي Committee of Sponsoring Organizations) " (of the Treadway Commission، وهي تحالف أمريكي تأسس عام 1985 بهدف تطوير إرشادات وأطر عمل لتحسين الحوكمة والرقابة الداخلية وإدارة المخاطر في المنظمات. تعتبر أطر عمل COSO معايير عالمية معتمدة في قطاعات الأعمال والمحاسبة والتدقيق.

4- تعزيز التواصل بين المدقق الخارجي ولجنة التدقيق : بإنشاء قنوات اتصال رسمية تضمن نزاهة عملية المراجعة.

5- الحد من تضارب المصالح :بمنع المدققين الخارجيين من تقديم خدمات استشارية غير متعلقة بالمراجعة للشركة المدققة، وتخويل لجنة التدقيق حصرا بصلاحية تعيين المدققين أو إنهاء خدماتهم.

هذه الإصلاحات هدفت إلى استعادة ثقة المستثمرين بعد فضائح محاسبية كبرى (مثل إفلاس شركة إنرون)، عبر تعميق مبادئ الشفافية والمساءلة، وإعادة هيكلة العلاقة بين الإدارة التنفيذية وهيئات الرقابة لضمان حماية مصالح المساهمين وأصحاب المصلحة.

---

[1] عبد المجيد كموش، دراسة تحليلية لنماذج حوكمة الشركات - الآليات ونظام التشغيل، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 2، العدد 2، السنة 2018، ص31.

[2] يحي سعيدي، لخضر أوصيف، دور المراجعة الداخلية في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، المجلد5 ، العدد 1، السنة 2012، ص 189.

المبحث الثالث: تجارب دولية في حوكمة المؤسسات

يختلف تعامل الدول والحكومات وحتى المؤسسات ما مفهوم الحوكمة وكيفية تطبيقها في الواقع وهذا المبحث نقدم فيه عينة من الدول التي تبنت مبادئ الحوكمة واعتبرتها امرا مفروغا منه واساسيا في كل مجالاتها. ونتطرق ايضا إلى دول اخرى التي تعتبر تطبيق لهذه المبادئ السالفة الذكر امرا اختياريا، وهذا الاختلاف حسب ظروف كل دولة واخرى اضافة إلى درجة تقدمها وتطورها، وحتى هذه المبادئ تطبق على درجات غير متساوية بين مؤسسة واخرى، وسنتطرق في هذا في هذا الصدد إلى مفهوم الحوكمة التي تطبقه الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الامريكية و المملكة المتحدة البريطانية وفرنسا، وبعض من الدول النامية كماليزيا و البرازيل كل لوحده، كما سنبرز فيه ايضا إلى تجارب كل من مصر و الجزائر.

المطلب الأول: دول رائدة في مجال حوكمة المؤسسات

اعتمدت العديد من البلدان المتقدمة على الحوكمة وادرجت مبادئها ضمن سير اقتصادياتها ومؤسساتها ومن خلال ما يلي سنتطرق إلى تجربة بعضا من هذه البلدان.

تجربة الولايات المتحدة الامريكية في مجال حوكمة المؤسسات:

اكثر السيمات البارزة لملكية المؤسسات في الولايات المتحدة هي غياب المستثمرين المهيمنين، حيث ان اسهم المؤسسات الامريكية يمتلكها اعداد كبيرة من المساهمين، ويوجد عدد كبير من المؤسسات لا يمتلك اي من المساهمين فيها سواء كانوا افرادا ام مؤسسات ما يزيد عن 1% من اسهمها، فهذا تطور الذي حصل في سوق الاوراق المالية ووجود هيئات رقابية تعمل على مراقبة المؤسسات وتشرف على شفافية البيانات والمعلومات التي تصدرها هذه الاخيرة بفاعلية وبصرامة، بالاضافة إلى تطور الذي وصلت إليه مهمة التدقيق والمحاسبة وهو ما أدى إلى زيادة الاهتمام بمفهوم الحوكمة والتزام المؤسسات بتطبيق افضل الممارسات التي تضمن التطبيق السليم لها وخاصة المقيدة في البورصة، ومن الملاحظ ان الاهتمام بهذا المفهوم ظهر بصورة واضحة عند قيام صندوق المعاشات العامة في ولاية كاليفورنيا the California public employees retirerment والذي يعتبر اكبر صندوق في الولايات المتحدة الامريكية، بتعريف حوكمة المؤسسات وإلقاء الضوء على أهميتها ودورها في حماية حقوق المساهمين، ولقد قام هذا الصندوق باصدار مجموعة من المبادئ لتطبيق حوكمة المؤسسات قسمت إلى مبادئ جوهرية وخطوات إرشادية، ركزت مبادئ التي أصدرها هذا الصندوق

على تشكيلة مجلس الادارة واللجان المنبثقة على المجلس والمكافات الخاصة باعضاء المجلس، ومعايير لتقييم الاداء وقدرة اعضاء مجلس المستقبلية على تعميم اداء المدراء التنفيذيين، واوضحت الخطوط الارشادية إلى ضروره الاتفاق بين المجلس والمساهمين على تعريف محدد وواضح لمفهوم الاستقلال، ويعاب على هذه المبادئ بانه بعد فترة من اصدارها وجهت لها الكثير من الانتقادات واخذ الصندوق المعاشات لكاليفورنيا بحذف بعضها حتى اصبحت غير ذي جدوى[1].

ومن بين التقارير والقوانين الصادرة بالولايات المتحدة الامريكية ذات العلاقة بالحوكمة ما يلي:

- تقرير ترادواي:tread way commission

هي لجنة امريكية وطنية تم تشكيلها عام 1985 لدراسة التقارير المالية المزورة في المؤسسات الامريكية، وهذه اللجنة تمثل كلا من معهد المحاسبين القانونيين الامريكي، وجمعية المحاسبين الامريكية، ومعهد المديرين الماليين الامريكي، ومعهد المدققين الداخليين الامريكي، ومعهد المحاسبين الاداريين الامريكي، في عام 1987 قامت لجنة coso باصدار تقريرها المسمى بتقرير تريدواي والمتضمن مجموعة من التوصيات الخاصة بتطبيق قواعد الحوكمة وما يرتبط بها من حدوث الغش والتلاعب في اعداد القوائم المالية، وذلك عن طريق الاهتمام بمفهوم نظام الرقابة الداخلية، اداره المخاطر، وتقوية مهنة التدقيق الخارجي والداخلي و لجنة التدقيق[2].

- تقرير:blue ribbon

لقد اصدر كل من New York Stock exchange و association of securities dealers، عام 1999 تقريرهما المعروف باسم blue ribbon report والذي تم بفعالية الدور الذي تقوم به لجان التدقيق بالمؤسسات بشان الالتزام بمبادئ الحوكمة، متضمنا مسؤولية لجنة التدقيق اتجاه اعداد التقارير المالية ووظيفة التدقيق الخارجي وكذلك مسؤولية لجنة التدقيق تجاه وظيفة التدقيق الداخلي[3].

- قانون sarbanes oxley act

لقد اظهرت التحقيقات التي اجريت للتعرف على أعقاب الانهيارات المالية الكبرى على وجود خلل في ممارسه مهنتي المحاسبة والتدقيق، تمثل في غياب الشفافية و تضارب المصالح و ضعف الرقابة الداخلية، وكرد فوري على هذه الازمات أقرت الحكومة الامريكية سنه 2002 بتطوير التشريع المسمى سالفا، والذي يلزم المؤسسات المدرجة في الاسواق المالية الامريكية بالتقيد به من خلال تعزيز الرقابة الداخلية عبر توثيق و تقييم الانظمة المالية وفق اطار COSO، كما أكد على المساءلة التنفيذية بإلزام الرئيس التنفيذي (CEO) والمدير المالي (CFO) بالتوقيع على شهادات تؤكد دقة التقارير المالية، وفصل خدمات المراجعة عن الخدمات الاستشارية، وتعزيز دور لجان التدقيق في الإشراف على المدققين كاستقلالية التدقيق الخارجي، مع الحماية التامة للمبلغين عن المخالفات و الممارسات غير

[1] تريرات أيمن ،شلابي عمار، أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات على ممارسات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية، مجلة أرصاد الدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 1، السنة 2022، ص 09.

[2] طلال الكسار، التداوي مصطفى عبد الكريم، المشهداني ابتهال أحمد، حوكمة الشركات وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 1، العدد 2، السنة 2014، ص 91.

[3] بركة كامل، 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، السنة2022 ، ص 70.

اخلاقية، كل هذا ساهم في إرساء ثقافة المساءلة داخل الإدارات العليا، ووضع أُسسا تشريعية لتعزيز الشفافية، مما أعاد الثقة في الأسواق المالية، وأصبح مرجعية عالمية في معايير الحوكمة الرشيدة.[1]

تجربه المملكة المتحدة البريطانية في مجال حوكمة المؤسسات:

شهدت المملكة المتحدة تحولا جوهريا في نمط ملكية وإدارة الشركات، وإن كان ذلك بوتيرة أبطأ مقارنة بالولايات المتحدة، ففي أواخر القرن التاسع عشر بدأت المؤسسات الصناعية والتجارية الكبرى التحول نحو الملكية العامة عبر طرح أسهمها في بورصة لندن، مع احتفاظ العائلات المؤسسة بنسب كبيرة من الأسهم، مما سمح لها بالحفاظ على نفوذها في صنع القرار، وبذلك استمر الالتزام بالطرق الفردية للادارة، وتشير الدراسات الى وجود انخفاض نسبي في اهمية سيطرة الاسرة والذي تمثل نظام الملكية العائلية للمؤسسات بمرور الوقت في القرن العشرين[2].

ابتداء من سنة 1951 ادارة الاحصائيات انفصال واضح بين الادارة والملكية في عدد من المؤسسات الصناعية والتجارية الكبرى والتي كان يسيطر فيها واحد من المستثمرين على اكثر من 20 % من راس المال، فقد انخفض عدد هذه المؤسسات الى اقل من مؤسسة واحدة من كل خمس مؤسسات خلال الفترة الممتدة ما بين 1936 و 1951 بعد ان كان يمثل مؤسسة واحدة من كل ثلاث مؤسسات[3].

استمر انخفاض عدد المؤسسات الخاضعة لسيطرة مالكيها حتى اصبح الحديث عن الراسمالية الشخصية البريطانية لا يحمل معنى كبير بعد عام 1970 واشارة البحوث التي اجريت بعد ذلك الى انماط المشاركة في الملكية كانت في واقع الامر تقترب كثيرا نحو نمط قاعدة الملكية المشتتة، حيث لاحظ ذلك في انماط ملكية 200 من اكبر المؤسسات الصناعية و 50 من اكبر المؤسسات المالية في المملكة المتحدة البريطانية، واعتبارا من 1988 وقبل ان يوشك هذا العقد على الزوال انخفض تماما تاثير الراسمالية الشخصية و ملكية الاسرة.

في تسعينيات القرن العشرين، تفاقمت المخاوف بشأن نزاهة التقارير المالية بعد فضائح محاسبية كشفت عن تلاعب في البيانات المالية، وكرد مؤسسي أطلقت كل من بورصة لندن ومجلس التقارير المالية وجهات محاسبية اخرى بدراسة كيفية استعادة الثقة مرة اخرى في التقارير المالية التي تصدرها المؤسسات، وكانت الخطوة الاولى لمجتمع الاعمال في المملكة المتحدة اعتمادها على اجراء حوار جدي مفتوح عن موضوع حوكمة المؤسسات، وما نتج عنه صدور تقرير كادبوري cadbury report سنة 1992، والذي يعتبر حتى الان من اهم التقارير التي تناولت مفهوم حوكمة المؤسسات و أول اطار شامل لها حيث ركز تعزيز استقلالية مجلس الادارة و فصل السلطات بين الرئيس التنفيذي و رئيس مجلس الادارة مع ضرورة وجود لجان تدقيق مستقلة، وفي اكتوبر 1993 ظهر تقرير روتمان Rutteman Report والذي اوصى بدوره على ان تقدم المؤسسات المدرجة في البورصة ضمن تقريرها عرضا عن نظم الرقابة الداخلية المطبقة في المؤسسة للمحافظة على اصولها، حيث تلى هذا التقرير سنه 1995 تقرير اخر عرف بتقرير جرينبري Greenbury Repport والذي تطرق إلى حوكمة المكافات والمزايا التي يحصل عليها اعضاء مجلس ادارة المؤسسات، حيث اوصى التقرير

[1] بن علو حورية، مدوري نور الدين، حوكمة المؤسسات العمومية - دراسة في المفاهيم مع عرض تجارب عربية، مجلة الاقتصاد والبيئة، المجلد 6، العدد 1، السنة 2023، ص 677.

[2] عثماني أحمد، كسنة محمد، أثر تطبيق حوكمة المؤسسات في الإفصاح عن تكلفة الموارد البشرية - دراسة ميدانية بمؤسسة نفطال بالجلفة، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 6، العدد 3، السنة 2020، ص 96.

[3] قطاف نبيل، عمارة مريم، إستخدام نظام التسيير المدمج في تفعيل حوكمة تكنولوجيا المعلومات - دراسة استطلاعية لمجمع فرتيال عنابة، الأفاق للدراسات الإقتصادية، المجلد 7، العدد 2، السنة 2022، ص 233.

بضرورة انشاء لجنة المكافات وتكون من ضمن مسؤولياتها مراجعة وتقييم اللوائح والاسس التي على اساسها تحديد حجم المكافات على ان تتناسب قيمتها مع الاداء الخاص باعضاء مجلس الادارة هذه المؤسسات[1].

وفي سنة 1998 ظهر ما يعرف بالكود الموحد Combined Code والذي اشتمل على جميع توصيات التي تضمنتها التقارير السابقة له، واصبحت هذه الوثيقة من ضمن متطلبات القيد في بورصة لندن للاوراق المالية، وتم تعديل هذه الوثيقة في سنة 2003 لتضم افضل الممارسات لحوكمة المؤسسات و تعزيز متطلبات الافصاح عن المخاطر و ضمان توافق المكافآت مع استراتيجية الشركة.[2]

مثلت تجربة المملكة المتحدة حالة دراسية في التحول من الرأسمالية العائلية إلى الحوكمة المؤسسية، مع تركيز على التوازن بين المرونة التنظيمية وضرورة حماية مصالح المساهمين، لا تزال توصيات تقرير كادبري والكود الموحد مرجعية أساسية في الأدبيات الأكاديمية حول الحوكمة.

تجربة فرنسا في مجال حوكمة المؤسسات:

شهدت فرنسا تحولات جذرية في أنظمة الحوكمة بدءًا من تسعينيات القرن العشرين، مدفوعة بعوامل داخلية، ومن ابرز تلك العوامل نجد ان الخصخصة وزيادة وجود المساهمين الاجانب وخاصة صناديق المعاشات الامريكية بيكاليفورنيا، وظهور مفهوم صندوق المعاشات في فرنسا والرغبة في تحديث سوق المال بباريس[3].

ويعتبر تقرير فيينو vie'not Report من اولى تقارير الصادرة في فرنسا بشان حوكمة المؤسسات والذي نشر في صيف 1995 ويرجع اساسا الى المناقشات التي دارت في جمعيات اصحاب الاعمال الفرنسية، وتولت اهم منظمتين لاصحاب الاعمال هم من مجلس الوطني لاصحاب الاعمال الفرنسيين والجمعية الفرنسية للمنشات الخاصة CNPFوAFEP، انشاء لجنة قواعد ادارة المؤسسات التي كانت برئاسة vie'not رئيس مجلس ادارة شركة سوسيتة جنرال[4].

حيث جذب التقرير الكثير من الاهتمام وتناولته الصحف بالتعليق على نطاق واسع نظرا لاهميته، الا ان التقرير لم يقترح ادخال تغييرات جوهرية على الممارسات الحالية وتاخر تنفيذ ما توصل اليه من توصيات، ولم تكن هناك متابعة رسمية على شكل تقارير تبين مدى الالتزام بتلك توصيات، ومن بين التوصيات التي خرجت بها هذه الجنة[5]:

- على المجالس المشاركة في القرارات ذات الاهمية الاستراتيجية مؤسسة
- ضرورة وجود عضوين مستقلين على الأقل في كل مجلس إدارة.

[1] شقرون الوردي، غلاي نسيمة، دور ركائز حوكمة الشركات في تحسين الأداء البشري بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة شركة اسمنت عين التوتة - باتنة، مجلة آفاق للبحوث والدراسات، المجلد 5، العدد 2، السنة 2022، ص 268.

[2] محمد البشير بن عمر، أحمد نصير، مساهمة مبادئ حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية - حالة المجمع الصناعي صيدال، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، المجلد 10، العدد 3، السنة 2017، ص 167.

[3] محمد البشير بن عمر، مرجع سابق، ص 167.

[4] بركة كامل، مرجع سابق، ص 73.

[5] نوال صبايحي، أخلاقيات المهنة المحاسبية أساس حوكمة المؤسسات، مجلة معارف، المجلد 11، العدد 21، السنة 2016، ص 236.

- يجب على المؤسسات ان تتجنب احتواء مجالسها على عدد كبير من المديرين الذين يتبادلهم المؤسسات فيما بينها، ولا يجب ان يكون هؤلاء المديرون من ضمن اعضاء في اللجان المراجعة او المكافات.

- على المؤسسات ان تصدر كل عام عددا معقولا ومناسبا من الاسهم سنويا لتعزيز السيولة.

وفي عام 1996 صدر تقرير ماريني Marini Report والذي اشتمل على مقترحات باحداث تغييرات قانونية غطت بدورها مجموعة من الموضوعات التي يرتبط بعضها بشؤون ادارة المؤسسات و تعزيز الشفافية، ومن اهم ما جاء به هذا التقرير ما يلي:

- يجب السماح للمجالس بقوة القانون بتشكيل لجان ذات السلطات مستقلة.

- يجب ان يكون للمؤسسات الحق القانوني دون الزام في الفصل بين سلطات رئيس مجلس الادارة وسلطات المدير التنفيذي.

- يجب على المؤسسات ان تقدم الى المستثمرين قوائم مفصلة بمالكيها.

- يجب ارسال دعوات للمشاركة في الاجتماعات الى المساهمين قبل موعد الانعقاد بشهر بدلا من 15 يوما

- المساهمون الذين لا يرغبون في التصويت بانفسهم يجب ان يتمكنوا من تحويل حقهم في التصويت الى كيان مستقل بدلا من تحويله الى الادارة.

كانت المشكلة الرئيسية في التجربة الفرنسية في مجال حوكمة المؤسسات هي عدم وجود الإلزام في التقريرين، ومع دخول اليورو وتدويل الاسواق راس المال توقع ان تلتزم المؤسسات في فرنسا اكثر بنتائج هذين التقريرين، الى ان ظهر سنة 1999 تقرير فيينو الثاني vie'not 2 تحت اشراف الجمعيه الفرنسية لمؤسسات القطاع الخاص AFEP و حركة المؤسسات الفرنسيةMEDF ، طرحت افكار جديدة ومعلقة في ما يخص حوكمة المؤسسات في فرنسا والتي اشتملت ابرازها في الفصل بين وظائف الرئيس والمدير العام في القسم الاول، بينما العنصر الثاني تضمن حول الافصاح عن مكافاة المديرين بالمؤسسات المدرجة والافصاح عن خطط الاكتتاب وشراء الاسهم في المؤسسات المدرجة في البورصات اما القسم الثالث فيضم مجموعة من العناصر الاخرى مثل المديرين ونشاطات مجلس الادارة ونشاطات لجان المجلس والمعلومات المالية والجمعية العامة واخيرا ضرورة الالتزام بالتوصيات[1].

في سبتمبر 2002 وبعد سلسلة الانهيارات التي تعرضت لها كبرى المؤسسات الأمريكية والتي كان من أهم اسبابها افتقار فعالية نظام الحوكمة المطبق، تمت المصداق باصدار تقرير بوتون Bouton Report وذلك تحت اشراف حركة المؤسسات الفرنسية، والجمعية الفرنسية للمؤسسات التابعة للقطاع الخاص، وجمعية المؤسسات الفرنسية الكبيرة .AGREF حيث حيث تضمن التقرير معايير في تحسين ممارسات الحوكمة في ما يتعلق بدور المجلس الادارة واهمية الاداريين المستقلين بالاضافة الى استقلالية محافظتي الحسابات، وركز ايضا

[1] مسعودي زينب، صدوقي عقيلة، حوكمة الموارد البشرية كممارسة تنظيمية في إطار حوكمة المؤسسات _ دراسة حالة مؤسسة جزائرية: "مجمع بلاط" نموذجا، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 5، العدد 2، السنة 2022، ص 473.

على المعلومات المالية والمعايير المحاسبية المستخدمة وهو ما جعل هذه الاخيرة سببا في سلسلة من انهيارات المالية في كبرى المؤسسات الأمريكية والاوروبية على حد سواء وظهور لازمة الثقة في هذه المعلومات.[1]

مثلت التجربة الفرنسية حالة فريدة من التوفيق بين الخصوصية المحلية والمتطلبات العالمية، حيث انتقلت من توصيات غير ملزمة إلى تشريعات صارمة تحت ضغط الأزمات وتدويل الأسواق، فصدر قانون الامن المالي financial security law في فرنسا في الفاتح من اوت سنة 2003، والذي كان مستوحى من قانون الامريكي Sarbanes Oxly act ، وجاء هذا القانون تقريبا بنفس التشريعات التي نص عليها هذا الاخير، كما يعد علامة فارقة في تعزيز ثقة المستثمرين، رغم الحاجة إلى مراجعة دور الثقافة المؤسسية في تقبل إصلاحات الحوكمة[2].

المطلب الثاني: سعي الدول النامية في تطبيق الحوكمة

تجربة ماليزيا في مجال حوكمة المؤسسات:

لقد التزمت الحكومة الماليزية بالاسلوب الاسلامي في ممارسة مختلف الانشطة ألاقتصادية وتوجيه الموارد، في حين عملت على تحويل ملكية مختلف المشروعات الاقتصادية الى القطاع الخاص، فقد تمت مسؤولية الإفراد واشركتهم عمليا في تحقيق الاهداف القومية، واحتفظت بسهم خاص في إدارة المؤسسات ذات الاهمية الاجتماعية والاستراتيجية، لعدم التخلي عن دورها في ممارسة الرقابة والاشراف عليها، وفي اطار التطوير نظام حوكمة المؤسسات اتخذت ماليزيا العديد من الاجراءات اهمها[3]:

1. تم انشاء نظام مصرفي مزدوج اسلامي وتقليدي يسيران بشكل متوازي وقد حقق هذا النظام نجاحا ملحوظا ايضا، في الوقت نفسه الذي كان هناك في حاجة لاعادة هيكلة البنوك التجارية الماليزية بهدف تخفيض عددها الى 10، حيث قام البنك المركزي بموافقة على تاسيس بنك الاسلامي ثاني هو بنك المعاملات، ولم يقتصر النشاط الاقتصادي الاسلامي على البنوك بل تعدها الى المشاريع مالية اخرى في المجتمع، وقد اصبح هذا النظام المالي الذي يعمل بنجاح منذ 10 سنوات جزء من الحياة اليومية للماليزيين، وان لم يكن بديلا للنظام القائم بقدر ما هو جزء مكمل له[4].

2. منحت هيئة الاوراق المالية الماليزية ثلاثة تراخيص جديدة لادارة صناديق اسلامية اجنبية مما يرفع اجمالي عدد شركات المسموح لها بادارة عملية الصناديق الاسلامية في البلد الى 8 مؤسسات.

تعتقد هيئة الاوراق المالية ان الاهتمام المتزايد بين مؤسسة الصناديق الاجنبية وبالتراخيص الاسلامية المتاحة للجميع في ماليزيا يعكس ثقتها في ان البلد يمكنها ان تكون مركزا عالميا لانشطه ادارة الثروة والصناديق

[1] مزهود هشام، كاش مريم، تأثير إدارة تكنولوجيا المعلومات على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل حوكمة الشركات، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 4، العدد 1، السنة 2020، ص 95.

[2] مسعودي زينب، مرجع سابق، ص 474.

[3] سند ياسر تاج السر محمد سند، أميمة أميمة عوض عبد الله عثمان، حوكمة مهنة المراجعة ودورها في تحسين جودة المعلومات المحاسبية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة،المجلد 6، العدد 2، السنة 2021، ص 53.

[4] جموعي عمر، براهمي فوزية، السعيدي سعدية، أثر اليات حوكمة الشركات في الحد من ممارسات المحاسبة الابداعية رؤية مهنية (دراسة ميدانية)، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 13، العدد 1، السنة 2022، ص 147.

الاسلامية، كما توجد في ماليزيا سوق اوراق المالية متوافقة مع الشريعة الاسلامية بنسبة 85% الدولة هي الاكبر مصدرة للصكوك الاسلامية في العالم كما يوجد بها ما يزيد عن 13 صندوق استثمار جماعي إسلامي.[1]

كما سمحت بملكية الاجانب بالنسبة 100% المؤسسات ادارة الصناديق الاسلامية وذلك تماشيا مع سعيها الى جذب المزيد من الفاعلين الرئيسيين في مجال الصناديق الى البلاد، وتاتي هذه الحوافز في اطار الاجراءات الحالية لتحرير السوق الراسمالية الماليزية فضلا عن كونها تهدف الى تكملة مبادرات المركز المالي الاسلامي الدولي الماليزي الرامي الى جعل البلد مركزا لهذا النشاط.[2]

كما يضمن نظام حوكمة الماليزي الشفافية والافصاح عن المعلومات وضمان انسيابيتها بالاضافة الى وضع تنفيذ اعمال المراجعة والتدقيق والمراقبة للنظام المالي والمصرفي تماشيا للمعايير الدولية والعمل على تطبيقها بكفاءة، وتضم المنظومة التي تضمن الحوكمة الرشيدة ما يلي[3]:

التشريعات والقوانين: تمتلك ماليزيا نظام شامل رقابي واشرافي، والذي جعلها تنفرد بخصائص في مجال الصرفة الاسلامية، حيث تتبع المصارف الاسلامية فيها القوانين التالية كجزء من ممارسه عملياتها اليوميه:

- قانون المصارف الاسلامية سنة 1983 والذي يعتبر الأساس لاقامة البنوك الاسلامية ملاحظة وضبط البنوك الاسلامية كغيرها من البنوك الاخرى في ماليزيا، ويسمح ايضا بمنح اجازات تاسيس البنوك الاسلامية في ماليزيا.

- قانون الاستثمار الحكومي سنة 1983 والذي يسمى ايضا بقانون الاموال الحكومية ويجيز اصدار شهادات استثمار حكومية للحكومة الماليزية وإصدار الاوراق المالية الحكومية وفق مبادئ الشريعة الاسلامية.

- قانون نظام التكافل سنة 1984 والذي بموجبه تنظم اجراءات عمليه نظام التكافل وفق ضوابط معينة، بهدف ضمان ان يكون عمل قطاع التكافل نظام المالية الماليزي.

- قانون المصارف المؤسسات المالية 1989 جاء بهدف تقديم قوانين جديدة لترخيص وتنظيم ومواصلة عمل البنوك والمصارف والمؤسسات المالية، وكذلك تنظيم عمل المؤسسات التي تقوم على أسس تجارية، مما جعل ايضا القيام بعملية الاشراف المتكامل من قبل النظام المالي الماليزي على هذه المؤسسات، ويخول البنك المركزي الماليزي سلطة التحقيق والمحاكمة على وجه السرعة لأي أنشطة غير مشروعة.

- قانون تنمية المؤسسات المالية 2002 صدر بهدف تعزيز السلامة المالية والتشغيلية للمؤسسات التمويلية الانمائية من خلال الممارسات المستدامة والاطار التنظيمي والرقابة المطلوب.

---

[1] حمني حورية، طوبال ابتسام، دور حوكمة تكنولوجيا المعلومات في إنجاح التحول الرقمي، مجلة العلوم الانسانية الجامعة أم البواقي، المجلد 7، العدد 3، السنة 2020، ص 1196.

[2] علاء الدين الوافي، حوكمة الجامعات وصعوبات تطبيقها بالجزائر، مجلة التغير الاجتماعي، المجلد 6، العدد 1، السنة 2021، ص 231.

[3] غلاب فاتح، دور مجلس الإدارة في مراقبة تطبيق حوكمة الشركات في المؤسسة الجزائرية للأقمشة الصناعية والتقنيةeatit ، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 2، العدد 2، السنة 2019، ص 229.

- قانون مناهضة تبييض الاموال والذي ينظم اخذ التدابير الاحترازية من الانسان الحاصلة من تبييض الاموال، ومصادرة الاموال والممتلكات الناشئة منها او المتعلقة بها وذلك من خلال رفعت تقارير الى الجهات المسؤولة عن ذلك.

- قانون انظمة المدفوعات والذي يزود بالتنظيم والاشراف على انظمة واساليب المدفوعات والهدف من هذا القرار هو ضمان سلامة وكفاءة المكافات المتعلقة على المصلحة الحكومية

- قانون جدولة الاعمال البورصة والذي يبرز مبادئ القواعد الشرعية للمساهمة الاسهم ذاتها المتعارف عليها في المؤسسات التقليدية

الحوكمة الداخلية والخارجية في ماليزيا:

كما تمتلك ماليزيا البنا التحتية تمويلية المتطورة والتي تتضمن اطار عمل شرعي وفعال واشرافي والذي يدعم استمرارية النظام المالي، حيث تقوم السلطات القانونية والاشرافية بوظائف لا يمكن الاستغناء عنها ومن بينها[1]:

- البنك المركزي الماليزي والذي تاسس عام 1959 وله دور كبير في الوصول النظام المالي الماليزي الى ما هو الان من تطور خلال الخمسين عاما الماضية وتمتع به بسلطات قانونية واشرافية للصناعة المصرفية، ومن مهامه الرئيسية ايضا ضبط المصارف الاسلامية وبناء قواعد الحوكمة الرشيدة من خلال الاشراف عليها والتصدي للمخاطر التي قد يتعرض لها الجهاز المالي والمصرفي في الماليزي[2].

- هيئة الاوراق المالية الماليزية والتي تاسست عام 1993 لغرض التشجيع على تطوير الاوراق المالية في سوق الماليزية المستقبلية بالاضافة الى عملها على ضبط سوق راس المال بموجب قانون الاوراق المالية مصادر في نفس سنة تاسيس هذه الهيئة وقانون صناعة الاوراق المالية سنة 1983 و سنة 1991، وبخلاف هيئة الاوراق المالية التقليدية فان قواعد سوق راس المال الحالية تهدف لضبط السوق وكذلك تطويرة.

- سوق البورصة الماليزي وهو اول سوق لتبادل العملات وصرف الاوراق المالية والذي تم انشاءة سنة 1960، والذي يعتبر الخط التنظيمي والمحرك بسوق التبادلات الاوراق المالية حيث تعمل هذه السوق وفق الشريعة الاسلامية، وقد حرصت الحكومة الماليزية على الالتزام بتطبيق نظام الحكم الرشيدة لجهازها المالي وحاولت بذلك مراعاة كل ما يمكن عمله لضمان ذلك، وعليه قررت ان تجري الحكومة العمليات المصرفية الاسلامية ضمن المعايير الدولية ورغبتها في تعزيز صورة نظامها المالي عالميا[3].

- مجلس المعايير المحاسبية الماليزي والذي تم انشاؤه سنة 1997 والذي يتمتع بصلاحيات مستقلة لتطوير التقارير المحاسبية واصدار المعايير المتلائمة مع المعايير المحاسبية والتدقيق العالمية.

- وكالة التصنيف الماليزية والمنشاة عام 1990 لتعزيز الشفافية وغرس الثقة.

---

[1] سند ياسر تاج السر محمد سند، أميمة أميمة عوض عبد الله عثمان، حوكمة مهنة المراجعة ودورها في تحسين جودة المعلومات المحاسبية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة،المجلد 6، العدد 2، السنة 2021، ص 56.

[2] نوال صبايحي، أخلاقيات المهنة المحاسبية أساس حوكمة المؤسسات، مجلة معارف، المجلد 11، العدد 21، السنة 2016، ص 232.

[3] علاء الدين الوافي، مرجع سابق، ص 230.

المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الاسلامية والتي قامت ماليزيا بتاسيسه عام 2002 بهدف المساهمة في تطوير المعايير الدولية لوكلاء التشريع وتعزيز صحة واستقرار نظام المالية الاسلامي.

تجربة البرازيل في مجال حوكمة المؤسسات:

ما يزال اصلاح وتطوير قواعد ادارة المؤسسات في سوق البرازيلية في مراحله الاولى، ويعتبر المعهد البرازيلي لقواعد ادارة المؤسسات اول هيئة مكرسة لهذا الغرض حيث نشر في افريل سنة 1997 قواعد افضل الممارسات لادارة المؤسسات حيث ترتكز بالدرجة الاولى على مجالات مختلفة من بينها تكوين مجالس الادارة والشفافية والافصاح وعمليات المجلس واجتماعات المجلس الادارة... الخ[1].

وهناك مبادرة اخرى لتحسين الافصاح تضمنت اقتراح بادخال بعض التعديلات على قانون المؤسسات البرازيل، والتي من شانها الاهتمام بالتدقيق النقدي في البيانات الحسابية والافصاح عن المعلومات والعمليات المحاسبية وتجميع حسابات المؤسسات التابعة وحساب المعاشات.

تعتبر بورصة ساوباولو BOVESPA من اكبر المهتمين بتطوير قواعد ادارة المؤسسات في البرازيل وقد وضعت مشروعا يهدف الى تحسين العلاقة بين المؤسسات والمستثمرين وفي نفس المجال اصدرت هذه البورصة العديد من الكتيبات والمطبوعات ومن بينها دليل القرارات المؤسسات ودليل بورصة ساو باولو للطرح العام ودليل بورصة ساوباولو لعلاقات المستثمرين[2].

كما وضعت سلسلة من المعايير لتصرفات المؤسسات والمديرين والمساهمين المسيطرين على المؤسسات، في مجملها معايير هامة لتقييم اسهم واصول المؤسسة الراغبة في القيد، يمكن من خلال الالتزام بهذه الممارسات تصنيف المؤسسات حسب مستويين حسب درجة التزام المؤسسة، وعلى اساسها وضعت ايضا البورصة مستويات خاصة لقواعد ادارة المؤسسات لتمكن هذه الاخيرة من تحسين علاقاتها مع المستثمرين وتحسين فرص زيادة قيمة اصولها ما جعل العديد من المؤسسات تتعهد بتحسين اساليب الافصاح اللازم للسوق المالي وتوسيع قاعدة امتلاك اسهمها بين اكبر عدد ممكن من المساهمين[3].

المطلب الثالث: تجربة دول منطقة MENA في حوكمة المؤسسات

حوكمة المؤسسات في مصر:

بدا الاهتمام بالحوكمة في مصر عام 2001 بمبادرة من وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية وهي اليوم وزارة التجارة حاليا، حيث وجدت الوزارة ان البرنامج الاصلاحي الاقتصادي الذي بدات مصر منذ اوائل التسعينات لا يكتمل الا بوضع اطار تنظيمي يحكم عمل القطاع الخاص في ظل السوق الحر، وبالفعل تم دراسة وتقييم مدى الالتزام مصر بقواعد والمعايير الدولية لحوكمة المؤسسات وقام البنك الدولي بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الاوراق المالية بالاضافة الى عدد من المراكز البحثية وشركات

[1] بوهراوة سعيد، بوكروشة حليمة، حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية تجربة البنك المركزي الماليزي، المجلة الجزائرية للتنمية الإقتصادية، المجلد 2، العدد 2، السنة 2015، ص 115.

[2] علاء الدين الوافي، مرجع سابق، ص 231.

[3] بن قيراط وداد، حوكمة الشركات بالمؤسسات العمومية الجزائرية حالة شركة سوميفوس، مجلة العلوم الانسانية الجامعة أم البواقي، المجلد 8، العدد 3، السنة 2021، ص 1511.

المحاسبة والمراجعة والمهتمين الاقتصاديين والقانونيين لتقييم حوكمة المؤسسات في مصر، ومن اهم ما توصل الية هو:[1]

- ان القواعد المنظمة لادارة المؤسسات والمطبقة في مصر تتماشى مع المبادئ الدولية في سياق 39 مبدا من اجمالي 48 مبدا حيث تنص القوانين الحاكم للمؤسسات وصناعة الاوراق المالية على ذات المبادئ، كما ان تطبيقاتها تتم بصورة كاملة مع المعاير الدالة على حسن الاداء ومن اهم القوانين قانون المؤسسات 159 لسنة 1981، القانون القطاع الاعمال العام 203 لسنة 1991 وقانون سوق راس المال 95 لسنة 1992 وقانون الاستثمار ثمانية لسنة 1997 وقانون التسوية والايداع والحفظ المركزي 93 لسنة 2000.

- لا يتم تطبيق بعض المبادئ الواردة في القوانين الحاكم الحالية في السوق المصرية بشكل عملي وقد يرجع هذا الى ضعف وعين المساهمين او ادارات المؤسسات بتلك المعايير ومن ثم لا تتماشى هذه القواعد عمليا مع المبادئ الدولية في سياق سبع مبادئ من اجمالي 48 مبدا وهناك اثنان من مبادئ لا تطبق نهائيا في السوق المصرية.

وتشير المعايير التي قدمها التقرير لحوكمة المؤسسات في مصر الى وجود العديد من الممارسات الايجابية ولكن من ناحية اخرى فهناك عدد من البنوك التي تحتاج الى تطوير بعض الممارسات السلبية، بالاضافة ان الممارسات الايجابية في مصر نجد ان القانون يكفي الحقوق الاساسية لحملة الاسهم كالمشاركة في توزيع الارباح والتصويت في الجمعيات العمومية والاطلاع على المعلومات الخاصة بالمؤسسة، بالاضافة الى انها قانون المصري يحمي حقوق اصحاب المصالح من حملة السندات والمقترضين والعمال كما ان معايير المحاسبة والمراجعة المصرية تتسق مع المعايير الدولية اما الممارسات السلبية فهي ترتبط بالافصاح عما يتعلق بالملكية والإدارة.[2]

وفي عام 2005 تم نشر قواعد حوكمة المؤسسات المصرية ومن ابرز ملامحها انها تنطبق على المؤسسات الخاصة كما انها في مرحلتها الاولى لا تمثل نصوص قانونية او لا يوجد الزام وانما هي تنظيم وبيان للسلوك الجيد في ادارة المؤسسات وفقا للمعايير والاساليب العالمية، والتي تحقق توازنا بين مصالح الاطراف المختلفة وفي نوفمبر من سنة 2006 اصدرت الهيئة العامة لسوق المال مشروع القواعد التنفيذية لحوكمة المؤسسات المقيدة ببورصة القاهرة والاسكندرية، لتصبح قواعد الزامية على المؤسسات المقيدة ويختصر نطاق التطبيق هذه القواعد في المرحلة الاولى على المؤسسات المقيدة والمسجلة بورصة الاوراق المالية، وتم مناقشة مشروع القواعد في ندوة اقامتها المنظمة العربية لخبراء المحاسبة عن الهيئة العامة لسوق المال[3].

تجربة الجزائر في حوكمة المؤسسات:

عرف الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال جملة من الاصلاحات الرامية الى احداث تغيرات جذرية في منهج الدولة سياسيا وادائها الاقتصادي وقد فرض دعم الاصلاحات من قبل المنظمات الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي ان تكون مبادئ الحوكمة من ضمن الحزم المقدمة للسلطات العمومية خاصة وانة تم

[1] خليدة عابي، فاتح سردوك، دور آليات حوكمة الشركات في تحقيق جودة خدمات المراجعة الخارجية دراسة تحليلية لعينة من المراجعين الخارجيين والمستفيدين من خدماتهم في ظل حوكمة الشركات بالجزائر، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 7، العدد 12، السنة 2017، ص 478.

[2] بن زواي محمد الشريف، هلة ليليا، مساهمة حوكمة الشركات في الرفع من الأداء المالي للشركات العائلية: دراسة على عينة من الشركات العائلية لولايتي أم البواقي وباتنة، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 34، العدد 1، السنة 2023، ص 154.

[3] سدرة انيسة، حوكمة البنوك في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (2008(، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، المجلد 4، العدد 1، السنة 2013، ص 88 .

ملاحظة بعض المؤشرات السلبية في اداء الاقتصاد الجزائري كتصنيف الجزائر في مراتب متقدمة ضمن مؤشرات الفساد الى جانب المناخ الاستثماري الغير المشجع مما دفع بالدولة الى تكوين لجنة الحكم الراشد.

حيث يعتبر ميثاق الحكم الراشد الذي صدر سنة 2009 وسيلة عملية مبسطة تسمح بفهم المبادئ الاساسية للحكم الراشد للمؤسسات الجزائرية قصد الشروع في مسعى يهدف الى تطبيق مبادئ الحوكمة على ارض الواقع[1].

ظهر مصطلح الحكم الراشد للمؤسسات في البلدان الصناعية وقد اصبح اليوم في العالم باسرة يمثل شرطا اساسيا لتطوير المؤسسات وصمودها في حالة وقوع الازمات، في معناها الاكثر شمولا فان مفهوم الحكم الراشد يعتبر تلك العملية الادارية والتطوعية للمؤسسة من اجل ادخال المزيد من الشفافية والصراحة في تسييرها وادارتها ومراقبتها، وفي هذه الحالة فان توجه المؤسسات يكون خاصا جدا حيث ان المصالح التي تتبناها تتجاوز بوضوح دائرة اختصاص مالكها وذلك بدمج الاطراف الفاعل الرئيسية على نطاق الاوسع في تسييرها.

المقابل فهؤلاء الاداريين والفرق التنفيذية وكذا الاطراف الشريكة الخارجية لتطورها سيتصرفون كفرق تنفيذية وليس كمجرد موكلين، اين تبرز ضرورة تحفيزهم وتنشيطهم حيث ان ادوارهم ومكانتهم في المؤسسة ينبغي ان تكون كاملة مع الاعتماد على قواعد الشفافية ودور كل واحد منهم[2].

فالحوكمة حسب ميثاق الحكم الراشد للمؤسسات في الجزائر سنة 2007 بأنها فلسفة إدارية متكاملة تترجم إلى نظام مؤسسي يهدف إلى ضمان الاستدامة الاقتصادية وتعزيز التنافسية للمنظمات، عبر:[3]

1- التحديد الواضح للحقوق والواجبات القانونية والوظيفية لجميع أصحاب المصلحة (المساهمين، الإدارة، الموظفين، العملاء).

2- التوزيع المتوازن للصلاحيات والمسؤوليات بين الهيئات الرقابية والتنفيذية، مع ضمان آليات المساءلة والشفافية.

3- إرساء مرجعية موحدة توجة تفاعلات الأطراف الداخلية والخارجية، وتنسّق مصالحها المتعارضة أحيانا.

يستند هذا النظام إلى معايير دولية معتمدة كـ OECD مع مراعاة الخصوصية المحلية، لتحقيق التوازن بين الكفاءة التشغيلية والالتزامات الاجتماعية والأخلاقية للمؤسسة.

[1] ابو معيزة نصيرة، بوقطاية سفيان، دور حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي دراسة حالة مؤسسة النسيج والألبسة الجاهزة، دراسات اقتصادية، المجلد 16، العدد 2، السنة 2022، ص 181.

[2] Iluminada Severino Bueno, L'influence du gouvernement corporatif des entreprises familiales sur son comportement financier : le cas de la République Dominicaine, Thèse de doctorat, École doctorale Entreprise économie société, Université Bordeaux 4, France, 2012, p 93.

[3] بن سعدة عبد القادر، بخوش مديحة، حوكمة الموارد البشرية كمدخل لتعزيز مقومات الاندماج الوظيفي دراسة حالة مؤسسة اتصالات الجزائر فرع ولاية الأغواط، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 1، السنة 2020، ص 98.

خاتمة الفصل الأول:

يشكل هذا الفصل مدخلا شاملا لفهم الأسس النظرية والتطبيقية لحوكمة المؤسسات، بدءا من تطورها التاريخي، مرورا بالمبادئ والآليات التي تحكمها، ووصولا إلى التجارب الدولية المتباينة في تطبيقها، يهدف هذا الإطار إلى توضيح الكيفية التي تدار بها العلاقات بين الأطراف ذات المصلحة داخل المؤسسة وخارجها، مع التركيز على تحقيق التوازن بين الكفاءة الاقتصادية والمساءلة الاجتماعية.

حيث نشأ مفهوم حوكمة المؤسسات كاستجابة للأزمات الاقتصادية والمالية التي كشفت عن ثغرات في أنظمة الرقابة الداخلية، فمع تصاعد حجم الشركات المساهمة في القرن العشرين، برزت إشكالية فصل الملكية عن الإدارة، حيث أدى توزيع الأسهم إلى تفويض السلطة لمدراء قد تتعارض مصالحهم مع الملاك، لتطور المفهوم لاحقا ليشمل أبعادا أوسع بعد أزمات كبرى مثل انهيار "إنرون" (2001) و"ليمان براذرز" (2008)، والتي دفعت الحكومات والمنظمات الدولية (مثل OECD والبنك الدولي) إلى صياغة مبادئ الحوكمة تهدف إلى تعزيز الشفافية وحماية حقوق المستثمرين.

اتسع نطاق التعريفات ليشمل ليس فقط العلاقة بين المساهمين والإدارة، بل أيضا التفاعل مع جميع أصحاب المصلحة (الموظفين، العملاء، المجتمع)، وفقا لنظرية أصحاب المصالح، وبذلك لم تعد الحوكمة مقتصرة على الجانب المالي، بل أصبحت أداة لتحقيق الاستدامة التنظيمية والاجتماعية.

تقدم النظريات الثلاث الرئيسية رؤى متكاملة لفهم تعقيدات الحوكمة، حيث تطرقت نظرية الوكالة على تضارب المصادر بين الملاك (المساهمين) والوكلاء (المدراء)، وتُبرز تكاليف الوكالة الناتجة عن عدم تناسق المعلومات والسلوك الانتهازي، لتشمل هذه التكاليف نفقات المراقبة، تكاليف الالتزام، والخسائر المتبقية الناجمة عن القرارات غير المثلى، أما عن نظرية الوصاية فهي تقدم نموذجاً بديلاً يفترض أن المدراء قد يعملون كـ"أوصياء" على موارد المؤسسة بدوافع غير مادية، مثل الرغبة في الإنجاز المهني أو الحفاظ على

السمعة، أما من خلال نظرية تكاليف المعاملات تُفسر اختيار المؤسسات بين آليات السوق والتسلسل الهرمي بناءً على كفاءة تقليل التكاليف الناتجة عن عدم اليقين وخصوصية الأصول.

أما على الصعيد العملي، تتجسد هذه النظريات في آليات حوكمة متنوعة، كتكوين مجالس إدارة مستقلة، وإنشاء لجان تدقيق، وربط حوافز المدراء بالأداء على المستوى الداخلي، ومثل تشريعات حماية المستثمرين، ورقابة الأسواق المالية، ونشاط المساهمين النشطين خارجيا، حيث تستند الحوكمة الفعالة إلى أربعة مبادئ أساسية حددتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية كالشفافية من خلال الإفصاح الدوري عن المعلومات المالية وغير المالية، والمساءلة في تحديد المسؤوليات القانونية والإدارية بوضوح، أما مبدأ العدالة الذي يشكل حماية حقوق جميع الأطراف، وخاصة الأقلية من المساهمين، و فيما يخص الاستقلالية لضمان نزاهة عملية صنع القرار بعيداً عن تضارب المصالح، غير أن تطبيق هذه المبادئ يواجه تحديات جوهرية، منها كتركيز الملكية، وضعف ثقافة الحوكمة، والهياكل التنظيمية البيروقراطية، وعدم كفاءة الأنظمة القضائية، وغياب الرقابة الفعّالة، والضغوط السياسية في القطاع العام.

ان التجارب الدولية تختلف من دولة لأخرى على حسب تطورها و تقدمها و مواكبتها للتطور الحاصل و المتسارع اليوم، حيث كشف المقارنة بين النماذج العالمية عن اختلافات جوهرية في أولويات الحوكمة فالدول المتقدمة تولي و تصب كامل اهتماماتها وتعطي أولوية لشفافية الأسواق وحقوق المساهمين، مع تركيز على آليات السوق، في حين تقوم دول أخرى بدمج مصالح العمال والدائنين عبر تمثيلهم في مجالس الإدارة، وفقا لمبدأ التشاركية.

أما فيما يخص الدول النامية فتظهر نجاحا نسبيا في تطبيق معايير الحوكمة عبر إصلاحات تشريعية كدولة ماليزيا، بينما تعاني البرازيل من فجوة بين النصوص القانونية والتطبيق الفعلي بسبب الفساد، وتواجه دول أخرى تحديات مرتبطة بالبيئة السياسية والثقافة التنظيمية، حيث تبقى الحوكمة في مراحلها الأولية، رغم مبادرات مثل مدونة الحوكمة.

يظهر هذا الفصل أن حوكمة المؤسسات ليست نموذجا واحدا ينطبق على جميع السياقات، بل نظاما ديناميكيا يجب أن يراعي الخصائص المحلية للمؤسسات والبيئات التي تعمل فيها. فبينما تقدم النظريات إطارا تحليليا لفهم التحديات، تبقى فعالية الآليات مرهونة بمدى توافقها مع الثقافة التنظيمية، والإطار القانوني، وتوقعات أصحاب المصلحة، لتشكل هذه الأسس منصة ضرورية للفصول التطبيقية اللاحقة، التي ستستكشف كيفية ترجمة المبادئ النظرية إلى ممارسات فعّالة تعزز الأداء الاقتصادي والاجتماعي للمؤسسات القدرة على تقييم المؤسسة بشكل قوي وتعزيز المعرفة المالية للموظفين وتحفيزهم.

الفصل الثاني:
التأصيل النظري للأسواق المالية

تمثل الأسواق المالية ركيزة أساسية في البنية التحتية للاقتصاد الحديث، حيث تعمل كقناة حيوية لتحريك رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الاستخدامات الأكثر كفاءة على غرار الأسواق التقليدية، تعد هذه الأسواق فضاء للالتقاء بين عرض الأموال (المدخرين والمستثمرين) والطلب عليها (الشركات والحكومات والأفراد)، لكنها تختلف بتركيزها على تداول الأصول المالية عوضاً عن السلع المادية. نشأت فكرة الأسواق المالية مع تطور الحاجة إلى تمويل المشاريع الكبرى، حيث يعتبر إنشاء بورصة أمستردام عام 1602 أول نموذج منظم لتداول الأسهم في العالم، لتمويل شركة الهند الشرقية الهولندية. ومنذ ذلك الحين، تطورت هذه الأسواق لتصبح نظاماً معقداً يؤثر مباشرةً في استقرار الاقتصادات ونموها.

من الناحية المفاهيمية تعرف الأسواق المالية بأنها تلك الآليات المؤسسية التي تسمح بتبادل الأصول المالية كالأسهم والسندات، وتسهيل انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى تلك ذات العجز " (Mishkin, 2016). وتتميز بخصائص فريدة من خلال السيولة العالية التي تتيح تحويل الأصول إلى نقد بسرعة وبأقل تكلفة، بالاضافة الى الشفافية المعلوماتية عبر الإفصاح الدوري عن البيانات المالية وأداء الشركات، ومن ناحية أخرى الكفاءة التشغيلية التي تشكل انعكاس لقدرة السوق على تسعير الأصول بدقة بناءا على المعلومات المتاحة، وإدارة المخاطر من خلال أدوات مالية كالعقود المستقبلية والمشتقات.

تكمن أهمية هذه الأسواق في دورها المحوري كقلب نابض للاقتصاد، حيث تسهم في تعبئة المدخرات و تحويلها الى استثمارات منتجة عبر تمويل الشركات الناشئة والمشاريع التوسعية، و توجيه الأموال إلى القطاعات الأكثر ربحيةً واستدامة عن طريق تخصيص الموارد بكفاءة، مع تحفيز النمو الاقتصادي و دعم الابتكار و خلق فرص العمل، ان تطور الاسواق المالية من خلال الخيارات المتنوعة و التي تتناسب مع مختلف الميولات الاستثمارية هو سبب بارز في تطور الاقتصاد و رفع معدلات النمو و العكس صحيح من خلال ركود هذه الاسواق.

في هذا الفصل سيتم تفكيك هذه العناصر عبر تحليل نقدي للأدبيات، مع ربطها بالتجارب العملية لأسواق منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، حيث تشهد هذه الأسواق تحولات جذرية في ظل الجهود الرامية إلى تعميق رسملتها وزيادة شفافيتها، تمهيدا لجذب الاستثمارات الأجنبية وتعزيز التكامل في الأسواق المالية إلى درجة الترابط والاندماج بين الأسواق المحلية والأسواق المالية العالمية، أو بين الأسواق الإقليمية بعضها مع بعض. يقاس هذا المفهوم بقدرة رؤوس الأموال والاستثمارات والأدوات المالية على التدفق بحرية عبر الحدود، مع تقليل العوائق التنظيمية أو الجغرافية.

المبحث الأول:مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

تعد الأسواق المالية من المؤسسات الاقتصادية الحيوية التي تلعب دورا محوريا في تخصيص الموارد المالية وتوفير السيولة، حيث نشأت استجابة للاحتياجات التنموية والتنظيمية في ظل تطور الاقتصاد العالمي، هذا التطور لم يقتصر على الدول المتقدمة فقط، بل شمل أيضا الأسواق الناشئة التي تسعى لتعزيز نموها عبر تطوير أدوات مالية تتناسب مع طبيعة احتياجاتها، كما يشار إلى أن الوظيفة الأساسية للسوق المالي تكمن في جذب مدخرات الأفراد وفرص التمويل لمؤسسات الأعمال، مما يحقق توازنا بين العرض والطلب على رؤوس الأموال، أما من حيث الخصائص فتتميز الأسواق المالية بعوامل مثل الشفافية والتنظيم والسيولة، التي تحدد فعاليتها في تحقيق أهدافها، فعلى سبيل المثال لا الحصر تسهم الشفافية في تقليل مخاطر عدم تماثل المعلومات بين المصدر والمستثمر، بينما يساهم التنظيم الصارم في حماية حقوق المتعاملين وتعزيز الثقة في النظام المالي، إلى جانب ذلك تشكل السيولة عنصرا حاسما في جذب المستثمرين، حيث تعكس قدرة السوق على تحويل الأصول إلى نقد بسهولة ودون تأثير كبير على قيمتها.

وفيما يتعلق بأهمية الأسواق المالية فإن دورها لا يقتصر على تمويل الشركات والحكومات فحسب، بل يمتد إلى تحفيز التنمية الاقتصادية عبر ربط المدخرين بالمستثمرين، ودعم الاستقرار المالي من خلال إدارة المخاطر وتوزيعها بشكل منظم، وفي اشارة الى أن هذه الأسواق تسهم في توجيه الاستثمارات نحو القطاعات الإنتاجية، مما يحقق نموا مستداما ويعزز قدرة الاقتصاد على مواجهة التحديات العالمية.

المطلب الأول:نشأة و تعريف الأسواق المالية

لم تنشأ الأسواق المالية الحديثة الظاهرة اليوم بشكل مفاجئ أو بمحض الصدفة، بل عبر تراكم تاريخي طويل نتج عن تفاعل عوامل اقتصادية واجتماعية وتنظيمية متعددة[1]، وهو ما سنبرزه فيما يلي لأبرز العوامل التي ساهمت في نشوء هذه الأسواق وتطورها[2]:

1- الزيادة في الدخول القومية والفردية وارتفاع معدلات الادخار: مع التطور الاقتصادي في الدول المتقدمة والنامية، شهدت الدخول الفردية والوطنية ارتفاعا ملحوظا، مما أدى إلى تراكم مدخرات كبيرة. هذه المدخرات دفعت الأفراد والمؤسسات إلى البحث عن قنوات استثمارية تحقق عائدا مربحا، وهو ما وفرته الأسواق المالية من خلال أدوات متنوعة مثل الأسهم والسندات، في لدول النامية رغم التحديات، ساهمت زيادة الدخول في تعزيز الطلب على استثمارات مالية آمنة، مما حفز توسع الاسواق المالية.

2- محدودية مجالات الاستثمار التقليدية: في الدول المتقدمة تطورت البنية التحتية والمشروعات الإنتاجية بشكل واسع، لكنها واجهت فائضا في الموارد المالية تحتاج إلى قنوات استثمارية خارجية، وفي المقابل تعاني الدول النامية من محدودية استخدام الموارد المالية بسبب ارتفاع مخاطر الاستثمار في المشروعات الكبيرة وطول فترة استرداد الأموال، وهنا لعبت الأسواق المالية دورا بديلا لتحويل الموارد من المجالات غير الإنتاجية إلى قنوات استثمارية أكثر كفاءة.

3- نمو المؤسسات المالية وسيولة التعاملات: ازداد عدد المؤسسات المالية الوسيطة (مثل البنوك الاستثمارية وصناديق الاستثمار) وتعددت خدماتها، مما ساهم في ربط المدخرين بالمستثمرين، وهذه المؤسسات بمواردها الضخمة وسعت من نطاق تعاملات الأسواق المالية عبر عمليات البيع والشراء مما زاد من سيولة السوق.

4- تطور أدوات الأسواق المالية وتنوعها: شهدت الأسواق المالية تطورا مستمرا في أدواتها من الأسهم والسندات التقليدية إلى المنتجات المشتقة والعقود الآجلة، هذا التنوع جذب المستثمرين بفضل المرونة في إدارة المخاطر والعوائد، مما دعم توسع الأسواق وزيادة أحجام التداولات.

5- الحوافز التنظيمية والتشريعية: قدمت الحكومات حوافز تشجيعية مثل الإعفاءات الضريبية وتسهيل تحويل الأموال، مما خفف من الحواجز أمام الاستثمار، كما ساهمت إلغاء القيود التنظيمية وتحرير حركة رؤوس الأموال بين الدول في تعزيز التعاملات الدولية في الأسواق المالية.

[1] Beldjehem Moufida . Amor Abda Samia, The Efficiency Of Financial Markets And Its Impact On Stock Price Fluctuations During The Covid-19 Pandemic: A Comparative Study Of Some Islamic Countries, Journal of Management and Economics Research, Volume 7, Numéro 1, 2025, P 03.

[2] مخلوف احمد . نزال عبدالله، سيناريو سوء النية بالالزام بتطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في الشركات المدرجة، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 21، العدد 1، السنة 2025، ص 281.

6- العولمة الاقتصادية وتكامل الأسواق: زادت العلاقات الاقتصادية بين الدول خاصة مع تحرير التجارة وحركة رؤوس الأموال، هذا التكامل سمح بدخول المستثمرين الأجانب إلى الأسواق المحلية مما زاد من أحجام التداولات وربط الأسواق المحلية بالشبكة المالية العالمية.

7- الاستقرار السياسي والاقتصادي: يعد الاستقرار في الجوانب السياسية والاجتماعية والاقتصادية شرطا أساسيا لجذب الاستثمارات، فان عدم الاستقرار يؤدي إلى تقلبات حادة في الأسواق، بينما يوفر الاستقرار بيئة مواتية لنمو الأسواق المالية وزيادة ثقة المستثمرين.

تلعب هذه العوامل مجتمعة دورا محوريا في نشوء الأسواق المالية وتطورها، فالتاريخ الحديث للأسواق المالية يظهر أن ظهور البورصات في القرن الثامن عشر كان مرتبطا بتمويل القروض الحكومية، ثم تطورت لتصبح آليات مركزية لتخصيص الموارد المالية، وفي العالم العربي تواجه الأسواق تحديات مثل ضعف الشفافية وقلة التنوع في الأدوات المالية، لكن الإصلاحات التنظيمية والتشريعية تعد خطوة حاسمة نحو تعزيز كفاءتها.

التسلسل الزمني لتطور أسواق الأوراق المالية:[1]

المرحلة الأولى: بدايات التداول في المقاهي وشوارع المدن (القرن الخامس عشر – القرن السادس عشر)

تعود أقدم آثار لأسواق الأوراق المالية إلى القرن الخامس عشر، حيث نشأت أولى البورصات في أوروبا وذلك في عام 1460 ببلجيكا، حيث كان التجار يتبادلون السندات والديون الحكومية في المقاهي والشوارع العامة، وفي القرن السادس عشر ظهرت عمليات الإقراض الجماهيري من خلال إصدار السندات الحكومية، مثل قرار الملك وليام الثالث في 1693 الذي سمح لمالكي القروض بتنازلها لأطراف أخرى، مما مهد الطريق لتحقيق سيولة استثمارية، كما بدأ تداول الأوراق المالية في الولايات المتحدة تحت شجرة "تين وود" في وول ستريت، قبل أن تنظم في سوق مركزي.

المرحلة الثانية: ظهور البنوك المركزية وتنظيم الأسواق (القرن الثامن عشر)

مع تطور البنوك التجارية ظهرت الحاجة إلى تنظيم عملها مما أدى إلى إنشاء البنوك المركزية كسلطات نقدية رقابية، ففي بريطانيا أنشئ بنك إنجلترا عام 1694 كأول بنك مركزي مهمته تنظيم عمليات الخصم والإقراض وضمان استقرار النظام المالي، هذا التنظيم ساهم في توجيه الأنشطة المصرفية نحو تمويل المشاريع الإنتاجية، مما أرسي قواعد السوق المالية الحديثة.

المرحلة الثالثة: تأسيس البورصات المستقلة (القرن الثامن عشر – التاسع عشر)

مع التوسع الصناعي ظهرت الحاجة إلى أسواق مالية مستقلة لتمويل المشروعات الكبيرة، وهو ما أدى في 1773 تأسيس بورصة لندن رسميا بعد أن اجتمع السماسرة في مكان خاص، وتم وضع دستور لها عام 1802، وفي فرنسا تطورت بورصة باريس من سوق المنتجات المركزية (منذ 1138) إلى سوق

[1] Hammad Othman . Aissa Nadjet, The Impact Of Internet Penetration On Trading Activity In Gulf Cooperation Council Countries: 2000-2024, Al Bashaer Economic Journal, Volume 11, Numéro 1, 2025,P 629.

مالي مستقل عام 1808، وفي الولايات المتحدة تحولت تداولات وول ستريت إلى مؤسسة منظمة مع تأسيس بورصة نيويورك عام 1821 لتصبح لاحقا أكبر بورصة في العالم.

المرحلة الرابعة: ظهور المؤسسات المالية المتخصصة (القرن التاسع عشر – العشرون)

ازدادت الحاجة إلى تمويل متوسط وطويل الأجل للمشروعات الصناعية والزراعية، أدى ذلك إلى ظهور البنوك المتخصصة مثل البنوك الصناعية والزراعية، وفي نفس السياق ساهمت المؤسسات المالية الوسيطة (مثل صناديق الاستثمار والبنوك الاستثمارية) في ربط المدخرين بالمستثمرين ووسعت نطاق التعاملات عبر عمليات البيع والشراء، كما تطورت أدوات السوق المالية من الأسهم والسندات التقليدية إلى المنتجات المشتقة والعقود الآجلة مما زاد من جاذبية الأسواق للمستثمرين.

المرحلة الخامسة: تطور الأدوات المالية وظهور الأسواق الثانوية (القرن العشرون)

شهدت هذه المرحلة تطورًا في الأدوات المالية مثل شهادات الإيداع القابلة للتداول وظهور الأسواق الثانوية لتبادل هذه الأوراق، وساهم هذا التطور في توفير سيولة أكبر وزيادة أحجام التداولات خاصة مع تطور وسائل الاتصال ونظم المعلومات التي وفرت بيانات دقيقة للمستثمرين، كما ساهمت التكنولوجيا في تحسين كفاءة الأسواق من خلال تسريع عمليات التداول وتحليل البيانات.

المرحلة السادسة: التكامل بين الأسواق المحلية والدولية (القرن العشرون – الى يومنا هذا)

مع العولمة الاقتصادية اندمجت الأسواق المالية المحلية في الشبكة العالمية، حيث أصبحت تبادل رؤوس الأموال بين الدول أكثر سهولة، حيث تطورت أسواق الأوراق المالية عبر اعتمادها على المؤسسات المالية الكبيرة القادرة على تحريك أموال ضخمة بين الدول و على سبيل المثال لا الحصر استثمارات التي تقوم بها دول الخليج اليوم في مختلف المجالات في اووربا، كما ساهمت الحوافز التنظيمية والتشريعية (مثل الإعفاءات الضريبية وتحرير حركة رؤوس الأموال) في تعزيز التعاملات الدولية في الأسواق المالية.

تظهر تطورات الأسواق المالية عبر التاريخ أن نمو هذه الأسواق كان متوازيا مع التطورات الاقتصادية والصناعية، فمنذ بدايات التداول العشوائي في المقاهي مرورا بتأسيس البورصات المستقلة وصولا إلى الأسواق العالمية المتكاملة اليوم، كانت العوامل الرئيسية لتطورها هي:[1]

أ- الحاجة إلى السيولة عبر أدوات مالية متنوعة.

ب- التنظيم والرقابة من خلال البنوك المركزية والقوانين المالية.

ج- التكيف مع التكنولوجيا لتحسين كفاءة التداول والتحليل.

د- التكامل العالمي الذي فتح أسواقا جديدة أمام المستثمرين.

أزمات أسواق الأوراق المالية: تعريفها وأسبابها

[1] مخلوف احمد . نزال عبدالله، سيناريو سوء النية بالالزام بتطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في الشركات المدرجة، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 21، العدد 1، السنة 2025، ص 281 .

تعريف أزمة سوق الأوراق المالية

تعرف أزمة سوق الأوراق المالية بأنها انخفاض حاد في قيمة الأصول المالية بعد فترة من الارتفاع المبالغ فيه وذلك ناتج عن تفاؤل غير واقعي بتحقيق أرباح مستقبلية، هذا التفاؤل يدفع المستثمرين إلى توجيه السيولة بشكل مفرط نحو هذه الأصول، مما يشكل ما يعرف بمصطلح الفقاعة المالية، ومع استحالة استمرار هذا الارتفاع إلى ما لا نهاية تنفجر الفقاعة وتتراجع الأسعار والسيولة من مستوى جنوني إلى مستوى طبيعي، مما يؤدي إلى تراجع الاقتصاد الكلي، لكون السوق المالي هو الحلقة الابرز في الاقتصاد، تتميز فترات الأزمات البورصية بعاملين رئيسيين:[1]

- عامل كمي : انخفاض السوق بنسبة تزيد عن 20% في فترة قصيرة جدا.

- عامل نفسي : انتشار مناخ تشاؤمي بين المستثمرين والأسواق.

الأسباب المؤدية إلى أزمات الأسواق المالية:

تنشأ أزمات الأسواق المالية نتيجة مجموعة من العوامل الاقتصادية والمالية التي تتداخل لخلق بيئة خصبة لتكون الفقاعات المالية وانفجارها، ومن أبرز هذه الأسباب:[2]

- تراكم الديون العامة والخاصة واستخدام التمويل القصير الأجل: يؤدي الاعتماد المفرط على القروض قصيرة الأجل إلى هشاشة النظام المالي، خاصة إذا كانت الديون مشكوكا في جودتها، هذا الوضع يزيد من مخاطر التخلف عن السداد عند حدوث صدمات اقتصادية.

- تغيرات أسعار الفائدة المحلية والدولية: تؤثر التغيرات في أسعار الفائدة على تدفق الاستثمارات الأجنبية، حيث تؤدي الزيادة المفاجئة إلى خروج رؤوس الأموال من الأسواق الناشئة نحو الدول ذات العوائد الأعلى، مما يضغط على السيولة ويزيد تقلب الأسواق.

- المضاربة والتأثر بالشائعات والتحليلات: تعد المضاربة العامل الرئيسي في تكوين الفقاعات المالية حيث يعتمد المستثمرون على التوقعات قصيرة الأجل أكثر من الأساسيات الاقتصادية، كما تساهم الأخبار والشائعات في تفاقم التقلبات.

- نمو صناديق الاستثمار السيادية والابتكارات المالية: ان ظهور صناديق الاستثمار السيادية وصناديق التحوط إلى جانب الابتكارات المالية المعقدة (مثل المشتقات)، زاد من تعقيد الأسواق ورفع مستويات المخاطر النظامية خاصة مع غياب الشفافية في بعض هذه الأدوات.

- العولمة وانفتاح الأسواق المالية: حيث ساهمت العولمة في تكثيف تدفق رؤوس الأموال بين الدول، مما جعل الأسواق المحلية أكثر عرضة للأزمات العالمية، على سبيل المثال أزمة عام 2008 في الولايات المتحدة امتدت إلى الأسواق الناشئة بسبب الترابط المالي العالمي.

---

[1] عرابي نجاة . رديف مصطفى، الصكوك الإسلامية ودورها في الرفع من مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة تحليلية للسوق المالية السعودية-، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 15، العدد 1، السنة 2025، ص 70 .

[2] العلوي حفيظة . خالفي وهيبة، السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية - دراسة حالة مجمع صيدال- (2020-2022)، مجلة إقتصاد المال والأعمال، المجلد 9، العدد 2، السنة 2024، ص 42.

- الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي: يلاحظ توسعا كبيرا في حجم الاقتصاد المالي (مثل التداولات البورصية) مقارنة بالاقتصاد الحقيقي (الإنتاج والخدمات)، هذا الفجوة تضعف استقرار الأسواق، خاصة إذا كان النمو المالي مبنيا على الائتمان المفرط بدلا من الإنتاجية الحقيقية.

- عدم المساواة التنموية بين الدول: ان تفاقم الأزمات بسبب الفجوة الواسعة في التنمية الاقتصادية بين الدول المتقدمة والنامية، فالفوائض المالية في الدول الغنية تبحث عن استثمارات في الأسواق النامية لكنها تغادر بسرعة عند أول أزمة مما يفاقم عدم الاستقرار.

تعد أزمات أسواق الأوراق المالية ظاهرة معقدة تنتج عن تفاعل عوامل داخلية وخارجية، من بينها التفاؤل المفرط والمضاربة وتغيرات أسعار الفائدة والعولمة، هذه العوامل كلها تساهم في تكوين فقاعات مالية تنفجر عندما تفقد الأسواق ثقتها، مما يؤدي إلى تراجع حاد في الأسعار وتأثيرات اقتصادية واسعة النطاق، ولتجنب هذه الأزمات كانت ولازالت الأسواق في امس الحاجة إلى تنظيم صارم وشفافية عالية في التعاملات الى جانب وضع سياسات مالية مستقرة.

مفهوم الأسواق المالية:

التعريف العام للأسواق المالية:

تعرف الأسواق المالية بأنها مجال تنظيمي أو مكان مادي/افتراضي يتلاقى فيه العرض والطلب على الأوراق المالية، حيث يتم تبادل الثروة النقدية بين أصحاب الفوائض المالية (المدخرين) وأولئك الذين يعانون من عجز مالي (المقترضين)، بهدف تعبئة الموارد نحو تنمية الاقتصاد والمجتمعات، وتعد هذه الأسواق آلية مركزية لتحديد أسعار الأصول المالية (مثل الأسهم والسندات) وتوفير السيولة اللازمة لتمويل المشروعات الإنتاجية والخدمية.[1]

تعاريف متعددة:

يعرف السوق المالي بأنه مكان عام تلتقي فيه المؤسسات والجماعات المحلية والدولية لتمويل إنشاء أو توسيع المشاريع عبر جذب رؤوس الأموال، و يوصف ايضا بأنه موقع يتجمع فيه المستثمرون والبائعون خلال ساعات محددة لتبادل الصكوك المالية طويلة الأجل (مثل الأسهم والسندات) مقابل رؤوس الأموال المستثمرة، فيما يرى البعض بانه نقطة التقاء بين معدي رؤوس الأموال طويلة الأجل وطالبيها، بهدف تحويل الفوائض المالية إلى قطاعات تعاني من نقص في التمويل، ويعرف السوق المالي بأنه نظام كمبيوتر آلي أو مكان تجمع فيه أوامر البيع والشراء للأدوات المالية مما يحرك عمليات التداول، ويوصف بأنه شبكة تمويل طويلة الأجل تعتمد على إصدار الأوراق المالية (مثل الأسهم والسندات) لتعبئة المدخرات الفردية.[2]

[1] بلعربي يسرى ستي . خليفــة الحاج، التنبؤ بالعوائد المالية للأسواق المالية باستخدام النماذج المتماثلة-سوق دبي نموذجا-، مجلة الاقتصاد والبيئة، المجلد 7، العدد 1، السنة 2024، ص 56.

[2] Cedra Anissa, Mechanism Of Trading In The Stock Exchange - With Practical Applications, Journal of Economic Sciences, Volume 20, Numéro 1, 2025, Pages 205.

ومن مؤكد أن السوق المالي هو الفضاء التنظيمي الذي يجمع بين الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية (المدخرين) والوحدات ذات العجز (المقترضين) لتسهيل تداول الأصول المالية، تشترك التعريفات السابقة في عدة نقاط رئيسية وهي:[1]

اللقاء بين العرض والطلب : الأسواق المالية تعتبر منصة لربط المدخرين بالمستثمرين.

تداول الأوراق المالية : تركز على تبادل أدوات مالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

الدور التنموي : تسهم في تعبئة الموارد نحو قطاعات تحتاج إلى التمويل، مما يعزز التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

التنظيم والرقابة : تتطلب إطارا قانونيا ومؤسسيا لضمان الشفافية وحماية المستثمرين.

تعد الأسواق المالية عنصرا حيويا في الاقتصاد الحديث حيث تربط المدخرين بالمستثمرين وتسهل تخصيص الموارد بكفاءة، تعددت تعريفاتها بين الباحثين لكنها تتفق على دورها في تعزيز التنمية عبر توفير التمويل وخلق بيئة شفافة للتعاملات المالية، ومع التطورات المتسارعة اليوم خاصة في مجال التكنولوجيا والابتكارات المالية أصبحت هذه الأسواق أكثر تعقيدا مما يتطلب تحسين الأطر التنظيمية لضمان استقرارها واستدامتها.

المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية

خصائص الأسواق المالية المتطورة والناشئة:[2]

الأسواق المالية المتطورة

تتميز الأسواق المالية المتطورة ببنية تنظيمية قوية وشفافية عالية، حيث تعتمد على قوانين صارمة لحماية المستثمرين وضمان كفاءة التداول، تشمل هذه الأسواق أدوات مالية متنوعة (مثل الأسهم والسندات والمشتقات) تدار عبر مؤسسات متخصصة مثل البنوك الاستثمارية وصناديق الاستثمار، كما تعتبر السيولة في هذه الأسواق عالية نسبيا، بفضل حجم التداول الكبير وتنوع المستثمرين المحليين والأجانب، بالإضافة إلى ذلك تعد الأسواق المتطورة مرآة لصحة الاقتصاد الكلي، حيث تعكس المؤشرات المالية مثل سوق النقد وسوق رأس المال أداء الاقتصاد الوطني بدقة.

الأسواق المالية الناشئة

تعرف الأسواق الناشئة بأنها أسواق في طور التطور، تتميز بدخل فردي أقل من المتوسط واقتصادات نامية تشهد نموا سريعا، حيث تواجه هذه الأسواق تحديات مثل تقلبات الأسعار العنيفة الناتجة عن ضعف الرأسمالية والسيولة، إلى جانب عدم الاستقرار السياسي والشفافية المحدودة في الإفصاح المالي، تتركز السيولة والقيمة السوقية غالبا في عدد قليل من الشركات الكبرى، مما يزيد من مخاطر السوق، ورغم ذلك تجذب هذه

[1] ظريف طارق . شرون عزالدين، دور الصناعة المالية الإسلامية في توسع نشاط الأسواق المالية، التكامل الاقتصادي، المجلد 11، العدد 6، السنة 2024، الصفحة 172.

[2] بن حليمة فتحي . بوكرديد عبد القادر، العوامل المحددة لمستوى الإفصاح غير المالي –دراسة تحليلية للشركات المسجلة في الأسواق المالية للمملكة العربية السعودية–، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 8، العدد 2، السنة 2023، الصفحة 78.

الأسواق المستثمرين بفضل مردودياتها العالية المرتبطة بنمو الاقتصادات الناشئة، والتي تظهر ارتباطا ضعيفا مع الأسواق المتطورة، مما يسهم في تنويع المحافظ الاستثمارية وتقليل المخاطر.

مقارنة بين الأسواق المتطورة والناشئة:[1]

التنظيم والشفافية :

- الأسواق المتطورة: تتمتع بتشريعات صارمة وشفافية عالية، مما يحمي المستثمرين ويقلل المخاطر النظامية.

- الأسواق الناشئة: تعاني من ضعف في التنظيم والإفصاح، مما يزيد من مخاطر الاستثمار.

السيولة والحجم :

- الأسواق المتطورة: تسجل سيولة عالية بسبب تنوع الأدوات المالية وحجم التداول الكبير.

- الأسواق الناشئة: تعاني من سيولة محدودة وتركيز عالي في عدد قليل من الشركات.

التقلبات والمردودية :

- الأسواق المتطورة: تقلبات منخفضة نسبيا ومردوديات مستقرة.

- الأسواق الناشئة: تقلبات حادة لكنها توفر مردوديات أعلى نتيجة النمو السريع.

الاعتماد على الاقتصاد العالمي :

- الأسواق المتطورة: تُعتبر محركًا اقتصاديًا مستقلًا، بينما الأسواق الناشئة تتأثر بتدفقات رؤوس الأموال الخارجية وسعر المواد الأولية .

تختلف الأسواق المالية المتطورة والناشئة في الخصائص الأساسية مثل التنظيم، السيولة، والتقلبات، بينما تعد الأسواق المتطورة نموذجا للكفاءة والاستقرار، كما تمثل الأسواق الناشئة فرصا استثمارية عالية العائد لكنها تحمل مخاطر أكبر في طياتها، ولتطوير هذه الأسواق يتطلب الأمر تعزيز الشفافية وتحسين البنية التنظيمية، وزيادة التنوع في المنتجات المالية.

إصدار شركات الأسواق الناشئة لمنتجات في الأسواق الخارجية.

أولا: إصدار الأدوات المالية من الأسواق الناشئة في الأسواق المتقدمة[2]

تسعى الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة إلى توسيع قاعدة مستثمريها عبر إصدار أدوات مالية في الأسواق المتقدمة، بهدف جذب سيولة أكبر وتحقيق شفافية أعلى عبر الامتثال للمعايير الدولية، وهذا التوجه

[1] مشري خيرة . قلقول عبد الرزاق، رقابة وإدارة السلوكيات المالية للشركات : رؤية هيئة السلوك المالي في تحقيق ريادة التميز و الانضباط، مجلة المنتدى للدراسات والابحاث الاقتصادية، المجلد 7، العدد 2، السنة 2023، الصفحة 244.

[2] السليطي شقراء، فاعلية دور الهيئة في رقابة ومحاسبة مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة (دراسة مقارنة بين نظام حوكمة الشركات القطري والسعودي)، المنار للدراسات والبحوث القانونية والسياسية، المجلد 7، العدد 2، السنة 2023، الصفحة 80.

يعزز قدرة هذه الشركات على التوسع وتمويل مشاريعها خاصة مع تزايد اندماج الاقتصادات الناشئة في الشبكة المالية العالمية.

1. الأدوات المالية المستندة إلى الأسهم:

تشمل هذه الأدوات الشهادات الإيداعية التي تتيح للمستثمرين الأجانب تداول أسهم الشركات الناشئة بسهولة في الأسواق المتقدمة:

الشهادة الإيداعية الأمريكية (ADR) : تصدر من قبل بنوك أمريكية وتعكس ملكية أسهم محلية مدرجة في السوق الأمريكي، مثل أسهم شركة Telefonos de Mexico التي تعد من القيم الأكثر سيولة في بورصة نيويورك.

الشهادة الإيداعية العالمية (GDR) : تصدر في أسواق متعددة (مثل لندن وسنغافورة) وتستخدم لجذب المستثمرين المؤسسيين، كما هو الحال مع شركة YPF البترولية الأرجنتينية التي سجلت اهتماما دوليا.

الشهادة الإيداعية الأوروبية (EDR) : تركز على المستثمرين الأوروبيين وتساهم في تحسين كفاءة التداول عبر تبني أنظمة إفصاح مالية متوافقة مع معايير الاتحاد الأوروبي.

2. إصدار السندات (Eurobonds)

شهدت السنوات الأخيرة زيادة في إصدار السندات من قبل الشركات والحكومات في الأسواق الناشئة خاصة في سوق اليورو، حيث بلغت قيمة الإصدارات نحو 37 مليار دولار في 1994، هذه السندات توفر فرصة للشركات الناشئة للاستفادة من أسعار فائدة منخفضة وزيادة السيولة، كما هو الحال مع السندات المصدرة بالين الياباني والمستخدمة في الولايات المتحدة، ومع ذلك تواجه هذه الإصدارات تحديات مثل مخاطر العملة وعدم استقرار السياسات الاقتصادية في بعض الدول النامية.

3. الأدوات المالية المشتقة (Derivatives)

تستخدم الأدوات المشتقة مثل العقود المستقبلية والخيارات (Options) لتقليل مخاطر تقلبات الأسعار والعملات، خاصة في الأسواق المتقلبة، على سبيل المثال أطلقت بورصة شيكاغو للعقود المستقبلية (CBOE) خيارات على مؤشر بورصة المكسيك في 1994، مما سمح للمستثمرين بتغطية مخاطر السوق المكسيكي عبر أدوات مالية مرتبطة بأسهم مثل Telefonos de Mexico . هذا النوع من الأدوات يعزز استقرار الاستثمار في الأسواق الناشئة، لكنه يتطلب بنية تنظيمية قوية لتجنب المخاطر النظامية.

ثانيًا: التسعير في الأسواق الناشئة للمنتجات الصادرة: يعتمد تسعير الأدوات المالية المصدرة في الأسواق الناشئة على عوامل متعددة منها:[1]

الشفافية والمعايير المحاسبية : يفضل المستثمرون في الأسواق المتقدمة الشركات التي تلتزم بمعايير المحاسبة الدولية (IFRS)، مما يقلل من عدم التماثل في المعلومات ويعزز ثقتهم.

[1] ساعد غنية، مدى توافق الأسواق المالية العربية مع معايير الأسواق الناشئة: حالة مؤشر Msci، دراسات اقتصادية، المجلد 17، العدد 3، السنة 2023، الصفحة 538 .

التنافسية الاقتصادية : تتأثر أسعار الأسهم والسندات في الأسواق الناشئة بمستوى نمو الاقتصاد المحلي، حيث تقدم الدول ذات النمو المرتفع (مثل الهند والصين) عوائد أعلى لجذب المستثمرين.

البيئة التنظيمية : تسهم السياسات الحكومية الداعمة للشركات الناشئة (مثل التخفيضات الضريبية وتسهيل الإجراءات) في تحسين تسعير المنتجات المالية، كما هو الحال في مصر التي دعمت المناطق الحرة العامة لجذب الشركات المصدرة للخدمات.

التحديات والفرص في الأسواق الناشئة:[1]

التحديات :

- ضعف البنية التنظيمية : تفتقر بعض الأسواق الناشئة إلى التشريعات الصارمة لحماية المستثمرين مما يزيد من مخاطر الاستثمار.

- التقلبات السياسية والاقتصادية : يؤثر الاستقرار السياسي والسياسات النقدية على تسعير الأدوات المالية خاصة في الدول ذات الدخل المنخفض.

الفرص :

- التحول الرقمي : تبني التكنولوجيا المالية (FinTech) لتحسين كفاءة التداول وإدارة المخاطر، كما هو الحال في بورصة دبي التي دعمت التمويل الإسلامي عبر إدراج السندات الإسلامية (Sukuk).

- الاستدامة : تزايد اهتمام الأسواق الناشئة بالسندات الخضراء (Green Bonds) لتمويل مشاريع الطاقة النظيفة، وهو ما يعزز جاذبيتها للمستثمرين الدوليين.

تلعب الأسواق الناشئة دورا متزايدا في النظام المالي العالمي عبر إصدار أدوات مالية في الأسواق المتقدمة، مما يحسن سيولتها ويعزز تمويلها، ويتطلب ذلك تعزيز هذه الأدوار من خلال تطوير بيئة تنظيمية وجعلها مستقرة وتبني التكنولوجيا المالية لتحسين الكفاءة والاستدامة، في ظل العولمة والتغيرات الاقتصادية تصبح هذه الأسواق محركا رئيسيا للنمو، خاصة مع دعم الحكومات للشركات الناشئة عبر سياسات تمويلية مبتكرة.

المطلب الثالث:أهمية الأسواق المالية بالنسبة للإقتصاد

[1] بن زروقي محمود . رازي نادية، إشكالات تطبيق منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 9، العدد 2، السنة 2023، الصفحة 471.

وظائف الأسواق المالية:

تعد الأسواق المالية العمود الفقري للنظام المالي العالمي حيث تؤدي وظائف حيوية تساهم في تحقيق كفاءة تخصيص الموارد وتعزيز النمو الاقتصادي، وفيما يلي أبرز الوظائف التي تحققها:[1]

1. توفير المصادر المالية وزيادة توفرها: تساهم الأسواق المالية في ربط الجهات الفائضة بالموارد المالية (المدخرين) بالجهات العاجزة عنها (المستثمرين) عبر قنوات استثمارية متنوعة مثل الأسهم والسندات والمشتقات، هذه العملية تحسن كفاءة تخصيص رؤوس الأموال حيث تمكن الشركات والحكومات من جذب التمويل اللازم لتمويل المشاريع الإنتاجية أو البنية التحتية مما يحفز النشاط الاقتصادي.

هذه الوظيفة أساسية في الدول النامية حيث تعاني المؤسسات فيها من نقص التمويل طويل الأجل، عبر الأسواق المالية يمكن للشركات الصغيرة والمتوسطة الوصول إلى التمويل الذي يعزز قدرتها التنافسية، خاصة مع تنوع أدوات التمويل (مثل السندات الخضراء أو التوريق المالي) التي تتناسب مع احتياجاتها المختلفة.

2. توفير المعلومات المالية وتحسين الشفافية: تساهم ايضا في توفير بيانات دقيقة ومحدثة عن الأصول المالية المتداولة، مثل أسعار الأسهم، عوائد السندات، والمعلومات المتعلقة بالوضع المالي للمؤسسات، هذا الدور يقلل من تكاليف الحصول على المعلومات ويعزز الشفافية، مما يخفف من مشكلة عدم التماثل في المعلومات بين المستثمرين والإدارات.

في الأسواق الناضجة تستخدم التكنولوجيا المالية في تحليل البيانات الكبيرة ولتحسين دقة المعلومات وتسريع انتقالها، هذا التطور يقلل من المخاطر النظامية ويعزز ثقة المستثمرين، خاصة في ظل التشريعات الصارمة التي تجبر الشركات على الإفصاح المالي الشفاف.

3. توفير السيولة لمالكي الأصول المالية: توفر الأسواق المالية آلية فعالة لتحويل الأصول المالية (مثل الأسهم والسندات) إلى سيولة نقدية من خلال السوق الثانوية، مما يتيح للمستثمرين بيع أصولهم بسهولة عند الحاجة، هذه الوظيفة تقلل من مخاطر السيولة وتجذب فئات واسعة من المستثمرين خاصة الصغار منهم.

وهو ماتعانيه الأسواق الناشئة من محدودية السيولة بسبب ضعف التنظيم وتركيز التداول في عدد قليل من الشركات الكبرى، وهنا يصبح دور الأسواق المالية أكثر أهمية في تطوير أدوات تمويلية مرنة لتعزيز السيولة وزيادة جاذبية السوق.

4. تطوير أساليب التمويل المختلفة (قصيرة، متوسطة، وطويلة الأجل): تساعد الأسواق المالية في توفير حلول تمويلية متنوعة تتناسب مع احتياجات المشروعات من التمويل القصير الأجل (مثل السندات القابلة للتسويق) إلى التمويل الطويل الأجل (مثل السندات الحكومية أو الأسهم)، هذ التنوع يسهم في دعم المشاريع بمختلف أحجامها وقطاعاتها.

[1] Maaskri Samra . Moghrabi Miloud, Les Répercussions De La Pandémie De Coronavirus Sur L'efficacité Et La Performance Des Marchés Financiers Internationaux En 2020-2023, Afak for Sciences, Volume 10, Numéro 2, 2025, Pages 745

ومع تطور الأسواق المالية ظهرت أدوات تمويل مبتكرة مثل التوريق المالي والتمويل الإسلامي التي توفر خيارات متنوعة للمستثمرين وتعزز الشمول المالي، خاصة في الدول النامية التي تفتقر إلى التمويل التقليدي.

5. دور السوق المالية كمؤشر اقتصادي ومحرك للتنمية: تعكس الأسواق المالية حالة الاقتصاد الكلي، حيث تتفاعل مع الدورات الاقتصادية مسبقا، فتراجع مؤشرات البورصات غالبا ما يسبق ركودا اقتصاديا بينما الصعود المفاجئ قد يشير إلى انتعاش مقبل، هذا الدور يتيح للسلطات النقدية والمالية اتخاذ إجراءات استباقية لمعالجة أي خلل اقتصادي.

