وزارة التّعليم العالي والبحث العلمي
جامعة المدية
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم المالية ومحاسبة

الموضـــوع:

أثر الحوكمة المالية على قيمة المؤسسة

دراسة قياسية لعينة من كُبريات الشركات الاقتصادية الجزائرية

خلال الفترة (2019 –2024)

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر

قسم علوم مالية ومحاسبة تخصص: محاسبة .

إعداد الطالبة:
هلال آمنة

إشراف الأستاذ:
د. كفايفي حسام

أعضاء لجنة المناقشة

أ.د سماي علي	جامعة المدية	رئيساً
د كفايفي حسام	جامعة المدية	مشرفا
د عامر محمد	جامعة المدية	مناقشا

السنة الجامعية. 2026/2025

شكر وعرفان

الحمد لله تبارك وتعالى حق حمده، وفقني لإتمام هذا البحث.

أتقدم بشكري وامتناني الكبيرين لأستاذي القدير **الأستاذ الدكتور** كفايفي حسام على قبوله الإشراف على هذا البحث رغم انشغالاته الكثيرة، وعلى ما قدمه لي من توجيهات قيمة، إن على مستوى المنهجية أو على مستوى المضمون العلمي.

كما أسجل شكري وتقديري لكل من قدم لي يد المساعدّة، من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل، وأخص بالذكر اساتذتي الكرام .

كما لا أنسى كل من شجّعني بالكلمة الطيبة والابتسامة وبالدعاء

إلى كل هؤلاء أقول.....

شكـــــرا

الإهـــــــــــــــــــداء

أهدي هذا البحث إلى نفسي معتذرتا منها لتركها في زحام الحياة ،على تأخري وعلى كل ماحملتها من ظغوطات وتجاوزات واعدها بانني سوكافئها بنجاحات اكبر واسمى.

هلال آمنة

المستخلص

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر الحوكمة المالية على قيمة السهم في المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم خلال الفترة (2019-2024)، من خلال التركيز على محددين رئيسيين للحوكمة المالية هما سياسة توزيع الأرباح والرفع المالي، باعتبارهما من أهم العوامل المؤثرة في القرارات المالية للمؤسسة. ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على بيانات بانل (Panel Data) لعينة من المؤسسات المدرجة، واستخدام برنامج EViews لتقدير النماذج القياسية واختبار العلاقة بين المتغيرات. وقد أظهرت النتائج وجود أثر معنوي لمحددات الحوكمة المالية على قيمة السهم، حيث تبين أن سياسة توزيع الأرباح تسهم في تعزيز قيمة السهم من خلال إرسال إشارات إيجابية للمستثمرين، كما أن الرفع المالي يؤثر في قيمة السهم بدرجات متفاوتة تبعاً لمستوى استخدام الديون وهيكل التمويل المعتمد. وتؤكد هذه النتائج أهمية تبني سياسات مالية رشيدة ومتوازنة من أجل تعظيم قيمة السهم وتحسين جاذبية المؤسسة لدى المستثمرين.

الكلمات المفتاحية :الحوكمة المالية، سياسة توزيع الأرباح، الرفع المالي، قيمة السهم، بيانات البانل.

Abstract

This study aimed to analyze the impact of financial governance on stock value in companies listed on the stock market during the period 2019–2024, focusing on two key financial governance determinants: dividend policy and financial leverage. These determinants are considered among the most influential factors in corporate financial decision-making. To achieve the study objectives, panel data were collected from a sample of listed companies and analyzed using EViews software and econometric panel data models. The findings revealed a significant impact of financial governance determinants on stock value. Dividend policy was found to enhance stock value by providing positive signals to investors, while financial leverage affected stock value to varying degrees depending on the level of debt

utilization and financing structure. The study highlights the importance of adopting sound and balanced financial policies to maximize stock value and improve corporate attractiveness to investors.

Keywords: Financial Governance, Dividend Policy, Financial Leverage, Stock Value, Panel Data.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات:

العنـــــوان	رقم الصفحة
كلمة شكر وعرفان.....	I
الإهداء.....	II
المستخلص.....	III
فهرس المحتويات.....	VI
قائمة الجداول.....	VII
قائمة الرموز والمصطلحات.....	XI
قائمة الملاحق	XII
مقدمة عامة.....	أ – ز
الفصل الأول: **الإطار النظري لحوكمة الشركات**	
تمهيد	2
المبحث الأول: الخلفية النظرية للحوكمة.....	3
المطلب الأول: ماهية الحوكمة.....	3
المطلب الثاني: متطلبات تطبيق الحوكمة	10
المطلب الثالث: واقع الحوكمةالمالية في الجزائر.....	12
المبحث الثاني: النظريات المفسرة للحوكمة.....	14
المطلب الأول: النظريات التي تركز على العلاقة بين المالك والإدارة.....	14
المطلب الثاني: النظريات التي تركز على أصحاب المصالح.....	15
المطلب الثالث: النظريات المؤسسية والبيئية.....	17
المبحث الثالث : آليات ومحددات الحوكمة.....	19
المطلب الأول: آليات الحوكمة.....	19

المطلب الثاني: ركائز الحوكمة.....	21
المطلب الثالث: نماذج ومحددات الحوكمة	23
الفصل الثاني: **الاطار النظري لتقييم المؤسسة.**	31
تمهيد	31
المبحث الأول: ماهية تقييم المؤسسة.....	32
المطلب الأول: تعريف تقييم المؤسسة.....	32
المطلب الثاني: أهداف تقييم المؤسسة.....	35
المطلب الثالث: أهمية تقييم المؤسسة.....	36
المبحث الثاني: : أساليب ومؤشرات تقييم المؤسسة.....	37
المطلب الأول: أساليب تقييم المؤسسات	37
المطلب الثاني:مؤشرات التقييم المالي.....	41
المطلب الثالث: المؤشرات غير المالية	47
المبحث الثالث: نماذج ومحددات تقييم المؤسسة.....	49
المطلب الأول: نماذج تقييم المؤسسة.....	49
المطلب الثاني: المحددات الداخلية لتقييم المؤسسة.....	50
المطلب الثالث: المحددات الخارجية لتقييم المؤسسة.....	52
خاتمة الفصل :.....	54
الفصل الثالث : **نموذج قياس محددات الحوكمة المالية واثرها على قيمة المؤسسة .**	56
تمهيد.....	56
المبحث الاول:الاطار القياسي المتبع في التحليل.....	57
المطلب الاول: مفهوم نماذج البانل.....	57
المطلب الثاني:نموذج بيانات البانل الساكنة	58

المبحث الثاني :منهجية الدراسة والنموذج القياسي المستخدم	**61**
المطلب الاول : العينة وفترة الدراسة	**61**
المطلب الثاني : متغيرات الدراسة	**62**
المطلب الثالث : تحديد الشكل الرياضي للنموذج	**63**
المبحث الثالث : تقدير النموذج القياسي وعرض النتائج	**64**
المطلب الاول : دراسة إحصائية لمتغيرات الدراسة.....	**64**
المطلب الثاني : تقدير نماذج بيانات البانل الساكن والمفاضلة بينها وتحليل النتائج..	**67**
المطلب الثالث: تقييم النموذج.....	**70**
خلاصة الفصل:.....	**73**
خاتمة عامة:	**75**
المراجع :	**78**
الملاحق :	**85**

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	رقم الصحة
1_2	أهم المؤشرات المالية.....	45
1_3	**الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.....**	64
2_3	**مصفوفة قيم الارتباط الثنائي بين مؤشرات الدراسة.....**	66
3_3	**تقدير النماذج الثلاثة المقترحة بإستخدام تحليل معطيات البانل للعينة المدروسة.....**	67
4_3	جدول اختبار فيشر.....	68
5_3	**نتائج الانحدار باستخدام النموذج التجميعي لعينة الدراسة.....**	69

قائمة الرموز والمصطلحات.

ROA ……	العائد على الربيحية……
ROE…….	العائد على حقوق الملكية……
OECD……	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية……
ESG……	حوكمة الاستدامة……
Dividend policy ……	سياسة توزيع الربح ……
Stakeholder Theory …….	نظرية أصحاب المصالح ……
Institutional Theory……	النظرية المؤسسية……
Isomorphism……	المحاكاة والتقليد ……
Environmental Theory……	النظرية البيئية ……
Transparency……	الشفافية…..
Accountability……	المساءلة ……
Environmental Theory. ……	النظرية البيئية……
Resource Dependence……	الاعتماد على الموارد……
Fairness / Equity ……...	العدالة ……
Responsibility ……	المسؤولية……
Efficiency and Effectiveness…….	الكفاءة والفعالية……
NPV……	القيمة الحالية الصافية……
IRR……	معدل العائد الداخلي……
EVA……	القيمة الاقتصادية المضافة ……
BSC……	بطاقة الأداء المتوازن ……
SWOT……	تحليل ……

Current Ratio	نسبة التداول
Quick Ratio	نسبة السيولة السريعة
Cash Ratio	**نسبة السيولة الجاهزة**
FRNG	**صافي رأس المال العام**
MVA	**القيمة السوقية المضافة**
FCF	**التدفقات النقدية الحرة**
DCF	**نموذج خصم التدفقات النقدية**
The pooled regression. PRM	**نموذج الانحدار التجميعي (المشترك)**
The fixed effects model .FEM	**نموذج التأثيرات الثابتة**
The random effects model. **REM**	**نموذج التأثيرات العشوائية**
T. Fisher	**اختبار احصائية فيشر**

قائمة الملاحق

رقم الملحق	اسم الملحق	الصفحة
الملحق رقم(01).	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة .	86
الملحق رقم (02).	مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة	87
الملحق رقم (03).	نموذج التأثيرات الثابتة .	88
الملحق رقم (04)	نموذج الأثر العشوائي.	89
الملحق رقم (05).	نموذج الأثر التجميعي	90
الملحق رقم (06).	نتائج اختبار فيشر	91

مقدمة عامة

تُعدّ الحوكمة من أبرز المفاهيم التي حظيت باهتمام متزايد في الأدبيات الاقتصادية والمالية المعاصرة، خاصة في ظل الأزمات المالية والانهيارات التي شهدتها العديد من الشركات العالمية، والتي كشفت عن وجود قصور في أنظمة الرقابة والإدارة والإفصاح المالي. وقد أدى ذلك إلى تنامي الدعوات نحو تبني آليات حوكمة فعّالة تضمن الشفافية والمساءلة، وتحدّ من تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين، بما يسهم في حماية حقوق أصحاب المصالح وتحسين كفاءة الأداء المالي والإداري للمؤسسات.

ومع التطورات المتسارعة التي عرفتها الأسواق المالية الدولية، أصبحت الحوكمة المالية عنصرًا أساسيًا في تعزيز الثقة داخل البيئة الاستثمارية، لما لها من دور في تحسين جودة التقارير المالية، وترشيد القرارات الإدارية والمالية، والحد من الممارسات الانتهازية، إضافة إلى مساهمتها في تحقيق الاستقرار المالي وتعزيز القدرة التنافسية للمؤسسات. كما ترتبط الحوكمة المالية ارتباطًا وثيقًا بهدف أساسي تسعى إليه مختلف المؤسسات الاقتصادية، والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة باعتبارها مؤشرًا يعكس كفاءة التسيير ونجاح السياسات المالية المتبعة.