في الدول المتقدمة تستخدم مؤشرات السوق المالية كأداة للتنبؤ بالنمو الاقتصادي، حيث ترتبط أدائها ارتباطا وثيقا بسياسات البنوك المركزية (مثل سعر الفائدة)، في المقابل تواجه الأسواق الناشئة تحديات في استخدام هذه المؤشرات بشكل فعال بسبب ضعف تنظيم السوق ونقص البيانات الدقيقة.

تلعب الأسواق المالية أدوارا متعددة تتجاوز مجرد تخصيص الموارد المالية، لتتضمن تعزيز الشفافية، تطوير أدوات التمويل، ودعم اتخاذ القرارات الاقتصادية الاستباقية، ومع ذلك تختلف فعالية هذه الوظائف بين الدول المتقدمة والناشئة، حيث تعتمد على درجة تطور البنية التنظيمية والتكنولوجية، ولهذا يتطلب تحسين أداء الأسواق المالية سياسات مالية مستقرة وتشريعات مرنة توازن بين حماية المستثمرين وتحفيز السيولة.

أهمية الأسواق المالية بالنسبة للإقتصاد:[1]

تعد الأسواق المالية العمود الفقري للاقتصادات الحديثة حيث تلعب دورا محوريا في تخصيص الموارد المالية من الجهات الفائضة (المدخرين أو أصحاب رؤوس الأموال) إلى الجهات العاجزة (المستثمرين أو الشركات والحكومات) التي تحتاج إلى تمويل لتنفيذ أنشطتها الاقتصادية، سواء في الإنتاج والتوزيع أو الاستهلاك، هذه العملية تحقق توازنا بين العرض والطلب على الموارد المالية، مما يعزز كفاءة الاقتصاد الكلي ويدفع عجلة التنمية المستدامة في كافه الدول المتقدمه منها والنامية على حد سواء، الا ان الحاجة اليها تختلف بين هاتين المجموعتين في مداها، بحيث تشتد الحاجة لتوفير الموارد المالية في اقتصاديات الدول النامية في الوقت الذي تقل فيه فاعلية ومدى عمل الاسواق المالية في هذه الدول، وفي حين تقل حاجة الدول المتقدمة في نشاطاتها الاقتصاديه للموارد المالية نظرا لتوفرها لدى الجهات التي تمارس هذه النشاطات في حين تتسع فاعلية ومدى عمل هذه الاسواق في الدول المتقدمة، ونتيجة لما سبق فان الاسواق المالية تبرز اهميتها في كافة دول العالم الا ان هذه الاهمية تكون بشكل اكبر في الدول النامية من خلال الدور الذي تلعبه هذه الاسواق في اقتصادياتها وتاثيرا منها على توسعها ونموها من خلال الدور المحوري للأسواق المالية في تخصيص الموارد، حيث تلعب هذه الاخيرة دورا حاسما في توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات التنموية، خاصة في ظل التوسع الحاد في استخدام التكنولوجيا المتقدمة والقدرات الإدارية المتطورة التي تتطلبها المشروعات الكبرى في عصر المنافسة العالمية في الدول المتقدمة حيث يكمن اسهامها بشكل فاعل في تمويل هذه المشروعات بفضل بنية تنظيمية قوية وشفافية عالية، بينما تواجه الدول النامية تحديات أكبر في هذا المجال بسبب نقص الموارد المالية واعتمادها على استثمارات أجنبية لتمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية الاقتصادية.

[1] بن قراب صفية، التداول الخوارزمي وانعكاساته على الأسواق المالية العالمية، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 6، العدد 1، السنة 2023، الصفحة 24.

التحديات في الدول النامية:[1]

- ضعف الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار المنتج:

تواجه الدول النامية صعوبات في تعبئة المدخرات المحلية وتحويلها إلى استثمارات منتجة، نظرا لانخفاض دخول الأفراد وتوزيع غير العادل للثروة، فتستحوذ نسبة محدودة من السكان على معظم الدخل القومي، لكنها توجه أموالها نحو استهلاك غير منتج (مثل المباهاة أو المظاهر الاجتماعية) بدلا من الاستثمار في قطاعات إنتاجية طويلة الأجل، والتي تواجهها تحديات مثل طول فترة استرداد الأموال وارتفاع المخاطر والبنية التحتية الضعيفة، في المقابل تتجه المدخرات نحو مجالات هامشية (مثل المضاربة العقارية أو التجارة الخارجية) التي توفر عوائد سريعة بمخاطر أقل مما يعرقل تمويل المشاريع التنموية.

- ضعف السيولة بالعملات الأجنبية واعتمادها على الأسواق الخارجية:

تعاني الدول النامية أيضًا من نقص في العملات الأجنبية القوية (مثل الدولار أو اليورو) بسبب ضعف صادراتها غير المتنوعة واعتمادها على قطاعات إنتاجية محدودة، هذا الوضع يجبرها على الاعتماد على الأسواق المالية الخارجية لتمويل احتياجاتها الداخلية، مما يزيد من هشاشة اقتصاداتها أمام التقلبات العالمية، فيما تمتلك الدول المتقدمة عملات قوية وموثوقة مما يسهم في تعزيز سيولتها وتمويل مشاريعها بفاعلية.

- الفرص التنموية عبر تحسين كفاءة الأسواق المالية:

رغم التحديات تعد الأسواق المالية الناشئة مفتاحا لتحقيق التنمية الاقتصادية في الدول النامية حيث يمكنها توفير التمويل اللازم للمشاريع الإنتاجية التي لا تجذب المدخرات المحلية، وهنا تلعب التكنولوجيا المالية دورا متناميا في تحسين الوصول إلى الخدمات المالية وزيادة شمولية السوق، مما يمكن هذه الدول من تجاوز بعض العقبات التقليدية مثل ضعف البنية التحتية وتكاليف المعاملات المرتفعة.

- الاعتماد على العملات الأجنبية وتحديات تأمينها:

تواجه الدول النامية تحديات كبيرة في توفير العملات الأجنبية الصعبة التي تعد ضرورية لتمويل الاستيراد والمشاريع التنموية الكبرى، هذا الوضع ناتج عن محدودية صادراتها غير المتنوعة، والتي غالبا ما تكون مرتبطة بالمواد الأولية (مثل النفط والمعادن)، وتتأثر بالتقلبات العالمية في الأسعار، ترتفع حاجتها إلى الواردات لتعويض ضعف قدراتها الإنتاجية ونقص التنويع في الصناعات المحلية مما يزيد من الضغوط على احتياطيات العملة الأجنبية، هذا الخلل بين الصادرات والاستيراد يخلق فجوة تفاقم من ندرة العملات الأجنبية مما يستدعي تدخل الأسواق المالية لجذب المستثمرين الأجانب وتعبئة الموارد اللازمة لتغطية هذه الفجوة.

- ضعف البنية التحتية التمويلية وغياب البنوك المتخصصة:

تعاني الدول النامية من نقص البنوك المتخصصة القادرة على توفير التمويل طويل الأجل للمشاريع الإنتاجية، مثل البنوك الاستثمارية أو بنوك التنمية. في حين تسيطر البنوك التجارية على القطاع المالي، وأغلب

[1] عبد السلام بريزة . بوشامة مصطفى، هيمنة واحتدام سرعة التداول الخوارزمي ومخاطر ذلك على أسواق الغذاء الدولية، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 9، العدد 1، السنة 2022، الصفحة 398.

توجهاتها تتركز على منح قروض قصيرة الأجل للأنشطة التجارية، بدلا من الاستثمار في مشاريع إنتاجية طويلة الأمد، والتي تعد ذات مخاطر أعلى وفترة استرداد أطول، هذا التوجه المحدود للبنوك التجارية يضعف قدرة الاقتصاد على تمويل المشاريع التنموية، مما يزيد الحاجة إلى أسواق مالية تقدم حلولا بديلة عبر أدوات تمويل متنوعة (مثل السندات أو الأسهم) تتناسب مع طبيعة هذه المشاريع.

دور الأسواق المالية في توفير تمويل بديل:[1]

تساهم الأسواق المالية في تجاوز بعض العقبات التي تواجهها الدول النامية، مثل شروط الإقراض الصارمة من البنوك الدولية، التي غالبا ما تفرض فوائد مرتفعة أو فترات سداد قصيرة، عبر هذه الأسواق يمكن للدول أو الشركات المحلية جذب استثمارات مباشرة أو غير مباشرة بتكاليف أقل، مما يخفف من عبء الديون الخارجية، كما توفر أيضا فرصة للصغار المدخرين والمستثمرين للمشاركة في الاقتصاد عبر أدوات مالية قابلة للتداول مثل الأسهم والسندات التي تتيح لهم استثمار مدخراتهم الصغيرة بمخاطر متناسبة مع قدراتهم المالية القليلة.

- تعزيز السيولة وفعالية السياسات النقدية:[2]

تساهم الأسواق المالية في تحسين سيولة الاقتصاد عبر تمكين المستثمرين من تحويل استثماراتهم إلى نقد بسهولة عند الحاجة، مثل بيع الأوراق المالية في السوق الثانوية، هذا الدور يعزز قدرة الجهات الاقتصادية على إدارة نشاطاتها بفاعلية، وتظل فعالية السياسات النقدية محدودة في الدول النامية بسبب ضعف تطور الأسواق المالية وقلة عدد المتعاملين فيها، مما يقلل من قدرة البنوك المركزية على التأثير في عرض النقد مقارنة بالدول المتقدمة، حيث تلعب هذه الأسواق دورا محوريا في تنفيذ السياسات النقدية.

تبرز التحليلات السابقة الذكر بأن الحاجة إلى الأسواق المالية أكثر حدة في الدول النامية مقارنة بالدول المتقدمة، نظرا لاعتماد هذه الاقتصادات على الموارد التمويلية لدعم نشاطاتها الاقتصادية وتحقيق التنمية المستدامة، خاصة في مجال المشاريع الإنتاجية التي تمثل حجر الأساس للنمو الاقتصادي. ومع تواجهه هذه الأسواق من تحديات تحد من فعاليتها، مثل ضعف البنية الاقتصادية والتنظيمية، وقلة السيولة، وغياب الشفافية، مما يعرقل قدرتها على تلبية الطلب المتزايد على التمويل.

و في الجانب الاخر تسهم الأسواق المالية في الدول المتقدمة بشكل أكثر فاعلية في تخصيص الموارد المالية، بفضل توفر الموارد الذاتية والمؤسسات التمويلية القوية (مثل البنوك الاستثمارية وصناديق الاستثمار)، التي تضمن استقرارا نسبيا في تدفق السيولة، علاوةً على ذلك يتميز ارتفاع عدد المتعاملين وحجم التداولات في هذه الأسواق بتعزيز كفاءة آلية العرض والطلب على الأوراق المالية سواء من جانب البائعين أو المشترين، مما يسهم في تحسين سيولة السوق وتنويع المخاطر.

[1] يحياوي عمر، واقع وآفاق صناعة الصكوك الاسلامية واستشراف تطبيقاتها في الاقتصاد الجزائري، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 7، العدد 2، السنة 2022، الصفحة 272.

[2] جابلة صبرينة . قدي عبد المجيد، نحو تجسيد تكامل الأسواق المالية المغاربية دراسة حالة أسواق تونس، الجزائر والمغرب، المجلة الجزائرية للعلوم الإجتماعية والإنسانية، المجلد 10، العدد 2، السنة 2022، الصفحة 036 .

المبحث الثاني: تقسيمات و أدوات و مؤشرات الأسواق المالية

ان الأسواق المالية تشكل ذالك النظام الاقتصادي المعقد الذي يسهم في تخصيص الموارد المالية بكفاءة، حيث تنقسم إلى نوعين رئيسيين من خلال الأسواق النقدية وأسواق رأس المال، وتختلف كل منهما من حيث آليات التداول ومدة الأدوات المالية، هذه التقسيمات تشكل البنية التنظيمية التي تحدد كيفية تدفق السيولة وتمويل المشاريع طويلة الأجل مثل الاستثمار في الأسهم والسندات التي تعد الأدوات الأكثر شيوعا في سوق رأس المال.

من ناحية أخرى تلعب أدوات السوق (مثل السندات الحكومية أو الأسهم العادية) دورا محوريا في ربط المدخرين بالمستثمرين، مما يسهم في دعم النمو الاقتصادي عبر تحويل المدخرات إلى استثمارات منتجة، ومع ذلك تواجه الأسواق الناشئة تحديات في هذا المجال بسبب ضعف التنظيم وغياب الشفافية، مما يزيد من مخاطر الاستثمار ويقلل من جاذبية السوق، وتستخدم مؤشرات الأداء الكمية و النوعية فيه كأدوات للتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة، حيث تعكس الاتجاهات المستقبلية لسوق المال والاقتصاد الكلي.

المطلب الأول: أنواع الأسواق المالية

لقد نشأت الأسواق المالية كاستجابة لتطور النشاط الاقتصادي العالمي، حيث ظهرت الأدوات المالية (مثل الأسهم والسندات) بهدف تلبية احتياجات المتعاملين في تبادل هذه الأدوات لتمويل المشاريع الكبرى، وظهور مع الثورة الصناعية في القرن الثامن عشر تغيرت طبيعة الاقتصاد العالمي وبرزت الحاجة إلى مصادر تمويل ضخمة تتجاوز القدرة الفردية، مما أدى إلى ظهور شركات المساهمة التي تعتمد على مشاركة المساهمين في ملكية المشروعات، هذا التحول الجذري خلق بيئة مناسبة لتوظيف الأموال ووفر للحكومات والشركات وسيلة للاقتراض عبر إصدار الأسهم والسندات، مما عزز من دور الأسواق المالية كآلية لتجميع مدخرات الأفراد وتحويلها إلى استثمارات منتجة .[1]

في بداياتها كان التداول بالأوراق المالية يجرى في الشوارع العامة كما سلف ذكره في فرنسا وإنجلترا وأمريكا، قبل أن تستقر العمليات في بنايات مخصصة تعرف اليوم باسم البورصات، حيث نشأت أول بورصة منظمة في فرنسا عام 1724، بينما تأسست بورصة باريس الحالية في 1808، وفي بلجيكا ارتبط ظهور مصطلح "البورصة" (Bourse) بتجمع التجار أمام قصر عائلة Van der Bourse لتبادل الصفقات وهو المفهوم الذي امتد إلى الدول الأوروبية الأخرى، وفي الولايات المتحدة بدأت بورصة نيويورك (Wall Street) بالتداولات العشوائية قبل أن تتحول إلى سوق منظم عام 1821، ليصبح هذا المفهوم نموذجا للأسواق المالية الحديثة.[2]

[1] بن شعيب فاطمة الزهراء، مدى فعالية الأحكام الشرعية للمعاملات في الأسواق المالية، مجلة البحوث العلمية والدراسات الإسلامية، المجلد 14، العدد 5، السنة 2022، الصفحة 710.

[2] بورقعة حافظ، البيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية، مجلة العلوم وافاق المعارف، المجلد 2، العدد 2، السنة 2022، الصفحة 33.

تصنيف الأسواق المالية: فتنقسم الأسواق المالية إلى نوعين رئيسيين وهما الأسواق الفورية وأسواق العقود المستقبلية، كما تصنف إلى أسواق منظمة (مثل البورصات) وأسواق غير منظمة (مثل سوق المناقصات)، فيما يلي تفصيل لأهم أنواع الأسواق المالية:[1]

1. الأسواق الفورية: تعرف أيضا باسم الأسواق الحاضرة، حيث يتم تسوية الصفقات فورا (نقدا) وتسلم الأصول المالية مقابل تحصيل قيمتها، تنقسم هذه الأسواق إلى:

أ. السوق الأولي: حيث يعرف بانه السوق الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة من قبل الشركات أو الحكومات لجمع التمويل، مثل الاكتتاب في الأسهم أو السندات الجديدة، والذي يسهم في تحويل المدخرات إلى استثمارات منتجة، حيث تستخدم الشركات هذا السوق لتمويل مشاريعها، او عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع المشاريع القائمة، وتتم العمليات عبر مؤسسات مالية متخصصة (مثل البنوك الاستثمارية)، التي تشرف على الإصدار وتسويق الأدوات المالية .

يعد السوق الأولي محركا للنمو الاقتصادي خاصة في الدول النامية، حيث يمكن الشركات من تمويل المشاريع التنموية، ومع ذلك تواجه الأسواق الناشئة تحديات مثل ضعف الشفافية وقلة الإصدارات مما يعرقل تمويل المشاريع .

ب. السوق الثانوي: هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها مسبقا في السوق الأولي من خلال عمليات شراء وبيع الأسهم والسندات بين المستثمرين، حيث تكمن وظيفته الاساسية في توفير السيولة للمستثمرين، حيث يمكنهم تحويل استثماراتهم إلى نقد بسهولة عند الحاجة.

يعتبر السوق الثانوي مؤشرا اقتصاديا مهما حيث تعكس أسعار الأصول المالية حالة الاقتصاد الكلي، في الأسواق المتقدمة تستخدم مؤشرات السوق كأدوات للتنبؤ بالنمو الاقتصادي، بينما تواجه الأسواق الناشئة تحديات في هذا الجانب بسبب ضعف البيانات وغياب الشفافية .

2. الأسواق المستقبلية (Futures Markets): هي الأسواق التي تبرم فيها عقود لشراء أو بيع أصول مالية أو سلع بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، مثل عقود النفط أو الذهب المستقبلية.

يستخدم لتقليل المخاطر أو تحقيق عوائد من التغيرات في أسعار الأصول خاصة في ظل تقلبات السوق، كما تلعب أسواق العقود المستقبلية دورا محوريا في تسعير المخاطر وتوفير أدوات إدارة المخاطر النظامية، في الدول المتقدمة تستخدم هذه الأسواق بشكل واسع من قبل المستثمرين المؤسسيين، بينما تواجه الأسواق الناشئة تحديات في تطوير هذه الأدوات بسبب ضعف البنية التنظيمية والتشريعية.

أ. خيارات التداول: تعتبر جزءا من أسواق العقود المستقبلية، وتشمل عقودا قانونية تمنح المالك حقا (وليس التزاما) بشراء أو بيع أصول مالية (مثل الأسهم أو العملات) عند سعر محدد خلال فترة زمنية محددة، ومن أنواعه:[2]

خيارات الشراء: تمنح الحق في شراء أصول بسعر محدد خلال فترة محددة.

---

[1] غريبي علي، التنظيم القانوني للأسواق المالية الإسلامية في الجزائر، مجلة الحقوق والحريات، المجلد 10، العدد 2، السنة 2022، الصفحة 870.
[2] بن دومة بن عمر . الشيخ فخر الدين، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم، مجلة البصائر للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 2، السنة 2022، الصفحة 33.

خيارات البيع: تمنح الحق في بيع أصول بسعر محدد خلال فترة محددة.

تستخدم الخيارات كأداة للتحوط ضد مخاطر تقلب الأسعار، خاصة في الأسواق المتقلبة مثل سوق النفط أو العملات الرقمية، في الاقتصادات الناشئة يعد هذا النوع من الأسواق محدودا بسبب نقص الخبرات الفنية وغياب التشريعات الداعمة.

3. الأسواق المنظمة مقابل غير المنظمة:[1]

الأسواق المنظمة: تدار بواسطة هيئات رقابية مستقلة (مثل هيئة السوق المالية في السعودية)، وتلتزم بمعايير شفافية وحوكمة صارمة، مثل بورصة لندن أو بورصة نيويورك، حيث تسهم هذه الأسواق في تعزيز ثقة المستثمرين وزيادة السيولة، خاصة مع تطبيق تقنيات البلوك تشين وتحليل البيانات الكبيرة لتحسين دقة المعلومات .

الأسواق غير المنظمة: تفتقر إلى التشريعات الصارمة، كما تدار بشكل غير رسمي، مثل التداولات الخاصة بين الأفراد أو المؤسسات عبر شبكات الاتصالات.

- تعتبر هذه الأسواق مصدرا للمخاطر النظامية حيث تفتقر إلى آليات الحماية للمستثمرين وتفشل في تحقيق الشفافية المطلوبة، خاصة في الدول النامية التي تفتقر إلى البنية التحتية الرقمية .

- تعد الأسواق المالية نظاما متكاملا يضم أسواقا فورية (أولية وثانوية) وأسواقا مستقبلية، تعمل معا على تخصيص الموارد المالية بكفاءة وتعزيز النمو الاقتصادي، ومع ذلك تختلف درجة تطور هذه الأسواق بين الدول المتقدمة والناشئة، حيث تعتمد فعاليتها على البنية التنظيمية والتكنولوجية، ولتحسين أداء الأسواق الناشئة يتطلب الأمر تطوير التشريعات، زيادة الشفافية، ودعم الابتكار المالي لجذب الاستثمارات وتحقيق التنمية المستدامة.

اسواق الاوراق المالية الدولية (البورصات الدولية):

تصنف هذه الأسواق عادة إلى بورصات الدول المتقدمة والبورصات الناشئة، وتختلف درجة تطورها وتنظيمها حسب العوامل الاقتصادية والتشريعية لكل دولة، فيما يلي تفصيل لأنواع البورصات الدولية لتعزيز الفهم المعمق وابراز دورها في الاقتصاد العالمي:

1. البورصات الأمريكية:[2]

تعد الولايات المتحدة الامريكية المكانة الأبرز في الأسواق المالية العالمية، حيث تضم أكبر عدد من الشركات المدرجة وأكبر حجم تداولات يوميا، ومن أهم البورصات الأمريكية تشمل:

أ. بورصة نيويورك (NYSE): تأسست عام 1792 بموجب "خيمة وول ستريت"،وتعتبر أكبر سوق للأوراق المالية في العالم من حيث القيمة السوقية الإجمالية، حيث تركز وظيفتها على تداول الأسهم والسندات طويلة الأجل، وتعتبر مؤشرا اقتصاديا عالميا عبر مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر S&P 500، كما تعد

[1] بونعاس شيماء، إشكالية تقدير انحرافات أسواق المال الدولية عند حدوث الصدمات الكبرى -دراسة قياسية لمؤشرdow الدولي لعينة من البورصات المتطورة خلال الفترة :(05-2008/2021)، مجلة معهد العلوم الإقتصادية، المجلد 25، العدد 1، السنة 2022، الصفحة 400.

[2] نبيل بوفليح . محمد طرشي، مستقبل الاسواق المالية العربية في ظل التحرير المالي و انتشار الازمات المالية، دفاتر البحوث العلمية، المجلد 1، العدد 3، السنة 2013، الصفحة 289.

NYSE مثالا للسوق المنظم، حيث تطبق قواعد صارمة للإفصاح المالي والحوكمة مما يعزز ثقة المستثمرين، ومع ذلك تواجه تحديات مثل تقلبات السوق الناتجة عن السياسات النقدية للبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

ب. ناسداك (NASDAQ): تأسست في 1971 كأول بورصة إلكترونية، وتركز على شركات التكنولوجيا والابتكار، مثل أبل ومايكروسوفت، حيث توفر بيئة تنافسية لشركات التكنولوجيا الناشئة عبر آلية التداول الإلكتروني، تعتبر NASDAQ رائدة في تبني التكنولوجيا المالية (FinTech)، مثل الذكاء الاصطناعي في تحليل السوق، مما يزيد من كفاءة التداول ويقلل من تكاليف العمليات .

ج. سوق العقود المستقبلية في شيكاغو (CME Group): تأسس في 1848 كسوق للعقود الآجلة، ويعد اليوم أحد أكبر الأسواق العالمية للتعامل مع العقود المستقبلية والخيارات، يستخدم لتقليل المخاطر في أسواق السلع والعملات، مثل عقود النفط والذهب، ويعتبر هذا السوق مركزا لتجارة المشتقات العالمية، حيث تساهم في تحديد أسعار السلع الأساسية عبر آليات العرض والطلب العالمية.

2. البورصات الأوروبية:[1]

أ. بورصة لندن (London Stock Exchange - LSE): تأسست سنة 1571 لتعد الأقدم في أوروبا وتضم أكثر من 3,000 شركة مدرجة من 70 دولة، تسهم في تمويل المشاريع الكبرى عبر أدوات مثل السندات الدولية، والأسهم المميزة.

بعد أزمة 2008، شهدت LSE بورصة لندن تطورات تشريعية مثل قانون الخدمات المالية (FSA، 1986) المعروف بـ"الانفجار الكبير (Big Bang)"، الذي حول السوق إلى نظام إلكتروني مركزي، مما زاد من سيولة التداول وربط السوق اللندنية بالأسواق العالمية.

ب. بورصة فرانكفورت (Deutsche Börse): تعتبر المحور المالي لألمانيا والاتحاد الأوروبي، وتدير نظام Xetra الإلكتروني لتداول الأسهم والسندات، تسهم في تمويل الشركات الألمانية الكبرى مثل BMW وMerck، وتعد مركزا رئيسيا لتجارة السندات الأوروبية .

مع خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي (Brexit)، شهدت فرانكفورت زيادة في تدفق الاستثمارات، مما جعلها منافسا قويا لبورصة لندن في تمويل المشاريع الأوروبية.

ج. بورصة باريس (Euronext Paris): تأسست في سنة 2000 عبر دمج بورصات عدة دول، وتعتبر جزءا من منصة Euronext التي تغطي فرنسا، بلجيكا، هولندا، وأيرلندا، تركز على تمويل الشركات المتوسطة والكبيرة عبر أدوات مثل السندات الخضراء لدعم مشاريع الاستدامة.

تعد بورصة باريس من أوائل الأسواق التي دعمت التمويل الأخضر، مما يعزز دورها في تمويل التحول الطاقي في أوروبا.

3. البورصات الآسيوية: [2]

[1] منصوري حاج موسى . بوقرة ايمان، اثر كوفيد-19 على تقلبات عوائد الأسواق المالية: دراسة قياسية لمؤشرات البنوك العربية الخليجية، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 5، العدد 2، السنة 2022، الصفحة 338.

[2] حوحو فطوم . مرغاد لخضر، دور حوكمة المؤسسية المصرفية في استقرار الأسواق المالية، مجلة ابحاث اقتصادية و ادارية، المجلد 8، العدد 2، السنة 2014، الصفحة 54.

أ. بورصة طوكيو (Tokyo Stock Exchange - TSE): تأسست عام 1878، وتعتبر الأكبر في آسيا، حيث تسهم في تمويل الشركات اليابانية الكبرى مثل تويوتا وسوني، تستخدم أدوات مثل سندات الحكومة اليابانية (JGBs) لتمويل البنية التحتية، وتسهم في تمويل الاقتصاد الوطني عبر آليات مثل التوريق المالي.

تواجه بورصة طوكيو تحديات مثل انكماش النمو الاقتصادي الياباني، لكنها تبقى محركا رئيسيا للاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) في آسيا.

ب. بورصة هونغ كونغ (Hong Kong Stock Exchange - HKEX): وهي الجسر بين الأسواق الصينية والعالمية، حيث تسهم في تمويل شركات مثل Tencent وAlibaba، كما تستخدم أدوات مثل الأسهم الصينية المدرجة (H-shares) لجذب المستثمرين الأجانب إلى الاقتصاد الصيني.

تعتبر HKEX مركزا للتمويل الإسلامي (Islamic Finance) في آسيا، حيث تم إطلاق منتجات مثل السندات الإسلامية (Sukuk) لتعزيز الشمول المالي في المنطقة.

ج. بورصة شنغهاي (Shanghai Stock Exchange - SSE): تأسست في سنة 1990، وتسهم في تمويل الشركات الصينية الكبرى مثل PetroChina وICBC، وظيفتها تستخدم أدوات مثل الأسهم ذات السيولة العالية (Blue-chip Stocks) لجذب المستثمرين الأجانب عبر برامج مثل الربط مع هونغ كونغ (Shanghai-Hong Kong Stock Connect).

تواجه بورصة شنغهاي تحديات تنظيمية بسبب تدخل الدولة في إدارة السوق، لكنها تعد محركا رئيسيا لنمو الاقتصاد الصيني.

4. البورصات الناشئة في الشرق الأوسط وأفريقيا: [1]

أ. بورصة دبي المالية (DFM): حيث تأسست في سنة 2000، وتسهم في تمويل مشاريع البنية التحتية والتجارية في الإمارات، كما تستخدم أدوات مثل الصناديق العقارية (REITs) لجذب الاستثمارات في قطاع العقارات.

تعد DFM من أوائل البورصات العربية التي دعمت التمويل الإسلامي عبر إدراج السندات الإسلامية (Sukuk)، مما يعزز دورها في الاقتصاد الإسلامي العالمي.

ب. بورصة جوهانسبرغ (JSE):

التعريف : تأسست في 1887، وتسهم في تمويل قطاع التعدين والطاقة في جنوب إفريقيا.

الوظيفة : تستخدم أدوات مثل السندات الخضراء (Green Bonds) لتمويل مشاريع الطاقة المتجددة.

تعاني JSE من تحديات مثل تقلبات العملة المحلية (راند)، لكنها تسهم في دعم الاقتصاد الأفريقي عبر تمويل مشاريع البنية التحتية.

التحديات والفرص في الأسواق المالية الدولية: [1]

[1] جمانة تحريشي . عبد السلام مخلوفي، تأثير التحرير المالي على أداء الاسواق المالية الناشئة، مجلة حوليات جامعة بشار، المجلد 9، العدد 9، السنة 2011، الصفحة 56.

العولمة والتكامل المالي : تواجه الأسواق المالية الدولية ضغوطا متزايدة للتوافق مع المعايير العالمية مثل معايير الإبلاغ المالي (IFRS) ومعايير بازل للرقابة المصرفية، مما يعزز الشفافية ويقلل من المخاطر النظامية.

التحول الرقمي: اعتماد التكنولوجيا المالية (FinTech) مثل البلوك تشين والذكاء الاصطناعي في إدارة المخاطر وتحسين كفاءة التداول، كما هو الحال في بورصة ناسداك التي تستخدم الذكاء الاصطناعي لتحليل البيانات المالية.

الاستدامة والتمويل الأخضر: تعد السندات الخضراء (Green Bonds) أداة رئيسية لتمويل مشاريع الطاقة النظيفة، خاصة في الأسواق الناشئة مثل بورصة شنغهاي وبورصة فرانكفورت.

التحديات التنظيمية: تواجه الأسواق الناشئة تحديات مثل ضعف الحوكمة وغياب الشفافية، مما يزيد من مخاطر الاستثمار، بينما تسهم الأسواق المتقدمة في وضع معايير عالمية لحماية المستثمرين.

المطلب الثاني: الأوراق المالية و الأدوات المالية

الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية:[2]

أولا: أدوات سوق النقد: تعتبر أدوات سوق النقد أدوات دين قصيرة الأجل والتي تكون عادة أقل من سنة، وتستخدم لتمويل الاحتياجات السيولة السريعة للحكومات والشركات، وتتميز هذه الأدوات بانخفاض المخاطر النسبي وثبات العائد مما يجعلها جذابة للمستثمرين المحافظين، من أبرز هذه الأدوات:

الكمبيالات: هي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها الحكومات أو الشركات وتستخدم لتمويل عمليات التشغيل، وتعد السندات الحكومية القصيرة الأجل (مثل سندات الخزانة الأمريكية Treasury Bills) مثالا على هذه الأدوات، حيث توفر سيولة آمنة للمستثمرين، خاصة في الأزمات الاقتصادية.

أذون الدفع: هي عبارة عن تعهدات مكتوبة تتعهد فيها جهة دينية بدفع مبلغ محدد لمالك الأداة في تاريخ مستقبلي، وتستخدم هذه الأدوات بشكل واسع في الدول النامية لتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة، لكنها تتطلب تنظيما صارما لضمان الوفاء بالالتزامات.

أذون الخزانة: هي أدوات دين حكومية قصيرة الأجل تستخدم لتمويل الميزانية العامة، تعد مرجعا لتسعير الأدوات المالية الأخرى بسبب انعدام مخاطر الائتمان المرتبطة بها.

ثانيا: أدوات سوق رأس المال:[3]

تنقسم أدوات سوق رأس المال إلى أداوت الملكية، وأداوت الدين، وتستخدم لتمويل المشاريع طويلة الأجل وتوسيع النشاطات الإنتاجية.

أ- أدوات الملكية:

---

[1] سمير جاب الله، العقود الاجلة في الاسواق المالية المعاصرة و تكيفها الشرعي، مجلة المعيار، المجلد 9، العدد 18، السنة 2009، الصفحة 78.
[2] محفوظ جبار، أداء بورصة الجزائر: الواقع والآفاق، مجلة معهد العلوم الإقتصادية، المجلد 12، العدد 1، السنة 2008، الصفحة 10.
[3] وسيلة بوزمارن . ناصر المهدي، تقويم تجربة ماليزيا في الاسواق المالية الاسلامية، مجلة الإقتصاد الجديد، المجلد 8، العدد 1، السنة 2017، الصفحة 44.

الأسهم العادية: تمثل حصة ملكية في رأس مال الشركة وتعطي صاحبها حق التصويت في الجمعيات العامة وحصة من الأرباح الموزعة.

المخاطر والعوائد: تعد الأسهم العادية الأكثر مخاطرة مقارنة بالأدوات الأخرى، حيث يعتمد العائد على أداء الشركة وأرباحها، لكنها توفر أيضا أعلى عوائد محتملة في حالات النمو السريع، وتستخدم الأسهم العادية كمؤشر اقتصادي، حيث تعكس أسعارها توقعات المستثمرين حول أداء الاقتصاد الكلي، وفي الأسواق الناشئة تعد الأسهم العادية مصدرا رئيسيا لتعبئة المدخرات لتمويل المشاريع التنموية.

الأسهم الممتازة: حيث تجمع بين خصائص الأسهم والسندات، حيث تمنح صاحبها أولوية في توزيع الأرباح دون حق التصويت، تستخدم من قبل المستثمرين الباحثين عن عوائد ثابتة مع قدر معين من الأمان.

كما تعد الأسهم الممتازة خيارا شائعا للصناديق التقاعدية، حيث توفر عوائد متوقعة منتظمة مع انخفاض في التقلبات مقارنة بالأسهم العادية.

ب- أدوات الدين:

السندات: هي أدوات دين طويلة الأجل (عادة أكثر من سنة) تصدرها الحكومات أو الشركات لجمع التمويل، وتعطي لمالكها الحق في استرداد الأصل مع فوائد منتظمة.

الأنواع :

سندات حكومية: مثل سندات الخزانة الأمريكية أو الألمانية تعتبر ذات مخاطر منخفضة .

سندات الشركات: تُصدرها الشركات لتمويل المشاريع وتختلف مخاطرها حسب تصنيف الائتماني للشركة .

سندات الخضراء: تستخدم لتمويل مشاريع الاستدامة البيئية مثل الطاقة المتجددة .

مع ظهور سندات معدل الفائدة المتغير (Floating Rate Notes)، أصبحت الشركات قادرة على التحوط ضد مخاطر تقلب أسعار الفائدة، خاصة في الأسواق الناشئة التي تواجه تقلبات اقتصادية متكررة إما لأوضاع سياسية أو مالية.

السندات القابلة للتحويل: هي سندات تتيح لمالكها تحويلها إلى أسهم عادية في الشركة المصدرة عند تاريخ محدد، وتستخدم كأداة لجذب المستثمرين عبر تقديم عوائد ثابتة مع خيار التحويل إلى ملكية .

تعد هذه الأدوات مفيدة للشركات الناشئة التي تبحث عن تمويل طويل الأجل دون زيادة الديون بشكل مباشر، كما هو الحال مع شركات التكنولوجيا الناشئة في آسيا.

ثالثًا: الأدوات المالية المشتقة:[1]

تستخدم الأدوات المشتقة لتقليل المخاطر أو تحقيق عوائد من تقلبات الأسعار، وترتبط قيمتها بأصول أساسية مثل الأسهم، السلع، أو مؤشرات السوق ومن أبرز أنواعها:

[1] ميدون سيساني ، الاستثمار بأدوات الهندسة الملية في الأسواق المالية، مجلة المعيار، المجلد 6، العدد 2، السنة 2015، الصفحة 323.

العقود المستقبلية: هي عبارة عن عقود ملزمة تحدد بيع أو شراء أصل بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، تستخدم من قبل الشركات لتأمين أسعار المواد الخام (مثل النفط أو الذهب) وتقليل مخاطر التقلبات، في الأسواق الناشئة تستخدم العقود المستقبلية لحماية المستثمرين من مخاطر العملة، مثل سندات اليورو المصدرة من قبل شركات مكسيكية والمتداولة في نيويورك.

الخيارات: أدوات مالية تمنح صاحبها الحق (وليس الالتزام) بشراء أو بيع أصل بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة، وهناك نوعان لا غير يتمثلان في، خيار الشراء الذي يمنح حامله الحق في شراء الأصل الأساسي، أما خيار البيع فيمنح الحق في بيع الأصل الأساسي .

تستخدم الخيارات بشكل واسع في تغطية مخاطر أسعار الأسهم، مثل خيارات المؤشر على بورصة المكسيك التي أطلقتها بورصة شيكاغو للعقود المستقبلية (CBOE) في 1994، والتي كانت أداة لجذب المستثمرين الأجانب للسوق المكسيكي.

العقود الآجلة والعقود المتبادلة:[1]

التعريف: عقود تحدد شروط بيع أو شراء أصول في المستقبل، وتستخدم لتأمين أسعار الفائدة أو العملة.

الوظيفة: تساعد الشركات متعددة الجنسيات في إدارة مخاطر سعر الصرف، مثل عقد Citibank في 1994 الذي ربط سلة من الأسهم التركية بأسواق الاستثمار الأجنبية.

تعد هذه الأدوات حساسة للتنظيمات المالية، حيث تواجه الأسواق الناشئة تحديات في استخدامها بسبب ضعف البنية القانونية وغياب الشفافية.

رابعا: الأدوات المالية الهجينة والمشتقة المعقدة[2]

السندات ذات المعدل المتغير: هي سندات ترتبط أسعار فوائدها بمعدلات السوق، مثل LIBOR أو SOFR، مما يقلل من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، حيث تستخدم هذه السندات بشكل واسع في الأسواق الناشئة لجذب المستثمرين في ظل تقلبات السوق، مثل السندات المصدرة باليورو من قبل الشركات الهندية.

الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري: أدوات مالية مشتقة من محفظة قروض عقارية، وتستخدم لتحويل القروض إلى سيولة قابلة للتداول، كما تعد هذه الأدوات مثيرة للجدل بعد أزمة 2008، لكنها لا تزال تستخدم في الأسواق المتقدمة مثل الولايات المتحدة، بينما تعتبر نادرة في الأسواق الناشئة بسبب ضعف البنية التحتية العقارية .

الصناديق المتداولة في البورصة: هي صناديق استثمارية تتبع مؤشرات أو سلعا معينة، وتُتداول مثل الأسهم في السوق الثانوية، تتيح الصناديق المتداولة في البورصة للمستثمرين الصغار الوصول إلى محفظة متنوعة بتكاليف منخفضة، مثل صندوق سندات الأسواق الناشئة (EMBI) من JP Morgan .

---

[1] Aroussi Samira . Bibi Youcef, credit Rating Agencies In Arab Financial Markets -a Proposition To The Establishment Of An Arab Agency, Al-Bishaer Economic Journal, Volume 8, Numéro 2, 2022, Pages 753.

[2] مشري خيرة . قلقول عبد الرزاق، رقابة وإدارة السلوكيات المالية للشركات : رؤية هيئة السلوك المالي في تحقيق ريادة التميز و الانضباط، مجلة المنتدى للدراسات والابحاث الاقتصادية، المجلد 7، العدد 2، السنة 2023، الصفحة 244 .

مع تطور التكنولوجيا المالية أصبحت أداة فعالة لتنويع المخاطر، خاصة في الأسواق الناشئة التي تواجه تحديات في تنويع المحفظة.

خامسًا: أدوات التوريق المالي[1]

الرهن العقاري: هي قروض مضمونة بعقار، تستخدم كأصل أساسي لإنشاء أدوات مالية مشتقة، وفي الأسواق الناشئة تستخدم هذه الأدوات لتمويل الإسكان، لكنها تواجه تحديات مثل ضعف نظام الملكية العقارية وغياب الشفافية.

السندات الخضراء: سندات تصدر لتمويل مشاريع الاستدامة البيئية، مثل الطاقة المتجددة أو النقل العام، وتساهم في تحقيق أهداف التنمية المستدامة (SDGs) وتجذب المستثمرين المؤسسيين مثل صناديق التقاعد.

مع تصاعد الضغوط البيئية أصبحت السندات الخضراء أداة استراتيجية للدول النامية لجذب التمويل الأخضر، كما هو الحال مع إصدار مصر لسندات خضراء في سنة 2023 لتمويل مشاريع الطاقة الشمسية.

تعد الأدوات المالية المتنوعة (من سوق النقد، سوق رأس المال، والأدوات المشتقة) أدوات حيوية لتعبئة الموارد المالية وتحقيق كفاءة تخصيصها، ومع ذلك تختلف درجة تطور هذه الأدوات بين الأسواق المتقدمة والناشئة حيث تواجه هذه الاخيرة تحديات مثل ضعف التنظيم وغياب الشفافية، بينما تعد الأسواق المتقدمة مراكز لابتكار الأدوات المالية المعقدة مثل ETFs والمشتقات الخضراء، وهو ما يتطلب العمل الدائم لتحسين كفاءة الأسواق الناشئة من خلال تعزيز البنية التنظيمية ودعم التكنولوجيا المالية لزيادة السيولة وجذب الاستثمارات الأجنبية.

تكاليف إصدار الأوراق المالية:

تعرف تكاليف إصدار الأوراق المالية بأنها المصروفات التي تتحملها الشركة أو الجهة المصدرة لتمويل عمليات الإصدار في الأسواق المالية، لتتضمن هذه التكاليف عدة مكونات رئيسية، وتختلف نسبتها حسب نوع الأداة المالية وحجم الإصدار، كما تتأثر بعوامل تنظيمية واقتصادية، فيما يلي تفصيل لأهم مكونات التكاليف وعوامل التباين فيها:

أولًا: مكونات تكاليف الإصدار[2]

أجور البنوك الاستثمارية:

يتفاوض البنك الاستثماري مع الشركة المصدرة على نسبة محددة من قيمة الإصدار كأجور مقابل تسويق الأوراق المالية وتغطية المخاطر المرتبطة بالإصدار، غالبا ما يتم شراء الإصدار بخصم عن سعر السوق، ويمثل هذا الخصم هامش الربح للبنك الاستثماري بالإضافة إلى تغطية التكاليف المتوقعة، تعد هذه التكاليف أعلى

[1] تمار أمين . سلاوتي حنان، واقع وآفاق الاسواق المالية في ظل العولمة المالية -دراسة حالة الدول النامية، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 4، العدد 1، السنة 2021، الصفحة 154.

[2] بن لخضر مسعودة . اينال فوزي، تحليل الكفاءة السعرية لسوق الجزائر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، المشكاة في الاقتصاد التنمية و القانون، المجلد 5، العدد 1، السنة 2020، الصفحة184.

في إصدارات الأسهم العادية مقارنة بالسندات، بسبب طبيعة المخاطر المرتفعة المرتبطة بالأسهم وحاجة الإصدار إلى تسويق واسع بين المستثمرين الأفراد والمؤسسات.

المصاريف التشغيلية:

تشمل تكاليف المحاماة، ورسوم المحاسبة ومصاريف الطباعة والتوثيق، وهذه التكاليف ثابتة نسبيًا بغض النظر عن حجم الإصدار، مما يجعل نسبتها أعلى في الإصدارات الصغيرة، وبخصوص الإصدارات الكبيرة تقل تأثير هذه التكاليف الثابتة على التكلفة الكلية، مما يبرر انخفاض نسبتها مع زيادة حجم الإصدار.

رسوم التسجيل:

تدفع للجهات التنظيمية (مثل هيئة السوق المالية) أو البورصات لتسجيل الأداة المالية وفق المعايير القانونية، هذه الرسوم ثابتة ولا تتأثر بحجم الإصدار مما يزيد من تأثيرها على الإصدارات الصغيرة، في الدول النامية قد تضاف تكاليف إضافية مثل الإفصاح المالي غير المتطابق مع المعايير الدولية، مما يزيد من التعقيد والتكلفة.

تكاليف التوزيع:

تشمل تكاليف التواصل مع المستثمرين وتنظيم الاجتماعات الترويجية (Roadshows)، ونفقات الشبكات الإلكترونية لتداول الأدوات، هذه التكاليف مرتبطة بجاذبية الأداة المالية ونطاق المستثمرين المستهدفين.

ثانيًا: تباين التكاليف حسب نوع الأداة المالية[1]

الأسهم العادية: تعد الأكثر تكلفة لإصدارها بسبب:

- **التكاليف التنظيمية:** الحاجة إلى إفصاح مالي مفصل ومتكرر لجذب المستثمرين، نظرا لطبيعة المخاطر المرتفعة المرتبطة بالأسهم العادية .

- **تكاليف التسويق:** ارتفاع تكاليف جذب المستثمرين المؤسسيين والأفراد بسبب تنافسية السوق.

تظهر الدراسات أن تكاليف إصدار الأسهم العادية تتفاوت بين 3-7% من قيمة الإصدار، بينما تصل إلى 10% أو أكثر في الإصدارات الصغيرة

الأسهم الممتازة: تقل تكاليف إصدارها مقارنة بالأسهم العادية، نظرا لطبيعتها الثابتة في العوائد وانخراط المستثمرين المؤسسيين (مثل صناديق التقاعد) بشكل أكبر، مما يقلل من جهود التسويق، حيث تقدر تكاليف إصدار الأسهم الممتازة بحوالي 2-5% من قيمة الإصدار، مع انخفاض النسبة في الإصدارات الكبيرة.

السندات: تعد الأقل تكلفة بين الأدوات المالية، بسبب:

- الحجم الكبير للإصدار : غالبا ما تصدر السندات بكميات ضخمة لعدد محدود من المستثمرين (مثل البنوك أو صناديق الاستثمار)، مما يقلل من تكاليف التوزيع .

[1] عبد الصمد خلفاوي، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، مجلة بحوث الإدارة والاقتصاد، المجلد 1، العدد 4، السنة 2019، الصفحة 108 .

- الاستقرار النسبي : انخفاض تكاليف التسويق بسبب طبيعة العوائد الثابتة التي تجذب المستثمرين المحافظين.

تقدر تكاليف إصدار السندات بين 1-3% من قيمة الإصدار، مع انخفاض نسبتها في الإصدارات الحكومية أو الشركات الكبرى ذات التصنيف الائتماني المرتفع.

ثالثا: العلاقة بين حجم الإصدار وتكاليفه [1]

توجد علاقة عكسية بين حجم الإصدار ونسبة التكاليف، حيث:

في الإصدارات الكبيرة : تصبح التكاليف الثابتة (مثل الرسوم القانونية والتسجيلية) أقل تأثيرا على التكلفة الكلية، مما يقلل من نسبة التكاليف إلى قيمة الإصدار، على سبيل المثال قد تقدر تكاليف تسجيل سندات حكومية كبيرة بـ1% من قيمتها، بينما ترتفع النسبة إلى 5% أو أكثر في إصدارات الشركات الصغيرة.

في الإصدارات الصغيرة : تزداد نسب التكاليف الثابتة، مما يجعل هذه الإصدارات غير جذابة للمستثمرين المؤسسيين. لذا، تفضل الشركات الناشئة استخدام أدوات تمويل بديلة مثل التوريق المالي أو القروض البنكية.

التحديات في الأسواق الناشئة: [2]

تواجه الشركات في الأسواق الناشئة تحديات إضافية تزيد من تكاليف الإصدار، خاصة مع ضعف البنية التنظيمية من خلال غياب معايير محاسبية وتشريعية موحدة يزيد من تكاليف الإفصاح والامتثال، بالإضافة إلى التقلبات السياسية والاقتصادية التي تجبر الشركات على تقديم عوائد أعلى للمستثمرين لتعويض المخاطر، مما يرفع تكاليف التمويل، والاعتماد على البنوك الاستثمارية الأجنبية وهو ما قد يكون عاملا يزيد من تكاليف الإصدار بسبب الرسوم المرتفعة وتكاليف التحويل النقدي.

تشكل تكاليف إصدار الأوراق المالية عنصرا حاسما في صنع قرارات التمويل، حيث تؤثر على قدرة الشركات على تعبئة الموارد بكفاءة، وتتفاوت هذه التكاليف حسب نوع الأداة المالية المصدرة، مع تفوق الأسهم العادية في التكلفة مقارنة بالأسهم الممتازة والسندات، كما تتأثر سالبا بحجم الإصدار والبنية التنظيمية للسوق، ولتحسين كفاءة الإصدار في الأسواق الناشئة يتطلب الأمر تطوير المعايير المحاسبية وتعزيز الشفافية لتقليل تكاليف الإفصاح وزيادة جاذبية الإصدارات.

تنظيم وادارة الأسواق المالية:[3]

ان الاداء الجيد والمنتظم لاسواق الاوراق المالية يتطلب وجود عدد من المؤسسات المالية بما فيها بيوت السمسره والبنوك الاستثمارية والبورصات المنظمة، اضافة إلى وجود تعليمات وقوانين تسهل عمل هذه المؤسسات، و لتسليط الضوء على كيفية عمل الأسواق الاوراق المالية وجب التفكير ان الفرق بين السوق الاولي

---

[1] بلعلمي أسماء، مدى تأثير المرونة المالية للمؤسسة في الرفع من قدرتها على الاستثمار - دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 9، العدد 1، السنة 2019، الصفحة 187.

[2] حسان طاهر شريف . تقرورت محمد . أنساعد رضوان، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 15، العدد 1، السنة 2019، الصفحة 122.

[3] سندية مروان . ليث محمد سعيد محمد الجعفر، دور الحوكمة في دعم قرار الإستثمار، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 1، العدد 1، السنة 2015، الصفحة 13.

الذي تباع فيه الاصدارات الجديدة التي تعرض للجمهور لاول مرة من قبل الشركات المساهمه او الجهات الحكوميه التي تنوي الاقتراض، السوق الثاني سيتم فيه التعامل بالاوراق المالية بيعا وشراء والتي سبق ان اصدرت في السوق الاولي، وتقوم بنوك الاستثمار ببيع الاوراق المالية لحساب الشركات او الجهات الحكومية المصدرة لها في السوق الاول، اذ ان هذه السوق تخلقها مؤسسات مالية متخصصة نقصد بذلك بنوك الاستثمار ويطلق عليها بالمتعهدين، حيث تلعب دور مهما في السوق الاولي، اما فيما يخص السوق الثاني فنجد ان السماسره او الوسطاء من يلعبون الدور المهم في هذا السوق.

- **بنوك الاستثمار:** بنك الاستثمار عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة التي من شانها مساعدة الشركات المساهمة في الحصول على الاموال.[1]

فعندما تريد شركة المساهمة الحصول على اموال من خلال القروض عن طريق اصدار ادوات دين طويله الاجل كالسندات او ادوات ملكيه كالاسهم، فانها في العاده تستعين ببنك الاستثمار لتسهيل اصدار وبيع اوراقها المالية، في حين تجدر الاشاره إلى ان بنك الاستثمار ليس بنك عاديا وسيطا يقبل الودائع ويمنح القروض انما هو بنك يقوم بتمويل شراء الاصدار من الشركات بالكامل واعادة بيعه للجمهور، حيث تسمى هذه العملية بالتعهد لضمان الاصدار ويقدم بنك الاستثمار من خلال هذه العملية عدد من الخدمات إلى الشركات المساهمة وتتمثل في:

- **تقديم النصيحة:** ان معظم الشركات لا تصدر اوراق مالية في السوق المالي بشكل متكرر حيث انه 80 بالمئه من حجم التمويل المشروعاتها الجديدة اتم من خلال الارباح غير الموزعة نتيجة لذلك فان المدراء الماليين في معظم الشركات ليس لديهم الخبرة في كيفيه التعامل مع الاصدارات الجديدة.[2]

ان بنوك الاستثمار والتي تتعامل بشكل دائم مع السوق المالي مما جعلها تكتسب خبرة كبيرة في هذا المجال، تستطيع ان تقدم نصيحة للشركات التي تنوي اصدار اوراق المالية (اي الاصدار افضل للشركة للحصول على اموال الاسهم او السندات).

ان بنك الاستثمار ربما يكون قادر على مساعده الشركه في اختيار ايهما افضل بالنظر إلى الوضع الحالي في السوق من خلال اسعار الاسهم في الصناعة التي تنتمي اليها الشركة ما اذا كانت مرتفعه او منخفضه.

والنصيحه الثانيه تتعلق بتوقيت الاصدار فمثلا اذا اصدرت شركات منافسة تقارير مالية تشير إلى انخفاض ارباحها، اذا من الافضل للشركه ان تؤجل اصدار او بيع اوراق ماليه جديده لها لانه من المحتمل ان يكون الطلب على الاوراق المالية في مثل هذا الوضع ضعيفا وبالتالي لا تستطيع الشركة الحصول على سعر جيد لاسهمها، كما ان من اصعب النصائح التي يقدمها بنك الاستثمار للشركات وتحديد سعر السهم الذي تنوي الشركه بموجبه اصداره او بيعه.

وتتبع هذه الصعوبه من اختلاف اهداف كل من الشركه وبنك الاستثمار حيث ان الشركة ترغب في الحصول على اعلى سعر ممكن لاسهمها بينما يرغب بنك الاستثمار في دفع سعر اقل عندما يتعهد في شراء

---

[1] نبيل بوفليح . محمد طرشي، مستقبل الاسواق المالية العربية في ظل التحرير المالي و انتشار الازمات المالية، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد 3، العدد 1، السنة 2013، الصفحة 289.

[2] حسان طاهر شريف . تقرورت محمد . أنساعد رضوان، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 15، العدد 1، السنة 2019، الصفحة 122.

وتسويق جميع الاصدار، ومن ثم يعيد بيعها عند السعر اعلى ليحقق الربح، واذا اشترى بسعر مرتفع فانه ربما لا يستطيع تصريف الاصدار وبالتالي ستلحق به خساره من ذلك.

ان تسعير الاوراق المالية ليس فيه صعوبه كبيره اذا كان للشركه اوراق ماليه متداولة في السوق الثاني، بينما عندما تصدر الشركة اوراق مالية لاول مرة من خلال الطرح العام، فانه يكون أكثر صعوبة في تحديد السعر المناسب لها، تطلب التسعير في هذه الحالة ان يضع بنك الاستثمار جميع المهارات والخبرات التي يمتلكها في ذلك.

واذا اتفقا كل من بنك الاستثمار والشركة المصدرة على تحديد السعر فان بنك الاستثمار يستطيع ان يساعد الشركة في الخطوة الثانية الا وهي تقديم طلب تسجيل اوراقها المالية وايداع الوثائق المطلوبة لدى هيئة البورصة.

- **تسجيل الوثائق:** بالاضافة إلى اصداء النصائح لشركات يقوم بنك الاستثمار بمساعدة الشركات في تسجيل الوثائق المطلوبة لدى هيئة البورصة security and exchange commission SEC، اذ ان نشاطات بنوك الاستثمار والعمليات التي تتم في السوق الاولي تنظمها هيئة البورصة بدقة، فمثلا في الولايات المتحدة الامريكية فان الشركات التي تصدر اوراق مالية جديدة (والتي لا تقل قيمة اصداراتها عن 1.5$ مليون في السنة وذات مدة استحقاق لا تقل عن 270 يوم) عليها ان تقدم طلب لتسجيل بيان لدى هيئة البورصة يتضمن من خلالة جميع المعلومات المتعلقة بالوضع المالي والاداري والتنافسي ونوع الصناعة والخبرة لدى المؤسسة، وعليها ان تبين أيضا اتجاه استخدام الاموال وكيفية تقييم مخاطر اوراقها المالية، ان هيئة البورصة SEC سوف تقوم بفحص وتدقيق بيان طلب التسجيل واذا لم يكن هناك اعتراض على التسجيل خلال فتر الانتظار مدتها 20 يوم فان هذه الاوراق المالية يمكن ان تعرض للبيع في السوق.[1]

تقوم شركة بعد استكمال الإجراءات التسجيل لدى هيئة البورصة باصدار تلك الاوراق باحدى طريقتين التاليتين:

طرح او اكتتاب عام:[2] الاكتتاب العام يتم من خلال بنوك الاستثمار حيث يتم بيع الاوراق هذه الاوراق المالية للجمهور من خلال البورصة، اما الاكتتاب الخاص فانه يتم من خلال بيع الاصدار مباشرة إلى عدد محدد من المستثمرين بدلا من بيعها إلى الجمهور، و ميزة الاكتتاب الخاص انها لا تتطلب تسجيل الاصدار لدى هيئة البورصة شريطة ان تكون متطلبات محددة قد استكملت.

اما اذا قررت الشركة تحول من الطرح الخاص للاسهم إلى الطرح العام فان السعر الذي سيباع به السهم من الاصدار الجديد يتوقف على توقعات المستثمرين بالنسبة إلى أداء شركة ومستقبلها.

ان موافقة هيئة البورصة على تسجيل الطلب لديها لا يعني باي حال دعم هذه الهيئة لهذا الاصدار، ولكنها تعني فقط ان كل متطلبات التسجيل والبيانات قد توفرت كما ان الموافقه لا تعني أيضا ان المعلومات المقدمة من قبل الشركه صحيحة، وان عدم صحة البيانات المسجلة يعرض الشركة إلى المسؤولية قانونية اذا ما تعرض المستثمرين إلى خسارة نتيجة عدم صحة البيانات وفي الحالات القصوى تؤدي عدم صحة البيانات إلى اتهام الشركه بقضية جنائية.

---

[1] وسيلة بوزمارن . ناصر المهدي، تقويم تجربة ماليزيا في الاسواق المالية الاسلامية، مجلة الإقتصاد الجديد، المجلد 8، العدد 1، السنة 2017، الصفحة 44.

[2] ميدون سيساني، الاستثمار بأدوات الهندسة الملية في الأسواق المالية، مجلة المعيار، المجلد 6، العدد 2، السنة 2015، الصفحة 323.

ويحق للمستثمرين الاطلاع على بعض البيانات المسجلة والمنشورة في نشرة البيانات وتبقى القانون يجب ان يحصل المستثمرون على النشرة البيانات قبل بدئهم بالاستثمار في هذه الاوراق المالية الجديده المصدرة.

خلال مراحل تسجيل البيانات المطلوبه للحصول على الموافقة من قبل هيئة البورصة، الاستثمار ان يقوم باعمال اخرى وهي:

1- الحصول على تقييم الوضع الائتمان للشركة المصدرة من قبل واحدة او اكثر من الشركات المهتمة بتقييم الوضع الائتماني لشركة المصدرة للاوراق المالية.

2- الاستعانة بالمستشار متخصص للاوراق المالية التي يصدر تقريره عن قانونية الاصدار

3- اختيار وصي او امين الذي يكون مسؤولا فيما اذا كانت الشركة قد تمت تطبيق شروط عقد الاصدار الذي يقدم تقريره بذلك.

4- طبع الاوراق المالية وتجهيزها للتوزيع.

ضمان اصدار اسهمها وسنداتها:[1] بعد اتمام البيانات المطلوبه يستطيع بنك الاستثمار المضيق دوما في الاجراءات الفعلية لضمان الاصدار، اي قيام بنك الاستثمار بشراء كامل الاصدار في وقت وتاريخ محدد عند سعر معين وبعد ذلك على علية القيام باجراءات البيع الاصدار الى الجمهور عند سعر اعلى من السعر الذي اشترى به الاصدار من الجهة المصدرة، من الواضح ان بنك الاستثمار قد يتعرض الى خسائر ومخاطر كبيرة عند قيامة في ضمان الاصدار، اذا فان احدى طرق تخفيض المخاطر هي قيامه بابرام عقد مشاركة مع بنوك استثمارية اخرى تتعاهد في المساهمة في ضمان الاصدار وبيعة، تسمى هذه الطريقه syndication وبسوره اخرى تعاون مجموعة من البنوك الاستثمارية في شراء الاصدار واعادة بيع كل واحد لحصتة، حيث ان هذه الطريقه تكون فعالة في توزيع المخاطر بين هذه البنوك الاستثمارية، ويتم الاعلان عن البيع من خلال نشره في الجرائد، فيما ان العرض الفالي للبيع يتم من خلال نشره تكون مواجهة للمستثمرين المحتملين، ترتبط البنوك الاستثمارية ببيوت السمسرة كما هو الحال في العديد من الدول على سبيل المثال الولايات المتحدة الامريكية، التي تنتشر مكاتبها في كل انحاء البلاد، وتقوم هذه المكاتب بالاتصال بزبائنها الذين يشكلون المستثمرين المحتملين على النشرة قبل الاصدار الفعلي للاوراق المالية، والهدف من هذه العملية هو التعرف على رغبة الزبائن في الكمية التي يرغبون الاكتتاب بها، وعندما يكون هناك اكتتاب كامل لجميع الاصدار فيطلق على هذه الحالة ب full subscription، اما اذا لم تستطيع المكاتب بيع كامل الاصدار الى زبائنها فان هذه الحاله يطلق عليها under subscription، او يكون الطلب على الاكتساب اكبر مما هو معروف من الاوراق المالية وهذه الحالة يطلق عليها over subscription.

ولعله من المغري ان يكون البديل الافضل هو زياده الكميه المطلوبة من الاكتتاب عن الكمية المعروضة ولكن هذا الوضع في الحقيقة قد يجعل الشركة غير مرتاحه للتعامل مع بنك الاستثمار في المستقبل، وبالعكس عندما تكون كمية الاصدار اكبر مما هو مطلوب للاكتتاب به فهذا يتطلب تخفيض سعر السهم الى سعر اقل من السعر الذي يدفعه بنك الاستثمار حتى يتم بيع جميع الاصدارات، ولكن هذا يعرض البنك الى خساره اموال كبيرة، بنك الاستثمار من اجل المحافظة على استقرار سعر بيع الورقة المالية في السوق وحمايتة من الهبوط

[1] رابح شيلق . الشيخ بن قايد، دور الصكوك في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد 2، العدد 1، السنة 2015، الصفحة 131.

خلال فترة توزيع باي وزعة من مكاتب التي يتعامل معها البنك الى شراء الاوراق المالية المعروضة للبيع في البورصة وتسمى هذه الحاله بتظليل المستثمرين deceiving investors، وهذا يعطيه انتظار بوجود طلب على هذه الاوراق المالية وعاده فان وقانوني يمنع مثل هذه التصرفات ولكن في بعض الاحيان يتم التغاضي مؤقتا عن هذا التصرف بهدف حمايه بنوك الاستثمار من تعرضها الى خسائر كبيرة.

وقد اختصر تعهد بنك الاستثمار ببذل اقصى الجهود ممكنة لتصريف الاصدار دون ان يلتزم بتصريف قدر محدد منه، ويحصل بنك الاستثمار على عموله مقابل ذلك، الجزء المتبقي الذي لم يستطع بنك الاستثمار تصريفة بالسعر المحدد فانه يعيده الى الشركة المصدرة، وفي حالة اخرى قد يقتصر دور البنك على القيام بمهمة وكيل البيع، كيف يقوم بعرض الاصدار الجديد على المساهمين الحاليين واعطائهم الاولوية لشراء الاصدار، كما يشمل الاتفاق بين بنك الاستثمار والشركة المصدرة ان يتعهد البنك بشراء ما تبقى من الاصدار بعد ذلك.

والجدير بالذكر ان الفترة بين قيام بنك الاستثمار بشراء الاصدار وبيعه والتي تتصف بوجود المخاطر حيث ان الاحوال السوق قد تتغيروا هذا قد يحول دون تمكن بنك الاستثمار من بيع جميع الاصدار، يجبره هذا الوضع على بيع الاصدار عند سعر اقل من سعر الشراء، ولعله من اصعب القرارات التي يواجهها بنك الاستثمار وتحديد سعر الاصدار، ولكي يخفض البنك المخاطر نتيجة عدم وضع سعر مناسب للاصدار في ظل التغيرات السريعة التي تحدث في السوق ووفق احداث المعلومات المتاحة فان تسعير يتم قبل اخر خطوة من اجراءات التسجيل.

اذا كان تقدير السعر للورق المالية من قبل البنك الاستثمار السليما و الظروف الاقتصاديه جيدة، والمركز المالي للمنشاتب قوي فمن المتوقع ان ينفذ الاصدار في ايام قليلة او ربما في بضع ساعات وهذه الحالة يطلق عليها go of the window، اما اذا لم يتوفر واحد او اكثر من تلك الشروط فربما تخلص او بيع الاصدار لاخذ اسابيع او شهور وهو ما يطلق عليه sticky issue.

بالنسبه الى الاصدار الجديد لاسهم شركة لها اسهم تتداول في السوق الثاني فمن المتوقع ان يتم تحديد سعر السهم من الاصدار الجديد قريبا من القيمة السوقية للسهم القديم في السوق وبهذا فان السعر الاصدار الجديد يتحدث بعد اعلان سعر الاقفال للاسهم القديمة في اليوم السابق للاصدار.[1]

شروط تسجيل الاوراق المالية في البورصة:

تختلف متطلبات إدراج الأوراق المالية (الأسهم والسندات) في البورصات حسب الدولة والبورصة، لكنها تركز عادة على ضمان الشفافية، والاستقرار المالي، وحماية المستثمرين. فيما يلي أبرز الشروط التي تفرضها البورصات العالمية والمحلية:[2]

1. الشروط الإدارية والقانونية:

تقديم الوثائق الرسمية : يجب على الشركة تقديم نسخة موثقة من عقد التأسيس والنظام الأساسي، والسجل التجاري، والنشرة التعريفية للإصدار التي تتضمن معلومات عن النشاط المالي والمخاطر المرتبطة بالاستثمار.

[1] خالدي محمد، أثر المخاطر السياسية على أداء الاسواق المالية الناشئة في الدول العربية – بورصة مصر أنموذجا –، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، السنة 2015، الصفحة 189.

[2] Keddaoui Abdelkadir . Nacef Mohammed, An Analytical Study Of Relationships And Impacts Between Waqf And Islamic Finance, Al-Shihab journal, Volume 11, Numéro 1, 2025, Pages 684

الامتثال للتشريعات : يجب أن تتوافق العمليات المالية والإدارية مع قوانين السوق المحلية والدولية، مثل معايير المحاسبة الدولية (IFRS) أو معايير المحاسبة الأمريكية (GAAP).

دفع رسوم الإدراج: تفرض البورصات رسوما رمزية مقابل تسجيل الأوراق المالية، وتختلف هذه الرسوم حسب حجم الشركة ونوع الأداة المالية.

2. الشروط المالية:

القيمة السوقية الدنيا: تحدد بعض البورصات (مثل NASDAQ) قيمة سوقية دنيا للأوراق المالية المراد إدراجها، مثل 50 مليون دولار لضمان سيولة كافية.

الأرباح التشغيلية : تشترط بعض البورصات أن تكون الشركة قد حققت أرباحا في السنوات السابقة أو تمتلك صافي دخل إيجابيا على الأقل لمدة عامين مما يعكس استقرارها المالي.

السيولة المالية: يجب أن تكون الشركة قادرة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل، مع تحقيق نسب سيولة مقبولة (مثل نسبة السيولة الجارية أو السريعة).

3. شروط السوق والسيولة:

عدد الأسهم القابلة للتداول: تحدد البورصات نسبة الأسهم المتوفرة للمستثمرين العامين، وعلى سبيل المثال تتطلب بورصة لندن أن يكون 25% على الأقل من الأسهم متداولة علنا لضمان سيولة السوق.

الحد الأدنى لعدد المساهمين : يجب أن يكون للشركة عدد كاف من المساهمين، مثل 100 مساهم على الأقل لضمان توزيع عادل للملكية.

الحد الأدنى لسعر السهم : تفرض بعض البورصات حدا أدنى لسعر السهم لتجنب تقلب الأسعار المفرط.

4. متطلبات الإفصاح والشفافية:[1]

تقديم البيانات المالية المدققة : يجب على الشركات تقديم قوائم مالية مدققة من قبل مكاتب محاسبة معتمدة، وتتضمن هذه البيانات الميزانية العمومية، قائمة الدخل، وتقارير التدفقات النقدية.

الكشف عن المعلومات الجوهرية : يجب الإفصاح عن أي معلومات تؤثر على قرارات المستثمرين، مثل التغيرات في الإدارة أو المخاطر النظامية أو المشاريع المستقبلية.

الالتزام بالقوائم الزمنية للإفصاح : تلزم البورصات الشركات بتحديث بياناتها المالية دوريا (ربع سنوي أو سنوي) لضمان دقة المعلومات المتاحة.

5. متطلبات خاصة للإعادة الإدراج:[2]

[1] Amor Abda Samia . Djebbar Mahfoud , Covid-19's Repercussions On Global Economic And Financial Sectors During The First Semester Of 2020, Forum Journal for Economic Studies and Research, Volume 6, Numéro 2, 2022, Pages 815

[2] Berarma Rima, Data Analysis Using Artificial Intelligence And Its Impact On The Trading Process In Financial Markets, journal New Economy, Volume 16, Numéro 1, 2025, Pages 238.

في حالة إعادة إدراج شركة بعد إلغاء إدراجها، قد تخفف بعض البورصات (مثل بورصة عمان) من الشروط المالية أو الإدارية لجذب الشركات الناشئة أو المتضررة من الأزمات الاقتصادية.

تعد متطلبات الإدراج في البورصة أدوات لضمان جودة الأوراق المالية وحماية المستثمرين، لتشمل هذه الشروط وثائق قانونية، بيانات مالية مدققة، وشروط سيولة وشفافية، ومع ذلك قد تختلف هذه الشروط بين البورصات المتقدمة (مثل NYSE وNASDAQ) والبورصات الناشئة، حيث تخفف الأخيرة من الشروط لتشجيع الشركات على الإدراج.

فمثلا في بورصة نيويورك تضع هيئة البورصة شروط اكثر تشددا مقارنة بالاسواق الاخرى لقبول تسجيل الاوراق المالية، وناتج عن ضخامة عادة الشركات المساهمة الموجوده في الولايات المتحدة وهذه الشروط هي:

- دفع رسوم التسجيل
- يجب ان لا يقل ربح قبل الضريبه عن اثنين فاصلة 2.5 مليون دولار لاخر سنة قبل التسجيل.
- يجب ان لا يقل الربح قبل الضريبة عن اثنين مليون دولار بالسنتين السابقتين.
- ان لا تقل قيمة الاصول الملموسة tangible assets عن 1.6 مليون دولار.
- ان لا تقل القيمة السوقية للاسهم العادية عن 16 مليون دولار.
- ان يملك الجمهور اسهم لا تقل قيمتها عن 1 مليون دولار.
- اي يملك 2000 المساهم كل منهم له على الاقل 100 سهم فاكثر.

المطلب الثالث: مؤشرات أداء الأسواق المالية

قياس درجة تطور اسواق راس المال:[1]

ارتبط تطور اسواق راس المال بتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنة البنوك التجارية على القطاع المالي، وليتحديد مدى تطور اسواق راس المال وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل اهمها في حجم سوق الاوراق المالية او القيمة السوقية للاسهم، وعدد الشركات المدرجة في البورصة،وسيولة البورصة قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام،معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الاوراق الماليه. ومن شان هذه المؤشرات السماح للاقتصاديين واصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم واجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور البورصات بها. نظرا لاهمية نشاط السوق الثانوي لضمان استمرارية السوق الاولي،فان متابعة تطور هذه المؤشرات يساعد في تقويم الاختلالات التي قد يتضمنها السوق الثانوي. وفي ما يلي عرض لاهم تلك المؤشرات :

[1] Moussaoui Warda . Ledhem Mohammed Ayoub, The Effectiveness Of Sukuk (islamic Bonds) Financing On The Financial Stability Of Islamic Banks: An Empirical Evidence From Malaysia, Algerian Journal of Economic Development, Volume 9, Numéro 2, 2022, Pages 338.

أولا: المؤشرات الكمية لقياس تطور أسواق رأس المال [1]

- **حجم التداول:** يعد حجم التداول مؤشرا رئيسيا لقياس نشاط السوق، ليعكس بذلك عدد الصفقات أو القيمة الإجمالية للأدوات المتداولة ومدى جاذبية السوق للمستثمرين، فكلما زاد حجم التداول ارتفعت سيولة السوق وقدرتة على استيعاب الاستثمارات الكبيرة، على سبيل المثال تستخدم القيمة السوقية للسهم كمقياس لأداء الشركات المدرجة في البورصات، مما يساهم في تقييم كفاءة السوق.

- **السيولة:** تقاس السيولة عبر مؤشرات مثل نسبة السيولة الجارية أو نسبة الدوران، والتي تظهر قدرة السوق على تحويل الأصول إلى نقد بسهولة دون التأثير الكبير على الأسعار.

- **القيمة الإجمالية للشركات المدرجة:** تعد القيمة السوقية الإجمالية مقياسا لحجم السوق وقوتة، حيث تظهر إجمالي الثروة المولدة من خلال الشركات المدرجة، وفي الأسواق المتطورة تكون هذه القيمة مرتفعة بفضل تنوع الأدوات المالية وعدد الشركات الكبرى المدرجة، بينما تعاني الأسواق الناشئة من قلة هذه القيمة بسبب محدودية عدد الشركات وتركيز التداول في قطاعات محددة.

- **عدد الشركات المدرجة:** يعتبر عدد الشركات المدرجة مؤشرا على تنوع السوق وانتشار ثقافة الاستثمار، في الأسواق المتقدمة يتجاوز هذا العدد الآلاف مما يعزز استقرار السوق، بينما تواجه الأسواق الناشئة تحديات في زيادة هذا العدد بسبب البيئة التنظيمية والتشريعية غير الداعمة.

ثانيا: المعايير النوعية لقياس تطور أسواق رأس المال[2]

- الشفافية والحوكمة : لقد باتت اليوم الشفافية في الإفصاح المالي والحوكمة من العوامل النوعية الحاسمة في تقييم تطور السوق، فالمؤسسات التي تخضع لتدقيق دقيق وتقدم بيانات مالية موثوقة (مثل الشركات المدرجة في البورصات المنظمة) تجذب المستثمرين وتعزز ثقتهم.

- البنية التنظيمية والتشريعية : تساهم القوانين الصارمة (مثل قوانين الإفصاح الإلزامي وحماية حقوق المساهمين) في تعزيز استقرار السوق وتجذب الاستثمارات الأجنبية.

- التحول الرقمي وتقنية المعلومات : تعد البنية التحتية الرقمية (مثل أنظمة التداول الإلكتروني وتحليل البيانات الكبيرة) من العوامل النوعية التي تحسن كفاءة السوق وتقلل من تكاليف المعاملات، في الأسواق المتقدمة تستخدم تقنيات مثل البلوك تشين لتحسين آليات المقاصة والتسوية مما يزيد من جاذبيتها للمستثمرين .

ثالثا: العلاقة بين المؤشرات الكمية والنوعية[3]

تعتبر المؤشرات الكمية (مثل حجم التداول والقيمة السوقية) أدوات قياس موضوعية، بينما تشكل المعايير النوعية (مثل الشفافية والحوكمة) عوامل داعمة لتحسين الأداء المالي. على سبيل المثال، وهو ما يعكس تطور

[1] Zemirli Radhia, étude Empirique Sur Les Interactions Entre Marchés Financiers Et Marchés Agricoles : Approche Par Le Modéle Dcc-mgarch, Revue d'Économie & de Gestion, Volume 6, Numéro 2, 2022, Pages 189.

[2] Babouri Bouchra . Drid Hanane, Smart Sukuks As A Tool To Stimulate Financial Markets -the Experience Of The Blossom Platform In Indonesia -,Forum Journal for Economic Studies and Research, Volume 8, Numéro 2, 2024, Pages 479.

[3] Tabeti Mimouna . Boularedj Souhila, Green Banking: Towards A Green Financial Engineering, Afak Sciences, Volume 8, Numéro 2, 2023, Pages 284.

الأسواق التي تجمع بين الشفافية العالية والقيمة السوقية الكبيرة تحقق نموا مستداما، بينما تواجه الأسواق ذات البيانات غير الدقيقة تقلبات حادة وانخفاضا في الثقة.

تعد المؤشرات الكمية مثل حجم التداول والقيمة السوقية أدوات لقياس نشاط الأسواق، بينما تساهم المعايير النوعية (الشفافية، التنظيم، والتحول الرقمي) في تعزيز استقرارها وتنميتها.

المبحث الثالث: اهمية الأسواق المالية في منطقة MENA والسبل الازمة لتطويرها

تلعب الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) دورا استراتيجيا في تخصيص الموارد المالية وتحفيز النمو الاقتصادي، خاصة في ظل التحولات الكبيرة التي يشهدها الاقتصاد العالمي وتصاعد الحاجة إلى تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية الاقتصادية المستدامة، ومع ذلك تواجه هذه الأسواق تحديات جوهرية تعيق قدرتها على تحقيق الكفاءة الكاملة، مثل ضعف الشفافية وغياب التشريعات الداعمة للاستثمار، مما يجعل من الضروري استكشاف السبل الكفيلة بتطويرها لتعزيز مكانتها في الاقتصادات المحلية والإقليمية.

المطلب الأول: أهمية الاسواق المالية العربية

1. أهمية الأسواق المالية العربية في تعبئة الاستثمارات[1].

[1] Bouguelaa Mohammed, Optimizing Financial Markets Efficiency In The Midst Of Contemporary Crises: Addressing Challenges In Ai Implementation, Journal of Economic Studies and Research in Renewable Energy, Volume 11, Numéro 2, 2024, Pages 26.

تبرز الحاجة الى الاسواق المالية العربية لدرجة كبيرة في اقتصاديات الدول العربية من خلال اهمية عمل هذه الاسواق، وضرورة اتخاذ ما يلزم لتطويرها من اجل خدمة الاقتصادات هذه التي يمكن ان تتمثل في ما يلي:

- الحاجة الى تطوير الاقتصادات العربية وذلك ان معظم الدول العربية ان لم تكن جميعها تقريبا تعاني من ضعف درجة التطور ومن اختلال هيكلها الانتاجي والذي يرتبط به ضعف قدرتها على توليد الدخل والناتج القومي، وظائف قدرتها على توفير فرص العمل وانخفاض صادراتها كما، وضع درجة انواع هذه الصادرات بسبب اختلال هيكل الانتاج فيها وضعف البنية التحتية والمتمثلة في مرافق راس المال الاجتماعي كالطرق والجسور ومشروعات الماء والكهرباء والتعليم والصحة وما الى ذلك، وهو الامر الذي يستدعي حاجة ماسة و واسعة الى توفير التمويل اللازم للقيام بكافة هذه المجالات والجوانب من اجل تطوير اقتصادات الدول العربية، وهو الامر الذي تبرز معه الحاجة الى الاسواق المالية العربية التي يمكن ان تسهم في توفير مثل هذا التمويل من اجل توسيع وتنويع وتطوير الاقتصادات هذه الدول.

- وجود تباين واضح في المدى الذي تتوفر فيه الاموال بين الدول العربية، كيف تتوفر بدرجة اكبر الموارد الماليه لديها بعض الدول العربية وبالذات الدول النفطية في حين تشح فيها الموارد المالية وبدرجة كبيرة لدى بعض الاخر من الدول العربية غير النفطية، وهو الامر الذي يمكن ان يتحقق معه استخدام لبعض الموارد الماليه من الدول النفطيه التي تحتاج لهذه الموارد الماليه عن طريق الاسواق المالية العربية في حالة تنظيمها وتطورها بما يضمن تحقيق ذلك، وبهذا فان هذه الاسواق يمكن ان تسهم في حاله تطورها في تحقيق تعاون عربي واكثر قوة، وبشكل الذي يمكن ان يقود الى تكامل الاقتصادات الدول العربية و يسهم في تحقيق تطورها من خلال تعاونها وتكاملها وبالذات في المجالات التي تعجز هذه الاخطار المنفرده في القيام بها كمجالات الصناعة الانتاجية بصناعة الالات والمكائن وتطوير القدرة التكنولوجية العربية والصناعة العسكرية وما الى ذلك، والتي يمكن اقامتها من خلال الجهد العربي المشترك بالاعتماد على الموارد الماليه من بعض الدول العربيه والموارد البشرية وبالذات ما يرتبط منها بنوعية هذه الموارد وذلك من خلال ما يتاح من تحويل وتمويل لذلك عن طريق هذه الاسواق.

- توجه العديد من الدول العربية ان لم يكن معظمها تقريبا نحو خصخصة سواء من خلال تحويل المشروعات القطاع العام الى مشروعات خاصة، او من خلال توسيع دور القطاع الخاص وزياده درجة الاعتماد عليه في القيام بالنشاطات الاقتصادية، هذا يقتضي الحاجة الى توفير التمويل للقطاع الخاص حتى يؤدي دوره في الاقتصاد، وهو الامر الذي يمكن ان تسهم به الاسواق الماليه العربية في حالة تطورها، اعتمادا على تطور عرض ادوات التعامل في هذه الاسواق من خلال زيادة عدد المشروعات الخاصة التي تسهم في هذا العرض، وبالذات شركات المساهمة وكذلك من خلال الطلب على هذه الادوات في هذه الاسواق.

- الاصلاحات الاقتصادية التي تجري في الدول العربية وما يرافقها من تغييرات تتمثل بتخفيف القيود التي تفرضها الحكومات على عمل النشاطات الاقتصادية، ومنحها بذلك حرية اكبر في قيامها بهذه النشاطات مع تغييرات هيكلية في الاقتصاد نتيجة التوجة نحو الاعتماد على الية السوق بدلا من الاعتماد على تدخل الحكومي، وهو ما يمكن ان يسهم في توفير البيئة المناسبة لعمل الاسواق المالية العربية حتى تؤدي دورها في الاسهام في اجراء الاصلاحات الاقتصادية والتغيرات الهيكلية هذه.

- التطورات المتزايدة والمتسارعة في العالم وبالذات ما يتصل منها بعمل الاسواق المالية سواء من خلال تنوع الادوات المستخدمة في تعاملاتها، ومن خلال توفر الامكانية للحصول على المعلومات بقدر واسع وبشكل اسهل وبسرعة اكبر و بكلفة اقل، وكذلك في اجراء التعاملات باستخدام المستجدات التي تتطور باستمرار.

2. موقع الأسواق المالية العربية[1]

تعتبر الاسواق المالية في البلدان العربية بشكل عام الاقل نموا مقارنة بنظراتها في الاسواق الناشئة في اسيا وامريكا اللاتينية، فهي تعاني من ضعف مؤسساتها، كما ان تحرير اسواقها لاستقطاب الرساميل الاجنبية لم تاتي الا في العشرية الاخيرة من القرن العشرين، فيما يخضع صناع السوق بشكل كبير لضغوط الحكومات في مختلف الانشطة الاقتصادية.

تشترك الدول العربية في مجملها في ما يتعلق بانظمة المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كما ان حكومات تلك الدول كانت تهيمن بشكل كامل على الانشطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي، غير ان موجة التغيرات التي شهدها العالم مطلع التسعينات القرن العشرين دفع بالدول العربية الى تحرير اقتصادياتها وفتح المجال امام القطاع الخاص، ولتسهيل هذه المهمة تما اللجوء الى اصلاح القطاع المالي بما في ذلك تنظيم الاسواق المالية فتم بذلك انشاء البورصات ودعم القائم لها لمواكبة تلك التطورات.

المطلب الثاني: صعوبات التي تواجه عمل الاسواق المالية العربية

1. صعوبات تواجه عمل الأسواق المالية العربية[2]

توجد العديد من الصعوبات والمعوقات التي تعترض عمل الاسواق المالية العربية والتي منها ما يلي:

- ضعف القاعدة الاستثمارية وبالذات الانتاجية منها في الاقتصادات العربية ذلك لان العديد من هذه الاقتصادات تعتمد في جزء مهم منها على القطاعات الخدمية و بالشكل الذي تضعف فيه مساهمة القطاعات الانتاجية الاساسية فيها، وبالذات الصناعة التحويلية منها، و هو الامر الذي لا يوفر الاساس القوي لعمل الاسواق المالية العربية التي يفترض ان تقوم على اساس اقامه المشروعات الاستثمارية الانتاجية من خلال توفير التمويل المطلوب لها.

- ان معظم النشاطات الاقتصادية في الدول العربية تؤدي وتمارس من خلال وحدات اقتصادية صغيرة في الغالب، حيث لا يوجد عدد كبير وواسع ومتنوع من الوحدات الاقتصادية ذات الحجوم الكبيرة نتيجة لذلك، وبالذات انخفاض عدد الشركات المساهمة التي تمارس نشاطات انتاجية او خدماتية، لان ما هو موجود منها في

[1] Moussaoui Assia, Prospects For The Efficiency Of Financial Markets In The Era Of Artificial Intelligence Technology 2018-2030 Opportunities And Challenges, Journal of Research in Financial and Accounting Sciences, Volume 9, Numéro 1, 2024, Pages 318.

[2] Alsayegh Carol, The Relationship Between Inflation And Stock Market Return An Applied Study At Damascus Stock Exchange (dse) For The Period (2010-2020), Al-Bishaer Economic, Volume 10, Numéro 2, 2024, Pages 383.

الغالب هو مشروعات فردية وشركات بسيطة كشركات الاشخاص، وكذلك قلة عدد المؤسسات كبيرة الحجم، وهو ما يؤدي الى انخفاض مساهمة المشروعات هذه في توليد الادوات التي يمكن عرضها والتعامل بها في الاسواق المالية كالاسهم والسندات وغيرها، اضافة الى انخفاض الطلب على ما موجود من ادوات يتم التعامل بها في هذه الاسواق وما يؤدي الى اعاقة تطور عمل الاسواق المالية في هذه الدول.

- نقص الاطر القانونية والتنظيمية التي يمكن ان تنظم عمل الاسواق المالية العربية وتحقق التطور فيها، وكذلك ضعف فعالية تطبيق ما موجود من أطر قانونية وتنظيمية تتصل بذلك، وهو الامر الذي يعيق عملها من جانب ويعيق تطورها من جانب اخر.

- ضعف اليات الاسواق وعدم رسوخ تقاليد للتعامل في هذه الاسواق وللاليات التي تعمل بها.

- الافتقار الى المؤسسات المالية الوسيطة الكبيرة الحجم والقادرة على تطوير عمل الاسواق المالية، وبالتالي الافتقار الى ما يمكن ان تسهم به في تطويرها ومن ثم اعاقه عملها وتطورها وبالذات بنوك الاستثمار وشركات الاستثمار التي تفتقر اليها الاقتصادات العربيه وتعيق بعدم وجودها تطور الاسواق المالية العربية، بالاضافة الى ضعف فعالية اسهام المصارف التجارية في ذلك.

- ضعف البنية التحتية التي يمكن ان توفر التطوير من خلال ضعف تطور وسائل الاتصال ووسائل التعامل والخدمات التي يمكن ان توفر المعلومات والاستشارة الفنية للمتعاملين في الاسواق المالية، وبشكل الذي يقود بالضرورة الى اعاقة عمل هذه الاسواق وتطورها.

- ضعف درجه ارتباط عملها بتوفير التمويل للنشاطات الاقتصادية وتوسعها، وبالذات الانتاجية منها وهو الامر الذي يجعل معظم عمل هذه الاسواق مرتبطة بتكرار بيع وشراء ما موجود من اوراق مالية اي انها مجرد استثمار مالي وليس استثمار حقيقي عيني، بدون ان يرتبط ذلك في معظمه لتوفير التمويل لنشاطات اقتصادية جديدة او توسيع القائم منها، وهو الامر الذي يحد من توسيع وتطوير هذه النشاطات الاقتصادية ونخص بالذكر الانتاجية منها، هو ما يؤدي الى اعاقتها نتيجه لعدم تطور النشاطات الاقتصادية هذه.

- ان انخفاض الكفاءة من خلال البيئة التي تؤدي فيها هذه الاسواق نشاطها والتي تجعلها تعمل بكلفة اعلى واجراءات معقدة، وبوقت اطول وهذا يؤدي بالضرورة الى اعاقه تطور عمل الاسواق المالية العربية.

- ارتباط جزء مهم من التعاملات في العديد منها بالتعاملات التي تتم في الاسواق المالية الدولية، وبالذات المتطورة منها و الناتج عن ذلك انجراف وراء التبعية المالية وهو ما يؤثر سلبا و يجعل منه عائقا لعمل وتطور الاسواق المالية العربية.

2. التعاملات في الأسواق المالية الدولية[1]

1- سوق العملات الاجنبية:

وتبرز في اطار التعاملات فيها اضافه الى التعامل بالادوات الاخرى و سوق العملات الاجنبية هو السوق الذي يتم فيه التعامل ببيع وشراء عملات الدول الاجنبية وبالذات العملات الصعبة منها اي التي يتسم عرضها بالندرة لزيادة طلب عليها والتي تلقى قبولا واسعا في التعامل الدولي وذلك نتيجة قوة ومتانة اقتصادات الدول

[1] Guennoun Abdelhak . Korichi Belkacem . Guennoun Rim, The Rise Of High-frequency Trading: Financial Market Friend Or Foe?, Afak Scientific, Volume 16, Numéro 1, 2024, Pages 1181.

صاحبة هذه العملات وهي الدول المتقدمة اساسا، ومعظم عملية التعامل بالعملات الاجنبية تتم بالعمولات الاقوى منها وهي دولار الامريكي ومن ثم الجنية الاسترليني ولين الياباني و المارك الالماني، والفرنك الفرنسي وغيرها والتي اضيف اليها في الفتره الاخيرة اليورو الاوروبي.

وتلعب البنوك التجارية دورا اساسيا في التعامل في سوق العملات الاجنبية اضافة الى البنوك المركزية والوسطاء كالافراد والمؤسسات والمتعاملون الذين يبيعون ويشترون العملات الاجنبية او المتاجرة والمضاربة بها.

وكانت التعاملات في سوق العملات الاجنبية هذه محدودة في النصف الاول من القرن الماضي الا انها تزايدت في النصف الثاني من القرن العشرين وبالذات بعد زيادة الاتصال بين الدول وزياده سرعتة وانخفاض الكلفة وبسبب ايضا اتساع التعامل بالدولار الامريكي خارج امريكا بعد الحرب العالمية الثانية وبالذات في اوروبا والذي اطلق عليه الدولار الاوروبي (اليورو- دولار)، والذي استدعى ضرورة بيع وشراء الدولار مقابل العملات الاخرى في هذه السوق، وهذا يتصل بقوة الاقتصاد الامريكي الذي يرتبط به قوة الدولار واتساع التعامل به، فاصبح الدولار اكثر العملات التي يتم التعامل بها في سوق بيع وشراء العملات الاجنبية نظرا لانه مقبول بدرجة اكبر من العملات الاجنبيه الاخرى في نطاق التعامل الدولي، ولانه يتخذ كعملة احتياطية في العديد من الدول، ولانه العملة الاوساع التي يتم التدخل من خلالها للتاثير على اسعار العملات الاجنبية في الاسواق المالية و النقدية الدولية، وتبرز قوة الاقتصاد الامريكي التي ترتبط بها قوة الدولار وتساع التعامل بها في الاهمية النسبية المرتفعة للصادرات والواردات الامريكية من اجمالي الصادرات والواردات العالمية، الاهمية النسبية المرتفعة للتجارة الخارجية الامريكية من اجمالي التجارة العالمية، المرتبطة بارتفاع الاهمية النسبية لانتاج الاقتصاد الامريكي من اجمالي لانتاج العالمي.

الا ان ما يلاحظ هو ان التعامل في بيع وشراء العملات الاجنبية في الاسواق المالية قد تعرض الى تقلبات وتغيرات واسعة والبعض منها تغيرات حادة وغير منتظمة وبحالات ليست بالقليلة نتيجة التغيرات المفاجئة وسريعة في اسعار صرف العملات الاجنبية، اي اسعار تحويل بعض هذه العملات الى البعض الاخر وبالذات بعد التخلي عن امكانية تحويل الدولار الى الذهب في نظام النقد الدولي الذي ساد بعد الحرب العالمية الثانية عندما قررت امريكا ايقاف تحويل الدولار الى الذهب مع بداية سبعينات القرن الماضي نتيجة زيادة الارصدة الدولارية خارج امريكا لاسباب عديدة منها الانفاق العسكري الامريكي في الخارج وزيادة تدفق رؤوس الاموال الامريكية نحو الخارج بالاضافة الى عجز الميزان التجاري الامريكي وغيرها من العوامل مما قابلها انخفاض مستمر في ارصدة امريكا من الذهب، اي الانخفاض في احتياطياتها الذهبية وهو الامر الذي قاد الى تعدد انظمه اسعار الصرف وعدم الاتفاق بين الدول على اساس موحد ومحدد لاسعار الصرف هذه، وما يعنيه هذا من عدم ثبات وعدم استقرار اسعار صرف العملات الاجنبية.

نتيجة للتغيرات الواسعة وغير المنظمة في اسعار صرف العملات الاجنبية وفي قيمة هذه التعاملات وفي اسعار الادوات الاخرى التي يتم التعامل بها في الاسواق المالية والنقدية الدولية ارتباطا بذلك، اضافة الى تغيرات في اسعار الفائدة والتي تترك اثار هامه على موازين مدفوعات الدول ومن ثم على اسعار صرف عملاتها نتيجة لحركات رؤوس الاموال بسبب اختلافات في اسعار الفائدة والتغيرات في اسعار الفائدة هذه حيث يتم الانتقال رؤوس الاموال من الاستخدام في الدول تكون اسعار الفائدة منها أقل الانخفاض عائدها الذي يمثلة سعر الفائدة الاقل هذا الى الدول التي ترتفع فيها اسعار الفائدة ويرتفع معها عائد رؤوس الاموال الذي يمثله سعر الفائدة المرتفع فيها، ولذلك اصبحت التعاملات في الاسواق المالية والنقدية الدولية، ومنها بشكل خاص سوق العملات الاجنبية من الاسواق ذات المخاطرة المرتفعة نتيجة سعه التعاملات في هذه الاسواق وحجومها الكبيرة

والنتيجة حدة التغيرات التي يمكن ان تتحقق فيها، ونتيجة عدم توفر المعرفة والمعلومات والخبرة الكافية بعمل هذه الاسواق.

ولوجود جهات عديدة يمكن ان تؤثر بدرجة مهمة على عمل هذه الاسواق من خلال الامكانات الضخمة المتاحة لديها كالمصارف التجارية والبنوك المركزية والمؤسسات المالية الاخرى الوسطاء والمضاربين والتجار وبالذات الكبار منهم، وهذا كله يمكن ان يقود الى تحقيق خسائر مرتفعة من ناحية وارباح مرتفعة من ناحية اخرى مرتبطا بدرجة مخاطرة مرتفعة التي ترافق في الغالب التعامل في هذه الاسواق، هو الامر الذي يفرض ضرورة دراسه هذه الاسواق مسبقا بدقة، دراسة دقيقة وتفصيلية تتيح التعرف على عمل ةذه الاسواق والياتها والقوة المؤثرة فيها والنتائج التي يمكن ان تنجم عن ذلك وكيفية تلاقي حصول مثل هذه النتائج وبالذات السلبية والضارة منها.

ومما لا شك فية ان قيمة عملات الدول في الاسواق بيع وشراء العملات اي اسعار صرفها والتي تتمثل باسعار تحويل بعضها الى بعض الاخر والتي تؤثر على عمل الاسواق المالية والنقدية الدولية بصورة عامة، واسواق العملات الاجنبية بصورة خاصة بدرجة كبيرة تتاثر بالعديد من العوامل الداخلية والخارجية والتي منها ما يلي:

- صادرات الدولة الى العالم الخارجي والتي تمثل طلبا على العملة المحلية للدولة من اجل الشراء منها، وعرضا لعملات الدول الاخرى التي يتم التعامل بها للحصول على ما يقابلها من العملة المحلية.

- واردات الدولة من العالم الخارجي والتي تمثل عرضةا لعملة الدولة المحلية من اجل شراء من العالم الخارجي، وطلبا على عملات الدول الاخرى التي يتم الشراء منها وذلك بالحصول على ما يقابل العملة المحلية من العملات الاجنبية للدول التي يتم التعامل معها.

- حركة رؤوس الاموال وانتقالها من والى الدولة والتي تتاثر بعوامل عديدة ومنها اسعار الفائدة حيث تخرج رؤوس الاموال من الدولة ويقل دخولها الى الدولة عند انخفاض معدلات اسعار الفائدة فيها، وتتجة رؤوس الاموال الى الدولة ويقل خروجها منها عند عند ارتفاع معدلات اسعار الفائدة منها.

الادوات الاخرى للتعامل في الاسواق المالية الدولية:[1]

ويتم عادة التعامل في الاسواق المالية الدولية بالعديد من الادوات اضافة الى التعامل ببيع وشراء العملات الاجنبية ومنها:

أولا: الحوالات الخارجية: تعد الحوالات الخارجية من الأدوات الأساسية في سوق الصرف الأجنبي، وتستخدم لتحويل العملات الأجنبية بين الدول لتمويل عمليات تجارية أو استثمارية، يتمثل دورها الرئيسي في تسهيل المدفوعات الدولية، خاصة في مجال التجارة الخارجية مثل الاستيراد والتصدير، حيث تستخدم هذه الحوالات لتسوية المدفوعات عبر قنوات متنوعة:

- **الحوالات المستندية** : ترتبط بمستندات تجارية تثبت صحة المعاملة، مثل الاعتمادات المستندية (Letter of Credit) التي تضمن البنوك فيها تنفيذ التزامات الدفع.

[1] Djebbar Mahfoud . Merimet Adila, Effects Of Islamic Financial Markets' Integration On The Performance Of Islamic Financial Sector: A Case Study Of Gulf Cooperation Council Countries, Algerian Journal of Financial and Banking Studies, Volume 13, Numéro 1, 2023, Pages 07.

- **الحوالات غير المستندية** : تنفذ دون مستندات تبرر الغرض التجاري، مثل تحويلات الأفراد للسفر أو الدراسة أو العلاج، ويعتمدون على ثقة الأطراف في النظام المصرفي.

- **السحوبات الزمنية المضمونة :** تصدرها البنوك كأداة وسطية لضمان تنفيذ التزامات الدفع في المستقبل، وتعرف بـالقبولات المصرفية (Banker's Acceptances)، وهي شائعة في التمويل التجاري الدولي.

تعتبر هذه الحوالات جزءا من سوق النقد، حيث تسهم في تحقيق سيولة فورية وتحويل العملات بين الدول، لكنها تختلف عن أدوات الاستثمار طويلة الأجل في الأسواق المالية الأخرى مثل الأسهم والسندات.

ثانيا: شهادات الإيداع: تصدر شهادات الإيداع من قبل البنوك والمؤسسات المالية الوسيطة، وتمثل ودائع نقدية بعملات أجنبية مقبولة عالميا (مثل الدولار أو اليورو)، تستخدم في التداول المالي الدولي، وتتميز هذه الشهادات بخصائص محددة:

- **المبالغ والأجل المحدد :** تصدر بقيم مالية متفاوتة ومدد استحقاق متنوعة، مما يجعلها جذابة للمستثمرين المؤسسيين والأفراد .

- **العائد الثابت أو المتغير** : تعتمد الفائدة على سعر الفائدة السائد في السوق، وتستخدم كأداة لجذب الودائع قصيرة الأجل من قبل البنوك.

- **الاعتماد على الثقة في المصدر**: تعتبر هذه الشهادات موثوقة بسبب إصدارها من مؤسسات مالية قوية، مثل البنوك التجارية الكبرى، مما يعزز جاذبيتها في الأسواق الدولية.

تستخدم شهادات الإيداع بشكل واسع في أسواق المال العالمية لتمويل العمليات القصيرة الأجل، خاصة في ظل سيولتها العالية وقدرتها على توفير عوائد مضمونة للمستثمرين.

ثالثا: الأدوات المالية والتجارية الأخرى:

تشمل الأسواق المالية الدولية مجموعة متنوعة من الأدوات التي تستخدم في التعاملات الدولية، وتختلف في طبيعتها ودرجة مخاطرها، ومن أبرزها:

- **أذون الخزانة:** تصدرها الحكومات لتمويل عجز الموازنة، وتتميز بانخفاض المخاطر الائتمانية، مما يجعلها من الأدوات المقبولة في الأسواق المالية الدولية.

- **السندات الحكومية:** تستخدم لجمع التمويل طويل الأجل، وتوفر عوائد ثابتة للمستثمرين، مثل سندات الخزانة الأمريكية التي تعد مرجعا عالميا لتسعير أدوات الدين.

- **اتفاقيات إعادة الشراء:** تستخدم من قبل البنوك المركزية والمؤسسات المالية لضمان السيولة قصيرة الأجل، حيث تبيع جهة أصلا ماليا (مثل السندات) لمشتر مقابل وعد بإعادة شرائه لاحقا بسعر أعلى، مما يوفر تمويلا مؤقتا بضمان الأصل المالي .

- **الأدوات التجارية قصيرة الأجل:** تصدرها الشركات الكبرى لتمويل احتياجاتها التشغيلية، وتتميز بفترات استحقاق قصيرة (عادة أقل من سنة)، وتستخدم في الأسواق النقدية الدولية لضمان سيولة الأنشطة التجارية.

تختلف هذه الأدوات في درجة السيولة والعائد، حيث تفضل الأسواق المتقدمة الأدوات ذات السيولة العالية (مثل السندات الحكومية)، بينما تركز الأسواق الناشئة على أدوات مالية أكثر مرونة تتناسب مع احتياجاتها، مثل السحوبات الزمنية أو الحوالات الخارجية.

تلعب الأدوات المالية المذكورة سابقا (الحوالات الخارجية، شهادات الإيداع، والأدوات المالية والتجارية) أدوارا متعددة في الأسواق المالية الدولية، من تمويل التجارة إلى إدارة السيولة وتقليل المخاطر، كما تعد جزءا من منظومة أوسع تشمل أسواق المال (Capital Markets) وأسواق النقد (Money Markets)، وتختلف في درجة القبول حسب طبيعة الأداة وسمعة المصدر، في الأسواق الناضجة تسهم هذه الأدوات في تعزيز الكفاءة المالية وتوفير سيولة فورية، بينما تواجه الأسواق الناشئة تحديات في استخدامها بسبب محدودية الثقة في المؤسسات المصدرة أو ضعف البنية التنظيمية .

متطلبات التعامل في الاسواق المالية الدولية: ان التعامل في الاسواق المالية الدولية يقتضي توفر العديد من الامور والجوانب ومنها ما يلي:[1]

أولا: توفر المعلومات الكافية والدقيقة: يعد توفر المعلومات الشفافة والمحدثة عن الأسواق المالية الدولية شرطا أساسيا لضمان كفاءة التعاملات، تشمل هذه المعلومات تحليل عوامل العرض والطلب على الأدوات المالية (مثل الأسهم والسندات)، وتقييم تفاعلات السوق وتأثيرها المتبادل، بالإضافة إلى مراقبة أسعار الأصول وتحديد درجة المخاطر المرتبطة بها، هذا الدور يسهم في تقليل الخسائر المحتملة وزيادة العوائد عبر اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة.

ثانيا: متابعة التغيرات والاتجاهات في السوق: تتطلب الأسواق الدولية مراقبة مستمرة للتغيرات السريعة والاتجاهات الاقتصادية والسياسية التي تؤثر على أسعار الأدوات المالية، فالتقلبات في معدلات الفائدة أو السياسات النقدية قد تغير من ديناميكيات السوق بشكل مفاجئ، مما يستدعي استجابة فورية من المستثمرين، ولذلك تعد هذه المتابعة ضرورية لتجنب الخسائر الناتجة عن التأخر في اتخاذ القرارات، خاصة في الأسواق ذات التقلبات العالية والتي تكون واسعة النطاق في حالات معينة.

ثالثا: سرعة إتمام الصفقات وتنفيذها: تعتبر السرعة في إجراء التعاملات عاملا حاسما في الأسواق المالية الدولية، حيث يمكن أن تؤدي التأخيرات حتى في الثواني إلى خسائر مالية كبيرة بسبب التقلبات السريعة، وهوما ينصح به في الاعتماد على أنظمة تداول إلكترونية متطورة أو منصات تفاعلية لضمان تنفيذ الأوامر في الوقت المناسب.

رابعا: تقييم تأثير أسعار الصرف والتقلبات: يجب أخذ تقلبات أسعار الصرف بين العملات الرئيسية (مثل الدولار، اليورو، والين الياباني) في الاعتبار عند تنفيذ التعاملات الدولية، هذه التقلبات قد تغير من قيمة الاستثمار أو تزيد من المخاطر النظامية، خاصة في الأسواق الناشئة التي تتأثر بشكل أكبر بتغيرات العملات، لذا يفضل استخدام أدوات التحوط (مثل العقود المستقبلية أو الخيارات) لتقليل المخاطر المرتبطة بأسعار الصرف.

خامسا: الاعتماد على الأسواق المالية الرئيسية: تبرز أهمية بعض الأسواق المالية والنقدية الدولية مثل سوق نيويورك وسوق لندن وسوق طوكيو وسوق فرانكفورت وسوق زيوريخ، حيث تمثل هذه الأسواق محركا

[1] Abbes Djamel Eddine . Benmansour Moussa, The Impact Of Inside Information Manipulation On The Efficiency Of Financial Markets: A Case Study Of The Amman Stock Exchange, Forum Journal for Economic Studies and Research, Volume 7, Numéro 1, 2023, Pages 469.

رئيسيا للتعاملات العالمية، لتتميزها بالسيولة العالية وتنوع أدواتها المالية، مما يجعلها مراكز جذب للمستثمرين المؤسسيين والأفراد، ومع التطور التكنولوجي أصبحت هذه الأسواق تعمل بشكل متداخل على مدار الساعة، مما يمكن المستثمرين من الاستجابة الفورية للتغيرات.

سادسا: دور المؤسسات المالية الوسيطة: تلعب المؤسسات المالية الوسيطة، خاصة البنوك التجارية، دورا محوريا في تسهيل التعاملات الدولية عبر توفير السيولة وتقديم خدمات استشارية، هذه المؤسسات تساهم في توجيه المستثمرين نحو الأدوات المالية المناسبة، ومساعدتهم في تحليل المخاطر، وتوفير آليات تنفيذ فعالة للصفقات.

يتطلب التعامل الفعال في الأسواق المالية الدولية مجموعة من المتطلبات، منها: توفر المعلومات الدقيقة، متابعة التغيرات السوقية، سرعة تنفيذ الصفقات، وتحليل تأثير أسعار الصرف، إلى جانب ذلك تعد الأسواق الكبرى مثل نيويورك ولندن جزءا من البنية التحتية المالية العالمية، بينما تعتبر المؤسسات المالية الوسيطة محركا رئيسيا لتحسين كفاءة التعاملات وجذب الاستثمارات، كل هذه العوامل مجتمعة تحدد نجاح المستثمرين في تحقيق العوائد المطلوبة بأقل قدر من المخاطر.

المطلب الثالث: اجراءات و مستلزمات تطوير الاسواق المالية العربية

1. إجراءات ومستلزمات تطوير الأسواق المالية العربية:[1]

هنالك العديد من الاجراءات والتي يمكن ان تضمن توفر المستلزمات المطلوبه لعمل الاسواق المالية العربية ومنها ما يلي:

1- تعزيز التعاون المؤسسي لتطوير الأسواق: يعد التعاون الجاد بين الجهات المعنية (الحكومات، البنوك المركزية، والمؤسسات المالية) شرطا أساسيا لتطوير الأسواق المالية العربية، من خلال وضع استراتيجيات موحدة تهدف إلى تحسين كفاءة السوق وتعزيز الشفافية في التعاملات، مما يساهم في بناء الثقة بين المستثمرين المحليين والأجانب.

[1] Babas Mounira, Securities Tokenization: The Third Wave Of Financial Market Evolution -world Bank Bond-i Case Study-, Journal of Finance and Business Economics, Volume 8, Numéro 1, 2023, Pages 1172.

2- إنشاء هيئات تنظيمية فاعلة: يجب تأسيس هيئات تنظيمية قوية تمتلك الإمكانيات اللازمة لإدارة الأسواق بكفاءة، مثل الهيئات الرقابية المستقلة التي تطبق معايير دولية في الإفصاح المالي والحوكمة، هذه الهيئات تلعب دورا محوريا في تحسين بيئة الاستثمار وزيادة السيولة.

3- دعم النشاطات الاقتصادية وزيادة تنوعها: يعتبر نمو الاقتصاد وتعدد المشروعات (خاصة الصغيرة والمتوسطة) من العوامل الحاسمة لتطوير الأسواق المالية، فكلما زاد عدد الشركات المدرجة وتنوع الأدوات المالية، ارتفع العرض والطلب على الأوراق المالية، مما يعزز سيولة السوق ويزيد من جاذبيتها للمستثمرين.

4- تطوير المؤسسات المالية الوسيطة: تلعب المؤسسات المالية الوسيطة (مثل البنوك الاستثمارية وشركات التمويل) دورا رئيسيا في تمويل المشاريع وتقديم الخدمات المالية، يتطلب تطوير هذه المؤسسات تعزيز قدراتها التشغيلية وتوسيع نطاق خدماتها، خاصة في مجال التمويل طويل الأجل ودعم الاستثمارات المنتجة.

5- تحديث أدوات التداول والبنية التحتية: اصبح من الضروري تبني أدوات مالية حديثة (مثل السندات الخضراء أو الصناديق المتداولة في البورصة ETFs) وتطوير البنية التحتية الرقمية للأسواق (مثل أنظمة التداول الإلكتروني وتقنيات البلوك تشين)، هذا التحديث يحسن كفاءة التداول ويقلل من تكاليف العمليات المالية.

6- توجيه التعاملات نحو الاستثمار الحقيقي: تواجه الأسواق العربية تحديا يتمثل في ارتباطها بتعاملات مالية غير منتجة (مثل المضاربة على الأسهم دون علاقة بالاقتصاد الحقيقي)، لذا يجب إعادة توجيه السيولة نحو قطاعات إنتاجية (مثل الطاقة المتجددة أو التصنيع)، مما يعزز دور هذه الأسواق في التنمية الاقتصادية.

7- تعزيز التكامل بين الأسواق العربية: يتطلب تطوير الأسواق المالية العربية تعاونا إقليميا لربط هذه الأسواق معا عبر آليات مثل الربط الإلكتروني أو الأنظمة الموحدة للإفصاح المالي، هذا التكامل يقلل من الفجوة التنظيمية ويزيد من السيولة عبر الحدود.

8- تحسين البيئة الاستثمارية: لاستقطاب الاستثمارات يجب ضمان استقرار الاقتصاد الكلي وتقليل المخاطر السياسية والتنظيمية، تشمل هذه الإجراءات تطوير القوانين المالية، تعزيز الشفافية، وتوفير حماية قانونية للمستثمرين، مما يعزز الثقة في الأسواق العربية.

9- تقليل الاعتماد على الخارج: تعاني الأسواق العربية من تبعية كبيرة للسياسات والتعاملات الدولية، مثل الاعتماد على العملات الأجنبية أو التمويل الخارجي، لتحسين استقلالية هذه الأسواق، يوصى بتنمية أدوات محلية (مثل السندات بالعملات المحلية) وتشجيع الاستثمار العربي الداخلي.

يعد تطوير الأسواق المالية العربية عملية متعددة الأبعاد، تتطلب تعزيز التعاون المؤسسي، تحديث الأدوات المالية، وربط التعاملات بالاقتصاد الحقيقي، إلى جانب ذلك يساهم تقليل التبعية الخارجية وتعزيز التكامل الإقليمي في بناء أسواق أكثر استقرارا وفاعلية، ومع ذلك يعتمد نجاح هذه الإجراءات على تبني سياسات مالية مرنة وتشريعات داعمة تعزز اكثر الافصاح والشفافية وتحمي المستثمرين.

2. التحديات التشريعية والفنية في تطوير الأسواق العربية: [1]

أولا: التحديات التشريعية: تواجه الأسواق المالية العربية تحديات تشريعية تعيق تطورها، أبرزها غياب التشريعات الموحدة بين الدول العربية، مما يؤدي إلى تباين المعايير التنظيمية وصعوبة تحقيق التكامل المالي، فعدم وجود قواعد موحدة للحوكمة وتنظيم التداولات يقلل من جاذبية هذه الأسواق للمستثمرين الأجانب، ويعرقل تدفق الاستثمارات البينية بين دول المنطقة، إلى جانب ذلك ضعف آليات الحماية القانونية للمستثمرين يساهم في ارتفاع مخاطر الاستثمار، حيث تفتقر العديد من الدول العربية إلى قوانين صارمة تجبر الشركات على الإفصاح المالي الشفاف أو حماية حقوق المساهمين الصغار، كما تعاني هذه الأسواق من تشريعات غير مرنة تحد من استخدام الأدوات المالية الحديثة مثل السندات الخضراء أو الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs)، مما يقلل من تنوع الأدوات المتاحة ويحد من سيولة السوق.

ثانيا: التحديات الفنية: من الناحية الفنية تعاني الأسواق العربية من بنية تحتية رقمية محدودة، حيث تفتقر العديد من البورصات العربية إلى أنظمة تداول إلكترونية متطورة تمكن من تنفيذ الصفقات بسرعة وكفاءة، هذا الوضع يضعف قدرة الأسواق على المنافسة مع الأسواق العالمية التي تعتمد على تقنيات متقدمة مثل الذكاء الاصطناعي وتحليل البيانات الكبيرة، ومع ذلك ضعف استخدام التكنولوجيا المالية في إدارة المخاطر وتوفير الخدمات المالية يقلل من كفاءة التعاملات، خاصة في ظل انتشار التعاملات اليدوية أو نصف الرقمية في بعض الدول العربية، إلى جانب ذلك تواجه الأسواق تحديات في إدارة البيانات وتحليلها بدقة، حيث تفتقر المؤسسات المالية إلى أدوات تحليلية متطورة لتحديد الاتجاهات الاقتصادية أو تقييم مخاطر الاستثمار، مما يعقد من اتخاذ القرارات الاستثمارية المستنيرة.

ثالثا: التحديات المرتبطة بالتكامل الإقليمي: تعد الاعتماد الكبير على الأسواق الخارجية أحد التحديات الرئيسية، حيث تسيطر العملات الأجنبية (مثل الدولار أو اليورو) على التعاملات المالية، بينما تظل العملات المحلية محدودة التداول بسبب ضعف الثقة فيها، هذا الوضع يزيد من هشاشة الاقتصادات العربية أمام التقلبات العالمية، كما يقلل من فعالية السياسات النقدية المحلية، ومع غياب آليات التكامل بين الأسواق العربية يجعل من الصعب توحيد المعايير التنظيمية أو تحسين السيولة عبر الحدود. على سبيل المثال لا الحصر تفتقر الدول العربية إلى منصات إلكترونية مشتركة أو أنظمة إفصاح مالية موحدة، مما يعيق تبادل المعلومات ويزيد من تكاليف التعاملات بين الدول.

رابعا: ضعف الثقة في البيئة الاستثمارية: تعتبر البيئة الاستثمارية غير المستقرة عائقا رئيسيا لتطوير الأسواق المالية، حيث يرتبط استقرار السوق بعدة عوامل مثل الاستقرار السياسي والاقتصاد الكلي. وغياب الشفافية في الإدارة المالية وغياب الحوكمة الرشيدة تضعف ثقة المستثمرين، خاصة في ظل محدودية الإفصاح عن البيانات المالية أو ضعف تطبيق قواعد الحوكمة كما أن التشريعات الضريبية الغير المواتية تقلل من جاذبية الأسواق العربية، حيث تفرض بعض الدول ضرائب مرتفعة على الأرباح الرأسمالية أو تحديدات على تحويل الأرباح، مما يحفز المستثمرين على التوجه إلى أسواق أكثر مرونة

يتطلب تطوير الأسواق المالية العربية معالجة متعددة الأبعاد، تشمل تحديث للتشريعات المالية بهدف ضمان الشفافية والحوكمة، ودعم التحول الرقمي عبر اعتماد تقنيات متقدمة مثل البلوك تشين وأنظمة التداول

[1] Douadi - Amiar Lila . Ferhati Naima . Kehri Samir, The Financial Consequences Of Adopting An Unconventional Monetary Policy: The Case Of The Euro Area, Journal of Advanced Economic Research, Volume 8, Numéro 1, 2023, Pages 43.

الإلكتروني، إلى جانب ذلك يعد تعزيز التكامل الإقليمي وربط الأسواق العربية بروابط تنظيمية وتقنية ضروريا لتحقيق سيولة أكبر وتنويع في الأدوات المالية، وفي الاخير يتطلب بناء الثقة في هذه الأسواق تبني سياسات مالية مستقرة وتشريعات داعمة للاستثمار، مع التركيز على حماية حقوق المساهمين وتحسين بيئة الحوكمة.

خاتمة الفصل الثاني:

يمثل هذا الفصل محاولة شاملة لفهم البنية التحتية النظرية للأسواق المالية، بدءا من جذورها التاريخية وصولا إلى آليات عملها المعاصرة، مع تركيز خاص على واقعها في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، فقد تتبعنا التطور التاريخي للأسواق المالية، بدءا من التداولات البدائية في المقاهي والشوارع مرورا بظهور البورصات المنظمة في القرن التاسع عشر، ووصولا إلى التعقيدات الحالية التي تتمثل في الأسواق المشتقة والعولمة المالية، وقد أظهر التحليل أن الأزمات البورصية كتلك التي شهدتها فترات الكساد الكبير وأزمة 2008، كانت محفزات أساسية لإصلاحات تشريعية عميقة، كقانون ساربانيز-أوكسلي التي هدفت إلى تعزيز الشفافية والمساءلة.

فيما يخص خصائص الأسواق المالية، اتضح أن الأسواق الناشئة تواجه تحديات فريدة، مثل محدودية السيولة وهيمنة الاستثمارات قصيرة الأجل، لكنها تتبنى استراتيجيات مبتكرة كإصدار منتجات مالية في الأسواق الخارجية، رغم صعوبات التسعير الناجمة عن اختلاف المعايير التنظيمية، أما على الصعيد الاقتصادي فقد أكد الفصل على الدور المحوري للأسواق المالية في تعبئة المدخرات وتحفيز النمو في شتى المجالات للدول انطلاقا من السوق المالي، عبر آليات كفاءة تخصيص الموارد وإدارة المخاطر.

من ناحية التقسيمات والأدوات، سلطنا من خلال هذا الفصل الضوء على تنوع الأسواق المالية، بدءا من السوق الأولي الذي يسهل جمع رأس المال، ومرورا بالسوق الثانوي الذي يعزز السيولة، وانتهاءا بالأسواق الدولية التي تربط الاقتصادات عبر الحدود. كما تناول الأدوات المالية المتعددة، من أسهم وسندات إلى مشتقات معقدة، مشيرا إلى أهمية ضوابط الإصدار والتسجيل لضمان حماية المستثمرين.

باختصار يقدم هذا الفصل رؤية متكاملة للأسواق المالية كعصب للاقتصاد الحديث، يجمع بين التعقيدات التاريخية والضرورات المعاصرة من خلال ابراز الفائدة القيمة و المرجوة من خلال النهوض بهذا العنصر الفعال، يبرز الحاجة إلى سياسات متوازنة تربط بين الابتكار والتنظيم، خاصة في ظل التحولات الجيوسياسية والتكنولوجية التي تشكّل ملامح القرن الحادي والعشرين.

الفصل الثالث:

نظام المعلومات في الأسواق المالية

مقدمة الفصل:

يعتبر نظام المعلومات الركيزة الأساسية التي تقوم عليها فعالية الأسواق المالية وشفافيتها، إذ يمكن هذا النظام المشاركين في السوق من الوصول إلى البيانات الدقيقة وتحليلها في الوقت المناسب، مما يدعم اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وفي ظل التطورات التكنولوجية المتسارعة وتعقيدات البيئة المالية المعاصرة، أصبحت جودة المعلومات وكفاءة تدفقها عاملا حاسما في تعزيز الثقة بين الأطراف المختلفة، من مستثمرين ومقرضين وهيئات رقابية.

يتناول هذا الفصل بالدراسة والتحليل نظام المعلومات في الأسواق المالية من خلال ثلاثة محاور رئيسية متمثلة في الإطار النظري للنظام الذي يشمل تعريفه وعناصره الأساسية، مع تسليط الضوء على التطورات التكنولوجية التي أعادت تشكيل آليات جمع البيانات ومعالجتها، مع ابراز العلاقة التكاملية بين النظام والحوكمة حيث يستكشف دور الإفصاح والشفافية في تعزيز نزاهة الأسواق، وكيف تساهم ممارسات الحوكمة الرشيدة في تحسين جودة المعلومات المقدمة للمستثمرين، مع التطرق الى تناظر المعلومات وكفاءة الأسواق عبر فرضية السوق الكفء (EMH) وتحليل العوامل المؤثرة في توازن تدفق البيانات، مثل اللاتساق المعلوماتي ومصادر المعلومات المعتمدة.

يهدف هذا الفصل إلى تقديم رؤية شاملة لدور النظام المعلوماتي في تحقيق التوازن بين مصالح الأطراف الفاعلة، مع التركيز على التحديات التي تواجهها الأسواق الناشئة في ظل التباين بين المعايير الدولية والخصوصيات المحلية، كما يسلط الضوء على الأبعاد المحاسبية والتشريعية التي تدعم تفعيل هذه النظم، انطلاقا من ضرورة مواكبة التطورات العالمية في مجال الحوكمة والرقابة المالية.

من خلال هذا الفصل سعينا لتحليل ورفع اللبس عن مساهمة نظام المعلومات في تعزيز كفاءة الأسواق المالية وموثوقيتها، خاصة في ظل تنامي حاجة الاقتصادات الناشئة إلى جذب الاستثمارات وبناء بيئة استثمارية قائمة على الشفافية.

المبحث الأول:الإطار النظري لنظام المعلومات

تعد نظم المعلومات في الأسواق المالية نواة لضمان كفاءة تخصيص الموارد وتحقيق الشفافية في التعاملات، حيث تسهم في تحويل البيانات الخام إلى معلومات مفيدة تدعم اتخاذ القرارات الاستثمارية والمالية، ففي ظل التطورات الاقتصادية المتسارعة واعتماد المستثمرين على البيانات الكمية والنوعية في تقييم الفرص، أصبحت هذه النظم ركيزة أساسية لبناء الثقة بين الأطراف المتعاملة وتحسين جودة السوق، ان نظام المعلومات هو "مجموعة من الإجراءات المتصلة التي تعمل على جمع وتسجيل وتبويب وتحليل البيانات المالية والمحاسبية لدعم العمليات الإدارية والاقتصادية"، وهو ما يبرز أهميته في تقليل مخاطر الاستثمار وتعزيز الكفاءة السوقية.

يرتبط دور نظام المعلومات بعدة وظائف محورية التي تساهم في تحسين الأداء المالي للمؤسسات وتعزيز قدرة الأسواق على استيعاب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وتعد كأداة لربط المدخرين بالمستثمرين عبر توفير قنوات مالية شفافة، مما يقلل من فجوة المعلومات بين الطرفين ويزيد من سيولة السوق، إلى جانب ذلك يلعب

التحول الرقمي دورا حاسما في تطوير نظم المعلومات، حيث ساهمت التكنولوجيا الحديثة مثل الذكاء الاصطناعي وتحليل البيانات الكبيرة في تحسين كفاءة المعالجات وتخفيض تكاليف التداول، خاصة في الأسواق المتقدمة التي تطبق معايير المحاسبة الدولية.

المطلب الأول: مفهوم نظام المعلومات

تعد المعلومات المادة الاولية في اتخاذ القرار، فاذا كانت عملية الانتاج تتطلب المواد الاولية فان المادة الخام اتخاذ القرار هي البيانات والمعلومات التي يتوفر عليها متخذ القرار ويتوقف القرار على مدى صحة المعلومات وتخزينها ووصولها في الاوقات المناسبة الى مراكز اتخاذ القرار[1]، ونظام المعلومات له علاقة ترابطية مع كفاءة الاسواق المالية ولذا سوف نحاول البحث في العناصر الاتية:

- مفهوم نظام المعلومات وعناصره.
- خصائص النظام المعلومات.

تعريف المعلومات:[2]

يمكن تعريف المعلومة بانها عبارة عن مجموعة البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها وهي ذات قيمة حقيقية او متوقعة في العمليات الجارية المستقبلية لاتخاذ القرارات، ويجب ان تضيف الى ما ندركه عندما كان او حدث ما وان توضح لمستخدميها شيئا لا يعرفه او لا يمكن التنبؤ به، فالمعلومة تعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض من المخاطر عدم التاكد لأية حالة، وحتى تؤدي المعلومة دورها الكامل لابد ان تتصف بجملة من الخصائص مثل الدقة والملائمة وتوفير المعلومات في الوقت المناسب والشمول والاستمرارية اي الانتظام في نشر المعلومة بصفة دورية واخيرا العدالة و نعني بها توفر المعلومات والبيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي.

تعريف نظام المعلومات: [3]

يمكن تعريف نظام المعلومات على انه مجموعة النظم الفرعية للافراد والبيانات والاجراءات والمعدات والبرامج، كما يمكن تعريفه على انه مجموعة القواعد والاجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة الى شخص المناسب لاتخاذ اكفأ قرار او التصرف الاحسن في الوقت المعين.

وهناك تعريف اخر يرى بانه عباره عن تجميع للافراد والادوات والمعدات وتشغيل البيانات ووسائل الادخال ومعدات الاتصال وذلك لامداد بالمعلومات الحقيقية والشاملة والمرتبطة باحتياجها في الوقت المناسب وتشغيل ومراقبة اعمال المؤسسة، ولذلك نستطيع تعريف نظام المعلومات على انه مجموعة عناصر موارد بشرية ومادية... الخ تسمح بالمعالجة والتخزين وايصال المعلومات.

---

[1] طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص55.

[2] دعاء نعمان الحسيني، عدنان سالم قاسم، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على عائد ومخاطر الاستثمار بالأوراق المالية –دراسة تطبيقية على عينة من أسهم الشركات المسجلة في سوق المال السعودي للفترة 2002-2003، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 21، جامعة تكريت، العراق، 2011، ص57.

[3] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية – تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص 132.

يعرف نظام المعلومات بأنه مجموعة من المكونات المترابطة التي تستخدم لجمع البيانات وتخزينها ومعالجتها وتوزيعها للجهات المعنية لدعم عمليات اتخاذ القرار وتحقيق أهداف المؤسسة أو السوق المالي في هذه الحالة.

عناصر النظام المعلومات:[1]

ان نظام المعلومات كغيره من الانظمة الاخرى لكنه متميز بكونه عامل مؤثر لا يمكن الاستغناء عنه، والذي يتكون من العناصر الاتية:

- المدخلات: والتي تتمثل في بيانات تاريخية وتقديرية عن عمليات المؤسسة وقد تكون هذه البيانات المالية احصائية عينية(مادية) والمعنوية(الغير ملموسة)... الخ.

- المخرجات: وهي متغيرات الخروج وتكون مرتبطة مباشرة بتحقيق اهداف النظام واتخاذ القرارات وقد تكون هذه المعلومات مالية او عينية في شكل نسب او رسوم بيانية او غيرها والتي منشأنها ان تأثر على عملية صنع القرار.

وعن طريق المعالجة تتحول البيانات التي تشكل مدخلات النظام المعلومات الى معلومات جاهزة وصالحة للاستعمال والتي تشكل مخرجات النظام المعلومات، وهذا طبقا للطرق والنماذج المحاسبية او الرياضية او الاحصائيه او غيرها، والتي ممكن ان تحول المعلومات الناتجة عن النظام المطبق وان يتم استعمالها مرة اخرى كبيانات في دورة اخرى للمعالجة وتسمى هذه الحالة معلومات التغذية العكسية.

مصادر المعلومات : [2]

تعد المعلومات المالية جسرا بين الجهات الاقتصادية المختلفة، حيث يعتبر ادراك وتفهم مصادر المعلومات عنصرا اساسيا حتى يمكن للمدراء التعايش مع مختلف هذه المعلومات، وعموما مصادر المعلومة تتمثل في مصدرين بالنسبة للمؤسسة وهي المصادر الداخلية والمصادر الخارجية للمعلومات.

- **المصادر الداخلية للمعلومات:** ومصدرها يكون من داخل المؤسسة كتقارير منتظمة، والغير المنتظمة التي تعدها الادارات المختلفة بكمية كبيرة من المعلومات الطويلة والمتوسطة والقصيرة الاجل، يمكن استخدامها في تجميع المعلومات اضافة الى هذا نجد مصدرا اضافيا للمعلومات ومثلا في العمال حيث يقدمون معلومات بطريقة غير رسمية في المحادثة غير الرسمية مع العمال خلال فترة الراحة عن السياسات في المعدات الجديدة اول قديمه يمكن ان تقدم معلومات جيده ومفيده كما لا ننسى المعلومات التي توفرها المحاسبة تحليلية وهي معلومات داخلية جد هامة تعتمد عليها المؤسسة في تسيير والادارة.

- **الخارجية للمعلومات:** وهي معلومات تاتي من خارج المؤسسة، ويمكن الحصول عليها من خلال عملية شراء المعلومات من خارج المؤسسة وهي عملية متكررة وضرورية، مثل المعلومات التي تتحصل المؤسسة عليها من مكاتب البحوث والدراسات... الخ.

- **النشرات:** تلك المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسات عن طريق الاشتراك في مجلات او جرائد

[1] مبارك بن زاير، دور المعلومات في تعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2016، ص 247.
[2] بن اعمر بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية – دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 1، العدد 2، 2012، ص 241.

متخصصة.

خصائص نظام المعلومات: [1]

يمتاز نظام المعلومات الجيد بالدقة (يجب من خلالها ان تكون البيانات خالية من الاخطاء و تعكس الواقع الاقتصادي و السوق بشكل موثوق)، وان تتوفر هذه المعلومات في التوقيت المناسب لاتخاذ القرارات فعالة خاصة فيما يخص الاسواق المالية المتغيرة بسرعة، والشمولية من خلال تغطيتها جميع الجوانب ذات الصلة بالقرارات مثل البيانات المتعلقة بالمؤسسات والاسواق على حد سواء، مع السهولة في الوصول اليها من قبل الجهات المعنية الى المعلومات عبر منصات رقمية وادوات تحليلية متاحة، من خلال ما سبق تتحدد خصائص نظام المعلومات بما يلي:

الهدف من النظام: يعني توفير المعلومة اللازمة للانظمة الاخرى داخل المؤسسة وخارجها بصفة عامة وتوفير المعلومات اللازمة لنظام القيادة بصفة خاصة، ان نظام المعلومات يساعد على تسيير الجيد للمؤسسة انطلاقا من القرارات الجيدة والموثوق بها التي يمكن اتخاذها استنادا الى المعلومات التي تتصف بالدقة والصحة والتي تخفض من حالة المخاطره.

هيكل نظام المعلومات: الخاصية الثانية لانظمة المعلومات هي انها انظمة تتعامل مع الافراد والالات وتختلف كثافة استخدام كل من العنصرين استينادا الى حجم الوحدات الاقتصادية، فزيادة حجم الوحدة الاقتصادية تزيد الكثافة لصالح استخدام الالي، ولذا نجد من نظام المعلومات ما يستخدم وسائل الالية مساعدة بسيطة ومحدوده نظرا لصغر حجم الوحدة الاقتصاديه.

عمليات النظام: تستعمل عمليات نظام المعلومات من خلال استلام التسجيل والتخزين والاسترجاع والاعداد، العرض واتخاذ القرارات، فاتخاذ المعلومات يترجم المعلومات عن البيئة وعن محتوياتها كمدخلات.

تخزن هذه المعلومات ويلحقها بمعلومات سبق تخزينها ويعاد استعمالها في اي لحظة يطلبها المدراء قصد اتخاذ القرارات بخصوص حدث او عملية معينة.

المطلب الثاني:وظائف و أهمية نظام المعلومات

1. الجهات المهتمة بالمعلومات[2]:

هنالك عدة طوائف تهتم بالمعلومات فهي الاساس الذي تعتمد عليه لاتخاذ قرارات رشيدة كل حسب اهدافه، و فيما يلي اهم الاطراف المهتمة بالمعلومات:

- المقرضون: قد تتلقى المنشاة قروض سواء كانت قصيرة او طويلة الاجل ومن مصادر مختلفه قد تكون عن طريق البنوك او عن طريق الاسواق المالية في شكل اسهم او سندات، فهم بامس الحاجة الى معلومات تسمح بتحليل توقعات التدفقات النقدية والاموال وتقييم القدرة الارادية على المدى الطويل وذلك كمصدر اساسي للشعور بالاطمئنان بشان قدرة المنشاة على سداد قوائم واصول الدين في ظل مجموعة متنوعة ومتقلبة من الظروف الاقتصادية.

[1] مصطفاوي آمال فراح، عيسى نجاة، فعالية التداول الإلكتروني في تحسين مؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية – دراسة حالة سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد 12، العدد 2، 2018، ص290.

[2] حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 2، العدد 4، 2013، ص123.

- **المستثمرون:** ويعتبر المستثمرون اكثر الاطراف ارتباطا بالمنشاة واكثرهم تعرضا للمخاطرة كما انهم اكثر الاطراف التي تجري المكاسب في حالة نجاح المؤسسة او المنشاة، وفي نفس الوقت اكثر الاطراف تحملا للخسائر في حالة فشلها، لذلك يحتاج المستثمرون الحاليون والمرتقبون الى المعلومات بصفة مستمرة حتى يتمكنون من تقييم الفرص الاستثمارية المتاحة والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية، واتخاذ القرارات المتعلقه بتوظيف مواردهم بصورة ناجحة، كما يحتاج الى المتابعة المستمرة وتقدير الاحتمالات المستقبلية لتقدير كيف تسير الامور ولتحديد ما اذا كان يزيد من استثماراتة او يحفظها او يتحول الى مشروع اخر.

- **الاداره:** تعتبر الادارة من بين الجهات التي تهتم بالمعلومات لانها ذات المصلحة الاولى في معرفة الوضع المالي للمنشاة وربحياتها وتقدمها وتقوم باجراء تحليل البيانات بصفة مستمرة نظرا لمعايشتها اليومية لظروف المنشاة وقدرتها اللامحدودة في الاطلاع على السجلات المحاسبية الداخلية وغيرها، ويكمن الهدف الرئيسي لها من وراء استغلال المعلومات وتحليلها هو ممارسة الرقابه على اعمال المنشاه والنظر اليها في نفس الزاويه التي تراها بها الاطراف الخارجية المهتمة بالمنشاة، وملاحظة اهم التغيرات واتجاهاتها مما يسمح باتخاذ الاجراءات المناسبة لمواجهة الاتجاهات السلبية في الوقت المناسب وهو ما يمثل جوهر الرقابة.

- **الجهات الحكومية:** تحتاج الجهات الحكومية بدورها الى المعلومات حتى تتمكن من رسم بعض السياسات على المستوى الكلي، كما تحتاج الادارة الضريبية الى المعلومات المالية عن الشركة لإمكان حساب الضرائب المستحقة عليها.

- **مراقبي الحسابات:** يحتاج مراقب الحسابات الى الحصول على كافة المعلومات والايضاحات الكافية لابداء رايه الفني المحايد عن ماذا اظهار القوائم المالية للمنشأة لكافة الحقائق والمعلومات بعدالة وموضوعية، وانها اعدت في ضوء المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، ويعتبر تقرير مراقب الحسابات عنصر الثقة في القوائم المالية التي تعدها المنشاة.

2- أنواع نظم المعلومات: [1]

نظم دعم القرار DSS – Decision Support Systems :

تعرف نظم دعم اتخاذ القرار (DSS) بأنها أنظمة تستخدم لدمج وتحليل البيانات المعقدة ودعم اتخاذ القرارات غير الروتينية أو الاستراتيجية، تساهم هذه النظم في تقديم تحليلات متقدمة عبر استخدام نماذج رياضية وأدوات تحليلية، مما يمكن المديرين من تقييم البدائل واتخاذ قرارات مبنية على معلومات دقيقة، تستخدم هذه النظم في مجالات مثل تحليل السوق المالي أو تقييم المخاطر الاستثمارية، حيث تعتمد على البيانات المستخلصة من قواعد البيانات المدارة عبر أنظمة مثل نظم إدارة قواعد البيانات (DBMS)، تعد هذه النظم جزءا من فئة أوسع تعرف بـالنظم القائمة على المعرفة، والتي تركز على دعم الأنشطة الاستراتيجية والتحليلية.

نظم إدارة قواعد البيانات Database Management System-DBMS

تعني نظم إدارة قواعد البيانات بجمع البيانات وإدارتها وتخزينها بطريقة منظمة، مما يسهل استرجاعها وتحليلها عند الحاجة، تعد هذه النظم أساسية في توفير البيانات الموثوقة التي تستخدم كمدخلات لأنظمة دعم القرار (DSS) وغيرها من النظم المالية والإدارية.

[1] حسان طاهر شريف، دور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية – دراسة تجارب دولية، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة مالية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2020، ص 196.

تشمل وظائفها الرئيسية:

إدارة البيانات : تنظيم البيانات وتحديثها بانتظام لضمان دقتها وتوافرها.

استخلاص التقارير : إنتاج معلومات مجمعة من قواعد البيانات للاستخدام في التحليلات المالية أو الإدارية.

ربط النظم : تعمل كأداة لدمج البيانات من مصادر متعددة، مما يعزز كفاءة النظم الأخرى مثل نظم دعم القرار أو نظم المعلومات الإدارية (MIS).

توجد علاقة تكاملية بين نظم دعم القرار (DSS) ونظم إدارة قواعد البيانات (DBMS)، حيث تعتبر الأخيرة القاعدة الأساسية لتوفير البيانات المنظمة التي تستخدم في التحليلات والاستنتاجات التي تقدمها نظم DSS، فعلى سبيل المثال تستخدم قواعد البيانات المدارة عبر DBMS لاستخراج مؤشرات السوق أو تقارير الأداء المالي، والتي تشكل مدخلات أساسية لتحليل المخاطر أو تقييم الفرص الاستثمارية في الأسواق المالية.

يضم النظام المتكامل للمعلومات الادارية العديد من النظم التي تخدم الكثير من الاغراض الادارية في المؤسسة بحيث ان هذه الاخيرة لا توجد بصورة منفصلة عن بعضها البعض بل لابد من تكاملها معا في نظام واحد، لذلك فانه عند تصميم اي نظام فرعي للمعلومات كنظام الانتاج، التسويق الخاص بالافراد، المحاسبي...الخ، لابد من الاخذ بعين الاعتبار ضرورة توفير تكامل هذا النظام الذي يجري تصميمه مع الانظمة الاخرى، اما اذا تم اهمال هذا الامر فانه سوف يؤدي حتما الى وجود انظمة فرعية منفصلة ولن يعطي الفعالية المطلوبة في الاداء وتقوم المؤسسات غالبا بتصميم اكثر من نظم الفرعية التي تساعدها في تحقيق اهدافها، كما يمكننا الاشارة الى هذه النظم باختصار:

- نظام المعلومات الخاصة بالانتاج: يهتم بتدفق المادي للسلع او الانتاج وهذه البيانات تغطي انشطة معينة مثل التخطيط ومراقبة الانتاج.

- نظام المعلومات الخاص بالتسويق: يهدف الى تحسين نتائج من خلال انظمة المعلومات (التخطيط والتنبؤ بالمعلومات الخاصه بالمبيعات)، بحوث التسويق والاعلان ومعلومات التشغيل والرقابة كتقارير البيع والتوزيع...الخ

- نظام المعلومات الخاص بالافراد: تتعلق هذه المعلومات بالعاملين بالمؤسسة وتهتم هذه المعلومات بتوفير بيانات اللازمة للحصول على العمال وتدريبهم ومكافاة القوى العاملة.

- نظام المعلومات المحاسبي: وهي شبكة اتصال رسمية او كونه تجميع اجزاء متكاملة لابد وان يكون ممثلا في مجموعة من الاشياء المادية كالسجلات والمستندات والالات...الخ، والعناصر المعنوية كجهود الموظفين التي تهدف الى تحقيق غرض معين الذي هو تزويد الادارة بالمعلومات اللازمة لتسيير نشاط المشروع وقياس نتائجة ومتابعاتها.

3- الأهمية الاستراتيجية: [1]

[1] محمد بن ابراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمراني، قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستندها القانوني، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 14، العدد 2، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2008، ص 72.

تلعب نظم المعلومات الاستراتيجية دورا محوريا في تعزيز كفاءة البورصات والأسواق المالية من خلال تمكين الوصول إلى المعلومات الدقيقة والشاملة، مما يسهم في بناء الثقة بين المستثمرين والأسواق، فعلى سبيل المثال تعد توافر المعلومات عن الأوراق المالية لجميع المتعاملين في السوق شرطا ضروريا لكفاءة السوق المالية، حيث يمكن هذا الشفافية من اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة ويزيد من ثقة المستثمرين في النظام المالي.

كما تظهر أهمية الاستيراتيجية أن جودة مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، خاصة في ظل توفر المعلومات الضرورية في الوقت المناسب، تعتبر عاملا حاسما في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية وتحقيق قرارات استثمارية مبنية على تحليل دقيق.

علاوة على ذلك تساهم نظم المعلومات الاستراتيجية في تحسين تداولية السوق من خلال تسهيل وصول المستثمرين إلى البيانات اللازمة لتحليل المخاطر والعوائد، مما يمكنهم من اتخاذ قرارات تداول فعالة، وأن هذه النظم تسهم في تحليل السوق بشكل دقيق عبر توفير أدوات تحليلية متقدمة، مما يعزز قدرة المستثمرين على التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية، بالإضافة إلى ذلك تظهر العلاقة بين كفاءة السوق المالية والمعلومات المحاسبية أن الإفصاح الكامل عن المعلومات المالية يعزز مصداقية السوق، ويقلل من عدم التماثل في المعلومات بين الأطراف المعنية، وبالتالي يحفز على ضخ الاستثمارات.

من ناحية أخرى، تسهم تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تحسين كفاءة الأسواق المالية الخليجية من خلال رفع جودة وكمية المعلومات المتاحة، مما يزيد من ثقة المستثمرين ويقلل من تكاليف الوصول إلى البيانات، كما أن إعداد الموازنات المالية اللازمة لتطبيق نظم المعلومات الاستراتيجية يساهم في ضمان استدامة هذه الأنظمة وتحديثها، مما يدعم التخطيط المالي طويل الأمد للشركات والأسواق ، وأخيرا فإن تعزيز الشفافية عبر توفير المعلومات الفورية والمجانية للجميع يعتبر استراتيجية فعالة لجذب الاستثمارات وتعزيز كفاءة الأسواق.

وبهذا يتضح أن نظم المعلومات لا تعد أداة فنية فحسب، بل هي ركيزة أساسية لبناء أسواق مالية شفافة وفعالة، حيث تحقق توازنا بين توفير المعلومات الدقيقة، وتمكين التحليل المالي، وتعزيز الثقة بين جميع المتعاملين في السوق.

المطلب الثالث: دور التكنولوجيا في تطوير نظام المعلومات الأسواق المالية

1. التحليل الأساسي والفني كأدوات تكنولوجية:[1]

ان الاعتراف بان المعلومات باشكالها المختلفة هي العنصر الحاسم في السوق الاوراق المالية، وهو ما يجعل اعترافا بان تحليلها هو الاخر حاسما في تشكيل البورصة الى درجة اننا ذكرنا بان المعلومات هي بمثابة البناء التحتي للسوق، وتحليل المعلومات في البورصه ينقسم الى اتجاهين:

- **التحليل الاساسي:** وينصرف القائمون به الى تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالي منها وعلى مستويات متعددة، كلية وجزئية للمنشاة بهدف التعرف على عائدها المتوقع والمخاطر المصاحبة لذلك، وهو ما يمثل مادة حساب القيمة المحورية للورقة المالية.

[1] هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين دلول، نظام التداول الإلكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية – دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 92، 2016، ص 254.

- **التحليل الفني:** ينصرف القائمون به والذين يدعون بالفنيين الى تحليل التغيرات التاريخية التي طرات على الورقة المالية واكتشاف تلك الانماط من التغيرات، بما يسمح بتحديد قيمة الاوراق مستقبلا عند اتخاذ القرار الاستثماري.

يلاحظ من خلال التعريف لكل من التحليلين الاساسي والفني، بان الاول ينصرف نحو المستقبل في اجراءاته، في الوقت الذي يذهب فيه الاخر الى الماضي، كما ان التحليل الاساسي يركز على تحديد القيمة الحالية للورقة المالية، بينما يهتم التحليل الفني بتوقيت قرار البيع او الشراء للورقة المالية.

اما بالنسبة لارتباط كل من التحليلين بكفاءة السوق، فيلاحظ بان التحليل الاساسي يعترف بشكل ضعيف لفرضية السوق الكفء التي تقضي بان قيمة الورقة في اي لحظة تعكس البيانات التاريخية الشائعة حيث يمكن توقع قيمة الورقة من خلال المعلومات الواردة للمستثمر من مصادرها، ولكن قد لا يتفق التحليل الاساسي مع الشكل شبه قوي والقوي لفرضية كفاءة السوق والتي تركز على المعلومات التاريخية والحالية والخاصة.

اما تحليل الفني فهو لا يكترث بشكل ضعيف لكفاءة السوق، اذ يقوم على فكرة ان قيمة الورقه يمكن تحديدها مستقبلا استنادا الى معلومات تاريخية، وبالتالي فهو لا يعترف بان السعر يعكس المعلومات التاريخية في ذاته في ظل فرضية الكفاءة بالشكل الضعيف.

- **التحليل الاساسي:** [1]

يتناسب التحليل الاساسي للاوراق المالية مع منهجية دراسة التحليل الاقتصادي بشقيه التحليل الكلي macro analysis والتحليل الجزئي micro analysis على الرغم من اختلاف كل منهما عند التحليل، فيمكن البدء بالتحليل على مستوى الكلي يليه الجزئي او ما يعرف بالتحليل الاساسي من القمة نزولا top-down analysis، او ان يجري التحليل الاساسي من القعر صعودا bottom-up analysis، ويشمل تحليل الاساسي للورقة، اي كانت نقطة البدء مجموعة من المتغيرات الاقتصادية (الكلية القطاعية الجزئية) والسياسات الاقتصادية.

بالنسبة للمتغيرات الاقتصادية الكلية التي تركز على العوامل التي تؤثر على الاقتصاد الكلي:

- الناتج القومي والدخل القومي ومعدلات نموهما: يمثل الناتج المحلي الإجمالي (GDP) ومؤشرات الدخل القومي معيارا لقياس صحة الاقتصاد، حيث تؤثر معدلات النمو الإيجابية على أداء الشركات وعوائد الأوراق المالية.

- معدلات التضخم والبطالة في الاقتصاد: يعد التضخم والبطالة مؤشرين حيويين لتحديد بيئة السوق، فارتفاع التضخم قد يقلل من العوائد الحقيقية، بينما تؤثر البطالة على الإنفاق الاستهلاكي وربحية الشركات.

- عرض النقود والطلب عليها: تؤثر السياسات النقدية (مثل تغيرات عرض النقود) على أسعار الفائدة وتسعير الأصول، مما يحدد جاذبية الاستثمار في الأسهم أو السندات.

- متوسط دخل الفرد الحقيقي ونموه: يساهم نمو الدخل الفردي في تعزيز الطلب على السلع والخدمات، مما ينعكس إيجابيا على أداء الشركات المدرجة في البورصة.

[1] بداوي مصطفى، دور المعلومة في دعم وتعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة الإبداع، المجلد 5، العدد 5، 2015، ص 239.

- حالة الدورة التجارية التي يمر بها الاقتصاد: يحدد موقع الاقتصاد في الدورة التجارية (مثل الانتعاش أو الركود) وتوجهاته المستقبلية، مما يساعد المستثمرين في توقع تغيرات السوق.

- اما مؤشر حالة السوق المتغيرات الاقتصادية القطاعية تركز على قطاع الشركة محل التحليل:

- القيمة المضافة للصناعة: تقيس مدى مساهمة القطاع في الناتج المحلي الإجمالي، مما يعكس قوته التنافسية وقدرته على تحقيق عوائد مستقرة.

- الاستخدام في الصناعة: يظهر مدى استغلال القطاع لقدراته الإنتاجية، حيث يشير الاستخدام المرتفع إلى نمو قوي والعكس صحيح.

- حجم الاستثمار في الصناعة: يحدد مستوى التوسع والاستدامة، حيث يعد الاستثمار العالي مؤشرا إيجابيا لجاذبية القطاع.

- حجم التسهيلات الائتمانية للقطاع: تظهر قدرة الشركات على الحصول على التمويل، مما يؤثر على نموها وتنافسيتها.

- مؤشر حالة القطاع: يشمل مؤشرات مثل الأرباح والسيولة، وتستخدم لقياس صحة القطاع وتحديد فرص الاستثمار.

- اما المتغيرات الاقتصادية الجزئي فهي تركز على الشركة نفسها وبيئتها المباشرة وتتضمن:

- عدد الرخص الممنوحة للمنشات المنافسة: يشير إلى مستوى المنافسة في القطاع، حيث يمكن أن يؤثر ازدياد عدد الشركات على حصة السوق والربحية.

- حجم القروض الممنوحة للمنشآت المنافسة: تظهر قدرة المنافسين على التوسع أو تطوير عملياتهم، مما يحدد توجهات السوق.

- المبيعات للمنشأة ونموها: تشكل المبيعات مؤشرا رئيسيا لأداء الشركة، حيث يساهم النمو المستمر في تحسين القيمة السوقية.

- انتاجية العمل وراس المال في المنشاة: تقيس كفاءة استخدام الموارد، وتعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد مرتفعة مع تكاليف منخفضة.

- قوائم التحليل المالي اي المركز المالي وقائمة الدخل: توفر بيانات عن الصحة المالية للشركة، مثل السيولة، الربحية، والديون، مما يسهم في تقييم قيمتها الجوهرية.

وقد يتفرع من كل المتغير اقتصادي العديد من النسب والمعدلات ويرتبط به العديد من المؤشرات الخاصة المستخدمة في التحليل الاساسي، فمثلا الارتفاع الانتاجيه راس المال لمنشأة منافسه محل تحليل صاحب الورقه الماليه بسبب الاستخدام المكثف للحاسوب في عملياتها الانتاجيه، يعد مؤشرا جزئيا مرتبطا بمؤشر الانتاجيه، كما ان متغير النفقات المستهلكين تعد مؤشرا مرتبطا بتحليل متغير التضخم في الاقتصاد القومي، والاقراض الاستهلاكي هو الاخر مؤشر مرتبط بعرض النقود في مفهومها الوسع.

يسهم التحليل الأساسي في فهم العلاقة بين الاقتصاد الكلي، القطاعات الاقتصادية، والشركات الفردية، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات مدروسة، كما يركز هذا التحليل على البيانات الواقعية والمؤشرات الاقتصادية، ويعتبر أداة استراتيجية لتحديد الفرص الاستثمارية وتجنب المخاطر.

ما يتناولة المحلل في جانب السياسات الاقتصادية:

- السياسة المالية في الاقتصاد (كالانفاق العام والضرائب، الرسوم الضرائب القيمة المضافة، مشروعات الحكومة...الخ).

- السياسة النقدية في الاقتصاد (معدلات الفائدة، عرض النقود، التسهيلات المصرفيه، تركيبه اصول المصارف... الخ).

- السياسة التجارية (الصادرات من سلع المنشاة محل التحليل، الواردات من مستلزمات الانتاج للمنشاة، الصادرات المنافسة، الواردات المنافسة...الخ).

ان المحلل الاساسي يربط ما بين التغيرات في السياسات والمتغيرات والمؤشرات الاقتصادية لسلسلة زمنية معينة وتاثيرها في الورقة المالية وخاصة الاسهم التي ترتبط بشدة بتغيرات النشاط الاقتصادي، لابل تعد عنصرا في انعكاسات النشاط الاقتصادي طالما ان السهم يعبر عن ملكية جزء من هذا النشاط.

وتعد مؤشرات الاسهم احد المؤشرات التي يعتمد عليها في التحليل الاساسي للتنبؤ بحالة السوق والوقوف على قيمة الاسهم الحقيقية، فمثلا تعد متابعة سعر السهم ومعدل العائد اوجه التحليل الاساسي، فعندما يكون سعر السهم مرتفعا يقابلة انخفاض في معدل العائد على الاستثمار في هذا السهم وانخفاض علاوة المخاطر لان المستثمرين يعتقدون ان السعر المرتفع سوف لا يترك فرصة لتحقيق قفزة سعرية اخرى تدر عوائد جيدة، مما يعني بان المتعاملين في السوق يتحفزون للبيع وتقل اوامر الشراء، وهو ما يعطي اشارة باتجاه سعر السهم للانخفاض، اما اذا كان الاعتقاد بان سعر السهم اقل مما ينبغي فان عائده مرتفع لوجود احتمالية تحقيق قفزات سعرية موجبة ترفع من العائد وهو بالطبع ما يجعل درجة المخاطره ترتفع معها، وعند ذلك يتوقع زيادة اوامر الشراء وانخفاض اوامر البيع، ونجد ان المحلل يقدر اتجاه الاسعار في السوق صعودي او نزولي، خلال تحديد علاوة المخاطرة الممثلة للفرق ما بين متوسط عائد الاستثمار في اسهم السوق، ومتوسط عائد للفرصة البديلة كالسندات الحكومية الخالية من المخاطر، ومن الطبيعي فان متوسط عائد الاستثمار في اسهم السوق يعبر عنه بمؤشر حالة السوق فاذا ما وصلت علاوة المخاطرة الى دون مستوى قياسي معين يجري تحديدها بالتجربة الاحصائية فان المتوقع انخفاض اسعار الاسهم، ويصبح السوق نزولي على العكس عندما تجاوز علاوة المخاطرة النسبة القياسية فان المتوقع ارتفاع اسعار الاسهم ويصبح السوق صعوديا.

تحليل الفني: [1]

يقوم تحليل الفني على امكانية تتبع حركة اسعار الاوراق المالية التاريخية، من اجل تحديث انماط واتجاهات معروفة، بحيث يرجع اليها في تحديد فرص القرار الاستثماري، بذلك فان هذا التحليل يعد الماضي ومؤشراتة صالحة للتنبؤ في المستقبل، يستخدم تحليل الفني ادوات العرض البياني والجدولي لتتبع حركة اسعار الاسهم سواء على المستوى السوقي البورصه او رقم معينه.

[1] بداوي مصطفى، مرجع سبق ذكره، 2015، ص 239.

ومن نماذج التحليل الفني، نموذج دورة السوقية (يشير نموذج الدورة السوقية (Market Cycle Model) إلى الأطوار المختلفة التي تمر بها الأسواق المالية أو الاقتصادية، مثل التوسع، القمة، الانكماش، والتعافي، يستخدم هذا النموذج لفهم كيفية تغير أداء السوق بمرور الوقت وتحديد الفرص أو المخاطر المرتبطة بالاستثمار) وتشخيص الاتجاهات الاساسية (تحديد الاتجاهات الأساسية فهو عملية تحليل البيانات الاقتصادية أو المالية لتحديد الاتجاه العام للسوق، سواء كان تصاعديا، تنازليا، أو جانبيا، تستخدم أدوات التحليل الكمي والنوعي لفهم هذه الاتجاهات، مثل مؤشرات النمو الاقتصادي أو معدلات التضخم، التي تعتبر مدخلات أساسية في التحليل الأساسي للورقة المالية) ويمثل نموذج لتتبع الاتجاهات السلوكيه النمطيه للسعر، وقدره المتعاملين من مختلف التوجهات مستمرون ومتاجرون الاستفاده من الخرائط النموذج في تحديد توقيتات قراراتهم بالبيع والشراء.

اذ توجد اربعة انماط في الاتجاهات السلوكية للسعر:

- اتجاهات قصيرة الاجل وتمثل التغيرات من 3 الى 6 اسابيع.
- اتجاهات متوسطة الاجل وتمثل التغيرات من 6 الى 9 اشهر.
- الاتجاهات الاساسية مبدئية وتمثل تغيرات زمنية ممتدة من 9 الى 12 شهرا.
- اتجاهات الطويلة وتمثل تغيرات زمنية تمتد الى عدة سنوات.

فالاتجاهات الطويلة والاساسية محل اهتمام المستثمرين والمؤسسات المالية الكبيرة مقارنة باهتمام المتاجرين بالاتجاهات القصيرة والمتوسطة، فلا يهتم المستثمرون الكبار بالتقلبات قصيرة الاجل في اسعار الاوراق المالية على عكس اهتمامهم الكبير بالتقلبات طويلة الامد.

وتحليل الفني هو فن التعرف المبكر على الاتجاه الخاص بالاسعار ومعرفة اي تغير قد يحدث فيه، وبالتالي فالمستثمر قادر على تتبع هذا الاتجاه وحتى تظهر وقائع او اثباتات قوية تجريبية تؤكد حدوث تغيرات ذات الدلالة في الاتجاه تستدعي اتخاذ قرار سواء بشراء او بالبيع للورق المالية، والتغير يجب ان يكون موثوقا منه ومستمرا، ومع ذلك لابد من الاقرار بان الاعتراف باستمرارية الاتجاه او الاقرار بالتغيير المؤكد يحمل نوع من التقويم الشخصي، فمثلا لو حدث ارتفاع في مؤشر السوق متوسط حالة السوق، ولكن حدث انخفاضين متتاليين في السعر الاسهم، عندها يمكن ترجيح وجود اتجاه الانخفاض مقارنة باتجاه الارتفاع، وعلى العكس عند حدوث زيادتين في سعر السهم مقابل انخفاض واحد في مؤشر اسعار السوق فان الراي قد يكون بترجيح الارتفاع ومع ذلك يبقى التقدير الذاتي قائما.

يلاحظ ان التحليل الفني يستخدم ادوات فنية عديدة في توضيح اتجاهات الاسعار من اجل تقرير توقيتات الشراء والبيع للاصل المالي، فالخرائط والاعمدة والمستطيلات والدوائر والجداول تعد ادوات تستخدم بكثرة في هذا النوع من التحليل.

في هذا الصدد تمثل كفاءة السوق القدرة الضمنيه للسوق في استيعاب المعلومات المتاحه اساسا لتقويم واتخاذ القرارات الاستثماريه، كما توجد ثلاث انواع من فرضيه السوق الكفء EMH ضعيف وشبه قوي والقوية ولكل واحدة شروطها واحتمالات تحققها، كما تمثل التوليفات من العائد والمخاطر على خط السوق للاوراق المالية انطباق العائد المتوقع مع عائد السوق عند مخاطرة متوسطة، ويصعب تحقيق الكفاءة تامة للسوق، ويقبل بكفاءة اقتصادية للسوق والتي تضمن كفاءة التقويم للاوراق المالية ومن ثم القرارات الاستثماريه خلال الامد المتوسط والبعيد، كما توجد في اسواق الاوراق المالية اشخاص يدعون بالمحضيون نتيجة خبرتهم وامكاناتهم في الحصول والتحليل للمعلومات التي تشكل البنية التحتية لصناعة الاسواق، ويرتبط تحليل الاسواق

بمنهجين وهم الاساسي والفني ويقوم كل منهما على ادوات ومداخل تساعد في اتخاذ القرارات الاستثمارية، يمثل منهج التحليل الاساسي منهجا للاستثمار بعيد الامد مقارنة بمنهج المتاجرة للتحليل الفني.

2. **تأثير التكنولوجيا على كفاءة المعلومات:** [1]

تعد التكنولوجيا من العوامل الحاسمة في تعزيز كفاءة المعلومات داخل الأسواق المالية، حيث تسهم في تحسين توافر البيانات ودقتها وسرعة الوصول إليها، مما يسهم في تحسين جودة اتخاذ القرارات الاستثمارية، وأن استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات يعزز كفاءة الأسواق المالية من خلال توفير معلومات أكثر شفافية عبر منصات التداول الإلكتروني، التي تمكن جميع المتعاملين من الوصول إلى البيانات في الوقت الفعلي، كما أن هذه التكنولوجيا تسهم في تقليل تكاليف المعاملات وزيادة السيولة في الأسواق، مما يحسن تداولية الأصول المالية.

من ناحية أخرى تساهم التطورات التكنولوجية في تحليل كميات ضخمة من البيانات المالية باستخدام أدوات تحليلية متقدمة، مثل الذكاء الاصطناعي وتحليلات البيانات الكبيرة، ما يمكن المستثمرين من التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسواق بدقة أعلى، هذا النوع من التحليل يقلل من عدم التماثل في المعلومات بين المتعاملين، حيث تصبح البيانات المتاحة أكثر شمولا وشفافية، وهو ما يعزز الثقة في الأسواق ويحفز على ضخ الاستثمارات، علاوة على ذلك ساهمت التقنيات الرقمية في تحسين كفاءة المؤسسات المالية، مثل البنوك، من خلال رقمنة العمليات وتقليل الأخطاء البشرية في معالجة المعلومات، مما ينعكس إيجابيا على الأداء المالي العام.

إلى جانب ذلك فتطبيق أنظمة الإدارة الإلكترونية واستخدام تكنولوجيا المعلومات يساهم في تحسين الأداء الوظيفي للمنظمات المالية عبر تحسين دقة المعلومات وتوفيرها بشكل فوري للمستخدمين النهائيين، كما أن هذه التكنولوجيا تسهم في تقليل تكاليف الوصول إلى المعلومات، خاصة في الأسواق الناشئة، حيث تواجه المؤسسات تحديات في جمع البيانات وتحليلها بفعالية، كما ساعدت التكنولوجيا في تعميم الوصول إلى الأسواق المالية عبر الهواتف الذكية والأجهزة المحمولة، مما زاد من مشاركة فئات أوسع من المستثمرين، لا سيما في الدول النامية.

بالمجمل يتضح أن التكنولوجيا تلعب دورا محوريا في تحسين كفاءة المعلومات داخل الأسواق المالية، سواء من خلال تعزيز الشفافية أو تسهيل التحليل المالي الدقيق أو تقليل الفجوات المعلوماتية، ومع استمرار التطور التكنولوجي، من المتوقع أن تزداد أهمية هذه الأدوات في دعم الأسواق المالية العالمية والإقليمية، خاصة مع تصاعد الحاجة إلى اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على بيانات موثوقة وسريعة.[2]

أن نجاح الأسواق المالية يعتمد على تكامل نظم المعلومات مع الحوكمة المؤسسية، حيث يساهم الإفصاح الشفاف عن البيانات المالية في تقليل المخاطر النظامية وزيادة جاذبية السوق للمستثمرين، ومع ذلك تواجه الأسواق الناشئة تحديات في هذا المجال، مثل ضعف البنية التحتية الرقمية وغياب التشريعات الداعمة للاستثمار مما يعيق تطوير نظم المعلومات ويزيد من تكاليف المعاملات، لذا يتطلب تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية

[1] براق محمد، بلواضح فاتح، مرجع سبق ذكره، السنة 2018، الصفحة 285.

[2] مزهود هشام، كاش مريم، مرجع سبق ذكره، السنة 2020، الصفحة 90.

تبني سياسات مالية مرنة وتشريعات صارمة توازن بين حماية المستثمرين وتحفيز السيولة، خاصة مع تصاعد الحاجة إلى اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على بيانات موثوقة وسريعة.

المبحث الثاني: علاقة نظام المعلومات بالحوكمة

في ظل التحوّلات المتسارعة التي تشهدها البيئة الاقتصادية والتنظيمية على الصعيدين المحلي والدولي، برزت الحاجة الملحة إلى تعزيز مبادئ الحوكمة المؤسسية كوسيلة فاعلة لضمان الشفافية، والمساءلة، وحسن إدارة الموارد. وتُعدّ المحاسبة، بوصفها لغة الأعمال، أحد الركائز الأساسية التي تستند إليها أنظمة الحوكمة في أداء وظائفها الرقابية والتوجيهية. ومن هذا المنطلق، تكتسب الأبعاد المحاسبية أهمية بالغة، إذ لا تقتصر على تسجيل العمليات المالية فحسب، بل تمتد لتشمل توفير المعلومات الدقيقة والموثوقة التي تُسهم في دعم اتخاذ القرارات الاستراتيجية وتعزيز الثقة لدى أصحاب المصلحة.

وتأتي نظم المعلومات المحاسبية الحديثة كأداة محورية في هذا السياق، حيث لا تقتصر وظيفتها على الأتمتة والمعالجة الآلية للبيانات، بل تتجاوزها إلى دعم ممارسات الحوكمة من خلال تحسين جودة المعلومات، وضمان سلامتها، وتعزيز قدرة الإدارة على الرقابة والتحليل. ويرتبط ذلك ارتباطًا وثيقًا بمفهوم جودة نظام المعلومات، الذي يُعدّ من مُحدِّدات فعالية الحوكمة المؤسسية، إذ يُسهم في تقليل الفجوة بين المعلومات المتاحة واحتياجات المستخدمين الداخليين والخارجيين.

وفي هذا الإطار، يبرز دور الإفصاح والشفافية كركيزة جوهرية في تعزيز مصداقية التقارير المالية، وتمكين المستثمرين والجهات الرقابية من تقييم أداء المؤسسة بشكل موضوعي. فالإفصاح المحاسبي الواضح والشفاف لا يُعزّز فقط من ثقة السوق، بل يُعدّ أيضًا انعكاسًا لالتزام المؤسسة بمبادئ الحوكمة الرشيدة.

ومن هنا، يهدف هذا المبحث إلى استكشاف التفاعل الدينامي بين الأبعاد المحاسبية ونظم المعلومات من جهة، وممارسات الحوكمة المؤسسية من جهة أخرى، مع تسليط الضوء على كيف يمكن لهذه العناصر أن تتكامل لتعزيز جودة المعلومات، ودعم الشفافية، وتحقيق الاستدامة المؤسسية في بيئة عمل تتسم بالتعقيد والتحديات المتزايدة.

المطلب الأول: دور الافصاح و الشفافية عن المعلومات المحاسبية

1. معايير الحوكمة لرفع كفاءة الأسواق الناشئة[1]:

تمثل الحوكمة الاساس لبيئه اعمال منتجة ومستقرة وهي تعد في غاية الاهمية بالنسبة للاسواق المالية والشركات التي تسعى الى الوصول لمكانة مرموقة في الاقتصاد العالمي، كما اصبحت الحوكمة وسيلة لتعزيز الثقة في اقتصاد اي دولة ودليل على وجود سياسة عادلة وشفافية وقواعد لحماية المستثمرين والمتعاملين ومؤشرا على المستوى الذي وصلت اليه ادارة الشركات في الالتزام المهني لقواعد حسن الادارة والشفافية والمحاسبة وكاجراء للحد من الفساد، وبالتالي زيادة جاذبية الاقتصاد للاستثمارات المحلية والخارجية وتحسين قدرتة التنافسية.

مع التمعن بدقة في اسواق راس المال وخاصة الاسواق الناشئة نجد ان معظمها تطبق نظام الحوكمة على الشركات المدرجة لديها وهذا يعتبر شرطا اساسيا حتى تتمكن الشركات من قيد اسهمها لدى هذه البورصة، وبذلك من اهم المعايير التي تقوم عليها الحوكمة للرفع من كفاءة الاسواق المدرجة بها كالتالي:

- تعتبر حوكمة الشركات اداة فعالة لزيادة ثقة التزام والتمسك بآداب واخلاقيات العمل واداة لتحقيق مستوى عالي من الشفافية والافصاح وصدق البيانات والمعلومات والاصلاح الكافي عنها للجمهور،أي تنقل للمستثمرين معلومات دقيقة عن الاسعار مما يسمح لهم بتسهيل استثماراتهم عبر الاسواق المالية حيث انه لا يوجد اهم من المعرفة خاصة التي تحقق في الوقت المناسب قبل حدوث الخطر او زيادتها مما يمكن من تجنب حدوثه او تجنب خسارة المعتبرة، فكلما كانت وسائل ايضاح المعرفة موضوعة في اطار نماذج مصممة جيدا متفق عليها وقابلة لتحليل الاستخدام والتوظيف كلما كانت المعرفة محققة وكانت الشفافية فعالة والافصاح متكاملا شاملا، وبذلك فان الممارسات الفعالة لحوكمت الشركات للمؤسسات المدرجة في الاسواق المالية التي تساعد على تحقيق الشفافية والاصلاح لهذه الاسواق وتدفق الاستثمارات اليها.

تقوم الحوكمة بزيادة من الثقة في الاقتصاد القومي وتعمق دور سوق المال وزيادة قدراته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار والمحافظة على حقوق الاقلية من صغار المستثمرين مما يشجع على نمو القطاع الخاص ويدعم قدراته التنافسية ويساعد على تمويل المشروعات وتحقيق الارباح وتقليل المخاطر.

- ان عملية الافصاح عن المعلومات المالية تعتبر عاملا مهما في تخفيض تكلفة راس مال الشركة وضمان استمراريتها في اداء اعمالها، حيث ان الحوكمة تسهم في جذب الاستثمارات الاجنبية والمحلية تساعد على الحد من هروب رؤوس الاموال مكافحة الفساد المالي والاداري.

[1] حديد نوفيل، مسوس كمال، مرجع سبق ذكره ، السنة2014 ، الصفحة115.

- ان تطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة له اهمية كبيرة وخاصة للشركات المدرجة في الاسواق المالية حيث تشكل عنصرا مهما من عناصر تقييم الشركة وعامل اطمئنان للمستثمرين بما يؤدي الى كسب ثقه المتعاملين في السوق المالي، كذلك اصبح مديرو الاستثمار المحترفون ياخذون بعين الاعتبار و بجديه مدى تطبيق الشركات المساهمة لقواعد الحوكمة اذ تشكل قيمة مدركة لديهم ولها دورا كبيرا في اتخاذ قرار الاستثمار اومن عدمه في شركه معينه، ليس ذلك فحسب فقد اصبحت قواعد الحوكمة من بين المعايير التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني في ترتيب شركة معينة او تصنيف اقتصاديات لدول مختلفة.

- كما ان اتباع قواعد الحوكمة من بينها اتباع معايير الشفافية في التعامل مع المستثمرين والدائنين يساعد على منع وقوع الازمات، اذ تؤكد التقارير الصادرة عن المؤسسات الدولية (FMI.IB)ان الازمة المالية العالمية سنة (2008- 2009) كان سببها ضعف الافصاح والشفافية لدى شركة والمؤسسات المالية المدرجة والتلاعب (التضخيم) في القوائم المالية لتلك الشركات وعدم التقيد بمبادئ ومعايير الحوكمة التي نصت عليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.

-كما هو ظاهر فان الدول التي توافرت بها حماية اقوى لمصلحة مساهمين الاقلية عن طريق الحوكمة تمتعت ايضا بوجود اسواق مالية اكثر ضخامة واكثر سيولة كما تظهر المقارنات بين الدول التي تضع قوانينها على اساس التقاليد قانونية، ان تلك الدول ذات النظم الضعيفة تكون فيها معظم الشركات مملوكة او تحت سيطرة قلة من المستثمرين الحاكمين بدلا من هيكل الملكية الواسع الانتشار.

2. الشفافية المحاسبية وتفعيل الأسواق[1]:

ان تطبيق مبادئ حكومة الشركات وما تحتويها من افصاح وشفافية تؤدي الى اظهار شفافية في المعلومات عنها والاسعار الحقيقية للاسهم والسندات في اسواق المال يتيح الفرصة للمستثمرين في اقتناء هذه الاوراق بعد التاكد من اسعارها مما يساهم في رفع الكفاءة الاسواق المالية وادائها واجعل هذه الاسواق محركا لعجلة النمو الاقتصادي.

1.2. دور الشفافية والافصاح المحاسبي في تفعيل الاسواق المالية:[2]

الافصاح المحاسبي هو تقديم المعلومات المحاسبية بشكل قوائم وبيانات تختلف باختلاف المنفعة المنشوده، والتي تتاثر باختلاف الاطراف المستفيدة من تلك المعلومات من جهة وباختلاف مستوياتهم الثقافية ومعرفتهم بحقيقة الظروف الاقتصادية من جهة اخرى.

وبذلك يلعب الافصاح دورا مهما في تنشيط السوق المالي، فالمستثمرين يعتمدون على تقاريرهم في اتخاذهم للقرارات الاستثمارية ومما لا شك فيه ان وجود قصور في التقارير المالية والمحاسبية يجعل البيانات والمعلومات الوارده فيه مضللة، ما ينعكس على قرارات الاطراف التي تريد التعامل مع المؤسسة، ويساهم الافصاح في تنشيط السوق المالي من خلال تحسين صورة المؤسسات في هذه الاسواق بحيث يتم تقديم المعلومات الحقيقية عن حالة المؤسسة الى الجمهور، كما تتضمن هذه المعلومات مايلي:

[1] بن حليمة فتحي . بوكردید عبد القادر، العوامل المحددة لمستوى الإفصاح غير المالي –دراسة تحليلية للشركات المسجلة في الأسواق المالية للمملكة العربية السعودية-، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 8، العدد 2، السنة 2023، الصفحة 78.

[2] محمد نوارة شبايكي، مرجع سبق ذكره، ،السنة 2018، الصفحة 182.

تقديم المعلومات الملائمة لاحتياجات المستفيدين: كتقديم معلومات تساعد على تقييم قدرة المؤسسة في المستقبل على توليد تدفق النقدي ايجابي كاف، بمعنى اخر تدفق نقدي من الممكن للمؤسسة توزيعه للوفاء بالتزاماتها المالية عند استحقاقها بما في ذلك توزيع الارباح على المساهمين دون تقليص لحجم اعمالها.

القياس الدوري لدخل الشركة: من المعروف ان قدرة الشركة على تحقيق الدخل وتحويله الى تدفق النقدي في المستقبل تعتمد على تغيرات كثيرة منها: اقتصادية العامة، الطلب على منتجاتها او خدماتها، ظروف العرض في الحاضرو المستقبل، كما تتوقف على قدرة الادارة على التنبؤ بالفراص المتوقعة في المستقبل، والاستفادة من تلك الفرص وقدرتها على التغلب على الظروف غير الملائمة وما الى ذلك من العوامل، ومن المؤكد ان تقييم اثر بعض هذه التغيرات على اداء الشركة قد يحتاج الى معلومات يوفرها الافصاح المحاسبي.

2.2. دور الشفافية في تفعيل الاسواق المالية[1] :

تعني الشفافية بيان المعلومات التي تعرضها الشركة لتعكس حقيقة موقفها المالي، وبمعنى اوضحو ادق تعني شفافية قيام الشركات والجهات بتوفير البيانات والمعلومات كذلك التقارير للمساهمين والقائمين على سوق الاوراق المالية وفقا لمركز مالي حقيقي يمكن من تحديد النشاط المالي والمستقبلي للشركة.

فالشفافية ركيزة اساسية من ركائز الاقتصاد الحديث ولا يمكن للمؤسسات ان تزدهر اذا لم ترافقها في فترة نشاطها، كما تعتبر من مبادئ حكومة الشركات التي تعني توفير بيئة عمل جذابة يسهل من خلالها التنبؤ بالتغيرات الحاصلة فيها.

- عليه من خلال ما سبق فالشفافية تساهم في تفعيل الاسواق المالية في الدول النامية من خلال :
- عدم تسريب المعلومات قبل الاعلان عليها.
- النشر الالكتروني للمعلومات ليتسنى للجميع الحصول عليها.
- تحليل الانحرافات والعمل على التقليل منها و كشفها للراي العام.
- تطابق التقارير مع النمط الدولي.
- تقييم الاداء مع افضل الممارسات الدولية.
- تطابق الممارسات مع معايير المحاسبة والمراجعة الدولية.
- المساءلة المحاسبية لاعضاء مجلس الادارة.
- التنبؤ بربحية الشركة مستقبلا.
- تحليل ملكية تركز الاسهم.

المطلب الثاني: حوكمة المؤسسات و دورها في تحقيق جودة نظام المعلومات

[1] عناني عبدالله، مرع سبق ذكره، السنة 2017، الصفحة 243.

لقد برزت الحاجة الى الحوكمة في العديد من الدول المتقدمة والناشئة خلال العقود القليلة الماضية، في اعقاب الانهيارات الاقتصادية والازمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق اسيا وامريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، كذلك الازمة المالية العالمية التي شهدها الاقتصاد العالمي مؤخرا.

وتماشيا مع التطور الحاصل في العالم حول الاهتمام بمفهوم الحوكمة، اهتمت كذلك الدول الناشئة بهذا المفهوم نتيجة اتجاهها نحو انتهاج سياسة اقتصاد السوق الذي يعتمد بدرجة كبيرة على الشركات الخاصة، وبذلك تزداد الحاجة الى تعزيز اليات الرقابة على تصرفات المديرين والاموال المستثمرين من سوء تصرف الادارة.

1. أهمية الحوكمة في الأسواق الناشئة:[1] تعمل الدول الناشئة على انجاز برامج اصلاحية واعادة هيكلة انظمتها وتحقيق الجودة والعوائد الاقتصادية المستهدفة، وذلك لاحداث التأثير الايجابي في أداء الشركات في الاسواق المالية من حيث حجم التداول واسعار الاسهم وعدم الثقة بين الاطراف المتعاملة وتلعب الحوكمة دورا رئيسيا ومؤشرا في تحقيق هذه الاهداف المرجوة. فالتطبيق الفعلي لضوابط الحوكمة من شانه ان يحقق الشفافية والعدالة ويجيز مساءلة ادارة الشركات مما يوفر الحماية اللازمة للمساهمين وحملة الوثائق ويراعي المصالح العمل والعمال ويحد من استغلال السلطة وينعكس ايجابيا على تنمية الاستثمار ويشجع تدفقه ويسمح بتنميه المدخرات الوطنية ويعمل على تعظيم الربحية فرص عمل جديدة خاصة وان الحوكمة تعمل على تدعيم الثقة في الاقتصاد الوطني وتعمق دور سوق المال وزيادة قدراته على تعبئة المدخرات الوطنية والرفع من معدلات الاستثمار والمحافظة على الحقوق التابعة لصغار المستثمرين، الشيء الذي يساعد على تنمية القطاع الخاص ويدعم قدرته التنافسية و يساعد المشاريع في مساعيهم للحصول على التمويل وتحقيق الارباح.