وتُعتبر قيمة المؤسسة من أهم المؤشرات المعتمدة في تقييم الأداء الاقتصادي والمالي، إذ تعكس قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح المستقبلية وجذب المستثمرين وتعظيم ثروة المساهمين. ومن هذا المنطلق، برز الاهتمام بدراسة العلاقة بين الحوكمة المالية وقيمة المؤسسة، حيث تشير العديد من الدراسات إلى أن تبني مبادئ الحوكمة الرشيدة يسهم في تخفيض تكاليف الوكالة، وتحسين الكفاءة التشغيلية، وتعزيز ثقة المستثمرين، الأمر الذي ينعكس إيجابًا على القيمة السوقية للمؤسسة.

وتكتسي هذه الدراسة أهمية خاصة في البيئة الجزائرية، لاسيما في ظل التوجه نحو تطوير السوق المالية وتحسين مناخ الاستثمار وتعزيز الشفافية داخل المؤسسات الاقتصادية. وتُعد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر من أهم مكونات السوق المالية الجزائرية، نظرًا لما تتمتع به من دور اقتصادي وتمويلي، الأمر الذي يجعلها مجالًا مناسبًا لدراسة مدى تأثير آليات الحوكمة المالية على قيمة المؤسسة في سياق اقتصاد ناشئ يتميز بخصوصيات تنظيمية ومؤسساتية مختلفة عن الأسواق المتقدمة.

وعلى الرغم من تزايد الاهتمام بموضوع الحوكمة المالية على المستوى الدولي، إلا أن الدراسات التطبيقية التي تناولت أثر الحوكمة المالية على قيمة المؤسسة في البيئة الجزائرية لا تزال محدودة، خاصة تلك التي تعتمد على الأساليب القياسية الحديثة ونماذج بيانات البانل. ومن هنا تنبع أهمية هذه الدراسة، التي تسعى إلى تحليل وقياس أثر الحوكمة المالية على قيمة المؤسسة لعينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، من خلال الاعتماد على نماذج الاقتصاد القياسي للبيانات الطولية، بهدف الكشف عن طبيعة العلاقة بين آليات الحوكمة المالية ومؤشرات قيمة المؤسسة، وتقديم نتائج علمية يمكن أن تسهم في دعم القرارات الإدارية والمالية وتعزيز فعالية الممارسات الحوكمية داخل الشركات الجزائرية.

الإشكالية.

مما تقدم تتبلور معالم إشكالية هذا البحث في السؤال الجوهري التالي:

إلى أي مدى تؤثر آليات الحوكمة المالية على قيمة المؤسسة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، وما طبيعة العلاقة بين مؤشرات الحوكمة المالية وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؟

ومن أجل معالجة الإشكالية الرئيسية المطروحة أعلاه، يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما أثر آليات الحوكمة المالية على قيمة الشركات في بورصة الجزائر؟
2. هل تؤثر سياسة توزيع الارباح والرفع المالي كآلية حوكمة على تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الجزائرية المنخرطة في البورصة ؟

الفرضيات.

للإجابة الأولية على الأسئلة الفرعية المطروحة، نعرض الفرضيات التالية والتي سوف يتم اختبارها من خلال هذه الدراسة:

- **الفرضية الأولى: يوجد دلالة إحصائية لآليات الحوكمة المالية على قيمة المؤسسة الجزائرية.**
- **الفرضية الثانية: هناك أثر معنوي لسياسة توزيع الارباح والرفع المالي على القيمة السوقية للسهم للمؤسسات المنخرطة في بورصة الجزائر.**

في ظل بيئة الشركات الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر، توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين آليات الحوكمة المالية (سياسة توزيع الأرباح والرفع المالي) وقيمة المؤسسة، حيث تؤثر هذه الآليات بشكل متفاوت على القيمة السوقية للمؤسسة وفقًا لخصائص الشركات محل الدراسة.

أهمية الموضوع.

تبرز أهمية هذا البحث في ما يلي:

تكتسي دراسة الحوكمة المالية وقيمة المؤسسة أهمية علمية وعمليّة متزايدة، باعتبارها ترتبط مباشرة بتحسين جودة القرارات المالية وتعزيز الشفافية والرقابة داخل المؤسسات، بما يساهم في تقليص مشكلات الوكالة ورفع كفاءة الأداء وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. كما تتجلى أهمية هذا الموضوع في كونه يربط بين الإطار النظري والتطبيقي لفهم آليات خلق القيمة في ظل اختلاف بيئات الأعمال. وتزداد هذه الأهمية في سياق الأسواق الناشئة، لاسيما في بيئة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، حيث يتيح تحليل أثر الحوكمة المالية استخلاص نتائج تدعم تحسين الممارسات الإدارية وتعزيز جاذبية المؤسسات للاستثمار.

أهداف الموضوع.

يهدف هذا البحث إلى تحليل وقياس أثر الحوكمة المالية على قيمة المؤسسة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، من خلال دراسة العلاقة بين آليات الحوكمة المالية والقيمة السوقية للمؤسسة. كما يسعى إلى تحديد مدى مساهمة كل من سياسة توزيع الأرباح والرفع المالي في تعزيز قيمة المؤسسة، والكشف عن الآلية الأكثر تأثيرًا في خلق القيمة. إضافة إلى ذلك، يهدف البحث إلى اختبار طبيعة هذه العلاقات في بيئة الأسواق الناشئة، وتقديم نتائج قياسية يمكن أن تدعم متخذي القرار في تحسين ممارسات الحوكمة وتعزيز الأداء المالي للمؤسسات.

حدود الدراسة.

اقتصر هذا البحث على دراسة العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح لعينة عشوائية مكونة من 03 شركات مدرجة في بورصة الجزائر، خلال فترة زمنية تمتد من سنة 2019 إلى سنة 2024، وذلك بالاعتماد على الميزانيات المالية، جدول حسابات النتائج، جدول تدفقات الخزينة لشركات عينة الدراسة خلال تلك الفترة،

واعتمدنا في ذلك على دراسة أهم هذه العوامل (المتغيرات) والتي ارتأينا أنها الأكثر تأثيرا والتي تخص المتغيرات المالية، ولم نتمكن من إدراج كل العوامل التي يفترض أنها تؤثر على قيمة المؤسسة ، نظرا لعدم تمكننا من الحصول على معطيات كافية وملائمة خاصة بتلك المتغيرات خلال كل فترة الدراسة.

منهج وأدوات الدراسة.

بغية الإلمام بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة عن الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات المعتمدة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، الذي يتيح توصيف الظواهر الاقتصادية ذات الصلة بالموضوع بدقة، ثم تحليل مضامينها والكشف عن العلاقات القائمة بينها، حيث تم توظيفه في عرض أهم المفاهيم والتعاريف المرتبطة بقيمة المؤسسة والحوكمة المالية.

كما تم اعتماد المنهج القياسي الكمي، القائم على التحليل الكمي للمتغيرات من خلال نماذج اقتصادية قياسية مستمدة من الأدبيات النظرية والدراسات التطبيقية السابقة، وذلك بهدف تحديد العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة خلال الفترة (2019-2024). وفي هذا الإطار، تم استخدام نماذج بيانات البانل التي تجمع بين بيانات السلاسل الزمنية والمقاطع العرضية، بما يسمح بتقدير أكثر دقة للعلاقات بين متغيرات الدراسة واختبار فرضياتها بشكل علمي وموضوعي.

الدراسات السابقة.

1:دراسة (رقيق بن عيسى2024) بعنوان: "دراسة تحليلية لواقع حوكمة الشركات في الجزائر"

تناولت هذه الدراسة واقع حوكمة الشركات في الجزائر من خلال تحليل بيئة الأعمال المحلية، وهدفت إلى تشخيص مدى تطبيق مبادئ الحوكمة داخل المؤسسات. توصلت إلى أن الحوكمة تمثل نظامًا وقائيًا يحسن الأداء المالي، إلا أن تطبيقها لا يزال محدودًا ويحتاج إلى تعزيز الثقافة التنظيمية داخل المؤسسات [1].

2 :دراسة (زعيش محمد، خياري زهية،)2019 بعنوان: "واقع تطبيق مبادئ ميثاق حوكمة الشركات في الجزائر: دراسة حالة مؤسسة إدوغ"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل مدى التزام المؤسسات الجزائرية بميثاق حوكمة الشركات، من خلال دراسة حالة مؤسسة "إدوغ" بعنابة. أظهرت النتائج أن المؤسسة تطبق مبادئ الحوكمة بدرجة جيدة، مما ساهم في تحسين التنظيم الداخلي وتعزيز الشفافية، مع توصية بضرورة تعميم التطبيق على باقي المؤسسات [2].

3 : دراسة (حمادي نبيل2012) بعنوان: "أثر تطبيق الحوكمة على جودة المراجعة المالية

ركزت هذه الدراسة على أثر تطبيق الحوكمة على جودة المراجعة المالية في الجزائر، حيث استخدمت نماذج قياسية لاختبار العلاقة بين المتغيرين. وخلصت إلى وجود علاقة إيجابية بين تطبيق الحوكمة وتحسين جودة المراجعة، مما يساهم في تعزيز مصداقية المعلومات المالية [3].

4 :دراسة (حفصي رشيد، بوزيان عبد المجيد2019) بعنوان: "دور آليات حوكمة الشركات في الحد من الفساد المالي"

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز دور آليات حوكمة الشركات في الحد من الفساد المالي في المؤسسات الجزائرية، واعتمدت على دراسة ميدانية في الجنوب الشرقي. وتوصلت إلى أن تطبيق آليات الحوكمة يساهم في تقليل مظاهر الفساد المالي وتحسين الرقابة الداخلية [4].

---

[1] رقيق بن عيسى، "دراسة تحليلية لواقع حوكمة الشركات في الجزائر"، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 18، العدد 2، 2024، ص 482-496.

[2] زعيش محمد، خياري زهية، "واقع تطبيق مبادئ ميثاق حوكمة الشركات في الجزائر: دراسة حالة مؤسسة إدوغ"، مجلة جامعة القدس المفتوحة، 2019.

[3] حمادي نبيل، "أثر تطبيق الحوكمة على جودة المراجعة المالية: دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2012

[4] حفصي رشيد، بوزيان عبد المجيد، "دور آليات حوكمة الشركات في الحد من الفساد المالي"، دراسة ميدانية، جامعة ورقلة، 2019.

5: دراسة (بن غانم وائل، ماضي صهيب 2023) بعنوان: "انعكاس حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية"

تناولت هذه الدراسة أثر حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية في مؤسسة اتصالات الجزائر، وهدفت إلى معرفة مدى انعكاس الحوكمة على مصداقية المعلومات المالية. وأثبتت النتائج أن الحوكمة الجيدة تساهم في تحسين جودة التقارير وتقليل المخاطر المالية [5].

6: دراسة (عطية عز الدين 2019) بعنوان: "أثر تطبيق آليات الحوكمة على تحسين أداء الشركات المدرجة في سوق المال"

بحثت هذه الدراسة أثر تطبيق آليات الحوكمة على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية، من خلال تحليل حالة شركة صيدال. وتوصلت إلى أن التطبيق المتكامل لآليات الحوكمة يؤدي إلى تحسين الأداء المالي، رغم ضعف تأثير بعض الآليات بشكل منفصل [6].

7: دراسة (وهبي ليندة 2016) بعنوان: "دور الحوكمة المالية في تحسين الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية"

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز دور الحوكمة المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، من خلال دراسة حالة مؤسسة NCA رويبة. وأكدت النتائج أن الحوكمة تساهم في زيادة الربحية وتقليل المخاطر وتحسين قيمة المؤسسة في السوق [7].

---

[5] بن غانم وائل، ماضي صهيب، "انعكاس حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية"، دراسة حالة اتصالات الجزائر، جامعة قالمة، 2023.