يتبين من خلال ما سبق ان عملية الافصاح عن المعلومات المالية يعد من اهم العوامل التي تسمح بتخفيض تكلفة راسمال المؤسسة وضمان استمراريتها في اداء اعمالها، فالحوكمة اذن تعمل على جذب الاستثمارات المحلية والاجنبية وتساعد على الحد من هروب رؤوس الاموال ومكافحة الفساد المالي والاداري اللذان يشكلان من اهم العوائق التي تقف في طريق تنمية الاقتصادية، وبالتالي اتاحة فرص التمويل ذات التكلفة المنخفضة ومن ثم تصبح اهمية الشركات في الدول النامية اكثر من ملحة.

ان التطبيق الجيد للحوكمة من شأنه ان يرفع معدلات الافصاح والشفافية ويقدم المعلومات المالية والقيمة وبالتالي تساعد على تحسين الاداء وتنمية استثمارات الشركات بما يؤدي الى الزيادة من معدلات العائد على استثماراتها، كما يؤدي الى انتعاش الاقتصاد ورفع كفاءة الاسواق من خلال حماية الاستثمارات الوطنية، ومن هؤلاء المستثمرين الذين يضعون الثقة في النظام الدولة وبالتالي تصبح اكثر جاذبية للاستثمارات الاجنبية المباشرة والغير مباشرة.

بما ان الحوكمة تقضي على الشائعات التي تحد من الفساد الاداري والمالي المرتبط بهذه الشركات فهي تحتاج اذن الى تعاون القطاع العام والخاص لتطبيقها بشكل سليم وكذا الى قوة السلطة على ارغام تلك الشركات على تطبيقها، الا ان المستثمرين المضاربين من المؤكد انهم سيحاولون تهديد تنفيذ اصلاحات الحوكمة لانهم يعتبرونها بمثابة عقبة في طريقهم بامكانها ان تحرمهم من استغلال المعلومات الداخلية التي يحتاجون اليها في عملية المضاربة وتضعف من ربحيتهم في السوق. لذا سيعكف هؤلاء المضاربون على عدم اللجوء الى انفاق مواردهم ذات القيمة على تنفيذ الحوكمة الجيدة لان هدفه من الاستثمار هو استغلال الاصول التي تقيم باقل من

[1] Kailiang Ma, Mécanismes de protection des droits des actionnaires dans les compagnies financières holding chinoises : une étude comparative du droit chinois, français, américain et anglais, Thèse de doctorat, École doctorale Droit, économie, management, université Paris-Saclay, France, 2022, p 45

قيمتها الحقيقية بسبب حدوث ارتفاع كبير في اسعار الاسهم والراس المال ومن ثم لم يتسنى لهم تحمل مخاطر كبيرة في ظل غياب تطبيق الشركة للحكومة لهذا فان تطبيق الحوكمة من شانه ان يضعف من موقف الشركات المضاربة عند سعيها للحصول على اي مبلغ اضافي.

2. المستفيدون من الحوكمة:[1]

ان الشركات التي تظهر بشكل جيد يكون اداؤها افضل من خلال تطبيق اسس الحكومة الرشيدة، تتوقع وتخفيض تكلفة الراسمالها ومن ثم تستطيع ان تجذب مستثمرين على نطاق اوسع، يكون معظمهم الذين يسعون الاستثمار طويل الاجل كما انه من المتوقع ان تتحسن ادارتها في مجالات مثل اعداد استراتيجية للشركة على انها تتضمن الاستحواذ والدمج، يتم لاسباب عملية سليمة وان نظم منح مكافآت العاملين فيها مبنية على اساس تمييز الاداء، ومن الاهمية يمكن تقلل الشركة من احتمالات تعرضها للدعاوي القانونيه، كما ان الشركة اذا تصرفت بمسؤولية وبشكل عادل يمكن ان تتبنى علاقات مثمرة وطويلة المدى مع كل اصحاب المصلحة بما في ذلك الدائنين والعاملين والعملاء والموردين والمجتمع المحلي.

1.2. استفادة المستثمرون وحملة الاسهم: يدرك المستثمرون احتمالات حصولهم على عائد اكبر من الشركات التي تدار بشكل جيد ومن ثم فهم مستعدون لدفع مقابل حصولهم على هذا العائد المرتفع، كما انهم يدركون قيمة حماية استثماراتهم من التعرض للخسارة بسبب الجشع والاهمال واستهتار المديرين والمحاباتهم لذوي الصلة بهم، فالحوكمة الرشيدة تحمي حقوق المستثمرين وخاصة حقوق الاقلية من حملة الاسهم بما في ذلك حقهم في ابداء رايهم في شان ادارة الشركة في المعاملات الكبرى، اضافة الى حقهم في معرفة كل ما يرتبط باستثماراتهم، كما ان الحوكمة توفر للمستثمرين نسبة اكبر من السيولة و ذلك ببناءها للثقة و الكفاءة في اسواق المال، الامر الذي يتيح لهم فرصة اكبر في تنمية اصولهم المالية اذا ارادوا ذلك، واخيرا فان اجراءات الحوكمة الرشيدة لمواجهة احتمالات فشل الاعمال تحمي الدائنين وتمنح المسؤولية لحملة الاسهم.[2]

2.2. الاستفادة اصحاب المصلحة والمجتمع: ان المؤسسة او الشركة على حد سواء تعيش في بيئة اقل ما يقال عنها بانها معقدة بسبب التطور الحاصل اليوم و هو ما يجبرها على مواكبة هذا التطور في شتى المجلات الحاصل في بيئتها الخارجية، وهو ما ترمي اليه الحوكمة الرشيدة كاسلوب احترام الشركات والتزاماتها تجاه العاملين بها وعملائها ودائنيها وموردیها والمجتمع الذي تعمل فيها، فكل هذه المجموعات تستفيد من امانة وجود العمل في هذه الشركات والقدرة على الاعتماد عليها ومن ثم يحصد المجتمع ككل مزايا ادارة الشركات بشكل جيد فذلك يوفي فرص عمل ويبني الثقة في الاقتصاد ويمنع تبديد الموارد، وتضمن هذه المزايا الضخمة للمجتمع منع وقوع ازمات مصرفية اضافة الى تنمية اسواق مال اكبر واكثر سيولة، كما ان البلاد التي تتم فيها الاعمال بشكل مسؤول وتحترم الملكية الخاصة تجتذب نسبة اكبر من الاستثمارات الاجنبية وبالاضافة الى ذلك فان مزايا زيادة الانتاجية والتجديد والابتكار الناتج عن المنافسة الشريفة والعادلة يمكن ان يفتح الباب امام النمو الاقتصادي في مجالات جديده تماما.

---

[1] Simon Gueguen, Contribution à l'étude des conséquences économiques des divulgations d'information en matière de franchissements de seuils de contrôle, Thèse de doctorat, Ecole doctorale SDOSE (Paris), Université Paris Dauphine-PSL, France, 2016, p63

[2] Emilie Bonhoure, Les firmes cotées à Paris au tournant du XXème siècle : les théories modernes de finance d'entreprise étaient-elles déjà valides ?, Thèse de doctorat, École doctorale Sciences de Gestion TSM, université Toulouse 1, France, 2020, p20

والحوكمة تكون في كثير من الاسواق الناشئة عنصرا اساسيا لتغيير العلاقة بين رجال الاعمال والدولة ذلك ان اضفاء عنصر الشفافية على هذه العلاقة نتيجة للحوكمة الرشيدة يساعد على استبعاد المحسوبية والمحاباة بل وعلى العكس من ذلك يسهل قيام بين القطاع والحكومة.

المطلب الثالث: الأبعاد المحاسبية و دعم نظم المعلومات المحاسبية للحوكمة

نظم المعلومات المحاسبية:

تمثل نظم المعلومات المحاسبية أحد الركائز الأساسية لتعزيز حوكمة المؤسسات، حيث تعمل كجسر بين العمليات المالية وآليات الرقابة الفعالة. يمكن تفصيل دورها في دعم الحوكمة عبر المحورين التاليين:

دور نظم المعلومات المحاسبية في دعم الرقابة الداخلية:[1]

- **تعزيز الشفافية**: توفر هذه النظم سجلات دقيقة وموثوقة للعمليات المالية، مما يمكن الإدارة من مراقبة التدفقات النقدية وتحديد الانحرافات في الوقت المناسب.

- **الفصل بين الوظائف** :تسهم في تطبيق مبدأ فصل المهام (Segregation of Duties) ، مثل فصل مسؤولية إدخال البيانات عن مسؤولية المصادقة عليها، مما يحد من مخاطر الاحتيال.

- **التقارير التلقائية :**تولد تقارير دورية عن الأداء المالي، تستخدم في تقييم مدى التزام الإدارة بالسياسات المقررة.

- **نظام الإنذار المبكر** :تكتشف الأنماط غير الطبيعية في البيانات (مثل المدفوعات الكبيرة غير المبررة) عبر أدوات التحليل الآلي.

توافق النظم مع معايير المحاسبة الدوليةIFRS :[2]

- **الالتزام بالمعايير العالمية** :تصمم النظم لضمان توافق البيانات المنتجة مع متطلباتIFRS ، مثل معالجة عقود الإيجار التمويلية (IFRS 16) أو إثبات إيرادات العقود(IFRS 15) .

- **تحديثات تلقائية** :تدمج التعديلات التشريعية في البرمجيات بشكل فوري، مما يقلل من أخطاء التطبيق البشري.

- **الإفصاح الشامل :**تسهل إعداد القوائم المالية الموحدة التي تلبي متطلبات الإفصاح الدولية، مثل الإفصاح عن الأدوات المالية المعقدة.(IFRS 9)

- **تعزيز الثقة العالمية :**يمكن التوافق مع IFRS المؤسسات من جذب الاستثمارات الأجنبية، حيث تعتبر التقارير المالية المنتجة قابلة للمقارنة عالميا.

[1] Huan Liu,Nan Sun,Yongwei Ye,Yunqing Tao &Yiwei Kan, The Impact of Corporate Public Market Share Repurchases on Capital Market Information Efficiency, volume 59, issue 10, 2023, p3223.

[2] Jean-Christophe Duhamel, Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique, Thèse de doctorat, École doctorale des Sciences Juridiques Politiques et de Gestion, Université Lille 2, France, p 25

التكامل بين النظم المحاسبية والحوكمة:[1]

- **دعم قرارات مجلس الإدارة**: تقدم النظم بيانات تحليلية عن المخاطر المالية (مثل مخاطر السيولة)، مما يدعم صنع القرارات الاستراتيجية.

- **التزام بالإطار الأخلاقي:** تسجل كافة العمليات بشكل رقمي، مما يسهل اكتشاف الانتهاكات الأخلاقية (مثل تضارب المصالح).

- **التواصل مع أصحاب المصلحة:** تنشئ قنوات اتصال فعالة مع المساهمين عبر نشر التقارير المالية عبر منصات إلكترونية آمنة.

لا تقتصر أهمية نظم المعلومات المحاسبية على تسجيل المعاملات فحسب، بل تعد أداة استراتيجية لتحقيق الحوكمة الرشيدة، عبر دمج الرقابة الداخلية مع الالتزام بالمعايير الدولية، مما يعزز الشفافية ويقلل الفجوة بين مصالح الإدارة والمساهمين.

المبحث الثالث: تناظر المعلومات في الأسواق المالية

تعد مشكلة عدم تناظر المعلومات من التحديات المركزية التي تؤثر على كفاءة الأسواق المالية، حيث يتجلى هذا الخلل في امتلاك طرف معلومات أكثر من الطرف الآخر، مما يؤدي إلى اختلال في تخصيص الموارد وزيادة في المخاطر النظامية، ففي الأسواق المالية يساهم عدم توافر المعلومات بشكل متساو بين المصدر (الشركة أو الحكومة) والمستثمرين في تقييد قدرة السوق على تحقيق سيولة واستقرار، خاصة في الأسواق الناشئة التي تعاني من ضعف الشفافية وغياب التشريعات الداعمة للإفصاح المالي، لذا يصبح من الضروري فهم العلاقة بين تناظر المعلومات وكفاءة السوق والتي تعد محور هذا المبحث.

المطلب الأول: فرضية الكفاءة

تعريف كفاءة الأسواق:[2]

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط ومتداخل مع المفهوم العام للفعالية، فالفعالية في هذا السياق تعني امكانية تحقيق الهدف والوصول الى النتائج التي يتم تحديدها مسبقا وان هدف عبارة عن نقطة نهاية او نتيجة يراد الوصول اليها في وقت محدد، فالكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بافضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية.

[1] Qaysi Tariq, Financial Market Depth, Access, and Efficiency and Environment Nexus in MENA Region: Cross-Sectional Dependence Analysis, Sustainability; Basel Vol. 17, N° 5, 2025, p 2148.

[2] Emy Lécuyer, Trois essais sur l'évaluation des actifs financiers en présence de frictions, Thèse de doctorat, Ecole doctorale SDOSE (Paris), Université Paris sciences et lettres, France, 2021, p30

ومن هنا يشير الى اختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفعالية حيث ان الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول اليها، بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي يمكن بها البلوغ هذه النقطة سوف نتطرق في هذا الصدد الى النقاط التالية:

- مفهوم كفاءة اسواق الاوراق المالية.
- متطلبات كفاءة اسواق الاوراق المالية.
- المعلومات والاسواق الاوراق المالية.

1. مفهوم كفاءة اسواق الاوراق المالية:[1]

تعرف سوق الكفء بانها سوق تعكس فيها سعر الاوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة الى السوق وبين الوصول الى نتائج محددة بشان سعر الورقة المالية، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على انها تلك الاسواق التي تحقق الاهداف التالية:

- تخسيس الامثل للموارد.
- التقييم الدقيق للمبادلات.
- تقديم خدمات باقل تكلفة.

كما يقصد بالسوق الكفء بانه السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، واذا كان الامر كذلك فانه يمكن القول بانه في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد، يلعب التعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك الاسهم من مخاطر او مرة اخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار، يكفي للتعويض المستثمر عن المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه وان سعر السهم في السوق الكفؤة يعكس توقعات المستثمرين بشان المكاسب المستقبلية وبشان المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وهذا يشير الى نقطة جزيرة بالاهتمام هي ان تكون المعلومات متاحة للجميع وهذا لا يعني ان تقديراتهم بشان المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تحيط بها متطابقة تماما، فقرارات بعض المساهمين المحترفين وحتى غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوف تدفع بالاسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق فالمهم ان يكون كل مستثمر مقتنع بان تقديراته سليمة ومبنية على معلومات سليمة.

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع ان تستجيب اسعار الاسهم في سوق الاوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد الى المتعاملين فيه، ويكون من شانها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم وتتجه اسعار الاسهم صعودا او هبوطا تبعا لطبيعة الانباء، ان كانت ايجابية ام لا، وفي سوق يمتاز بكفاءة يعكس سعر السهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية او معلومات تتعلق بانشطتها، وسائل الاعلام او تتعلق بالسجل لسعر السهم او غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لاداء

[1] Laure de Batz, Trois essais sur les manquements financiers de sociétés et les réactions de marché, Thèse de doctorat, École doctorale d'Économie, Université Paris 1, France, 2021, p40

المنشاة والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رسملة الارباح، ورقم الاعمال وغيرها ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفء توقعات المستثمرين بشان المكاسب المستقبلية وبشان المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق الا ان ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما من خلال ما سبق يمكن تقديم مفهوم كفاءة اسواق الاوراق الماليه كما يلي:

- يكون السوق الاوراق المالية كفؤا اذا كانت الاسعار تحت نظام المعلومات في سوق الاوراق المالية ومن الشروط الضرورية لكفاءة الاسواق الاوراق المالية.

- منافسة تامة.

- توفر المعلومات عن الاوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق.

- ان تصل هذه المعلومات باقصى سرعة وباقل تكلفة الى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

2.1. اشكال فرضية السوق الكفء EMH: [1]

جرى تقسيم فرضية السوق الكفء الى الاشكال الثلاثة بالاعتماد على فرضية كل شكل يعتمد على وفرة Availability و كلفة Costs المعلومات وهي كالاتي:

- الشكل الضعيف:

تتضمن هذه الصيغة اطارا محتواه، ان اسعار الاصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة اي البيانات التاريخية، وتشمل معدلات اسعار الاصول وحجم التعاملات وهذه المدة متاحة وشائعة للجميع لتحققها في تاريخ سابق، وبتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر.

لذلك فلا يوجد احد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائدا استثنائيا، طالما ان مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا الى المعلومات التاريخية، وتعرف هذه الصيغة ايضا لنظرية الحركة العشوائية، اذ ترى بان المعلومات التاريخية لا تمكن من تسعير مرتبط بها مستقبلا، ولابد ان يكون السعر مستقلا عن الماضي، اي ان تغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها، ولا يوجد ترابط بينها، وهو ما يمكن التعبير عنه بالحركة العشوائية.

- الشكل الشبه القوي:

وتتضمن هذه الصيغة لفرضية السوق الكفء اطارا محتواة لان الاسعار الجارية او الحالية للاسهم والسندات والاصول المالية الاخرى، تعكس المعلومات المتاحة جميعا والتي تؤثر بتقويم او تسعير هذه الاصول، متمثلة بالظروف الاقتصادية والمالية ومعلومات تاريخية وحالية عن الاسعار والحجوم التبادلية ومستويات الائتمان في الاقتصاد، وحجوم الاصدار ولا تنحصر فقط بالاسعار الماضية وحجم التعاملات.

ذلك فان للمستثمرين والبائعين يستخدمون ما هو متاح من المعلومات للتقويم، ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق ارباح استثنائية لمدة طويلة.

[1] Emna Khemakhem, Trois essais sur la réglementation et la taxation des actions et des produits dérivés, Thèse de doctorat, École doctorale d'Économie, Université Paris 1, France, 2020, p31

- الشكل القوي:

صيغة هذه الفرضية تتبنى سعرا جاريا للاصل المالي يعكس المعلومات العامة او الشائعة والخاصة جميعا و التي تستخدم في تحديد قيمة الاصول في البورصة.

لذلك فان المعلومات المتوفرة في ظل هذه الصيغة لفرضية السوق الكفء تشمل معلومات المحظيون (المدراء التنفيذيون بعض الصحافيون حاملوا الاسهم الرئيسون .... الخ)، ويثير وجودهم الكثير من التساؤلات حول شرعية وعدم شرعية تعاملات هؤلاء في البورصة، وبالتالي فالسعر عندما يعكس جميع المعلومات فسوف لا يكون بالامكان تحقيق انحراف عن القيمة الحقيقية.

الا ان الشكل الضعيف لفرضية السوق الكفء EMH يرتبط بمعلومات ماضية بينما شكلها شبه قوي يرتبط بالمعلومات الماضية والحالية، واضاف الى المعلومات السابقة المعلومات التي يملكها المحظيون ليحول شكل الفرضية الى الصيغة القوية.

من الامور التي يجب ادراكها ان كفاءة الاسواق الاوراق المالية هي مفهوم نسبي وليس مطلق يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الاسهم من جهة اخرى، بعبارة اخرى ان من بين خصائص السوق والكفء ان تعكس الاسعار وبسرعة المعلومات التي من شانها ان تؤثر على القيمة السوقية للاوراق المالية المتداولة فيه، لذا يجب التعرض الى المستويات المختلفة للكفاءة الاسواق الاوراق المالية.

والجدير بالذكر ان هذا التقسيم للمستويات المختلفة للكفاءة الاسواق الاوراق المالية ناتج عن الدراسة تطبيقية التي قام بها الباحث FAMA عام 1965 حلل بموجبها حركة اسعار الاسهم المستخدمة في حساب متوسط، دور جونز Dow Jones حيث راقب الحركة اليومية للاسعار 30 سهم خلال خمس سنوات، وقد استخلص من دراسته الى قياس الدرجة العشوائية التي تحصل في تقلبات اسعار الاسهم وقد بين تماما ان المعلومات الجديدة التي تصل الى المستثمر في الاسهم بشكل مفاجئ قادر على تغيير من نظرة المستثمر المستقبلية وبما ان المعلومة التي تصل الى المستثمر مستقل عن غيرها من ناحية الزمن لذلك فان اسعار الاسهم ان القيمة السوقية سوف تتقلب عشوائيا صعودا ونزولا وفقا لنوع المعلومة التي تريد الى السوق.

2. متطلبات كفاءة السوق:

لكي تتحقق كفاءة سوق الاوراق المالية يجب ان تتوفر فيه خاصيتين اساسيتين هما:

1.2. كفاءة التسعير:[1]

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها ان المعلومات الجديدة تصل الى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير بما يجعل اسعار الاسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل ان المعلومات تصل الى المتعاملين بدون ان يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة، بما يعني ان الفرصة المتاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات وهو ما يجعل التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة او لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الارباح، لانه يصعب علي اي منهم ان يحقق ارباحا غير عادية على حساب الاخرين.

[1] Hartmann N'Dah, La structuration de l'essor du marché financier de l'Afrique de l'Ouest : enjeu d'une mutation, Thèse de doctorat, École doctorale Sciences de l'homme des organisations et de la société (Rennes), Université Rennes 1, France, 2016, p13

واذا كان تحقيق ارباح غير عادية امرا صعبا في هذه السوق الا انه ايضا غير مستحيل لاسباب التاليه:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله الى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة وهذا السبب لا يرجع الى نقص كفاءة السوق بل يرجع الى جهل وكسل المستثمر ذاته.

- قد يستطيع عدد محدود من الافراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق ارباح غير عادية، لان هذا ما يحدث لعدد قليل من المستثمرين مرات معدودة.

هذا السبب غير صحيح دوما في ظل سوق الكفء ولا يمكن لعدد كبير من المتعاملين ان يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحقق بسببها ارباح طائلة على حساب الاخرين لان اي وسيلة للكسب المميز في اي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد ان تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

2.2. كفاءة التشغيل:[1]

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون ان يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة و دون ان يتاح للتجار والمتخصصين في السوق فرصة الى تحقيق مدى او هامش ربح مبالغ فيه، كما يبدو فان كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي ان تكون تكاليف التي تكبدها المستثمرون لاتمام الصفقة عند حدها الادنى مما يقودهم الى بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التاثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة، وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

وتوفر الخاصيتان السابقتان لاسواق الاوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط اهمها ما يلي:

ان تكون سوق الاوراق المالية فيها المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من الباعة والمشترين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل الفرص نشوء الاحتكار، ويتحقق هذا الشرط لسوق الاوراق المالية ما يعرف بخاصيتين العمق والاتساع حيث يوجد مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين.

يتوفر للسوق شرط المنافسة كما تتوفر له ايضا ما يعرف بخاصية الاستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في اسعار الاوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

ان يوفر هذا السوق خاصية سيولة الاوراق المالية المتداولة فيه وهذا الشرط هو فيه حقيقة الامر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وبتوافر خاصية السيولة في سوق الاوراق المالية تتحقق فرص امام المستثمر لبيع او شراء الاوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبسرعة المناسبة كما ان توفر هذه الخاصية توفر لسوق الاوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الاسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في اسعار الاوراق المالية وبالتالي تقل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

[1] Joseph Anouboussi, Mécanisme réputationnel, traitement de l'asymétrie informationnelle et efficience de l'allocation du crédit : le cas des Institutions Bancaires Formelles et des Institutions Bancaires Décentralisées en période de post-libéralisation financière au Cameroun, Thèse de doctorat, École doctorale Sciences économiques et de gestion, Université Lyon 2, France, 2011, p10

ان يتوفر لسوق الاوراق المالية وسائل وقنوات اتصال الفعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه اضافة الى مؤشرات ان العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الاسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن الاسعار الاوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الاوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات في السياق نفسه تتضمن شروط الادراج في سوق المتطلبات خاصة في الافصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه ايضا نشر التقرير تقارير مالية مفصلة عن نشاطها خلال العام.

توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض اوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالاضافة الى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

كما يشترط ان تكون السوق الاوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل الهيئة او لجنة تعرف بهيئة أو لجنة ادارة السوق ولكي تتوفر هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط ان تكون محايدة اولا ومكونة من افراد ذوي خبرة، ويعاونهم في اداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة، على ان تستمد هذه الهيئة هو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة الى توفير جو من الاستقرار والامان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الاوراق المالية.

المطلب الثاني: مصادر المعلومات المعتمدة في الأسواق المالية

تتوقف كفاءة السوق الاوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية وعلى هذا الاساس فان نجاح سوق الاوراق المالية يحتاج الى معلومات تبنى على اساس العناصر الاتية:

اشهار الاعلان المالي ودورة في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالافصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضله بين فرص الاستثمار المختلفة.

توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية له.

هناك طرفين تتعامل بالمعلومات وفقا لمنطقة الرشادة الاقتصادية عن طريق عرض او طلب تلك المعلومات، الطرف الاول و يتكون من معدي ومنتجي المعلومات ولديهم اربعة حالات ممكنة لعرضها:

- مراعاة الاستخدام الخاص بالمعلومات وانتاج شيء ذو قيمة وبيعه في السوق.
- بيع المعلومات مباشرة للمستخدمين.
- النشرة المجانية للمعلومات لتشجيع شراء سلع اخرى.
- التضليل والخداع في المعلومات.

أما الطرف الثاني وهم مستخدمين المعلومات ولديهم اربعة حالات ممكنة لاستخدامها وهي:

- الحصول على المعلومات بطريقة المباشرة عن طريق السؤال والبحث.

- شراء المعلومات من السوق مباشرة.

- الحصول على المعلومات مجانية.

- تقييم المعلومات المتاحة.

مما سبق ذكره يتضح اهمية المعلومات ومدى توفرها في السوق الاوراق المالية وعدم تكافؤ المستثمرين عين متعاملين في الحصول عليها وهو من شانه يؤثر على سير اداء السوق المالي الفعال وفي حالة عدم تكافؤ فرص حصول المتعاملين على المعلومات في سوق الاوراق المالية تسمى هذه الحالة بعدم تماثل المعلومات، اي امتلاك بعض المتعاملين المعلومات لا يمتلكها الاخرون، مثلا يحوز كبار موظفين المؤسسة على معلومات معينة يستطيعون حجمها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي لحسابهم الخاص وذلك قبل نشرها في التقارير المالية.

1. المصادر الداخلية: [1]

تعد المصادر الداخلية جزءا أساسيا من المعلومات التي تعتمدها الأسواق المالية متتضمنة:

التقارير المالية الدورية : تعتبر التقارير المالية (مثل الميزانية العمومية وقائمة الدخل) مصدرا رئيسيا لتقييم الصحة المالية للشركات، حيث تساهم في اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة،بحث تستخدم هذه التقارير لتحليل المخاطر وتحديد الفرص الاستثمارية، خاصة في ظل الشفافية والإفصاح المالي المنتظم.

بيانات الجمعيات العامة: وتشمل قرارات المساهمين، توزيع الأرباح، وسياسات الشركات، وهي توفر معلومات حاسمة لتحديد أداء الشركة وتوجيهات إدارتها المستقبلية، كما تعد هذه البيانات جزءا من متطلبات الإفصاح التي تعزز الثقة بين المستثمرين والإدارة.

2. المصادر الخارجية: [2]

تعد المصادر الخارجية ضرورية لفهم البيئة الاقتصادية الأوسع التي تؤثر على أداء السوق والتي من أبرزها:

تقارير الوكالات الائتمانية: حيث تقدم هذه التقارير تقييمات حول درجة مخاطر الائتمان للشركات أو الحكومات، مما يسهم في تحديد العوائد المتوقعة على السندات أو القروض، تستخدم هذه التقارير كأدوات لقياس المخاطر النظامية ودعم التخطيط المالي.

البيانات الاقتصادية العالمية : تشمل مؤشرات مثل الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات التضخم، والتي تحدد اتجاهات السوق على المستوى الكلي، حيث تستخدم هذه البيانات لفهم تأثير العوامل الاقتصادية العالمية على أداء الأسهم والسندات، خاصة في الأسواق الناشئة التي تتأثر بشكل أكبر بالسياسات النقدية الدولية.

[1] Amir Rezaee, Le marché des obligations privées à la bourse de Paris au 19ème siècle : performance et efficience d'un marché obligataire, Thèse de doctorat, École doctorale Sciences de l'homme et de la société, Université Orléans, France, 2010, p6

[2] Berarma Rima, Portfolio Construction Choice: Comparative Based Behavioral Finance And Efficient Market, dirasat.waabhath , Volume 9, Numéro 27, année 2017, p376.

ان المصادر الداخلية (التقارير المالية، بيانات الجمعيات) والمصادر الخارجية (تقارير الوكالات الائتمانية، البيانات الاقتصادية) أدوات أساسية لدعم القرارات الاستثمارية، كما تعتمد الأسواق الناضجة على شفافية هذه المعلومات لتقليل المخاطر وزيادة السيولة، بينما تواجه الأسواق الناشئة تحديات في هذا المجال بسبب ضعف الإفصاح أو عدم توافر البيانات بدقة.

المطلب الثالث:العوامل المؤثرة على كفاءة الاسواق المالية

1. شروط كفاءة السوق التامة: [1]

تسير فرضية السوق الكفء الكثير من الجدل، حتى انها ترى بانها من شروط تحقق السوق الكفء هو وجود مستثمرين يعتقدون بعدم كفاءة السوق، من اجل سعيهم للحصول على معلومات اضافية وصولا للكفاءة، والكفاءة التامة هي تلك التي ينعدم فيها الفاصل الزمني ما بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السعرية للاصول المتداولة، ولتحقيق ذلك استدعى شروطا معينة (حيث تكاد ان تكون هذه الشروط مشابهة لسوق المنافسة التامة السلع والخدمات والمعتمدة في تصنيف اسواق المنتجات):

- وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر او ما يطلق عليه الكفاءة المعلوماتية وبذلك ستصبح توقعات المستثمرين متجانسة استنادا لتجانس معلوماتهم.

- انعدام القيود على التعاملات، مثل تكاليف معاملات او الضرائب وعدم وجود قيود كمية للمعاملة مع حرية الدخول او الخروج للمستثمرين.

- العدد الكبير من المستثمرين والبائعين بحيث تمنع هذه الكثرة اي من المستثمرين الاستئثار او الهيمنة لاحدهم على السوق، ويصبح المستثمرون اقرب الى متلقي سعر.

- الرشادة في القرارات الاستثمارية التي تستهدف تعظيم المنفعة من وراء الاستثمار.

ونظرا لصعوبة تحقق هذه الشروط دفعة واحدة، حيث توجد تكاليف وضرائب تمارس دورها في البورصات، فضلا عن وجود المحظيون insider (بمعلوماتهم) خاصة مع وجود مؤسسات مالية وسيطة لها قدرة استثمارية كبيرة وامكانية واسعة في الحصول على المعلومات وتحليلها والتاثير في اسعار الورقة المالية بواسطة صفقاتهم الواسعة.

لذلك فان الكفاءة التامة لا تتحقق، وعندها يمكن قبول الكفاءة الاقتصادية، ويتوقع وجود فجوة زمنية بين المعلومات وتقويم الاوراق المالية، احتمالية حدوث انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع.

2. المعلومات اللامتسقة: [2]

فالمعلومات اللامتسقة تؤشر الى حالة وجود بؤر معلوماتية غير متجانسة في العمق والاتساع للمعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار الاستثماري، خاصة ما يتعلق بتقدير القيمة المحورية للاصول المالية، ومثل هذه البؤر

[1] بن لخضر مسعودة . اينال فوزي، تحليل الكفاءة السعرية لسوق الجزائر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، المشكاة في الاقتصاد التنمية و القانون، المجلد 5، العدد 1، سنة 2020، صفحة 184

[2] Dadan Rahadian, Anisah Firli, Hasan Dinçer, Serhat Yüksel & Alexey Mikhaylov, Analysing the financial innovation-based characteristics of stock market efficiency using fuzzy decision-making technique, Financial Innovation; Heidelberg, Vol. 11, N° 1, 2025, p 03.

المربوطة بأصحاب التعاملات المربحة في السوق، ولكن يجب الا نحكم بانها هؤلاء يعملون بطريقة غير شرعية دائما، فمعظمهم اليوم هو نتاج الخبرة والدراسة والذكاء كما ان دورهم في السوق يعد مطلوبا.

من المؤكد ان اللاتساق في المعلومات المتوفرة للمستثمرين ينعكس في عدم تجانس التوقعات للبائعين والمستثمرين للاصول، وهي حالة تؤدي الى اختلاف تقديرات المخاطرة والعائد، وفي ذلك لابد من الوصول الى تراضي ما بين المشتري والبائع وفق تصوراته التي تعكس اللاتساق، وهو ما يحدث في معظم الحالات.

كذلك يرافق التوزيع اللامتسق للمعلومات حالة التباين في نوعية وكمية المعلومات بصورة تنعكس في قرارات البائعين او المستثمرين، لذلك يقود اللاتساق سواء من ناحية النوع او الكم للمعلومات الى سوق غير كفء في الامد القصير، وهو ما يمكن تقليل اثارة في الامد الطويل، وعموما فان وجهة نظر مؤيدين اللاتساق المعلومات في السوق لا ترفض فرضية السوق الكفء EMH في شكلها الضعيف وشبه قوي، اشارة الى انه في حالة لا اتساق القوية فان الاثار الناجمة تكون وخيمة على السوق وقد تؤدي الى الانهياره.

1.2. تأثيرها على قرارات المستثمرين: [1]

تشير المعلومات غير المتماثلة إلى حالة عدم تكافؤ المعلومات بين الأطراف المتعاملة في السوق، حيث يمتلك أحد الطرفين (مثل الإدارة أو المصدر) معلومات أكثر من الطرف الآخر (المستثمر)، هذا التفاوت يسهم في زيادة المخاطر النظامية ويزيد من تكاليف الاستثمار، حيث يقلل من ثقة المستثمرين ويضعف كفاءة السوق، فغياب الشفافية في الإفصاح المالي يحد من قدرة المستثمرين على تقييم القيمة الحقيقية للأصول، مما يؤدي إلى تقلبات حادة في الأسعار وزيادة في التكاليف المرتبطة بالاستثمار، كما تعد هذه الظاهرة سببا رئيسيا لـالاختيار المعكوس، حيث يتجه المستثمرون إلى تجنب السوق بسبب عدم اليقين حول جودة الأدوات المالية.

2.2. آليات الحد من المعلومات غير المتماثلة:[2]

يعتبر الإفصاح الإلزامي من أبرز الآليات لتقليل فجوة المعلومات بين الأطراف، ليتضمن هذا الإفصاح تقديم بيانات مالية دقيقة ومنتظمة عن أداء الشركة، مثل القوائم المالية المدققة وتقارير الحوكمة مما يعزز الشفافية ويقلل من مخاطر الاستثمار، ان الإفصاح الاختياري وحده لا يكفي لمعالجة المشكلة، بل يتطلب الأمر تشريعات صارمة تلزم الشركات بتقديم معلومات شاملة ومحدثة، خاصة في الأسواق الناشئة التي تفتقر إلى آليات الرقابة الفعالة، إلى جانب ذلك يمكن للإفصاح عن مستوى الحوكمة أن يقلل من تأثير المعلومات غير المتماثلة، حيث تساهم الشفافية في تحسين تسعير الأوراق المالية وزيادة سيولة السوق، كما هو الحال في العديد من البورصات التي تركز على قياس مستوى الإفصاح عن معلومات الحوكمة كأداة للحد من هذه الظاهرة.

تعد المعلومات غير المتماثلة عائقا رئيسيا أمام كفاءة الأسواق المالية، حيث تضعف الثقة وتزيد من تكاليف الاستثمار، ولهذا يعد الإفصاح الإلزامي وتعزيز الحوكمة ضروريا لضمان شفافية السوق وتقليل الفجوة المعلوماتية، كما يسهم تطبيق هذه الآليات في الأسواق الناشئة الى تحسين بيئة الاستثمار وجذب المستثمرين المؤسسيين.

---

[1] Berarma Rima, Portfolio Construction Choice: Comparative Based Behavioral Finance And Efficient Market, dirasat.waabhath , Volume 9, Numéro 27, année 2017, p376.

[2] Abaidoo, Rexford. Financial market efficiency: global and regional financial market perspective, American Journal of Business; Bingley Vol. 36, N° 3/4, 2021, p 172.

3. التحليل المالي وأثره على كفاءة الاسواق المالية: [1]

يركز على تحديد القيمة الجوهرية للأوراق المالية من خلال دراسة العوامل الاقتصادية والمالية التي تؤثر على أدائها، ليعتمد هذا التحليل على تقييم البيانات الكلية (مثل الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات الفائدة) والبيانات الجزئية (مثل قوائم الشركات المالية وتدفقاتها النقدية المتوقعة)، على سبيل المثال يحدد قيمة السندات عبر حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، وهو ما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات مدروسة بناء على الصحة المالية للشركة وظروف السوق، كما يساهم في تقليل عدم التماثل في المعلومات بين المصدرين والمستثمرين، مما يعزز ثقة المتعاملين ويحسن سيولة السوق.

كما أن دور التحليل الفني في توقيت الدخول والخروج من السوق يركز على دراسة الأنماط السعرية وتداولات السوق لتحديد اللحظات المناسبة للدخول أو الخروج من الاستثمار، يعتمد هذا الأسلوب على أدوات مثل الرسوم البيانية والمؤشرات الفنية لفهم الاتجاهات الحالية وتوقع التحركات المستقبلية، ان التحليل الفني أكثر فعالية في اتخاذ قرارات استثمارية سريعة، خاصة في الأسواق المتقلبة، حيث يساعد المستثمرين على تجنب المخاطر قصيرة الأجل وتحقيق عوائد مثلى، إلى جانب ذلك يسهم هذا النوع من التحليل في تحسين توقيت السوق، مما يقلل من تكاليف التداول ويزيد من كفاءة اتخاذ القرار.

وعليه يعد التحليل الأساسي والتحليل الفني أداتين محوريتين لتحسين كفاءة الأسواق المالية، بينما يساهم التحليل الأساسي في تحديد القيمة الحقيقية للأصول عبر دراسة العوامل الاقتصادية والمالية، يحسن التحليل الفني من توقيت العمليات الاستثمارية عبر تحليل الأنماط السعرية، ومع ذلك يتطلب تحقيق الكفاءة الكاملة في السوق الجمع بين هذين الأسلوبين لضمان دقة التقييم وفعالية القرارات الاستثمارية.

خاتمة الفصل الثالث

يعد نظام المعلومات في الأسواق المالية العمود الفقري لضمان كفاءة تخصيص الموارد المالية وتقليل المخاطر النظامية، حيث يساهم في توفير البيانات الدقيقة والشاملة التي يعتمد عليها المستثمرون والجهات التنظيمية في اتخاذ القرارات، من خلال المبحث الأول الذي ركز على الإطار النظري لنظام المعلومات من خلال التعريف الولي بالمعلومة كونها هي حجر الزاوية فيه، ويتضح بانه لا يقتصر على جمع البيانات وتحليلها، بل يتعدى ذلك ليسهم ايضا في تحويلها إلى معلومات قابلة للاستخدام عبر وظائف أساسية مثل الدقة والتوقيت والشمولية، مما يعزز قدرة الأسواق على تحقيق سيولة واستقرار في التداول، إلى جانب ذلك فالتحول الرقمي و مواكبة التطور المتسارع اليوم اصبح يلعب دورا محوريا في تطوير نظم المعلومات، حيث يساهم استخدام التكنولوجيا مثل الذكاء الاصطناعي وتحليل البيانات الكبيرة في تحسين كفاءة العمليات وتخفيض تكاليف المعاملات.

[1] Zhang, Chuan; Wang, Yueyun, Non-financial information farsightedness and capital market information efficiency, Humanities & Social Sciences Communications; London, Vol. 11, N° 1, 2024, p 1174.

من ناحية أخرى فقد تطرقنا عبر المبحث الثاني للعلاقة بين نظام المعلومات وحوكمة المؤسسات، حيث برزت الأهمية من خلاله عن دور الإفصاح المالي الشفاف في تقليل عدم التماثل في المعلومات وبناء ثقة المستثمرين من منطلق تعزيز الرقابة الداخلية التي تعد أداة فعالة للحد من مخاطر نظام المعلومات المحاسبي، مما ينعكس إيجابيا على جودة القوائم المالية وشفافيتها، علاوة على ذلك فان حوكمة المؤسسات تعزز فعالية نظام المعلومات عبر وضع آليات صارمة للإفصاح وإدارة البيانات، وهو ما يقلل من المخاطر المرتبطة بالاختيار المعكوس ويؤدي ذلك برفع من كفاءة السوق.

أما المبحث الثالث فقد سلط الضوء على تناظر المعلومات وأثره على كفاءة الأسواق المالية، حيث أشرنا من خلاله إلى أن الأسواق تحقق كفاءتها عندما تكون المعلومات متاحة للجميع في الوقت المناسب، وهو ما يقلل من التقلبات غير المبررة ويزيد من سيولة التداول، ويعد الإفصاح الإلزامي في نفس السياق أحد الآليات الرئيسية لتقليل فجوة المعلومات وخاصة في الأسواق الناشئة التي تعاني من ضعف الشفافية وغياب الحوكمة الرشيدة، كما تظهر الأدلة أن جودة نظام المعلومات المحاسبي ترتبط ارتباطا وثيقا بتحقيق كفاءة السوق، حيث تعتمد القرارات الاستثمارية على دقة البيانات وسيرانها بين الأطراف المعنية.

ان هذا الفصل هو ايضاح لكون نظام المعلومات لا يعد أداة فنية فحسب، بل هو ركيزة أساسية لتطوير الأسواق المالية وتحقيق استقرارها، فالتكامل بين الإطار النظري للحوكمة من جهة والشفافية في الإفصاح من جهة اخرى يسهم في تقليل المخاطر وتعزيز الثقة بين المتعاملين، مما يزيد من جاذبية السوق للمستثمرين المحليين والأجانب، ومع ذلك يتطلب تحسين كفاءة نظام المعلومات تبني سياسات مالية مرنة وتشريعات صارمة توازن بين حماية المستثمرين وتحفيز السيولة، خاصة مع تصاعد الحاجة إلى اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على بيانات موثوقة وسريعة، كما يعد تطوير البنية التحتية الرقمية واعتماد المعايير الدولية للمحاسبة ضروريا لتحسين جودة المعلومات وزيادة شموليتها، مما يسهم في تعميق الأسواق المالية العربية وجذب الاستثمارات الأجنبية.

الفصل الرابع
دراسة قياسية لتطبيق الحوكمة على كفاءة الأسواق المالية

1- الاطار العام للدراسة القياسية و اهدافها:

بعدما قمنا بدراسة العلاقة بين الحوكمة والاسواق المالية وبعض مؤشرات تطور هذا القطاع الحساس من الجانب النظري، سنحاول في هذا الجانب ترجمة العلاقة على شكل النماذج الرياضية تسهل عملية القياس الكمي لهذا نقوم ببناء نموذج قياسي متعلق بقياس الجانب الاقتصادي للدول محل الدراسة يتمثل النموذج في بعد الحوكمة الذي يشمل 6 مؤشرات للحوكمة Worldwide Governance Indicators (WGI) المقدمة من البنك الدولي، وتستخدم لقياس مستوى الحوكمة في الدول بما فيها دول شمال إفريقيا والشرق الأوسط، والبعد الخاص بالاسواق المالية فقد اخترنا متغير واحد وشامل الذي يدل على تطورها وهو مؤشر البورصة لكل دولة محل الدراسة، وقد اخترنا متغير ضابط هو نمو اجمالي الناتج المحلي لهذه الدول، وذلك من خلال استعمال نماذج بانل التي تقوم عليها معظم الدراسات القياسية الحديثة.

الهدف من هذه الدراسة هو اختبار العلاقة الموجودة بين مؤشرات الحوكمة وكيف تاثر على الاسواق المالية فى عينة من دول شمال افريقيا والشرق الاوسط، وتحديد أهم العوامل المساهمة في تطور هذا القطاع الذي يشكل عصب الاقتصاد وعموده الفقري اليوم، أي هل يمكن اعتبار مؤشرات الحوكمة في ظل الجهود الاممية والدولية الرامية لتطبيق الحوكمة كاحد اساليب تطور الاسواق المالية؟، وبالتالي فالهدف من الدراسة هو محاولة تفسير و تحليل العلاقة بين الحوكمة من جهة و تطبيقها من جهة اخرى و تاثير هذا التطبيق على الاسواق المالية، فالعلاقة المنطقية بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي تظهر في كون مؤشرات الحوكمة عالية والتي بدورها تكون هناك شفافية أكبر في المعلومات ويقل الفساد وتتحسن الثقة في المؤسسات، كما تنخفض تكاليف المعاملات ويزيد الاستثمار المحلي والأجنبي لتصبح الأسواق المالية أكثر كفاءة واستجابة.

خلال طرح الإشكالية التالية : هل تاثر الحوكمة على كفاءة و تطور الاسواق المالية في دول شمال افريقيا والشرق الاوسط ؟.

2- الاطار القياسي المتبع في الدراسة:

لقد تم الإعتماد في الإطار القياسي على نماذج السلاسل الزمنية المقطعية بيانات بانل Panel Data ، من خلال دراسة أثر تطبيق الحوكمة على كفاءة الاسواق المالية، هذه الدراسة تخص مجموعة من الدول منطقة MENAالتي تتقارب فيما بينها من الناحية الجغرافية والاقتصادية على حد سواء والتي تضم دول ناشئة قوية وذلك لمعرفة أثر مؤشرات الحوكمة على اسواقها المالية، ولهذا سوف نعتمد على هذا النوع من النماذج بغية تحقيق الهدف والغاية من الدراسة.

3- النموذج العام للدراسة:

منهجية الدراسة تتمثل فى استعمال المنهج القياسي لاختبار مدى صحة فرضية الدراسة القائلة بوجود تأثير المؤشرات الحوكمة على كفاءة الاسواق المالية في الدول محل الدراسة، ومن أجل تحديد ما مدى الأثر الذى تلعبه مؤشرات الحوكمة على الاسواق المالية في مجموعة من دول منطقة MENA وهل يكون الأثر نفسه أم يختلف بين هذه الدول وذلك حسب مرحلة النمو والتطور التي عرفتها كل دولة سوف نعتمد على معادلة الانحدار المتعدد كما يلى:

$$\text{Financial Markets} = F(\text{Governance})$$

ان الاعتماد على نماذج بانل في هذه الدراسة للتطرق إلى العلاقة بين الحوكمة وكفاءة الاسواق المالية هو طريقة المثلى والجيدة في تحليل وتفسير ديناميكية العلاقة بين المتغيرات الدراسة من خلال إدماج البعد الزماني

والمكاني وبناءا على ذلك من خلال دراسات سابقة تم التطرق اليها سابقا كداعم لما ذكر سوف اعتمد في هذا النوع من النماذج على بيانات مجموعة من الدول في المنطقة.

ولتطبيق هذا النموذج تستخدم الدراسة فى التحليل القياسي مقطع عرضي وسلاسل زمنية لعشر دول من خلال تسليط الضوء على ستة مؤشرات للحوكمة مع النمو الناتج المحلي الاجمالي كمتغير ضابط على المتغير التابع الذي يمثل مؤشر كل بورصة من هذه الدول العشر محل الدراسة في الفترة الزمنية ما بين 2007 الى غاية 2023.

4- مصادر البيانات:

تم الحصول على البيانات الخاصة بهذه الدراسة من مصادر موثوقة، فالبيانات الخاصة بالحوكمة كمتغير مستقل المقدمة من طرف البنك الدولي والتي تشكل 6 مؤشرات WGI التي تهدف لاجراء مقارنات عامة بين البلدان للحوكمة وتقييم الاتجاهات العامة بمرور الوقت، كما ان المؤشرات تتراوح مابين -2.5 كحد ادنى لاستخدام الحوكمة و تطبيقها في الدولة و +2.5 كحد اقصى لتفوق الدولة في استخدام و تطبيق الحوكمة على اكمل وجه.

الجدول رقم 04-01 : مؤشرات الحوكمة الستة المستخدمة في الدراسة

الرمز المستخدم في الدراسة	تسمية باللغة الاجنبية	المعنى باللغة العربية
VA	Voice and Accountability	مدى قدرة المواطنين على اختيار حكوماتهم واختيار قياداتها
PS	Political Stability and Absence of Violence/Terrorism	استقرار النظام السياسي وعدم وجود عنف أو اضطرابات
GE	Government Effectiveness	كفاءة وفعالية عمل الحكومة ومؤسساتها
RQ	Regulatory Quality	جودة السياسات التنظيمية والتشريعية التي تعزز التنمية
RL	Rule of Law	مدى التزام الدولة بتطبيق القانون واحترام حقوق الإنسان
CC	Control of Corruption	الجهود الحكومية لمكافحة الفساد وسوء الإدارة

المصدر: من اعداد الطالب بناءا على البنك الدولي

اما المتغير التابع الذي ركزنا عليه الذي يشكل بدوره اداء السوق المالي ككل لكل دولة محل الدراسة 10 هو مؤشر البورصة index .

5- عينة الدراسة:

تتكون العينة المدروسة من عشرة دول (10) دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تعرف اختصارا بمنطقة MENA من الإنجليزية Middle East and North Africa تضم مجموعة من الدول العربية التي تقع في جنوب غرب آسيا وشمال إفريقيا، تتمثل في كل من : دول شمال افريقيا باستثناء ليبيا بسبب الحروب الاهلية والاختلافات السياسية، المملكة المغربية ، الجزائر، تونس، جمهورية مصر العربية، ودول الشرق الاوسط كقطر، المملكة العربية السعودية، والامارات العربية المتحدة، عمان، الاردن، الكويت، وتم اختيار هذه الدول طبقا لتوفر البيانات وتقارير المؤسسات الدولية حولها مع مراعات استقرار السياسي الداخلي و الاقتصادي النسبي، بالاستغناء عن دولة سوريا التي توقف فيها السوق المالي مع تداعيات الحرب الاهلية، بدءا من فلسطين بسبب الاحتلال الغاشم، وايران، العراق، لبنان، تم استبعاد هذه الدول من منطقة MENA بسبب غياب البيانات المستقرة والمحدثة، وعدم استقرار البيئة السياسية والاقتصادية التي تجعل من الصعب تطبيق نماذج الانحدار الديناميكية مثل ARDL، كما أن هذه الدول شهدت صدمات هيكلية كبيرة (حروب، أزمات مالية، احتلال) قد تشوش العلاقة السببية بين الحوكمة وكفاءة السوق، وبالتالي ركزت الدراسة على 10 دول تتوفر فيها شروط الاستقرار النسبي وتوفر البيانات الكاملة للفترة محل الدراسة.

6- فترة الدراسة:

امتدت الدراسة بناءا على البيانات الموحدة ووجودها وتوفرها من خلال سنة 2007 الى غاية عام 2023 كما تشكل بيانات سنوية لدول محل الدراسة العشر دول السابقة الذكر.

7- طرق واساليب تقدير النموذج: سوف يتم التطرق في هذا الجزء إلى الإطار القياسي المتبع في الدراسة والذي يضم مفاهيم حول نماذج البانل (Panel Data Model) وأساليب تقديرها

8- عموميات حول نموذج بيانات البانل (السلاسل الزمنية المقطعية)

بيانات البانل عبارة عن مجموعة من المشاهدات تتكرر عند مجموعة من الأفراد فى العديد من الفترات الزمنية وتجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية فى وقت واحد، فبيانات السلاسل الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة ، بينما البيانات المقطعية فهى تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية دول أو شركات خلال فترة زمنية معينة، فبيانات البانل تحتوي على معلومات تتعامل مع ميزة الوقت وعلى وحدات أو مفردات متعددة فعندما تكون الفترة الزمنية نفسها لكل الأفراد نسمي نموذج البانل ب "المتوازن " أما إذا اختلفت الفترة الزمنية من فرد لآخر نسمي نموذج البانل "غير متوازن."

1-8 مميزات نموذج بانل

تأخذ بيانات بانل في عين الاعتبار أثر تغير الزمن و اثر لغير الاختلاف بين الوحدات القطعية في بيانات عينة الدراسة كما تتميز بالعديد من الخصائص التي تجعل منها مصدر اهتمام الباحثين من خلال العمل على تطبيقها في دراساتهم البحثية فهو يعطي نتائج أكثر دقة وذلك بسبب أخذها للبعد الزمني في السلسلة الزمنية وكذلك البعد المقطعي في الوحدات المختلفة بعين الاعتبار وفيما يلي سوف تعرض أهم خصائص بيانات البانل:

- الأخذ في عين الاعتبار سلوكيات الأفراد عبر الزمن الخصائص الاجتماعية والسياسية غير المشاهدة للأفراد.
- القدرة على تحديد مختلف الظواهر الاقتصادية كاقتصاديات الحجم والتقدم التقني.
- تسمح للباحث بدراسة الفوارق والاختلافات في السلوك بين الأفراد.
- تتميز بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل.
- تسمح ايضا بدراسة مشاكل انعدام ثبات تباين حد الخطأ من خلال استخدام البيانات العرضية أو السلاسل الزمنية.

9- الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة و اختبار الارتباط:

في البداية الامر لابد من القيام بمجموعة الاختبارات على المتغيرات التفسيرية الخاصة بالحوكمة كمتغير مستقل والمتغير الخاص بالاسواق المالية كمتغير تابع بالاضافة الى المتغير نمو اجمالي الناتج المحلي كمتغير ضابط والممثلة في نماذج الدراسة للعينة المكونة من 10 دول ضمن نطاق منطق MENA ، بهدف إجراء التحليل الوصفي للمتغيرات الدراسة من خلال الاختبارات الإحصائية الوصفية للسلاسل الزمنية مع مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

1-9 الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يعتبر التحليل الوصفي الخطوة الأولى الأساسية في أي دراسة اقتصادية حيث يساعد على فهم خصائص البيانات والاتجاهات الأساسية للمتغيرات المدروسة، وفي الجدول الموالي شرح مبسط لدلالات التي يشير اليها كل عنصر من مخرجات برنامج EViews:

جدول رقم 04-02: تسهيل تفسير نتائج قيم التحليل الوصفي لكل دولة

العنصر	شرح مبسط لكل عنصر في التحليل الوصفي
Mean	المتوسط.
Median	القيمة الوسطى.
Maximum	القيمة العظمى.
Minimum	القيمة الدنيا.
Std. Dev.	الانحراف المعياري او مدى تشتت البيانات حول المتوسط.
Skewness	معامل الالتواء يوضح شكل التوزيع: • اذا كانت القيمة موجبة: ذيل طويل نحو القيم العظمى. • اذا كانت القيمة سالبة: ذيل طويل نحو القيم الدنيا.
Kurtosis	معامل التفلطح والذي يوضح حدة التوزيع: • قيمة اكبر من 3 تشير الى توزيع حاد مع وجود قيم شاذة. • قيمة مساوية او قريبة من 3 تشير الى توزيع طبيعي. • قيمة اقل من 3 تشير الى توزيع مسطح.
Jarque-Bera	هو اختبار التوزيع الطبيعي يختبر اذاكانت البيانات تتبع توزيع الطبيعي.
Probability	وهي القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera والتي تشير الى: • قيمة احتمالية اصغر من 0.05 القيمة المعنوية تشير الى توزيع للبيانات غير طبيعي. • قيمة احتمالية اكبر من 0.05 القيمة المعنوية تشير الى توزيع للبيانات طبيعي.

المصدر: من اعداد الطالب

جدول رقم 04-03: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة المملكة المغربية

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
Mean	13.84706	-0.651176	-0.404706	-0.210588	-0.127059	-0.247647	-0.361765	3.147059
Median	13.70000	-0.670000	-0.380000	-0.190000	-0.120000	-0.250000	-0.390000	3.400000
Maximum	17.20000	-0.490000	-0.320000	-0.040000	-0.030000	-0.130000	-0.190000	8.200000
Minimum	11.20000	-0.760000	-0.570000	-0.360000	-0.260000	-0.390000	-0.540000	-7.200000
Std. Dev.	1.741450	0.072360	0.068018	0.098582	0.060184	0.070225	0.099514	3.174531
Skewness	0.337659	0.482513	-1.005850	0.009912	-0.463632	-0.096210	0.207228	-1.937477
Kurtosis	2.225902	2.632023	3.106927	1.903853	2.779577	2.605661	2.240982	8.017067
Jarque-Bera	0.747491	0.755567	2.874681	0.851368	0.643455	0.136375	0.529750	28.46524
Probability	0.688152	0.685379	0.237559	0.653323	0.724896	0.934085	0.767302	0.000001

Sum	235.4000	-11.07000	-6.880000	-3.580000	-2.160000	-4.210000	-6.150000	53.50000
Sum Sq. Dev.	48.52235	0.083776	0.074024	0.155494	0.057953	0.078906	0.158447	161.2424
Observations	17	17	17	17	17	17	17	17

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

من ناحية الاستقرار النسبي الذي يشير اليه المدى المحدود (6.00) والانحراف المعياري المعتدل (1.74) إلى أن السوق المالي المغربي كان مستقرًا نسبيًا خلال الفترة المدروسة (2007-2023)، مع الاتجاه الصعودي الطفيف للتوزيع المائل لليمين (Skewness = 0.34) إلى أن الاتجاه العام لمؤشر السوق كان صعوديا، مع وجود بعض الفترات ذات الأداء العالي، ومن ناحية الاستجابة للأزمات على الرغم من الأزمات الإقليمية والعالمية فقد أظهر السوق المالي مرونة نسبية مقارنة بالاقتصاد الكلي، اما من خلال مؤشرات الحوكمة فالمتغير VA الذي يعبر عن الصوت والمساءلة الذي يبين بان المشاركة السياسية المحدودة من ناحية القيم السالبة التي تشير إلى أن المشاركة السياسية والشفافية في المغرب أقل من المتوسط العالمي كون نظام الحكم ملكي، اما الاتجاه التصاعدي من خلال التوزيع المائل لليمين يشير إلى تحسين تدريجي في هذا المؤشر على مدار الفترة المدروسة، ومع التباين المحدود الذي يشير الى الاستقرار النسبي (Std. Dev. = 0.072) بأن الإصلاحات في هذا المجال كانت تدريجية ومستقرة، ومن خلال المتغير PS الذي يمثل الاستقرار السياسي في الدولة على عكس ما قد يتوقعه البعض يظهر المغرب مستوى مقبول من الاستقرار السياسي، مع فترات عدم الاستقرار كون التوزيع المائل لليسار بشدة (Skewness = -1.01) يشير إلى فترات قصيرة من عدم الاستقرار، وما يظهر من خلال الوسيط أعلى من المتوسط الذي يشير إلى أن فترات الاستقرار كانت أطول من فترات عدم الاستقرار وهو بذلك التعافي السريع، اما المتغير GE الخاص بالكفاءة الحكومية الذي يظهر بان الأداء الحكومي مقبول ويعتبر هذا المؤشر الأفضل نسبيا بين مؤشرات الحوكمة في المغرب، مع تقلبات الملحوظة لان الانحراف المعياري الأعلى (0.099) يشير إلى تقلبات في أداء الحكومة عبر الزمن، مع توازن نسبي كون التوزيع المتماثل يشير إلى أن التحسينات والانخفاضات كانت متوازنة نسبيا، اما المتغير RQ المعبر عن جودة التنظيم كونها جيدة ويعتبر هذا المؤشر من أفضل مؤشرات الحوكمة في المغرب، التوزيع المائل لليسار يشير إلى فترات من التنظيم الصارم ربما في فترات الأزمات التي تشكل فترات من التنظيم الصارم، اما من خلال التباين المحدود يشير إلى اتساق في جودة التنظيم عبر الزمن، اما من خلال المتغير RL الذي يعبر عن سيادة القانون الذي يشير الى مستوى مماثل للكفاءة الحكومية مع ان نظام قانوني مقبول، مع تخلله لفترات من الضعف القصيرة كون التوزيع المائل لليسار، مع التباين المعتدل يشير إلى أن النظام القانوني كان مستقرا نسبيا، واخيرا من خلال المتغير الاخير للحوكمة هو مكافحة الفساد CC الذي ظهر تحديات في مكافحة الفساد ويعتبر هذا المؤشر من أضعف مؤشرات الحوكمة في هذه الدولة، مع الاتجاه التصاعدي للتوزيع المائل لليمين في اشارة إلى تحسين تدريجي في مكافحة الفساد، مع تقلبات ملحوظة في الانحراف المعياري المرتفع 0.099 كون هذه التقلبات في جهود مكافحة الفساد، اما المتغير الضابط الذي يشكل النمو في الناتج المحلي الاجمالي والذي يشير الى التقلبات الكبيرة على المدى الواسع 15.40 والانحراف المعياري الكبير 3.17 يشير إلى تقلبات اقتصادية كبيرة، أزمات اقتصادية حادة، التوزيع المائل لليسار بشدة Skewness = -1.94 يشير إلى أزمات اقتصادية حادة ربما جائحة كورونا سنة 2020 والتي اثرت على الاقتصاد المغربي كونه يعتمد على السياحة بشكل كبير، اما الوسيط أعلى من المتوسط يشير إلى أن فترات النمو كانت أطول وأقوى من فترات الانكماش مما يظهر التعافي القوي.

من خلال مقارنة التباين او الانحراف المعياري بين المتغيرات نجد بان GDP يظهر أعلى تباين مما يعكس التقلبات الاقتصادية الكبيرة في المغرب، و INDEX يظهر تباينا ثاني أعلى مما يشير إلى أن السوق

المالي أكثر تقلبا من مؤشرات الحوكمة، ومؤشرات الحوكمة تظهر تباينا محدودا مما يشير إلى استقرار نسبي في هذه المؤشرات عبر الزمن، اما من خلال مقارنة الاتجاهات المتوسط مقابل الوسيط فنجد المتغيرات الخاصة بالدراسة بالنسبة للسياق المملكة المغربية تظهر الاتجاهات الصعودية في المتغيرات INDEX، VA، RL، وCC مما يشير إلى تحسين تدريجي في هذه المجالات، اما PS، GE، RQ، و GDP التي تظهر اتجاهات هبوطية مما يشير إلى تحديات في هذه المجالات، والاتجاه الهبوطي لـ GDP يعكس التحديات الاقتصادية التي واجهها المغرب خاصة في السنوات الأخيرة.

وفي نفس السياق فالمشاركة السياسية المحدودة كون القيم السالبة لـ VA تشير إلى أن المشاركة السياسية والشفافية في المغرب أقل من المتوسط، في حين الاستقرار النسبي PS الذي يظهر مستوى مقبول من الاستقرار السياسي مقارنة بدول المنطقة مع وجود فترات قصيرة من عدم الاستقرار، اما الأداء الحكومي المقبول GE وRL يظهران أداء مقبولا مما يشير إلى أن الكفاءة الحكومية ونظام القانون في المغرب أفضل من المتوسط الإقليمي، وفيما يخص تحديات في مكافحة الفساد CC يظهر أضعف أداء بين مؤشرات الحوكمة مما يشير إلى أن مكافحة الفساد تبقى تحديا رئيسيا.

اما العلاقة بين الحوكمة والسوق المالي فالاستقرار النسبي لمؤشرات الحوكمة من خلال التباين المحدود في مؤشرات الحوكمة يشير إلى أن الإصلاحات المؤسسية في المغرب كانت تدريجية ومستقرة، مع تقلب السوق المالي INDEX الذي يظهر تباينا أعلى من مؤشرات الحوكمة مما يشير إلى أن السوق المالي أكثر حساسية للعوامل الخارجية مثل الصدمات الاقتصادية، والاتجاه الصعودي للسوق المالي على الرغم من التحديات يظهر INDEX اتجاها صعوديا طفيفا مما يشير إلى مرونة السوق المالي المغربي.

ان التحديات الاقتصادية من خلال التقلبات الكبيرة في GDP يظهر تباينا كبيرا مع وجود انكماش اقتصادي حاد -7.20% مما يعكس التحديات الاقتصادية الكبيرة، ومن التأثيرات الخارجية على الأرجح يعكس الانخفاض الحاد في عام 2020 تأثير جائحة كورونا على الاقتصاد المغربي كما سبق ذكر اسبابه سابقا، والتعافي النسبي الوسيط الأعلى من المتوسط يشير إلى أن المغرب تعافى نسبيا جيدا من الأزمات الاقتصادية.

جدول رقم 04-04: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة الجزائر

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
Mean	0.144941	-0.963529	-1.051176	-0.510588	-1.131765	-0.821176	-0.607059	2.417647
Median	0.145000	-0.980000	-1.100000	-0.520000	-1.210000	-0.820000	-0.610000	3.000000
Maximum	0.185000	-0.810000	-0.580000	-0.340000	-0.520000	-0.680000	-0.470000	4.800000
Minimum	0.100000	-1.090000	-1.360000	-0.670000	-1.390000	-0.940000	-0.670000	-5.000000
Std. Dev.	0.023336	0.078973	0.221554	0.088985	0.249205	0.070789	0.055313	2.221834
Skewness	-0.219371	0.443583	0.701721	0.024191	1.316680	0.225386	0.977056	-2.253498
Kurtosis	2.433141	2.150310	2.690753	2.409606	3.840819	3.013525	3.361793	8.436597
Jarque-Bera	0.363958	1.068902	1.462909	0.248559	5.412775	0.144060	2.797526	35.32430
Probability	0.833619	0.585991	0.481209	0.883133	0.066778	0.930503	0.246902	0.000000
Sum	2.464000	-16.38000	-17.87000	-8.680000	-19.24000	-13.96000	-10.32000	41.10000
Sum Sq. Dev.	0.008713	0.099788	0.785376	0.126694	0.993647	0.080176	0.048953	78.98471
Observations	17	17	17	17	17	17	17	17

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

يشير متغير INDEX الخاص بالسوق المالي الجزائري ان الاستقرار المالي المحدود كون الانحراف المعياري المحدود (0.023) إلى أن السوق المالي الجزائري كان مستقرا نسبيا ولكن منخفض الأداء خلال الفترة

المدروسة (2007-2023)، والاتجاه المائل لليسار Skewness = -0.22 الذي يشير إلى وجود فترات قصيرة من الأداء المرتفع للسوق المالي، والقيود على السوق من خلال المستوى المنخفض للمؤشر متوسط = 0.145 الذي يعكس التحديات البنيوية التي تواجه السوق المالي الجزائري مقارنة بأسواق اخرى في المنطقة، ومن خلال VA الصوت والمساءلة محدودية المشاركة السياسية فالقيم السالبة العميقة تشير إلى أن المشاركة السياسية والشفافية في الجزائر أقل بكثير من المتوسط، والاتجاه التصاعدي من خلال التوزيع المائل لليمين يشير إلى تحسين تدريجي في هذا المؤشر على مدار الفترة المدروسة، اما الاستقرار النسبي الذي يبين التباين المحدود يشير الإصلاحات في هذا المجال كانت تدريجية ومستقرة، رغم انخفاض المستوى العام، اما المتغير PS الاستقرار السياسي فالضعف فيه من خلال القيم السالبة العميقة والتي تشير الى فترات من عدم الاستقرار من خلال ايضا التباين الملحوظ Std. Dev. = 0.22 والذي يشير إلى فترات من عدم الاستقرار السياسي مرتبطة بأحداث 2011 و2019، وفي اشارة لكون الوسيط أقل من المتوسط مما يشير إلى أن فترات عدم الاستقرار كانت أطول من فترات الاستقرار النسبي، اما المتغير GE والذي تشير القيم فيه الى الأداء حكومي المقبول ويعتبر هذا المؤشر الأفضل نسبيا بين مؤشرات الحوكمة في الجزائر ومن ناحية اخرى الاستقرار النسبي الذي يبين ان التوزيع المتماثل يشير إلى أن أداء الحكومة في الجزائر كان مستقرا نسبيا عبر الزمن، مع التحديات المستمرة رغم أن الأداء مقبول مقارنة بمؤشرات الحوكمة الأخرى إلا أنه لا يزال دون المتوسط، وفي حين نجد بان المتغير RQ الذي يمثل جودة التنظيم في الجزائر من خلال ضعفها وهو من أضعف المؤشرات الخاصة بالحوكمة مع وجود فترات من التحسن كون التوزيع المائل لليمين بشدة في دلالة على فترات قصيرة من تحسين جودة التنظيم، والتقلبات الكبيرة من خلال الانحراف المعياري المرتفع 0.249 والذي يشير الى تقلبات كبيرة في جودة التنظيم عبر الزمن، في حين متغير RL سيادة القانون الى مستوى افضل من PS وRQ إلى نظام قانوني مقبول مقارنة بمؤشرات الحوكمة الأخرى وان التباين المحدود كان مستقرا نسبياً اما التوزيع المائل لليمين يدل على تحسين تدريجي في سيادة القانون، كما ان مكافحة الفساد CC التي تشير انها افضل مؤشرات الحوكمة في هذه الدولة كون جهود في مكافحة الفساد قائمة باستمرار، و التي تمر بفترات من التحسن كون التوزيع المائل لليمين بشدة يشير إلى فترات قصيرة من تحسن مكافحة الفساد، وفي اشارة الى ان GDP في الجزائر يشير إلى تقلبات اقتصادية كبيرة من خلال الانحراف المعياري الكبير 2.22، مع التوزيع المائل لليسار بشدة Skewness = -2.25 يشير إلى أزمات اقتصادية حادة من انخفاض النفط 2014-2016 وكورونا 2020، توزيع غير طبيعي من القيمة الاحتمالية Jarque-Bera =0.000000 يشير إلى أن التوزيع ليس طبيعيا وهو متوقع نظرا للصدمات الاقتصادية الكبيرة.

ومن خلال مقارنة التباين بين المتغيرات نجد بان GDP يظهر أعلى تباين مما يعكس التقلبات الاقتصادية الكبيرة في الجزائر في حين اقل تباين للمتغير تابع الممثل بورصة الجزائر INDEX مما يشير إلى أن السوق المالي أكثر استقرارا من مؤشرات الحوكمة ككل والمتغير السابق الذكر GDP، كما ان CC الذي يظهر أقل تباين بين مؤشرات الحوكمة مما يشير إلى استقرار الجهود في مكافحة الفساد.

اما من خلال مقارنة الاتجاهات بالمقارنة او اجراء الفرق بين المتوسط مقابل الوسيط فنجد بان الاتجاهات الصعودية لجميع مؤشرات الحوكمة تظهر إلى تحسين تدريجي في هذه المجالات، والاتجاه الهبوطي لـ GDP يعكس التحديات الاقتصادية التي واجهتها الجزائر خاصة في السنوات الأخيرة، الاتجاه الصعودي القوي لـ RQ وPS يشير إلى تحسينات ملحوظة في جودة التنظيم والاستقرار السياسي.

وفي ضوء النتائج تحليل الوصفي السابق ومن خلال الجدول السابق نجد بان المشاركة السياسية المحدودة من خلال القيم السالبة العميقة لـ VA تشير إلى أن المشاركة السياسية والشفافية في الجزائر أقل بكثير، في حين الاستقرار السياسي المحدود ايضا PS يظهر مستوى منخفض جدا من الاستقرار السياسي مع وجود فترات

طويلة من عدم الاستقرار، اما الأداء حكومي مقبول نسبيا GE وRL يظهران أداء مقبولا مقارنة بمؤشرات الحوكمة الأخرى مما يشير إلى أن الكفاءة الحكومية ونظام القانون في الجزائر أفضل، وأضعف مؤشرات الحوكمة RQ يظهر أضعف أداء بين مؤشرات الحوكمة مما يشير إلى أن جودة التنظيم تبقى أكبر تحد.

والعلاقة بين الحوكمة والسوق المالي التي تظهر بان الاستقرار النسبي للسوق المالي INDEX يظهر تباينا منخفضا جدا، مما يشير إلى أن السوق المالي الجزائري كان مستقرا نسبيا رغم التحديات، وان الانفصال بين الاقتصاد الكلي والسوق المالي على الرغم من التقلبات الكبيرة في GDP يظهر INDEX استقرارا نسبيا مما يشير إلى أن السوق المالي أقل تأثرا بالتقلبات الاقتصادية، وان الاتجاه الصعودي لمؤشرات الحوكمة كون جميع مؤشرات الحوكمة تظهر اتجاهات صعودية مما يشير إلى تحسين تدريجي في الحوكمة.

ان التحديات الاقتصادية التي تنتظر الجزائر من خلال التقلبات الكبيرة في النمو GDP يظهر تباينا كبيرا مما يعكس التحديات الاقتصادية الكبيرة، والاعتماد على النفط على الأرجح يعكس الانخفاض الحاد في بعض السنوات تأثير انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري، مع ان التعافي النسبي كون الوسيط الأعلى من المتوسط يشير إلى أن الجزائر تعافت نسبيا جيدا من الأزمات الاقتصادية.

جدول رقم 04-05: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة تونس

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
Mean	1.031176	-0.285294	-0.547059	-0.013529	-0.287647	-0.007059	-0.132941	2.029412
Median	1.040000	-0.080000	-0.720000	-0.050000	-0.340000	0.040000	-0.120000	2.700000
Maximum	1.210000	0.300000	0.350000	0.480000	0.090000	0.140000	-0.020000	6.700000
Minimum	0.820000	-1.420000	-1.140000	-0.300000	-0.620000	-0.190000	-0.340000	-9.000000
Std. Dev.	0.115698	0.656545	0.473824	0.222625	0.197438	0.113124	0.094059	3.384480
Skewness	-0.091013	-0.944466	0.692183	0.908105	0.616485	-0.422505	-0.819212	-2.099138
Kurtosis	1.853170	2.241416	1.999520	2.900143	2.595180	1.653408	2.892480	7.915069
Jarque-Bera	0.955084	2.934992	2.066511	2.343584	1.192899	1.790207	1.909662	29.59659
Probability	0.620306	0.230502	0.355847	0.309811	0.550764	0.408565	0.384877	0.000000
Sum	17.53000	-4.850000	-9.300000	-0.230000	-4.890000	-0.120000	-2.260000	34.50000
Sum Sq. Dev.	0.214176	6.896824	3.592153	0.792988	0.623706	0.204753	0.141553	183.2753
Observations	17	17	17	17	17	17	17	17

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

يظهر التحليل الوصفي للبيانات التونسية على مدى 17 عاما ديناميكيات واضحة بين مؤشرات الحوكمة وسوق الأموال والأداء الاقتصادي الكلي، مفارقة الاستقرار والتقلب خاصة مع أداء سوق الأموال والنمو في الناتج المحلي الاجمالي حيث يتميز مؤشر السوق المالي INDEX باستقرار ملحوظ كما يتجلى في انحرافه المعياري المنخفض 0.1156 ومتوسطه الموجب 1.031 مما يشير إلى مرونة السوق وقدرته على امتصاص الصدمات رغم المناخ السياسي المضطرب، في المقابل يظهرGDP تقلبات عنيفة من خلال انحراف معياري 3.384 وسلوكا لامتناظرا بشدة التواء سالب قيمته -2.099، وهو ما يعكس حساسية الاقتصاد الكلي للصدمات الجيوسياسية كثورة 2011 والاقتصادية كجائحة 2020، بينما حافظ سوق الأموال على مسار أكثر استقرارا، اما ما يظهره التحليل الوصفي الخاص بمؤشرات الحوكمة بيئة مؤسسية هشة ذات اتجاهات متباينة من خلال المشاركة السياسية VA والاستقرار PS الذي يظهر مؤشرا الصوت والمساءلة والاستقرار السياسي أعلى مستويات التقلب انحراف معياري 0.656 و 0.473 على التوالي، مما يجسد المرحلة الانتقالية التي تمر بها

تونس منذ 2011، ويشير الالتواء السلبي الحاد لـ VA=-0.94 إلى فترات من التراجع الحاد في المشاركة السياسية، بينما يشير الالتواء الموجب لـ PS 0.692 إلى وجود فترات تحسن نسبي في الاستقرار على الرغم من متوسطه السلبي العام، فيما يظهر المؤشران الكفاءة التنظيمية (RQ) وجودة التنفيذ (GE) أداء دون المتوسط متوسط GE -0.547 مع تقلب معتدل، مما يعكس التحديات الهيكلية المستمرة في جودة الخدمات العامة وفاعلية الجهاز البيروقراطي، اما سيادة القانون RL ومكافحة الفساد CC يسجل هذان المؤشران أداء مقاربا للمتوسط العالمي فمتوسط CC -0.007 مع أقل مستويات التقلب بين مؤشرات الحوكمة مما يشير إلى وجود حد أدنى من الاستقرار المؤسسي في الجوانب القضائية والرقابية، على الرغم من التحديات الكلية.

تكشف المقارنة بين المتغيرات عن عدة دلالات الاقتصادية والعلاقات البينية المهمة من خلال انفصال سوق الأموال عن التقلبات السياسية التي تشير الاستقرار النسبي لمؤشر السوق المالي INDEX مقارنة بالتقلب الحاد في مؤشرات الحوكمة خاصة VA وPS إلى أن قرارات المستثمرين في البورصة قد تكون أقل تأثرا بالمخاطر السياسية قصيرة الأجل، وأكثر استجابة لعوائد الشركات وتوقعاتها الخاصة، في حين فجوة الأداء بين المؤسسات والسياسات فيلاحظ أن المؤشرات المتعلقة بالإطار القانوني والرقابي RL و CC كانت أكثر استقرارا من المؤشرات المرتبطة بالأداء الحكومي والسياسي المباشر GE و PS والذين يعكسان هذان الثنائية في المشهد المؤسسي التونسي، حيث حافظت بعض الأطر الهيكلية على تماسكها رغم تقلبات الأداء التنفيذي، في تأثير السياق التاريخي تفسر الأحداث الكبرى ثورة 2011 بالاضافة الى الجائحة الكثير من التوزيع غير الطبيعي للبيانات خاصة في مؤشرات المشاركة السياسية والنمو الاقتصادي كما تؤكده اختبارات Jarque-Bera ذات الدلالة الإحصائية.

وفي الاخير يقدم هذا الجدول صورة لاقتصاد وسوق أموال الذان يعملان في إطار مؤسسي هش ولكنه متطور، حيث تظهر تونس تحسنا في مجالات المشاركة السياسية والشفافية بعد الثورة، لكنها لا تزال تتخبط في معضلات الاستقرار السياسي والكفاءة الحكومية، والأبرز هو مفارقة أداء سوق الأموال المستقر نسبيا مقارنة بتقلبات النمو في الناتج المحلي الاجمالي ومؤشرات الحوكمة مما يشير إلى تعقيد آليات انتقال الأثر بين الحوكمة الكلية وأداء القطاع المالي في الاقتصاد التونسي.

جدول رقم 04-06: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة مصر

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
Mean	6.411765	-1.240588	-1.144706	-0.468235	-0.545294	-0.369412	-0.634118	4.370588
Median	6.200000	-1.200000	-1.180000	-0.450000	-0.570000	-0.320000	-0.610000	4.300000
Maximum	10.50000	-0.770000	-0.510000	-0.210000	-0.150000	-0.080000	-0.460000	7.200000
Minimum	4.900000	-1.510000	-1.640000	-0.780000	-0.890000	-0.740000	-0.810000	1.800000
Std. Dev.	1.180510	0.182019	0.368445	0.171619	0.250103	0.197087	0.099062	1.653317
Skewness	2.469430	0.641030	0.359397	-0.291001	0.332402	-0.423102	-0.075831	0.208903
Kurtosis	9.801174	3.813570	1.947064	2.143589	1.666442	2.133087	2.169353	2.151925
Jarque-Bera	50.04255	1.633116	1.151283	0.759451	1.572742	1.039550	0.505025	0.633103
Probability	0.000000	0.441950	0.562344	0.684049	0.455495	0.594654	0.776847	0.728657
Sum	109.0000	-21.09000	-19.46000	-7.960000	-9.270000	-6.280000	-10.78000	74.30000
Sum Sq. Dev.	22.29765	0.530094	2.172024	0.471247	1.000824	0.621494	0.157012	43.73529
Observations	17	17	17	17	17	17	17	17

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

يقدم الجدول السابق التحليل الوصفي للبيانات المصرية خلال الفترة الدراسة والتي تبرز رؤى عميقة حول الديناميكيات بين مؤشرات الحوكمة والأداء الاقتصادي والمالي في سياق يشمل أحداثا جيوسياسية محورية

مثل ثورة 2011 وجائحة 2020، ومن خلال تقلبات في إطار يتميز مؤشر السوق المالي INDEX بدرجة عالية من التقلب كون انحراف معياري 1.18، مع تركيز إحصائي غير طبيعي يتجلى في التواء موجب مرتفع 2.47 وتفلطح واضح 9.80 مما يعكس تعرض السوق لصدمات حادة كانعكاس للتحولات السياسية عام 2011، وفي المقابل يظهر المتغير الضابط GDP مسارا أكثر استقرارا خلال فترة الدراسة كون انحراف معياري الذي قيمته 1.65 وتوزيعا طبيعيا من خلال اختبار Jarque-Bera الغير دال إحصائيا وهو اكبر من القيمة المعنوية، مما يشير إلى مرونة في هذا المتغير مع الحفاظ على وتيرة نمو مستقرة نسبيا رغم الصدمات الخارجية والداخلية.

كما تكشف مؤشرات الحوكمة عن بيئة مؤسسية متباينة الأداء والتوجهات، وعلى هوامش المشاركة السياسية المحدودة يسجل مؤشر الصوت والمساءلة VA أدنى مستوى بين المؤشرات بمتوسط -1.14، مع اتجاه تصاعدي طفيف من حيث الالتواء الموجب مما يعكس تحسنا متواضعا في هامش المشاركة السياسية رغم استمرار القيود الهيكلية، ومن خلال استقرار سياسي هش يظهر مؤشره PS أعلى مستويات التقلب انحراف معياري 0.37 وأدنى متوسط -1.01، مما يجسد الآثار المستمرة للتحولات السياسية منذ 2011، في حين نجد بان الكفاءة الحكومية مقبولة والذي يعد مؤشرا الكفاءة الحكومية GE وسيادة القانون RL الأفضل أداء بمتوسط -0.21 و-0.20 على التوالي مع استقرار ملحوظ، مما يشير إلى حفظ حد أدنى من الفاعلية المؤسسية رغم التحديات، ومن ناحية تحسينات تنظيمية متواضعة التي تظهر مؤشرات جودة التنظيم RQ ومكافحة الفساد CC تحسنا تدريجيا باتجاه تصاعدي رغم بقائها دون المتوسط العالمي، مع تميز CC بثبات ملحوظ أدنى انحراف معياري 0.099.

كما تظهر الدلالات الاقتصادية والعلاقات البينية فجوة في الأداء بين السياسي والاقتصادي، يلاحظ تباعد بين استقرار GDP وتقلبات الاستقرار السياسي الحادة PS، مما قد يشير إلى قدرة الاقتصاد المصري على العزل النسبي عن التقلبات السياسية في الأجل المتوسط، رغم حدة التقلبات في مؤشر السوق المالي فإن اتجاهه العام التصاعدي ارتفاع الوسيط يعكس قدرة السوق على استيعاب الصدمات والتعافي في إطار اقتصادي كلي مستقر مما يشكل مرونة سوق الأموال، تظهر النتائج أولوية تعزيز الاستقرار السياسي والمشاركة كأضعف المؤشرات مع الحفاظ على مكتسبات سيادة القانون والكفاءة الحكومية كأقوى المؤشرات.

ان تعزيز الاستقرار المؤسسي ضرورة تطوير أطر مؤسسية تعزز الاستقرار السياسي وتوسع هامش المشاركة كمحدد رئيسي لجذب الاستثمارات طويلة الأجل، في حين مواصلة الإصلاح الإداري للاستفادة من النجاح النسبي في مؤشرات الكفاءة الحكومية وسيادة القانون كقاعدة لتعميق إصلات مناخ الأعمال، ومن خلال ما تم ذكره في السابق حيث يظهر ان النموذج المصري نجح في الحفاظ على قدر من المرونة الكلية رغم التحديات المؤسسية، لكن تعزيز آفاق النمو المستدام يتطلب معالجة فجوات الحوكمة السياسية والاستقرار المؤسسي في البلاد.

جدول رقم 04-07: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة قطر

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
Mean	10.60588	-1.097059	0.958824	0.861765	0.675882	0.812353	0.920588	6.352941
Median	10.40000	-1.080000	0.980000	0.870000	0.670000	0.850000	0.860000	4.700000
Maximum	13.10000	-0.920000	1.220000	1.200000	0.980000	0.980000	1.560000	19.60000
Minimum	8.200000	-1.310000	0.650000	0.460000	0.400000	0.520000	0.670000	-3.600000
Std. Dev.	1.395291	0.112681	0.206182	0.204274	0.161828	0.127648	0.248960	7.123300

Skewness	0.132843	-0.358787	-0.263995	-0.150446	-0.021826	-0.551973	1.335332	0.679002
Kurtosis	2.080384	2.191728	1.787413	2.206612	2.407043	2.526031	4.052406	2.217180
Jarque-Bera	0.649034	0.827487	1.238975	0.510000	0.250398	1.022369	5.836669	1.740362
Probability	0.722877	0.661170	0.538220	0.774916	0.882321	0.599785	0.054024	0.418876
Sum	180.3000	-18.65000	16.30000	14.65000	11.49000	13.81000	15.65000	108.0000
Sum Sq. Dev.	31.14941	0.203153	0.680176	0.667647	0.419012	0.260706	0.991694	811.8624
Observations	17	17	17	17	17	17	17	17

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

يقدم التحليل الوصفي للبيانات القطرية خلال فترة اجراء الدراسة رؤى عميقة حول أداء الاقتصاد الكلي وسوق الأموال في ظل بيئة مؤسسية مستقرة، مع الأخذ في الاعتبار الخصائص الهيكلية لاقتصاد قائمة على الموارد النفطية،حيث نجد أداء السوق المالي والاقتصاد الكلي مستقر في ظل تقلبات،حيث يتميز مؤشر السوق المالي القطري المعبر عنه في هذه الدراسة بـ INDEX بدرجة ملحوظة من الاستقرار كون الانحراف معياري 1.395، مع توجه عام إيجابي بالتواء موجب 0.13، مما يعكس مرونة السوق المالي وقدرته على امتصاص الصدمات الخارجية كالأزمة المالية العالمية سنة 2008، وفي المقابل يظهر النمو في الناتج المحلي الاجمالي GDP تقلبات حادة من خلال انحراف معياري 7.12 وتتناسب مع طبيعة الاقتصاد الريعي، حيث يرتبط أداؤه بتقلبات أسعار النفط والغاز في الأسواق العالمية، مع تسجيل قيم متطرفة موجبة خلال فترات ارتفاع الأسعار، ومن جهة اخرى تكشف مؤشرات الحوكمة عن بيئة مؤسسية متطورة ومستقرة مع تميز في الاداء المؤسساتي كون الاستقرار سياسي الاستثنائي الذي يحققه مؤشر الاستقرار السياسي PS أعلى المتوسطات بين المؤشرات 1.30، مع درجة عالية من الثبات في الانحراف معياري منخفض مما يعكس البيئة السياسية المستقرة التي تميز دولة قطر عن العديد من دول المنطقة، اما من خلال الكفاءة الحكومية المتطورة فتسجل مؤشرات الكفاءة الحكومية (GE) وجودة التنظيم (RQ) وسيادة القانون (RL) أداء متقدما بمتوسطات موجبة، مع تركيز على استقرار الأطر القانونية كأدنى انحراف معياري لـ RL عند 0.128، وفيما يخص مكافحة فساد فتتمتع الدولة بفعالية يظهرها مؤشر مكافحة الفساد (CC) كأداء متميز (متوسط 1.26) مع توجه تحسيني مستمر (التواء موجب)، مما يعكس نجاح السياسات المتبعة في تعزيز الشفافية، ومن ناحية خصوصية المشاركة السياسية فيسجل مؤشر الصوت والمساءلة (VA) أدنى الأداء بين المؤشرات (متوسط -0.69) في إطار النموذج السياسي الخليجي المميز.

الديناميكيات البينية والعلاقات التبادلية في قطر وما يلاحظ من خلال الجدول السابق الخاص بالتحليل الوصفي تباعد بين استقرار المؤشرات المؤسسية وحدة تقلبات النمو في الناتج المحلي مما يعكس قدرة النموذج القطري على الحفاظ على استقراره المؤسسي رغم التقلبات الاقتصادية الخارجية، مع وجود مرونة سوق الأموال والذي يحافظ على مسار مستقر نسبيا رغم تقلبات مدعوما ببيئة مؤسسية مستقرة وسياسات مالية متزنة، والسعي الدائم للدولة من خلال فعالية النموذج التنموي الداخلي والذي تظهر النتائج نجاح النموذج القطري في تحقيق توازن بين الاستقرار المؤسسي والمرونة الاقتصادية مع الحفاظ على معدلات نمو عالية في المتوسط.

تشير الدلالات السياساتية والاستراتيجية الى تعزيز المرونة الاقتصادية بضرورة مواصلة سياسات تنويع القاعدة الاقتصادية لتخفيف أثر تقلبات أسعار الطاقة على الأداء الاقتصادي الكلي، ومواصلة التطوير المؤسسي بالحفاظ على المكاسب المؤسسية مع العمل على تطوير مؤشرات المشاركة السياسية في إطار النموذج التنموي القطري، وتعزيز تكامل السياسات بالاستفادة من الاستقرار المؤسسي في تعزيز متانة سوق الأموال وجاذبية البيئة الاستثمارية.

ان النظرة الاستراتيجية والتي تبرز التحليل السابق تميز النموذج القطري في الجمع بين الاستقرار المؤسسي المتقدم والأداء الاقتصادي الديناميكي، حيث يشكل الاستقرار السياسي والكفاءة الحكومية ركائز أساسية لدعم عجلة التنمية المستدامة، كما تظهر النتائج نجاح السياسات في تحقيق توازن بين الخصوصية الثقافية ومتطلبات التطوير المؤسسي مع الحفاظ على مرونة كافية لمواجهة التحديات الخارجية.

جدول رقم 04-08: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة المملكة العربية السعودية

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
Mean	7.541176	-1.724118	-0.472353	0.154118	0.118824	0.159412	0.122353	3.223529
Median	7.200000	-1.730000	-0.470000	0.150000	0.080000	0.140000	0.080000	3.200000
Maximum	10.50000	-1.420000	-0.210000	0.800000	0.520000	0.410000	0.540000	11.00000
Minimum	4.900000	-1.910000	-0.660000	-0.320000	-0.090000	0.050000	-0.310000	-3.600000
Std. Dev.	1.597286	0.141114	0.148346	0.277738	0.172260	0.101456	0.217989	3.497058
Skewness	0.220772	0.609653	0.307449	0.604307	0.951837	1.085703	-0.056602	0.165841
Kurtosis	2.167560	2.619706	1.957899	3.181468	3.086421	3.377555	2.440596	3.086288
Jarque-Bera	0.628941	1.155525	1.037052	1.058022	2.572271	3.440767	0.230738	0.083199
Probability	0.730175	0.561153	0.595397	0.589187	0.276337	0.178997	0.891037	0.959254
Sum	128.2000	-29.31000	-8.030000	2.620000	2.020000	2.710000	2.080000	54.80000
Sum Sq. Dev.	40.82118	0.318612	0.352106	1.234212	0.474776	0.164694	0.760306	195.6706
Observations	17	17	17	17	17	17	17	17

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

يظهر التحليل الوصفي للبيانات السعودية خلال الفترة (2007-2023) ديناميكيات اقتصادية ومؤسسية مميزة، تجسد مرحلة تحول هيكلي في ظل رؤية المملكة في سنة 2030، مع الأخذ في الاعتبار الخصائص الهيكلية لاقتصاد قائم على الموارد النفطية بكثرة، حيث تشير اولا الى أداء السوق المالي والاقتصاد الكلي الذي شهدا استقرار في ظل تقلبات، يتميز مؤشر السوق المالي (INDEX) بدرجة معقولة من الاستقرار (انحراف معياري 1.60)، مع توجه عام إيجابي (التواء موجب 0.22)، مما يعكس مرونة السوق المالي وقدرته على امتصاص الصدمات الخارجية كالأزمة المالية العالمية 2008 وانخفاض أسعار النفط 2014-2016، وفي المقابل يظهر (GDP) تقلبات حادة (انحراف معياري 3.50) تتناسب مع طبيعة الاقتصاد الريعي حيث يرتبط أداؤه بتقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية مع تسجيل قيم متطرفة موجبة خلال فترات ارتفاع الأسعار، يشير التوزيع الطبيعي للنمو في الناتج المحلي الاجمالي (اختبار Jarque-Bera غير دال إحصائيا) إلى وجود آليات داخلية ساعدت في استقرار النمو رغم الصدمات الخارجية.

اما مؤشرات الحوكمة فتكشف عن تطور ملحوظ في الأداء والبيئة المؤسسية، كفاءة حكومية متصاعدة يحقق مؤشرا الكفاءة الحكومية (GE) وجودة التنظيم (RQ) أداء متقدما (متوسطات موجبة) مع توجه تحسيني واضح (التواء موجب)، مما يعكس أثر برامج التطوير المؤسسي المرتبطة برؤية المستقبلية و الاستراتيجية للدولة، والاستقرار القانوني متميز الذي يسجل مؤشر سيادة القانون (RL) أداء متقدما (متوسط موجب) مع درجة عالية من الثبات (أدنى انحراف معياري 0.101) مما يعكس استقرار الأطر القانونية والنظام القضائي الداخلي في المملكة، وبالتقدم في مكافحة الفساد الذي يظهر مؤشرها (CC) أداء متناميا (متوسط موجب مع اتجاه صعودي)، مما يعكس نجاح السياسات المتبعة في تعزيز الشفافية والنزاهة، اما خصوصية المشاركة السياسية فيسجل مؤشر "الصوت والمساءلة" (VA) أدنى الأداء بين المؤشرات (متوسط سالب) في إطار النموذج السياسي الخليجي المميز مع محدودية شديدة في التقلب.

ومن خلال الديناميكيات البينية والعلاقات التبادلية فاستقرار مؤسسي في مواجهة تقلبات اقتصادية فيلاحظ تباعد بين استقرار المؤشرات المؤسسية وحدة تقلبات النمو الاقتصادي، مما يعكس قدرة النموذج السعودي على

الحفاظ على استقراره المؤسسي رغم التقلبات الاقتصادية الخارجية،مع مرونة سوق الأموال الذي يحافظ على مسار مستقر نسبيا رغم تقلبات الاقتصاد الكلي مدعوما ببيئة مؤسسية مستقرة وسياسات مالية متزنة، وبفعالية النموذج التنموي الذي تظهره نتائج نجاح النموذج السعودي في تحقيق توازن بين الاستقرار المؤسسي والمرونة الاقتصادية مع الحفاظ على معدلات نمو عالية في المتوسط.

وفي اشارة الى الدلالات السياساتية والاستراتيجية التي ترمي اليها من خلال تعزيز المرونة الاقتصادية بضرورة مواصلة سياسات تنويع القاعدة الاقتصادية لتخفيف أثر تقلبات أسعار الطاقة على الأداء الاقتصادي الكلي من جهة و مواصلة التطوير المؤسسي من جهة اخرى الحفاظ على المكاسب المؤسسية مع العمل على تطوير مؤشرات المشاركة السياسية في إطار النموذج التنموي السعودي، مع تعزيز تكامل السياسات والاستفادة من الاستقرار المؤسسي في تعزيز متانة سوق الأموال وجاذبية البيئة الاستثمارية.

يبرز التحليل تميز النموذج السعودي في الجمع بين الاستقرار المؤسسي المتقدم والأداء الاقتصادي الديناميكي، حيث يشكل التحسن في الكفاءة الحكومية وجودة التنظيم ومكافحة الفساد ركائز أساسية لدعم مسيرة التنمية المستدامة، كما تظهر النتائج نجاح السياسات في تحقيق توازن بين الخصوصية الثقافية ومتطلبات التطوير المؤسسي، مع الحفاظ على مرونة كافية لمواجهة التحديات الخارجية، مما يؤسس لمرحلة جديدة من النمو الاقتصادي الأكثر استدامة وتنوعا.

جدول رقم 04-09: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة الامارات العربية المتحدة

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
Mean	2.917647	-1.048824	0.747059	1.254118	0.797647	0.640000	1.087647	2.711765
Median	2.900000	-1.090000	0.740000	1.300000	0.920000	0.650000	1.080000	3.200000
Maximum	4.600000	-0.840000	0.980000	1.600000	1.070000	0.880000	1.270000	7.500000
Minimum	1.700000	-1.200000	0.550000	0.900000	0.320000	0.270000	0.890000	-5.200000
Std. Dev.	0.834592	0.116452	0.129892	0.219461	0.249036	0.202299	0.095035	3.579085
Skewness	0.393070	0.430474	0.227038	-0.332075	-0.542264	-0.444617	-0.406494	-0.989010
Kurtosis	2.328328	1.808662	1.925673	1.851589	1.854750	1.854260	3.182389	3.461445
Jarque-Bera	0.757320	1.530368	0.963591	1.246626	1.762190	1.489949	0.491735	2.922228
Probability	0.684778	0.465248	0.617673	0.536165	0.414329	0.474746	0.782026	0.231978
Sum	49.60000	-17.83000	12.70000	21.32000	13.56000	10.88000	18.49000	46.10000
Sum Sq. Dev.	11.14471	0.216976	0.269953	0.770612	0.992306	0.654800	0.144506	204.9576
Observations	17	17	17	17	17	17	17	17

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

يظهر الجدول السابق التحليل الوصفي للبيانات الإماراتية خلال الفترة (2007-2023) ديناميكيات اقتصادية ومؤسسية فريدة تجسد تحول الدولة من اقتصاد قائم على الموارد النفطية إلى اقتصاد متنوع ومبني على المعرفة في ظل بيئة سياسية استثنائية، فيما يظهر ثبات أمام التقلبات الاقتصادية و الجيوسياسية في المنطقة من خلال أداء السوق المالي والاقتصاد الكلي، حيث يتميز مؤشر السوق المالي (INDEX) بدرجة عالية من الاستقرار (انحراف معياري 0.83)، مع توجه عام إيجابي (التواء موجب 0.39) مما يعكس مرونة السوق المالي وقدرته على امتصاص الصدمات الخارجية كالأزمة المالية العالمية 2008-2009 وجائحة كورونا، ويشير هذا الثبات إلى ثقة المستثمرين الراسخة بالرغم من التقلبات الاقتصادية العالمية، في المقابل يظهر النمو في الناتج المحلي الاجمالي (GDP) تقلبات حادة (انحراف معياري 3.58) تتناسب مع الطبيعة التاريخية

للاقتصاد الريعي حيث ارتبط أداؤه بتقلبات أسعار النفط وسعيها نحو التنويع مما يعكس التحول التدريجي نحو مرونة اقتصادية أكبر.

ومن خلال مؤشرات الحوكمة نجد تميزها المؤسسي في أطر متطورة التي تكشف هذه المؤشرات عن بيئة مؤسسية متقدمة ومستقرة تدعمها رؤية طموحة وتحول ذكي في الدولة، من خلال استقرار سياسي استثنائي الذي يحققه مؤشر الاستقرار السياسي (PS) كأعلى المتوسطات بين المؤشرات مع درجة عالية من الثبات مما يعكس البيئة السياسية الفريدة التي تتمتع بها الإمارات، في حين وجود لكفاءة حكومية رائدة التي تسجلها مؤشرات الكفاءة الحكومية (GE) كأداء متقدم، وهو ما تدعمه التحولات الاستراتيجية نحو "الحكومة الذكية" منذ سنة 2013، والتي ساهمت في تسريع وتيرة الخدمات ورفع الكفاءة المؤسسية، ان اعتماد الدولة على الشفافية ومكافحة فساد والت اظهرت من خلالها تميزا والذي يظهرا مؤشر مكافحة الفساد (CC) أداء استثنائي (أعلى متوسط بين المؤشرات) مع ثبات ملحوظ (أدنى انحراف معياري 0.095)، تدعم هذا الأداء اليات مؤسسية مثل منصة "واجب" للإبلاغ عن المخالفات المالية والإدارية، مما يعزز الشفافية والمحاسبة، والتطور التدريجي في المشاركة الذي يسجلها مؤشر "الصوت والمساءلة" (VA) تحسنا تدريجيا باتجاه تصاعدي، في إطار النموذج السياسي المميز لدول الخليج.

ان الديناميكيات البينية والعلاقات التبادلية من خلال استقرار مالي رغم تقلبات النمو يلاحظ تباعد بين استقرار السوق المالي (INDEX) وحدة تقلبات (GDP)، مما يشير إلى أن قرارات المستثمرين في السوق الإماراتي تستند إلى ثقة طويلة الأجل في الاستقرار المؤسسي الشامل تتجاوز التقلبات الدورية للإيرادات النفطية، وان فعالية النموذج التنموي الذي تظهر النتائج بان نجاح النموذج الإماراتي في تحقيق التوازن بين التميز المؤسسي والمرونة الاقتصادية حيث تشكل البيئة المؤسسية المستقرة والداعمة للأعمال حاجزا وقائيا اتجاه الصدمات الخارجية.

وفي اشارة الى وجود دلالات السياساتية والاستراتيجية من خلال تعميق سياسات التنويع الاقتصادي التي تؤكد التقلبات في النمو الاقتصادي ضرورة مواصلة سياسات تنويع القاعدة الاقتصادية، حيث تشير البيانات إلى أن القطاعات غير النفطية تسجل نموا مطردا، مدعومة ببيئة أعمال جاذبة، وان مواصلة التطوير المؤسسي الذي يبرز التميز في مؤشرات الحوكمة كأحد الركائز الأساسية للقوة الاقتصادية الإماراتية يتطلب الحفاظ على هذه المكاسب مواصلة تعزيز الأطر التنظيمية (RQ) وسيادة القانون (RL)،مع الاستفادة من التميز في مكافحة الفساد والذي يمكن من بناء على المركز المتقدم عالميا في مؤشر الشفافية كعلامة جودة لتعزيز الجاذبية الاستثمارية وثقة الأسواق.

يبرز التحليل الوصفي تميز النموذج الإماراتي في بناء اقتصاد مرن قائم على مؤسسات فاعلة وبيئة مستقرة، لقد نجحت الدولة في تحويل التحديات الاقتصادية العالمية إلى فرص لتعزيز مرونتها وتعميق تنوعها الاقتصادي، وتشكل المؤسسات القوية والبيئة السياسية المستقرة والشفافية العالية رأس المال غير الملموس الذي يدعم متانة سوق الأموال ويؤسس لمرحلة جديدة من النمو الاقتصادي الأكثر استدامة وتنوعا، محققة بذلك مكانة متقدمة في التنافسية العالمية.

جدول رقم 04-10: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة عمان

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
Mean	5.894118	-1.075882	0.637647	0.208235	0.462353	0.484118	0.247059	3.611765
Median	5.800000	-1.060000	0.590000	0.210000	0.440000	0.490000	0.220000	2.900000
Maximum	7.000000	-1.000000	0.940000	0.390000	0.700000	0.610000	0.510000	9.600000
Minimum	4.800000	-1.190000	0.420000	0.020000	0.160000	0.350000	0.050000	-3.400000
Std. Dev.	0.613872	0.051728	0.172718	0.110297	0.144548	0.080705	0.121231	3.605531
Skewness	0.067786	-0.829928	0.284771	0.050201	-0.158276	-0.097498	0.310460	0.026413

Kurtosis	2.198020	2.740609	1.864584	2.121787	2.603474	1.847421	2.743203	2.389009
Jarque-Bera	0.468600	1.999203	1.142929	0.553448	0.182352	0.967910	0.319803	0.266405
Probability	0.791125	0.368026	0.564698	0.758264	0.912857	0.616341	0.852228	0.875288
Sum	100.2000	-18.29000	10.84000	3.540000	7.860000	8.230000	4.200000	61.40000
Sum Sq. Dev.	6.029412	0.042812	0.477306	0.194647	0.334306	0.104212	0.235153	207.9976
Observations	17	17	17	17	17	17	17	17

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

يكشف التحليل الوصفي للبيانات العمانية خلال الفترة (2007-2023) عن ديناميكيات اقتصادية ومؤسسية تعكس مرحلة تحول هيكلي في ظل رؤية المستقبلية و الاستراتيجية لسلطنة عمان 2040 مع الأخذ في الاعتبار الخصائص الهيكلية لاقتصاد قائم على الموارد النفطية، حيث يتميز أداء السوق المالي والاقتصاد الكلي باستقرار في ظل تقلبات، يتميز مؤشر السوق المالي (INDEX) بدرجة ملحوظة من الاستقرار (انحراف معياري 0.61)، مع توجه عام إيجابي طفيف (التواء موجب 0.07)، مما يعكس مرونة السوق المالي وقدرته على الحفاظ على مسار مستقر نسبيا رغم التحديات الاقتصادية، وفي المقابل يظهر (GDP) تقلبات حادة (انحراف معياري 3.61) تتناسب مع طبيعة الاقتصاد الريعي حيث يرتبط أداؤه بتقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية مع تسجيل قيم متطرفة موجبة خلال فترات ارتفاع الأسعار.

اما مؤشرات الحوكمة التي تشير الى وجود بيئة مؤسسية متطورة ومستقرة من خلال الجانب القانوني واستقرار سياسي المتميزان حيث يحقق مؤشرا سيادة القانون (RL) والاستقرار السياسي (PS) أداء متقدما (متوسطات موجبة) مع درجة عالية من الثبات (أدنى انحراف معياري لـ RL عند 0.081 مما يعكس استقرار الأطر القانونية والبيئة السياسية، وتتمتع بكفاءة حكومية وتنظيمية متصاعدة من خلال تسجيل مؤشرات الكفاءة الحكومية (GE) وجودة التنظيم (RQ) أداء متقدما (متوسطات موجبة) مع توجه تحسيني واضح، مما يعكس أثر برامج التطوير المؤسسي المرتبطة برؤية عمان 2040، والتحسن في مكافحة الفساد الذي يظهر من خلال مؤشر مكافحة الفساد (CC) أداء متناميا (متوسط موجب مع اتجاه صعودي) مما يعكس نجاح السياسات المتبعة في تعزيز الشفافية والنزاهة، ويسجل مؤشر "الصوت والمساءلة" (VA) أدنى الأداء بين المؤشرات (متوسط سالب) في إطار النموذج السياسي الخليجي المميز مع محدودية شديدة في التقلب وبذلك تمتعه بخصوصية المشاركة السياسية.

ان الديناميكيات البينية والعلاقات التبادلية تشير الى استقرار مؤسسي في مواجهة تقلبات اقتصادية، يلاحظ تباعد بين استقرار المؤشرات المؤسسية وحدة تقلبات النمو الاقتصادي مما يعكس قدرة النموذج العماني للحفاظ على استقراره المؤسسي رغم التقلبات الاقتصادية الخارجية، مع مرونة سوق الأموال الذي يحافظ على مسار مستقر نسبيا رغم تقلبات الاقتصاد الكلي مدعوما ببيئة مؤسسية مستقرة وسياسات مالية متزنة، ومن جانب اخر نجد فعالية النموذج التنموي الذي يظهر من خلال نتائج نجاح في تحقيق التوازن بين الاستقرار المؤسسي والمرونة الاقتصادية، مع الحفاظ على معدلات نمو متوسطة إيجابية.

ان الدلالات السياساتية والاستراتيجية التي تظهر من خلال تعزيز المرونة الاقتصادية التي تؤكد التقلبات الحادة في النمو الاقتصادي ضرورة مواصلة سياسات تنويع القاعدة الاقتصادية لتخفيف أثر تقلبات أسعار الطاقة على الأداء الاقتصادي الكلي، ومواصلة التطوير المؤسسي الذي يبرز الاستقرار الملحوظ في المؤشرات المؤسسية كأحد الركائز الأساسية للقوة الاقتصادية العمانية، ويتطلب الحفاظ على هذه المكاسب مواصلة تعزيز الأطر التنظيمية وسيادة القانون، وتعزيز تكامل السياسات التي تؤكد النتائج على أهمية الاستفادة من الاستقرار المؤسسي في تعزيز متانة سوق الأموال وجاذبية البيئة الاستثمارية.

يبرز التحليل تميز النموذج العماني في الجمع بين الاستقرار المؤسسي المتقدم والأداء الاقتصادي الديناميكي، حيث يشكل التحسن في سيادة القانون وجودة التنظيم والاستقرار السياسي ركائز أساسية لدعم مسيرة التنمية المستدامة، كما تظهر النتائج نجاح السياسات في تحقيق توازن بين الخصوصية الثقافية ومتطلبات التطوير المؤسسي، مع الحفاظ على مرونة كافية لمواجهة التحديات الخارجية مما يؤسس لمرحلة جديدة من النمو الاقتصادي الأكثر استدامة وتنوعا في إطار رؤية استراتيجية لسلطنة عمان 2040.

جدول رقم 04-11: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة المملكة الاردنية الهاشمية

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
Mean	6.311765	-0.752941	-0.395882	0.138235	0.179412	0.272941	0.141176	3.082353
Median	6.100000	-0.750000	-0.370000	0.110000	0.170000	0.240000	0.100000	2.600000
Maximum	7.300000	-0.680000	-0.200000	0.390000	0.340000	0.470000	0.380000	8.200000
Minimum	5.500000	-0.810000	-0.610000	-0.010000	0.030000	0.130000	0.030000	-1.100000
Std. Dev.	0.572148	0.041347	0.130913	0.094488	0.102009	0.101351	0.101728	2.114307
Skewness	0.366367	0.243150	-0.268348	0.997788	0.045447	0.473786	0.912414	0.895997
Kurtosis	1.886052	1.822000	1.812616	4.046491	1.725044	1.990191	2.793500	4.320163
Jarque-Bera	1.259260	1.150456	1.202696	3.596540	1.157257	1.358306	2.388955	3.509134
Probability	0.532789	0.562577	0.548072	0.165585	0.560667	0.507046	0.302862	0.172982
Sum	107.3000	-12.80000	-6.730000	2.350000	3.050000	4.640000	2.400000	52.40000
Sum Sq. Dev.	5.237647	0.027353	0.274212	0.142847	0.166494	0.164353	0.165576	71.52471
Observations	17	17	17	17	17	17	17	17

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

يكشف التحليل الوصفي للبيانات الأردنية خلال فترة التي تتراوح مابين 2007 الى غاية 2023 عن ديناميكيات اقتصادية ومؤسسية تعكس خصوصية الاقتصاد الأردني كدولة متوسطة الدخل في بيئة إقليمية مضطربة، مع تسليط الضوء على مرونة الاقتصاد في مواجهة التحديات الإقليمية،فأداء السوق المالي والاقتصاد الكلي الذي يشير الى صمود في مواجهة التقلبات.

حيث يتميز مؤشر السوق المالي (INDEX) بدرجة ملحوظة من الاستقرار (انحراف معياري 0.57) مع توجه عام إيجابي (التواء موجب 0.37)، مما يعكس مرونة السوق المالي وقدرته على الحفاظ على مسار مستقر رغم التحديات الإقليمية مثل الربيع العربي والأزمة السورية، وفي المقابل يظهر النمو الاقتصادي (GDP) تقلبات أكبر (انحراف معياري 2.11) مما يعكس حساسية الاقتصاد الكلي للصدمات الخارجية والتحديات الإقليمية.، فيما تشير مؤشرات الحوكمة للملكة الاردنية على أداء مؤسسي متباين في بيئة صعبة وتميز في الجوانب التنفيذية حيث يحقق مؤشرا سيادة القانون (RL) وجودة التنظيم (RQ) أداء متقدما (متوسطات موجبة) مع استقرار ملحوظ مما يعكس قوة الأطر القانونية والتنظيمية في الأردن، بالاضافة الى كفاءة حكومية متطورة مع تسجيل لمؤشرات الكفاءة الحكومية (GE) ومكافحة الفساد (CC) أداء متقدما ايضا (متوسطات موجبة) مع توجه تحسيني واضح (اتجاه صعودي) مما يعكس نجاح برامج الإصلاح الإداري ومكافحة الفساد، وفي ظل تحديات في المجال السياسي يسجل مؤشرا الاستقرار السياسي (PS) والصوت والمساءلة (VA) أداء دون المتوسط (متوسطات سالبة) مما يعكس تأثير التحديات الإقليمية والخصوصية السياسية للأردن.

انا الديناميكيات البينية والعلاقات التبادلية من خلال استقرار مالي رغم التحديات السياسية يلاحظ تباعد بين استقرار السوق المالي (INDEX) وتقلبات الاستقرار السياسي (PS) في اشارة إلى قدرة السوق المالي

على العزل النسبي عن التقلبات السياسية الإقليمية، مع وجود فجوة بين الأداء بين المؤسسي والسياسي الذي يبرز التفاوت بين قوة المؤشرات التنفيذية (RL, RQ, GE) وضعف المؤشرات السياسية (PS, VA)، مما يعكس أولوية الإصلاح الإداري على السياسي في المرحلة الحالية، مع المرونة التي تظهر من خلال النتائج التي تشير الى نجاح النموذج الأردني في الحفاظ على استقرار مؤسسي وأداء اقتصادي مقبول رغم التحديات الإقليمية غير المسبوقة.

كما ان وجود دلالات السياساتية والاستراتيجية من خلال تعزيز المرونة الاقتصادية والتي تؤكد التقلبات في النمو الاقتصادي ضرورة تعزيز سياسات تنويع القاعدة الاقتصادية لبناء قدرة أكبر على مواجهة الصدمات الخارجية، مع مواصلة الإصلاح المؤسسي والذي يبرز التميز في المؤشرات التنفيذية كأحد ركائز القوة الاقتصادية الأردنية، ويتطلب الحفاظ على هذه المكاسب السير على نفس النسق بتعزيز الأطر التنظيمية وسيادة القانون، ومعالجة التحديات السياسية التي تستدعي ضعف مؤشرات الاستقرار السياسي والمشاركة تطوير سياسات متوازنة لتعزيز الاستقرار مع توسيع هامش المشاركة.

يبرز التحليل تميز النموذج الأردني في الحفاظ على استقرار مالي ومؤسسي في بيئة إقليمية بالغة التعقيد، حيث تشكل قوة الأطر القانونية والتنفيذية حاجزا وقائيا للتحديات الخارجية، كما تظهر النتائج نجاح السياسات في تحقيق توازن بين متطلبات الإصلاح الداخلي وضغوط البيئة الإقليمية، مع الحفاظ على مسار تنموي مستقر نسبيا، يؤسس هذا التحليل لقاعدة صلبة لتعزيز مسيرة الإصلاح الشامل في إطار الرؤية الاقتصادية للأردن مع التركيز على تعزيز المرونة الاقتصادية والاستقرار السياسي كمدخلين أساسيين للتنمية المستدامة.

جدول رقم 04-12: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الخاصة بدولة الكويت

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
Mean	12.79412	-0.602353	0.217647	-0.044118	0.071765	0.308235	-0.024118	1.200000
Median	12.40000	-0.610000	0.230000	-0.070000	0.080000	0.310000	-0.090000	2.300000
Maximum	16.50000	-0.460000	0.620000	0.180000	0.320000	0.590000	0.410000	9.600000
Minimum	10.80000	-0.700000	-0.220000	-0.220000	-0.190000	-0.020000	-0.360000	-7.100000
Std. Dev.	1.408222	0.073445	0.224904	0.121864	0.156254	0.213870	0.262751	4.546015
Skewness	1.011834	0.501417	-0.244222	0.325342	-0.099011	-0.024567	0.358847	-0.118798
Kurtosis	3.851246	2.088267	2.439871	2.143658	1.795469	1.776291	1.632943	2.304236
Jarque-Bera	3.414063	1.301162	0.391229	0.819337	1.055493	1.062414	1.688617	0.382882
Probability	0.181404	0.521743	0.822329	0.663870	0.589933	0.587895	0.429855	0.825768
Sum	217.5000	-10.24000	3.700000	-0.750000	1.220000	5.240000	-0.410000	20.40000
Sum Sq. Dev.	31.72941	0.086306	0.809306	0.237612	0.390647	0.731847	1.104612	330.6600
Observations	17	17	17	17	17	17	17	17

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

يكشف التحليل الوصفي للبيانات الكويتية خلال الفترة المدروسة عن ديناميكيات اقتصادية ومؤسسية مميزة تجسد خصوصية النموذج الكويتي القائم على الاقتصاد الريعي مع وجود بيئة مؤسسية متطورة نسبيا، ان وجود تقلبات حادة في إطار صمود والذي يشير اليه أداء السوق المالي والاقتصاد الكلي، حيث يتميز مؤشر السوق المالي (INDEX) بأداء قوي (متوسط 12.79) مع درجة معقولة من الاستقرار (انحراف معياري 1.41)، مما يعكس مرونة السوق المالي وقدرته على الحفاظ على مسار إيجابي رغم التحديات الاقتصادية، كما يشير التوزيع المائل يميناً لنفس المتغير (معامل الالتواء 1.01) إلى وجود فترات من الأداء الاستثنائي مرتبطة

بارتفاع أسعار النفط. في المقابل، ويظهر النمو في الناتج المحلي الاجمالي (GDP) تقلبات حادة (انحراف معياري 4.55) تعكس الطبيعة الريعية للاقتصاد الكويتي وحساسيته لتقلبات أسعار النفط العالمية.

في حين تكشف مؤشرات الحوكمة من خلال هذا الاختبار أداء متباين في أطر مؤسسية راسخة تعكس بذلك خصوصية النموذج الكويتي، حيث نجد بان هناك تميز في الأطر القانونية والتنظيمية الذي يحققه مؤشرا سيادة القانون (RL) وجودة التنظيم (RQ) أداء متقدما (متوسطات موجبة)، مما يعكس متانة الأطر القانونية والتنظيمية في الكويت، مع وجود تحديات في الكفاءة الحكومية التي تسجل من خلال مؤشر الكفاءة الحكومية (GE) أداء متواضعا (قريب من الصفر) مع اتجاه تحسيني طفيف مما يشير إلى الحاجة لتعزيز الفاعلية الإدارية، وتحسن في مؤشرات الشفافية الذي يظهر مؤشرا المشاركة السياسية (VA) ومكافحة الفساد (CC) اتجاهات تصاعدية، وإن بدءا من مستويات متواضعة مما يعكس جهود التحسين المؤسسي.

ان الديناميكيات البينية والعلاقات التبادلية التي تظهر من خلال الاستقرار المالي رغم التقلبات الاقتصادية فيلاحظ تباعد بين استقرار السوق المالي (INDEX) وحدة تقلبات (GDP)، مما يشير إلى قدرة السوق المالي على العزل النسبي عن التقلبات الاقتصادية الخارجية، مع اثار فجوة الأداء بين المؤسسي والاقتصادي الذي يبرز التفاوت بين استقرار المؤشرات المؤسسية وتقلبات الأداء الاقتصادي مما يعكس الطبيعة الريعية للاقتصاد الكويتي، في حين يتمتع بمرونة من خلال النتائج نجاح النموذج الكويتي في الحفاظ على استقرار مالي ومؤسسي نسبي رغم التحديات الإقليمية والاقتصادية.

ان الدلالات السياساتية والاستراتيجية التي تسعا اليها الدولة خاصة من تعزيز تنويع القاعدة الاقتصادية التي تؤكد التقلبات الحادة في النمو الاقتصادي ضرورة تسريع وتيرة التنويع الاقتصادي لبناء قدرة أكبر على مواجهة صدمات أسعار النفط، مع رفع كفاءة الأداء الحكومي التي يستدعي ضعف مؤشرها تطوير برامج شاملة لتحسين الفاعلية الإدارية وتبسيط الإجراءات، وتعزيز الشفافية ومكافحة الفساد الذي يشير اليه التباين في مؤشرها الحاجة لتعزيز آليات النزاهة والشفافية بشكل منهجي.

يبرز التحليل تميز النموذج الكويتي في الجمع بين استقرار مالي ملحوظ وأطر مؤسسية متطورة في مجالي القانون والتنظيم، مع وجود تحديات في رفع كفاءة الأداء الحكومي وتعزيز الشفافية، حيث تشكل قوة الأطر القانونية والتنظيمية ركيزة أساسية لتعزيز مسيرة التنمية المستدامة، فيما تظل الحاجة ملحة لتسريع وتيرة الإصلاحات الهيكلية لتعزيز مرونة الاقتصاد وتحسين الفاعلية المؤسسية تمهيدا لتحقيق رؤية المستقبلية و الاستراتيجية للكويت في سنة 2035.

2-9 الارتباط بين متغيرات التفسيرية:

تعتبر مصفوفة الارتباط أداة أساسية في التحليل الإحصائي لفهم العلاقات بين المتغيرات وتحديد اتجاه وقوة هذه العلاقات، ولتسهيل تفسير نتائجها حيث تكون قيم الارتباط بين كل زوج من المتغيرات محصورة مابين -1 إلى غاية +1 وهو موضح في الجدول الموالي:

جدول رقم 04-13: تسهيل تفسير نتائج مصفوفة الارتباط

القيمة الاحصائية لمصفوفة الارتباط	الدلالة الاحصائية للقيمة
1+	ارتباط مباشر قوي
0	لا يوجد ارتباط
1-	ارتباط عكسي قوي

المصدر: من اعداد الطالب

جدول رقم 04-14: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة المغرب

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP

INDEX	1							
VA	0.7618029097231928	1						
PS	0.3022180703336765	0.5219850332809366	1					
GE	0.3944475093331655	0.7052033933659124	0.2195347484750427	1				
RQ	0.1679563984 09334	0.3682459413585716	0.0341280944 6589895	0.7514047212074456	1			
RL	0.4155542899 60351	0.5971001817698059	0.6279068127775016	0.5518191285132413	0.5675957872 52725	1		
CC	-0.1816195345891022	-0.2702401364 95325	0.4234439419357826	-0.3326735137 91503	-0.2610144209304222	0.0694955689730054	1	
GDP	-0.1053405947733245	-0.2952246996181328	-0.3123860861 82164	-0.1720574819656723	-0.3298642612 62324	-0.3120002931059516	-0.0555121187 0472838	1

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

تشير العلاقة بين VA (الصوت والمساءلة) وGE (الكفاءة الحكومية) بمعامل الارتباط 0.7052 مما يدل على وجود علاقة موجبة قوية جدا، مما يشير إلى أن زيادة المشاركة السياسية الفعالة والشفافية ترتبط ارتباطا وثيقا بتحسين الكفاءة الحكومية وادائها وفي السياق المغربي يظهر أن الإصلاحات الديمقراطية تترجم الى تحسينات في الاداء الحكومي، اما العلاقة بين RQ جودة التنظيم و GE الكفاءة الحكومية معامل الارتباط: 0.7514 وهي أقوى علاقة في المصفوفة ويشير إلى أن جودة التنظيم الحكومي ترتبط ارتباطا وثيقا بكفاءة الحكومة، وهو ما يبدوا بأن الجهود لتحسين جودة التنظيم (مثل تبسيط الإجراءات) تترجم مباشرة إلى تحسين الكفاءة الحكومية، ومن خلال العلاقة بين PS الاستقرار السياسي و RL سيادة القانون الت تظهر علاقة موجبة قوية 0.6279، مما يشير إلى أن الاستقرار السياسي يرتبط ارتباطا وثيقا بتحسين سيادة القانون ويعزز المؤسسات القانونية.

اما العلاقة بين مؤشرات الحوكمة ومؤشر السوق المالي INDEX حيث اظهر المتغير VA علاقة موجبة قوية جدا 0.7618 مما يشير الى أن المشاركة السياسية والشفافية ترتبط ارتباطا وثيقا بأداء السوق المالي تقلل من المخاطر وتجذب المستثمرين، ومن خلال المتغير RL الذي يظهر علاقة موجبة معتدلة 0.4156 في اشارة الى ان تحسين سيادة القانون من مبدا حماية الحقوق و الاصلاحات القانونية كانت فعالة وهو ما يرتبط بأداء أفضل للسوق المالي وتعزيز الثقة بالنسبة للمستثمرين، اما االمتغير GE الكفاءة الحكومية او الفعالية الحكومية الذي يظهر علاقة موجبة معتدلة كون 0.3944 يبدو أن التحسينات في الكفاءة الحكومية من خلال الاصلاحات الادارية كانت مجدية وفعالة لتحسين أداء أفضل للسوق المالي، ومن خلال وCC الذي اظهر علاقة سالبة ضعيفة -0.1816 قد تعكس هذه العلاقة أن جهود مكافحة الفساد كانت مصاحبة لفترات من عدم الاستقرار وان الإصلاحات تؤدي إلى اضطرابات مؤقتة في السوق المالي، اما المتغير GDP وRQ الذي يشير ايضا الى علاقة سالبة -0.3299 كون تحسين جودة التنظيم يرتبط بانخفاض النمو في الناتج المحلي الاجمالي، ومن خلال العلاقة بين INDEX وGDP علاقة سالبة ضعيفة جدا -0.1053 مما يعكس هذه العلاقة أن النمو الاقتصادي كان مصحوبا بفوارق اجتماعية أثرت سلبا على السوق المالي.

جدول رقم 04-15: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة الجزائر

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
INDEX	1							
VA	-0.0031719485 96947339	1						
PS	0.6641375277 243205	-0.2610141124 851308	1					
GE	-	0.6106827706	-	1				

	0.2049859085843552	64135	0.5177263904077824					
RQ	-0.5290037045374408	-0.1499133719837833	-0.0043415384 90812575	-0.3252953948433121	1			
RL	0.1721048981242665	-0.2020268775255687	0.1728589225 64813	-0.2362598313433458	0.3881781932677255	1		
CC	-0.1906338933280369	0.2500487363783054	-0.4745116234968458	0.3089327768103402	0.1450390048016751	0.4750101566 16867	1	
GDP	-0.0550673999 2108801	0.4769671639007299	-0.1763118218 38624	0.2482090134143362	0.2828211779 97078	0.0188170695 0676389	0.3097706622 096037	1

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

أقوى العلاقات مع مؤشر السوق المالي (INDEX) من خلال مصفوفة الارتباط الخاصة بالمتغيرات دولة الجزائرية من خلال PS الاستقرار السياسي 0.6641 دلالة على علاقة موجبة قوية جدا مما يشير الى انه يرتبط ارتباطا وثيقا بأداء السوق المالي ويعزز بذلك ثقة المستثمرين، وهو ما سعت اليه الجزائر خاصة بعد العشرية السوداء والتي سعت من بعدها الى استقرار سياسي في بعض الفترات التي ترجم الى اداء افضل لسوقها المالي وكان عاملا حاسما لجذب الاستثمار وتعزيز الاداء البورصي، اما العلاقة السالبة لجودة التنظيم RQ كون معامل الارتباط -0.5290 التي تشير الى تحسين في هذا المتغير يرتبط باداء اقل للسوق المالي وهي علاقة غير منطقية ويتعارض مع ان جودة التنظيم تدعم اداء السوق، وفي نفس السياق تعكس هذه العلاقة أن التنظيم الحكومي كان محدودا لنشاط السوق المالي، ووجود البيروقراطية المفرطة تعرقل رفع الأداء السوقي فيها، وفي كون الجزائر على غرار باقي دول العالم قد تكون جودة التنظيم مرتبطة بالسيطرة الحكومية المفرطة على الاقتصاد، اما المتغير VA الصوت والمساءلة بوجود علاقة سالبة ضعيفة جدا تكاد تكون معدومة بمقدار معامل -0.0032 وهي بذلك اشارة الى ان المشاركة السياسية والشفافية لا ترتبط بشكل ملحوظ بأداء المتغير التابع وهو ما يتعارض مع ان الشفافية تدعمه، وان المشاركة السياسية لم تترجم إلى أداء أفضل للسوق المالي وان الإصلاحات الديمقراطية كانت غير مرتبطة بالسوق مما يعكس المشاركة السياسية التي كانت مرتبطة بالاستقطاب السياسي فقط والذي يؤثر سلبا على السوق.

في العلاقة بين مؤشرات الحوكمة وتي ابانت على وجود علاقات سالبة وموجبية في نفس الوقت، فالعلاقة بين PS الاستقرار السياسي وCC مكافحة الفساد -0.4745 وبين PS الاستقرار السياسي و GDP نجد ايضا علاقة سالبة -0.1763، في اشلرة الى ان الاستقرار السياسي يرتبط بمستوى أقل من مكافحة الفساد وتعكس هذه العلاقة السالبة أن الاستقرار السياسي كان مصحوبا بفساد منهجي وان النظام السياسي في الدولة كان يعتمد على شبكات فساد للحفاظ على الاستقرار، وفي اشارة الى ايضا الى ان الاستقرار السياسي مرتبطا بالتوافق بين النخبة الحاكمة الذي يسمح بمستوى معين من الفساد، وان العلاقة السالبة الثانية التي تشير الى ان الرتباط بين PS والنمو في الناتج المحلي الاجمالي اقل وهي علاقة غير منطقية ويتعارض مع كونه يدعم النمو وتطور المتغير الظابط مما يعكس وجود سياسات اقتصادية غير فعالة في فترة التي ركزت عليها هذه الدراسة ومتعلقة ايضا بفساد منهجي وهو ما اثربالسلب على النمو في GDP، دون نسيان بان الجزائر تعتمد على الاقتصاد الرعي او المعتمد اكثر على النفط والذي يعيق بدوره التنويع الاقتصادي في هذه الفترة.

العلاقة بين RL سيادة القانون وCC مكافحة الفساد وجود علاقة موجبة بمعامل ارتباط 0.4750 في حين العلاقة بين VA الصوت والمساءلة و GDP بمعامل الارتباط 0.4770، فالعلاقة الاولى الموجبة معتدلة في اشارة الى ان المتغير RL يرتبط بمكافحة الفساد مما يتوافق مع النظام القنوني الذي يحارب ويقوي ويدعم مكافحة اشكال الفساد، وفي هذا نجد بان التحسينات والاصلاحات هذا النظام الحساس ترجم الى الجهود التي تطور من المتغير CC، اما العلاقة الموجبة الثانية هي ايضا معتدلة في اشارة الى ان المشاركة السياسية

والشفافية ترتبط بنمو أفضل في المتغير GDP مما يتوافق مع ان الشفافية تدعم هذا الاخير وان الاصلاحات التي اجرتها الجزائر ترجمت الى اداء افضل فيه مما يعزز المشاركة السياسية في الجزائر.

جدول رقم 04-16: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة تونس

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
INDEX	1							
VA	-0.181009193299084 3	1						
PS	0.041774005651863 47	-0.845730881020375 2	1					
GE	-0.009049427095961 845	-0.826523911119794	0.704173709172138 6	1				
RQ	-0.041169521557747 5	-0.844920508977938 6	0.745439082928268 9	0.904402887166987 4	1			
RL	0.391292245980012 6	-0.191894460841045 9	0.067807729218831 2	0.391059573538940 3	0.334627863064586 3	1		
CC	-0.793948063136634 9	-0.040143961980713 36	0.140162927634181 7	0.400324483816663 3	0.379015595593421	-0.127186897278842 4	1	
GDP	0.234693535563745	-0.406445140236985 4	0.076915564364448 2	0.381051268804071 1	0.236711839802930 9	-0.089696895861362 84	-0.156775973263745 8	1

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

تكشف مصفوفة الارتباط عن ديناميكيات معقدة في العلاقات بين مؤشرات الحوكمة وأداء السوق المالي والاقتصاد الكلي في تونس، مع وجود أنماط تتطلب تفسيرا دقيقا في إطار السياق التونسي الفريد الذي يبرز العلاقات الجوهرية مع مؤشر السوق المالي من خلال وجود مفارقات وتحديات تظهر العلاقة بين مؤشر السوق المالي INDEX ومؤشرات الحوكمة صورة متباينة، فالمفارقة الإحصائية لمكافحة الفساد تظهر العلاقة السالبة القوية بين INDEX و CC بمعامل ارتباط -0.7939 تناقضا ظاهريا مع المنطق الاقتصادي السائد كون مكافحة الفساد عندها تاثير ايجابي في جذب الاستثمار بصورة عامة وليس فقط في السياق التونسي ما يمكن تفسيرها بأن الحملات المتكررة لمكافحة الفساد في المرحلة الانتقالية صاحبتها حالة من عدم اليقين المؤسسي، وهو ما أثر سلبا على ثقة المستثمرين في الأجل القصير أو أن هذه الحملات رافقتها إجراءات بيروقراطية معقدة أعاقت كفاءة السوق، كما تظهر العلاقة الموجبة المعتدلة بين INDEX وRL بمعامل ارتباط 0.3913 الاتساق النظري لسيادة القانون حيث يعزز استقرار الأطر القانونية ثقة المستثمرين ويحسن آفاق الأداء الطويل الأجل للسوق المالي.

ان التداخل مؤشرات الحوكمة تكشف العلاقات البينية من خلال مفارقة التحول الديمقراطي التي تبرز العلاقة السالبة القوية بين المشاركة السياسية VA والاستقرار السياسي PS بمعامل ارتباط -8457.0 كأبرز سمات المرحلة الانتقالية، حيث أدت التحولات الديمقراطية بعد 2011 إلى توسيع المشاركة السياسية لكن على حساب الاستقرار قصير الأجل في ظل تنامي المنافسة السياسية والخلافات حول الهوية والحوكمة، ومن جهة اخرى تعكس العلاقة الموجبة القوية بين جودة التنظيم RQ والكفاءة الحكومية GE بمعامل ارتباط 0.9044 الطبيعة المتكاملة للإصلاحات المؤسسية، حيث أن تحسين الأطر التنظيمية ينعكس إيجابا على كفاءة الأداء الحكومي بشكل شبه حتمي.

في السياق التونسي نجد العلاقات غير التقليدية مع وجود تداعيات المرحلة الانتقاليةالتي تشرح الطبيعة الانتقالية للمشهد السياسي بعد الثورة العديد من العلاقات السالبة، حيث اقترن التحول الديمقراطي بضعف مؤقت

في جودة التنظيم وفعالية الحكومة، كما تتجلى في العلاقة السالبة بين VA وRQ بمعامل ارتباط -0.8449، ومع وجود فجوة التوقيت الزمني التي قد تعكس بعض العلاقات السالبة كالعلاقة بين INDEX وCC اختلالا زمنيا بين تكاليف الإصلاح المباشرة ومنافعه متوسطة الأجل، حيث تظهر تكاليف المكافحة فوريا بينما تتأخر فوائدها.

ان الدلالات الاقتصادية والسياسية كون الدولة تبدي أولوية الاستقرار المؤسسي وهو ما تؤكده قوة العلاقة بين RL وINDEX على أن استقرار الأطر القانونية يظل الركيزة الأساسية لثقة المستثمرين حتى في السياقات الانتقالية المضطربة، كما ان تعقيد هندسة الإصلاح والتي تشير طبيعة العلاقات المتشابكة إلى ضرورة تبني نهج متكامل في الإصلاح، يراعي التوازن الدقيق بين متطلبات المشاركة السياسية وحتمية الاستقرار المؤسسي، وان خصوصية النموذج التونسي الذي تظهر نتائجه بأن النماذج التقليدية لعلاقة الحوكمة بالأداء البورصي قد تحتاج لإعادة نظر في سياقات التحول الديمقراطي، حيث أن العلاقات القياسية قد تنعكس في الأجل القصير بسبب ظروف التحول الخاصة.

جدول رقم 04-17: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة مصر

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
INDEX	1							
VA	-0.2425486000161451	1						
PS	0.4678587636536753	-0.2790688074399248	1					
GE	0.2636531458507599	-0.4687472774 01084	0.7983910014 85328	1				
RQ	-0.0408429074 5635892	0.3524927842 93054	0.5467203354 199221	0.3441666144 663838	1			
RL	0.2691340813 278138	-0.4358952043 410058	0.9193487182 916682	0.9048396346 741092	0.4334530427 802414	1		
CC	-0.3357268296 161175	0.4289765798 557217	-0.3676996141 786382	-0.2146087428 320002	-0.1343824768 688149	-0.2687705845 023188	1	
GDP	0.5599406639 054938	-0.3475199700 139346	0.7309961111 61012	0.5125474460 767688	0.0614198325 70963	0.6282258002 937865	-0.2335667619 958921	1

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

تقيس مصفوفة الارتباط التي تعد اداة اساسية لفهم العلاقات الخطية بين المتغيرات والتداعيات المتبادلة، حيث يتحدد اتجاه وقوة هذه العلاقات عبر معامل يراوح بين -1 و+1، مع الأخذ في الاعتبار خصوصية السياق المصري الذي شهد تحولات جيوسياسية كبرى خلال الفترة الدراسة ما بين 2007 الى غاية 2023، من حيث العلاقات الجوهرية مع مؤشر السوق المالي، حيث تظهر العلاقة الموجبة القوية بين مؤشر السوق المالي (INDEX) والمؤشر GDP كون معامل ارتباط 0.5599 كأقوى العلاقات ويؤكد حساسية السوق المالي لأداء المتغير الضابط كون المستثمر يبني توقعات المستثمرين بشأن المناخ الاقتصادي العام. و تسجيل العلاقة بين مؤشر البورصة والاستقرار السياسي PS كون معامل ارتباط موجب 0.4679 الذي يعكس دور الاستقرار السياسي في تعزيز ثقة المستثمرين وتحفيز تدفقات رأس المال، اما العلاقة بين المتغير التابع والمتغير مكافحة الفساد CC التي تظهر العلاقة السالبة المعتدلة -0.3357 مما تشكل تناقضا، والتي تفسر بكون حملات مكافحة الفساد صاحبتها إجراءات بيروقراطية معقدة أوجدت حالة من عدم اليقين لدى المستثمرين في الأجل القصير.

ان التشابك بين مؤشرات الحوكمة من خلال الترابط المؤسسي القوي الذي يظهر العلاقة بين الاستقرار السياسي (PS) وسيادة القانون (RL) أقوى ارتباط في المصفوفة (0.9193) إلى تكامل الإصلاحات السياسية

والقانونية في بناء منظومة حوكمة متكاملة، مع وجود تلازم بين الكفاءة وسيادة القانون RL يرتبط بتحسين الكفاءة الحكومية (GE) بشكل قوي مع معامل ارتباط 0.9048 في انعكاس الطبيعة التكاملية للإصلاح الإداري والقانوني، ومن خلال توترات التحول الديمقراطي تظهر العلاقة السالبة بين المشاركة السياسية (VA) والاستقرار السياسي (-0.2791) (PS) التحديات التي رافقت عملية التحول السياسي وما صاحبها من تأثيرات على الاستقرار المؤسسي.

ومن خلال محددات المرتبطة بين النمو في الناتج المحلي GDP نجد بان الاستقرار السياسي PS محدد رئيسي من تسجيل العلاقة بين كأعلى معامل ارتباط (0.7310) مؤكدا على دور الاستقرار كشرط أساسي لتحقيق النمو المستدام، مع أهمية البيئة القانونية التي تبرز من العلاقة القوية بينه وسيادة القانون (6282.0) دور الأطر القانونية المستقرة في جذب الاستثمارات وتحفيز النمو، اما الإشكالية فيالعلاقة بنه وبين مكافحة الفساد والتي تستمر مفارقة العلاقة السالبة بين النمو في الناتج المحلي ومكافحة الفساد (-0.2336) مما يستدعي مراجعة منهجية السياسات المتبعة في هذا المجال.

الدلالات الاقتصادية والسياساتية فلابد من أولوية الاستقرار الشامل التي تؤكد النتائج أولوية الاستقرار السياسي والمؤسسي كمدخل أساسي لتحقيق النمو الاقتصادي وتطوير السوق المالي، وتكاملية الإصلاح المؤسسي التي تظهر التشابكات القوية بين مؤشرات الحوكمة مع ضرورة تبني نهج متكامل في الإصلاح يشمل الجوانب السياسية والإدارية والقانونية، وإعادة هندسة سياسات مكافحة الفساد التي تستدعي العلاقات السالبة لمؤشر مكافحة الفساد مع السوق المالي والنمو الاقتصادي إعادة تصميم السياسات لتحقيق التوازن بين الشفافية وكفاءة الأعمال.

وفي السياق المصري تكشف مصفوفة الارتباط عن حتمية النهج المتكامل في الإصلاح حيث يتطلب تعزيز أداء السوق المالي وتحقيق النمو المستدام العمل على عدة مسارات متوازية: سياسية (استقرار)، وإدارية (كفاءة)، وقانونية (سيادة)، مع مراعاة التوافق بين متطلبات الإصلاح والحفاظ على بيئة أعمال جاذبة للاستثمار.

جدول رقم 04-18: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة قطر

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
INDEX	1							
VA	-0.3535158885238856	1						
PS	-0.6121912673708801	0.8715001252667682	1					
GE	0.3032273466665193	0.3103887000838557	0.2897170529413514	1				
RQ	0.4103276846535264	0.1474019391459772	0.0852620741 4750134	0.7642492323628922	1			
RL	0.1262461710968485	0.2228337510522667	0.2618067230888614	0.8600805922568694	0.7726313915979749	1		
CC	-0.6666245661121155	0.4780460852539316	0.7188782301820201	0.2086556789465477	-0.0309622819 5706676	0.3386175922299117	1	
GDP	-0.5840914300551525	0.5607397422893393	0.6640693048662938	-0.3538654204977092	-0.4180388409864808	-0.3802548750305289	0.5230191642701485	1

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

تمثل مصفوفة الارتباط للمتغيرات الاقتصادية والمؤسسية في قطر نموذجا فريدا يستدعي تحليلا متعمقا في ضوء الخصائص الهيكلية لاقتصاد قائم على الموارد النفطية، فمن خلال العلاقات غير التقليدية مع مؤشر

السوق المالي تكشف المصفوفة عن أنماط ارتباطية غير تقليدية تتطلب تفسيرا دقيقا في السياق القطري، فالمفارقة المؤسسية تظهر أقوى العلاقات سلبية بين مؤشر السوق المالي (INDEX) وكل من مكافحة الفساد (CC) والاستقرار السياسي (PS) و (GDP) بمعاملات تراوح بين -0.6666 و-0.5841. هذه العلاقات المعكوسة تناقض النظريات الاقتصادية التقليدية ويمكن تفسيرها في الإطار القطري بأن التحسينات المؤسسية والاقتصادية صاحبتها سياسات إعادة هيكلة أوجدت بيئة من عدم اليقين قصير الأجل في السوق المالي،مع وجود استثناء تنظيمي ايجابي تبرزه العلاقة الموجبة المعتدلة بين جودة التنظيم (RQ) ومؤشر السوق المالي (0.4103) كاستثناء إيجابي، مما يشير إلى نجاح الإصلاحات التنظيمية المرتبطة باستضافة كأس العالم في تعزيز ثقة المستثمرين.

ان التشابك المؤسسي المتقدم تظهر العلاقات البينية بين مؤشرات الحوكمة درجة متقدمة من التكامل المؤسسي، فالترابط السياسي المؤسسي من تسجيل العلاقة بين الاستقرار السياسي (PS) والمشاركة السياسية (VA) معامل ارتباط مرتفع (0.8715)، مما يعكس النموذج القطري الفريد الذي يجمع بين الاستقرار السياسي وتطور تدريجي في المشاركة، مع وجود تكامل قانوني الإداري الذي يظهر من خلال العلاقات القوية بين سيادة القانون (RL) والكفاءة الحكومية (GE) وجودة التنظيم (RQ) (معاملات فوق 0.76) وهو دليل على نجاح النموذج القطري في تحقيق التكامل بين الإصلاحات القانونية والإدارية.

تكشف العلاقات الترابطية مع النمو في الناتج المحلي الاجمالي المعبر عنه (GDP) عن خصوصية النموذج القطري، مع أولوية الاستقرار السياسي في تسجيل العلاقة بينه وبين الاستقرار السياسي كأقوى ارتباط (0.6641) مؤكدا دور البيئة السياسية المستقرة كشرط أساسي للتنمية في الاقتصادات الريعية، كما تظهر ايضا العلاقات الموجبة بين GDP ومؤشرات المشاركة السياسية (VA) ومكافحة الفساد (CC) نجاح النموذج القطري في تحويل المكاسب المؤسسية إلى نمو اقتصادي.

وبعد تفسير العلاقات الطبيعية السابقة مما يستوجب ايضا تفسير السياق القطري للعلاقات غير التقليدية مع خصوصية الاقتصاد النفطي والتي تفسر الطبيعة الريعية للاقتصاد القطري العديد من العلاقات غير التقليدية حيث نجد بأن السياسات المؤسسية قد تركز على القطاع النفطي على حساب القطاع المالي في الأجل القصير، وان توقيت الإصلاحات الهيكلية التي قد تعكس العلاقات السالبة مراحل انتقالية صاحبت عمليات إعادة الهيكلة الاقتصادية والمؤسسية حيث تؤدي التحسينات طويلة الأجل إلى تكاليف قصيرة الأجل، ومن خلال طبيعة السوق المالي القطري الذي يمكن أن تفسر محدودية تنوعه وتركيزه في قطاعات محددة بعض الانزياحات في العلاقات التقليدية.

كما تظهر الدلالات الاستراتيجية للسياسات الاقتصادية من خلال تكاملية السياسات المؤسسية التي تؤكد قوة العلاقات البينية بين مؤشرات الحوكمة على ضرورة تبني نهج متكامل في الإصلاح المؤسسي الداخلي، ومواءمة سياسات مكافحة الفساد التي تستدعي العلاقة السالبة مع السوق المالي إعادة تصميم سياسات مكافحة الفساد لتحقيق التوازن بين الشفافية وكفاءة الأسواق، مع تعزيز تنويع القاعدة الاقتصادية والتي تشير الى وجود علاقة سالبة بين النمو الاقتصادي وأداء السوق المالي إلى أهمية تسريع وتيرة التنويع الاقتصادي لتعزيز الروابط بين القطاعات، مع الاستفادة من المكاسب التنظيمية التي يمكن البناء على النجاح في مجال جودة التنظيم لتطوير سياسات شاملة لدعم السوق المالي.

وفي الاخير تبرز مصفوفة الارتباط خصوصية النموذج القطري الذي يجمع بين الاستقرار السياسي المتقدم والأداء المؤسسي المتميز، مع وجود تحدي في تحقيق التكامل الأمثل بين السياسات المؤسسية وأداء السوق المالي، وتشير النتائج إلى الحاجة لتطوير نماذج تحليلية أكثر تخصصا لفهم اليات عمل الاقتصادات الريعية المتقدمة، مع التركيز على دور التوقيت الزمني وطبيعة المراحل الانتقالية في تشكيل العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية والمؤسسية.

جدول رقم 04-19: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة المملكة العربية السعودية

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
INDEX	1							
VA	0.8332087281443551	1						
PS	-0.1127216399352202	0.05205491403864548	1					
GE	0.8116506570726706	0.7926979585685902	0.1018848560267755	1				
RQ	0.5101387049229303	0.6775388555238745	0.460671316683183	0.5818265974178406	1			
RL	0.6862694325603341	0.7078979211114712	0.3196555950012038	0.8078954369021787	0.7008843532017658	1		
CC	0.7241640407176666	0.8195450203091802	-0.06842969533104585	0.9102259417269539	0.4524659159054336	0.7096663081696091	1	
GDP	-0.2802470194108673	-0.3237629398320536	0.2403425578662819	-0.2497804410431816	-0.1040135103189671	-0.259436781964986	-0.4460024588251693	1

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

يظهر تحليل مصفوفة الارتباط للمتغيرات الاقتصادية والمؤسسية في المملكة العربية السعودية أنماطا واضحة على درجة عالية من التكامل بين مؤشرات الحوكمة وأداء السوق المالي مع وجود بعض العلاقات غير التقليدية التي تعكس خصوصية الاقتصاد السعودي، فمصفوفة الارتباط هي أداة إحصائية تظهر قوة واتجاه العلاقة الخطية بين متغيرات متعددة، يتراوح معامل الارتباط بين -1 و+1، حيث يشير +1 إلى ارتباط موجب كامل، و-1 إلى ارتباط سالب كامل، وصفر يعني انعدام أي علاقة خطية بين المتغيرين، وفي مايلي يتم فحص العلاقات بين مؤشر السوق المالي (INDEX) كمتغير تابع، وعدد من مؤشرات الحوكمة (VA, PS, GE, RQ, RL, CC) ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) كمتغيرات مستقلة.

من خلال تحليل العلاقات بين الحوكمة وأداء السوق المالي نجد بان هناك علاقات ايجابية القوية تسجل بين مؤشر السوق المالي (INDEX) وكل من "الصوت والمساءلة" (VA) عند 0.8332، و"الكفاءة الحكومية" (GE) عند 0.8117، و"مكافحة الفساد" (CC) عند 0.7242، و"سيادة القانون" (RL) عند 0.6863. هذه النتائج تتوافق تماما مع النظرية الاقتصادية التي تؤكد أن تحسين الحوكمة يدعم كفاءة الأسواق ويثقف بيئة الاستثمار، في السياق السعودي الذي يعكس هذا النجاح الملحوظ لبرامج الإصلاح المؤسسي المرتبطة برؤية الاستراتيجية التي تعتمدها المملكة سنة 2030، حيث أدت التحسينات في الشفافية والكفاءة الحكومية ومكافحة الفساد إلى تعزيز ثقة المستثمرين بشكل مباشر.

مع وجود للعلاقات الضعيفة وغير التقليدية التي تظهر علاقة سلبية ضعيفة بين مؤشر السوق المالي وكل من "الاستقرار السياسي" (PS) عند -0.1127 و (GDP) عند -0.2802، والتي يمكن تفسيرها بضعف العلاقة مع الاستقرار السياسي بكونه عاملا مفترضا في البيئة السعودية، وبالتالي لم يكن عاملا مميزا للتقلبات قصيرة الأجل في السوق، أما العلاقة السلبية مع النمو في الناتج المحلي الاجمالي فتشير إلى وجود انفصال بين أداء الاقتصاد الكلي وأداء السوق المالي، وهو ما يعزى غالبا إلى الطبيعة الريعية للاقتصاد السعودي، حيث أن النمو الناتج عن قطاع النفط لا يترجم بالضرورة إلى عوائد فورية في سوق الأموال وقد يصاحبه تحديات في توزيع المنافع أو سياسات مالية تؤثر على السيولة.

انالتشابك المؤسسي ومحددات النمو الاقتصادي من خلال التكامل العالي بين مؤشرات الحوكمة وبذلك تسجل أقوى علاقة في المصفوفة على الإطلاق بين "مكافحة الفساد" (CC) و"الكفاءة الحكومية" (GE) عند 0.9102، تليها علاقات قوية بين "الصوت والمساءلة" (VA) و"مكافحة الفساد" (CC) عند 0.8195، وبين "سيادة القانون" (RL) و"الكفاءة الحكومية" (GE) عند 0.8079، وهذا التشابك يؤكد أن الإصلاحات المؤسسية

في السعودية تمت في إطار متكامل، حيث أن تعزيز الشفافية ومكافحة الفساد يساند ويدعم تحسين الكفاءة التشغيلية للأجهزة الحكومية واستقرار الأطر القانونية.

اما العلاقات الغير مباشرة مع النمو الاقتصادي التي تظهر وجود علاقة سلبية معتدلة بين "مكافحة الفساد" (CC) و"النمو الاقتصادي" (GDP) عند -0.4460، وعلاقة سلبية ضعيفة بين "الصوت والمساءلة" (VA) و (GDP) عند -0.3238، هذه العلاقات التي تبدو غير تقليدية يمكن تفسيرها في إطار تكلفة الإصلاح المؤقتة، حيث أن الحملات والإجراءات الجذرية لمكافحة الفساد وإعادة هيكلة الأطر المؤسسية قد تؤدي إلى تباطؤ مؤقت في بعض الأنشطة الاقتصادية التقليدية أو تغيير في أنماط الإنفاق الحكومي، في المقابل تظهر علاقة إيجابية ضعيفة بين "الاستقرار السياسي" (PS) و (GDP) عند 0.2403 مما يؤكد دور البيئة السياسية المستقرة كأرضية حيوية للنشاط الاقتصادي.

ان الدلالات الاقتصادية والسياساتية كأولوية سياسات الحوكمة التي تؤكد قوة العلاقات الإيجابية بين مؤشرات الحوكمة والسوق المالي على أن سياسات تحسين الشفافية ومكافحة الفساد ورفع الكفاءة الحكومية ليست إصلاحات سياسية واجتماعية فحسب، بل هي استثمارات في رأس المال الوطني غير الملموس تثمر عن تحسن ملموس في ثقة المستثمرين وكفاءة تخصيص رأس المال، ومع خصوصية النموذج السعودي الذي تفسره العلاقات غير التقليدية مثل الانفصال بين النمو في الناتج المحلي الاجمالي وأداء السوق المالي بخصوصية الاقتصاد الريعي، مما يستدعي تطوير نماذج تحليلية تأخذ في الاعتبار قنوات انتقال الأثر المختلفة بين القطاع النفطي وغير النفطي وبين الاقتصاد الكلي وسوق الأموال، مع ضرورة الاستمرار في التنويع التي تدعم النتائج الحوكمة من برامج رؤية 2030 الرامية إلى تنويع القاعدة الاقتصادية، حيث أن خلق مصادر نمو جديدة خارج القطاع النفطي من شأنه تعزيز الروابط بين النمو الاقتصادي وأداء السوق المالي وبناء اقتصاد أكثر تكاملا ومرونة.

يبرز تحليل مصفوفة الارتباط نجاح المملكة العربية السعودية في تحويل الإصلاحات المؤسسية إلى محركات فعلية لتعزيز ثقة المستثمرين وأداء السوق المالي، كما تمثل العلاقات القوية بين مؤشرات الحوكمة المختلفة دليلا على تكاملية وتماسك مسيرة الإصلاح، في الوقت نفسه تشير العلاقات غير التقليدية إلى أهمية استمرار سياسات تعميق الأسواق المالية وتنويع الاقتصاد لضمان تحقيق نمو شامل ومستدام.

جدول رقم 04-20: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة الامارات العربية المتحدة

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
INDEX	1							
VA	-0.631723341204983 9	1						
PS	-0.463597681800550 5	0.582840745940730 6	1					
GE	0.656447244171914 2	-0.740468216531921 5	-0.611911808096495 1	1				
RQ	0.763706234802928 6	-0.865393657775510 6	-0.600535732871184 5	0.844936986104930 8	1			
RL	0.750722287622250 8	-0.826148184074975	-0.778956018515095 4	0.848314664355597 8	0.835402929290933 4	1		
CC	0.240106418376848 6	-0.668954786200526 1	-0.215775769265605 9	0.444001239682982 3	0.528966486320892	0.517542435176913 3	1	
GDP	0.100777259348408 2	-0.170984245434220 1	0.042696110226132 61	0.213102875234500 9	0.109911859227359 4	0.068193140673973 84	0.439798018872709 7	1

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

تكشف مصفوفة الارتباط للمتغيرات الاقتصادية والمؤسسية في الإمارات العربية المتحدة عن أنماط ارتباطية فريدة وتعكس بذلك خصوصية النموذج التنموي الإماراتي القائم على التوازن بين الكفاءة المؤسسية والاستقرار السياسي، ومن خلال تحليل العلاقات الترابطية بين الحوكمة وأداء السوق المالي نجد وجود علاقات ايجابية القوية، تسجل أقوى العلاقات الإيجابية بين مؤشر السوق المالي وكل من "جودة التنظيم" (RQ) عند 0.7637، و"سيادة القانون" (RL) عند 0.7507، و"الكفاءة الحكومية" (GE) عند 0.6564، وهذه النتائج تتوافق مع النظرية الاقتصادية التي تؤكد أن تحسين البيئة التنظيمية والقانونية يدعم كفاءة الأسواق المالية هذا من جهة، ومن جهة اخرى نجد وجود لعلاقات سلبية او غير التقليدية، تظهر علاقات سلبية بين مؤشر السوق المالي وكل من "الصوت والمساءلة" (VA) عند -0.6317 و"الاستقرار السياسي" (PS) عند -0.4636، يمكن تفسير هذه العلاقات بخصوصية النموذج الإماراتي الذي يحقق مستويات عالية جدا من الاستقرار السياسي والكفاءة الحكومية مما يجعلها عوامل مفترضة غير مميزة للتقلبات السوقية.

اما من خلال التشابك المؤسسي ومحددات النمو الاقتصادي نجد التكامل المؤسسي المتقدم والذي تسجل أقوى العلاقات في مصفوفة الارتباط بين مؤشرات الحوكمة ذاتها، حيث تظهر علاقة قوية بين "جودة التنظيم" (RQ) و"الكفاءة الحكومية" (GE) عند 0.8449، وبين "سيادة القانون" (RL) و"جودة التنظيم" (RQ) عند 0.8354 وهو يعكس التكاملية في الإصلاحات المؤسسية الإماراتية، اما العلاقات السلبية المميزة فتظهر من خلال "الصوت والمساءلة" (VA) وكل من "جودة التنظيم" (RQ) عند -0.8654 و"سيادة القانون" (RL) عند -0.8261 مما يعكس خصوصية النموذج الحوكمي الذي يركز على الكفاءة والإنجاز.

ومن خلال محددات النمو الاقتصادي والسياق الإماراتي نجد العلاقات الإيجابية المعتدلة تظهر بين (GDP) و"مكافحة الفساد" (CC) عند 0.4398، مما يؤكد دور الشفافية في دعم النمو في الناتج المحلي الاجمالي، اما العلاقات الضعيفة فتسجل ما بين النمو الاقتصادي الذي يشير اليه النمو في الناتج المحلي الاجمالي وكل من "الكفاءة الحكومية" (GE) عند 0.2131 و"الصوت والمساءلة" (VA) عند -0.1710، مما يشير إلى تعدد محددات النمو في الاقتصاد الإماراتي.

الدلالات الاقتصادية والسياساتية نجد ان الدولة تبدي أولوية للسياسات التنظيمية والتي تؤكد قوة العلاقة بين جودة التنظيم وأداء السوق المالي على أهمية الاستمرار في تحسين البيئة التنظيمية لدعم الأسواق المالية، مع خصوصية النموذج الحوكمي الذي تبرز العلاقات السلبية مع مؤشر المشاركة السياسية خصوصية النموذج الإماراتي القائم على الكفاءة والإنجاز كبديل عن النماذج التقليدية، مع تكاملية السياسات المؤسسية التي تدعم قوة العلاقات بين مؤشرات الحوكمة أهمية النهج المتكامل في الإصلاح المؤسسي.

ان تحليل السابق لمصفوفة الارتباط الذي ببرز تميز النموذج الإماراتي في تحقيق التوازن بين الكفاءة المؤسسية والاستقرار السياسي، مع وجود علاقات غير تقليدية تعكس خصوصية المسار التنموي للإمارات، وتشير النتائج إلى نجاح النموذج القائم على الأولوية للكفاءة والإنجاز مع الحفاظ على مستويات عالية من الاستقرار السياسي وجودة البيئة التنظيمية.

جدول رقم 04-21: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة عمان

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
INDEX	1							
VA	-0.365284635361978 1	1						
PS	-0.284854300879467	0.262784674990068 8	1					
GE	-	0.3551851497	0.3711532029	1				

	0.518932976693191	585174	231657					
RQ	-0.409063504262011 6	0.193384406038788 3	0.612315997075013 8	0.342114885770263 7	1			
RL	-0.094096719974241 6	0.088506914408158 01	-0.170093096370189 1	0.476911666380690 1	0.055372286309765 91	1		
CC	-0.423517365877611	0.204372138322966 9	0.720496566457074 8	0.625453702536251 6	0.465859160156357 2	0.275361333802822 6	1	
GDP	-0.367625016583374	0.207493104351498 3	0.257778678266199 2	0.158160192999052 6	0.424467364905099	-0.060317857527592 91	-0.003061597141217886	1

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

تمثل مصفوفة الارتباط للمتغيرات الاقتصادية والمؤسسية في سلطنة عمان نموذجا فريدا يستدعي تحليلا متعمقا في ضوء الخصائص الهيكلية لاقتصاد قائم على الموارد النفطية ويخضع لتحولات هيكلية في إطار رؤية الاستراتيجية التي تسعى اليها الدولة، ومن خلال المصفوفة نجد العلاقات بين الحوكمة وأداء السوق المالي حيث تكشف المصفوفة عن أنماط ارتباطية غير تقليدية سالبة تتطلب تفسيرا دقيقا في السياق العماني، وهي من خلال المفارقة المؤسسية التي تظهر أقوى العلاقات السلبية بين مؤشر السوق المالي (INDEX) وكل من الكفاءة الحكومية (GE) عند -0.5189، ومكافحة الفساد (CC) عند -0.4235، وجودة التنظيم (RQ) عند -0.4091، هذه العلاقات المعكوسة تناقض النظريات الاقتصادية التقليدية ويمكن تفسيرها في الإطار العماني بأن التحسينات المؤسسية صاحبتها سياسات إعادة هيكلة أوجدت بيئة من عدم اليقين قصير الأجل في السوق المالي، مع وجود انفصال بين النمو وأداء السوق حيث تسجل العلاقة بين (GDP) ومؤشر السوق المالي العماني (INDEX) قيمة سلبية عند -0.3676، مما يشير إلى وجود انفصال بين أداء الاقتصاد الكلي وأداء السوق المالي هذا يعكس الطبيعة الريعية للاقتصاد، حيث أن النمو الناتج عن قطاع النفط لا يترجم بالضرورة إلى عوائد فورية في سوق الأموال.

ان تفسير السياق العماني للعلاقات الغير التقليدية او السالبة لكون التكاليف الاصلاحية المؤقتة بحيث الحملات والإجراءات الجذرية لتحسين الكفاءة الحكومية ومكافحة الفساد قد تؤدي إلى تباطؤ مؤقت في بعض الأنشطة الاقتصادية التقليدية، مع خصوصية الاقتصاد النفطي التي تفسر الطبيعة الريعية للاقتصاد العديد من العلاقات السالبة بين متغيرات الدراسة، وكون السياسات المؤسسية قد تركز على القطاع النفطي على حساب القطاع المالي في الأجل القصير، ومن خلال طبيعة السوق المالي الذي يمكن تفسير محدودية التنوع فيه وتركيزه في قطاعات محددة بعض الانزياحات في العلاقات التقليدية.

التشابك المؤسسي ومحددات النمو الاقتصادي فالتكامل المؤسسي الإيجابي الذي تظهره العلاقات البينية بين مؤشرات الحوكمة درجة متقدمة من التكامل المؤسسي كون الترابط السياسي والمؤسسي التي تسجل العلاقة بين مكافحة الفساد (CC) والاستقرار السياسي (PS) أقوى ارتباط في المصفوفة (0.7205) مما يعكس النموذج العماني الذي يجمع بين الاستقرار السياسي وتطور تدريجي في الحوكمة، مع التكامل في الجانبين القانوني والإداري الذي يظهر مع العلاقات القوية بين مكافحة الفساد (CC) والكفاءة الحكومية (0.6255) (GE)، وبين جودة التنظيم (RQ) والاستقرار السياسي (0.6123) (PS) نجاح النموذج العماني في تحقيق التكامل بين الإصلاحات المؤسسية.

اما من خلال محددات النمو الاقتصادي فتكشف العلاقات مع النمو في الناتج المحلي الاجمالي (GDP) عن خصوصية النموذج، حيث تولي أولوية لجودة التنظيم التي تسجل العلاقة بينه وجودة التنظيم (RQ) أقوى ارتباط إيجابي (0.4245) مما يؤكد دور البيئة التنظيمية الفعالة كشرط أساسي للتنمية في الاقتصادات الريعية، اما العلاقات الضعيفة تظهر من خلال المصفوفة بينه وكل من المتغيرات الخاصة بالاستقرار السياسي (PS)

عند 0.2578 والمشاركة السياسية (VA) عند 0.2074 مما يشير إلى تعدد محددات النمو في الاقتصاد العماني.

تشير الدلالات الاقتصادية والسياساتية من خلال مراجعة سياسات مكافحة الفساد التي تستدعي وجود العلاقة السالبة مع السوق المالي إعادة تصميم سياسات ومكافحة الفساد لتحقيق التوازن بين الشفافية وكفاءة الأسواق، مع تعزيز التكامل المؤسسي الذي تؤكده قوة العلاقات البينية بين مؤشرات الحوكمة على ضرورة تبني نهج متكامل في الإصلاح المؤسسي، في حين التركيز على جودة التنظيم نظرا لارتباطها الموجب مع النمو الاقتصادي ووجب تحسين جودة التنظيم لدعم الاقتصاد، اما من الناحية دلالاة للسياسة الاقتصادية فتعميق سياسات التنويع الاقتصادي التي تؤكد التقلبات في النمو الاقتصادي الذي يعبر عنه النمو في الناتج المحلي الاجمالي والعلاقة السلبية مع السوق المالي ضرورة مواصلة سياسات تنويع القاعدة الاقتصادية، وتحسين توزيع منافع النمو كون العلاقة السالبة بين النمو الاقتصادي وأداء السوق المالي التي تشير إلى أهمية تحسين توزيع منافع النمو لدعم ثقة المستثمرين، وتستدعي التحديات في فترات التحول المؤسسي تطوير سياسات داعمة للقطاع المالي خلال مراحل الإصلاح الهيكلي، من خلال الاستعداد للمراحل الانتقالية في اطار النظرة الاستراتيجية العامة للدولة.

ان تحليل مصفوفة الارتباط التي تشير الى خصوصية النموذج العماني الذي يجمع بين تحسينات مؤسسية متكاملة وأداء سوق مالي يتسم بعلاقات غير تقليدية، وتشير النتائج إلى الحاجة لتطوير نماذج تحليلية أكثر تخصصا لفهم آليات عمل الاقتصادات الريعية المتقدمة، مع التركيز على دور التوقيت الزمني وطبيعة المراحل الانتقالية في تشكيل العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية والمؤسسية، كما تؤكد النتائج على أهمية الاستمرار في سياسات التنويع الاقتصادي وتحسين البيئة المؤسسية في إطار رؤية المستقبلية لتحقيق نمو اقتصادي مستدام وأداء مالي متوازن.

جدول رقم 04-22: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة المملكة الاردنية الهاشمية

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
INDEX	1							
VA	0.2023447459817402	1						
PS	0.7553045474074426	0.09475022034828945	1					
GE	0.498688091146799	-0.03500711742583445	0.5963344574451228	1				
RQ	-0.1744240925825184	-0.2538288524888719	0.184121648283937	0.3500392235451344	1			
RL	-0.3304445781620625	0.08422316462713906	-0.5944944649097336	0.01101814754479533	0.12531376866616582	1		
CC	-0.2268292507701841	0.488259479415261	-0.2143907840259283	0.2401632764154072	0.17593775105582829	0.5173334675095343	1	
GDP	-0.0013676262787596 23	0.1823939567227071	0.0556005670051271	0.4647296329376003	0.4891021248303799	0.4281288249256471	0.6518838992816691	1

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

تظهر مصفوفة الارتباط للمتغيرات الاقتصادية والمؤسسية في الأردن أنماطا ارتباطية فريدة تعكس خصوصية النموذج الأردني في بيئة إقليمية مضطربة هي الاخرى كون المنطقة تعيش اثار الاحتلال الصهيوني على الاراضي الفلسطينية و التداعيات السياسية في المنطقة، ومن خلال المصفوفة نجد وجود بان العلاقات الأساسية مع مؤشر السوق المالي كونه المتغير التابع، فالاستقرار السياسي محرك رئيسي الذي تبرز العلاقة

القوية بين مؤشر السوق المالي (INDEX) والاستقرار السياسي (PS) عند 0.7553 كأقوى علاقة في المصفوفة مما يؤكد حساسية السوق المالي للعامل السياسي في السياق الأردني ويعكس بذلك دور الاستقرار النسبي للأردن كملاذ آمن في بيئة إقليمية مضطربة كما سبق ذكر، في حين وجود الكفاءة الحكومية التي تعتبر الداعم الأساسي والتي تسجل بدورها العلاقة بين INDEX والكفاءة الحكومية (GE) معامل ارتباط 0.4987، مما يبرز أهمية تحسين الأداء الحكومي في تعزيز ثقة المستثمرين، كما تشير المصفوفة على مفارقة قانونية تظهر بان العلاقة السلبية بين INDEX وسيادة القانون (RL) عند -0.3304 تناقضا مع النظريات التقليدية، ويمكن تفسيرها بأن الإصلاحات القانونية في الأردن صاحبتها إجراءات بيروقراطية معقدة أوجدت تكاليف إضافية للقطاع المالي في الأجل القصير.

ان التشابك بين مؤشرات الحوكمة والنمو الاقتصادي الذي يعبر عن النمو في الناتج المحلي الاجمالي، والذي نجد بان مكافحة الفساد محدد رئيسي للنمو سجل العلاقة بين مكافحة الفساد (CC) والنمو الاقتصادي (GDP) أقوى ارتباط في المصفوفة (0.6519)، مما يؤكد أن تحسين الشفافية يعد استثماراً في رأس المال الوطني غير الملموس ينعكس إيجاباً على الأداء الاقتصاد، مع وجود تكامل بين الاستقرار والكفاءة التي تظهر العلاقة القوية بين الاستقرار السياسي (PS) والكفاءة الحكومية (GE) عند 0.5963 تكاملا في العوامل المؤسسية الداعمة للنمو، وان وجود المفارقة السياسية-القانونية تبين من خلال العلاقة السلبية بين الاستقرار السياسي (PS) وسيادة القانون (RL) عند -0.5945 إلى وجود توتر في النموذج الأردني حيث أن الاستقرار السياسي قد يعتمد في بعض الأحيان على مرونة في التطبيق القانوني.

ان الدلالات الاقتصادية والاستراتيجية في النموذج الاردني من خلال أولوية الاستقرار السياسي وهو ما تؤكده قوة العلاقة بين PS وINDEX على أن تعزيز الاستقرار السياسي يظل المدخل الأساسي لتحسين أداء السوق المالي في الأردن، وتكاملية سياسات الإصلاح التي تدعم قوة العلاقات بين مؤشرات الحوكمة أهمية النهج المتكامل في الإصلاح، حيث أن تحسين الكفاءة الحكومية ومكافحة الفساد وجودة التنظيم تعزز بعضها البعض، مع مراجعة آفاق الإصلاح القانوني التي يتوجب وتستدعي العلاقة السلبية بين RL وINDEX الى إعادة النظر في منهجية الإصلاح القانوني لتحقيق التوازن بين متطلبات العدالة وكفاءة الأسواق.

من خلال تحليل السابق الخاص بمصفوفة الارتباط تميز النموذج الأردني القائم على الاستقرار السياسي والشفافية المؤسسية كركائز للتنمية، مع وجود تحدي في تحقيق التكامل الأمثل بين المتطلبات السياسية والقانونية، وتشير النتائج إلى أن سياسات تعزيز الاستقرار السياسي وتحسين الشفافية يجب أن تظل في صلب الأولويات الوطنية، مع العمل على تطوير النموذج القانوني لتحقيق التوازن بين متطلبات الاستقرار ومتطلبات كفاءة الأسواق.

جدول رقم 04-23: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة الخاصة بدولة الكويت

	INDEX	VA	PS	GE	RQ	RL	CC	GDP
INDEX	1							
VA	-0.3180012035050043	1						
PS	0.2622169280283041	0.4166141099138828	1					
GE	0.1367876851178209	0.4534471155341992	0.6627626634030564	1				
RQ	0.4749619493097011	0.1545097403265837	0.7872851137805362	0.5386970514094571	1			
RL	-0.0394653180349707	0.6506770816680321	0.8558045797782769	0.7114411281821962	0.6649696594145134	1		
CC	0.141986634	0.474588499	0.900513998	0.807335558	0.770628765	0.855815890	1	

	3683607	2281307	0437868	6985299	1011228	8127574		
GDP	0.095773898 6021071	0.018344887 23491191	0.082647460 27105341	0.038583471 97062953	-0.112095019 7588714	0.078232927 43476156	-0.017319379 59386874	1

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

تظهر مصفوفة الارتباط للمتغيرات الاقتصادية والمؤسسية في الكويت أنماطا ارتباطية فريدة تعكس خصوصية النموذج الكويتي القائم على التكامل بين الاستقرار السياسي والفاعلية المؤسسية، وهو ما تشير اليه تحليل العلاقات بين الحوكمة وأداء السوق المالي الى وجود علاقات ايجابية ترابطية من خلال جودة التنظيم كمحرك رئيسي والتي تظهر النتائج بوجود علاقة ايجابية معتدلة بين مؤشر السوق المالي وجودة التنظيم (RQ) عند 0.4750 أقوى ارتباط مما يؤكد دور البيئة التنظيمية الفعالة في دعم كفاءة الأسواق المالية، في حين نجد العلاقة بين الاستقرار السياسي PS الداعم والتي تشير الى معامل ارتباط موجب قدره 0.2622 مما يعكس أهمية البيئة السياسية المستقرة في تعزيز ثقة المستثمرين، اما العلاقات السلبية غير التقليدية في النموذج فتاتي من خلال مفارقة المشاركة السياسية، تظهر العلاقة السلبية بين INDEX والمشاركة السياسية (VA) عند -0.3180 تناقضا مع النظريات التقليدية، ويمكن تفسيرها بخصوصية النموذج الكويتي الذي يحقق مستويات عالية من الاستقرار والكفاءة في إطار مشاركة سياسية محدودة.

اما التشابك المؤسسي ومؤشر النمو في الناتج المحلي الاجمالي فنجد بان من خلال التكامل المؤسسي المتقدم كون الترابط السياسي-المؤسسي الذي تسجل العلاقة بين مكافحة الفساد (CC) والاستقرار السياسي (PS) أقوى ارتباط في المصفوفة (0.9005) مما يعكس التكاملية في الإصلاحات المؤسسية الكويتية، ومن خلال التكامل القانوني-الإداري الذي يظهر العلاقات القوية بين مكافحة الفساد (CC) وسيادة القانون (RL) عند 0.8558، وبين CC والكفاءة الحكومية (GE) عند 0.8073 على نجاح النموذج الكويتي في تحقيق التكامل بين الإصلاحات المختلفة

ومن خلال محددات النمو الاقتصادي نجد بانه وجود العلاقات الضعيفة والتي تظهر معظم العلاقات بين المتغير (GDP) ومؤشرات الحوكمة قيمااخرى سالبة واخرى ضعيفة تكاد تنعدم مما يعكس هيمنة العامل النفطي على أداء الاقتصاد الكلي في الكويت.

كما تشير الدلالات الاقتصادية الى تعميق سياسات التنويع التي تؤكد ضعف العلاقات بين مؤشرات الحوكمة والنمو الاقتصادي على ضرورة تسريع وتيرة التنويع الاقتصادي، ومراجعة النموذج الحوكمي الذي يستدعي العلاقات غير التقليدية مراجعة مستمرة للنموذج الحوكمي لتحقيق التوازن بين الكفاءة والمشاركة، في حين تشير دلالات لسياسات الحوكمة على أولوية جودة التنظيم التي تؤكد من خلالها قوة العلاقة بين RQ وINDEX على أهمية الاستمرار في تحسين البيئة التنظيمية لدعم الأسواق المالية، مع تعزيز التكامل المؤسسي لدعم قوة العلاقات بين مؤشرات الحوكمة أهمية النهج المتكامل في الإصلاح المؤسسي.

يبرز تحليل مصفوفة الارتباط تميز النموذج الكويتي في تحقيق تكامل مؤسسي متقدم، مع وجود علاقات غير تقليدية تعكس خصوصية المسار التنموي للكويت، وتشير النتائج إلى نجاح النموذج القائم على الأولوية للاستقرار السياسي والكفاءة المؤسسية، مع الحفاظ على توازنات فريدة بين متطلبات الحوكمة المختلفة.

10- دراسة استقرارية متغيرات الدراسة لكل دولة:

تعتبر دراسة استقرارية متغيرات الدراسة ذات اهمية بالغة لكونها قد تؤدي الى استنتاجات مغلوطة او مضللة مما قد ينجم عنها انحرافات في النتائج المتحصل عليها، وفيما يلي سيتم اختبار استقرارية المتغيرات الخاصة بكل دولة على حدى في المستوى و عند اجراء الفرق الاول وعند وجود أي متغير لا يستقر عند I(0) او I(1) فاننا نجري عليه اختبار استقرارية عند I(2) أي الفرق الثاني.