[6] عطية عز الدين، "أثر تطبيق آليات الحوكمة على تحسين أداء الشركات المدرجة في سوق المال"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2019.

[7] وهبي ليندة، "دور الحوكمة المالية في تحسين الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية"، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2016.

صعوبات الدراسة:

تتمثل أبرز الصعوبات التي تواجه هذا النوع من الدراسات، ولا سيما الدراسات التحليلية والقياسية، في عملية جمع البيانات، حيث واجهت الدراسة صعوبة في الحصول على البيانات المالية الخاصة بالشركات محل العينة خلال فترة زمنية ممتدة، وهو ما كان ضروريًا لبناء قاعدة بيانات تحليلية ذات موثوقية وكفاءة إحصائية. كما تم تسجيل محدودية في الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الحوكمة المالية وقيمة المؤسسة في بيئة الشركات الاقتصادية الجزائرية، مما صعّب عملية المقارنة والتأصيل النظري. إضافة إلى ذلك، برزت صعوبة في الوصول إلى مراجع حديثة ومرتبطة بشكل مباشر بموضوع الدراسة، الأمر الذي تطلب جهدًا أكبر في التحديث والمقاربة بين الأدبيات النظرية والتطبيقية.

هيكل البحث.

لمعالجة موضوع اثر الحوكمة المالية على قيمة المؤسسة في كبريات الشركات الاقتصادية الجزائرية نأخذ في الاعتبار عدة زوايا، ومن أجل تحليل الإشكالية المحددة قمنا بتقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول مسبوقة بمقدمة عامة وتتلوها خاتمة عامة على النحو التالي:

الفصل الأول:الإطار النظري لحوكمة الشركات

تطرقنا في هذا الفصل إلى عرض الإطار النظري للحوكمة كمدخل تأصيلي للموضوع من خلال ثلاث مباحث: تضمن المبحث الأول الخلفية النظرية للحوكمة، وفي المبحث الثاني قمنا بعرض النظريات المفسرة للحوكمة اما في المبحث الثالث تطرقنا إلى اليات ومحددات الحوكمة .

الفصل الثاني:الاطار النظري لتقييم المؤسسة .

تم تخصيصه إلى مختلف العوامل المؤثرة على تقييم المؤسسة ، تطرقنا في المبحث الأول إلى مفهوم تقييم المؤسسة .وفي المبحث الثاني إلى اساليب والمؤشرات تقييم المؤسسة . وفي المبحث الثالث نماذج ومحددات تقييم المؤسسة .

الفصل الثالث:نموذج قياس محددات الحوكمة المالية في تقييم المؤسسة.

أما الفصل الثالث والأخير تم تخصيصه في دراسة نموذج قياسي الذيّ حاولنا من خلاله تحديد العوامل المؤثرة لسياسة للحوكمة المالية في الشركات الاقتصادية الجزائرية، ذلك بالتطرق إلى تعريف بعينة الدراسة في المبحث الاول والإطار القياسي المتبع ، أما في المبحث الثاني تم عرض منهجية الدراسة ووصف النموذج المستخدم. وأخيرا في المبحث الثالث قمنا بتقدير النموذج القياسي وعرض ومناقشة نتائج التقدير.

في الأخير توج هذا العمل بخاتمة عامة تضمنت النتائج المتوصل اليها، كما تم التطرق إلى إثبات صحة أو نفي الفرضيات السابقة وتقديم مجموعة من الاقتراحات والتوصيات وكذلك بعض الآفاق للدراسة المستقبلية.

الفصل الأول: الإطار النظري للحوكمة المالية

تمهيد:

شهدت بيئة الأعمال العالمية في العقود الأخيرة تحولات جذرية، فرضتها موجات العولمة المالية والانفتاح الاقتصادي، مما أدى إلى تعاظم دور الشركات المساهمة كلاعب رئيسي في تحريك عجلة التنمية. ومع تزايد حجم هذه الشركات وتعقد هيكلية ملكيتها، برزت تحديات جوهرية تتعلق بكيفية إدارة وضبط التدفقات المالية، وضمان عدم انحراف الإدارة عن تحقيق أهداف الملاك وأصحاب المصالح.

لقد جاء مفهوم "الحوكمة المالية" ليس كخيار تنظيمي ترفيهي، بل كضرورة حتمية استجابةً للأزمات المالية الحادة التي هزت الثقة في الأسواق العالمية (مثل أزمة إينرون وورلد كوم، والأزمة المالية العالمية 2008). هذه الهزات كشفت بوضوح أن ضعف الرقابة المالية، وغياب الشفافية في التقارير المحاسبية، وتغليب المصالح الشخصية للمديرين على مصلحة الشركة، هي مسببات مباشرة لانهيار الكيانات الاقتصادية الكبرى.من الناحية النظرية، تُعد الحوكمة المالية صمام الأمان الذي يحكم العلاقة بين الأطراف المتعددة؛ فهي لا تكتفي بوضع القوانين الجامدة، بل ترسي ثقافة المؤسسة القائمة على المساءلة والعدالة. فمن خلال "نظرية الوكالة"، نفهم كيف تعالج الحوكمة الفجوة بين الملكية والإدارة، ومن خلال "نظرية أصحاب المصالح"، ندرك كيف تحمي الشركة محيطها الاجتماعي والاقتصادي.إن صياغة إطار نظري رصين للحوكمة المالية يتطلب الغوص في الآليات التي تضمن جودة القوائم المالية، وتفعيل دور لجان المراجعة، وتعزيز استقلالية مجلس الإدارة. كل ذلك يصب في غاية واحدة: تحويل الحوكمة من مجرد نصوص تشريعية إلى ممارسة عملية ترفع من قيمة الشركة السوقية وتخفض من تكاليف تمويلها.بناءً على ما تقدم، يسعى هذا العمل إلى تسليط الضوء على الأبعاد النظرية للحوكمة المالية، وتفكيك النظريات المفسرة لها، مع رصد الآليات التي تجعل من الحوكمة أداة استراتيجية لتحقيق الانضباط المالي والتميز المؤسسي في ظل بيئة اقتصادية تتسم بعدم اليقين.

من أجل التعرف على الإطار النظري الذيّ يهتم بدراسة المفاهيم المتعلقة بالحوكمة المالية إرتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كمايلي:

المبحث الأول: الخلفية النظرية للحوكمة.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للحوكمة

المبحث الثالث: آليات ومحددات الحوكمة

المبحث الأول:الخلفية النظرية للحوكمة .

تستمد الحوكمة شرعيتها وتطبيقاتها من عدة مدارس فكرية (اقتصادية، وقانونية، واجتماعية)، حيث تحاول كل نظرية الإجابة على سؤال جوهري: "**لمن تعود السيطرة، ولمصلحة من تُدار المؤسسة؟**"وتطورت هذه الأطر عبر الزمن لتنتقل من التركيز الضيق على حماية أموال المساهمين إلى منظور أوسع يشمل استدامة المؤسسة وتأثيرها المحيط.

المطلب الأول: مفهوم الحوكمة.

تُعرف الحوكمة بأنها مجموعة القواعد والآليات التي تُنظم إدارة المؤسسة وتحدد العلاقة بين مختلف الأطراف ذات المصلحة، بما يضمن الشفافية والمساءلة وحسن اتخاذ القرار.

كما تهدف إلى تحسين الأداء وحماية حقوق المساهمين وتعزيز الثقة في المؤسسة وتحقيق الاستدامة[1].

الفرع الاول: مفاهيم حوكمة الشركات

تعددت الزوايا التي تناول من خلالها الأكاديميون والمنظمات الدولية مفهوم حوكمة الشركات؛ فهي في جوهرها تُمثل "النظام أو الطريقة التي تستخدمها المؤسسة في عملية الإشراف والرقابة على عملياتها بما يضمن تحقيق أهدافها وحقوق أصحاب المصالح وتوزيع المسؤوليات[2]. كما يُنظر إليها كآلية تهدف للتقليل من المشاكل الناشئة عن العلاقة التنازعية بين الإدارة والمالكين عبر ضمان الشفافية والدقة في القوائم المالية[3]. ومن منظور مالي، تُمثل الحوكمة نظاماً متكاملاً للرقابة المالية وغير المالية، يتم من خلاله إدارة الشركة والرقابة عليها بما يضمن للمستثمرين تحقيق ربحية معقولة لاستثمارات[4]. ويرى الباحثون في البيئة الجزائرية أن الحوكمة هي تنسيق بين القيم والهياكل وإطار التسيير والوسائل لتحقيق المسؤولية الاجتماعية والنزاهة الأنشطة[5]. وفي سياق إداري أوسع، تُمثل

[1] منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، مبادئ حوكمة الشركات، باريس، 2015.

[2] سفيان دلفي، مراد سمايل، "آليات تطبيق الحوكمة في المؤسسات غير الربحية"، مجلة الإدارة والتنمية، جامعة قالمة، المجلد 04، 2021، ص 45.

[3] خديجة بلحمو، عبد اللطيف كرزابي، "أهمية أصحاب المصالح في حوكمة الشركات"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة المدية، العدد 14، 2019، ص 115.

[4] محمد براق، فاتح بلواضح، "حوكمة المؤسسات كآلية لتعزيز الإفصاح المحاسبي"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة المدية، العدد 14، 2019، ص 18

[5] شيخ عبد القادر، الحوكمة وقيمة المؤسسة في الجزائر، ورقة بحثية، جامعة ورقلة، 2021، ص 4.

الحوكمة مجموعة من القواعد والقوانين التي تحدد العلاقة بين إدارة المؤسسة وحملة الأسهم، مما يضمن استمرارية المؤسسة وقدرتها على البقاء في بيئة تنافسية[1]

الفرع الثاني: التطور التاريخي للحوكمة ونشأتها

يعود الاهتمام العالمي بآليات الحوكمة إلى الانهيارات المالية الكبرى التي طالت شركات عالمية عملاقة مثل "إنرون (Enron) "و"وورلد كوم(WorldCom) "، حيث أدى ضعف الرقابة وغياب الشفافية إلى فقدان الثقة في الأسواق المالية[2]. وقد شكلت هذه الأزمات دافعاً قوياً لصناع القرار للبحث عن آليات تحمي أصحاب رؤوس الأموال من التصرفات الانتهازية للمسيرين[3]. تاريخياً، ظهر تقرير "كادبوري" عام 1992 في المملكة المتحدة كأول وثيقة شاملة لضبط الجوانب المالية للحوكمة[4]. وفي الجزائر، تزايد الاهتمام بهذا المفهوم كضرورة حتمية لمواكبة الاندماج في الاقتصاد العالمي ومحاربة الفساد الإداري والمالي[5]. إن تطور الحوكمة لم يكن مجرد استجابة قانونية، بل تحول إلى فلسفة إدارية تهدف لتعزيز الأداء المؤسسي وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال تحسين الصورة الذهنية للمؤسسة أمام المستثمرين[6]

الفرع الثالث: مبادئ الحوكمة وفق التحديثات الدولية.

تُعد مبادئ حوكمة الشركات إطارًا مرجعيًا أساسيًا يهدف إلى تعزيز الشفافية والمساءلة وتحسين أداء المؤسسات. وقد شهدت هذه المبادئ تحديثات دولية حديثة، خاصة من قبل منظمةOECD ، لمواكبة التطورات الاقتصادية وتعزيز الاستدامة.

[1] مساي قوبي، "خصائص مجلس الإدارة وعلاقتها بقيمة الشركة"، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة، 2018، ص 15.