الجدول رقم 04-24: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة المملكة المغربية

المتغيرات	عند المستوى	النتيجة	الفرق الاول	نتيجة نهائية

	None	Intercept	Trend and intercept	النهائية	None	Intercept	Trend and intercept	الخاصة بدولة المغرب
مستقرة	0.0002	0.0016	0.0078	غير مستقرة	0.2123	0.8630	0.1496	VA
مستقرة	0.0004	0.0057	0.0180	غير مستقرة	0.3352	0.1828	0.0229	PS
غير مستقرة	0.2045	0.6338	0.8846	غير مستقرة	0.1197	0.6571	0.8158	GE
مستقرة	0.0003	0.0070	0.0357	غير مستقرة	0.1035	0.0707	0.2230	RQ
مستقرة	0.0002	0.0031	0.0163	غير مستقرة	0.2109	0.1248	0.0879	RL
مستقرة	0.0015	0.0254	0.0627	غير مستقرة	0.6650	0.4291	0.7871	CC
مستقرة	0.0360	0.0001	0.0001	غير مستقرة	0.9228	0.8629	0.2013	INDEX
/	/	/	/	مستقرة	0.2677	0.9706	0.0005	GDP Growth

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

الجدول رقم 04-25: اختبار استقرارية عند الفرق الثاني لدولة المملكة المغربية

الفرق الثاني			المتغير
None	Intercept	Trend and intercept	
0.0001	0.0027	0.0134	GE

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

يمثل نتائج اختبارات جذر الأحادي (Unit Root Tests) لاختبار ADF (Augmented Dickey-Fuller) للتحقق من استقرارية المتغيرات في سلسلة زمنية لدولة المغرب خلال فترة الدراسة، حيث يعرض الجدول نتائج الاختبارات لكل متغير عند المستوى (Level) والفرق الأول (First Difference) والفرق الثاني (Second Difference)، مع تقييم النتائج تحت ثلاث فرضيات (بدون مقطع None، مع مقطع Intercept، مع مقطع واتجاه Trend and Intercept)، الجدول يحتوي على قيم p-values لكل حالة، إذا كانت القيمة أقل من 0.05 نرفض فرضية وجود جذر أحادي (أي المتغير مستقر)، إذا كانت أكبر من 0.05 لا نرفض فرضية الجذر الأحادي (أي المتغير غير مستقر)، فالمتغير VA عند المستوى جميع القيم اكبر من المعنوية 0.05 فهو غير مستقر اما عند الفرق الأول فجميع القيم عند الثلاث فرضيات اصغر من 0.05 فهو مستقر عند I(1) يتطلب الفرق الأول ليصبح مستقرا، اما المتغير PS لنفس الدولة عند المستوى جميع القيم الاحتمالية اكبر من المعنوية فهو غير مستقر، اما عند الفرق الاول I(1) فجميع القيم اصغر من المعنوية فهو مستقر بذلك، أما المتغير GE فتشير القيم الاحتمالية عند المستوى و الفرق الاول انها اكبر من المعنوية 0.05 كلها، فالسلسلة الزمنية لدولة المغرب فيما يخص هذا المتغير تشير من خلال الجدول الموالي أنه يتطلب الفرق الثاني ليستقر I(2)، وهذا قد يحدث بسبب تغيرات كبيرة في السياسات الحكومية أو صدمات سياسية، ومن المتغيرات الخاصة بالحوكمة المستخدمة في هذه الدراسة RQ و RL و CC فهي جميعا غير مستقرة عند

المستوى وهو يتطلب الفرق الاول ليستقر، أما مؤشر بورصة الدار البيضاء الذي يرمز اليه في الجدول السابق INDEX فهو لا يستقر عند I(0) المستوى و يتطلب الفرق الاول ليستقر عند ذلك، وفي ما يخص المتغير الضابط الخاص بنمو الناتج المحلي الاجمالي فقد أظهرت النتائج أن السلسلة ليست مستقرة عند استخدام نموذج بدون مقطع أو مع مقطع فقط ($p > 0.05$)، لكنها تصبح مستقرة عند إدخال الاتجاه الزمني ($p = 0.0005$) ونرفض الفرضية الصفرية بان السلسلة تحتوي على جذر أحادي والتي تشير بانها غير مستقرة ترفض هذه الفرضية، وبالتالي يعتبر المتغير مستقرا حول اتجاه (Trend-Stationary) أي أنه يتبع ترتيب التكامل I(0) ولا حاجة إلى تفاضله.

الجدول رقم 04-26: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الجزائر

المتغيرات الخاصة بدولة الجزائر	عند المستوى			النتيجة النهائية	الفرق الاول			نتيجة نهائية
	Trend and intercept	Intercept	None		Trend and intercept	Intercept	None	
VA	0.8410	0.5938	0.6320	غير مستقرة	0.7246	0.4577	0.0871	غير مستقرة
PS	0.4209	0.8936	0.2514	غير مستقرة	0.0007	0.0009	0.0001	مستقرة
GE	0.4330	0.3367	0.6708	غير مستقرة	0.0007	0.0003	0.0000	مستقرة
RQ	0.8748	0.0614	0.7472	غير مستقرة	0.0129	0.1359	0.0133	مستقرة
RL	0.6070	0.2162	0.4888	غير مستقرة	0.0474	0.0169	0.0009	مستقرة
CC	0.4776	0.2706	0.6102	غير مستقرة	0.0275	0.0054	0.0002	مستقرة
INDEX	0.5892	0.7178	0.9952	غير مستقرة	0.0898	0.0203	0.0074	مستقرة
GDP Growth	0.1053	0.0290	0.0554	غير مستقرة	0.0021	0.0003	0.0000	مستقرة

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

الجدول رقم 04-27 : اختبار استقرارية عند الفرق الثاني لدولة الجزائر

المتغير الخاص بدولة الجزائر	الفرق الثاني		
	Trend and intercept	Intercept	None
VA	0.0008	0.0001	0.0000

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

تظهر نتائج اختبارات الاستقرارية لجميع المتغيرات لدولة الجزائر حيث نستخدم p-value القيمة الاحتمالية لتحديد الاستقرارية كل متغير على حدى، حيث اظهر متغير VA بأنه لا يستقر عند المستوى ولا عند اختبار الفرق الاول لكون جميع القيم أكبر من القيمة 0.05 القيمة المعنوية، وبانه يستقر حتى عند اجراء الفرق الثاني لكون القيم الاحتمالية لهذا المتغير في هذه الحالة اصغر من القيمة المعنوية (0.0008، 0.0001،

0.0000) وبالتالي فهو يستقر عند I(2) ويتم استبعاده عند اجراء وتقدير نموذج ARDL الذي يشترط أن يكون المتغير يستقر I(0) أو I(1) ، في حين باقي المتغيرات الخاصة بالحوكمة المعبر عنها بـ PS GE RQ RL CC هي غير مستقرة عند المستوى و جميع القيم الاحتمالية الظاهرة في الجدول تشير الى انها غير معنوية لكن عند اجراء الاختبارات الاستقرارية عند الفرق الاول نجدها تستقر، في حين مؤشر بورصة الجزائر نجد بانه يستقر حتى عند الفرق الاول، اما المتغير الضابط الخاص بهذه الدراسة بالرغم من انه يستقر عند المستوى الى انه يجب المفاضلة لمعرفة استقرارية عند الفرق الاول من اجل التأكد وهو ما يؤكد اختبار الاستقرارية لنفس المتغير عند I(1).

الجدول رقم 04-28: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة تونس

المتغير الخاصة بدولة تونس	عند المستوى			النتيجة النهائية	الفرق الاول			النتيجة نهائية
	Trend and intercept	Intercept	None		Trend and intercept	Intercept	None	
VA	0.9531	0.3772	0.0367	غير مستقرة	0.0382	0.0399	0.0039	مستقرة
PS	0.7614	0.3520	0.4150	غير مستقرة	0.0065	0.0024	0.0001	مستقرة
GE	0.3947	0.2328	0.0522	غير مستقرة	0.0339	0.0077	0.0014	مستقرة
RQ	0.5552	0.6776	0.8856	غير مستقرة	0.0227	0.0056	0.0026	مستقرة
RL	0.8044	0.5003	0.0265	غير مستقرة	0.1968	0.0593	0.0051	مستقرة
CC	0.8242	0.9034	0.8351	غير مستقرة	0.0016	0.0044	0.0003	مستقرة
INDEX	0.5058	0.5214	0.6947	غير مستقرة	0.0001	0.0006	0.0000	مستقرة
GDP Growth	0.0134	0.0034	0.0012	مستقرة	/	/	/	/

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

يتبين من خلال الجدول السابق الذي يظهر اختبار الاستقرارية لكل المتغيرات سواءة الخاصة بالحوكمة و مؤشر بورصتها لدولة تونس بان جميع المتغيرات تستقر عند الفرق الاول كون النماذج الثلاثة اصغر من قيمة الاحتمالية المعنوية 0.05 وهي اكبر عند المستوى، باستثناء المتغير RL الذي نجده بانه لا يستقر عند I(0) في حين استقراريته ضمنية عند اجراء الفرق الاول كون النموذج Trend يظهر بانه غير مستقر لان 1968.0 أكبر من القيمة المعنوية، و Intercept تظهر قيمته 0.0593 بانه غير مستقر الا انها قريبة من المعنوية، وبالتالي نقبله كمستقر عند الفرق الاول.

أما متغير نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP Growth فقد ظهر أنه مستقر عند المستوى I(0)، حيث كانت جميع قيم p-value أقل من 0.05 وبالتالي فإن جميع المتغيرات متوافقة مع شروط نموذج ARDL مما يسمح باستخدامها في التقدير الطويل والقصير الأمد.

الجدول رقم 04-29: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة جمهورية مصر العربية

المتغيرات الخاصة بدولة مصر	عند المستوى			النتيجة النهائية	الفرق الاول			النتيجة نهائية
	Trend and intercept	Intercept	None		Trend and intercept	Intercept	None	

VA	0.4369	0.5712	0.7299	غير مستقرة	0.0367	0.0082	0.0004	مستقرة
PS	0.9223	0.4586	0.6503	غير مستقرة	0.0645	0.1600	0.0179	غير مستقرة
GE	0.8644	0.5695	0.4170	غير مستقرة	0.1514	0.0655	0.0050	غير مستقرة
RQ	0.9118	0.7208	0.7543	غير مستقرة	0.2532	0.5190	0.1548	غير مستقرة
RL	0.9218	0.6919	0.4327	غير مستقرة	0.3160	0.3960	0.0691	غير مستقرة
CC	0.2112	0.1119	0.5582	غير مستقرة	0.0091	0.0036	0.0001	مستقرة
INDEX	0.0000	0.0000	0.1539	مستقرة	/	/	/	
GDP Growth	0.2883	0.0917	0.1678	غير مستقرة	0.0061	0.0024	0.0001	مستقرة

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

الجدول رقم 04-30: اختبار استقرارية عند الفرق الثاني لدولة جمهورية مصر العربية

المتغير الخاص بدولة مصر	الفرق الثاني		
	Trend and intercept	Intercept	None
PS	0.0051	0.0008	0.0000
GE	0.0033	0.0008	0.0000
RQ	0.0469	0.0104	0.0004
RL	0.0049	0.0010	0.0000

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

من خلال دراسة استقرارية المتغيرات الخاصة بدولة مصر العربية تبين اننا يجب الاستغناء على كل من المتغيرات التي تستقر عند الفرق الثاني I(2) لاستكمال الاختبارات اللاحقة الخاصة بنموذج المتعلق بالدراسة وعلى سبيل الذكر نجد بان كل من المتغيرات PS و GE و RQ و RL لا تستقر عند I(0) المستوى ولا تستقر عند الفرق الاول I(1) مما توجب دراستها عند الفرق الثاني والذي اظهرت النتائج من خلاله بان هذه المتغيرات السالفة الذكر القيمة الاحتمالية اصغر من القيمة المعنوية 0.05 كما هو موضح اعلاه في الجدول، في حين نجد بان المتغيرات التي يمكن استخدامها في استكما الدراسة هي VA و GDP Growth يستقران الا بعد الفرق الاول كون القيم الاحتمالية للنماذج الثلاثة أقل من القيمة الاحتمالية المعنوية، غير ان مؤشر البورصة المصرية يستقر عند المستوى I(0).

الجدول رقم 04-31: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة قطر

المتغيرات الخاصة بدولة قطر	عند المستوى			النتيجة النهائية	الفرق الاول			النتيجة نهائية
	Trend and intercept	Intercept	None		Trend and intercept	Intercept	None	

VA	0.9466	0.6066	0.5495	غير مستقرة	0.1590	0.0725	0.0058	غير مستقرة
PS	0.8214	0.7020	0.6199	غير مستقرة	0.2000	0.0674	0.0053	غير مستقرة
GE	0.5844	0.2287	0.3189	غير مستقرة	0.8738	0.1469	0.0395	غير مستقرة
RQ	0.2633	0.2301	0.8141	غير مستقرة	0.0107	0.0021	0.0001	مستقرة
RL	0.1822	0.0453	0.7976	مستقرة	/	/	/	/
CC	0.0005	0.5029	0.5192	مستقرة	/	/	/	/
INDEX	0.0000	0.7843	0.7709	مستقرة	/	/	/	/
GDP Growth	0.4350	0.3913	0.0436	غير مستقرة	0.0069	0.0022	0.0002	مستقرة

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

الجدول رقم 04-32: اختبار استقرارية عند الفرق الثاني لدولة قطر

المتغير الخاص بدولة قطر	الفرق الثاني		
	Trend and intercept	Intercept	None
VA	0.0116	0.0025	0.0001
PS	0.0091	0.0024	0.0001
GE	0.0029	0.0007	0.0000

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

أظهرت نتائج اختبار الاستقرارية لدولة قطر أن مؤشر بورصتها يستقر عند المستوى كون القيمة الاحتمالية عند النموذج الاول Trend and Intercept هي 0.0000 اقل من المعنوية بالاضافة الى المتغيرات الحوكمة RL وCC تكون مستقرة عند المستوى I(0) عند كل من النماذج Intercept و Trend على التوالي كون القيم الاحتمالية اظهرت بانها اقل من 0.05، أما متغير RQ وGDP Growth فقد ظهر أنهما غير مستقرين عند المستوى لكنهما يصبحان مستقرين عند الفرق الأول I(1) ، في المقابل أظهرت متغيرات VA وPS وGE أنها غير مستقرة حتى عند الفرق الأول مما تحتاج الى دراستها عند الفرق الثاني وهو ما تم التوصل اليه حيث وجد بانها تستقر عند الفرق الثاني كون القيم الاحتمالية للنماذج الثلاث لهذه المتغيرات اقل من القيمة المعنوية مما يجعل استخدامها في نموذج ARDL غير مناسب وبالتالي سيتم تضمين المتغيرات المستقرة (RL، CC، RQ، INDEX، GDP Growth).

الجدول رقم 04-33: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة المملكة العربية السعودية

المتغيرات الخاصة بدولة السعودية	عند المستوى			النتيجة النهائية	الفرق الاول			النتيجة نهائية
	Trend and intercept	Intercept	None		Trend and intercept	Intercept	None	
VA	0.7825	0.9878	0.2267	غير مستقرة	0.0024	0.0339	0.0045	مستقر

PS	0.5195	0.1933	0.3059	غير مستقرة	0.0008	0.0003	0.0000	مستقر
GE	0.3468	0.9281	0.8114	غير مستقرة	0.0026	0.0010	0.0002	مستقر
RQ	0.9641	0.9205	0.7986	غير مستقرة	0.0578	0.0433	0.0042	مستقر
RL	0.0578	0.4482	0.6654	غير مستقرة	0.0005	0.0001	0.0000	مستقر
CC	0.1974	0.7421	0.5714	غير مستقرة	0.0049	0.0010	0.0001	مستقر
INDEX	0.0000	0.8612	0.7926	مستقرة	/	/	/	/
GDP Growth	0.0453	0.5189	0.4950	مستقرة	/	/	/	/

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

لقد أظهرت نتائج اختبار الاستقرار لدولة المملكة السعودية العربية أن جميع متغيرات الحوكمة (VA، PS، GE، RL، CC) ليست مستقرة عند المستوى I(0) لكنها تصبح مستقرة عند الفرق الأول مما يعني أنها تتبع ترتيب التكامل I(1) كون جميع القيم الاحتمالية لهذه المتغيرات اقل من 0.05 القيمة المعنوية كما هو موضح في الجدول السابق لهذا التحليل، في حين المتغير الخاص بجودة التنظيم المعبر عنه بالاختصار RQ اظهرت النتائج الاستقرارية عدم الاستقرار عند المستوى لكنه عند الفرق الاول نجد بأن نموذج Trend and Intercept= 0.0578 > 0.05 وهو غير معنوي غير أنه قريب منه لكن Intercept و None قيمهما اصغر من المعنوية 0.05 و بالتالي يتم قبوله بتحفظ انه مستقر عند I(1) اي انه على حافة الاستقرار ونقبله للاستخدام في نموذج ARDL لكن مع ملاحظة ان العلاقة قد تكون ضعيفة، أما مؤشر السوق المالي INDEX ونمو الناتج المحلي الإجمالي GDP Growth فقد ظهرا مستقرين عند المستوى I(0)، وبالتالي فإن جميع المتغيرات متوافقة مع الشروط المنهجية لنموذج ARDL مما يسمح باستخدامها في تقدير العلاقة طويلة وقصيرة الأمد بين الحوكمة وكفاءة السوق.

الجدول رقم 04-34: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الامارات العربية المتحدة

المتغيرات الخاصة بدولة الامارات العربية	عند المستوى			النتيجة النهائية	الفرق الاول			النتيجة نهائية
	Trend and intercept	Intercept	None		Trend and intercept	Intercept	None	
VA	0.4889	0.4581	0.7869	غير مستقرة	0.0123	0.0029	0.0001	مستقرة
PS	0.0838	0.0951	0.2792	غير مستقرة	0.0002	0.0000	0.0000	مستقرة
GE	0.6429	0.7266	0.9316	غير مستقرة	0.0550	0.0120	0.0023	مستقرة
RQ	0.2781	0.6702	0.7654	غير مستقرة	0.0245	0.0047	0.0003	مستقرة
RL	0.1295	0.4888	0.9326	غير مستقرة	0.0014	0.0002	0.0001	مستقرة
CC	0.4460	0.1920	0.6607	غير مستقرة	0.0850	0.0209	0.0011	مستقرة
INDEX	0.0001	0.9211	0.8466	مستقرة	/	/	/	

GDP Growth	0.1243	0.0358	0.0212	غير مستقرة	0.0108	0.0019	0.0001	مستقرة

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

تظهر النتائج المتحصل عليها من خلال برنامج Eviews لاختبار الاستقرار الخاصة بدولة الإمارات العربية المتحدة أن جميع متغيرات الحوكمة الستة (VA، PS، GE، RQ، RL، CC) ليست مستقرة عند المستوى لكنها تصبح مستقرة عند الفرق الأول مما يعني أنها تتبع ترتيب التكامل I(1) ، أما مؤشر السوق المالي INDEX فقد ظهر مستقرا عند المستوى I(0)، وبالنسبة لنمو الناتج المحلي الإجمالي فقد كان غير مستقر عند المستوى لكنه أصبح مستقرا عند الفرق الأول I(1)، وهو ما يسمح لنا باستخدام لجميع المتغيرات التي تتوافق مع الشروط المنهجية لنموذج ARDL وتقدير العلاقة على الامد الطويل و القصير بين الحوكمة و كفاءة السوق في دولة الامارات العربة المتحدة.

الجدول رقم 04-35: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة عمان

المتغيرات الخاصة بدولة عمان	عند المستوى			النتيجة النهائية	الفرق الاول			النتيجة نهائية
	Trend and intercept	Intercept	None		Trend and intercept	Intercept	None	
VA	0.5457	0.2488	0.5407	غير مستقرة	0.9666	0.0816	0.0058	غير مستقرة
PS	0.6955	0.2534	0.1925	غير مستقرة	0.3378	0.1619	0.0188	غير مستقرة
GE	0.1135	0.4882	0.2500	غير مستقرة	0.0002	0.0000	0.0000	مستقرة
RQ	0.3679	0.1933	0.3049	غير مستقرة	0.0218	0.0055	0.0003	مستقرة
RL	0.2064	0.0646	0.7163	غير مستقرة	0.0068	0.0015	0.0001	مستقرة
CC	0.1871	0.1248	0.1935	غير مستقرة	0.0081	0.0014	0.0001	مستقرة
INDEX	0.0000	0.7931	0.7858	مستقرة	/	/	/	
GDP Growth	0.1171	0.5392	0.1849	غير مستقرة	0.0353	0.0080	0.0003	مستقرة

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

الجدول رقم 04-36: اختبار استقرارية عند الفرق الثاني لدولة عمان

المتغير الخاص بدولة عمان	الفرق الثاني		
	Trend and intercept	Intercept	None
VA	0.0022	0.8648	0.0209
PS	0.0195	0.0036	0.0001

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

من الخلال الجدول السابق الذي يبين نتائج اختبار الاستقرارية لمتغيرات الحوكمة و مؤشر السوق المالي مع النمو في الناتج المحلي الاجمالي كمتغير ضابط الخاصة بدولة عمان، فقد اظهرت بأن مؤشر السوق المالي يكون مستقرا عند المستوى I(0) كون Trend & Intercept مساوية للصفر اي انها اصغر من 0.05 القيمة الاحتمالية المعنوية التي على اساسها نرفض الفرضية الجذر الاحادي التي تشير بان المتغير مستقر، أما متغيرات الحوكمة GE وRQ وRL وCC بالإضافة إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي فقد ظهر أنها غير مستقرة عند المستوى لان p-value > 0.05 لكنها تصبح مستقرة عند الفرق الأول I(1) ، في المقابل أظهرت متغيرات VA وPS أنها غير مستقرة حتى عند الفرق الأول مما يجعلها تستقر بعد الفرق الثاني اي انها من الدرجة I(2)، مما يجعل استخدامها في نموذج ARDL غير مناسب وسيتم تضمين المتغيرات المستقرة فقط في الفرق الاول والثاني.

الجدول رقم 04-37: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة المملكة الاردنية الهاشمية

المتغيرات الخاصة بدولة الاردن	عند المستوى			النتيجة النهائية	الفرق الاول			النتيجة نهائية
	Trend and intercept	Intercept	None		Trend and intercept	Intercept	None	
VA	0.1779	0.0536	0.7760	غير مستقرة	0.0066	0.0011	0.0000	مستقرة
PS	0.7718	0.7620	0.4633	غير مستقرة	0.0094	0.0073	0.0004	مستقرة
GE	0.9714	0.7809	0.6829	غير مستقرة	0.0121	0.0373	0.0025	مستقرة
RQ	0.7631	0.3051	0.1979	غير مستقرة	0.0032	0.0018	0.0001	مستقرة
RL	0.6352	0.3230	0.3138	غير مستقرة	0.1490	0.0468	0.0035	مستقرة
CC	0.5737	0.2619	0.0874	غير مستقرة	0.0664	0.0260	0.0023	مستقرة
INDEX	0.0003	0.9799	0.6392	مستقرة	/	/	/	/
GDP Growth	0.2229	0.0430	0.0162	غير مستقرة	0.0022	0.0015	0.0001	مستقرة

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

ابرزت نتائج دراسة اختبار الاستقرارية Unit Root Test السلاسل الزمنية الممتدة من 2007 الى سنة 2023 لدولة الأردن بأن جميع متغيرات الخاصة بالحوكمة (VA، PS، GE، RQ، RL، CC) ليست مستقرة عند المستوى لكنها تصبح مستقرة عند الفرق الأول، مما يعني أنها تتبع ترتيب التكامل I(1)، أما مؤشر السوق المالي في نفس الدولة فقد ظهر مستقرا عند المستوى I(0)، اما بالنسبة لـ GDP Growth فقد كان غير مستقر عند المستوى لكنه أصبح مستقرا عند الفرق الأول I(1)، وبالتالي فإن جميع المتغيرات متوافقة مع الشروط المنهجية لنموذج ARDL، مما يسمح باستخدامها في تقدير العلاقة الطويلة والقصيرة الأمد بين الحوكمة وكفاءة السوق.

الجدول رقم 04-38: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الكويت

المتغيرات الخاصة بدولة الكويت	عند المستوى			النتيجة النهائية	الفرق الاول			النتيجة نهائية
	Trend and intercept	Intercept	None		Trend and intercept	Intercept	None	

VA	0.2083	0.2829	0.6419	غير مستقرة	0.0119	0.0022	0.0001	مستقرة
PS	0.9045	0.3084	0.0886	غير مستقرة	0.0054	0.0093	0.0004	مستقرة
GE	0.5188	0.1919	0.0414	غير مستقرة	0.0146	0.0028	0.0001	مستقرة
RQ	0.9187	0.7344	0.3223	غير مستقرة	0.0143	0.0288	0.0018	مستقرة
RL	0.9460	0.5193	0.1633	غير مستقرة	0.0670	0.0379	0.0028	مستقرة
CC	0.9937	0.5930	0.1732	غير مستقرة	0.0324	0.2083	0.0258	مستقرة
INDEX	0.0001	0.0080	0.4284	مستقرة	/	/	/	/
GDP Growth	0.0528	0.0119	0.0008	غير مستقرة	0.0430	0.0078	0.0004	مستقرة

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

تشير نتائج اختبار الاستقرارية لدولة الكويت بان المتغيرات الصوت و المساءلة VA و الاستقرار السياسي PS وفعالية الحكومة المعبر عنه في الجدول السابق GE بانها لا تستقر عند المستوى و نجد بأنها تقبل الاستقرار عند اجراء الفرق الاول وهي من الرتبة التكاملية I(1) لان قيم الاحتمالية لهذه المتغيرات اقل من القيمة المعنوية 0.05 في النماذج الثلاثة على التوالي، اما الاختلاف في متغيرين سيادة القانون و ضوابط الفساد المعبر عنهما في الجدول بـ RL و CC على الترتيب حيث نجدها من خلال جدول السابق للاستقرارية بانها غير مستقرة عند المستوى لكن عند الفرق الاول Trend & Intercept= 0.0670 بالنسبة للمتغير RL اما المتغير الثاني فنجد بانه غير معنوي عند النموذج Intercept حيث قيمته 0.2083 وهي اكبر من المعنوية ولذلك نقبل بهما مستقرين بتحفظ، اما المتغير التابع مؤشر السوق فنجد بانه يستقر عند المستوى كون النموذجين Trend & Intercept و Intercept اقل من القيمة الاحتمالية المعنوية لذلك يعتبر مستقرا حتى و ان كان None يشير الى غير ذلك، في حين الافضل القول بان GDP Growth غير مستقر عند المستوى لانه بدون اتجاه قد يكون مستقرا Trend & Intercept= 0.0528 وهو غير معنوي في الحين النماذج الاخرى تشير الى قيم معنوية وهو ما توجب التحقق منه عند اجراء الفرق الاول و التي اسفرت نتائجه باستقرارية المتغير عند هذا الفرق كون المعطيات و القيم الاحتمالية اصغير من القيمة المعنوية الاحتمالية 0.05 وبالتالي فهو من الترتيب التكاملي I(1)، ان جميع متغيرات هذه الدولة تستقر عند المستوى و الفرق الاول وبالتالي فهي تتوافق مع الشروط المنهجية لاستكمال الدراسة باجراء نموذج ARDL.

الجدول رقم 04-39: نتئج اختبار استقرارية متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لكل الدول

	المغرب	الجزائر	تونس	مصر	قطر	السعودية العربية	الامارات العربية	عمان	الاردن	الكويت
المتغيرات التي تستقر عند المستوى I(0)	GDP GROWTH	/	GDP GROWTH	INDEX	RL,CC, INDEX	INDEX, GDP GROWTH	INDEX	INDEX	INDEX	INDEX

المتغيرات التي تستقر عند الفرق الاول I(1)	VA,PS,RQ, RL,CC, INDEX	PS , GE, RQ, RL, CC,INDEX, GDP GROWTH	VA,CC, GDP GROWTH	RQ , GDP GROWTH	VA,PS ,GE, RQ,RL,CC	VA,PS ,GE, RQ,RL,CC, GDP GROWTH	GE, RQ,RL,CC, GDP GROWTH	VA,PS ,GE, RQ,RL,CC, GDP GROWTH	VA,PS ,GE, RQ,RL,CC, GDP GROWTH	VA,PS ,GE, RQ,RL,CC, GDP GROWTH
المتغيرات التي تستقر عند الفرق الثاني I(2)	GE	VA	/	PS, GE, RQ, RL	VA, PS, GE	/	VA, PS	/	/	/

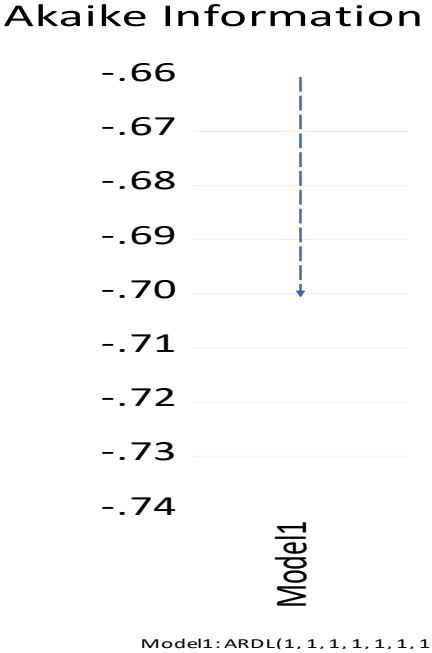
المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

في الجدول السابق هو اختصار لاستقرارية السلاسل الزمنية السنوية لجميع المتغيرات الحوكمة و مؤشر السوق المالي بالاضافة الى نمو الناتج المحلي لكل دولة خلال الفترة الزمنية الممتدة ما بين 2007 الى غاية 2023، حيث اسفرت هذه النتائج على عدة اختلافات فمنها ما يستقر عند المستوى ومنها ما يحتاج الى تفاضله بالفرق الاول وهما ما يتم استخدامهما عند اجراء اختبار نموذج ARDL ونستغني عن المتغيرات التي تستقر عند اجراء الفرق الثاني.

11- فترة الابطاء المثلى للنموذج:

فترة التأخير (Lag Length) في نموذج ARDL تشير إلى عدد الفترات الزمنية السابقة التي يتم تضمينها في النموذج لتمثيل التأثيرات المتأخرة للمتغيرات على بعضها البعض، بمعنى آخر هي عدد الملاحظات التاريخية (الماضية) التي تؤثر على القيمة الحالية للمتغير، حيث يمثل فترة التأخير المناسبة حجر الزاوية لنجاح تطبيق نموذج الموالي المستخدم في الدراسة.

الشكل رقم 04-01: فترة الابطاء المثلى لنموذج ARDL



المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

فترة الابطاء المثلى هي 1 لكل متغير في هذه الدراسة لكون متغيرات الدراسة محدودة بفترة زمنية من 2007 الى غاية 2023 لكون العينة صغيرة.

12- نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL بالنسبة لكل دولة على حدى:

1-12 تقدير نموذج ARDL:

نموذج ARDL (Autoregressive Distributed Lag) يعتبر أحد النماذج الاقتصادية البارزة لتحليل العلاقات طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية، خاصة في السياقات التي تجمع بين المتغيرات المستقرة عند المستوى I(0) وغير المستقرة عندها اي مستقرة عند الفرق الاول I(1) دون الحاجة إلى اختبار التكامل المشترك مسبقا، يعرف هذا النموذج أيضا باسم النماذج ذات التأخير التوزيعي ذات الاعتماد الذاتي وهو نموذج ديناميكي يدمج بين تأخيرات المتغير التابع (الذاتية) والمتغيرات المستقلة.

الجدول رقم 04-40 : نتائج تقدير نموذج ARDL متغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لكل الدول

	المغرب	الجزائر	تونس	مصر	قطر	السعودية العربية	الامارات العربية	عمان	الاردن	الكويت
Index (-1) • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**	0.9176 4.2630 0.0237	0.08324 0.40205 0.7082	0.493434 1.053553 0.3515	-0.210519 -1.422981 0.1825	1.030678 3.279471 0.0095	-0.914063 -0.982608 0.4294	0.345605 1.713550 0.1618	0.245116 1.030735 0.3370	0.297695 0.562452 0.6738	-0.021638 -0.140192 0.8974
VA • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**	0.1875 0.0348 0.9744	/	-0.085253 -0.536041 0.6204	-1.886132 -2.674444 0.0216	/	-14.65540 -1.042272 0.4067	2.428325 1.605860 0.1836	/	-1.159759 -0.580903 0.6650	2.186861 0.860166 0.4529
VA(-1) • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**	7.3365 1.3072 0.2823	/	0.159339 0.735890 0.5026	/	/	16.15120 1.061767 0.3996	/	/	10.69045 3.306092 0.1870	9.812324 1.230711 0.3061
PS • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**	-21.973 3.87523 0.0109	0.09015 3.87753 0.0179	0.050392 0.236199 0.8249	/	/	2.045244 0.587778 0.6162	3.603461 3.643225 0.0219	/	-0.713163 -0.342563 0.7899	4.165800 1.400985 0.2557
PS(-1) • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**	7.2269 1.5666 0.2152	-0.126634 -3.349953 0.0286	/	/	/	-1.503799 -0.647436 0.5837	1.787697 2.324096 0.0808	/	-6.816895 -2.525267 0.2400	2.548256 1.420718 0.2505
GE • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**	/	-0.139436 -3.941896 0.0169	-0.100283 -0.177645 0.8676	/	/	8.456687 1.523120 0.2672	-1.533409 -2.181951 0.0945	-1.657686 -1.067148 0.3213	7.128627 4.205566 0.1486	6.011549 2.859035 0.0646
GE(-1) • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**	/	0.034331 1.249978 0.2794	0.564148 1.681848 0.1679	/	/	/	0.753146 0.749536 0.4952	-3.594856 -3.022413 0.0193	3.939200 2.254063 0.2658	/
RQ • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**	-16.70 -4.353 0.0224	-0.117958 -4.220972 0.0135	0.002078 0.005647 0.9958	/	0.314783 0.136619 0.8943	9.640101 1.424218 0.2904	-0.051706 -0.078675 0.9411	-0.797277 -1.177952 0.2773	-0.397830 -0.245598 0.8467	9.819280 2.204641 0.1147
RQ(-1) • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**	-7.031 -1.575 0.2132	/	-0.453413 -1.124242 0.3238	/	/	-18.82591 -1.247215 0.3386	/	/	-1.777669 -1.113815 0.4658	1.979572 0.931771 0.4202
RL • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**	15.4768 3.6368 0.0358	0.251993 3.319378 0.0294	-0.113350 -0.278261 0.7946	/	-3.425435 -1.042256 0.3245	4.867103 1.003111 0.4215	4.521485 3.864104 0.0181	1.806753 1.201098 0.2688	-1.920353 -1.466114 0.3811	-10.06827 -1.783602 0.1725

-3.738616 -1.214328 0.3115	-2.946972 2.674600 - 0.2278	2.222978 1.284782 0.2397	3.722871 3.366984 0.0281	12.13815 1.502855 0.2717	4.770623 3.332641 0.0088	/	/	0.143348 3.165359 0.0340	7.7503 2.216 0.1134	**RL(-1)** • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**
-5.101634 -2.301145 0.1049	-4.968589 -1.477975 0.3787	-0.334477 -0.274360 0.7917	-2.075784 -1.583943 0.1884	-1.038157 -0.162225 0.8860	4.083620 2.100807 0.0650	-0.526810 -0.338816 0.7411	-0.507633 -0.635690 0.5595	-0.180091 -2.554560 0.0630	6.5075 4.756 0.0196	**CC** • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**
/	-2.781987 -1.614085 0.3531	/	/	3.394127 1.377666 0.3022	/	/	/	-0.180930 -2.056460 0.1089	-8.534 -2.902 0.0624	**CC(-1)** • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**
0.023174 0.702385 0.5330	0.106428 1.043982 0.4863	0.004537 0.147850 0.8866	0.039019 1.927196 0.1262	0.300306 1.174153 0.3612	-0.161807 -3.639286 0.0054	0.162998 1.516353 0.1576	0.011502 0.831651 0.4524	0.007054 3.821332 0.0188	0.0207 0.5445 0.6239	**GDP** • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**
22.16962 2.778907 0.0691	9.520335 2.023072 0.2923	3.999424 2.763118 0.0280	-1.581756 -0.797893 0.4696	12.70123 0.595641 0.6118	-4.340739 -1.034768 0.3278	4.134905 5.227014 0.0003	0.362942 0.673964 0.5373	-0.008402 -0.140165 0.8953	2.647 0.418 0.7036	**C** • Coefficient • **t-Statistic** • **Prob**
0.980872	0.996595	0.900978	0.988113	0.977637	0.901469	0.651860	0.901060	0.989009	0.992204	**R-squared**
0.904358	0.948923	0.787810	0.955425	0.832279	0.835782	0.525263	0.628977	0.958783	0.961018	**Adjusted R-squared**
0.330561	0.122394	0.289630	0.181291	0.669086	0.577654	0.379034	0.071346	0.004248	0.345674	**S.E. of regression**
0.327813	0.014980	0.587200	0.131466	0.895352	3.003155	1.580339	0.020361	7.22E-05	0.358472	**Sum squared resid**
8.400198	33.08582	3.736813	15.70978	0.361998	-9.319615	-4.183420	30.63071	75.76851	7.684934	**Log likelihood**
12.81958	20.90546	7.961429	30.22855	6.725698	13.72367	5.149118	3.311702	32.72049	31.81624	**F-statistic**
0.029301	0.169968	0.006448	0.002437	0.136713	0.000447	0.013836	0.129355	0.002089	0.007888	**Prob(F-statistic)**
12.56250	6.256250	5.875000	2.900000	7.487500	10.55625	6.156250	1.025625	0.147750	13.94375	**Mean dependent var**
1.068878	0.541564	0.628755	0.858681	1.633758	1.425468	0.550114	0.117131	0.020924	1.750797	**S.D. dependent var**
0.574975	-2.260728	0.657898	-0.463722	1.704750	2.039952	1.147927	-2.328839	-7.971064	0.664383	**Akaike info criterion**
1.202704	-1.536426	1.092480	0.115719	2.380765	2.377959	1.389361	-1.749397	-7.391623	1.292112	**Schwarz criterion**
0.607120	-2.223638	0.680152	-0.434050	1.739368	2.057261	1.160291	-2.299167	-7.941392	0.696528	**Hannan-Quinn criter.**
2.184627	2.513105	2.101668	2.601816	1.434809	1.714164	1.581384	2.156697	2.832984	1.972362	**Durbin-Watson stat**

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

- **المملكة المغربية:**

من خلال النموذج ARDL الخاص بدولة المغرب الذي يدرس تأثير مؤشرات الحوكمة (VA, PS, RQ, RL, CC) ونمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP Growth) على مؤشر بورصة الدار البيضاء (INDEX) باستخدام بيانات سنوية من 2008 إلى 2023، حيث تظهر مؤشرات الجودة R-squared=0.9922 فالنموذج يفسر 99.22% من التباين في مؤشر البورصة، كما تشير قيمة Adjusted R-squared=0.9610 والذي يعكس جودة تفسير بعد ضبطه بعدد المتغيرات، في حين Durbin-Watson= 1.9724 وهو قريب من 2 مما يشير الى غياب الاعتماد الذاتي في البواقي، F-statistic: 31.82 (Prob F = 0.0079) فالنموذج ككل معنوي إحصائيا، أما اقتصاديا فتشير التاثيرات القصيرة الاجل بان مؤشر البورصة المتأخر INDEX(-1) لديه تأثير ذاتي ايجابي قوي كون معامل 0.9176 في حين Prob = 0.0237 فزيادة في هذا المؤشر بنسبة 1% في الفترة السابقة تؤدي إلى زيادة 0.92% في الفترة الحالية، يشير متغير الصوت و المساءلة VA بتاثير ايجابي قدره 0.1875 بقيمة احتمالية 0.9744 حيث هذا التاثير طفيف كونه التغير الايجابي بمقدار وحدة واحدة في المتغير المستقل VA يتغير المتغير التابع للدراسة هو مؤشر البورصة بمقدار 0.1875

وحدة، وان الاستقرار السياسي PS يؤدي ارتفاعها بنسبة 1 نقطة يخفض المؤشر بـ 21.97 وحدة مما يعني ان تأثير سلبي معنوي مدهش كون المعامل 21.97- مع قيمة احتمالية Prob = 0.0109، اما جودة التنظيم المرمز لها بالمختصر RQ بمعامل -16.70 مع قيمة احتمالية 0.0224 فهو تاثير سلبي معنوي غير منطقي لان ارتفاع في المتغير بوحدة واحدة ينخفض المؤشر بمقدار نسبة المعامل 16.70 وحدة، اما سيادة القانون RL تاثير ايجابي معنوي كون المعامل 15.48 بقيمة احتمالية 0.0358 مما يؤدي الى ارتفاع سيادة القانون بوحدة واحدة يرفع المؤشر بمقدار 15.48 وحدة، اما المتغير الخاص مكافحة الفساد CC فلديه تاثير ايجابي معنوي لان الارتفاع في مقدار المكافحة الفساد بمقدار وحدة واحدة يرفع من مؤشر بورصة الدار البيضاء المغربية بمقدار 6.51 وحدة بناءا على معامل 6.51 (Prob = 0.0196)، في حين تاثير المتغير الضابط ايجابي لكن بصورة طفيفة تكاد تنعدم كون الزيادة في النمو الناتج المحلي الاجمالي بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى زيادة في مؤشر البورصة بمقدار 0.020718 وحدة، ومن خلال كل ما سبق ذكر فنجد بان سيادة القانون المعبر عنها RL لها تاثير ايجابي كبير سواءا على الاجل القصير و الطويل RL=15.48/(0.9176-1))=177.1، في حين المتغيرين VA و GDP Growth لديهما تاثير ايجابي يكاد يقارب المعدوم سواءا على المدى القصير و الطويل، اما الاستقرار السياسي PS وجودة التنظيم RQ لهما تأثير سلبي على مؤشر بورصة الدار البيضاء المغربية، وبين هذا وذلك نجد بان تاثير CC موجب بين الاجلين قصير و طويل، كما أن مؤشر هذه البورصة محل الدراسة المتأخر (INDEX(-1 يلعب دورا محوريا في تحديد قيمته الحالية، وان من ناحية الاستقرار و الكفاءة فالنموذج يتمتع باستقرار إحصائي من خلال نتيجة الاحصائية لاختبار Durbin-Watson، ويشير إلى أن النموذج يعكس الديناميكيات الأساسية للسوق من خلال R-squared المرتفع 99.22%.

- **الجزائر:**

تشير نتائج تقدير نموج ARDL الخاص بدولة الجزائر لتحليل العلاقات طولة و قصيرة الاجل بين المتغيرات دراسة التي تستقر عند المستوى و الفرق الاول في فترة محل الدراسة التطبيقية، حيث تاكد مؤشرات الجودة بان النموذج يفسر 98.9% من التباين في مؤشر البورصة من خلال R-squared المقدرة ب 0.9890 ، كما يعكس جودة التفسير بعد ضبطه بعدد المتغيرات من خلال نتيجة Adjusted R-squared=0.9588، وتشير القيمة الاحصائية لاختبار Durbin-Watson= 2.832984 وهو ما يشير إلى غياب الاعتماد الذاتي في البواقي، و النموذج ككل معنوي احصائيا كون نتيجة (Prob = 0.002089 F-statistic= 32.72)، أما من نظرة اقتصادية من خلال المعطيات و التأثيرات قصيرة الاجل فمؤشر بورصة الجزائر المتأخر (INDEX(-1 فيشكل تاثير ذاتي غير معنوي ولا يوجد تاثير بل ضئيل جدا كون المعامل 0.0832 (p = 0.7082)، في حين ارتفاع الاستقرار السياسي PS بنسبة 1 نقطة يرفع المؤشر بـ 0.09 نقاط كون نتيجة اختبار النموذج تشير بان التأثير ايجابي معنوي قليل بمعامل +0.0902 (p = 0.0179)، اما فعالية او جودة الحكومة المعبر عنها GE فتاثيرها سلبي معنوي بمعامل -0.1394 مع قيمة احتمالية p = 0.0169 وبالتالي فارتفاع الكفاءة الحكومية بنسبة 1 نقطة يخفض المؤشر بـ 0.14 نقاط، وعلى نفس المنوال فتأثير جودة التنظيم RQ سلبي معنوي كون ارتفاعه بوحدة واحدة يخفض مؤشر بورصة الجزائر بمقدار 0.12 وحدة، كما ان متغير مكافحة الفساد CC الخاص بالحوكمة هو ايضا تاثيره سلبي على المتغير INDEX بمعامل -0.1801 مع قيمة احتمالية مقدرة (p = 0.0630)، واما سيادة القانون RL فلديها تاثير ايجابي معنوي بمعامل +0.2520 مع قيمة احتمالية 0.0294 وارتفاعها بمقدار واحد يادي الى زيادة في المتغير التابع INDEX بمقدار المعامل، وعلى نفس المنوال الذي كان عليه المتغير السابق فنجد بان النمو في الناتج المحلي الاجمالي GDP Growth له ايضا تاثير ايجابي معنوي فزيادته بمقدار نقطة واحدة يزيد في المؤشر بنتيجة قيمة المعامل 0.007054 وحدة مع قيمة احتمالية 0.0188، في حين العلاقات طويلة الاجل للمتغيرات PS و RL و GDP Growth فلديها تاثير ايجابي في حين باقي المتغيرات GE و RQ و CC فهي ذات تاثير سلبي حتى على المدى البعيد.

- **تونس**

تشير مؤشرات جودة نموذج ARDL لدولة تونس من خلال دراسة تاثير مؤشرات الحوكمة (VA, PS, GE, RQ, RL, CC) ونمو الناتج المحلي الاجمالي GDP Growth على مؤشر بورصة تونس INDEX من خلال بيانات سنوية 2007 الى غاية 2023 بان النموذج يفسر 90.11% من التباين في مؤشر البورصة كون قيمة R-squared= 0.9011، وان Adjusted R-squared= 0.6290 مما يعكس جودة التفسير بعد ضبطه بعدد المتغيرات، وفي اشار الى غياب الاعتماد الذاتي في البواقي من خلال نتيجة النموذج عن طريق قيمة Durbin-Watson= 2.1567، والنموذج ككل غير معنوي احصائيا F-statistic= 3.3117 بقيمة احتمالية 0.1294، ومن الجانب الاقتصادي فالتأثير القصير الاجل من خلال مؤشر البورصة المتأخر تاثير ذاتي كون المعامل 0.4934 وغير معنوي كون القيمة الاحتمالية 0.3515 اكبر من القيمة المعنوية 0.05 وبذلك لا يوجد تأثير ذاكري قوي للسوق، في حين جميع المتغيرات الخاصة بالحوكمة في هذه الدولة لم تظهر اي تاثير معنوي كون Prob > 0.05 على مؤشر البورصة بغض النظر الى معملات التأثير ان كان موجبا او سابا من خلال الجدول فكلها تشكل قيم صغيرة جدة، اما المتغير GDP Growth فذا تاثير ايجابي طفيف بمعامل +0.0115 لكن يبقى غير معنوي بقيمة احتمالية p = 0.4524، اما على الامد الطويل فيبقى تاثير ذات المؤشر النمو على الناتج المحلي الاجمالي بصورة ايجابية ضعيفة 0.0228.

- **مصر**

بعد استبعاد كل من المتغيرات التي تبين استقرارها عند اجراء الفرق الثاني التي لا تتوافق مع المنهجية الخاصة باستخدام نموذج ARDL لدولة جمهورية مصر العربية واكتفينا فقط باستخدام كلا من المتغيرات المعبرة عن ضوابط الفساد CC و الصوت والمساءلة VA كمتغيرات التي تنتمي الى الحوكمة ومؤشر بورصتها المعبر عنها باختصار INDEX ونمو الناتج المحلي الاجمالي GDP Growth والتي اسفرت نتائج تقدير النموج من خلال مؤشرات الجودة بانه يفسر 65.19% من التباين في مؤشر البورصة كون قيمة R-squared=0.6519، وقيمة Adjusted R-squared=0.5253 ما يعكس جودة التفسير بعد ضبطه بعدد المتغيرات، كما تشير القيم الاحصائية لاختبار Durbin-Watson=1.5814 والتي تشير الى غياب الاعتماد الذاتي في البواقي، والنموذج ككل معنوي احصائيا لان قيمة (Prob F = 0.0138 F-statistic: 5.15)، في حين اقتصاديا وعلى المدى القصير فنجد بان النموذج يظهر بان مؤشر بورصة المتاخر لا يوجد تاثير ذاكري قوي للسوق المالي لان معامل تاثير سالبة -0.2105 بقيمة احتمالية Prob = 0.1825 غير معنوية، في حين متغيري الحوكمة تشير الى انخفاض و تاثير سلبي على مشر السوق كون زيادة او ارتفاع في المتغير VA و CC يادي الى انخفاض في مؤشر السوق المالي بمقدار 1.8861 و 0.5268 بقيم احصائية p = 0.0216 و p = 0.7411 على الترتيب، كما ان القيمة الاحتمالية للنمو في الناتج الاجمالي الغير المعنوية p = 0.1576 لكن تاثيره ايجابي كون الزيادة او الارتفاع في هذا المتغير بمقدارة وحدة واحدة يتزايد مقدار المؤشر INDEX بقيمة 0.1630، وليمثل الثابت C بدوره المستوى الاساسي للمؤشر، وعلى نفس المنوال فالتاثير الطويل الاجل سلبي بالنسبة للمتغير VA بقيمة –1.557 وبصورة معاكسة فالمتغير GDP Growth لديه تاثير طويل الأجل إيجابي ضعيف بقيمة 0.1346.

- **قطر**

ان نموذج ARDL الخاص بدولة قطر من خلال قيمة R-squared يفسر 90.15% من التباين في مؤشر البورصة، ويعكس جودة التفسير بعد ضبطه بعدد المتغيرات من خلال قيمة Adjusted R-squared=0.8358، كما يشار من خلال القيمة الاحتمالية لاختبار Durbin-Watson= 1.7142 الى غياب الاعتماد الذاتي في البواقي، مع ان النموذج ككل معنوي احصائيا من خلال F-statistic التي قيمتها الاحصائية 13.72367 مع قيمة احتمالية اقل من المعنوية 0.000447، كما نجد بان زيادة في المؤشر المتأخر بمقدار 1 في الفترة السابقة ترفعه بـ 1.03 في الفترة الحالية، وان متغير سيادة القانون المتاخر (RL(-1 بمعامل 4.7706 وهو ما يزيد من مقدار المؤشر بورصة هذه الدولة اذا زاد المتغير السابق الذكر غير ان هذا التاثير ايجابي

بمقدار المعامل لكن بصورة معنوية 0.0088، والنمو في الناتج المحلي الاجمالي، ان مكافحة الفساد CC في قطر لديه تاثير ايجابي بمعامل 4.0836 وهو على حافة المعنوية لكون Prob = 0.0650، كما للتاثير قصير الاجل من خلال GDP Growth و RL(-1) كما سبق ذكره فان التاثير طويل الأجل ايجابي بقيمة 5.25 و سلبي بقيمة -155.39 على الترتيب.

- **السعودية العربية**

ان تاثير مؤشرات الحوكمة الستة ونمو الناتج المحلي الاجمالي على مؤشر السوق السعودي المالي ومن خلال الجدول السابق يتبين ان النموذج يفسر 97.76% من التباين في مؤشر السوق من خلال مؤشرات جودته، مع انه بدوره يعكس جودة التفسير بعد ضبطه بعدد المتغيرات من خلال قيمة Adjusted R-squared= 0.8323، وفي احصائية Durbin-Watson التي بدورها تشير وجود اعتماد ذاتي إيجابي في البواقي، كما ان النموذج ككل من خلال (p = 0.1367 F-statistic: 6.7257) يظهر بانه غير معنوي احصائيا، اما من الناحية التفسيرية خاصة اقتصاديا لتاثير المتغيرات المستقلة للحوكمة او GDP Growth في هذه الدولة لا يوجد أي متغير ذو دلالة احصائية لان جميع القيم الاحتمالية اكبر من المعنوية، والعلاقة الضعيفة بين الحوكمة والسوق المالي السعودي من خلال هيمنة عوامل أخرى على أداء السوق كالاستثمارات الحكومية و السياسات المالية واسعار النفط، وان السوق المالي هو في مرحلة نمو حيث تأثير الحوكمة قد يكون غير مباشر أو متأخر، ومع تأثيرات هيكلية ورؤية 2030 التي تطغى على تأثيرات الحوكمة التقليدية.

ان العلاقة السلبية المحتملة بين متغير الصوت و المساءلة والمؤشر المتأخر كون تاثيرهما سالب وخاصة الاخير الذي يشير الى سلوك مضاد للاتجاه، في حين تأثير الاستقرار السياسي PS و سيادة القانون RL تاثير ايجابي غير معنوي كما سبق ذكره فزياد بمقدار واحد في هذين المؤشرين يزيد من قيمة المؤشر السوقي بمقدار 2.045244 و 4.867103 على الترتيب، وبنفس التاثير السابق اي ايجابي غير معنوي للمتغيرين فعالية الحكومة و جودة التنظيم في الدولة فزيادتهما بمقدار 1 يزيد من مؤشر البورصة بمقدار 8.456687 و 9.640101 على الترتيب، كما ان زيادة في متغير ضوابط الفساد بمقدار 1 ينخفض المؤشر البورصي بمقدار 1.038157 وهو تاثير سالب غير معنوي.

أما التأثيرات على نفس السوق على المدى الطويل فنجد بان هناك تأثير ايجابي بقيمة 4.42= (GE: 0.9141−)−1)/8.4567) لفعالية الحكومة لكن يبقى غير معنوي، في حي التاثير الايجابي الطفيف والغير معنوي في نفس الوقت الذي يخلفه المتغير GDP Growth المعبر عن النمو في الناتج المحلي الاجمالي، ان عدم وجود علاقة إحصائية معنوية بين مؤشرات الحوكمة أو النمو في الناتج المحلي الاجمالي السعودي وكفاءة السوق المالي السعودي المستخدم في هذه الدراسة بمؤشر بورصتها اشارة الى وجود عوامل اخرى مؤثرة على السوق السعودي مختلفة عن النماذج التقليدية، في حين R-squared المرتفع يشير إلى أن النموذج يعكس جزءا كبيرا من التباين، لكنه غير موثوق بسبب Adjusted R-squared المنخفض نسبيا.

- **الامارات العربية المتحدة**

عند تطبيق نموذج ARDL والذي يستخدم لتحليل العلاقات القصيرة و الطويلة الاجل بين المتغيرات المستقرة عند المستوى و الفرق الاول، حيث ابانت النتائج مؤشرات الجودة الى ان R-squared= 0.9881 فالنموذج يفسر 98.81% من التباين في مؤشر السوق وانه يعكس الديناميكيات الأساسية للسوق، كما يعكس ويؤكد ذات النموذج جودة التفسير بعد ضبطه بعدد المتغيرات Adjusted R-squared=0.9554، والقيمة الاحصائية ل Durbin-Watson التي تمثل 2.6018 الى غياب الاعتماد الذاتي في البواقي، وبان النموذج ككل معنوي احصائيا من خلال القيمة الاحتمالية ل Prob(F-statistic) و الاحصائية F-statistic، ومن الجانب الاقتصادي فالتأثير قصير الاجل من خلال النموج حيث يشير مؤشر المتأخر يلعب دورا في تحديد قيمته الحالية فالتأثير ذاتي، اظهر بان هناك تاثير ايجابي معنوي بارتفاع الاستقرار السياسي PS بنسبة 1 نقطة يرفع المؤشر بـ 3.60 نقاط من خلال معامل +3.6035 (p = 0.0219)، وبذات المتغير المتأخر PS(-1) بتاثير معنوي غير

معنوي على حافة المعنوية كون p = 0.0808 قريبة من 0.05 بمعامل تاثير +1.7877 وهو ما يشير إلى أن تأثير الاستقرار السياسي يستمر لفترة محدودة، أما ارتفاع او زيادة في الكفاءة الحكومية GE بمقدار 1 يؤدي الى انخفاض في المؤشر ب1.5334 وهو تاثير سلبي غير معنوي على الحافة ايضا لكون p = 0.0945، اما سيادة القانون المعبر عنها RL فلديها تاثير ايجابي معنوي p = 0.0181 فالزيادة فيها بمقدار 1 يزيد بدوره في المؤشر البورصي بمقدار المعامل 4.5215، وفي ذات النموج ونفس المتغير المتأخر (RL(-1 فنجد انه يشير إلى أن تأثير سيادة القانون يستمر لفترة محدودة كون تاثير ايجابي بمعامل 3.7228 معنوي 0.0281، اما من ناحية التاثير طول الاجل فنجدي بان المتغيرين PS و RL لديهما تاثير طويل ايجابي على مؤشر سوق المالي الاماراتي، كما ان متغير فعالية الحكومة لديها تاثير سلبي على ذات المؤشر في المدى البعيد.

- **عمان**

وفي تطبيق نموذج ARDL في دولة عمان على جميع المتغيرات باستثناء التي اثبت انها تستقر عند اجراء الفرق الثاني وهي VA و PS اظهرت نتائج مؤشرات الجودة بان النموذج يفسر 90.10% من التباين في مؤشر السوق من خلال نتيجة R-squared، ويعكس جودة التفسير بعد ضبطه بعدد المتغيرات من خلال Adjusted R-squared=0.7878، ومن خلال قيمة Durbin-Watson=2.1017 الاحصائية يشير النموذج إلى غياب الاعتماد الذاتي في البواقي، والنموذج ككل معنوي احصائيا من خلال قيمة F-statistic=7.9614 و Prob(F-statistic)=0.006448، ومن خلال القيم الاحتمالية للنموذج فالمتغيرات ككل ليست معنوية Prob > 0.05 باستثناء فعالية الحكومة المتأخر (GE(-1 والذي تاثيره سلبي فارتفاعه ب1 يادي الى خفض المؤشر ب 3.59 في الفترة الحالية على الامد القصير و بتاثير سلبي طويل الاجل بقيمة -4.76، و الثابت C معنوي احصائيا بقيمة Prob = 0.0280 بمعامل تاثير 3.9994+ ليمثل المستوى الاساسي ثابت لمؤشر البورصة.

- **المملكة الهاشمية الاردنية**

تشير مؤشرات جودة نموذج ARDL لمتغيرات الحوكمة ونمو الناتج المحلي الاقتصادي على مؤشر بورصة الى ان النموذج ككل غير معنوي احصائيا (Prob(F-statistic=0.169968 و F-statistic: 20.9055 في حين تشير R-squared الى انه يفسر 99.66% من التباين في مؤشر السوق كما تشير قيمة Adjusted R-squared=0.9489 الى انه يعكس جودة التفسير بعد ضبطه بعدد المتغيرات، وقيمة Durbin-Watson stat التي تشير بدورها الى غياب الاعتماد الذاتي في البواقي، وبنظرة اقتصادية على تاثير المتغيرات المستقلة و الظابط على المتغير التابع الممثل بمؤشر بورصة المملكة الاردنية الهاشمية فلا يوجد اي متغير منها ذو دلالة احصائية لان جميع القيم الاحتمالية اكبر من المعنوية Prob > 0.05، فالعلاقات الغير متوقعة بين الصوت و المساءلة المتأخرة (VA(-1 التي تشير الى تاثير ايجابي قوي بمعامل 10.69 لكن غير معنوي كما سبق ذكره، لتليها ايضا الكفاءة الحكومية بمعامل تاثير هذا المتغير على مؤشر بورصتها بقيمة 7.12، في حين التاثير السلبي المؤثر على المؤشر INDEX في هذا النموذج فياتي عن طريق سيادة القانون المتأخرة (RL(-1 بمعامل 2.94-، ان هذه العلاقة الضعيفة بين الحوكمة و السوق المالي الاردني قد تكون نتيجة لاسباب معينة كهيمنة عوامل اخرى على اداء السوق وما تمر به الاوضاع الجيوسياسية في المنطقة دون نسيان بانه سوق مالي في مرحلة النمو وان تاثير الحوكمة قد يكون غير مباشر او متأخر، ايضا مما يضعف هذا التأثير فالمملكة الاردنية الهاشمية تعتمد كثيرا على التحويلات والمساعدات الخارجية التي قد تطغى على تأثيرات الحوكمة بصورة واضحة وجلية، في حين التاثير الايجابي المحتمل يشير الى ان تحسينات الحوكمة قد تستغرق وقتا لتظهر آثارها على السوق المالي، وعلى نفس المنوال فالتاثير لهذه المتغيرات على الامد الطويل فتأثير ايجابي بالنسبة (VA(-1 و GE بقيمة 15.22 و 10.15 على الترتيب، و تاثير السلبي في الاجل الطويل يظهر من خلال (RL(-1 بقيمة –4.20.

- **الكويت**

في تحليل نموذج ARDL لدولة الكويت لمعرفة تاثير الحوكمة على كفاءة السوق المالي الكويتي فقد اظهر النموذج المستخدم في هذه الدراسة بان النموذج ككل معنوي احصائيا (p = 0.0293) F-statistic= 12.82، في حين يفسر 98.09% من التباين في مؤشر السوق من خلال قيمة R-squared، اما Adjusted R-squared فالقيمة الظاهرة تمثل وتعكس جودة التفسير بعد ضبطه بعدد المتغيرات، وما يشير إلى ان غياب الاعتماد الذاتي في البواقي من خلال قيمة احصائية Durbin-Watson، ومن الناخية الاقتصادية فيظهر من خلال النموذج ضعف الدلالة الاحصائية ولا يوجد اي متغير ذو دلالة احصائية كون Prob اكبر من المعنوية 5% في حين نجد ان GE فعالية الحكومة و الثابت C قريب من المعنوية وهما علا الحافة بتاثير ايجابي على مؤشر البورصة بمعاملين 6.011 و 22.16 وهو ما يشير الى ان الكفاءة الحكومية قد تكون عاملا مهما لتحسين أداء السوق المالي وقد تحتاج اثار تحسين الكفاءة الحكومية الى وقت اطول لتظهر ثمارها على مؤشر بورصة، في حين العلاقة الغير متوقعة من خلال مكافحة الفساد CC التي تبين ان تاثيرها سلبي على ذات المؤشر السوقي وفي نفس الدولة ومن المؤكد انها دولة نفطية وهي تتاثر باسعار هذا الاخير، اما على المدى البعيد فيظهر من خلال تاثير ايجابي من خلال GE و RQ بمقدار 5.884 و 9.612 على الترتيب على ذات المؤشر INDEX وبالعكس فالتاثير السلبي من قبل المتغير CC المعبر عن ضوابط الفساد.

13- اختبار الحدود Long Run From and Bounds Test:

- **المملكة المغربية:**

الجدول رقم 04-41:نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة المغرب

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic: n=1000		
F-statistic	4.555429	10%	2.26	3.35
K	5	5%	2.62	3.79
		2.5%	2.96	4.18
		1%	3.41	4.68
		Finite Sample: n=35		
Actual Sample Size	16			
		10%	2.508	3.763
		5%	3.037	4.443
		1%	4.257	6.04
		Finite Sample: n=30		
		10%	2.578	3.858
		5%	3.125	4.608
		1%	4.537	6.37

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-0.382622	10%	-2.57	-3.86
		5%	-2.86	-4.19
		2.5%	-3.13	-4.46
		1%	-3.43	-4.79

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

أظهرت نتائج اختبار الحدود (F-Bounds Test) لدولة المملكة المغربية وجود علاقة طويلة الأمد بين مؤشرات الحوكمة ومؤشر البورصة، حيث كانت القيمة الإحصائية (4.555) من خلال F-Bounds Test عند مستوى 10% القيمة الإحصائية اكبر من الحد الاعلى 3.858 وبالتالي نرفض فرضية العدم (هناك علاقة طويلة الأمد)، في حين عند مستوى 5% نجد بان القيمة الإحصائية المتحصل عليها اقل من الحد الأعلى (4.608) فلا نرفض فرضية العدم (على حافة الدلالة)، اما عند مستوى 1% فالقيمة الاحصائية اكبر من الحد الادنى 4.537 وبالتالي نرفض فرضية العدم (هناك علاقة طويلة الأمد)، وكنتيجة نهائية هناك علاقة طويلة الامد بين المتغيرات عند مستويات 10% و1% مع وجود تردد عند مستوى 5%، اما نتائج التي تظهر t-Bounds Test من خلال القيمة الاحصائية المتحصل عليها -0.382622 ومن خلال مقارنتها مع القيم الاحصائية لجميع الحدود نجد بانها اكبر واعلى من جميع الحدود وبالتالي لانرفض فرضية العدم عند مستويات الدلالة وهو ما يدل على عدم وجود علاقة طويلة الامد حسب هذا الاختبار، كنتيجة نهائية لاختبار الحدود لدولة ناخذبعين الاعتبار اختبار F-Bounds هو المعيار الرئيسي في تحليل ARDL لفحص التكامل المشترك، ووجود علاقة طويلة الأمد تعني بان اي انحراف عن التوازن طويل الأمد سيصحح تلقائيا مع مرور الوقت، وان متغيرات الدراسة المستقلة و التابعة و الضابطة تتحرك مع على المدى الطويل، وان تغييرات في مؤشرات الحوكمة تاثر على اداء السوق المالي على نفس المدى وان هذه النتائج تدعم بان تحسينات الحوكمة تؤثر على كفاءة السوق المالي وهو ما يتوافق مع النتائج السابقة من خلال نموذج ARDL السابق.

- **الجزائر:**

الجدول رقم 04-42:نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الجزائر

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic: n=1000		
F-statistic	5.258903	10%	2.26	3.35
k	5	5%	2.62	3.79
		2.5%	2.96	4.18
		1%	3.41	4.68
		Finite Sample: n=35		
Actual Sample Size	16			
		10%	2.508	3.763
		5%	3.037	4.443
		1%	4.257	6.04
		Finite Sample: n=30		
		10%	2.578	3.858
		5%	3.125	4.608
		1%	4.537	6.37

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-4.427659	10%	-2.57	-3.86
		5%	-2.86	-4.19
		2.5%	-3.13	-4.46
		1%	-3.43	-4.79

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

من القواعد الاساسية لتحليل اختبار F-Bounds حيث انه اذا كانت القيمة الاحصائية ل F-statistic اكبر من الحد الأعلى (I(1)) نرفض الفرضية الصفرية وبان هناك تكامل مشترك (علاقة طويلة الأمد)، اما إذا كانت F-statistic < الحد الأدنى I(0) نقبل الفرضية الصفرية وبذلك لا يوجد تكامل مشترك، واذا كانت القيمة بين الحدين الادنى و الاعلى فالنتيجة غير محددة، ومن خلال اختبار الحدود لدولة الجزائر نجد بان عند مستوى الدلالة 10% نجد بان القيمة الاحصائية 5.2589 اكبر من الحد الاعلى 3.858 وبالتالي فهناك تكامل مشترك عند هذا المستوى، ومن خلال نفس الاختبار عند مستوى دلالة 5% نجد نفس الشيء اكبر من الحد الاعلى الذي قيمته 4.608 وبالتالي فهناك ايضا تكامل مشترك، اما من خلال مستوى دلالة 1% نجد القيمة الاحصائية محصورة بين الحدين (4.537 < 5.2589 < 6.37) وبالتالي نسبة الى المستويين السابقين نقبل بانه هناك تكامل مشترك عند ذات المستوى، وكنتيجة نهائية توجد علاقة طويلة الأمد اي تكامل مشترك بين المتغيرات عند جميع مستويات الدلالة (10%، 5%، و1%)، ومن خلال تحليل t-Bounds Test نجد بان قيمة -4.4276=-t statistic اصغر من الحد الاعلى ونرفض الفرضية الصفرية فهناك نكامل مشترك عند مستوى الدلالة 10% و 5% المرتبة كما يلي -3.86 و -4.19، في حين عند مستوى دلالة 1% نجد بان قيمة الاختبار محصورة بين الحدين الادنى و الاعلى وبالتالي فهناك تكامل مشترك عند جميع المستويات المذكورة سابقا سواءا من خلال اختبار F-Bounds و t-Bounds، ووجود علاقة طويلة الامد تعني بان أي انحراف عن التوازن طويل الأمد سيصحح تلقائيا مع مرور الوقت، فالمتغيرات تتحرك معا على المدى الطويل وبان التغير في مؤشرات الحوكمة تؤثر على أداء السوق المالي من خلال مؤشره على نفس المدى المدروس في هذا الاختبار والنتائج تؤكد أن العلاقة موجودة بأن تحسينات الحوكمة تؤثر على كفاءة السوق المالي، وان هذا يتوافق مع النتائج المتحصل عليها من خلال نموذج ARDL سابقا الذي يدرس تاثيرات قصيرة الاجل بين متغيرات الحوكمة و مؤشر بورصة الجزائر فالاستقرار السياسي و سيادة القانون اظهرا بان هناك تاثيرا ايجابيا فالعلاقة طولة الامد تعني ان تحسن في هذين المتغيرين سؤدي الى تحسين مستمر لاداء السوق المالي، وان جودة التنظيم التي تشير بان هناك تاثير سلبي سابقا من خلال نموذج ARDL فالعلاقة الامد تساعد في فهم هذا التاثير عبر تحليل سرعة العودة إلى التوازن، وان هذه النتائج تؤكد بان تحسينات الحوكمة تؤدي إلى تحسين مستمر لأداء السوق المالي، والاستمرارية للوصول الى العلاقة طويلة الامد تعني أن الآثار الإيجابية للإصلاحات المؤسسية ستستمر مع مرور الوقت وهي ما تحتاجه دولة الجزائر من خلال صياغة الاستراتيجية التي تساعد في تحديد الأولويات المؤسسية التي سيكون لها تأثير طويل الأمد.

- **تونس:**

الجدول رقم 04-43:نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة التونس

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic: n=1000		
F-statistic	1.322931	10%	2.12	3.23
k	6	5%	2.45	3.61
		2.5%	2.75	3.99
		1%	3.15	4.43
		Finite Sample: n=35		
Actual Sample Size	16			
		10%	2.387	3.671
		5%	2.864	4.324
		1%	4.016	5.797

		Finite Sample: n=30	
		10%	2.457	3.797
		5%	2.97	4.499
		1%	4.27	6.211

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-1.081594	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

من خلال اختبار الحدود Bounds Test لدولة تونس لفهم العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي على الامد الطويل حيث تشيير القيمة الاحصائية 1.322931 لاختبار F-Bounds فالمستويات الثلاثة 10% و 5% و 1% تشير بانه لا يوجد تكامل مشترك لكون الحدود الأدنى I(0) اكبر من القيمة F-statistic وبذلك نقبل الفرضية الصفرية وبذلك لا توجد علاقة طويلة الامد بين متغيرات الدراسة في دولة تونس، وايضا لتدعيم ما سبق ذكر يظهر اختبار t-Bounds قيمة t-statistic=-1.081594 فالقواعد الاساسية لتفسير هذا الاختبار لا بد من معرفة بان هذه القيمة اذاكنت اصغر من الحد الاعلى يجعلنا نرفض الفرضية الصفرية بان هناك تكامل مشترك واذا كانت القيمة اكبر من الحد الادنى نقبل الفرضية الصفرية وبذلك لا يوجد تكامل مشترك على المدى الطويل ، واذا كانت بين I(0) و I(1) فالنتيجة غير محدد، وما يظهر جليا من خلال قيمة الاحصائية بانها اكبر من جميع قيم الحد الادنى وبذلك في جميع المستويات لا يوجد تكامل مشترك على المدى الطويل، وهذا الغياب للعلاقة على الامد الطويل يعني الكثير فاي انحراف عن التوازن لا يصحح تلقائيا مع مرور الوقت، في حين المتغيرات محل الدراسة لا تتحرك معا على نفس المدى والتغيرات في مؤشرات الحوكمة قد لا تؤثر على اداء السوق المالي على الامد البعيد، في السياق التونسي شهدت هذه الدولة تحولات سياسية متكررة ادت الى عدم اتساق في السياسات المؤسسية خاصة بعد ثورة 2011 مما ادى بذلك الى استقرار سياسي غير مكتمل، ومع الازمات الاقليمية كليبيا كونها تحدها غربا بالاضافة الى الجائحة والتي أثرت بشكل كبير على السوق المالي مغطية على تأثيرات الحوكمة، بالاضافة الى الضعف المؤسسي لكونها غير فعالة في ترجمة تحسينات الحوكمة إلى تحسينات في أداء السوق المالي، وبالمقارنة مع النتائج السابقة لنموذج ARDL حيث لم تظهر اي من مؤشرات الحوكمة تأثيرات معنوية على السوق المالي التونسي وهي ما يجعلهما يتوافقان حيث تتاكد غياب العلاقة على المدى الطويل، وبصورة عامة في اشارة الى ان السياق التونسي قد يكون فريدا من نوعه حيث لا تترجم تحسينات الحوكمة إلى تحسينات في كفاءة السوق.

- **مصر**

الجدول رقم 04-44 :نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة جمهورية مصر العربية

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	42.51082	10%	3.17	4.14
k	2	5%	3.79	4.85

		2.5%	4.41	5.52
		1%	5.15	6.36
		Finite Sample: n=35		
Actual Sample Size	16			
		10%	3.393	4.41
		5%	4.183	5.333
		1%	6.14	7.607
		Finite Sample: n=30		
		10%	3.437	4.47
		5%	4.267	5.473
		1%	6.183	7.873

t-Bounds Test Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-8.182388	10%	-2.57	-3.21
		5%	-2.86	-3.53
		2.5%	-3.13	-3.8
		1%	-3.43	-4.1

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

من خلال اجراء اختبار Bounds Test لدولة مصر ومن منطلق F-Bounds Test الذي يدر وجود علاقة طولة الامد ام لا حيث تظهر قيمة F-statistic=42.5108 بانها اكبر من جميع الحدود العليا في المستويات الثلاثة للدلالة 10% و 5% و 1% كون قيمهم الاحصائية عند I(1) هي على الترتيب 4.47 و 5.473 و 7.873 وهو ما يجعلنا نرفض الفرضية الصفرية وهناك تكامل مشترك وعلاقة بين متغيرات الدراسة طويلة الأمد، اما من خلال t-Bounds Test الذي يأكد النتائج المتحصل عليها سابقا - =t-statistic 8.182388 وهي اقل من القيم الحدية العليا لجميع المستويات الثلاثة السابقة الذكر وفي هذه الحالة نرفض الفرضية الصفرية ونقول بان هناك تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، تظهر النتائج تاثيرات سلبية في فترة الدراسة 2007-2023 من خلال الترابط مع فترة عدم الاستقرار السياسي، حيث زادت المشاركة السياسية لكن معها زادت الشائعات والمضاربة في السوق المالي، بصيغة اخرى في فترات التحول الديمقراطي قد تؤدي الزيادة في النقاشات السياسية إلى تقلبات في السوق بسبب عدم اليقين، اما من خلال جهود الرامية الى مكافحة الفساد إلى إعادة هيكلة المؤسسات التي تؤدي إلى انقطاع مؤقت في الأنشطة الاقتصادية، وما يظهر وتم التطرق اليه من خلال وجود علاقة طويلة الامد بين الحوكمة والسوق المالي المصري ليست صدفة بل ثابتة ومستقرة عبر الزمن وان اي انحراف عن التوازن على المدى البعيد سيصحح تلقائيا مع مرور الوقت، وان العلاقة السلبية تشير الى ان تحسينات الحوكمة في سياق هذه الدولة تكون مترابطة مع فترة انتقالية صعبة، ولقد شهدت مصر فترة انتقالية معقدة حيث زادت مؤشرات الحوكمة لكن معها زادت الاضطرابات الاقتصادية ومع استقرار الوضع السياسي ستتحول الى نقطة ايجابية وتكون تلك الاثار السلبية مؤقتة وتاثيراتها مؤقتة وقد لا تترجم تلك التحسينات في الحوكمة الى تحسينات اقتصادية فورية ولكن تحتاج الى وقت وصبر على المدى البعيد من قبل الفاعلين في مصر للنهوض بهذا القطاع الحساس والاستراتيجي في آن واحد.

- **قطر**:

الجدول رقم 04-45:نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة قطر

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic: n=1000		
F-statistic	5.575059	10%	2.72	3.77
K	3	5%	3.23	4.35
		2.5%	3.69	4.89
		1%	4.29	5.61
		Finite Sample: n=35		
Actual Sample Size	16			
		10%	2.958	4.1
		5%	3.615	4.913
		1%	5.198	6.845
		Finite Sample: n=30		
		10%	3.008	4.15
		5%	3.71	5.018
		1%	5.333	7.063

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	0.097612	10%	-2.57	-3.46
		5%	-2.86	-3.78
		2.5%	-3.13	-4.05
		1%	-3.43	-4.37

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

وكما سبق الذكر من خلال تحليلنا لاختبار الحدود للدول السابقة وتبيان القواعد الاساسية لتفسير نتائج اختبار الحدود Bounds Test والذي يشكل جزء اساسي من تحليل نموذج السابق ARDL لفحص وجود علاقة طويلة الأمد، وفي هذه العينة الخاصة بدولة قطر اسفرت نتائج F-Bounds Test اسفرت قيمة F-statistic=5.575059 بحجم عينة فعلية قدرها 16 على وجود تكامل مشترك مما يؤكد الفرضية الصفرية بان القيمة السابقة الذكر لنتيجة الاختبار اكبر من الحد الاعلى عند المستويات الدلالة 10% و 5% التي قيمها 4.15 و 5.018 على الترتيب مما يثبت على تواجد لعلاقة طويلة الأمد بين المتغيرات عند هذه المستويات مع وجود تردد عند 1% كون القيمة الاحصائية للاختبار محصورة بين القيمتين الحديتين الادنى و الاعلى، ومن خلال اختبار t-Bounds Test الذي اصفرت قيمته t-statistic=0.097612 وهي اكبر من الحد الأدنى I(0) ونقبل بذلك الفرضية الصفرية وانه لا يوجد تكامل مشترك ولاتوجد علاقة طويلة الامد بين المتغيرات عند جميع مستويات الدلالة (10%، 5%، و1%)، هذا التناقض يجعلنا نعتمد على F-Bounds Test هو المعيار الرئيسي في تحليل ARDL خاصة عندما النوذج يحتوي على خليط من المتغيرات التي تستقر عند المستوى كالمتغيير INDEX و RL بينما المتغيرين RQ و GDP Growth اللذين يستقران عند اجراء الفرق الاول، فالقيمة الموجبة لـ 0.0976) t-statistic) تشير إلى أن المتغير التابع (INDEX) هو I(0) وليس I(1) مما يتوافق مع تحليل السابق للاستقرارية المتغيرات الخاصة بدولة قطر وبالتالي في هذه الحالة F-Bounds Test هو المعيار الصحيح والذي يؤكد على تواجد علاقة طويلة الأمد بين المتغيرات بينما t-Bounds Test غير مناسب.

يعتبر السياق القطري الفريد الذي يعتمد الاعتماد الشديد على النفط وهو ما قد تؤدي تحسينات الحوكمة إلى إعادة توزيع الموارد بعيدًا عن قطاع النفط المهيمن على السوق المالي، وفي الجانب المؤسسي فان تحسينات الحوكمة إلى زيادة الشفافية التي تكشف عن ممارسات كانت مخفية مما يؤدي إلى تقلبات سلبية مؤقتة، وتحتاج

التحسينات إلى فترة أطول لتظهر آثارها الإيجابية على السوق المالي اي على المدى الطويل بينما قد تكون الاثار السلبية على المدى القصير، ان هذه الدلالة على وجود علاقة طويلة الامد اشارة الى ان أي انحراف عن التوازن طويل الأمد سيصحح تلقائيا مع مرور الوقت والعلاقة بين الحوكمة والسوق المالي القطري ليست صدفة بل ثابتة ومستقرة عبر الزمن، والتأثيرات السلبية ليست مؤقتة بل جزء من التوازن طويل الأمد.

ان العلاقة السلبية تؤدي بصورة ايجابية الى استقرار سياسي مقابل للابتكار مما يجعل من تحسينات في الحوكمة يزيد من الاستقرار السياسي وبذلك تقلل من الاستثمارات المحفوفة بالمخاطر التي تدفع السوق المالي للصعود، وتؤدي بذلك هذه التحسينات الى اضفاء الشفافية وزيادتها إلى كشف مخاطر كانت مخفية والتي تؤدي الى انخفاض في الثقة والموثوقة للمستثمرين في السوق بشكل عام، وان السياق القطري الفريد من نوعه تكون العلاقات الشخصية والشبكات الاجتماعية أكثر أهمية من المؤسسات الرسمية في تحديد أداء السوق المالي.

- **المملكة السعودية العربية:**

الجدول رقم 04-46:نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة السعودية

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic: n=1000		
F-statistic	2.483798	10%	2.12	3.23
k	6	5%	2.45	3.61
		2.5%	2.75	3.99
		1%	3.15	4.43
		Finite Sample: n=35		
Actual Sample Size	16			
		10%	2.387	3.671
		5%	2.864	4.324
		1%	4.016	5.797
		Finite Sample: n=30		
		10%	2.457	3.797
		5%	2.97	4.499
		1%	4.27	6.211

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-2.057597	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

من خلال اجراء الاختبار الحدودي الذي يشكل جزء لا يتجزء من تحليل نموذج ARDL والذي نفحص من خلاله وجود لاقة طويلة الأمد او من عدمها في دولة المملكة العربية السعودية، ومن خلال النتيجة الاحصائية لاختبار F-Bounds Test والتي قيمتها 2.483798 نجد بانها عند مستوى الدلالة 10% هي على حافة الدلالة لانها محصورة بين الحدين الادنى و الاعلى، اما عند مستوى 5% و 1% فنجد القيمة الاحصائية السابقة اقل من القيم الدنيا لهذين المستويين وبالتالي لا يوجد تكامل مشترك لانه إذا كانت F-statistic < الحد الأدنى (I(0))

نقبل الفرضية الصفرية لا يوجد تكامل مشترك، وعند اختبار t-Bounds Test الذي تشير قيمته الى -2.057597 وهي بذلك > الحد الأدنى (I(0)) ونقبل من خلالها للفرضية الصفرية لا يوجد تكامل مشترك عند مستويات الدلالة (10%، 5%، و1%)، ان نتيجة غير محددة عند 10% (2.4838 > 2.457) لكن لا يوجد تكامل مشكور عند 5% و1% من خلال F-Bounds Test فالنموذج يحتوى على خليط من المتغيرات التي تستقر عند المستوى كالمتغير التابع للدراسة و المتغيرات الاخرى التي معضمها تستقر عند الفرق الاول، وبالتالي فالنتيجة الحقيقية التي تظهر بانه لا توجد علاقة طويلة الأمد بين المتغيرات في السياق السعودي لعدم تواجد تكامل مشترك من خلال الاختبارين والنموذج لا يظهر دليلا كافيا على وجود علاقة طويلة الأمد بين مؤشرات الحوكمة وكفاءة السوق المالي السعودي، دون نسيان بان الدولة تعتمد اعتمادا كبيرا على عوائد النفط والتي تطغى التقلبات على تأثيرات الحوكمة على السوقها المالي، ومن خلال الرؤية الاستراتيجية 2030 للملكة الرامية الى القيام بالاصلاحات الجذرية المؤسسية واستمرار الجهود لتحسين الحوكمة وربط السياسات المؤسسية مع الاقتصادية بشكل افضل لتعزيز تاثيرها على السوق، دون نسيان بان السوق المالي في مرحلة نمو وقد تحتاج تحسينات الحوكمة لفترة أطول لتظهر آثارها على السوق المالي هذا التركيز ياتي من خلال سعي الدولة لتطوير السوق والتنويع الاقتصادي وتحسين بيئة الاعمال للنهوض بالنظام المالي.

- **الامارات العربية المتحدة**

الجدول رقم 04-47 :نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الامارات العربية

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic: n=1000		
F-statistic	9.166171	10%	2.12	3.23
k	6	5%	2.45	3.61
		2.5%	2.75	3.99
		1%	3.15	4.43
		Finite Sample: n=35		
Actual Sample Size	16			
		10%	2.387	3.671
		5%	2.864	4.324
		1%	4.016	5.797
		Finite Sample: n=30		
		10%	2.457	3.797
		5%	2.97	4.499
		1%	4.27	6.211

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-3.244568	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

من خلال استكمال الاختبارات المهمة التي تلي نموذج ARDL لدولة الامارات العربية المتحدة، وعند القيام باختبار Bounds Test الاختبار الحدودي الذي يفحص وجود العلاقة طويلة الامد من عدمها حيث

اسفرت نتيجة الاحصائية لاختبار F-Bounds Test قيمة 9.166171 بحجم عينة فعلية 16 وهي اكبر من جميع الحدود العليا لجميع مستويات الدلالة 10% و 5% و 1% وهو ما يجعلنا بذلك نرفض الفرضية الصفرية وان هناك تكامل مشترك وتوجد علاقة طويلة الامد بين متغيرات الدراسة لهذه الدولة، كما تشير نتائج اختبار t-Bounds والذي قيمته الاحصائية -3.244568 محصورة بين الحدين عند مستويات 10% و5% وبذلك النتيجة نهائية غير محددة الى عند 2.5% و 1% لكون القيمة اصغر من الحدين -3.13 و -3.43 على الترتيب وبذلك توجد علاقة تكامل مشترك عند ذلك، وان الاشارة الى وجود علاقة طويلة الامد من خلال الاختبار F-Bounds Test و التناقض في النتائج سببه ان النموذج يحتوي في البداية على متغيرات تستقر عند المستوى كالمتغير التابع واخرى عند اجراء الفرق الاول، ودلالة وجود علاقة طويلة الامد تشير الى ان العلاقة بين الحوكمة والسوق المالي الإماراتي ليست صدفة بل ثابتة ومستقرة عبر الزمن واي انحراف عن التوازن طويل الأمد سيصحح تلقائيا مع مرور الوقت، وتعتبر الإمارات من أكثر الدول استقرارا سياسيا في المنطقة مما يسمح بتأثيرات واضحة للحوكمة على السوق المالي، ومن سعي دولة وراء التنويع هو الجهود الاقتصادية التي تقوم بها الامارات لتجعل السوق المالي اكثر حساسية لتحسينات الحوكمة من خلال ابراز صورة جيدة كون دبي مركز مالي عالمي، وان الاستثمار الكبير الذي تقوم به ايضا من خلال تطوير المؤسسات والبنية التحتية يعزز من تأثيرات الحوكمة على السوق المالي.

- **عمان**

الجدول رقم 04-48:نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة عمان

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic: n=1000		
F-statistic	3.365045	10%	2.45	3.52
k	4	5%	2.86	4.01
		2.5%	3.25	4.49
		1%	3.74	5.06
		Finite Sample: n=35		
Actual Sample Size	16			
		10%	2.696	3.898
		5%	3.276	4.63
		1%	4.59	6.368
		Finite Sample: n=30		
		10%	2.752	3.994
		5%	3.354	4.774
		1%	4.768	6.67

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-3.174349	10%	-2.57	-3.66
		5%	-2.86	-3.99
		2.5%	-3.13	-4.26
		1%	-3.43	-4.6

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

من خلال اختبار الحدود من ظمنها اختبار F-Bounds Test والذي تمثل قيمته الاحصائية 365045.3 فالنتيجة غير محددة عند مستوى 10%، توجد علاقة طويلة الأمد عند مستوى 5%، وليس هناك تكامل مشكور عند مستوى 1%، فيما يظهر قيمة الاحصائية لاختبار t-Bounds Test=-3.174349 النتيجة غير محددة عند مستويات 10% و5%، ولكن توجد علاقة طويلة الأمد عند مستوى 1%و ان السبب الرئيسي لهذا التناقض هو ان النموذج يحتوي على متغيرات تستقر عند المستوى و اخرى تستقر عند الفرق الاول والاستنتاج النهائي توجد علاقة طويلة الأمد بين المتغيرات عند مستوى 5% مع وجود تردد عند مستوى دلالة 1%، ويشير ذلك الى ان العلاقة بين الحوكمة والسوق المالي العماني ليست صدفة بل ثابتة ومستقرة عبر الزمن، وأي انحراف عن التوازن طويل الأمد سيصحح تلقائيا مع مرور الوقت، والتأثيرات السلبية غير المنطقية قد تكون محلية أو مؤقتة بينما التأثيرات الإيجابية (مثل RL) تعكس العلاقة الحقيقية طويلة الأمد اما من خلال السياق العماني فالعلاقة موجودة لكنها ضعيفة لاعتمادها على النفط التي قد تطغى التقلباتها على تأثيرات الحوكمة على السوق المالي وقد تكون الإصلاحات المؤسسية في هذه الدولة في مراحلها المبكرة ولم تظهر آثارها كاملة بعد ومع الازمات الاقليمية مما يقلل من تاثيرات الحوكمة.