[2] دريد موسى، بن براح سمير، "أثر تجسيد أهداف حوكمة الشركات في تجنب الفشل المالي"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة المدية، العدد 03، 2022، ص 160 .

[3] محمد يزيد صالحي، "تطور حوكمة الشركات عالميا وفي الجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة بسكرة، 2018، ص 9 .

[4] محمد إبراهيم موسى، أهمية ودور حوكمة الشركات، دار الكتب القانونية، القاهرة، 2010، ص 54

[5] بن دبيش نعيمة، بوطلاعة محمد، "دور الحوكمة والبيئة المؤسسية في جذب الاستثمار"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة المدية، 2022، ص 414 .

[6] قديد زيان، قمان عمر، "الحوكمة المالية ودورها في رفع الأداء المالي لمؤسسة صيدال"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة المدية، العدد 03، 2022، ص 160

اولا:مبادئ الحوكمة وفق التحديثات الدولية:(OECD, 2023)

1. **ضمان أساس فعال لإطار حوكمة الشركات:**

يهدف إلى توفير إطار قانوني وتنظيمي فعّال يعزز الشفافية وكفاءة الأسواق، مع تحديد واضح لتوزيع الصلاحيات بين مختلف الأطراف [1].

2. **حقوق المساهمين والوظائف الأساسية للملكية:**

يركز على حماية حقوق المساهمين، خاصة حقهم في المشاركة في اتخاذ القرارات الجوهرية مثل انتخاب مجلس الإدارة وتوزيع الأرباح [2].

3. **المعاملة المتكافئة للمساهمين:**

يضمن المساواة بين جميع المساهمين، لا سيما صغارهم، مع حمايتهم من أي ممارسات تمييزية أو استغلالية [3].

4. **دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات:**

يعترف بحقوق أصحاب المصالح (كالعمال والموردين والدائنين) ويشجع التعاون بينهم وبين المؤسسة لتحقيق الاستدامة [4].

5. **الإفصاح والشفافية:**

يؤكد على ضرورة توفير معلومات دقيقة وموثوقة وفي الوقت المناسب حول الأداء المالي وهيكل الملكية والحوكمة [5].

6. **مسؤوليات مجلس الإدارة:**

يحدد دور مجلس الإدارة في وضع الاستراتيجيات، الإشراف على الإدارة التنفيذية، وضمان المساءلة وحماية مصالح المساهمين [6].

7. **الاستدامة والمرونة:**

يتضمن إدماج عوامل الاستدامة) البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG وإدارة المخاطر لضمان استمرارية المؤسسة [7].

---

[1] منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، مبادئ حوكمة الشركات لمجموعة العشرين ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، ترجمة مؤسسة التمويل الدولية (IFC)، 2023، ص 17.
[2] منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، المرجع السابق .ص 27.
[3] منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، المرجع السابق . ص 45.
[4] منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، المرجع السابق . ص 57.
[5] منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، المرجع السابق . ص 69
[6] منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، المرجع السابق . ص 85
[7] منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، المرجع السابق . ص 101

ثانيا :مفهوم الحوكمة المالية

تُعتبر الحوكمة المالية جزءاً من الإطار العام لحوكمة الشركات التي تُعنى بتنظيم العلاقات بين الإدارة ومجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح، إذ تتفرع عنها مجموعة من الحوكَمات المتخصصة مثل الحوكمة المالية والحوكمة الإدارية والحوكمة الرقابية. وتركّز الحوكمة المالية تحديداً على تنظيم السياسات المالية وآليات التمويل والاستثمار والرقابة على الأداء المالي وضمان الشفافية في التقارير المالية، مما يجعلها أداة عملية لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات في المجال المالي وتحقيق الكفاءة والانضباط المالي داخل المؤسسة[1] كما أن تطور حوكمة الشركات أدى إلى زيادة الاهتمام بالحوكمة المالية باعتبارها وسيلة للحد من الأزمات المالية وتعزيز ثقة المستثمرين في الأسواق والمؤسسات .

ثالثا: اهمية الحوكمة

1.: بصفة عامة

تتمثل أهمية حوكمة الشركات في كونها تسهم في تنظيم العلاقة بين مختلف الأطراف داخل المؤسسة مثل مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والمساهمين وأصحاب المصالح، مما يساعد على تحقيق التوازن في اتخاذ القرارات الاستراتيجية وتحسين كفاءة التسيير .كما تؤدي الحوكمة دوراً مهماً في تعزيز الشفافية والإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية، وهو ما يزيد من ثقة المستثمرين في المؤسسة ويشجع على تدفق الاستثمارات. كذلك تساهم حوكمة الشركات في الحد من الفساد المالي والإداري وتحسين الأداء الاقتصادي للمؤسسات من خلال وضع آليات فعالة للرقابة والمساءلة.

[1] منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، 2004

ويمكن حصر اهمية الحوكمة في :

- ✓ **تعزيز الشفافية والإفصاح** :تضمن الحوكمة الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية بشكل دقيق، مما يعزز ثقة المساهمين وأصحاب المصالح [1].
- ✓ **حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح** :تساهم الحوكمة في ضمان العدالة في المعاملة بين جميع الأطراف وحماية مصالح المساهمين الصغار والكبار[2].
- ✓ **تحسين كفاءة الأداء المؤسسي** :ساعد على تنظيم عمليات الإدارة واتخاذ القرارات بطريقة مسؤولة ومنهجية تزيد من فاعلية الموارد [3].
- ✓ **الحد من الفساد والممارسات المالية غير السليمة** :توفر آليات رقابة داخلية وخارجية تكشف الانحرافات وتحد من الفساد المالي والإداري[4] .
- ✓ **زيادة ثقة المستثمرين وجذب الاستثمارات**:الشفافية والمساءلة ترفع مستوى الثقة في المؤسسة وتجعلها جذابة للمستثمرين المحليين والدوليين.

2. أهمية الحوكمة المالية بصفة خاصة:

تبرز أهمية الحوكمة المالية في كونها تركز على ضمان الاستخدام الأمثل للموارد المالية داخل المؤسسة وتحقيق الكفاءة في عمليات التمويل والاستثمار، مما ينعكس إيجاباً على الربحية والاستدامة المالية كما تساعد الحوكمة المالية على تحسين جودة التقارير المالية وتعزيز الانضباط في إدارة المخاطر المالية، وهو ما يقلل من احتمالات الأزمات المالية ويزيد من استقرار المؤسسة.

---

[1] عبد الصمد عمر، حوكمة الشركات ودورها في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، دار النشر الجامعي، الجزائر، 2017، ص 63.

[2] بوحنية قوي، حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 12، 2013، ص 45.

[3] بن عيسى عبد القادر، دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 9، 2014، ص 88.

[4] بوقرة عبد الكريم، أهمية الرقابة الداخلية في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مجلة الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، العدد 5، 2016، ص 112.

رابعا: أهداف حوكمة الشركات

تهدف حوكمة الشركات إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الأساسية، من أبرزها حماية حقوق المساهمين وضمان المعاملة العادلة بينهم، وتحسين كفاءة الأداء الإداري والمالي، إضافة إلى تعزيز الشفافية والمساءلة داخل المؤسسة. كما تسعى إلى دعم القدرة التنافسية للمؤسسات في الأسواق المحلية والدولية وجذب الاستثمارات وتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة.[1]

خامسا: أهداف الحوكمة المالية

تتمثل أهداف الحوكمة المالية في تحقيق الانضباط المالي داخل المؤسسة وضمان سلامة القرارات المتعلقة بالتمويل والاستثمار وتوزيع الأرباح، إضافة إلى تحسين إدارة المخاطر المالية وتعزيز فعالية الرقابة الداخلية والخارجية. كما تهدف إلى زيادة ثقة المستثمرين في المعلومات المالية المنشورة وتحقيق الاستقرار المالي للمؤسسة على المدى الطويل

✓ ضمان الشفافية والإفصاح المالي

تُعد الشفافية والإفصاح المالي من أهم متطلبات تطبيق الحوكمة، حيث تهدف إلى توفير معلومات مالية دقيقة وواضحة للمساهمين والمستثمرين وجميع أصحاب المصلحة، بما يسمح لهم بتقييم الوضعية المالية للمؤسسة بصورة صحيحة. كما يساهم الإفصاح المنتظم عن النتائج المالية والديون والمخاطر المحتملة في تعزيز ثقة المستثمرين بالمؤسسة، ودعم مصداقيتها في السوق المالية. وتظهر أهمية هذا المتطلب في تسهيل عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية والحد من الغموض وعدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، ويتم ذلك من خلال نشر التقارير المالية الدورية بشكل منظم وشفاف وفق المعايير المحاسبية المعتمدة[2].

[1] منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، 2004

[2] نفس المرجع السابق

✓ تحقيق المساءلة والرقابة المالية

تسعى الحوكمة المالية إلى تعزيز مبدأ المساءلة من خلال تحميل الإدارة مسؤولية استخدام الموارد المالية للمؤسسة بطريقة سليمة وفعالة، مع إخضاع أعمالها للرقابة المستمرة. ويُساهم هذا المتطلب في الحد من التلاعب المالي ومنع سوء استخدام الأموال، إضافة إلى ضمان احترام القوانين والأنظمة المالية المعمول بها. كما تساعد الرقابة المالية الداخلية والخارجية على كشف الانحرافات والأخطاء في الوقت المناسب، مما يدعم سلامة الأداء المالي للمؤسسة. ويتجسد ذلك من خلال إنشاء لجان مراجعة داخلية والاستعانة بمدققين خارجيين لمتابعة العمليات المالية والتأكد من نزاهتها.

✓ تعزيز الكفاءة في استخدام الموارد المالية

يتطلب تطبيق الحوكمة المالية حسن استغلال الموارد المالية المتاحة وتوجيهها نحو الأنشطة الأكثر تحقيقًا للعائد، بما يضمن رفع كفاءة الأداء المالي للمؤسسة. ويهدف هذا المتطلب إلى تقليل الهدر المالي والخسائر الناتجة عن سوء التسيير، مع تحسين التخطيط المالي واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة. كما يساهم في تحقيق التوازن بين التكاليف والعوائد بما يخدم أهداف المؤسسة الاستراتيجية. ويتحقق ذلك من خلال دراسة المشاريع الاستثمارية وتحليل تكلفتها ومقارنتها بالعوائد المتوقعة قبل اتخاذ قرار التمويل أو الاستثمار[1].

✓ حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصلحة

تُعتبر حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصلحة من المتطلبات الأساسية لتطبيق الحوكمة، إذ تهدف إلى ضمان العدالة والشفافية في التعامل مع جميع الأطراف المرتبطة بالمؤسسة. ويساعد هذا المتطلب على منع استغلال الإدارة لموارد المؤسسة أو اتخاذ قرارات تخدم مصالحها الشخصية على حساب المساهمين، كما يساهم في تعزيز ثقة المستثمرين وزيادة قدرة المؤسسة على جذب رؤوس

[1]Ticker – Corporate Governance – Routledge – 2019 –p50.

الأموال. وتتحقق هذه الحماية من خلال تمكين المساهمين من الاطلاع على المعلومات المالية، والمشاركة في اتخاذ القرارات المهمة المتعلقة بالمؤسسة.