- **المملكة الهاشمية الاردنية**:

الجدول رقم 04-49 :نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الاردن

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	5.451223	10%	2.12	3.23
k	6	5%	2.45	3.61
		2.5%	2.75	3.99
		1%	3.15	4.43
			Finite Sample: n=35	
Actual Sample Size	16			
		10%	2.387	3.671
		5%	2.864	4.324
		1%	4.016	5.797
			Finite Sample: n=30	
		10%	2.457	3.797
		5%	2.97	4.499
		1%	4.27	6.211

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-1.326907	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

عند اجراء اختبار الحدود فهم العلاقة طويلة الأمد بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي لدولة الاردن حيث يشكل هذا الاختبار جزء لا يتجزء من تحليل النموذج المستخدم السابق ARDL بين المتغيرات حيث ابانت قيمة F-Bounds Test=5.451223 وللوهلة الاولى يتبين لنا بان هذه القيمة اكبر من قيم الاعلى للحدين 10% و

5% وهو ما يتوافق مع رفض الفرضية الصفرية وان هناك تكامل مشترك، في حين نجد القيمة المتحصل عليها محصورة بين القيمة الدنيا و الاعلى عند مستوى دلالة 1% وبالتالي لايمكن الحكم على انه يوجد تكامل مشترك وهو بذلك قريب من التكامل 4.27 < 5.4512 < 6.211 وبالتالي يوجد تردد في ذلك، اما من خلال اختبار t-Bounds=-1.326907 وهي بذلك اكبر من جميع الحدود الدنيا عند جميع المستويات الدلالة الثلاثة 10% و 5% و 1% وهو ما يجعلنا نقبل الفرضية الصفرية لكونها تتوافق مع ان اذا كانت t-statistic > الحد الأدنى (I(0)) نتيجة ذلك لايوجد تكامل مشترك حسب هذا الاختبار في جميع المستويات، ولفهم التناقض بين النتائج والى اي اختبار نرتكز F-Bounds Test الذي يشير إلى وجود علاقة طويلة الأمد ام t-Bounds Test يشير إلى عدم وجود علاقة طويلة الأمد ويرجع هذا الى اختبار الستقرارية فالنموذج يحتوي على متغيرات تستقر عند المستوى و اخرى تستقر عند الفرق الاول، ولتاكيد ذلك القيمة الموجبة لـ 1.3269-) t-statistic) عند وضع القيمة المطلقة يصبح 1.3269 موجبا وتشير إلى أن المتغير التابع (INDEX) هو I(0) وليس I(1) ويتوافق مع تحليل السابق للاستقرارية الذي اظهرنا فيه بان المتغير INDEX هو مستقر عند المستوى وفي هذه الحالة نتخذ F-Bounds Test هو المعيار الصحيح بينما t-Bounds Test غير مناسب وبذلك توجد علاقة طويلة الأمد بين المتغيرات.

ان وجود علاقة طويلة الامد بين متغيرات الدراسة في هذه الدولة تشيير الى ان أي انحراف عن التوازن طويل الأمد سيصحح تلقائيا مع مرور الوقت وهذه العلاقة بين الحوكمة والسوق المالي الأردني ليست صدفة بل ثابتة ومستقرة عبر الزمن، وكون الاردن تحت العديد من التحديات السياسية التي قد تؤثر الأزمات الإقليمية كالوضع في دول الجوار كسوريا على السوق المالي الأردني مما يخلق تناقضات في العلاقة مع الحوكمة، اما على صعيد التحول المؤسسي والتي قد تكون الإصلاحات المؤسسية في الأردن في مراحلها المبكرة ولم تظهر آثارها كاملة بعد، واعتمادها على المساعدات الخارجية تؤثر بدورها على على الحوكمة في السوق المالي وهو ما يجعلها امام تحديات صعبة للقيام بها على الصعيد الداخلي والخارجي لقيام دولة متوازنة.

- **الكويت**:

الجدول رقم 04-50 :نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023 لدولة الكويت

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic: n=1000		
F-statistic	37.96994	10%	2.12	3.23
k	6	5%	2.45	3.61
		2.5%	2.75	3.99
		1%	3.15	4.43
		Finite Sample: n=35		
Actual Sample Size	16			
		10%	2.387	3.671
		5%	2.864	4.324
		1%	4.016	5.797
		Finite Sample: n=30		
		10%	2.457	3.797
		5%	2.97	4.499
		1%	4.27	6.211

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-6.619162	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

من خلال اختبار Bounds Test الاختبار الحدودي لفحص وجود علاقة طويلة الأمد بين متغيرات الدراسة في الفترة المدروسة بالاعتماد وتكملة للنموذج المستخدم سابقا ARDL، حيث اسفرت النتائج هذا الاختبار من خلال قيمة الاحصائية F-statistic=37.96994 بانها اكبر من القيم العليا لجميع مستويات الدلالة 10% و 5% و 1%، وبالتالي اختبار F-Bounds Test يتلائم مع رفض الفرضية الصفرية وبانه يوجد تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة مما توجد على اثره علاقة طويلة الامد بينها عند جميع مستويات الدلالة (10%، 5%، و1%)، اما من خلال اختبار t-Bounds Test والذي تشير قيمة الاحصائية على القيمة -6.619162 وهي بذلك اقل من قيم الحدود العليا عند جميع مستويات الدلالة (10%، 5%، و1%) مما تحقق نقض الفرضية الصفرية وكنتيجة نهائية لهذا الاختبار تتشكل من خلال وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة في فترة الدراسة، ومن خلال هذين الاختبارين نجد بانه يوجد تكامل مشترك وبالتالي توجد علاقة طويلة الامد بين متغيرات الحوكمة مع مؤشر بورصة الكويت، ودلالة هذه العلاقة اشارة على ان العلاقة بين المتغيرات السابقة الذكر ليست صدفة و انما ثابتة ومستقرة عبر الزمن مع تصحيح تلقائي في حالة وجود لاي انحراف عن التوازن طويل الامد، وان التأثيرات السلبية غير المنطقية (مثل RL وCC) في النموذج السابق قد تكون محلية أو مؤقتة بينما التأثيرات الإيجابية (مثل VA وRQ) هي ما تعكس العلاقة الحقيقية طويلة الأمد، دون نسيان بان هذه الدولة تعتبر من اكثر الدول الاكثر استقرارا سياسيا في المنطقة مما يسمح بتأثيرات واضحة للحوكمة على السوق المالي، فيما يجعلها تركز جهودها على التنويع الاقتصادي في استراتيجياتها على المدى البعيد كرؤية الكويت 2035 من خلال الاستثمارات الكبرى في تطوير المؤسسات والبنية التحتية مما يجعل سوقها المالي اكثر حساسية لتحسينات الحوكمة.

14- اختبارات التشخيص لمعرفة تباين الاخطاء Heteroskedasticity Tests:

اختبارات التشخيص تعتبر حجر الزاوية في تقييم جودة النماذج الاقتصادية، حيث تفحص مدى توافق النموذج مع الافتراضات الكلاسيكية للانحدار، وفي الجدول الموالي الذي سنتناول نتائج اختبارات التشخيص لنموذج ARDL من خلال اختبارات تباين الاخطاء Heteroskedasticity Tests عن طريق اختبارات تشخيصية من اهمها Breusch-Pagan-Godfrey Test و Harvey و ARCH هذه الاختبارات حاسمة لضمان صحة الاستنتاجات الاقتصادية وموثوقية التقديرات خاصة في سياق دراسة تأثير الحوكمة على كفاءة السوق المالي.

الجدول رقم 04-51 :نتائج اختبارات التشخيص لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023

ARCH	Harvey	Breush-Pagan-Godfrey	

			المملكة المغربية
0.017628	1.154542	0.074005	F-statistic
(0.8964)	(0.5147)	(0.9996)	Prob. F
0.020312	13.15210	3.654507	Obs*R-squared
(0.8867)	(0.3581)	(0.9889)	Prob. Chi-Square
	9.887704	0.168346	Scaled explained SS
	(0.6258)	(1.0000)	Prob. Chi-Square
			الجزائر
0.077603	0.774215	0.419892	F-statistic
(0.7850)	(0.6682)	(0.8851)	Prob. F
0.089011	10.88669	8.574386	Obs*R-squared
(0.7654)	(0.4528)	(0.6611)	Prob. Chi-Square
	16.71297	0.305890	Scaled explained SS
	(0.1167)	(1.0000)	Prob. Chi-Square
			تونس
1.124021	0.782872	0.483273	F-statistic
(0.3084)	(0.6634)	(0.8464)	Prob. F
1.193733	10.92530	9.130099	Obs*R-squared
(0.2746)	(0.4495)	(0.6099)	Prob. Chi-Square
	3.918030	0.245488	Scaled explained SS
	(0.9723)	(1.0000)	Prob. Chi-Square
			مصر
0.632263	0.734528	1.715762	F-statistic
(0.4408)	(0.5873)	(0.2163)	Prob. F
0.695699	3.372751	6.147259	Obs*R-squared
(0.4042)	(0.4975)	(0.1884)	Prob. Chi-Square
	4.134665	4.333601	Scaled explained SS
	(0.3881)	(0.3627)	Prob. Chi-Square
			قطر
2.931193	0.210293	0.212549	F-statistic
(0.1106)	(0.9644)	(0.9635)	Prob. F
2.759862	1.967320	1.985801	Obs*R-squared
(0.0967)	(0.9227)	(0.9210)	Prob. Chi-Square
	4.057884	0.489416	Scaled explained SS
	(0.6688)	(0.9980)	Prob. Chi-Square
			السعودية العربية
0.116272	2.544442	12.64004	F-statistic
(0.7386)	(0.3172)	(0.0756)	Prob. F
0.132970	15.08774	15.80760	Obs*R-squared
(0.7154)	(0.3019)	(0.2597)	Prob. Chi-Square
	6.378616	0.133306	Scaled explained SS
	(0.9313)	(1.0000)	Prob. Chi-Square
			الامارات العربية المتحدة
0.458842	1.407777	0.169458	F-statistic
(0.5100)	(0.3983)	(0.9913)	Prob. F
0.511383	12.71552	5.086013	Obs*R-squared
(0.4745)	(0.3123)	(0.9269)	Prob. Chi-Square
	10.04280	0.253514	Scaled explained SS
	(0.5265)	(1.0000)	Prob. Chi-Square
			عمان
1.849460	3.205414	1.273681	F-statistic

(0.1970)	(0.0713)	(0.3813)	Prob. F
1.868210	12.56898	9.484376	Obs*R-squared
(0.1717)	(0.1276)	(0.3031)	Prob. Chi-Square
	5.833052	0.874419	Scaled explained SS
	(0.6659)	(0.9989)	Prob. Chi-Square
			المملكة الهاشمية الاردنية
0.006578	187.0306	1107.908	F-statistic
(0.9366)	(0.0573)	(0.0235)	Prob. F
0.007586	15.99389	15.99897	Obs*R-squared
(0.9306)	(0.3137)	(0.3134)	Prob. Chi-Square
	8.052544	0.061286	Scaled explained SS
	(0.8866)	(1.0000)	Prob. Chi-Square
			الكويت
0.367339	1.826001	6.223247	F-statistic
(0.5549)	(0.3409)	(0.0793)	Prob. F
0.412205	14.07322	15.38207	Obs*R-squared
(0.5209)	(0.2961)	(0.2212)	Prob. Chi-Square
	14.44836	0.391510	Scaled explained SS
	(0.2730)	(1.0000)	Prob. Chi-Square

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

التحليل المنهجي تشكل الفرضية الصفرية Homoskedasticity بن هناك تشتت متجانس للأخطاء في حين الفرضية البديلة Heteroskedasticity بان التباين غير متجانس،

- **المملكة المغربية:**

من خلال نتائج دولة المغرب وهو مايظهر من خلال اختبار Breusch-Pagan-Godfrey القيم الاحتمالية 0.9996 و0.9889 و1.0000 مرتفعة عن القيمة المعنوية 0.05 وهذا يعني باننا لا نستطيع رفض الفرضية الصفرية بأي من المعايير، ولا يوجد دليل على وجود تباين غير متجانس في نموذج المغرب وان الاخطاء تظهر تشتتا متجانسا مما يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار ويعزز موثوقية تقديرات المعلمات وصحة اختبارات الدلالة الإحصائية، اما اقتصاديا فيشير هذا الاستقرار في تباين الأخطاء إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في المغرب كانت متناسقة نسبيا عبر الفترة المدروسة (2007-2023)، على الرغم من أحداث محورية مثل الربيع العربي (2011) وجائحة كورونا (2020) إلا أن السوق المالي المغربي أظهر قدرة على الحفاظ على استقرار نسبي في تقلباته، وهذا قد يعكس فعالية السياسات المؤسسية في المغرب في التعامل مع الصدمات الخارجية مما يعزز مصداقية النتائج طويلة الأمد التي أظهرها اختبار الحدود (Bounds Test)، اما اختبار Harvey للتشخيص الذي اظهر بان القيم الاحتمالية 0.5147 و 0.3581 و 0.6285 اعلى من مستوى الدلالة 0.05 وهو ما يؤكد عدم وجود دليل على تباين غير متجانس ويتوافق بذلك مع الاختبار السابق لنفس الدولة ويعزز استنتاج Homoskedasticity، اما اقتصاديا فيشير إلى أن تأثيرات مؤشرات الحوكمة (مثل سيادة القانون والصوت والمساءلة) كانت متناسقة عبر الزمن وما سمح بتاثيرات اكثر استقرارا للحوكمة على السوق المالي المغربي، اما اختبار الاخير للتشخيص هو ARCH Test الذي تشكل القيمة الاحتمالية 0.8964 و 0.8867 وهي ايضا اكبر من القيمة المعنوية 0.05 وبذلك لايوجد دليل على تاثير تباين ذاتي مشروط ولا يوجد تباين غير متجانس من نوع ARCH في نموذج المغرب وهو ما يشير إلى أن تقلبات السوق المالي المغربي لم تكن تعتمد على تقلباتها السابقة بشكل كبير ويعكس بدور استقرار النظام المالي المغربي.

- **الجزائر:**

تشير اختبارات التشخيص لتحليل تباين الاخطاء فلتسهيل التحليل المنهجي Breusch-Pagan-Godfrey Test كما سبق ذكره بان الفرضية الصفرية تمثل التشتت المتجانس للأخطاء و الفرضية البديلة التي

تبين بان التباين غير متجانس، فالقيم الاحتمالية p-values لهذا الاختبار 0.8851 و0.661 و1.0000 اكبر من القيمة المعنوية 0.05 التي تمثل مستوى الدلالة وهو ما يعني باننا لا نستطيع رفض الفرضية الصفرية وبانه هناك Homoskedasticity التشتت المتجانس للاخطاء مما يتوافق مع افتراضات النموذج السابق ويعزز بذلك موثوقية تقديرات المعلمات وصحة اختبارات الدلالة الإحصائية، يشير هذا الاستقرار إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في الجزائر كانت متناسقة نسبيا عبر الفترة المدروسة (2007-2023) على الرغم من التحديات السياسية والاقتصادية الكبيرة التي واجهتها الجزائر مثل الاحتجاجات الشعبية 2019 وجائحة كورونا 2020، إلا أن السوق المالي الجزائري أظهر قدرة على الحفاظ على استقراره النسبي في تقلباته ويعكس فعالية مفاجئة للسياسات المؤسسية في الجزائر في التعامل مع الصدمات الخارجية، أو قد يشير إلى أن السوق المالي لم يتأثر بشكل كبير بهذه الأحداث، اما اختبار Harvey الذي تشير القيم الاحتمالية المرتفعة 0.6682 و0.4528 و0.1167 بانها اعلى من مستوى الدلالة 0.05 ويؤكد عدم وجود دليل على تباين غير متجانس ويتوافق بذلك مع نتيجة اختبار التشخيص السابق ويعزز من استنتاج Homoskedasticity، ويفسر هذا إلى أن تأثيرات مؤشرات الحوكمة (مثل الاستقرار السياسي وسيادة القانون) كانت متناسقة عبر الزمن، ويبدو أن السياق الجزائري سمح بتأثيرات أكثر استقرارا للحوكمة على السوق المالي رغم الظروف السياسية المعقدة التي مرت بها الدولة، اما اختبار التشخيص الثالث ARCH Test الذي نجد بان القيمة الاحتمالية 0.7850 و0.7654 أعلى بكثير من 0.05 ولا يوجد دليل على وجود تاثير تباين ذاتي مشروط في نموذج الجزائر ويؤكد بذلك استقرار تباين الأخطاء عبر الزمن، ويشير الى ان تقلبات السوق المالي الجزائري لم تكن تعتمد على تقلباتها السابقة بشكل كبير مما يعكس استقرار نظامها المالي رغم اعتمادها على المصدر الواحد النفط.

- **تونس:**

تشير اختبارات التشخيص من خلال اختبارات تباين الاخطاء للسياق التونسي في الفترة محل الدراسة بان اختبار Breusch-Pagan-Godfrey Test والذي يظهر بان القيم الاحتمالية 0.8464 و0.6099و 1.0000 اكبر من القيمة المعنوية مما يجعلنا لا نرفض الفرضية الصفرية ولا يوجد دليل على وجود تباين غير متجانس والاخطاء تظهر تشتتا متجانسا مما يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار الكلاسيكي ويعزز موثوقية تقديرات المعلمات وصحة اختبارات الدلالة الإحصائية، كما يشير هذا الاستقرار في تباين الأخطاء إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في تونس كانت متناسقة نسبيًا عبر الفترة المدروسة على الرغم من التحولات السياسية الكبيرة التي شهدتها إلا أن السوق المالي التونسي أظهر قدرة على الحفاظ على استقرار نسبي في تقلباته، وهذا اما قد يعكس مرونة النظام المالي التونسي في مواجهة الصدمات السياسية أو قد يشير إلى أن السوق المالي لم يتأثر بشكل كبير بهذه الأحداث، اما من خلال اختبار Harvey Test فتظهر بان القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار 0.6634 و0.4495 و0.9723 اكبر من القيمة المعنوية 0.05 مما يؤكد عدم وجود دليل على تباين غير متجانس ويتوافق بذلك مع الاختبار السابق ويعزز الاستنتاج السابق له ايضا، وفي اشارة الى ان تأثيرات مؤشرات الحوكمة (مثل الاستقرار السياسي وسيادة القانون) كانت متناسقة عبر الزمن وهو عكس ما يتوقعه البعض فالسياق التونسي سمح بتأثيرات أكثر استقرارا للحوكمة على السوق المالي رغم الظروف السياسية المعقدة، وفي اختبار ARCH حيث ظهرت القيم الاحتمالية للاختبار 0.3084 و0.2746 كونها هي ايضا اكبر من 0.05 القيمة المعنوية وبذلك لا يوجد دليل على وجود تأثير ARCH فالتباين ذاتي مشروط ولا يوجد تباين غير متجانس من نوع المذكور سابقا في نموذج هذه الدولة ويؤكد استقرار تباين الأخطاء عبر الزمن مما يشير إلى أن تقلبات السوق المالي التونسي لم تكن تعتمد على تقلباتها السابقة بشكل كبير ويعكس بذلك استقرار نظامها المالي.

- **جمهورية مصر العربية:**

من خلال اجراء اختبارات التشخيص لمعرفة تباين الاخطاء بناءا على نموذج ARDL الخاص بدراسة المتغيرات لدولة مصر اظهرت نتائج اختبار Breusch-Pagan-Godfrey ان القيمة الاحتمالية p-values=0.2163 و القيم الاخرى 0.1884 و 0.3627 هي اكبر من مستوى الدلالة 0.05 وهذا يعني أننا لا نستطيع رفض الفرضية الصفرية بأي من المعايير بان التشتت المتجانس للاخطاء ودحض الفرضية البديلة بان هناك تباين غير متجانس ولا يوجد دليل على وجود هذا التباين في نموذج مصر، فالاخطاء تظهر تشتتا متجانسا مما يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار الكلاسيكي ويعزز بذلك موثوقية تقديرات المعلمات وصحة اختبارات الدلالة الإحصائية، يشير هذا الاستقرار في تباين الأخطاء إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي كانت متناسقة نسبيا عبر الفترة المدروسة على الرغم من التحديات السياسية الكبيرة التي واجهتها والتغييرات الدستورية والازمات القتصادية إلا أن السوق المالي المصري أظهر قدرة على الحفاظ على استقرار نسبي في تقلباته وهو ما يعكس مرونة النظامها المالي في مواجهة الصدمات السياسية وبأن السوق المالي لم يتأثر بشكل كبير بهذه الأحداث، وعند اجراء اختبار التشخيص الثاني Harvey Test حيث ابانت بان القيمة الاحتمالية اكبر من القيمة المعنوية 0.05 الممثلة بقيمة 0.5873 و 0.4975 و0.3881 وهذا يؤكد عدم وجود دليل على تباين غير متجانس ويتوافق مع الاختبار السابق مما يعزز الاستنتاج السابق ايضا، وبدوره يشير إلى أن تأثيرات مؤشرات الحوكمة (مثل الصوت والمساءلة ومكافحة الفساد) كانت متناسقة عبر الزمن، وعلى عكس ما قد يتوقعه البعض يبدو أن السياق المصري سمح بتأثيرات أكثر استقرارا للحوكمة على السوق المالي بالرغم من الظروف السياسية المعقدة التي مرت بها البلاد، وفي اشارة الى اختبار ARCH Test الذي اظهر بانه لا يوجد دليل على وجود تأثير تباين ذاتي مشروط كون القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار 0.4408 و 0.4042 اعلى واكبر من القيمة المعنوية 0.05 ولا يوجد تباين غير متجانس من نوع ARCH في هذا النموذج ويؤكد استقرار تباين الأخطاء عبر الزمن، كما يشير الاختبار إلى أن تقلبات السوق المالي المصري لم تكن تعتمد على تقلباتها السابقة بشكل كبير مما قد يعكس استقرار النظام المالي المصري وانعزاله عن التغيرات الخارجية.

- **قطر**:

من خلال اختبار تباين الاخطاء وبالضبط عند اجراء اختبار Breusch-Pagan-Godfrey Test على دولة قطر حيث اسفرت نتائج الاختبار على ان القيمة الاحتمالية 0.9635 و 0.9210 و0.9980 اكبر من القيمة المعنوية مما يجعلنا نقبل بالفرضية الصفرية وانه يوجد تشتت متجانس للاخطاء ولا يوجد دليل على وجود تباين غير متجانس في نموذج قطر كما ان الأخطاء تظهر تشتتا متجانسا Homoskedasticity مما يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار الكلاسيكي ويعزز موثوقية تقديرات المعلمات وصحة اختبارات الدلالة الإحصائية، ويشير هذا الاستقرار في تباين الأخطاء إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في قطر كانت متناسقة نسبيًا عبر الفترة المدروسة على الرغم من التحديات الاقتصادية الكبيرة التي واجهتها قطر كانخفاض اسعار النفط 2014-2016 وازمة الحصار 2017 التي تتخلل فترت اجراء الدراسة الا ان السوق المالي القطري أظهر قدرة على الحفاظ على استقرار نسبي في تقلباته ويعكس بذلك مرونة النظامها المالي في مواجهة الصدمات الاقتصادية وأن السوق المالي لم يتأثر بشكل كبير بهذه الأحداث، وعند اجراء اختبار Harvey Test اظهرت القيمة الاحتمالية 0.9644 و0.9227 و0.6688 بانها اعلى من مستوى الدلالة ويؤكد عدم وجود دليل على تباين غير متجانس، ويشير إلى أن تأثيرات مؤشرات الحوكمة مثل سيادة القانون وجودة التنظيم كانت متناسقة عبر الزمن، وهو ما سمح بتأثيرات أكثر استقرارا للحوكمة على السوق المالي رغم الظروف الاقتصادية المعقدة، اما من خلال اختبار ARCH Test فقد ابانت القيمة الاحتمالية 0.1106 و 0.0967 بانه لا يوجد دليل على وجود تأثير ARCH تباين ذاتي مشروط ويؤكد على استقرار تباين الاخطاء على مرور الزمن، ويشير إلى أن تقلبات

السوق المالي القطري لم تكن تعتمد على تقلباتها السابقة بشكل كبير مما قد يعكس استقرار النظام المالي القطري مقارنة بأسواق أخرى في المنطقة التي تظهر تقلبات متتالية.

- **المملكة السعودية العربية:**

عند اجراء اختبارات التشخيص لاختبار تباين الاخطاء على نموذج ARDL الخاص بدولة السعودية وتعتبر هذه الاختبارات حاسمة لضمان صحة الاستنتاجات الاقتصادية وموثوقية التقديرات خاصة في سياق دراسة تأثير الحوكمة على كفاءة السوق المالي في المملكة العربية السعودية، وهو نجد من خلال قيمة الاحتمالية 0.0756 و 0.2597 و1.0000 لاختبار Breusch-Pagan-Godfrey Test والتي نجد بانها اكبر من 0.05 القيمة المعنوية ولا يوجد تباين غير متجانس في نموذج هذه الدولة وان الأخطاء تظهر تشتتا متجانسا مما يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار الكلاسيكي ويعزز موثوقية تقديرات المعلمات وصحة اختبارات الدلالة الإحصائية، ويشير هذا التباين إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في السعودية كانت متناسقة نسبيًا عبر الفترة المدروسة على الرغم من التحولات الاقتصادية الكبيرة التي شهدتها كانخفاض اسعار النفط 2014-2016 وجائحة كورونا الا ان السوق المالي السعودي أظهر قدرة على الحفاظ على استقرار نسبي في تقلباته ولم يتأثر بشكل كبير بهذه الأحداث ويعكس بذلك مرونة النظام المالي في مواجهة الصدمات الاقتصادية، اما اختبار Harvey Test والذي تؤكد القيمة الاحتمالية 0.3172 و0.3019 و0.9313 المرتفعة على انه لا يوجد دليل على تباين غير متجانس مما يتوافق مع الاختبار السابق من حيث النتائج ويعزز استنتاجاته ويشير الى يشير إلى أن تأثيرات مؤشرات الحوكمة الممثلة في الكفاءة الحكومية وسيادة القانون كانت متناسقة عبر الزمن، ومن خلال اختبار ARCH Test تبين بانه لا يوجد يوجد تباين غير متجانس من نوع ARCH في نموذج السعودية مما يؤكد استقرار تباين الأخطاء عبر الزمن كون القيم الاحتمالية 0.7386 و0.7154 اكبر من القيمة المعنوية 0.05، ويشير هذا الاختبار الى ان تقلبات السوق المالي السعودي لم تكن تعتمد على تقلباتها السابقة بشكل كبير مما قد يعكس استقرار النظام المالي السعودي مقارنة بأسواق أخرى في المنطقة التي تظهر تقلبات متتالية في ظل التقلبات الاقتصادية و السياسية.

- **الامارات العربية المتحدة:**

من خلال نتائجاختبار التشخيص لدولة الامارات العربية المتحدة وهو مايظهر من خلال اختبار Breusch-Pagan-Godfrey قيمة الاحتمالية 0.9913 و 0.9269 و1.0000 المرتفعة عن القيمة المعنوية 0.05 وهذا يعني باننا لا نستطيع رفض الفرضية الصفرية بأي من المعايير، ولا يوجد دليل على وجود تباين غير متجانس في النموذج وان الاخطاء تظهر تشتتا متجانسا مما يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار الكلاسيكي ويعزز موثوقية تقديرات المعلمات وصحة اختبارات الدلالة الإحصائية، ويشير هذا الاستقرار في تباين الأخطاء إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في الإمارات كانت متناسقة نسبيا عبر الفترة المدروسة على الرغم من التحديات الاقتصادية الكبيرة التي واجهتها الإمارات مثل الأزمة المالية العالمية 2008-2009 وجائحة كورونا 2020 إلا أنه أظهر قدرة على الحفاظ على استقراره النسبي في تقلباته، ويعكس بذلك مرونة النظام المالي الإماراتي في مواجهة الصدمات الاقتصادية سوقها المالي لم يتأثر بشكل كبير بهذه الأحداث، ومن خلال نتائج اختبار Harvey Test الذي تظهر القيم الاحتمالية بانها اكبر من القيمة المعنوية 0.05 والذي يؤكد على عدم وجود دليل على تباين غير متجانس ويتوافق بذلك مع اختبار التشخيص السابق من حيث النتائج و الاستنتاجات، وللاشارة الى ان أثيرات مؤشرات الحوكمة (مثل الاستقرار السياسي وسيادة القانون) كانت متناسقة عبر الزمن واكثر استقرارا للحوكمة على السوق المالي رغم الظروف الاقتصادية المعقد التي مرت بها، ومن خلال اختبار ARCH الذي ابان على ان القيمة الاحتمالية له 0.5100 و0.4745 أعلى من 0.05 وبذلك لا يوجد دليل على وجود تأثير ARCH (تباين ذاتي مشروط) في النموذج ويؤكد استقرار تباين الأخطاء عبر الزمن، ومن الناحية الاقتصادية يشير الاختبار الى ان تقلبات السوق المالي الإماراتي لم تكن تعتمد على تقلباتها السابقة بشكل كبير مما يعكس استقرار نظامها المالي في ظل التحديات والتقلبات الخارجية.

- **عمان**:

تشير اختبارات التشخيص لكل من Breusch-Pagan-Godfrey Test الذي يبرز من بان قيمة الاحتمالية لهذا الاختبار 0.3813 و 0.3031 و0.9989 اكبر من مستوى الدلالة 0.05 وبالتالي لا يوجد دليل على وجود تباين غير متجانس في نموذج عمان وان الاخطاء تظهر تشتتا متجانسا ويعزز من موثوقية تقديرات المعلمات وصحة اختبارات الدلالة الإحصائية ويشير هذا الاستقرار في تباين الأخطاء إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في عمان كانت متناسقة نسبيا عبر الفترة المدروسة على الرغم من التحديات الاقتصادية الكبيرة التي واجهتها عمان انخفاض اسعار النفط وجائحة كورونا إلا أن السوق المالي العماني أظهر قدرة على الحفاظ على استقرار نسبي في تقلباته، ويعكس مرونة النظام المالي في مواجهة الصدمات الاقتصادية وفي اشارة إلى أن السوق المالي لم يتأثر بشكل كبير بهذه الأحداث، اما من خلال Harvey Test الذي تظهر قيمته 0.0713 و0.1276 و0.6659 كونها اكبر من المعنوية وتتوافق مع نتائج الاختبار السابقة من حيث النتائج والاستنتاجات، يشير الاختبار إلى أن تأثيرات مؤشرات الحوكمة (مثل الكفاءة الحكومية وسيادة القانون) كانت متناسقة عبر الزمن، ومن خلال القيمة الاحتمالية 0.1970 و0.1717 لاختبار ARCH Test والذي يؤكد استقرار تباين الأخطاء عبر الزمن في اشارة الى أن تقلبات السوق المالي العماني لم تكن تعتمد على تقلباتها السابقة بشكل كبير، ويعكس استقرار النظام المالي العماني مقارنة بأسواق أخرى في المنطقة التي تظهر تقلبات متتالية.

- **المملكة الهاشمية الاردنية**:

من خلال النتائج المتحصل عليها لـ Breusch-Pagan-Godfrey Test لتحليل اختبارات التشخيص نجد بان F-statistic: Prob. = 0.0235 اقل من القيمة المعنوية وبالتالي يوجد تباين غير متجانس، في حين Obs*R-squared: Prob. = 0.3134 و Scaled explained SS: Prob. = 1.0000 اعلى من القيمة الاحتمالية المعنوية 0.05 وبذلك لايوجد تباين غير متجانس، هذا التناقض في النتائج مع اننا نعتمد في هذه الحالة الى Obs*R-squared لانه اكثر قوة لانه لايوجد دليل قاطع على وجود تباين غير متجانس واعتمد الاختبار لان العينة صغيرة، وتشير النتائج الى ان العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في الأردن كانت متناسقة نسبيا عبر الفترة المدروسة (2023-2008)، على الرغم من التحديات السياسية الكبيرة التي واجهتها الأردن كالربيع العربي وجائحة كورون إلا أن السوق المالي الأردني أظهر قدرة على الحفاظ على استقرار نسبي في تقلباته، في حين يظهر اختبار Harvey Test جميع قيم الاحتمال p-values مرتفعة 0.0573، 0.3137، 0.8866 وهي أعلى من مستوى الدلالة 0.05 المعنوية مما تؤكد هذه النتائج على عدم وجود دليل على تباين غير متجانس، ويتوافق بذلك هذا الاختبار مع الاختبار السابق مما يعزز استنتاج Homoskedasticity التشتت المتجانس للأخطاء، وبذلك فان تأثيرات مؤشرات الحوكمة (مثل الصوت والمساءلة والكفاءة الحكومية) كانت متناسقة عبر الزمن، على عكس المتوقع فقد سمح بتأثيرات أكثر استقرارا للحوكمة على السوق المالي رغم الظروف السياسية المعقدة، وعند اجراء الاختبار الثالث للتشخيص ARCH Test وتشير القيم الاحتمالية المرتفعة 0.9366 و 0.9306 الخاصة ب F-statistic و Obs*R-squared على الترتيب بانه لا يوجد دليل على وجود تأثير ARCH وان التباين ذاتي مشروط او بالاحرى لا يوجد تباين غير متجانس في نموذج المملكة الاردنية الهاشمية مما يؤكد استقرار تباين الأخطاء عبر الزمن، ويشير ذلك الى ان تقلبات السوق المالي الأردني لم تكن تعتمد على تقلباتها السابقة بشكل كبير مما يعكس استقرار نظامها المالي مقارنة باسواق اخرى في المنطقة التي تظهر تقلبات متتالية على حسب البيئة المتغيرة في فترة الدراسة.

- **الكويت**:

من خلال اختبار تباين الاخطاء وبالضبط عند اجراء اختبار Breusch-Pagan-Godfrey Test على دولة الكويت حيث اسفرت نتائج الاختبار على ان القيمة الاحتمالية 0.0793 و0.2212 و1.0000 اكبر من

القيمة المعنوية مما يجعلنا نقبل بالفرضية الصفرية وانه يوجد تشتت متجانس للاخطاء ولا يوجد دليل على وجود تباين غير متجانس في نموذج الكويت كما ان الأخطاء تظهر تشتتا متجانسا Homoskedasticity مما يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار الكلاسيكي ويعزز موثوقية تقديرات المعلمات وصحة اختبارات الدلالة الإحصائية، ويشير هذا الاستقرار في تباين الأخطاء إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في الكويت كانت متناسقة نسبيا عبر الفترة المدروسة على الرغم من التحديات الاقتصادية الكبيرة التي واجهتها الكويت كانخفاض في اسعار النفط 2014-2016 كونها دولة تعتمد على النفط بشكل كبير وفي ظل الجائحة كورنا التي عصفت بالعالم الا ان سوقها المالي اظهر قدرة للحفاظ على استقراره النسبي في تقلباته وهو ما يعكس مرونة النظام المالي في مواجهة الصدمات الاقتصادية، في حين تشير نتائج اختبار Harvey Test بان جميع قيم الاحتمال p-values مرتفعة 0.3409، 0.2961، 0.2730 أعلى من مستوى الدلالة 0.05 ويؤكد بذلك عدم وجود دليل على تباين غير متجانس مما يتوافق مع الاختبار السابق من حيث النتائج و الاستنتاجات، كما تشير نتائجه الى ان تاثيرات مؤشرات الحوكمة كانت متناسقة مع الزمن على عكس المتوقع فقد سمح السياق الكويتي بتاثيرات اكثر استقرارا للحوكمة على مؤشر بورصة رغم الظروف المعقدة، وعلى اثر الاختباراين السابقين ياتي اختبار التشخيص ARCH Test والذي تظهر نتائجه الاحتمالية اعلى من القيمة المعنوية 0.05 وبذلك لا يوجد دليل على وجود تاثير تباين ذاتي مشروط او بصورة اخرى لايوجد تباين غير متجانس من نوع ARCH مما يؤكد استقرار تباين الأخطاء عبر الزمن وان السوق المالي لم يكن يعتمد على تقلباته السابقة بشكل كبير مما يعكس الاستقرار المالي في هذه الدولة.

15- اختبار مضروب لاغرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي Serial Correlation LM Test

الجدول رقم 04-52 :نتائج اختبار الارتباط التسلسلي لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	
المملكة المغربية	
0.008649	F-statistic
(0.9915)	Prob. F
0.272069	Obs*R-squared
(0.8728)	Prob. Chi-Square
الجزائر	
74.09020	F-statistic
(0.0133)	Prob. F
15.78692	Obs*R-squared
(0.0004)	Prob. Chi-Square
تونس	
4.945018	F-statistic
(0.168)	Prob. F
13.30867	Obs*R-squared
(0.0013)	Prob. Chi-Square
مصر	
0.051948	F-statistic
(0.9497)	Prob. F
0.182595	Obs*R-squared
(0.9127)	Prob. Chi-Square
قطر	
0.041611	F-statistic
(0.9595)	Prob. F
0.187986	Obs*R-squared
(0.9103)	Prob. Chi-Square
السعودية العربية	
0.800184	F-statistic

Prob. F Obs*R-squared Prob. Chi-Square	(0.5354) 7.112018 (0.0077)
الامارات العربية المتحدة	
F-statistic Prob. F Obs*R-squared Prob. Chi-Square	2.168582 (0.3156) 10.95042 (0.0042)
عمان	
F-statistic Prob. F Obs*R-squared Prob. Chi-Square	1.339049 (0.3422) 5.580753 (0.0614)
المملكة الهاشمية الاردنية	/
الكويت	
F-statistic Prob. F Obs*R-squared Prob. Chi-Square	1.495544 (0.5006) 11.99107 (0.0025)

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

- **المملكة المغربية:**

منهجيا فالفرضية الصفرية تشير الى انه لا يوجد ارتباط تسلسلي حتى فترتين تأخير، ومن خلال القيمة الاحتمالية المرتفعة 0.9915 لدولة المغرب وهي اعلى من القيمة الاحتمالية بكثير 0.05 وهو ما يعني باننا لا نستطيع رفض الفرضية الصفرية السابقة، ولا يوجد دليل على وجود ارتباط تسلسلي في بواقي النموذج والبواقي مستقلة احصائيا مما يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار، وبنظرة اقتصادية يشير إلى أن النموذج قد التقط بشكل جيد الديناميكيات الزمنية للعلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق، وبان غياب الارتباط التسلسلي يعزز موثوقية تقديرات النموذج ويدعم استنتاج وجود علاقة طويلة الأمد بين المتغيرات، في هذه الدولة يعكس بان سوقها المالي كان قادرا على التكيف مع التغيرات في مؤشرات الحوكمة دون أن تظهر آثار متأخرة غير مفسرة.

- **الجزائر:**

تشير الفرضية الصفرية لا يوجد ارتباط تسلسلي حتى فترتين تأخير، فالقيمة الاحتمالية 0133.0 اقل بكثير من 0.05 القيمة المعنوية وهذا يعني باننا نستطيع رفض الفرضية الصفرية بأي من المعايير، يوجد دليل قوي على وجود ارتباط تسلسلي في بواقي النموذج، فالبواقي ليست مستقلة إحصائيا مما لا يتوافق مع افتراضات نموذج ويشبير الى انه لم يلتقط جميع الديناميكيات الزمنية للعلاقة بين المتغيرات، ومن خلال العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي فالجزائر ليست مستقرة تماما عبر الزمن، وقد يكون هذا بسبب كسور هيكلية (مثل الاحتجاجات الشعبية 2019) التي لم تدرج في النموذج، هذا الارتباط التسلسلي القوي يشير إلى أن السوق المالي الجزائري قد يتأثر بصدمات غير متوقعة أو تأثيرات متأخرة لم تفسر بالكامل في النموذج.

- **تونس:**

في السياق التونسي نجد من خلال القيمة الاحتمالية 0.1682 كونها اعلى من 0.05 التي من اجلها نقبل الفرضية الصفرية بانه لا يوجد ارتباط تسلسلي حتى فترتين تأخير مع ان هنا تناقض في النتائج مع القيمة الاحتمالية لـ Obs*R-squared: Prob. = 0.0013 وهي اقل من القيمة المعنوية بكثير ونرفض من خلالها الفرضية الصفرية ونقول بانه هناك او يوجد ارتباط تسلسلي في بواقي النموذج وهذه الاخيرة ليست مستقلة احصائيا مما لا يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار الكلاسيكي، ويشير إلى أن النموذج لم يلتقط جميع الديناميكيات الزمنية للعلاقة بين المتغيرات، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فالعلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في تونس ليست مستقرة تماما عبر الزمن وهو ما تم التطرق اليه كون دولة تونس مرت بفترات

عدم استقرار سياسي ، وان هذا الارتباط التسلسلي القوي يشير إلى أن السوق المالي التونسي قد يتأثر بـ صدمات غير متوقعة أو تأثيرات متأخرة وان الاصلاحات المؤسسية كانت غير كافية أو غير متناسقة عبر الزمن وهو ما يجعلها في امس الحاجة إلى استراتيجيات مؤسسية أكثر استقرارا لتحسين كفاءة السوق المالي بشكل خاص كونه هو اساس النظام المالي.

- **جمهورية مصر العربية:**

عند اجراء اختبار الارتباط التسلسلي الذي تشير الفرضية الصفرية بانه لا يوجد ارتباط تسلسلي حتى فترتين تأخير حيث اصفرت نتيجة هذا الاختبار على ان القيمة الاحتمالية 0.9497 مرتفعة جدا وأعلى بكثير من 0.05 مما لا يسعنا الى ان نقبل ولا نستطيع رفض الفرضية الصفرية السابقة الذكر بأي من المعايير، وبانه لا يوجد دليل على وجود ارتباط تسلسلي في بواقي النموذج وهذه الاخيرة مستقلة إحصائيا مما يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار الكلاسيكي، يشير إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في مصر كانت مستقرة نسبيا عبر الزمن، والنموذج قد التقط بشكل جيد الديناميكيات الزمنية للعلاقة بين المتغيرات، مما يعزز موثوقية النتائج طويلة الأمد التي أظهرها اختبار الحدود (Bounds Test) والذي أكد وجود علاقة طويلة الأمد قوية جدا بين متغيرات الحوكمة ومؤشر البورصة المصرية.

- **قطر**:

عند اجراء اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test الذي يدرس الارتباط التسلسلي اظهرت النتائج بان القيمة الاحتمالية 0.9595 مرتفعة جدا عن القيمة الاحتمالية المعنوية 0.05 مما يعني اننا نقبل الفرضية الصفرية وانه لا يوجد ارتباط تسلسلي في بواقي النموذج، وبان هذه الاخيرة مستقلة إحصائيا مما يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار الكلاسيكي، يشير ذلك إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في قطر كانت مستقرة نسبيا عبر الزمن، والنموذج قد التقط بشكل جيد الديناميكيات الزمنية للعلاقة بين المتغيرات، ويعزز هذا موثوقية النتائج طويلة الأمد التي أظهرها اختبار الحدود Bounds Test والذي أكد وجود علاقة طويلة الأمد.

- **المملكة السعودية العربية**:

من خلال اختبار الارتباط التسلسلي حيث يوجد تناقض في النتائج المتحصل عليها في هذا الاختبار من منطلق الفرضية الصفرية لا يوجد ارتباط تسلسلي حتى فترة تأخير واحدة فقيمة F-statistic: Prob. = 0.5354 أعلى من 0.05 ولا يوجد ارتباط تسلسلي، وفي المقابل القيمة الاحتمالية لـ Obs*R-squared حيث 0.0077 اقل من القيمة المعنوية والتي تشير الى نقض الفرضية السابقة وبانه يوجد ارتباط تسلسلي وهو ما يجعلنا نعتمد على هذه الاخيرة لانها اكثر قوة في بواقي النموذج وهذه الاخيرة ليست مستقلة إحصائيا مما لا يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار الكلاسيكي ويشير الى انه لم يلتقط جميع الديناميكيات الزمنية للعلاقة بين المتغيرات، تشير النتائج الارتباط التسلسلي الى ان العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في السعودية ليست مستقرة تماما عبر الزمن بسبب التغيرات الاقتصادية والكسور الهيكلية التي اثرت على دولة وسوقها المالي وانه قد يتاثر بصدمات غير متوقعة او تاثيرات متاخرة لم تفسر بالكامل في النموذج.

- **الامارات العربية المتحدة**:

تشير الفرضية الصفرية لاختبار الارتباط التسلسلي بانه لا يوجد هذا الارتباط حتى فترتين تأخير، ومن خلال تناقض النتائج المتحصل عليها في هذا الاختبار فـ F-statistic: Prob. = 0.3156 وهي اعلى من القيمة المعنوية وبذلك لا يوجد ارتباط تسلسلي، في حين تشير Obs*R-squared: Prob. = 0.0042 الى وجود ارتباط تسلسلي وهو ما يتم الاعتماد عليه من خلال وجود دليل قوي على وجود ارتباط تسلسلي في بواقي النموذج وانها ليست مستقلة إحصائيا مما لا يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار الكلاسيكي ويشير إلى أن النموذج لم يلتقط جميع الديناميكيات الزمنية للعلاقة بين المتغيرات، ومن الناحية الاقتصادية تبين إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في الإمارات ليست مستقرة تماما عبر الزمن لاسباب الكسور الهيكلية، وهذا

الرتباط يشير الى ان السوق المالي الإماراتي قد يتأثر بـصدمات غير متوقعة أو تأثيرات متأخرة لم تفسر بالكامل في النموذج.

- **عمان:**

تشير القيمة الاحتمالية لاختبار الارتباط التسلسلي 0.3422 والتي هي اكبر من القيمة المعنوية 0.05 وبذلك تتاكد من خلالها بوجود واعتماد الفرضية الصفرية وانه لا يوجد ارتباط تسلسلي حتى فترتين تأخير، وأن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في عمان كانت مستقرة نسبيا عبر الزمن، والنموذج قد التقط بشكل جيد الديناميكيات الزمنية للعلاقة بين المتغيرات مع وجود بعض الضعف في التقاط الآثار المتأخرة، ويعزز بهذا موثوقية النتائج طويلة الأمد التي أظهرها اختبار الحدود Bounds Test والذي أكد وجود علاقة طويلة الأمد.

- **الكويت:**

تشير نتائج اختبار الارتباط التسلسلي Serial Correlation LM Test بان هناك تناقض في النتائج ما بين F-statistic: Prob. = 0.5006 وهي أعلى من 0.05 والتي تتوافق مع الفرضية الصفرية بانه لا يوجد ارتباط تسلسلي في حين Obs*R-squared: Prob. = 0.0025 وهي أقل بكثير من 0.05 وبذلك يوجد ارتباط تسلسلي، وفي العينات الصغيرة مثل التي لدينا نجد بانها تحتوي على 16 ملاحظة بين 2007-2023 الفترة الزمنية التي اجريت عليها الدراسة، وبذلك يفضل الاعتماد على Obs*R-squared لانه اكثر قوة ويوجد دليل قوي على وجود ارتباط تسلسلي في بواقي النموذج وانها ليست مستقلة إحصائيا مما لا يتوافق مع افتراضات نموذج الانحدار الكلاسيكي، هذا يشير إلى أن النموذج لم يلتقط جميع الديناميكيات الزمنية للعلاقة بين المتغيرات، وتشير النتائج إلى أن العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي في الكويت ليست مستقرة تماما عبر الزمن، وقد يكون هذا بسبب كسور هيكلية (مثل 2014-2016 لانخفاض النفط و2020 لجائحة كورونا) التي لم تدرج في النموذج، وهذا الارتباط التسلسلي القوي يشير إلى أن السوق المالي الكويتي قد يتأثر بـ صدمات غير متوقعة أو تأثيرات متأخرة لم تفسر بالكامل في النموذج.

16- اختبار توزيع الاخطاء العشوائية Histogram-Normality Test:

الجدول رقم 04-53 :نتائج اختبار توزيع الاخطاء العشوائية لمتغيرات الدراسة ما بين 2007-2023

	Std.Dev	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera	Probability
المغرب	0.154590	1.252331	3.620597	4.438984	0.108664
الجزائر	0.002194	0.126144	2.141596	0.533672	0.765799
تونس	0.036843	0.506860-	1.860408	1.550865	0.460505
مصر	0.324586	0.161499	3.982991	0.713733	0.699866
قطر	0.447449	0.299196-	2.557856	0.369043	0.831502
السعودية	0.244316	0.056327-	2.079427	0.573431	0.750725
الامارات العربية	0.093618	0.895010-	2.595051	2.245439	0.325394
عمان	0.197855	0.346423	1.963351	1.036452	0.595576
الاردن	0.031602	0.011244-	2.961281	0.001337	0.999332

الكويت	0.147832	0.210794	2.447955	0.321660	0.851437

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداءا على مخرجات برنامج EViews اصدار 12

من خلال الجدول الذي جمعنا فيه اختبارات توزيع الاخطاء العشوائية لجميع الدول محل الدراسة بناءا على نماذج المقدرة ARDL خلال محل الدراسة التي استهدفنا ما بين سنة 2007 الى غاية 2023، والذي يشيير فيه الى Std.Dev الانحراف المعياري او مدى تشتت البيانات حول المتوسط، ولفهم مؤشرات التوزيع الطبيعي من خلال معامل الالتواء Skewness و معامل التفلطح Kurtosis، وتحليل اختبار نتائج اختبار Jarque-Bera وقيمه الاحتمالية مع التطرق الى تفسير البسيط الاقتصادي في سياق دول محل الدراسة، ولفهم الجدول بصورة اكاديمية واضحة وبنظرة عامة نضع الجدول الموالي لتفسير قيم او ارقام ونتائج الجدول السابق.

الجدول رقم 04-54 : مفاهيم اساسية مساعدة لتفسير وفهم اختبار Histogram-Normality Test

Skewness **معامل الالتواء**	**Kurtosis** **معامل التفلطح**	**Jarque-Bera** **Probability**
0: توزيع متماثل (مثل التوزيع الطبيعي)	3: توزيع طبيعي	الفرضية الصفرية (H_0): البيانات تتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت الـ Probability > 0.05: نقبل الفرضية الصفرية (التوزيع طبيعي)
موجب: توزيع مائل لليمين (ذيل طويل على اليمين او نحو القيم العظمى)	أعلى من 3: توزيع ذو ذيول سميكة (أكثر تركزا حول المتوسط او توزيع حاد بوجود قيم شاذة)	الفرضية البديلة (H_1): البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت الـ Probability < 0.05: نرفض الفرضية الصفرية (التوزيع غير طبيعي)
سالب: توزيع مائل لليسار (ذيل طويل على اليسار او نحو القيم الدنيا)	أقل من 3: توزيع ذو ذيول رفيعة (أقل تركيزا حول المتوسط او توزيع مسطح)	

المصدر: من اعداد الطالب

من الدول التي تتمتع بتوزيع طبيعي ومثالي من بين دول محل الدراسة دولة المملكة الاردنية الهاشمية والتي تشير الى ان القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera اعلى قيمة 0.9993 فالبيانات طبيعية واقل قيمة بالنسبة لقيمة الاختبار 0.0013 في حين قيمة Kurtosis القريبة من 3 فالتوزيع طبيعي وبقيمة Skewness=- 0.0112 المتماثل تقريبا كونه قريب جدا من 0، فتوزيع الأخطاء في الأردن مشابه جدا للتوزيع الطبيعي المثالي وهو بهذا يعزز موثوقية النتائج الإحصائية لنموذج ARDL في الأردن، ويشير إلى أن الديناميكيات الاقتصادية في الأردن متناسقة عبر الفترة المدروسة على الرغم من التحديات السياسية إلا أن السوق المالي الأردني أظهر استقرارا نسبيا في استجابته للعوامل المؤثرة، ومن خلال دول المملكة العربية السعودية و الكويت و قطر التي تشير قيم نتائج Probability = 0.7507، Skewness = -0.0563، Kurtosis = 2.0794 التي تتميز بتوزيع مسطح ومعامل اللتواء يشير الى ان التوزيع يتجه نحو القيم الدنيا كونه سالب والقيمة الاحتمالية تشكل بان

البيانات طبيعية لدولة السعودية ،و Probability = 0.8514، Skewness = 0.2108، Kurtosis = 2.4479 توزيع مسطح من خلال معامل التفلطح و بتوزيع مائل لليمين كون معامل اللتواء موجب لكونه قريب من الصفر واختبار التوزيع الطبيعي فالبيانات تتبع التوزيع الطبيعي لدولة الكويت، اما من خلال قيم النتائج المتحصل عليها لدولة قطر Probability = 0.8315، Skewness = -0.2992، Kurtosis = 2.5579 والتي تشير الى ان معامل التفلطح يشير الى ان حدة التوزيع مسطحة في حين شكل التوزيع نحو القيم الدنيا اما القيمة الاحتمالية للاختبار تشير الى توزيع البيانات طبيعي، هذه الدول الثلاثة من خلال القيم الاحتمالية التي كما تمت الاشارة اليها باننا من خلالها تم قبول الفرضية الصفرية لكون Probability > 0.05 وهي ما تظهر توزيعا طبيعيا ممتازا مع انحرافات طفيفة في معامل التفلطح كونها اقل من 3، يشير إلى أن النماذج المقدرة لهذه الدول تلتقط بشكل جيد الديناميكيات الأساسية للعلاقة بين المتغيرات، مما يعكس الاستقرار النسبي للأسواق المالية في هذه الدول النفطية على الرغم من التحديات الاقتصادية وان السياسات المؤسسية في هذه الدول كانت فعالة نسبيا في إدارة التقلبات الاقتصادية.

ومن الدول ذات التوزيع الطبيعي الجيد كون القيمة الاحتمالية محصورة ما بين 0.5 و0.75 هي الجزائر و عمان Probability = 0.7658، Skewness = 0.1261، Kurtosis = 2.1416 و Probability = 0.5956، Skewness = 0.3464، Kurtosis = 1.9634 كون معامل التفلطح اقل من 3 مما يشكل توزيع مسطح و معامل اللتواء القريب من 0 ولكونه موجب يتجه نحو القيم العظمى وفي حين القيم الاحتمالية لهاتين الدولتين على الترتيب تشير الى انها اكبر من القيمة المعنوية 0.05 مما يجعلنا نقبل بالفرضية الصفرية H_0 فالبيانات تتبع توزيعا طبيعيا جيدا مع انحرافات طفيفة في التفلطح Kurtosis < 3، ويشير إلى أن النماذج المقدرة لهذه الدول تلتقط معظم الديناميكيات الأساسية للعلاقة بين المتغيرات، مما يعكس بذلك يعكس المرونة الاقتصادية لهاتين الدولتين في مواجهة التحديات كما أن السياقات المؤسسية فيها كانت كافية لضمان استقرار نسبي في سلوك السوق المالي.

اما دول جمهورية مصر العربية و تونس بالاضافة الى الامارات العربية المتحدة هي من بين الدول التي ذات التوزيع الطبيعي المقبول لكون قيمها الاحتمالية تتراوح ما بين 0.5 و 0.1 كما تشير قمها البارزة في الجدول Probability = 0.6999، Skewness = 0.1615، Kurtosis = 3.9830 و Probability = 0.4605، Skewness = -0.5069، Kurtosis = 1.8604 و Probability = 0.3254، Skewness = -0.8950، Kurtosis = 2.5951 ، تظهر توزيعا طبيعيا مقبولا مع انحرافات ملحوظة في التحيز (Skewness) والتفلطح (Kurtosis) في اشارة الى ان النماذج المقدرة لهذه الدول تلتقط جزءا كبيرا من الديناميكيات الأساسية لكن مع وجود بعض الضعف، وتعكس هذه النتائج الى الجانب الاقتصادي من خلال التحديات الكبيرة التي واجهتها هذه الدول خاصة في مصر و تونس من الجانب السياسي وهي من العوامل التي تؤثر بشكل كبير على استقرار السوق المالي فيها.

المملكة المغربية هي من الدول ذات التوزيع الطبيعي الحدي كون القيمة الاحتمالية Probability: 0.108664 مع وجود اعلى قيمة لاختبار Jarque-Bera = 4.4390 وهي ما تظهر بان توزيع البيانات طبيعي من خلال قبول الفرضية الصفرية ومن خلال ميلان نحو اليمين بشكل ملحوظ من خلال معامل اللتواء كونه موجب Skewness= 1.2523 وبتوزيع حاد مع وجود قيم حادة لكون معامل التفلطح Kurtosis=3.620597>3، مما يشير الى وجود بعض الانحرافات في ديناميكيات السوق المالي المغربي ويعكس بذلك التحديات السياسية و الاقتصادية التي تواجهها كما ان العلاقة بين الحوكمة و السوق المالي فيها تكون متاثرة بعوامل هيكلية مثل التحولات السياسية.

جميع الدول العشر تظهر توزيعا طبيعيا للأخطاء في نماذج ARDL مما يؤكد جودة النماذج المقدرة وموثوقية النتائج الاقتصادية، هذا يشير إلى أن العلاقات طويلة الأمد بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي التي تم اكتشافها في التحليلات السابقة ليست صدفة، بل تعكس علاقات اقتصادية حقيقية في جميع الدول محل الدراسة.

وفي اشارة الى العلاقة بين الاستقرار السياسي و الاقتصادي وطبيعة التوزيع فالدول ذات التوزيع الطبيعي الممتاز هي من شهدت استقرارا سياسيا نسبيا خلال الفترة المدروسة وقد اعتمدت على سياسات اقتصادية متسقة ساعدت في الحفاظ على استقرار السوق المالي من خلالها، في حين التي ابرزت نتائج الاختبار بان التوزيع الطبيعي وحدي في آن واحد قد شهدت او تاثرت بتحولات سياسية كبرى جرت في المنطقة كونها هذه الاخيرة تعرضت للكثير من الاحداث جاءت عكس نموها وقيامها و تاثر بالسلب عليها سياسيا واقتصاديا، في حين اخر نجد بان الدول النفطية والتي تعتمد عليه بصورة كبيرة اظهرت توزيعا طبيعيا ممتازا رغم التقلبات في اسعار النفط مما يشير الى ان السياسات المالية فيها كانت فعالة في ادارة تقلبات التي تسير عليها اسعار النفط، ومن جانب اخر نجد بان الدول الغير نفطية اظهرت توزيعا طبيعيا جيدا الى مقبول مما يشير الى ان هذه الاقتصادات كانت اكثر مرونة في مواجهة الصدمات.

ان الاستقرار النسبي للأسواق المالية على الرغم من التحديات السياسية والاقتصادية الكبيرة التي واجهتها الدول كالربيع العربي وجائحة كورونا أظهرت الأسواق المالية قدرة على الحفاظ على استقرارها النسبي، كما انها تتمتع بفعالية في السياسات المؤسسية كانت كافية لضمان استقرار السوق المالي حتى في أوقات الأزمات، وان تباين جودة التوزيع الطبيعي يعكس التمايز في السياقات المؤسسية بين الدول حيث كانت الدول ذات الاستقرار السياسي الأكبر تظهر توزيعا طبيعيا أفضل.

الخاتمة العامة

الخاتمة:

تشكل هذه الأطروحة إطارا نظريا متكاملا يبحث في العلاقة الجوهرية بين حوكمة المؤسسات وأنظمة المعلومات وكفاءة الأسواق المالية، مع تركيز خاص على منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، حيث يتكامل الفصل الأول المتعلق بحوكمة المؤسسات مع الفصلين الثاني والثالث حول الأسواق المالية ونظم المعلومات، ليقدم رؤية شاملة حول كيفية تعزيز كفاءة الأسواق المالية في المنطقة.

فمن خلال الفصل الأول، يتضح أن حوكمة المؤسسات تشكل نظاماً ديناميكياً متطوراً استجابة للتحديات الاقتصادية، حيث تطورت من مجرد معالجة إشكالية فصل الملكية عن الإدارة إلى مفهوم شامل يدمج مصالح جميع أصحاب المصلحة. وقد برزت النظريات الثلاث الرئيسية - نظرية الوكالة ونظرية الوصاية ونظرية تكاليف المعاملات - كأطر متكاملة تفسر تعقيدات العلاقات داخل المؤسسة، وتقدم آليات عملية لتحقيق التوازن بين الكفاءة الاقتصادية والمساءلة الاجتماعية.

أما الفصل الثاني فأبرز أن الأسواق المالية تمثل العصب الرئيس للاقتصاد الحديث، حيث يتجلى دورها المحوري في تعبئة المدخرات وتحفيز النمو الاقتصادي، وقد كشف التحليل التاريخي أن تطور هذه الأسواق ارتبط بشكل عضوي بتطور أنظمة الحوكمة، حيث شكلت الأزمات المالية محفزات أساسية لإصلاحات تشريعية عميقة، وفي سياق منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا التي هي محل الدراسة حيث تبرز التحديات الخاصة بالأسواق الناشئة مثل محدودية السيولة وهيمنة الاستثمارات قصيرة الأجل، مما يستدعي سياسات متوازنة تربط بين الابتكار والتنظيم.

وقد جاء الفصل الثالث ليكمل هذه الصورة من خلال إيضاح الدور المحوري لنظام المعلومات كحلقة وصل بين حوكمة المؤسسات وكفاءة الأسواق المالية، حيث يمثل نظام المعلومات العمود الفقري الذي يضمن تدفق البيانات الدقيقة والشاملة مما يعزز الشفافية ويقلل من عدم التماثل المعلوماتي، وقد أكد التحليل أن التكامل بين الإطار النظري للحوكمة والشفافية في الإفصاح يسهم بشكل أساسي في تقليل المخاطر النظامية وبناء ثقة المستثمرين.

وفي الإطار الإقليمي توضح هذه الدراسة بأن تحقيق كفاءة الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا يتطلب تبني نموذج متكامل يجمع بين تعزيز حوكمة المؤسسات من جهة وتطوير البنية التحتية للأسواق المالية من جهة أخرى بالإضافة الى بناء أنظمة معلومات فاعلة، فالتحديات المشتركة التي تواجهها دول المنطقة كضعف الشفافية وتركيز الملكية والقيود التنظيمية تستدعي معالجة شاملة تستند إلى أفضل الممارسات الدولية مع مراعاة الخصوصيات المحلية.

ختاما تقدم هذه الأطروحة إسهاما نظريا مهما في فهم الآليات التي يمكن من خلالها تعزيز كفاءة الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، ومن خلال تطبيق مبادئ الحوكمة الرشيدة وبناء أنظمة معلومات متطورة، كما تفتح آفاقا للبحوث التطبيقية المستقبلية لاختبار فعالية هذه الأطر النظرية في سياق البيئة الاقتصادية والثقافية المميزة للمنطقة.

توصيف عام للنتائج وتحليلها

في ضوء التحليل الشامل الذي أجري على بيانات عشر دول من منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا

(MENA) للفترة الممتدة من 2007 إلى غاية سنة 2023، تظهر النتائج أن العلاقة بين الحوكمة المؤسسية وكفاءة الأسواق المالية تتميز بتعقيد يتجاوز الإطار النظري التقليدي، حيث تختلف ديناميكيات هذه العلاقة بشكل جوهري بين الدول وفقا لسياقاتها المؤسسية والاقتصادية المميزة.

فقد أظهر التحليل الوصفي لمؤشرات الحوكمة الستة (الصوت والمساءلة، الاستقرار السياسي، الكفاءة الحكومية، جودة التنظيم، سيادة القانون، ومكافحة الفساد) بأن الدول النفطية (قطر، الإمارات، السعودية، الكويت) تتفوق بشكل عام في مؤشرات الاستقرار السياسي والكفاءة الحكومية، بينما تواجه الدول أخرى مثل (تونس، مصر، الأردن، عمان) تحديات أكبر في هذه المجالات، ومع ذلك فإن التحليل الوصفي وحده لا يكشف عن طبيعة العلاقة السببية مع كفاءة السوق المالي من خلال مؤشرها، وهو ما تبين من خلال مصفوفات الارتباط التي كشفت عن أنماط غير متوقعة في معظم الدول.

من خلال دراسة مصفوفات الارتباط تبين وجود علاقة إيجابية قوية بين جودة التنظيم (RQ) وكفاءة السوق المالي في الإمارات العربية المتحدة (0.7637) والمملكة العربية السعودية (0.8117)، بينما أظهرت دول أخرى مثل تونس والكويت علاقات سالبة بين مكافحة الفساد (CC) وكفاءة السوق المالي (-0.7939 و-0.3180 على التوالي)، مما يشير إلى أن سياق العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق يختلف جذريا بين الدول وفقا لسياقاتها المؤسسية الفريدة، كما أظهر تحليل الاستقرار أن مؤشر سيادة القانون (RL) كان الأكثر استقرارا في معظم الدول (أقل تباين بين مؤشرات الحوكمة)، بينما كان النمو في الناتج المحلي الإجمالي المعبر عنه (GDP) الأكثر تقلبا، مما يعكس حساسية الاقتصادات الإقليمية للصدمات الخارجية.

أما نتائج نموذج ARDL واختبارات الحدود فقد كشفت عن وجود علاقة توازن طويل الأجل بين مؤشرات الحوكمة وكفاءة السوق المالي في الثماني دول من الدول محل الدراسة وهي (الجزائر، المغرب، تونس، مصر، السعودية، الإمارات، الأردن، الكويت)، بينما لم تظهر هذه العلاقة في قطر وعمان، وتحديدا أظهرت اختبارات الحدود أن مجموع معاملات مؤشرات الحوكمة تجاوزت القيمة الحرجة العليا في معظم الدول مما يؤكد وجود علاقة طويلة الأجل ذات دلالة إحصائية، وعلاوة على ذلك فقد أشارت نتائج اختبارات تشخيص النموذج إلى أن النماذج المقدرة تتمتع بمواصفات جيدة من حيث الكفاءة والاتساق، مع عدم وجود مشكلة في الارتباط التسلسلي أو في توزيع الأخطاء العشوائية.

الإجابة على الإشكالية البحثية

بناءا على هذه النتائج يمكن الإجابة على الإشكالية البحثية: ما مدى تأثير الحوكمة المؤسسية على كفاءة الأسواق المالية؟، بالإشارة إلى أن تأثير الحوكمة المؤسسية على كفاءة الأسواق المالية في منطقة MENA هو تأثير موجود وذو دلالة إحصائية، ولكنه غير متجانس من حيث الاتجاه والقوة، ويعتمد بشكل جوهري على السياق المؤسسي والاقتصادي لكل دولة، ففي الدول ذات السياقات المؤسسية المستقرة (مثل الإمارات والسعودية)، تظهر الحوكمة المؤسسية تأثيرا إيجابيا قويا على كفاءة السوق المالي، بينما في الدول التي مرت بتحولات سياسية كبرى (مثل تونس ومصر)، تظهر هذه العلاقة أنماطا غير تقليدية تعكس التحديات الانتقالية التي تواجهها هذه الدول.

الحكم على الفرضيات

فيما يتعلق بالفرضيتين المطروحتين:

الفرضية الأولى: "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية بين مستوى الحوكمة المؤسسية وجودة نظام المعلومات ودرجة كفاءة الأسواق المالية في منطقة MENA"

الفرضية الثانية: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية بين مستوى الحوكمة المؤسسية وجودة نظام المعلومات ودرجة كفاءة الأسواق المالية في منطقة MENA"

حيث تؤكد النتائج المتحصل عليها في تأييد الفرضية الأولى حيث أظهرت نتائج اختبارات الحدود ونماذج ARDL وجود علاقة طويلة الأجل ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الحوكمة وكفاءة السوق المالي في معظم الدول الدراسة، ومع ذلك يجب التأكيد على أن هذه العلاقة ليست متجانسة بل تختلف في الاتجاه والقوة حسب السياق الداخلي والعوامل الداخلية للدولة، مما يستدعي نماذج مختلفة لفهم العلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق في سياقات مختلفة.

الاستنتاجات النظرية والعملية

من الناحية النظرية تساهم هذه الدراسة في تجاوز النموذج الغربي المثالي للعلاقة بين الحوكمة وكفاءة السوق، من خلال إبراز أهمية السياق المؤسسي في تحديد طبيعة هذه العلاقة، ففي الدول النفطية على سبيل المثال قد يؤدي التركيز المفرط على مكافحة الفساد إلى اضطرابات مؤقتة في السوق المالي بسبب الربط مع سياسات بيروقراطية مفرطة، بينما في الدول غير النفطية قد يكون الاستقرار السياسي العامل الأكثر تأثيرا على كفاءة السوق.

ومن الناحية العملية تشير النتائج إلى ضرورة تبني سياسات مخصصة تأخذ في الاعتبار الديناميكيات المؤسسية الفريدة لكل دولة، بدلا من تطبيق حلول جاهزة ففي الدول ذات الاستقرار السياسي الجيد (مثل الإمارات) يجب التركيز على تعزيز جودة التنظيم، بينما في الدول التي تواجه تحديات استقرار (مثل الأردن) يجب التركيز على تعزيز الاستقرار السياسي كعامل رئيسي لدعم كفاءة السوق المالي.

الحدود والاقتراحات المستقبلية

على الرغم من المساهمات المهمة لهذه الدراسة، تواجه بعض القيود أهمها الاعتماد على مؤشرات الحوكمة العالمية التي قد لا تعكس بدقة السياقات المؤسسية المحلية، وقصر الفترة الزمنية المدروسة مقارنة بفترة التحول المؤسسي، ولذلك يقترح إجراء دراسات مستقبلية تدمج بين البيانات الكمية وتحليلات نوعية عميقة لفهم الآليات الكامنة وراء العلاقات الملاحظة، وكذلك توسيع الفترة الزمنية للدراسة لتشمل فترات أطول تمكن من رصد التحولات المؤسسية بشكل أفضل.

في الختام تؤكد هذه الدراسة أن الحوكمة المؤسسية تلعب دورا محوريا في دعم كفاءة الأسواق المالية في منطقة MENA، ولكن طبيعة هذا الدور تختلف بشكل جوهري وفقا للسياق المؤسسي لكل دولة، مما يستدعي نهجا مخصصا ومرنا في تصميم السياسات المؤسسية، يراعي الخصائص الفريدة لكل سياق وطني، بدلا من تبني نماذج جاهزة لا تأخذ في الاعتبار التنوع المؤسسي في المنطقة.

قائمة المراجع والمصادر

قائمة المصادر والمراجع:

قائمة المراجع باللغة العربية:

أولا: الكتب

علاء فرحان طالب، ايمان شيحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الإستراتيجي للمصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الاردن، الطبعة 1، السنة 2011، ص 25.

مايح شبيب الشمري، حسين علي الشامي، الحوكمه والنمو الاقتصادي دراسة في الدول المختارة مع اشارة خاصة للعراق،دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان الاردن، سنة 2019، ص 164.

ثانيا: الأطروحات

بلهاشمي جهيزة، دور الحوكمة المالية للمؤسسات في الدول الناشئة، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية المؤسسة، جامعة مصطفى اسطمبولي معسكر، الجزائر، صفحة 63

ثالثا: المقالات

ابو معيزة نصيرة، بوقطاية سفيان، دور حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي دراسة حالة مؤسسة النسيج والألبسة الجاهزة، دراسات اقتصادية، المجلد 16، العدد 2، السنة 2022، ص 181.

بايس الاميرة نزيهة . كلاخي لطيفة، إسهامات التدقيق الداخلي في تحسين حوكمة شركات التأمين الجزائرية: (دراسة ميدانية)، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 9، العدد 1، السنة 2023، ص 155.

براق محمد، بلواضح فاتح، حوكمة المؤسسات كالية لتعزيز الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية لغرض إدارة المخاطر دراسة تجربة ان سي أ رويبة في مجال حوكمة المؤسسات، مجلة مراجعة الإصلاحات الاقتصادية والتكامل في الاقتصاد العالمي، المجلد 12، العدد 25، السنة 2018، ص 289.

بركة كامل، دور الأساليب الحديثة للمحاسبة الإدارية في تفعيل حوكمة الشركات دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية العاملة في قطاع غزة، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 9، العدد 2، السنة 2022، ص 890.

بركة كامل، 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، السنة2022 ، ص 70.

بلعربي يسرى ستي . خليفـــة الحاج، التنبؤ بالعوائد المالية للأسواق المالية باستخدام النماذج المتماثلة-سوق دبي نموذجا-، مجلة الاقتصاد والبيئة، المجلد 7، العدد 1، السنة 2024، الصفحة 53-73 .

بلعلمي أسماء، مدى تأثير المرونة المالية للمؤسسة في الرفع من قدرتها على الاستثمار - دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 9، العدد 1، السنة 2019، الصفحة 184-205 .

بلهادف سامية . بوزيان عثمان، دور حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، المجلد 11، العدد 2، السنة 2018، ص 171.

بن حليمة فتحي . بوكرديد عبد القادر، العوامل المحددة لمستوى الإفصاح غير المالي –دراسة تحليلية للشركات المسجلة في الأسواق المالية للمملكة العربية السعودية-، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 8، العدد 2، السنة 2023، الصفحة 75-92 .

بن دومة بن عمر . الشيخ فخر الدين، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم، مجلة البصائر للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 2، السنة 2022، الصفحة 30-47 .

بن زروقي محمود . رازي نادية، إشكالات تطبيق منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 9، العدد 2، السنة 2023، الصفحة 468-488 .

بن زواي محمد الشريف، هلة ليليا، مساهمة حوكمة الشركات في الرفع من الأداء المالي للشركات العائلية: دراسة على عينة من الشركات العائلية لولايتي أم البواقي وباتنة، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 34، العدد 1، السنة 2023، ص 154.

بن سعدة عبد القادر، بخوش مديحة، حوكمة الموارد البشرية كمدخل لتعزيز مقومات الاندماج الوظيفي دراسة حالة مؤسسة اتصالات الجزائر فرع ولاية الأغواط، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 1، السنة 2020، ص103.

بن شعيب فاطمة الزهراء، مدى فعالية الأحكام الشرعية للمعاملات في الأسواق المالية، مجلة البحوث العلمية والدراسات الإسلامية، المجلد 14، العدد 5، السنة 2022، الصفحة 707-724 .

بن شهيدة فضيلة . رمضاني محمد، العلاقة التبادلية بين حفظ حقوق المساهمين و تفعيل حوكمة الشركات دراسة ميدانية لعينة من الشركات الجزائرية 2014-

2016، مجلة السياسة الصناعية و تنمية التبادلات الخارجية، المجلد 6، العدد 1، السنة 2017، ص 43 .

بن علو حورية، مدوري نور الدين، حوكمة المؤسسات العمومية - دراسة في المفاهيم مع عرض تجارب عربية، مجلة الاقتصاد والبيئة، المجلد 6، العدد 1، السنة 2023، ص 677.

بن عيدة فوزية، بحوصي رقية، حوكمة البيانات في مؤسسات التعليم العالي الآليات الاستراتيجيات، العوائق، المجلة المغاربية للمخطوطات، المجلد 20، العدد 1، السنة 2024، ص 163.

بن قراب صفية، التداول الخوارزمي وانعكاساته على الأسواق المالية العالمية، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 6، العدد 1، السنة 2023، الصفحة 21-36 .

بن قيراط وداد، حوكمة الشركات بالمؤسسات العمومية الجزائرية حالة شركة سوميفوس، مجلة العلوم الانسانية الجامعة أم البواقي، المجلد 8، العدد 3، السنة 2021، ص 1511.

بن لخضر مسعودة . اينال فوزي، تحليل الكفاءة السعرية لسوق الجزائر للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، المشكاة في الاقتصاد التنمية و القانون، المجلد 5، العدد 1، السنة 2020، الصفحة 181-198 .

بن ميمون ايمان ،بلغماري مولاي ابراهيم، تجربة بنك الاتحاد الأردني في تطبيق حوكمة الاستدامة الثلاثية (esg) خلال الفترة2023-2021، المجلد8 ، العدد1 ، السنة2025 ، ص 47.

بوخروبة الغالي، دواح بلقاسم، مساهمة حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية والافصاح المحاسبي حالة شركات التأمينات، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 2، العدد 2، السنة 2018، ص 339.

بودربالة محمود السعيد، حروشي جلول، دور حوكمة الشركات في تحديد مستوى التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للشركات الجزائرية: دراسة ميدانية، مجلة النمو الاقتصادي والمقاولاتية، المجلد 4، العدد 7، السنة 2021، ص 39.

بورقعة حافظ، البيع على المكشوف في سوق الأوراق الماليّة، مجلة العلوم وافاق المعارف، المجلد 2، العدد 2، السنة 2022، الصفحة 332-358.

بوزيدي خليل، شنوفي نور الدين، حوكمة الشركات في بيئة الاعمال الجزائرية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 5، العدد 3، السنة 2020، الصفحة 490 509.

بوفاتح بلقاسم، فلاق نورالدين، تقييم ممارسات حوكمة الشركات في المؤسسات الجزائرية الصغيرة والمتوسطة: حالة الصناعة الصغيرة والمتوسطة في شلف، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة، المجلد 2، العدد 1، السنة 2018، ص 320.

بوقلع وداد، نمديلي بشرى، إرساء وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الدول العربية مصر أنموذجا، مجلة أبحاث كمية ونوعية في العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 3، العدد 1، السنة 2021، ص 25 .

بونعاس شيماء، إشكالية تقدير انحرافات أسواق المال الدولية عند حدوث الصدمات الكبرى -دراسة قياسية لمؤشرdow الدولي لعينة من البورصات المتطورة خلال الفترة :(05-2008/2021)، مجلة معهد العلوم الإقتصادية، المجلد 25، العدد 1، السنة 2022، الصفحة 397-415 .

بوهراوة سعيد، بوكروشة حليمة، حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية تجربة البنك المركزي الماليزي، المجلة الجزائرية للتنمية الإقتصادية، المجلد 2، العدد 2، السنة 2015، ص 115.

تريرات أيمن ،شلابي عمار، أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات على ممارسات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية، مجلة أرصاد الدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 1، السنة 2022، ص 09.

تمار أمين . سلاوتي حنان، واقع وآفاق الاسواق المالية في ظل العولمة المالية -دراسة حالة الدول النامية، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 4، العدد 1، السنة 2021، الصفحة 153-168 .

جابلة صبرينة . قدي عبد المجيد، نحو تجسيد تكامل الأسواق المالية المغاربية دراسة حالة أسواق تونس، الجزائر والمغرب، المجلة الجزائرية للعلوم الإجتماعية والإنسانية، المجلد 10، العدد 2، السنة 2022، الصفحة 033-047 .

جمانة تحريشي . عبد السلام مخلوفي، تأثير التحرير المالي على أداء الاسواق المالية الناشئة، مجلة حوليات جامعة بشار، المجلد 9، العدد 9، السنة 2011، الصفحة 53-70 .

جموعي عمر، براهمي فوزية، السعيدي سعدية، أثر اليات حوكمة الشركات في الحد من ممارسات المحاسبة الابداعية رؤية مهنية (دراسة ميدانية)، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 13، العدد 1، السنة 2022، ص 147.

حابي أحمد، زبيدي البشير، دور حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي، Le Manager،المجلد2 ، العدد1 ، السنة2015 ، ص 72.

حديد نوفيل، مسوس كمال، العلاقة بين حوكمة نظم المعلومات وحوكمة المؤسسات وسيرورة تطبيقهما بمؤسسات التعليم العالي،المجلة الجزائرية للعولمة و السياسات الاقتصادية، المجلد5 ، العدد1 ، السنة2014، ص 121.

حسان طاهر شريف . تقرورت محمد . أنساعد رضوان، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 15، العدد 1، السنة 2019، الصفحة 119-136 .

حمزة زكرياء محي الدين . بلقاسم أمحمد، نحو حوكمة المؤسسات العمومية الجزائرية: المبادئ والآليات، مجلة المالية و الاسواق، المجلد 5، العدد 2، السنة 2018، ص 209.

حمني حورية، طوبال ابتسام، دور حوكمة تكنولوجيا المعلومات في إنجاح التحول الرقمي، مجلة العلوم الانسانية الجامعة أم البواقي، المجلد 7، العدد 3، السنة 2020، ص 1196.

حوحو فطوم . مرغاد لخضر، دور حوكمة المؤسسية المصرفية في استقرار الأسواق المالية، مجلة ابحاث اقتصادية و ادارية، المجلد 8، العدد 2، السنة 2014، الصفحة 51-68 .

خالدي محمد، أثر المخاطر السياسية على أداء الاسواق المالية الناشئة في الدول العربية – بورصة مصر أنموذجا –، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، السنة 2015، الصفحة 186-203 .

خليدة عابي، فاتح سردوك، دور آليات حوكمة الشركات في تحقيق جودة خدمات المراجعة الخارجية دراسة تحليلية لعينة من المراجعين الخارجيين والمستفيدين من خدماتهم في ظل حوكمة الشركات بالجزائر، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 7، العدد 12، السنة 2017، ص 478.

دريد موسى، بن براح سمير، أثر تجسيد أهداف حوكمة الشركات في تجنب الفشل المالي بالمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية باتنة، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 6، العدد 2، السنة 2024، ص 850.

رابح شيلق . الشيخ بن قايد، دور الصكوك في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد 2، العدد 1، السنة 2015، الصفحة 128-148 .

رشوان عبد الحمن،تحليل العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات وحوكمة تكنولوجيا المعلومات وأثرها على زيادة جودة المعلومات المحاسبية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد4، العدد 2، السنة 2017، الصفحة 6.

رنات سمير، زعيتر لمياء، المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات في اطار حوكمة المؤسسات، مجلة الراصد العلمي، المجلد 9، العدد 1، السنة 2022، ص 171.

ساعد غنية، مدى توافق الأسواق المالية العربية مع معايير الأسواق الناشئة: حالة مؤشر Msci، دراسات اقتصادية، المجلد 17، العدد 3، السنة 2023، الصفحة 535-549 .

سباش ليندة، التجربة الرواندية في حوكمة التنمية بين الإنجازات الاقتصادية والسياسية، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، المجلد 15، العدد 1، السنة 2022، ص 392 .

سدرة انيسة، حوكمة البنوك في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (2008)، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، المجلد 4، العدد 1، السنة 2013، الصفحة 88 .

سرير عبد الله ناذير . بوشتة رحمونة، حوكمة المعلومات والوثائق في المؤسسات وأزمة كورونا، مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية، المجلد 12، العدد 2، السنة 2021، ص 29.

سعدي عبد الحق، زعرور نعيمة، مساهمة حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية، مجلة إقتصاد المال والأعمال، المجلد 5، العدد 1، السنة 2020، ص 60.

السليطي شقراء، فاعلية دور الهيئة في رقابة ومحاسبة مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة (دراسة مقارنة بين نظام حوكمة الشركات القطري والسعودي)، المنار للدراسات والبحوث القانونية والسياسية، المجلد 7، العدد 2، السنة 2023، الصفحة 77-90 .

سمير جاب الله، العقود الاجلة في الاسواق المالية المعاصرة و تكيفها الشرعي، مجلة المعيار، المجلد 9، العدد 18، السنة 2009، الصفحة 75-104 .

سند ياسر تاج السر محمد سند، أميمة أميمة عوض عبد الله عثمان، حوكمة مهنة المراجعة ودورها في تحسين جودة المعلومات المحاسبية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة،المجلد 6، العدد 2، السنة 2021، ص 56.

سندية مروان . ليث محمد سعيد محمد الجعفر، دور الحوكمة في دعم قرار الإستثمار، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 1، العدد 1، السنة 2015، الصفحة 10-26 .

شرفي بلال . جدي شوقي، تحسين أداء مؤسسات النقل العمومي من خلال إرساء مبادئ حوكمة الشركات دراسة حالة مؤسسة النقل الحضري والشبه حضري تبسة، مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة، المجلد 9، العدد 1، السنة 2024، ص 541.

شقرون الوردي، غلاي نسيمة، دور ركائز حوكمة الشركات في تحسين الأداء البشري بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة شركة اسمنت عين التوتة - باتنة، مجلة آفاق للبحوث والدراسات، المجلد 5، العدد 2، السنة 2022، ص 268.

شليل عبد اللطيف . غلاي نسيمة، فعالية حوكمة الشركات، مجلة الاقتصاد و المناجمنت، المجلد 10، العدد 1، السنة 2011، ص 291.

طالب عبد العزيز، بلمداني محمد، مساهمة حوكمة الشركات في تحسين جودة القوائم المالية، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة،المجلد 4، العدد 2، سنة 2020، ص 101.

طلال الكسار، التداوي مصطفى عبد الكريم، المشهداني ابتهال أحمد، حوكمة الشركات وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 1، العدد 2، السنة 2014، ص 91.

ظريف طارق . شرون عزالدين، دور الصناعة المالية الإسلامية في توسع نشاط الأسواق المالية، التكامل الاقتصادي، المجلد 11، العدد 6، السنة 2024، الصفحة 169-188 .

عبد السلام بريزة . بوشامة مصطفى، هيمنة واحتدام سرعة التداول الخوارزمي ومخاطر ذلك على أسواق الغذاء الدولية، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 9،

العدد 1، السنة 2022، الصفحة 395-409 .

عبد الصمد خلفاوي، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، مجلة بحوث الإدارة والاقتصاد، المجلد 1، العدد 4، السنة 2019، الصفحة 105-119 .

عبد المجيد كموش، دراسة تحليلية لنماذج حوكمة الشركات - الآليات ونظام التشغيل، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 2، العدد 2، السنة 2018، ص31.

عبدوس إيمان، آليات حوكمة الميزانية العامة واتجاهات تطبيقها وفق الإصلاح الميزانياتي في الجزائر، مجلة معهد العلوم الإقتصادية، المجلد 24، العدد 1، السنة 2021، ص 352 .

عثماني أحمد، كسنة محمد، أثر تطبيق حوكمة المؤسسات في الإفصاح عن تكلفة الموارد البشرية - دراسة ميدانية بمؤسسة نفطال بالجلفة، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 6، العدد 3، السنة 2020، ص 96.

عرابي نجاة . رديف مصطفى، الصكوك الإسلامية ودورها في الرفع من مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة تحليلية للسوق المالية السعودية-، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 15، العدد 1، السنة 2025، الصفحة 67-93 .

علاء الدين الوافي، حوكمة الجامعات وصعوبات تطبيقها بالجزائر، مجلة التغير الاجتماعي، المجلد 6، العدد 1، السنة 2021، ص 231.

علال بن ثابت . محمد الطاهر عامري، دور حوكمة المؤسسات في تفعيل ادارة المخاطر المصرفية: دراسة عينة من المؤسسات المصرفية الجزائرية، التكامل الاقتصادي، المجلد 6، العدد 4، السنة 2018، ص 52.

العلوي حفيظة . خالفي وهيبة، السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية - دراسة حالة مجمع صيدال-(2020-2022)، مجلة إقتصاد المال والأعمال، المجلد 9، العدد 2، السنة 2024، الصفحة 39-56 .

عناني عبدالله، دور لجنة التدقيق في دعم وتعزيز حوكمة المؤسسات، مجلة الباحث الإقتصادي،المجلد 5، العدد 7، السنة 2017، ص 243.

عياش عبد الكريم . سي أحمد نذير، علاقة حوكمة الموارد البشرية بإدارة المخاطر الاجتماعية في المؤسسة الجزائرية "دراسة حالة الوكالة الجزائرية لترقية الاستثمار فرع البليدة"، مجلة التنمية وإدارة الموارد البشرية، المجلد 11، العدد 1، السنة 2024، ص 77 .

عيفة نريمان . زواغي محمد ، دور حوكمة نظم المعلومات في تحقيق ميزة تنافسية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية العمومية دراسة حالة مؤسسة موبيليس وكالة البويرة، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 14، العدد 2، السنة 2024، ص 105.

غريبي علي، التنظيم القانوني للأسواق المالية الإسلامية في الجزائر، مجلة الحقوق والحريات، المجلد 10، العدد 2، السنة 2022، الصفحة 867-883.

غلاب فاتح، دور مجلس الإدارة في مراقبة تطبيق حوكمة الشركات في المؤسسة الجزائرية للأقمشة الصناعية والتقنية eatit، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 2، العدد 2، السنة 2019، ص 229.

فاطمة الزهراء مومن، عمر عطا الله، أسماء جرموني، دور حوكمة الشركات في الحد من ممارسات المحاسبة الإبداعية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 1، العدد 1، السنة 2017، ص 366.

فريحي محسن . صحراوي فارس، مساهمة التدقيق الداخلي ومراقبة التسيير في تطبيق الحوكمة، مجلة إقتصاد المال والأعمال، المجلد 5، العدد 2، السنة 2020، ص 13 .

قطاف نبيل، عمارة مريم، إستخدام نظام التسيير المدمج في تفعيل حوكمة تكنولوجيا المعلومات - دراسة استطلاعية لمجمع فرتيال عنابة، الأفاق للدراسات الإقتصادية، المجلد 7، العدد 2، السنة 2022، ص 233.

قمري زينة . جقطة سناء، تقييم جودة حوكمة قطاع النفط في الجزائر على ضوء تحليل نتائج مؤشر حوكمة الموارد الطبيعية (rgi)، مجلة المالية و حوكمة الشركات، المجلد 3، العدد 2، السنة 2020، ص 99.

كبيش محمود، لعريوي عبد الرزاق، مدى كفاية الاجراءات التنظيمية والتشريعية في دعم حوكمة المؤسسات الجزائرية، مجلة أوراق اقتصادية،المجلد4 ، العدد2 ، السنة2020 ، ص 233.

كرار محمد حسن محمد، دور المراجعة الداخلية في تدعيم حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 8، العدد1، السنة 2022، الصفحة 35-51.

ليعلاوي يسرى. مداحي محمد . سعود وسيلة، مساهمة آليات حوكمة الشركات في تحسين وتعزيز مستوى الإفصاح المحاسبي الإلكتروني، المجلد 8، العدد 2، السنة 2023، ص 39 .

محفوظ جبار، أداء بورصة الجزائر: الواقع والآفاق، مجلة معهد العلوم الإقتصادية، المجلد 12، العدد 1، السنة 2008، الصفحة 07-40 .

محمد البشير بن عمر، أحمد نصير، مساهمة مبادئ حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية - حالة المجمع الصناعي صيدال، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، المجلد 10، العدد 3، السنة 2017، ص 167.