✓ تعزيز استدامة المؤسسة والقيمة طويلة الأجل

يرتكز تطبيق الحوكمة على ضرورة تحقيق الاستدامة المالية للمؤسسة وعدم التركيز فقط على الأرباح قصيرة الأجل، وذلك من خلال تبني سياسات مالية رشيدة تراعي المخاطر المستقبلية. ويساهم هذا المتطلب في رفع قدرة المؤسسة على مواجهة الأزمات المالية والتغيرات الاقتصادية، بالإضافة إلى تعزيز قيمتها السوقية على المدى الطويل. كما يساعد في تحقيق التوازن بين مصادر التمويل المختلفة مثل الديون وحقوق الملكية بما يضمن الاستقرار المالي للمؤسسة. ويتجسد ذلك من خلال إعداد سياسات مالية واستثمارية توازن بين الربحية والمخاطر، إلى جانب الإفصاح المستمر عن الأداء المالي والمخاطر المحتملة.

المطلب الثاني: متطلبات تطبيق الحوكمة.

يتطلب تطبيق الحوكمة داخل المؤسسات توفر مجموعة من الشروط الأساسية التي تساعد على تحقيق الشفافية والكفاءة في التسيير وتعزيز الثقة بين مختلف الأطراف، ومن أهم هذه المتطلبات ما يلي:

الفرع الاول: الإطار القانوني والتنظيمي:

يُعدّ وجود إطار قانوني وتنظيمي واضح من أهم متطلبات تطبيق الحوكمة، حيث يشمل القوانين والتشريعات التي تنظّم نشاط المؤسسات وتحدد صلاحيات مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية وآليات الرقابة والمساءلة. كما يساهم هذا الإطار في إلزام المؤسسات باحترام مبادئ الإفصاح المالي والانضباط في التسيير، مما يساعد على الحد من الفساد وتحقيق الاستقرار الاقتصادي[1].

[1] بوحنية قوي، حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 12، 2013، ص 45.

الفرع الثاني: الشفافية والإفصاح المالي:

تعتمد الحوكمة الفعالة على توفير معلومات مالية دقيقة وموثوقة في الوقت المناسب، إذ يسمح الإفصاح المالي بتحسين جودة القرارات الاستثمارية وتعزيز ثقة المتعاملين مع المؤسسة. كما يساهم في تقوية المساءلة وتحقيق كفاءة أكبر في استخدام الموارد المالية داخل المؤسسة[1].

الفرع الثالث: نظام رقابة فعال وإدارة مخاطر:

يتطلب تطبيق الحوكمة وجود نظام رقابة داخلية وخارجية فعال يشمل التدقيق المالي وإدارة المخاطر، حيث يساعد ذلك على ضمان الالتزام بالقوانين والسياسات المالية والكشف المبكر عن الانحرافات المالية. كما يسهم في تحسين الأداء المالي واستمرارية المؤسسة في بيئة تنافسية[2].

[1] بن عيسى عبد القادر، دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 9، 2014، ص 88.

[2] بوقرة عبد الكريم، أهمية الرقابة الداخلية في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مجلة الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، العدد 5، 2016، ص 112.

المطلب الثالث:الحوكمة المالية في الجزائر في ظل القوانين الجديدة

شهدت الجزائر خلال السنوات الأخيرة إصلاحات قانونية وتنظيمية هامة تهدف إلى تحسين مناخ الأعمال وتعزيز الشفافية داخل المؤسسات الاقتصادية، وذلك من خلال تبني مبادئ الحوكمة المالية التي أصبحت ضرورة حتمية لضمان حسن التسيير وترشيد استخدام الموارد المالية. وقد جاءت هذه الإصلاحات استجابة للتحولات الاقتصادية العالمية، وسعيًا لمواكبة المعايير الدولية في مجال الحوكمة.

الفرع الاول: الإطار المفاهيمي للحوكمة المالية في الجزائر

تشير الحوكمة المالية إلى مجموعة القواعد والآليات التي تهدف إلى ضمان الشفافية والإفصاح في العمليات المالية، وتعزيز الرقابة على الموارد المالية للمؤسسة. وفي الجزائر، برز مفهوم الحوكمة المالية كجزء من حوكمة الشركات، خاصة بعد إدراج ميثاق الحوكمة سنة 2009، والذي يُعد خطوة أولى نحو ترسيخ مبادئ الشفافية والمسؤولية داخل المؤسسات[1].

كما تهدف الحوكمة المالية إلى حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح، وتحقيق التوازن بين مختلف الأطراف، من خلال وضع آليات رقابية فعالة تحد من الفساد المالي وسوء التسيير[2].

الفرع الثاني: أهم القوانين والتنظيمات الحديثة الداعمة للحوكمة المالية

عملت الجزائر على تطوير الإطار القانوني للحوكمة المالية من خلال إصدار مجموعة من القوانين والتشريعات، من أبرزها:

اولا:قانون الوقاية من الفساد ومكافحته(01-06) الذي يهدف إلى تعزيز الشفافية والنزاهة في تسيير الأموال العمومية[3] .

ثانيا:قانون المالية الجديد الذي ركّز على تحسين إدارة الموارد المالية وترشيد النفقات العامة .

[1] وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ميثاق حوكمة الشركات في الجزائر، الجزائر، 2009، ص 5.

[2] عبد المطلب عبد الحميد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2012، ص 44.

[3]القانون رقم 06-01، المتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 2006.

ثالثا:قانون الاستثمار(18-22) الذي جاء لتحفيز الاستثمار من خلال ضمان بيئة شفافة وآمنة للمستثمرين[1] .

رابعا:تعزيز دور مجلس المحاسبة وهيئات الرقابة في تتبع الأداء المالي للمؤسسات العمومية .

وتُظهر هذه القوانين توجه الدولة نحو ترسيخ مبادئ الحوكمة المالية، خاصة فيما يتعلق بالإفصاح المالي والرقابة والمساءلة.

الفرع الثالث: واقع تطبيق الحوكمة المالية في الجزائر

رغم الجهود المبذولة، فإن تطبيق الحوكمة المالية في الجزائر لا يزال يواجه عدة تحديات، من بينها ضعف الثقافة التنظيمية المرتبطة بالحوكمة، ونقص الكفاءات المتخصصة، إضافة إلى محدودية الالتزام الفعلي ببعض القوانين[2].

ومع ذلك، فقد سجلت بعض المؤسسات الجزائرية تحسنًا ملحوظًا في تبني ممارسات الحوكمة، خاصة في الشركات الكبرى، حيث تم تعزيز نظم الرقابة الداخلية وتحسين جودة التقارير المالية. كما ساهمت الإصلاحات القانونية الحديثة في دعم الشفافية وتقليل الممارسات غير السليمة[3].

يمكن القول إن الجزائر قطعت أشواطًا مهمة في مجال تعزيز الحوكمة المالية من خلال تحديث الإطار القانوني والتنظيمي، إلا أن تحقيق الفعالية الكاملة لهذه الحوكمة يتطلب تفعيل التطبيق الميداني، ونشر ثقافة الحوكمة داخل المؤسسات، بما يساهم في تحسين الأداء المالي ودعم عملية تقييم المؤسسة.

[1] القانون رقم 22-18، المتعلق بالاستثمار، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 2022.

[2] بن عيسى رقيق، "واقع حوكمة الشركات في الجزائر"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 2، 2024، ص 490.

[3] عطية عز الدين، أثر الحوكمة على أداء الشركات، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2019، ص 112.

المبحث الثاني:النظريات المفسرة للحوكمة.

تُعد الحوكمة أداة أساسية لتنظيم العلاقة بين الإدارة، مجلس الإدارة، المساهمين، وأصحاب المصالح داخل المؤسسات الاقتصادية. لفهم ممارسات الحوكمة وأثرها على الأداء المؤسسي، اعتمدت الدراسات على مجموعة من النظريات الاقتصادية والإدارية التي تفسر دوافع المؤسسات والأفراد في تطبيق آليات الحوكمة. توفر هذه النظريات أساسًا علميًا لتحليل ممارسات الحوكمة وتعزيز الشفافية والمساءلة والكفاءة المالية والإدارية.

المطلب الأول: النظريات التي تركز على العلاقة بين المالك والإدارة

ظهرت النظريات التي تركز على العلاقة بين المالك والإدارة نتيجة انفصال الملكية عن التسيير داخل المؤسسات الحديثة، وما ترتب عن ذلك من تعارض محتمل في المصالح بين الطرفين.وتهدف هذه النظريات إلى تفسير طبيعة هذه العلاقة واقتراح الآليات الكفيلة بتحقيق الرقابة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة.

الفرع الاول:نظرية الوكالة(Agency Theory)

اولا:الفكرة الأساسية :تعالج تضارب المصالح بين الملاك (المساهمين) والإدارة التنفيذية (الوكلاء)[1]

ثانيا:الدور في الحوكمة :تطبيق آليات رقابية مثل مكافآت الأداء، الرقابة الداخلية، والإفصاح المالي لضمان توافق تصرفات الإدارة مع مصالح المساهمين .

ثالثا:أهمية :الحد من السلوك غير الأمثل للإدارة وتقليل المخاطر المالية والإدارية .

الفرع الثاني:نظرية الاعتماد على الموارد(Resource Dependence Theory)

اولا:الفكرة الأساسية :تعتمد المؤسسات على مصادر خارجية للتمويل والخدمات، لذلك تطور آليات الحوكمة لإدارة هذه العلاقات[2]

[1] عبد الصمد عمر، حوكمة الشركات ودورها في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، دار النشر الجامعي، الجزائر، 2017، ص 72 .

[2] بوقرة عبد الكريم، أهمية الرقابة الداخلية في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مجلة الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، العدد 5، 2016، ص 118 .

ثانيا:الدور في الحوكمة :إنشاء لجان مالية وهيئات إشرافية لضمان السيطرة على الموارد الحيوية للمؤسسة .

ثالثا:أهمية :إدارة المخاطر المتعلقة بالتمويل الخارجي وزيادة كفاءة الموارد .

المطلب الثاني: النظريات التي تركز على أصحاب المصالح

ظهرت النظريات التي تركز على أصحاب المصالح بهدف توسيع نطاق اهتمام المؤسسة ليشمل مختلف الأطراف المرتبطة بنشاطها، وعدم الاقتصار فقط على المساهمين والإدارة.
وتؤكد هذه النظريات أن نجاح المؤسسة واستمراريتها يرتبط بقدرتها على تحقيق التوازن بين مصالح جميع الأطراف ذات العلاقة بها.

تعد الحوكمة الفعالة أحد العناصر الأساسية لنجاح المؤسسات، وتهدف إلى تنظيم العلاقة بين الإدارة وأصحاب المصالح لضمان الشفافية والمساءلة وتحقيق التوازن بين جميع الأطراف. من بين النظريات التي تفسر الحوكمة، تركز **نظرية أصحاب المصالح (Stokeholders Theory)** على مصلحة جميع الجهات المرتبطة بالمؤسسة وليس فقط المساهمين، بما في ذلك الموظفين، العملاء، الموردين، المجتمع والدولة

اولا:المفهوم:نظرية أصحاب المصالح تؤكد أن المؤسسة ليست ملكًا للمساهمين فقط، بل هي شبكة من العلاقات المتبادلة مع جميع الأطراف المعنية[1].وتهدف هذه النظرية إلى تحقيق **توازن بين مصالح أصحاب المصالح المختلفة** لضمان استدامة المؤسسة على المدى الطويل[2]

[1]Donaldson T. & Preston L. E. ،The Stokeholders Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications ،Academy of Management Review, 1995 ،p. 65.
[2] Phillips R. Edward ،Stakeholder Theory and Organizational Ethics ،Berrett-Koehler Publishers, 2003 ،p. 12.

ثانيا:المبادئ الأساسية

1. **تحديد أصحاب المصالح** :يشمل كل من يتأثر أو يؤثر على المؤسسة (مساهمون، موظفون، عملاء، مورّدون، مجتمع)[1] .
2. **الاعتراف بالمسؤوليات** :يجب على الإدارة مراعاة مصالح جميع الأطراف وليس فقط أصحاب رأس المال[2] .
3. **التوازن بين المصالح** :تحقيق مصالح مختلفة بطريقة عادلة وشفافة لضمان استقرار المؤسسة[3] .

ثالثا:التطبيقات العملية في الحوكمة

- **إدماج أصحاب المصالح في القرارات الاستراتيجية** :مثل إشراك الموظفين والمجتمع المحلي في مشاريع المؤسسة[4] .
- **الإفصاح والتقارير الشاملة** :تضمين معلومات حول تأثير المؤسسة على البيئة والمجتمع، وليس فقط النتائج المالية[5] .
- **تعزيز المساءلة** :ضمان أن جميع أصحاب المصالح لديهم إمكانية متابعة الأداء واتخاذ الإجراءات عند الحاجة[6].

[1] Bourne L. & Walker D. ،Visualising and Mapping Stakeholder Influence ،Management Decision, 2005 ،p. 642.
[2] Clarkson M. B. E. ،A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance ،Academy of Management Review, 1995 ،p. 92.
[3] Freeman R. Edward ،Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success ، Yale University Press, 2007 ،p. 14.
[4]Harrison J. S. & Wicks A. C. ،Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance ، Business Ethics Quarterly, 2013 ،p. 293.
[5]Gray R. et al. ،Accounting and Accountability: Changes and Challenges in Corporate Social and Environmental Reporting ،Prentice Hall, 1996 ،p. 55.
[6] Jensen M. C. ،Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function ،Business Ethics Quarterly, 2002 ،p. 246.

المطلب الثالث: النظريات المؤسسية والبيئية

برز النظريات المؤسسية والبيئية أهمية البيئة الداخلية والخارجية في توجيه سلوك المؤسسة والتأثير على أساليب إدارتها وحوكمتها.

كما تؤكد أن المؤسسة لا تعمل بمعزل عن محيطها، بل تتأثر بالقوانين والقيم الاجتماعية والضغوط الاقتصادية والمؤسساتية السائدة.

الفرع الاول:النظرية المؤسسية(Institutional Theory)

اولا:المفهوم :تركز النظرية المؤسسية على **تأثير البيئة المؤسسية والقواعد الاجتماعية والقانونية على سلوك المؤسسات**وتشير إلى أن المؤسسات تميل إلى **تبني ممارسات معترف بها رسمياً** لضمان الشرعية والاستمرارية، حتى لو لم تكن هذه الممارسات الأمثل اقتصادياً[1].

ثانيا:المبادئ الأساسية:

1. **الشرعية** :سلوك المؤسسة يتأثر بما هو مقبول اجتماعياً وقانونياً .
2. **المحاكاة والتقليد** :(**Isomorphism**) المؤسسات تميل إلى تقليد الآخرين الناجحين لتجنب المخاطر .
3. **التكيف مع البيئة** :المؤسسات تغير سلوكها بما يتناسب مع المتطلبات المؤسسية والمجتمعية .

ثالثا:التطبيقات العملية في الحوكمة

- اعتماد معايير الإفصاح المالي المحاسبية الدولية لتأكيد الشفافية .
- تبني ممارسات حوكمة مشابهة للمؤسسات الرائدة في القطاع لضمان الشرعية .
- الالتزام بالقوانين المحلية والدولية للحفاظ على التراخيص والتصاريح .

[1] بن عيسى عبد القادر، دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 9، 2014، ص 92

الفرع الثاني: النظرية البيئية(Environmental Theory)

اولا:المفهوم :تركز النظرية البيئية على **تأثير البيئة الخارجية على المؤسسات**، بما في ذلك العوامل الاقتصادية، الاجتماعية، القانونية، والتكنولوجية.

تشير إلى أن **نجاح المؤسسة يعتمد على قدرتها على التكيف مع هذه البيئة** وتحويل المخاطر إلى فرص[1].

ثانيا:المبادئ الأساسية

1. **الاعتماد على الموارد** :(**Resource Dependence**) المؤسسات تعتمد على البيئة للحصول على الموارد الضرورية .
2. **التكيف مع التغيرات البيئية** :قدرة المؤسسة على الاستجابة السريعة للتغيرات السوقية والقانونية .
3. **إدارة المخاطر البيئية** :تحليل تأثير العوامل الخارجية على الأداء واتخاذ قرارات استراتيجية.

ثالثا:التطبيقات العملية في الحوكمة

- إدماج المعايير البيئية والاجتماعية في التقرير السنوي .
- تطوير سياسات مسؤولة تجاه المجتمع والبيئة لتحسين الصورة المؤسسية .
- اتخاذ قرارات استثمارية تأخذ في الاعتبار المخاطر البيئية والقانونية .

[1] Pfeffer J. & Salancik G. R. ،The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective ،Harper & Row, 1978 ،p. 23.

المبحث الثالث:آليات وركائز الحوكمة.

تُعد الحوكمة من العناصر الأساسية لضمان الشفافية والمساءلة والكفاءة داخل المؤسسات الاقتصادية، سواء على مستوى الشركات العامة أو الخاصة. لتحقيق أهداف الحوكمة، لا بد من اعتماد **آليات واضحة** لتطبيق المبادئ الحوكمة، بالإضافة إلى فهم **المحددات التي قد تؤثر على فعاليتها** .هذه الممارسات تعتمد على عوامل داخلية وخارجية تشمل الهيكل التنظيمي، الثقافة المؤسسية، البيئة القانونية، والموارد المالية والبشرية.

المطلب الاول: آليات الحوكمة

تُعد آليات الحوكمة من أهم الوسائل التي تعتمد عليها المؤسسات لضمان حسن التسيير وتحقيق الشفافية والمساءلة، حيث تمثل مجموعة من الأدوات والإجراءات التي تهدف إلى الحد من تعارض المصالح بين مختلف الأطراف داخل المؤسسة، خاصة بين الإدارة والمساهمين. كما تساهم هذه الآليات في تعزيز الرقابة وتحسين الأداء المالي والإداري للمؤسسة.

وتنقسم آليات الحوكمة إلى نوعين رئيسيين :**آليات داخلية** و**آليات خارجية**، وهو ما سيتم التطرق إليه فيما يلي:

الفرع الأول: الآليات الداخلية للحوكمة

تشير الآليات الداخلية للحوكمة إلى تلك الأدوات التي تنشأ داخل المؤسسة، والتي تهدف إلى تنظيم العلاقات بين مختلف الأطراف وضمان الرقابة الذاتية على الأداء.

ومن أهم هذه الآليات:

اولا:مجلس الإدارة: يُعتبر مجلس الإدارة حجر الزاوية في نظام الحوكمة، حيث يتولى مهمة الإشراف على الإدارة التنفيذية ومراقبة أدائها، كما يعمل على حماية مصالح المساهمين من خلال اتخاذ قرارات استراتيجية سليمة[1].

[1] بن عيسى محمد، دور الحوكمة في تحسين أداء المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة المدية، 2019، ص 45

ثانيا:لجان المراجعة:تلعب لجان المراجعة دورًا مهمًا في تعزيز الشفافية داخل المؤسسة، حيث تقوم بمراجعة التقارير المالية والتأكد من مصداقيتها، بالإضافة إلى دعم عمل المدققين الداخليين والخارجيين[1].

ثالثا:نظام الرقابة الداخلية:يهدف نظام الرقابة الداخلية إلى حماية أصول المؤسسة وضمان دقة المعلومات المالية، من خلال وضع إجراءات وقواعد تحد من الأخطاء والغش.والحد من الأخطاء والتلاعب[2]

رابعا:هيكل الملكية:يساهم توزيع الملكية داخل المؤسسة في التأثير على فعالية الحوكمة، حيث أن تركّز الملكية قد يؤدي إلى زيادة الرقابة، في حين أن تشتتها قد يضعفها. يؤثر في مستوى الرقابة داخل المؤسسة، حيث أن تركّز الملكية يعزز من مراقبة الإدارة ويحد من السلوك الانتهازي[3]

الفرع الثاني: الآليات الخارجية للحوكمة

تتمثل الآليات الخارجية في تلك التي تفرضها البيئة المحيطة بالمؤسسة، والتي تساهم في تعزيز الانضباط والشفافية من خارجها.ومن أبرز هذه الآليات:

اولا:السوق المالي:

يُعتبر السوق المالي وسيلة رقابية فعالة، حيث تعكس أسعار الأسهم أداء المؤسسة، مما يدفع الإدارة إلى تحسين أدائها لتفادي انخفاض قيمة المؤسسة .كما يُعد وسيلة رقابية فعالة، حيث يعكس تقييم المستثمرين لأداء المؤسسة من خلال أسعار الأسهم[4] .

---

[1] قاسم فاطمة، أثر الحوكمة على جودة التقارير المالية، مذكرة ماستر، جامعة البويرة، 2020، ص 52 .

[2] كمال رزيق، الرقابة الداخلية ودورها في تحسين أداء المؤسسات، دار هومة، الجزائر، 2015، ص 70.

[3] عبد الغني دحمون، حوكمة الشركات في الجزائر: الواقع والتحديات، دار هومة، الجزائر، 2017، ص 90

[4] محمد الصغير قريشي، إصلاحات الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية، دار الخلدونية، الجزائر، 2016، ص 108 .

ثانيا:التدقيق الخارجي:

يُعد التدقيق الخارجي من أهم أدوات الحوكمة، حيث يقوم مدقق مستقل بفحص القوائم المالية والتأكد من صحتها، مما يعزز الثقة لدى المستثمرين. **التدقيق الخارجي** :يقوم به مدقق مستقل يهدف إلى إبداء رأي فني محايد حول القوائم المالية، مما يعزز الثقة والمصداقية[1] .

ثالثا:الإطار القانوني والتنظيمي:

تفرض القوانين والتشريعات على المؤسسات الالتزام بمبادئ الشفافية والإفصاح، وهو ما يحد من الممارسات غير السليمة داخل المؤسسة. تفرض القوانين والتشريعات على المؤسسات الالتزام بمبادئ الحوكمة مثل الإفصاح والشفافية[2]

رابعا:المنافسة في السوق:

تؤدي المنافسة إلى تحسين أداء المؤسسات، حيث تسعى كل مؤسسة إلى تقديم أفضل الخدمات والمنتجات للحفاظ على مكانتها في السوق. تدفع المؤسسات إلى تحسين أدائها وتبني ممارسات سليمة للحفاظ على مكانتها[3] .

المطلب الثاني:ركائز الحوكمة:

الحوكمة تعتمد على مجموعة من **الركائز الأساسية** التي تضمن تطبيق المبادئ الأساسية مثل الشفافية، المساءلة، والكفاءة في المؤسسات. هذه الركائز يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

اولا:الشفافية:

تعني الإفصاح الكامل والدقيق عن المعلومات المالية والإدارية لجميع الأطراف المعنية، بما في ذلك المساهمين، الموظفين، العملاء، والمجتمع وتساعد الشفافية على بناء الثقة مع المستثمرين وضمان اتخاذ قرارات مبنية على معلومات موثوقة[4].

---

[1] كمال رزيق، مرجع سابق، ص 85 .

[2] محمد الصغير قريشي، مرجع سابق، ص 130 .

[3] عبد الغني دحمون، حوكمة الشركات في الجزائر: الواقع والتحديات، دار هومة، الجزائر، 2017، ص 90.