محمد الصالح فروم، دور التدقيق الداخلي في تفعيل حوكمة المؤسسات العمومية الاقتصادية لولاية سكيكدة، مجلة أرصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 2،العدد 2، السنة 2019، ص 16.

محمد سفير . بوعلام مولاي، تحليل واقع أنماط تسيير المؤسسات الجزائرية وتطور الحاجة لاعتماد مبادئ حوكمة الشركات -دراسة ميدانية-، مجلة اقتصاديات الاعمال والتجارة، المجلد 4، العدد 1، السنة 2019، ص 89.

محمد نوارة شبايكي، مليكة حفيظ، حوكمة المؤسسات في الجزائر ومدى توافقها مع متطلبات مبادئ حوكمة المؤسسات الدولية، مجلة جديد الاقتصاد، المجلد 13،العدد 1،السنة 2018، ص 183.

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

مزهود هشام، كاش مريم، تأثير إدارة تكنولوجيا المعلومات على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل حوكمة الشركات، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 4، العدد 1، السنة 2020، ص 95.

مسعودي زينب، صدوقي عقيلة، حوكمة الموارد البشرية كممارسة تنظيمية في إطار حوكمة المؤسسات _ دراسة حالة مؤسسة جزائرية: "مجمع بلاط" نموذجا، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 5، العدد 2، السنة 2022، ص 473.

مشري خيرة . قلقول عبد الرزاق، رقابة وإدارة السلوكيات المالية للشركات : رؤية هيئة السلوك المالي في تحقيق ريادة التميز و الانضباط، مجلة المنتدى للدراسات والابحاث الاقتصادية، المجلد 7، العدد 2، السنة 2023، الصفحة 241-258 .

من سعدة عبد القادر، بخوش مديحة، واقع حوكمة الموارد البشرية في المؤسسات الاقتصادية - دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية الأغواط، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد11 ، العدد2 ، السنة 2021، ص 969.

منصوري حاج موسى . بوقرة ايمان، اثر كوفيد-19 على تقلبات عوائد الأسواق المالية: دراسة قياسية لمؤشرات البنوك العربية الخليجية، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 5، العدد 2، السنة 2022، الصفحة 335-351 .

مويسي مروة . بلال نصيرة، دور آليات حوكمة الشركات في ظل العلاقة التكاملية بين التدقيق الداخلي والتدقيق الخارجي -دراسة ميدانية -، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية و ادارة الاعمال، المجلد 10، العدد 2، السنة 2021، ص 246.

ميدون سيساني، الاستثمار بأدوات الهندسة الملية في الأسواق المالية، مجلة المعيار، المجلد 6، العدد 2، السنة 2015، الصفحة 320-328 .

ميلودي محمد كريم، واقع و تحديات حوكمة المؤسسات في الجزائر، دراسات اقتصادية، المجلد 12، العدد 3، السنة 2018، ص 149.

ميهوبي عمر . صبيعات ابراهيم، دور حوكمة المؤسسات العمومية في الجزائر في الحد من الفساد: تحليل إحصائي لمؤشر مدركات الفساد خلال الفترة 2017-2023، مجلة معارف، المجلد 19، العدد 2، السنة 2024، ص 609.

نبيل بوفليح . محمد طرشي، مستقبل الاسواق المالية العربية في ظل التحرير المالي و انتشار الازمات المالية، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد 3، العدد 1، السنة 2013، الصفحة 286-303 .

نبيلة قدور . حمزة العرابي، دور ركائز وآليات حوكمة الشركات في تحجيم التأثير السلبي للمحاسبة الإبداعية على مصداقية القوائم المالية، مجلة الاقتصاد و التنمية، المجلد 6، العدد 1، السنة 2018، ص 286 .

نوال صبايحي، أخلاقيات المهنة المحاسبية أساس حوكمة المؤسسات، مجلة معارف، المجلد 11، العدد 21، السنة 2016، ص 232.

هشام شلغام، أحمد العيش، حوكمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل البيئة الاقتصادية الجزائرية، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة، المجلد2 ، العدد 1، السنة 2018، ص 156.

وسيلة بوزمارن . ناصر المهدي، تقويم تجربة ماليزيا في الاسواق المالية الاسلامية، مجلة الإقتصاد الجديد، المجلد 8، العدد 1، السنة 2017، الصفحة 41-50 .

يحي سعيدي، لخضر أوصيف، دور المراجعة الداخلية في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، المجلد5 ، العدد 1، السنة 2012، ص 189.

يحياوي عمر، واقع وآفاق صناعة الصكوك الاسلامية واستشراف تطبيقاتها في الاقتصاد الجزائري، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 7، العدد 2، السنة 2022، الصفحة 269-289 .

ثانيا: الأطروحات

Emilie Bonhoure, Les firmes cotées à Paris au tournant du XXème siècle : les théories modernes de finance d'entreprise étaient-elles déjà valides?, Thèse de doctorat École doctorale Sciences de Gestion TSM, université Toulouse 1, France, 2020, p.36

Iluminada Severino Bueno, L'influence du gouvernement corporatif des entreprises familiales sur son comportement financier : le cas de la République Dominicaine, Thèse de doctorat, École doctorale Entreprise économie société, Université Bordeaux 4, France, 2012, p 93.

Jean-Christophe Duhamel, Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique, Thèse de doctorat, École doctorale des Sciences Juridiques Politiques et de Gestion, Université Lille 2, France, p 67.

Kailiang Ma, Mécanismes de protection des droits des actionnaires dans les compagnies financières holding chinoises : une étude comparative du droit chinois, français, américain et anglais, Thèse de doctorat, École doctorale Droit, économie, management, université Paris-Saclay, France, 2022, p 43.

Simon Gueguen, Contribution à l'étude des conséquences économiques des divulgations d'information en matière de franchissements de seuils de contrôle, Thèse de doctorat, Ecole doctorale SDOSE (Paris), Université Paris Dauphine-PSL, France, 2016, p 66.

ثالثا: المقالات باللغة الأجنبية

Abbes Djamel Eddine . Benmansour Moussa, The Impact Of Inside Information Manipulation On The Efficiency Of Financial Markets: A Case Study Of The Amman Stock Exchange, Forum Journal for Economic Studies and Research, Volume 7, Numéro 1, 2023, Pages 466-483

Alsayegh Carol, The Relationship Between Inflation And Stock Market Return An Applied Study At Damascus Stock Exchange (dse) For The Period (2010-2020), Al-Bishaer Economic, Volume 10, Numéro 2, 2024, Pages 380-399

Amor Abda Samia . Djebbar Mahfoud , Covid-19's Repercussions On Global Economic And Financial Sectors During The First Semester Of 2020, Forum Journal for Economic Studies and Research, Volume 6, Numéro 2, 2022, Pages 812-829

Aroussi Samira . Bibi Youcef, credit Rating Agencies In Arab Financial Markets -a Proposition To The Establishment Of An Arab Agency, Al-Bishaer Economic Journal, Volume 8, Numéro 2, 2022, Pages 750-759

Babas Mounira, Securities Tokenization: The Third Wave Of Financial Market Evolution -world Bank Bond-i Case Study-, Journal of Finance and Business Economics, Volume 8, Numéro 1, 2023, Pages 1169-1184

Babouri Bouchra . Drid Hanane, Smart Sukuks As A Tool To Stimulate Financial Markets -the Experience Of The Blossom Platform In Indonesia -,Forum Journal for Economic Studies and Research, Volume 8, Numéro 2, 2024, Pages 476-491

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

Berarma Rima, Data Analysis Using Artificial Intelligence And Its Impact On The Trading Process In Financial Markets, journal New Economy, Volume 16, Numéro 1, 2025, Pages 235-246

Bouguelaa Mohammed, Optimizing Financial Markets Efficiency In The Midst Of Contemporary Crises: Addressing Challenges In Ai Implementation, Journal of Economic Studies and Research in Renewable Energy, Volume 11, Numéro 2, 2024, Pages 23-43

Cedra Anissa, Mechanism Of Trading In The Stock Exchange - With Practical Applications, Journal of Economic Sciences, Volume 20, Numéro 1, 2025, Pages 202-230

Djebbar Mahfoud . Merimet Adila, Effects Of Islamic Financial Markets' Integration On The Performance Of Islamic Financial Sector: A Case Study Of Gulf Cooperation Council Countries, Algerian Journal of Financial and Banking Studies, Volume 13, Numéro 1, 2023, Pages 04-26

Douadi - Amiar Lila . Ferhati Naima . Kehri Samir, The Financial Consequences Of Adopting An Unconventional Monetary Policy: The Case Of The Euro Area, Journal of Advanced Economic Research, Volume 8, Numéro 1, 2023, Pages 40-52

Guennoun Abdelhak . Korichi Belkacem . Guennoun Rim, The Rise Of High-frequency Trading: Financial Market Friend Or Foe?, Afak Scientific, Volume 16, Numéro 1, 2024, Pages 1178-1194

Hammad Othman . Aissa Nadjet, The Impact Of Internet Penetration On Trading Activity In Gulf Cooperation Council Countries: 2000-2024, Al Bashaer Economic Journal, Volume 11, Numéro 1, 2025,Pages 626-641.

Keddaoui Abdelkadir . Nacef Mohammed, An Analytical Study Of Relationships And Impacts Between Waqf And Islamic Finance, Al-Shihab journal, Volume 11, Numéro 1, 2025, Pages 681-704

Maaskri Samra . Moghrabi Miloud, Les Répercussions De La Pandémie De Coronavirus Sur L'efficacité Et La Performance Des Marchés Financiers Internationaux En 2020-2023, Afak for Sciences, Volume 10, Numéro 2, 2025, Pages 742-756

Moussaoui Assia, Prospects For The Efficiency Of Financial Markets In The Era Of Artificial Intelligence Technology 2018-2030 Opportunities And Challenges, Journal of Research in Financial and Accounting Sciences, Volume 9, Numéro 1, 2024, Pages 315-331

Moussaoui Warda . Ledhem Mohammed Ayoub, The Effectiveness Of Sukuk (islamic Bonds) Financing On The Financial Stability Of Islamic Banks: An Empirical Evidence From Malaysia, Algerian Journal of Economic Development, Volume 9, Numéro 2, 2022, Pages 335-346

Tabeti Mimouna . Boularedj Souhila, Green Banking: Towards A Green Financial Engineering, Afak Sciences, Volume 8, Numéro 2, 2023, Pages 281-296

Zemirli Radhia, étude Empirique Sur Les Interactions Entre Marchés Financiers Et Marchés Agricoles : Approche Par Le Modéle Dcc-mgarch, Revue d'Économie & de Gestion, Volume 6, Numéro 2, 2022, Pages 186-200

الملاحق

نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج EVIEWS 12

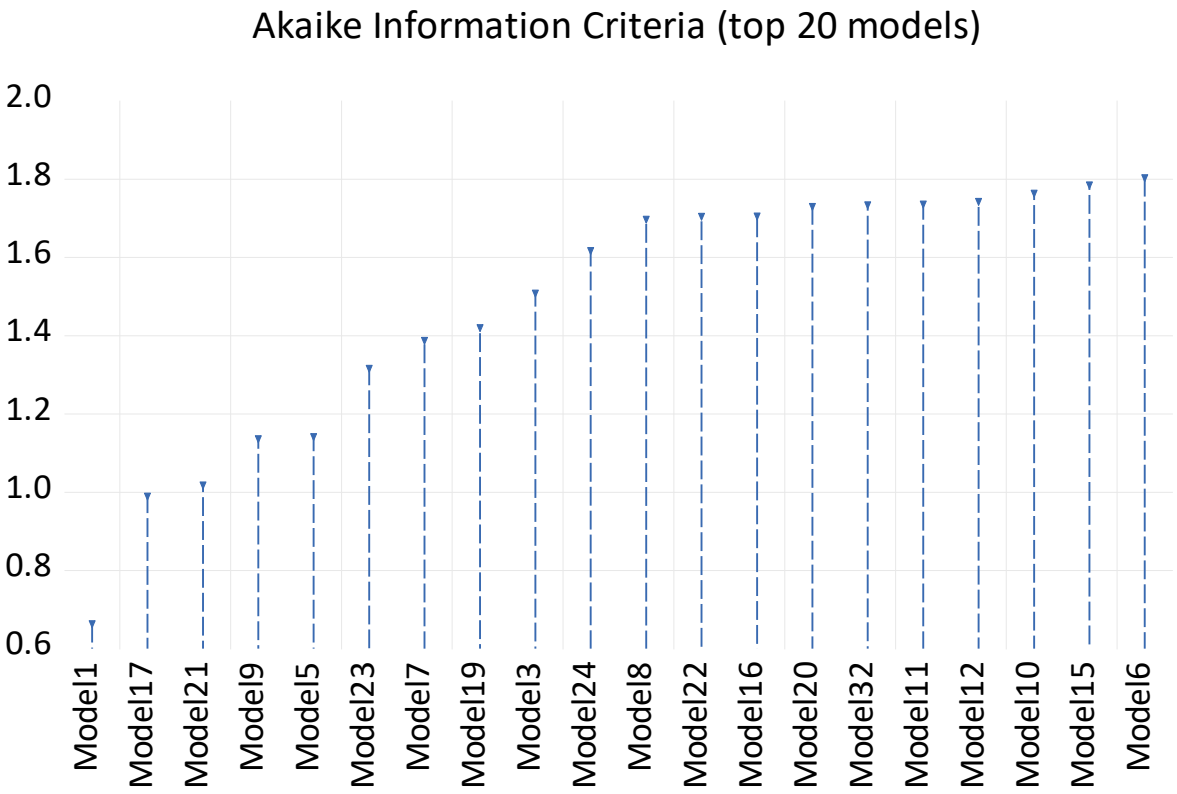
الملاحق الخاصة بدولة المملكة المغربية

Dependent Variable: INDEX
Method: ARDL
Date: 09/23/25 Time: 11:08
Sample (adjusted): 2008 2023
Included observations: 16 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (1 lag, automatic): VA PS RQ RL CC
Fixed regressors: GDP C
Number of models evalulated: 32
Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 1, 1, 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	0.917638	0.215256	4.263007	0.0237
VA	0.187561	5.376973	0.034882	0.9744
VA(-1)	7.336509	5.612068	1.307274	0.2823
PS	-21.97332	3.875236	-5.670188	0.0109
PS(-1)	7.226984	4.612957	1.566671	0.2152
RQ	-16.70400	3.837233	-4.353137	0.0224
RQ(-1)	-7.031508	4.462576	-1.575661	0.2132
RL	15.47682	4.255534	3.636869	0.0358
RL(-1)	7.750366	3.496526	2.216591	0.1134
CC	6.507591	1.422233	4.575614	0.0196
CC(-1)	-8.534140	2.940384	-2.902389	0.0624
GDP	0.020718	0.038045	0.544559	0.6239
C	2.647593	6.323525	0.418689	0.7036

R-squared	0.992204	Mean dependent var	13.94375
Adjusted R-squared	0.961018	S.D. dependent var	1.750797
S.E. of regression	0.345674	Akaike info criterion	0.664383
Sum squared resid	0.358472	Schwarz criterion	1.292112
Log likelihood	7.684934	Hannan-Quinn criter.	0.696528
F-statistic	31.81624	Durbin-Watson stat	1.972362
Prob(F-statistic)	0.007888		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.



Model1: ARDL(1, 1, 1, 1, 1, 1)
Model17: ARDL(1, 0, 1, 1, 1, 1)
Model21: ARDL(1, 0, 1, 0, 1, 1)
Model9: ARDL(1, 1, 0, 1, 1, 1)
Model5: ARDL(1, 1, 1, 0, 1, 1)
Model23: ARDL(1, 0, 1, 0, 0, 1)
Model7: ARDL(1, 1, 1, 0, 0, 1)
Model19: ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 1)
Model3: ARDL(1, 1, 1, 1, 0, 1)
Model24: ARDL(1, 0, 1, 0, 0, 0)
Model8: ARDL(1, 1, 1, 0, 0, 0)
Model22: ARDL(1, 0, 1, 0, 1, 0)
Model16: ARDL(1, 1, 0, 0, 0, 0)
Model20: ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 0)
Model32: ARDL(1, 0, 0, 0, 0, 0)
Model11: ARDL(1, 1, 0, 1, 0, 1)
Model12: ARDL(1, 1, 0, 1, 0, 0)
Model10: ARDL(1, 1, 0, 1, 1, 0)
Model15: ARDL(1, 1, 0, 0, 0, 1)
Model6: ARDL(1, 1, 1, 0, 1, 0)

EC = INDEX - (91.3539*VA -179.0435*PS -288.1861*RQ + 282.0143*RL
-24.6055*CC)

F-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	4.555429	10%	2.26	3.35
k	5	5%	2.62	3.79
		2.5%	2.96	4.18
		1%	3.41	4.68
Actual Sample Size	16		Finite Sample:	

	n=35	
10%	2.508	3.763
5%	3.037	4.443
1%	4.257	6.04
	Finite Sample: n=30	
10%	2.578	3.858
5%	3.125	4.608
1%	4.537	6.37

t-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-0.382622	10%	-2.57	-3.86
		5%	-2.86	-4.19
		2.5%	-3.13	-4.46
		1%	-3.43	-4.79

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.074005	Prob. F(12,3)	0.9996
Obs*R-squared	3.654507	Prob. Chi-Square(12)	0.9889
Scaled explained SS	0.168346	Prob. Chi-Square(12)	5147

Heteroskedasticity Test: Harvey
Null hypothesis: Homoskedasticity

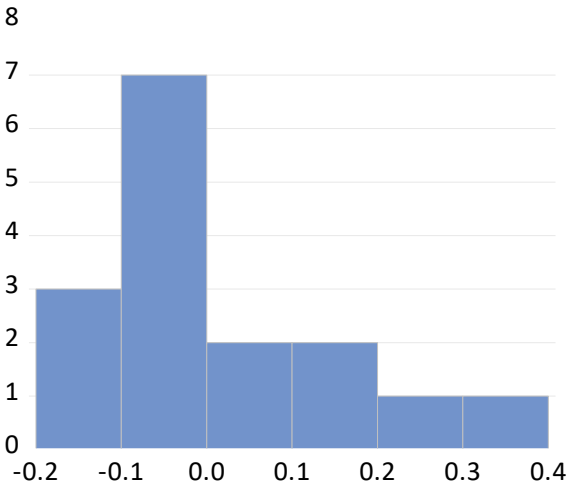
F-statistic	1.154542	Prob. F(12,3)	0.5147
Obs*R-squared	13.15210	Prob. Chi-Square(12)	0.3581
Scaled explained SS	9.887704	Prob. Chi-Square(12)	0.6258

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.017628	Prob. F(1,13)	0.8964
Obs*R-squared	0.020312	Prob. Chi-Square(1)	0.8867

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.008649	Prob. F(2,1)	0.9915
Obs*R-squared	0.272069	Prob. Chi-Square(2)	0.8728



Series: Residuals	
Sample 2008 2023	
Observations 16	
Mean	1.30e-15
Median	-0.067531
Maximum	0.389366
Minimum	-0.165309
Std. Dev.	0.154590
Skewness	1.252331
Kurtosis	3.620597
Jarque-Bera	4.438984
Probability	0.108664

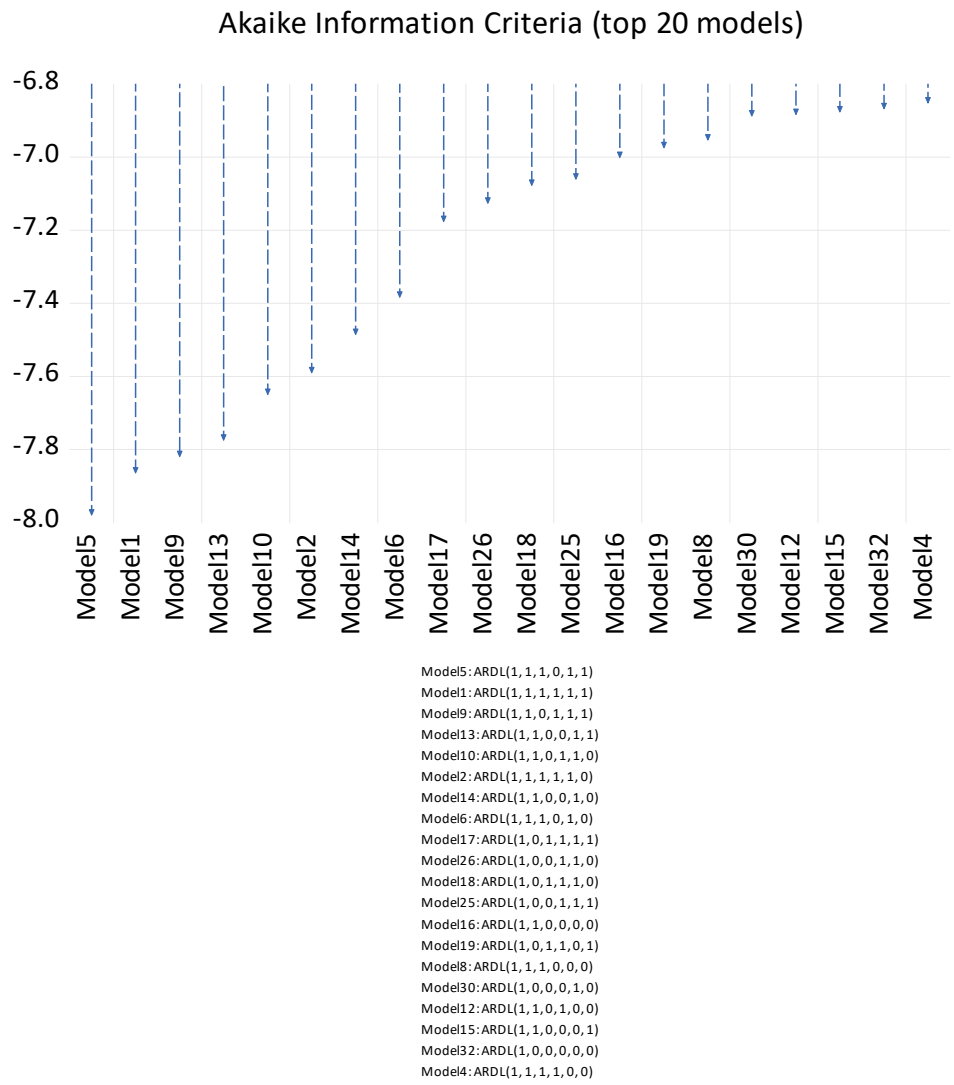
الملاحق الخاصة بدولة الجزائر

Dependent Variable: INDEX
Method: ARDL
Date: 09/25/25 Time: 09:36
Sample (adjusted): 2008 2023
Included observations: 16 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (1 lag, automatic): PS GE RQ RL CC
Fixed regressors: GDP C
Number of models evalulated: 32
Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 0, 1, 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	0.083246	0.207052	0.402052	0.7082
PS	0.090153	0.023250	3.877535	0.0179
PS(-1)	-0.126634	0.037802	-3.349953	0.0286
GE	-0.139436	0.035373	-3.941896	0.0169
GE(-1)	0.034331	0.027465	1.249978	0.2794
RQ	-0.117958	0.027946	-4.220972	0.0135
RL	0.251993	0.075916	3.319378	0.0294
RL(-1)	0.143348	0.045286	3.165359	0.0340
CC	-0.180091	0.070498	-2.554560	0.0630
CC(-1)	-0.180930	0.087981	-2.056460	0.1089
GDP	0.007054	0.001846	3.821332	0.0188
C	-0.008402	0.059942	-0.140165	0.8953

R-squared	0.989009	Mean dependent var	0.147750
Adjusted R-squared	0.958783	S.D. dependent var	0.020924
S.E. of regression	0.004248	Akaike info criterion	-7.971064
Sum squared resid	7.22E-05	Schwarz criterion	-7.391623
Log likelihood	75.76851	Hannan-Quinn criter.	-7.941392
F-statistic	32.72049	Durbin-Watson stat	2.832984
Prob(F-statistic)	0.002089		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.



EC = INDEX - (-0.0398*PS -0.1146*GE -0.1287*RQ + 0.4312*RL -0.3938*CC)

F-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	5.258903	10%	2.26	3.35
k	5	5%	2.62	3.79
		2.5%	2.96	4.18
		1%	3.41	4.68
			Finite Sample: n=35	
Actual Sample Size	16			
		10%	2.508	3.763
		5%	3.037	4.443
		1%	4.257	6.04
			Finite Sample: n=30	
		10%	2.578	3.858

	5%	3.125	4.608
	1%	4.537	6.37

t-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-4.427659	10%	-2.57	-3.86
		5%	-2.86	-4.19
		2.5%	-3.13	-4.46
		1%	-3.43	-4.79

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.419892	Prob. F(11,4)	0.8851
Obs*R-squared	8.574386	Prob. Chi-Square(11)	0.6611
Scaled explained SS	0.305890	Prob. Chi-Square(11)	1.0000

Heteroskedasticity Test: Harvey
Null hypothesis: Homoskedasticity

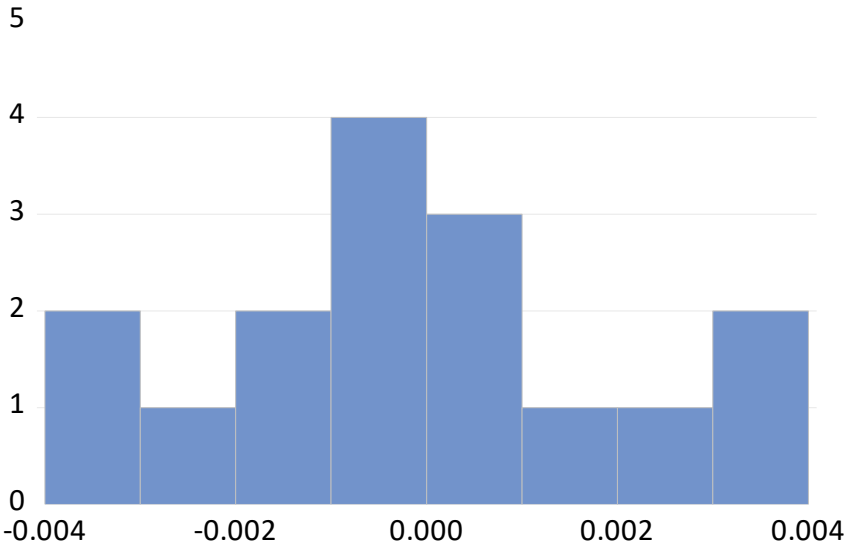
F-statistic	0.774215	Prob. F(11,4)	0.6682
Obs*R-squared	10.88669	Prob. Chi-Square(11)	0.4528
Scaled explained SS	16.71297	Prob. Chi-Square(11)	0.1167

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.077603	Prob. F(1,13)	0.7850
Obs*R-squared	0.089011	Prob. Chi-Square(1)	0.7654

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	74.09020	Prob. F(2,2)	0.0133
Obs*R-squared	15.78692	Prob. Chi-Square(2)	0.0004



Series: Residuals	
Sample 2008 2023	
Observations 16	
Mean	1.01e-16
Median	-5.76e-05
Maximum	0.003691
Minimum	-0.003264
Std. Dev.	0.002194
Skewness	0.126144
Kurtosis	2.141596
Jarque-Bera	0.533672
Probability	0.765799

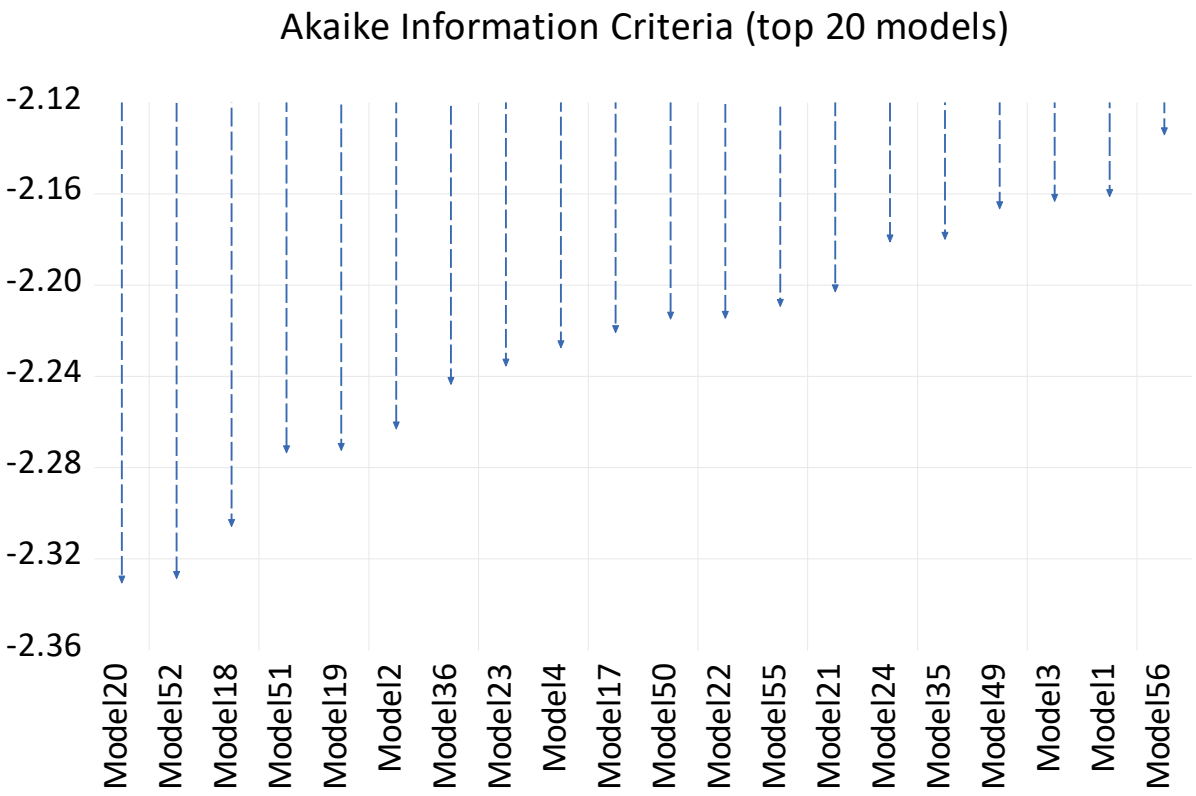
الملاحق الخاصة بدولة تونس

Dependent Variable: INDEX
Method: ARDL
Date: 09/25/25 Time: 10:58
Sample (adjusted): 2008 2023
Included observations: 16 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (1 lag, automatic): VA PS GE RQ RL CC
Fixed regressors: GDP C
Number of models evalulated: 64
Selected Model: ARDL(1, 1, 0, 1, 1, 0, 0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	0.493434	0.468352	1.053553	0.3515
VA	-0.085253	0.159042	-0.536041	0.6204
VA(-1)	0.159339	0.216525	0.735890	0.5026
PS	0.050392	0.213347	0.236199	0.8249
GE	-0.100283	0.564514	-0.177645	0.8676
GE(-1)	0.564148	0.335433	1.681848	0.1679
RQ	0.002078	0.368071	0.005647	0.9958
RQ(-1)	-0.453413	0.403305	-1.124242	0.3238
RL	-0.113350	0.407351	-0.278261	0.7946
CC	-0.507633	0.798554	-0.635690	0.5595
GDP	0.011502	0.013831	0.831651	0.4524
C	0.362942	0.538519	0.673964	0.5373

R-squared	0.901060	Mean dependent var	1.025625
Adjusted R-squared	0.628977	S.D. dependent var	0.117131
S.E. of regression	0.071346	Akaike info criterion	-2.328839
Sum squared resid	0.020361	Schwarz criterion	-1.749397
Log likelihood	30.63071	Hannan-Quinn criter.	-2.299167
F-statistic	3.311702	Durbin-Watson stat	2.156697
Prob(F-statistic)	0.129355		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.



Model20: ARDL(1,1,0,1,1,0,0)
Model52: ARDL(1,0,0,1,1,0,0)
Model18: ARDL(1,1,0,1,1,1,0)
Model51: ARDL(1,0,0,1,1,0,1)
Model19: ARDL(1,1,0,1,1,0,1)
Model2: ARDL(1,1,1,1,1,1,0)
Model36: ARDL(1,0,1,1,1,0,0)
Model23: ARDL(1,1,0,1,0,0,1)
Model4: ARDL(1,1,1,1,1,0,0)
Model17: ARDL(1,1,0,1,1,1,1)
Model50: ARDL(1,0,0,1,1,1,0)
Model22: ARDL(1,1,0,1,0,1,0)
Model55: ARDL(1,0,0,1,0,0,1)
Model21: ARDL(1,1,0,1,0,1,1)
Model24: ARDL(1,1,0,1,0,0,0)
Model35: ARDL(1,0,1,1,1,0,1)
Model49: ARDL(1,0,0,1,1,1,1)
Model3: ARDL(1,1,1,1,1,0,1)
Model1: ARDL(1,1,1,1,1,1,1)
Model56: ARDL(1,0,0,1,0,0,0)

EC = INDEX - (0.1463*VA + 0.0995*PS + 0.9157*GE -0.8910*RQ -0.2238*RL
-1.0021*CC)

F-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	1.322931	10%	2.12	3.23
k	6	5%	2.45	3.61
		2.5%	2.75	3.99
		1%	3.15	4.43

Actual Sample Size	16		Finite Sample: n=35	
		10%	2.387	3.671
		5%	2.864	4.324
		1%	4.016	5.797
			Finite Sample: n=30	
		10%	2.457	3.797
		5%	2.97	4.499
		1%	4.27	6.211

t-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-1.081594	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.483273	Prob. F(11,4)	0.8464
Obs*R-squared	9.130099	Prob. Chi-Square(11)	0.6099
Scaled explained SS	0.245488	Prob. Chi-Square(11)	1.0000

Heteroskedasticity Test: Harvey
Null hypothesis: Homoskedasticity

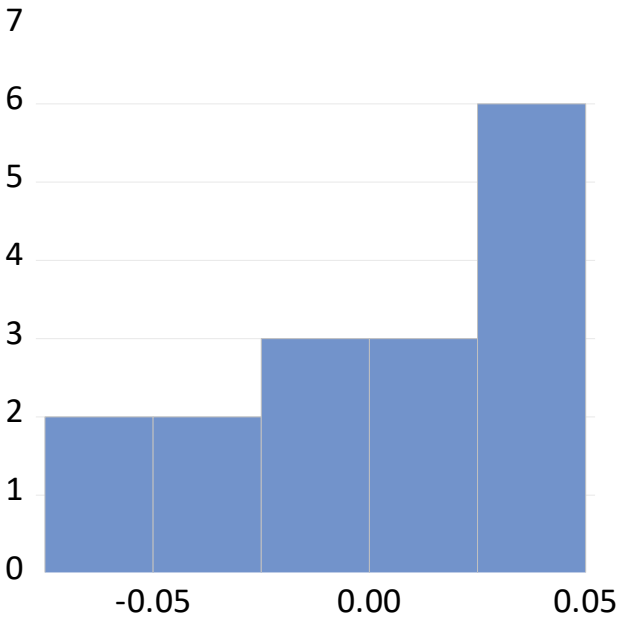
F-statistic	0.782872	Prob. F(11,4)	0.6634
Obs*R-squared	10.92530	Prob. Chi-Square(11)	0.4495
Scaled explained SS	3.918030	Prob. Chi-Square(11)	0.9723

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.124021	Prob. F(1,13)	0.3084
Obs*R-squared	1.193733	Prob. Chi-Square(1)	0.2746

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	4.945018	Prob. F(2,2)	0.1682
Obs*R-squared	13.30867	Prob. Chi-Square(2)	0.0013



Series: Residuals	
Sample 2008 2023	
Observations 16	
Mean	4.44e-16
Median	0.012002
Maximum	0.042245
Minimum	-0.064809
Std. Dev.	0.036843
Skewness	-0.506860
Kurtosis	1.860408
Jarque-Bera	1.550865
Probability	0.460505

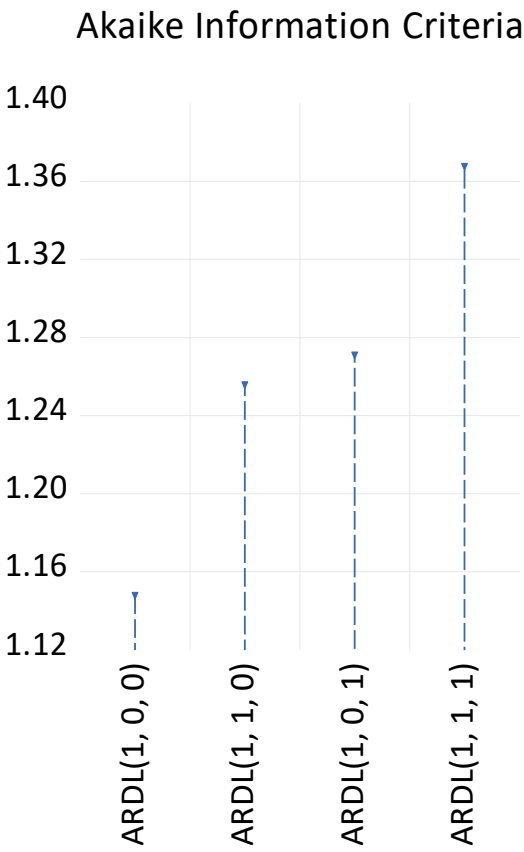
الملاحق الخاصة بدولة جمهورية مصر العربية

Dependent Variable: INDEX
Method: ARDL
Date: 09/25/25 Time: 11:14
Sample (adjusted): 2008 2023
Included observations: 16 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (1 lag, automatic): VA CC
Fixed regressors: GDP C
Number of models evalulated: 4
Selected Model: ARDL(1, 0, 0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	-0.210519	0.147942	-1.422981	0.1825
VA	-1.886132	0.705243	-2.674444	0.0216
CC	-0.526810	1.554855	-0.338816	0.7411
GDP	0.162998	0.107494	1.516353	0.1576
C	4.134905	0.791065	5.227014	0.0003

R-squared	0.651860	Mean dependent var	6.156250
Adjusted R-squared	0.525263	S.D. dependent var	0.550114
S.E. of regression	0.379034	Akaike info criterion	1.147927
Sum squared resid	1.580339	Schwarz criterion	1.389361
Log likelihood	-4.183420	Hannan-Quinn criter.	1.160291
F-statistic	5.149118	Durbin-Watson stat	1.581384
Prob(F-statistic)	0.013836		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.



EC = INDEX - (-1.5581*VA -0.4352*CC)

F-Bounds Test			Null Hypothesis: No levels relationship	
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	42.51082	10%	3.17	4.14
k	2	5%	3.79	4.85
		2.5%	4.41	5.52
		1%	5.15	6.36
			Finite Sample: n=35	
Actual Sample Size	16			
		10%	3.393	4.41
		5%	4.183	5.333
		1%	6.14	7.607
			Finite Sample: n=30	
		10%	3.437	4.47
		5%	4.267	5.473
		1%	6.183	7.873

t-Bounds Test			Null Hypothesis: No levels relationship	
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-8.182388	10%	-2.57	-3.21

5%	-2.86	-3.53
2.5%	-3.13	-3.8
1%	-3.43	-4.1

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.715762	Prob. F(4,11)	0.2163
Obs*R-squared	6.147259	Prob. Chi-Square(4)	0.1884
Scaled explained SS	4.333601	Prob. Chi-Square(4)	0.3627

Heteroskedasticity Test: Harvey
Null hypothesis: Homoskedasticity

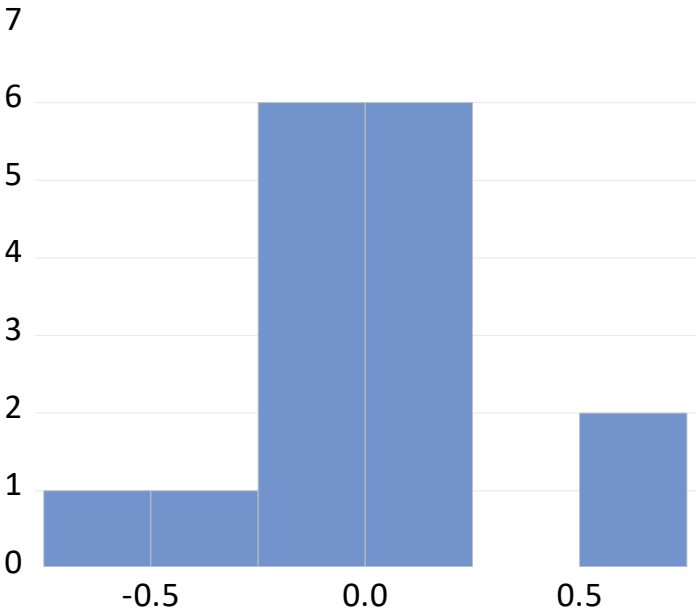
F-statistic	0.734528	Prob. F(4,11)	0.5873
Obs*R-squared	3.372751	Prob. Chi-Square(4)	0.4975
Scaled explained SS	4.134665	Prob. Chi-Square(4)	0.3881

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.632263	Prob. F(1,13)	0.4408
Obs*R-squared	0.695699	Prob. Chi-Square(1)	0.4042

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.051948	Prob. F(2,9)	0.9497
Obs*R-squared	0.182595	Prob. Chi-Square(2)	0.9127



Series: Residuals
Sample 2008 2023
Observations 16

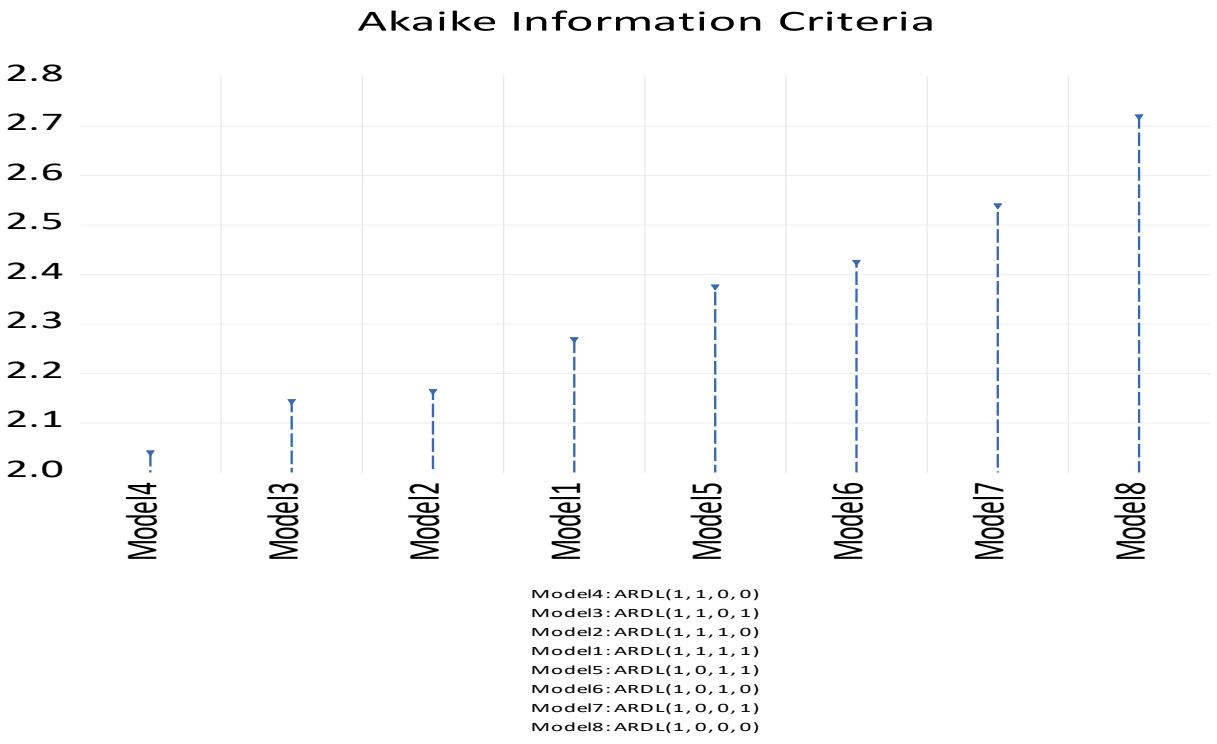
Mean	-1.05e-15
Median	-0.016364
Maximum	0.679258
Minimum	-0.726220
Std. Dev.	0.324586
Skewness	0.161499
Kurtosis	3.982991
Jarque-Bera	0.713733
Probability	0.699866

Dependent Variable: INDEX
Method: ARDL
Date: 09/25/25 Time: 14:11
Sample (adjusted): 2008 2023
Included observations: 16 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (1 lag, automatic): RL RQ CC
Fixed regressors: GDP C
Number of models evalulated: 8
Selected Model: ARDL(1, 1, 0, 0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	1.030678	0.314282	3.279471	0.0095
RL	-3.425435	3.286559	-1.042256	0.3245
RL(-1)	4.770623	1.431484	3.332641	0.0088
RQ	0.314783	2.304090	0.136619	0.8943
CC	4.083620	1.943834	2.100807	0.0650
GDP	-0.161807	0.044461	-3.639286	0.0054
C	-4.340739	4.194890	-1.034768	0.3278

R-squared	0.901469	Mean dependent var	10.55625
Adjusted R-squared	0.835782	S.D. dependent var	1.425468
S.E. of regression	0.577654	Akaike info criterion	2.039952
Sum squared resid	3.003155	Schwarz criterion	2.377959
Log likelihood	-9.319615	Hannan-Quinn criter.	2.057261
F-statistic	13.72367	Durbin-Watson stat	1.714164
Prob(F-statistic)	0.000447		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.



EC = INDEX - (-43.8491*RL -10.2610*RQ -133.1139*CC)

F-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	5.575059	10%	2.72	3.77
k	3	5%	3.23	4.35
		2.5%	3.69	4.89
		1%	4.29	5.61
			Finite Sample: n=35	
Actual Sample Size	16			
		10%	2.958	4.1
		5%	3.615	4.913
		1%	5.198	6.845
			Finite Sample: n=30	
		10%	3.008	4.15
		5%	3.71	5.018
		1%	5.333	7.063

t-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	0.097612	10%	-2.57	-3.46
		5%	-2.86	-3.78
		2.5%	-3.13	-4.05
		1%	-3.43	-4.37

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.212549	Prob. F(6,9)	0.9635
Obs*R-squared	1.985801	Prob. Chi-Square(6)	0.9210
Scaled explained SS	0.489416	Prob. Chi-Square(6)	0.9980

Heteroskedasticity Test: Harvey
Null hypothesis: Homoskedasticity

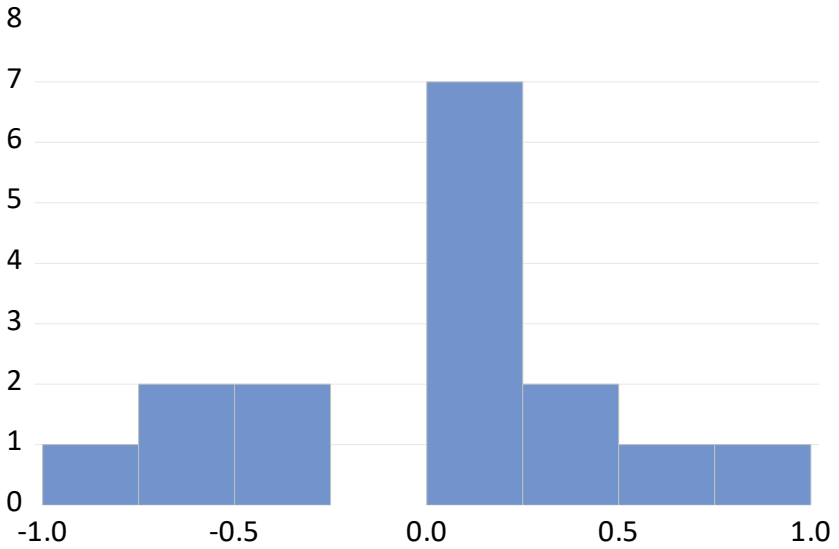
F-statistic	0.210293	Prob. F(6,9)	0.9644
Obs*R-squared	1.967320	Prob. Chi-Square(6)	0.9227
Scaled explained SS	4.057884	Prob. Chi-Square(6)	0.6688

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	2.931193	Prob. F(1,13)	0.1106
Obs*R-squared	2.759862	Prob. Chi-Square(1)	0.0967

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.041611	Prob. F(2,7)	0.9595
Obs*R-squared	0.187986	Prob. Chi-Square(2)	0.9103



Series: Residuals
Sample 2008 2023
Observations 16

Mean	1.51e-16
Median	0.061748
Maximum	0.792792
Minimum	-0.889218
Std. Dev.	0.447449
Skewness	-0.299196
Kurtosis	2.557856
Jarque-Bera	0.369043
Probability	0.831502

الملاحق الخاصة بدولة المملكة العربية السعودية

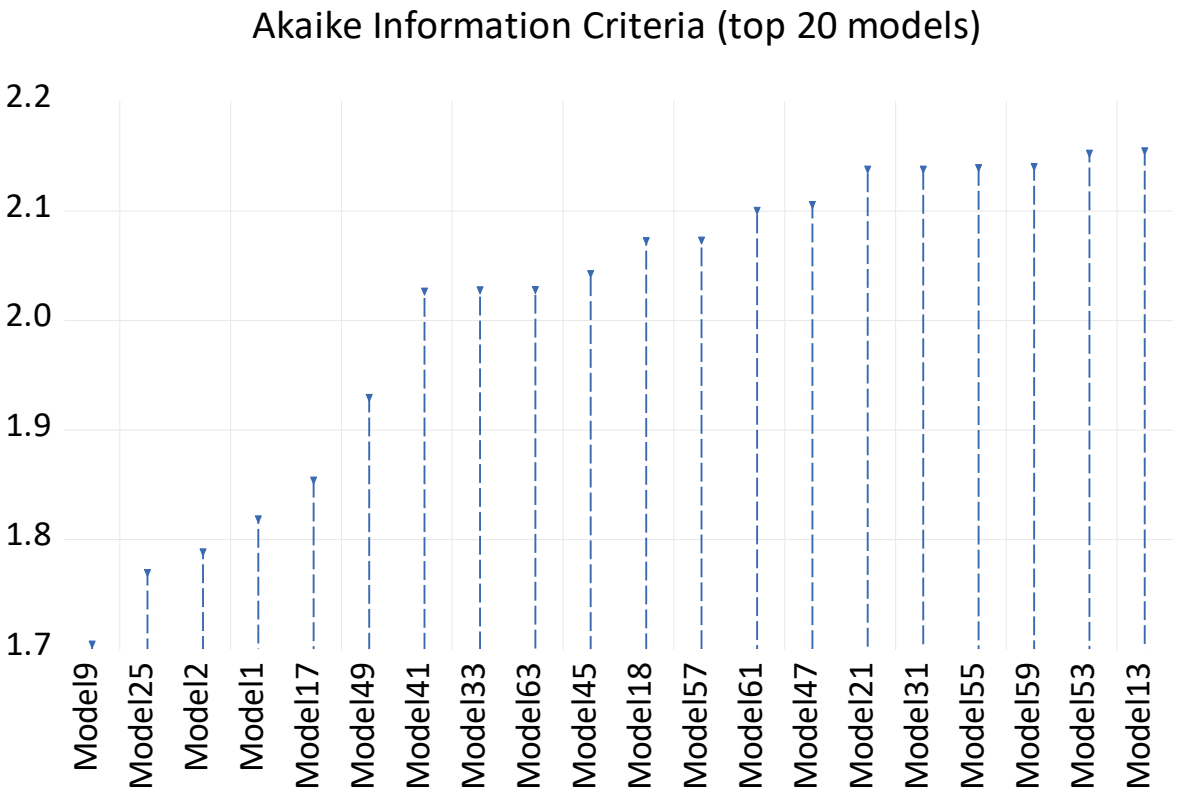
Dependent Variable: INDEX
Method: ARDL
Date: 09/25/25 Time: 14:17
Sample (adjusted): 2008 2023
Included observations: 16 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (1 lag, automatic): VA PS GE RQ RL CC
Fixed regressors: GDP C
Number of models evalulated: 64
Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 0, 1, 1, 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	-0.914063	0.930242	-0.982608	0.4294
VA	-14.65540	14.06101	-1.042272	0.4067
VA(-1)	16.15120	15.21163	1.061767	0.3996
PS	2.045244	3.479619	0.587778	0.6162
PS(-1)	-1.503799	2.322698	-0.647436	0.5837
GE	8.456687	5.552212	1.523120	0.2672
RQ	9.640101	6.768697	1.424218	0.2904
RQ(-1)	-18.82591	15.09436	-1.247215	0.3386
RL	4.867103	4.852008	1.003111	0.4215
RL(-1)	12.13815	8.076725	1.502855	0.2717
CC	-1.038157	6.399498	-0.162225	0.8860
CC(-1)	3.394127	2.463679	1.377666	0.3022
GDP	0.300306	0.255764	1.174153	0.3612
C	12.70123	21.32362	0.595641	0.6118

R-squared	0.977637	Mean dependent var	7.487500
Adjusted R-squared	0.832279	S.D. dependent var	1.633758
S.E. of regression	0.669086	Akaike info criterion	1.704750
Sum squared resid	0.895352	Schwarz criterion	2.380765

Log likelihood	0.361998	Hannan-Quinn criter.	1.739368
F-statistic	6.725698	Durbin-Watson stat	1.434809
Prob(F-statistic)	0.136713		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.



Model9: ARDL(1, 1, 1, 0, 1, 1, 1)
Model25: ARDL(1, 1, 0, 0, 1, 1, 1)
Model2: ARDL(1, 1, 1, 1, 1, 1, 0)
Model1: ARDL(1, 1, 1, 1, 1, 1, 1)
Model17: ARDL(1, 1, 0, 1, 1, 1, 1)
Model49: ARDL(1, 0, 0, 1, 1, 1, 1)
Model41: ARDL(1, 0, 1, 0, 1, 1, 1)
Model33: ARDL(1, 0, 1, 1, 1, 1, 1)
Model63: ARDL(1, 0, 0, 0, 0, 0, 1)
Model45: ARDL(1, 0, 1, 0, 0, 1, 1)
Model18: ARDL(1, 1, 0, 1, 1, 1, 0)
Model57: ARDL(1, 0, 0, 0, 1, 1, 1)
Model61: ARDL(1, 0, 0, 0, 0, 1, 1)
Model47: ARDL(1, 0, 1, 0, 0, 0, 1)
Model21: ARDL(1, 1, 0, 1, 0, 1, 1)
Model31: ARDL(1, 1, 0, 0, 0, 0, 1)
Model55: ARDL(1, 0, 0, 1, 0, 0, 1)
Model59: ARDL(1, 0, 0, 0, 1, 0, 1)
Model53: ARDL(1, 0, 0, 1, 0, 1, 1)
Model13: ARDL(1, 1, 1, 0, 0, 1, 1)

EC = INDEX - (0.7815*VA + 0.2829*PS + 4.4182*GE -4.7991*RQ + 8.8844*RL + 1.2309*CC)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic:		

			n=1000	
F-statistic	2.483798	10%	2.12	3.23
k	6	5%	2.45	3.61
		2.5%	2.75	3.99
		1%	3.15	4.43
			Finite Sample:	
Actual Sample Size	16		n=35	
		10%	2.387	3.671
		5%	2.864	4.324
		1%	4.016	5.797
			Finite Sample:	
			n=30	
		10%	2.457	3.797
		5%	2.97	4.499
		1%	4.27	6.211

t-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-2.057597	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	12.64004	Prob. F(13,2)	0.0756
Obs*R-squared	15.80760	Prob. Chi-Square(13)	0.2597
Scaled explained SS	0.133306	Prob. Chi-Square(13)	1.0000

Heteroskedasticity Test: Harvey
Null hypothesis: Homoskedasticity

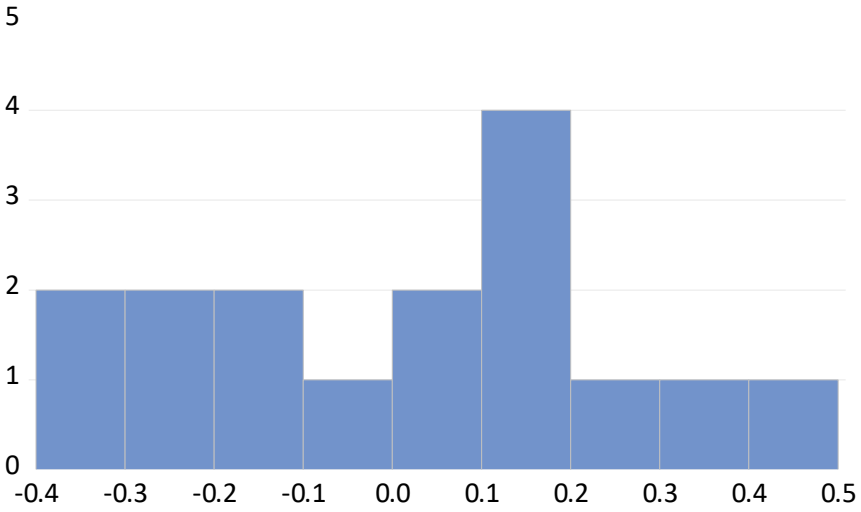
F-statistic	2.544442	Prob. F(13,2)	0.3172
Obs*R-squared	15.08774	Prob. Chi-Square(13)	0.3019
Scaled explained SS	6.378616	Prob. Chi-Square(13)	0.9313

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.116272	Prob. F(1,13)	0.7386
Obs*R-squared	0.132970	Prob. Chi-Square(1)	0.7154

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 1 lag

F-statistic	0.800184	Prob. F(1,1)	0.5354
Obs*R-squared	7.112018	Prob. Chi-Square(1)	0.0077



Series: Residuals	
Sample 2008 2023	
Observations 16	
Mean	-3.33e-15
Median	0.042900
Maximum	0.432819
Minimum	-0.398429
Std. Dev.	0.244316
Skewness	-0.056327
Kurtosis	2.079427
Jarque-Bera	0.573431
Probability	0.750725

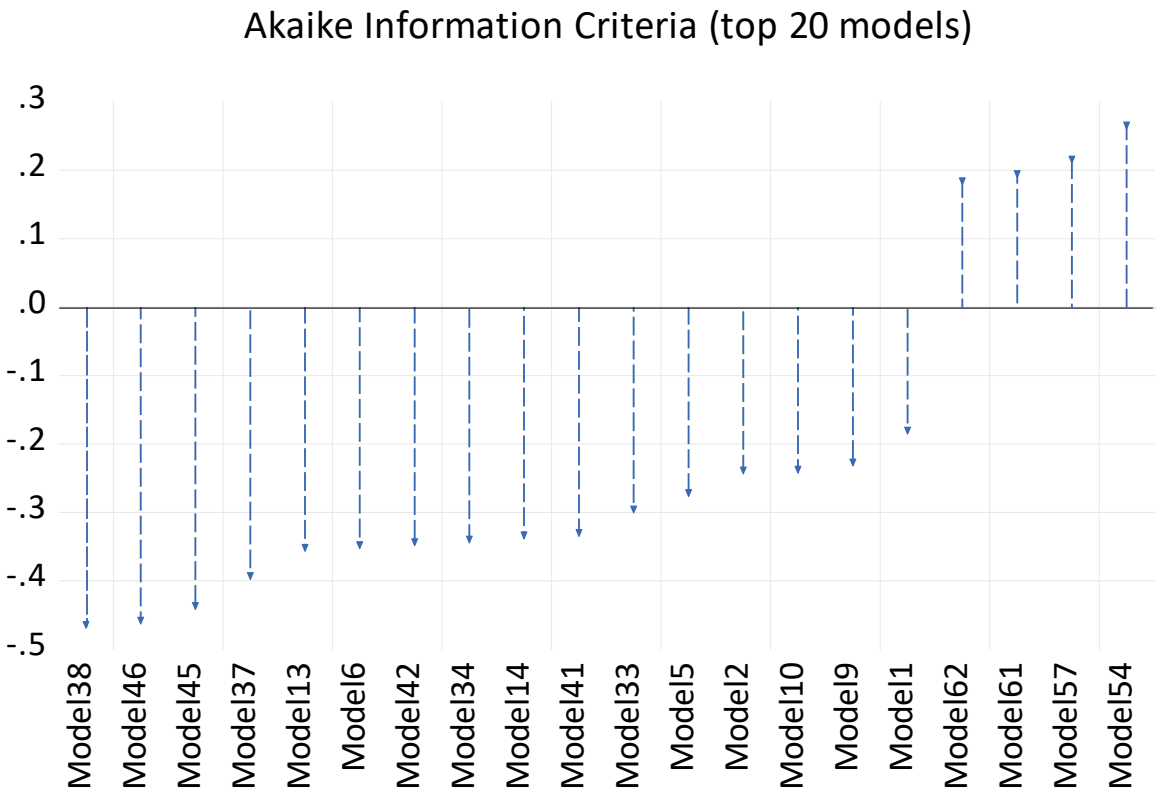
الملاحق الخاصة بدولة الامارات العربية المتحدة

Dependent Variable: INDEX
Method: ARDL
Date: 09/25/25 Time: 17:38
Sample (adjusted): 2008 2023
Included observations: 16 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (1 lag, automatic): VA PS GE RQ RL CC
Fixed regressors: GDP C
Number of models evalulated: 64
Selected Model: ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 1, 0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	0.345605	0.201689	1.713550	0.1618
VA	2.428325	1.512165	1.605860	0.1836
PS	3.603461	0.989086	3.643225	0.0219
PS(-1)	1.787697	0.769201	2.324096	0.0808
GE	-1.533409	0.702770	-2.181951	0.0945
GE(-1)	0.753146	1.004817	0.749536	0.4952
RQ	-0.051706	0.657213	-0.078675	0.9411
RL	4.521485	1.170125	3.864104	0.0181
RL(-1)	3.722871	1.105699	3.366984	0.0281
CC	-2.075784	1.310517	-1.583943	0.1884
GDP	0.039019	0.020247	1.927196	0.1262
C	-1.581756	1.982416	-0.797893	0.4696

R-squared	0.988113	Mean dependent var	2.900000
Adjusted R-squared	0.955425	S.D. dependent var	0.858681
S.E. of regression	0.181291	Akaike info criterion	-0.463722
Sum squared resid	0.131466	Schwarz criterion	0.115719
Log likelihood	15.70978	Hannan-Quinn criter.	-0.434050
F-statistic	30.22855	Durbin-Watson stat	2.601816
Prob(F-statistic)	0.002437		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.



Model38: ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 1, 0)
Model46: ARDL(1, 0, 1, 0, 0, 1, 0)
Model45: ARDL(1, 0, 1, 0, 0, 1, 1)
Model37: ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 1, 1)
Model13: ARDL(1, 1, 1, 0, 0, 1, 1)
Model6: ARDL(1, 1, 1, 1, 0, 1, 0)
Model42: ARDL(1, 0, 1, 0, 1, 1, 0)
Model34: ARDL(1, 0, 1, 1, 1, 1, 0)
Model14: ARDL(1, 1, 1, 0, 0, 1, 0)
Model41: ARDL(1, 0, 1, 0, 1, 1, 1)
Model33: ARDL(1, 0, 1, 1, 1, 1, 1)
Model5: ARDL(1, 1, 1, 1, 0, 1, 1)
Model2: ARDL(1, 1, 1, 1, 1, 1, 0)
Model10: ARDL(1, 1, 1, 0, 1, 1, 0)
Model9: ARDL(1, 1, 1, 0, 1, 1, 1)
Model1: ARDL(1, 1, 1, 1, 1, 1, 1)
Model62: ARDL(1, 0, 0, 0, 0, 1, 0)
Model61: ARDL(1, 0, 0, 0, 0, 1, 1)
Model57: ARDL(1, 0, 0, 0, 1, 1, 1)
Model54: ARDL(1, 0, 0, 1, 0, 1, 0)

EC = INDEX - (3.7108*VA + 8.2384*PS -1.1923*GE -0.0790*RQ + 12.5984*RL
-3.1721*CC)

F-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	9.166171	10%	2.12	3.23
k	6	5%	2.45	3.61
		2.5%	2.75	3.99
		1%	3.15	4.43

Actual Sample Size	16		Finite Sample: n=35	
		10%	2.387	3.671
		5%	2.864	4.324
		1%	4.016	5.797
			Finite Sample: n=30	
		10%	2.457	3.797
		5%	2.97	4.499
		1%	4.27	6.211

t-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-3.244568	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.169458	Prob. F(11,4)	0.9913
Obs*R-squared	5.086013	Prob. Chi-Square(11)	0.9269
Scaled explained SS	0.253514	Prob. Chi-Square(11)	1.0000

Heteroskedasticity Test: Harvey
Null hypothesis: Homoskedasticity

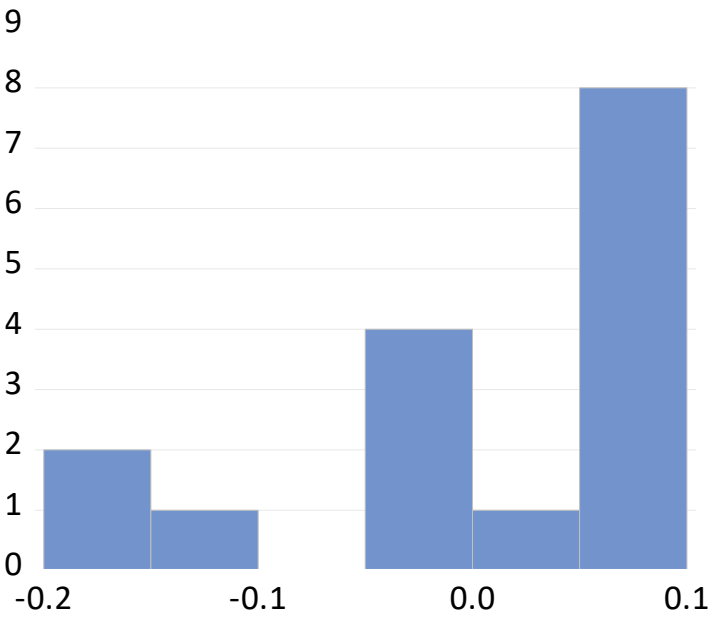
F-statistic	1.407777	Prob. F(11,4)	0.3983
Obs*R-squared	12.71552	Prob. Chi-Square(11)	0.3123
Scaled explained SS	10.04280	Prob. Chi-Square(11)	0.5265

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.458842	Prob. F(1,13)	0.5100
Obs*R-squared	0.511383	Prob. Chi-Square(1)	0.4745

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	2.168582	Prob. F(2,2)	0.3156
Obs*R-squared	10.95042	Prob. Chi-Square(2)	0.0042



Series: Residuals	
Sample 2008 2023	
Observations 16	
Mean	-9.04e-16
Median	0.027599
Maximum	0.098747
Minimum	-0.199865
Std. Dev.	0.093618
Skewness	-0.895010
Kurtosis	2.595051
Jarque-Bera	2.245439
Probability	0.325394

الملاحق الخاصة بدولة سلطنة عمان

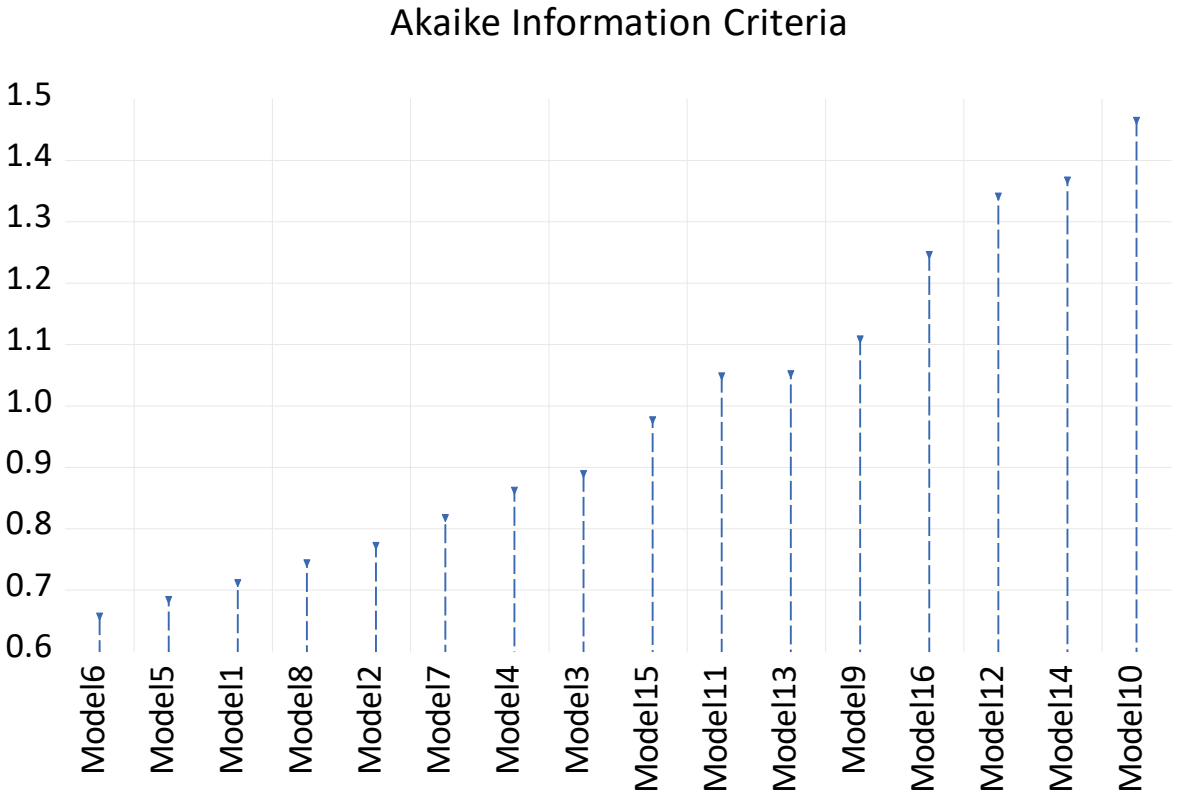
Dependent Variable: INDEX
Method: ARDL
Date: 09/25/25 Time: 17:50
Sample (adjusted): 2008 2023
Included observations: 16 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (1 lag, automatic): GE RQ RL CC
Fixed regressors: GDP C
Number of models evalulated: 16
Selected Model: ARDL(1, 1, 0, 1, 0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	0.245116	0.237807	1.030735	0.3370
GE	-1.657686	1.553380	-1.067148	0.3213
GE(-1)	-3.594856	1.189399	-3.022413	0.0193
RQ	-0.797277	0.676833	-1.177952	0.2773
RL	1.806753	1.504251	1.201098	0.2688
RL(-1)	2.222978	1.730238	1.284782	0.2397
CC	-0.334477	1.219119	-0.274360	0.7917
GDP	0.004537	0.030688	0.147850	0.8866
C	3.999424	1.447432	2.763118	0.0280

R-squared	0.900978	Mean dependent var	5.875000
Adjusted R-squared	0.787810	S.D. dependent var	0.628755
S.E. of regression	0.289630	Akaike info criterion	0.657898
Sum squared resid	0.587200	Schwarz criterion	1.092480
Log likelihood	3.736813	Hannan-Quinn criter.	0.680152
F-statistic	7.961429	Durbin-Watson stat	2.101668
Prob(F-statistic)	0.006448		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model

selection.



Model6: ARDL(1, 1, 0, 1, 0)
Model5: ARDL(1, 1, 0, 1, 1)
Model1: ARDL(1, 1, 1, 1, 1)
Model8: ARDL(1, 1, 0, 0, 0)
Model2: ARDL(1, 1, 1, 1, 0)
Model7: ARDL(1, 1, 0, 0, 1)
Model4: ARDL(1, 1, 1, 0, 0)
Model3: ARDL(1, 1, 1, 0, 1)
Model15: ARDL(1, 0, 0, 0, 1)
Model11: ARDL(1, 0, 1, 0, 1)
Model13: ARDL(1, 0, 0, 1, 1)
Model9: ARDL(1, 0, 1, 1, 1)
Model16: ARDL(1, 0, 0, 0, 0)
Model12: ARDL(1, 0, 1, 0, 0)
Model14: ARDL(1, 0, 0, 1, 0)
Model10: ARDL(1, 0, 1, 1, 0)

EC = INDEX - (-6.9581*GE -1.0562*RQ + 5.3382*RL -0.4431*CC)

F-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	3.365045	10%	2.45	3.52
k	4	5%	2.86	4.01
		2.5%	3.25	4.49
		1%	3.74	5.06
			Finite Sample: n=35	
Actual Sample Size	16			
		10%	2.696	3.898

	5%	3.276	4.63
	1%	4.59	6.368
		Finite Sample: n=30	
	10%	2.752	3.994
	5%	3.354	4.774
	1%	4.768	6.67

t-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-3.174349	10%	-2.57	-3.66
		5%	-2.86	-3.99
		2.5%	-3.13	-4.26
		1%	-3.43	-4.6

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.273681	Prob. F(8,7)	0.3813
Obs*R-squared	9.484376	Prob. Chi-Square(8)	0.3031
Scaled explained SS	0.874419	Prob. Chi-Square(8)	0.9989

Heteroskedasticity Test: Harvey
Null hypothesis: Homoskedasticity

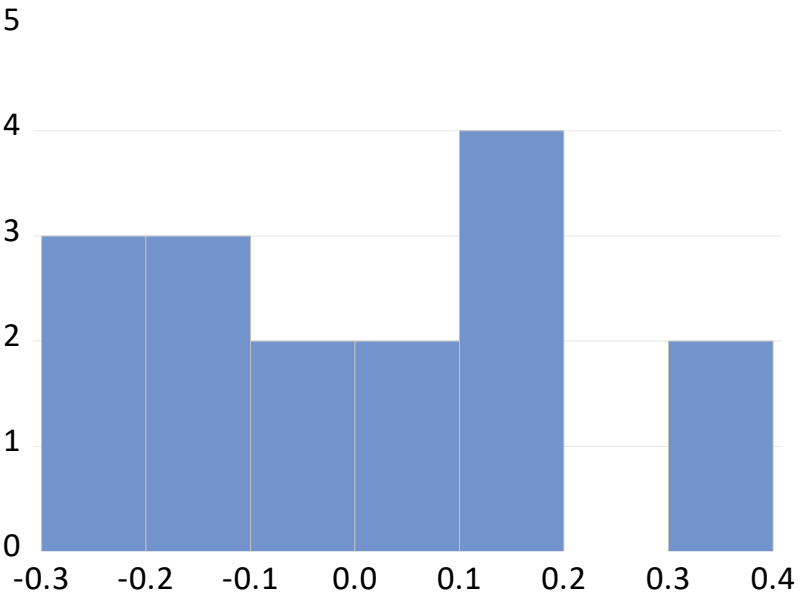
F-statistic	3.205414	Prob. F(8,7)	0.0713
Obs*R-squared	12.56898	Prob. Chi-Square(8)	0.1276
Scaled explained SS	5.833052	Prob. Chi-Square(8)	0.6659

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.849460	Prob. F(1,13)	0.1970
Obs*R-squared	1.868210	Prob. Chi-Square(1)	0.1717

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	1.339049	Prob. F(2,5)	0.3422
Obs*R-squared	5.580753	Prob. Chi-Square(2)	0.0614



Series: Residuals	
Sample 2008 2023	
Observations 16	
Mean	1.55e-15
Median	-0.001395
Maximum	0.359026
Minimum	-0.258519
Std. Dev.	0.197855
Skewness	0.346423
Kurtosis	1.963351
Jarque-Bera	1.036452
Probability	0.595576

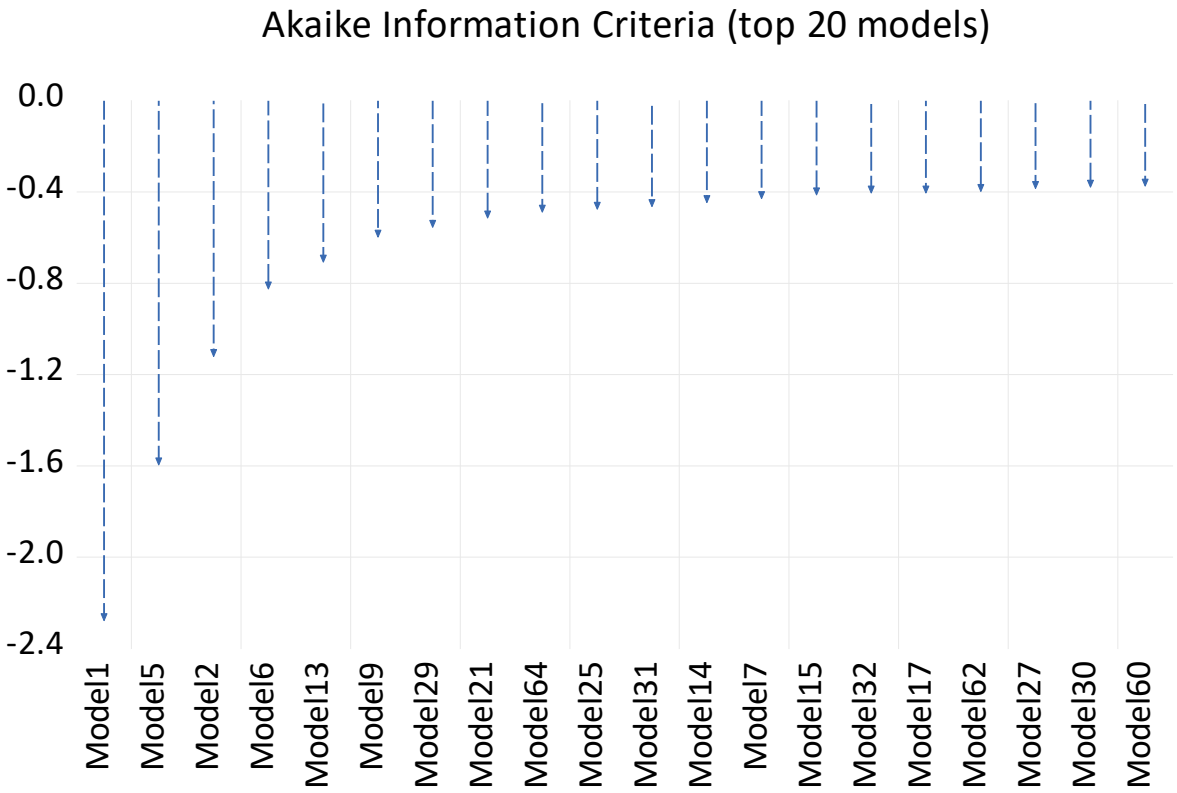
الملاحق الخاصة بدولة المملكة الأردنية الهاشمية

Dependent Variable: INDEX
Method: ARDL
Date: 09/25/25 Time: 18:03
Sample (adjusted): 2008 2023
Included observations: 16 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (1 lag, automatic): VA PS GE RQ RL CC
Fixed regressors: GDP C
Number of models evalulated: 64
Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 1, 1, 1, 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	0.297695	0.529280	0.562452	0.6738
VA	-1.159759	1.996475	-0.580903	0.6650
VA(-1)	10.69045	3.233561	3.306092	0.1870
PS	-0.713163	2.081842	-0.342563	0.7899
PS(-1)	-6.816895	2.699475	-2.525267	0.2400
GE	7.128627	1.695046	4.205566	0.1486
GE(-1)	3.939200	1.747600	2.254063	0.2658
RQ	-0.397830	1.619842	-0.245598	0.8467
RQ(-1)	-1.777669	1.596019	-1.113815	0.4658
RL	-1.920353	1.309825	-1.466114	0.3811
RL(-1)	-2.946972	1.101837	-2.674600	0.2278
CC	-4.968589	3.361754	-1.477975	0.3787
CC(-1)	-2.781987	1.723569	-1.614085	0.3531
GDP	0.106428	0.101944	1.043982	0.4863
C	9.520335	4.705881	2.023072	0.2923

R-squared	0.996595	Mean dependent var	6.256250
Adjusted R-squared	0.948923	S.D. dependent var	0.541564
S.E. of regression	0.122394	Akaike info criterion	-2.260728
Sum squared resid	0.014980	Schwarz criterion	-1.536426
Log likelihood	33.08582	Hannan-Quinn criter.	-2.223638
F-statistic	20.90546	Durbin-Watson stat	2.513105
Prob(F-statistic)	0.169968		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.



Model1: ARDL(1, 1, 1, 1, 1, 1, 1)
Model5: ARDL(1, 1, 1, 1, 0, 1, 1)
Model2: ARDL(1, 1, 1, 1, 1, 1, 0)
Model6: ARDL(1, 1, 1, 1, 0, 1, 0)
Model13: ARDL(1, 1, 1, 0, 0, 1, 1)
Model9: ARDL(1, 1, 1, 0, 1, 1, 1)
Model29: ARDL(1, 1, 0, 0, 0, 1, 1)
Model21: ARDL(1, 1, 0, 1, 0, 1, 1)
Model64: ARDL(1, 0, 0, 0, 0, 0, 0)
Model25: ARDL(1, 1, 0, 0, 1, 1, 1)
Model31: ARDL(1, 1, 0, 0, 0, 0, 1)
Model14: ARDL(1, 1, 1, 0, 0, 1, 0)
Model7: ARDL(1, 1, 1, 1, 0, 0, 1)
Model15: ARDL(1, 1, 1, 0, 0, 0, 1)
Model32: ARDL(1, 1, 0, 0, 0, 0, 0)
Model17: ARDL(1, 1, 0, 1, 1, 1, 1)
Model62: ARDL(1, 0, 0, 0, 0, 1, 0)
Model27: ARDL(1, 1, 0, 0, 1, 0, 1)
Model30: ARDL(1, 1, 0, 0, 0, 1, 0)
Model60: ARDL(1, 0, 0, 0, 1, 0, 0)

EC = INDEX - (13.5706*VA -10.7219*PS + 15.7593*GE -3.0977*RQ -6.9305 *RL -11.0359*CC)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
		Asymptotic: n=1000		

F-statistic	5.451223	10%	2.12	3.23
k	6	5%	2.45	3.61
		2.5%	2.75	3.99
		1%	3.15	4.43
			Finite Sample:	
Actual Sample Size	16		n=35	
		10%	2.387	3.671
		5%	2.864	4.324
		1%	4.016	5.797
			Finite Sample:	
			n=30	
		10%	2.457	3.797
		5%	2.97	4.499
		1%	4.27	6.211

t-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-1.326907	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

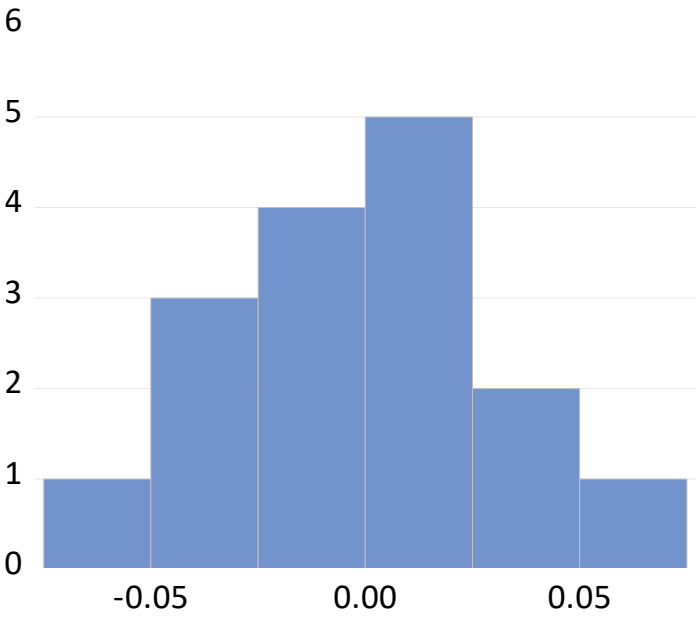
F-statistic	1107.908	Prob. F(14,1)	0.0235
Obs*R-squared	15.99897	Prob. Chi-Square(14)	0.3134
Scaled explained SS	0.061286	Prob. Chi-Square(14)	1.0000

Heteroskedasticity Test: Harvey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	187.0306	Prob. F(14,1)	0.0573
Obs*R-squared	15.99389	Prob. Chi-Square(14)	0.3137
Scaled explained SS	8.052544	Prob. Chi-Square(14)	0.8866

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.006578	Prob. F(1,13)	0.9366
Obs*R-squared	0.007586	Prob. Chi-Square(1)	0.9306



Series: Residuals	
Sample 2008 2023	
Observations 16	
Mean	1.55e-15
Median	-9.70e-05
Maximum	0.065301
Minimum	-0.064030
Std. Dev.	0.031602
Skewness	-0.011244
Kurtosis	2.961281
Jarque-Bera	0.001337
Probability	0.999332

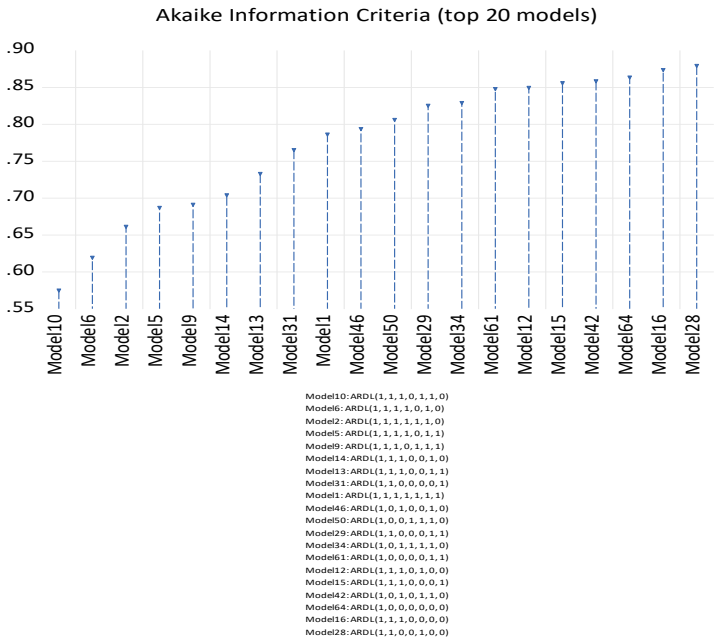
الملاحق الخاصة بدولة الكويت

Included observations: 16 after adjustments
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (1 lag, automatic): VA PS GE RQ RL CC
Fixed regressors: GDP C
Number of models evalulated: 64
Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 0, 1, 1, 0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	-0.021638	0.154346	-0.140192	0.8974
VA	2.186861	2.542370	0.860166	0.4529
VA(-1)	9.812324	7.972889	1.230711	0.3061
PS	4.165800	2.973479	1.400985	0.2557
PS(-1)	2.548256	1.793639	1.420718	0.2505
GE	6.011549	2.102649	2.859035	0.0646
RQ	9.819280	4.453914	2.204641	0.1147
RQ(-1)	1.979572	2.124526	0.931771	0.4202
RL	-10.06827	5.644910	-1.783602	0.1725
RL(-1)	-3.738616	3.078752	-1.214328	0.3115
CC	-5.101634	2.216998	-2.301145	0.1049
GDP	0.023174	0.032993	0.702385	0.5330
C	22.16962	7.977820	2.778907	0.0691

R-squared	0.980872	Mean dependent var	12.56250
Adjusted R-squared	0.904358	S.D. dependent var	1.068878
S.E. of regression	0.330561	Akaike info criterion	0.574975
Sum squared resid	0.327813	Schwarz criterion	1.202704
Log likelihood	8.400198	Hannan-Quinn criter.	0.607120
F-statistic	12.81958	Durbin-Watson stat	2.184627
Prob(F-statistic)	0.029301		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model



selection.

EC = INDEX - (11.7450*VA + 6.5719*PS + 5.8842*GE + 11.5490*RQ -13.5145 *RL -4.9936*CC)

F-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	37.96994	10%	2.12	3.23
k	6	5%	2.45	3.61
		2.5%	2.75	3.99
		1%	3.15	4.43
			Finite Sample: n=35	
Actual Sample Size	16			
		10%	2.387	3.671
		5%	2.864	4.324
		1%	4.016	5.797
			Finite Sample: n=30	
		10%	2.457	3.797
		5%	2.97	4.499
		1%	4.27	6.211

t-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-6.619162	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	6.223247	Prob. F(12,3)	0.0793
Obs*R-squared	15.38207	Prob. Chi-Square(12)	0.2212
Scaled explained SS	0.391510	Prob. Chi-Square(12)	1.0000

Heteroskedasticity Test: Harvey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.826001	Prob. F(12,3)	0.3409
Obs*R-squared	14.07322	Prob. Chi-Square(12)	0.2961
Scaled explained SS	14.44836	Prob. Chi-Square(12)	0.2730

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.367339	Prob. F(1,13)	0.5549
Obs*R-squared	0.412205	Prob. Chi-Square(1)	0.5209

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	1.495544	Prob. F(2,1)	0.5006
Obs*R-squared	11.99107	Prob. Chi-Square(2)	0.0025