[4] عبد الصمد عمر، حوكمة الشركات ودورها في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، دار النشر الجامعي، الجزائر، 2017، ص 78.

ثانيا:المساءلة:

تعني أن كل من مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية مسؤول عن أفعاله وقراراته أمام المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين وتطبيق المساءلة يضمن أن الإدارة تعمل بما يخدم أهداف المؤسسة ويقلل من الفساد وتضارب المصالح[1] .

ثالثا:العدالة:

تعني ضمان معاملة جميع الأطراف المتضررة أو المرتبطة بالمؤسسة بعدل ومساواة، سواء كانوا مساهمين كبار أو صغار، موظفين، أو جهات خارجية .وتحقيق العدالة يساهم في الحفاظ على علاقات مستقرة وطويلة الأمد مع جميع أصحاب المصالح [2].

رابعا:المسؤولية:

يعني تحمل الإدارة ومجلس الإدارة المسؤولية عن اتخاذ القرارات الصحيحة والمستدامة التي تحمي المؤسسة ومساهميها.وتشمل المسؤولية احترام القوانين، المعايير الأخلاقية، واستراتيجيات التنمية المستدامة[3] .

خامسا:الكفاءة والفعالية:

تهدف الحوكمة إلى تحسين استخدام الموارد المالية والبشرية والتقنية بطريقة تحقق أفضل النتائج للمؤسسة . فالكفاءة تضمن تقليل الهدر وتحقيق أقصى قيمة للمساهمين وأصحاب المصالح[4].

---

[1] بوحنية قوي، حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 12، 2013، ص 51 .

[2] بن عيسى عبد القادر، دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 9، 2014، ص 97 .

[3]: OECD, Principles of Corporate Governance, Paris, 2004, p.22.

[4] IFC, Corporate Governance Methodology, Washington, 2018, p.28.

المطلب الثالث: نماذج ومحددات الحوكمة المالية

تتعدد نماذج الحوكمة المالية باختلاف طبيعة الأنظمة الاقتصادية والمالية السائدة، حيث تسعى المؤسسات إلى تبني النموذج الذي يضمن فعالية الرقابة وتحسين الأداء المالي والإداري. وتنقسم نماذج الحوكمة المالية أساسًا إلى نموذج داخلي يعتمد على الرقابة المباشرة داخل المؤسسة، ونموذج خارجي يرتكز على آليات السوق والرقابة الخارجية، ولكل نموذج خصائص وآليات تساهم في تعزيز قيمة المؤسسة وتحقيق أهدافها[1].

الفرع الأول: نماذج الحوكمة المالية

تختلف نماذج الحوكمة المالية باختلاف طبيعة الأنظمة الاقتصادية والبيئات التنظيمية المعتمدة، حيث تهدف جميعها إلى تحقيق الرقابة والشفافية وحماية مصالح الأطراف المرتبطة بالمؤسسة. وتنقسم نماذج الحوكمة إلى نموذج داخلي يعتمد على آليات الرقابة داخل المؤسسة، ونموذج خارجي يرتكز على القوانين والهيئات والأسواق الخارجية المنظمة لنشاط المؤسسة.

اولا:النموذج الداخلي للحوكمة المالية

يقوم النموذج الداخلي للحوكمة المالية على الرقابة الداخلية داخل المؤسسة، حيث تتركز الملكية في يد عدد محدود من المساهمين أو البنوك، مما يسمح بمتابعة الإدارة ومراقبتها بصورة مباشرة. ويظهر هذا النموذج بشكل واضح في كل من ألمانيا واليابان[2]ويتميز النموذج الداخلي بعدة عناصر أساسية تتمثل فيما يلي:

- **تركيز الملكية:** تمتلك فئة محدودة من المساهمين أو البنوك نسبة معتبرة من الأسهم، الأمر الذي يمنحها قدرة كبيرة على الرقابة والتأثير في القرارات الإدارية والمالية .
- **الاعتماد على التمويل البنكي:** تعتمد المؤسسة بصورة كبيرة على القروض البنكية كمصدر للتمويل، مما يعزز دور البنوك في مراقبة الأداء المالي للمؤسسة .
- **الرقابة المباشرة على الإدارة:** تتم متابعة الإدارة التنفيذية من خلال المساهمين الرئيسيين ومجلس الإدارة، وهو ما يساهم في الحد من المشكلات الإدارية وتضارب المصالح .
- **الاهتمام بالاستقرار طويل الأجل:** يركز هذا النموذج على استمرارية المؤسسة وتحقيق النمو والاستقرار المالي بدل التركيز على الأرباح قصيرة الأجل .

[1] طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 45

[2] خالد أمين عبد الله، حوكمة الشركات والمعالجة المحاسبية، دار وائل للنشر، عمان، 2010، ص 78

- **مشاركة أصحاب المصالح**:يسمح بمشاركة العمال والبنوك ومختلف الأطراف ذات العلاقة في عملية اتخاذ القرار، مما يعزز التعاون داخل المؤسسة[1] .

ثانيا:النموذج الخارجي للحوكمة المالية

يعتمد النموذج الخارجي للحوكمة المالية على آليات الرقابة الخارجية والسوق المالية، حيث تكون الملكية موزعة بين عدد كبير من المساهمين، ويطبق هذا النموذج بشكل أساسي في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة[2]ويقوم هذا النموذج على مجموعة من العناصر الأساسية تتمثل فيما يلي:

- **تشتت الملكية**:تتوزع الأسهم بين عدد كبير من المستثمرين، مما يقلل من سيطرة مساهم واحد على المؤسسة .
- **الاعتماد على الأسواق المالية**:تعتمد المؤسسة على البورصة والأسهم والسندات كمصدر رئيسي للتمويل .
- **تعزيز الشفافية والإفصاح المالي**:يفرض هذا النموذج ضرورة تقديم معلومات مالية دقيقة وواضحة للمستثمرين وأصحاب المصالح .
- **استقلالية مجلس الإدارة**:يتميز بوجود أعضاء مستقلين داخل مجلس الإدارة لضمان الرقابة الفعالة على الإدارة التنفيذية .
- **حماية حقوق المساهمين**:يهدف إلى حماية المستثمرين وتعزيز ثقتهم من خلال القوانين وآليات الرقابة الخارجية .
- **التركيز على تعظيم قيمة المؤسسة**:يهتم بتحقيق الربحية وزيادة القيمة السوقية للمؤسسة بما يخدم مصالح المساهمين[3]

---

[1] حسين حسين شحاتة، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص 112.

[2] محمد بوتين، الحوكمة المؤسسية والفساد المالي والإداري، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 64.

[3] منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، مبادئ حوكمة الشركات، النسخة العربية، 2015، ص 23.

يتضح أن تقسيم الحوكمة إلى نموذج داخلي وخارجي يعكس طبيعة الآليات المعتمدة في الرقابة، حيث يعتمد النموذج الداخلي على أدوات المؤسسة، بينما يرتكز النموذج الخارجي على قوى السوق والإطار القانوني، في حين تبقى المحددات الداخلية والخارجية عوامل حاسمة في نجاح تطبيق الحوكمة وتحقيق أهدافها.

الفرع الثاني:محددات الحوكمة المالية

تشير محددات الحوكمة المالية إلى مجموعة العوامل والمتغيرات التي تؤثر في مستوى جودة تطبيق مبادئ الحوكمة داخل المؤسسة، وبشكل خاص في ما يتعلق بالإدارة المالية والرقابة على الموارد. وتُحدد هذه العوامل مدى فعالية آليات الشفافية، والمساءلة، والرقابة الداخلية، وكفاءة اتخاذ القرار المالي.

يمكن تصنيف محددات الحوكمة المالية إلى ثلاثة محددات رئيسية كما يلي:

اولا::محددات تنظيمية وإدارية

وتشمل :

- **استقلالية مجلس الإدارة :**

تعني مدى قدرة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين على اتخاذ قرارات موضوعية بعيدًا عن تأثير الإدارة التنفيذية، مما يعزز الرقابة ويقلل من التعارض في المصالح.

- **نظام الرقابة الداخلية[1] :**

هو مجموعة السياسات والإجراءات التي تهدف إلى حماية أصول المؤسسة وضمان دقة التقارير المالية والامتثال للقوانين، مما يقلل من مخاطر الفساد والأخطاء.

[1]COSO, Internal Control – Integrated Framework, 2013.

- **إدارة المخاطر** :

تشير إلى عملية تحديد وتقييم والتحكم في المخاطر المالية التي قد تواجه المؤسسة بهدف تقليل تأثيرها السلبي على الأداء المالي.[1]

ثانيا:محددات مالية وتمويلية

وتشمل :

- **سياسات التمويل** :

تُعد سياسات التمويل من أهم القرارات المالية التي تعتمد عليها المؤسسة في توفير الموارد المالية اللازمة لضمان استمرارية نشاطها وتحقيق أهدافها.

- **مؤشر الاستقلالية المالية** :

يعبر مؤشر الاستقلالية المالية عن مدى اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة في تمويل أصولها، وهو ما يعكس قدرتها على مواجهة المخاطر المالية دون اللجوء المفرط إلى الديون. ويُحسب هذا المؤشر من خلال العلاقة التالية:

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الأصول

وكلما ارتفعت هذه النسبة، دلّ ذلك على قوة المركز المالي للمؤسسة واستقلالها عن مصادر التمويل الخارجية، وهو ما يُعد مؤشرًا إيجابيًا على حسن تطبيق مبادئ الحوكمة المالية[2].

- **مؤشر الرفع المالي** :

يشير الرفع المالي إلى درجة اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل نشاطها، ويُعد من أهم مؤشرات الحوكمة المالية لما له من تأثير على المخاطر والعوائد. ويُحسب كما يلي:

الرفع المالي = إجمالي الديون / الأموال الخاصة

[1] ISO, ISO 31000 Risk Management Guidelines, 2018.

[2] حسين فلاح، الإدارة المالية الحديثة، دار المسيرة، عمان، 2014، ص 145.

وارتفاع هذا المؤشر قد يعكس مخاطرة مالية مرتفعة، في حين أن التوازن في استخدام الديون يدل على إدارة مالية رشيدة تتماشى مع مبادئ الحوكمة[1].

- **مؤشر نمو المؤسسة :**

يُعبر هذا المؤشر عن قدرة المؤسسة على التوسع وزيادة نشاطها الاقتصادي عبر الزمن، ويُقاس من خلال:

معدل النمو = (قيمة السنة الحالية – قيمة السنة السابقة) / قيمة السنة السابقة

ويمكن تطبيقه على رقم الأعمال أو الأصول أو الأرباح. ويُعد تحقيق نمو مستقر ومستدام دليلًا على فعالية الحوكمة المالية في توجيه الموارد نحو استثمارات مربحة[2].

ثانيا:سياسات توزيع الأرباح

تعكس سياسة توزيع الأرباح مدى التوازن الذي تحققه المؤسسة بين إعادة استثمار الأرباح وتحقيق عوائد للمساهمين. ويُقاس هذا المؤشر من خلال:

نسبة توزيع الأرباح = الأرباح الموزعة / صافي الربح

وتُظهر هذه النسبة مدى التزام الإدارة بمصالح المساهمين، حيث أن التوزيع المنتظم والعادل للأرباح يعزز الثقة في المؤسسة ويُعد دليلًا على شفافية القرارات المالية[3]

[1] عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 178.

[2] ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير والتحليل المالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2003، ص 98.

[3] محمد مطر، إدارة الاستثمارات والتحليل المالي، دار وائل للنشر، عمان، 2010، ص 233.

ثالثا:محددات متعلقة بالشفافية والملكية

وتشمل :

- **هيكل الملكية** :

يقصد به توزيع ملكية الأسهم بين المساهمين (مؤسسات، أفراد، أو الدولة)، حيث يؤثر هذا التوزيع على مستوى الرقابة على الإدارة ومدى تضارب المصالح داخل المؤسسة. فكلما تركزت الملكية، زادت قدرة المساهمين على الرقابة[1].

- **جودة الإفصاح المالي** :

تتمثل في دقة وشفافية المعلومات المالية المقدمة من قبل المؤسسة لأصحاب المصالح، مما يساعد على تقليل عدم تماثل المعلومات ودعم اتخاذ القرار[2].

من خلال هذه المؤشرات، يمكن تقييم مدى التزام المؤسسة بالحوكمة المالية من زاوية كمية، حيث تعكس الاستقلالية المالية قوة الهيكل المالي، بينما تُبرز سياسة توزيع الأرباح مدى مراعاة مصالح المساهمين، ويُظهر الرفع المالي مستوى المخاطر، في حين يعكس النمو قدرة المؤسسة على الاستمرارية. وعليه، فإن التكامل بين هذه المؤشرات يساهم في تحسين تقييم المؤسسة واتخاذ القرارات المالية الرشيدة.

[1] Shleifer, A. & Vishny, R., A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance, 1997.

[2] Healy, P. & Palepu, K., Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets, Journal of Accounting and Economics, 2001.

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل الإطار النظري للحوكمة المالية من خلال التطرق إلى مفهومها وأهميتها وأهدافها، باعتبارها آلية حديثة تهدف إلى تعزيز الشفافية والرقابة وتحسين كفاءة الأداء المالي داخل المؤسسة. كما تم عرض أهم مبادئ الحوكمة المالية ومحدداتها المتمثلة في هيكل الملكية، استقلالية مجلس الإدارة، جودة الإفصاح المالي، الرقابة الداخلية، إدارة المخاطر، وسياسات التمويل وتوزيع الأرباح، مع إبراز دورها في تحقيق التوازن بين مصالح مختلف الأطراف وتعزيز قيمة المؤسسة. إضافة إلى ذلك، تم التطرق إلى أهم النظريات المفسرة للحوكمة المالية وعلاقتها بتقييم المؤسسة، مما يبرز أهمية تطبيق مبادئ الحوكمة في تحسين الأداء المالي ودعم الاستقرار والنمو الاقتصادي للمؤسسات.

الفصل الثاني: الاطار النظري لتقييم المؤسسة

تمهيد:

يُعد تقييم المؤسسة من الركائز الأساسية في مجال علوم التسيير والمالية، حيث يمثل أداة تحليلية فعّالة تمكّن من قياس الأداء العام للمؤسسة، سواء من الناحية المالية أو الاقتصادية أو حتى الاستراتيجية. وفي ظل التحولات الاقتصادية المتسارعة واشتداد حدة المنافسة، أصبح من الضروري على المؤسسات اعتماد آليات تقييم دقيقة وموضوعية تُمكّنها من تحسين أدائها وضمان استمراريتها في السوق.

ويهدف تقييم المؤسسة إلى تقديم صورة شاملة عن وضعيتها من خلال تحليل نتائجها ومقارنتها بالأهداف المسطرة، وذلك بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات الكمية والنوعية، مثل النسب المالية، التدفقات النقدية، ومؤشرات خلق القيمة. كما لا يقتصر التقييم على قياس الأداء فقط، بل يمتد ليشمل تشخيص نقاط القوة والضعف، وتحديد الانحرافات، واقتراح الحلول المناسبة لتحسين الكفاءة والفعالية.

ومن جهة أخرى، فإن تقييم المؤسسة يُعتبر أداة أساسية لدعم عملية اتخاذ القرار، سواء على مستوى الإدارة الداخلية أو بالنسبة للمستثمرين والأطراف الخارجية، حيث يساعد في توجيه الاستثمارات، وترشيد استخدام الموارد، وتعزيز الشفافية في عرض المعلومات المالية. كما أن التطور الحاصل في بيئة الأعمال أدى إلى ظهور أساليب حديثة في التقييم، ترتكز على مفهوم خلق القيمة بدل الاكتفاء بقياس الربحية، مما يعكس التحول من النظرة التقليدية إلى النظرة الاستراتيجية للتقييم.

وعليه، يهدف هذا الفصل إلى تسليط الضوء على مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بتقييم المؤسسة، من خلال التطرق إلى ثلاث مباحث كمايلي:

المبحث الأول: ماهية تقييم المؤسسة.

المبحث الثاني: أساليب ومؤشرات تقييم المؤسسة.

المبحث الثالث: نماذج ومحددات تقييم المؤسسة.

المبحث الأول: ماهية تقييم المؤسسة

يُعد تقييم المؤسسة من العمليات الأساسية في التحليل المالي الحديث، حيث يهدف إلى تحديد القيمة الاقتصادية الحقيقية للمؤسسة سواء في الوقت الحاضر أو بناءً على توقعات مستقبلية ويعتمد هذا التقييم على مجموعة من المؤشرات المالية والمحاسبية، إضافة إلى تحليل البيئة الاقتصادية التي تنشط فيها المؤسسةكما يتأثر بعوامل داخلية مثل الكفاءة الإدارية والهيكل المالي، وعوامل خارجية كالمنافسة والتضخم، مما يجعل عملية التقييم معقدة وتستلزم استخدام أدوات تحليل دقيقة.

المطلب الأول: مفهوم تقييم المؤسسة

يعتبر مفهوم تقييم المؤسسة من المفاهيم الجوهرية في مجال المالية، حيث يشكل الأساس الذي تُبنى عليه العديد من القرارات الاقتصادية والاستثمارية. وقد تعددت تعريفاته حسب توجهات الباحثين، إلا أنها تتفق على كونه عملية تقدير للقيمة الحقيقية للمؤسسة باستخدام أساليب علمية دقيقة[1].

الفرع الاول:تعريف تقييم المؤسسة

يُعرف تقييم المؤسسة بأنه عملية تحليلية تهدف إلى تحديد القيمة الحالية للمؤسسة اعتمادًا على بياناتها المالية والتوقعات المستقبلية لأدائها. كما يُنظر إليه على أنه أداة لاتخاذ القرار، حيث يسمح للمستثمرين والإدارة بتحديد ما إذا كانت المؤسسة تحقق قيمة مضافة أم لا[2].كما يمكن تعريفه أيضًا بأنه تقدير القيمة الاقتصادية للمؤسسة في السوق، من خلال استخدام مجموعة من النماذج الكمية مثل نماذج التدفقات النقدية أو المقارنات السوقية[3]، وهو ما يعكس القدرة الحقيقية للمؤسسة على توليد الأرباح في المستقبل.

---

[1] عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2018، ص 45 .

[2] حسين حريم، مبادئ الإدارة الحديثة، دار الحامد، عمان، 2015، ص 66 .

[3] عبد الحميد بورايو، التحليل المالي المتقدم، دار هومة، الجزائر، 2019، ص 52 .

الفرع الثاني:خصائص تقييم المؤسسة

يتميز تقييم المؤسسة بعدة خصائص تجعله عملية معقدة ومتعددة الأبعاد، من أهمها:

اولا:الاعتماد على البيانات التاريخية والمستقبلية:

حيث لا يقتصر التقييم على تحليل الأداء السابق، بل يمتد إلى التنبؤ بالأداء المستقبلي، وهو ما يزيد من درجة عدم اليقين[1] .

ثانيا:التأثر بالبيئة الاقتصادية:

تتأثر قيمة المؤسسة بعوامل خارجية مثل معدلات التضخم وأسعار الفائدة، مما يجعل التقييم مرتبطًا بالسياق الاقتصادي العام

ثالثا:اختلافه حسب الهدف:

تختلف نتائج التقييم حسب الغرض منه، سواء كان للبيع أو الاندماج أو الاستثمار، مما يؤدي إلى اختلاف الطرق المستخدمة[2] .

رابعا:النسبية وعدم الدقة المطلقة:

لا توجد قيمة واحدة صحيحة للمؤسسة، بل تتراوح بين تقديرات مختلفة حسب الفرضيات المعتمدة

[1] بن عيسى بلقاسم، المالية الحديثة، دار هومة، الجزائر، 2017، ص 91 .

[2] محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، عمان، 2017، ص 88 .

الفرع الثالث:أنواع القيمة

يمكن التمييز بين عدة أنواع من القيم التي يتم استخدامها في تقييم المؤسسة، أهمها:

اولا:القيمة الدفترية:

وهي القيمة المحاسبية التي يتم استخراجها من الميزانية، حيث تمثل الفرق بين مجموع الأصول والخصوم[1]. وتُعد هذه القيمة بسيطة لكنها لا تعكس الواقع الاقتصادي بدقة .

ثانيا:القيمة السوقية:

تمثل السعر الذي يمكن أن تباع به المؤسسة في السوق، وهي تتأثر بقوى العرض والطلب، كما تعكس نظرة المستثمرين للمؤسسة .

ثالثا:القيمة الاقتصادية:

وهي القيمة الحقيقية التي تعتمد على قدرة المؤسسة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية[1]، وتُعتبر الأكثر دقة من الناحية النظرية .

[1] عبد الحميد بورايو، التحليل المالي المتقدم، دار هومة، الجزائر، 2019، ص 52 .

المطلب الثاني: أهداف تقييم المؤسسة

تُعد عملية تقييم المؤسسة وسيلة أساسية لتحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية والمالية، حيث تساهم في توفير معلومات دقيقة تساعد مختلف الأطراف على اتخاذ قرارات رشيدة[1]، كما تلعب دورًا مهمًا في تحسين كفاءة استخدام الموارد داخل المؤسسة[2].

الفرع الاول:الأهداف العامة للتقييم

تتمثل الأهداف العامة لتقييم المؤسسة في:

اولا:تحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة :يساعد التقييم في معرفة ما إذا كانت المؤسسة مقيمة بأقل أو أكثر من قيمتها الحقيقية[3] .

ثانيا:دعم القرارات الاستثمارية: يُمكّن المستثمرين من اختيار الفرص المناسبة وتقليل المخاطر[4] .

ثالثا:تسهيل عمليات الاندماج والاستحواذ:يُستخدم التقييم لتحديد سعر عادل في هذه العمليات[5] .

---

[1] ناصر دادي عدون، تقنيات التسيير المالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2016، ص 102 .

[2] محمد الصيرفي، التحليل المالي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2018، ص 77 .

[3] McGraw-Hill. Principles of Corporate Finance ،New York2020 ، P120.

[4] Damodaran Aswath ، ،Investment Valuation ،Wiley ،New Jersey،2019 ،P60.

[5] عبد الحميد بورايو، التحليل المالي المتقدم، دار هومة، الجزائر، 2019، ص 65 .

الفرع الثاني: الأهداف المالية

اولا: قياس الربحية: يساعد التقييم في تحديد قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح.

ثانيا: تحليل الأداء المالي: يمكن من خلاله تقييم كفاءة استخدام الموارد المالية

ثالثا: تحسين الهيكل المالي: يساهم في اتخاذ قرارات تمويلية سليمة

الفرع الثالث :الأهداف الاستراتيجية

اولا: دعم التخطيط طويل الأجل: يوفر معلومات تساعد الإدارة في رسم استراتيجيات مستقبلية

ثانيا: تعزيز القدرة التنافسية: يمكن المؤسسة من تحسين موقعها في السوق

المطلب الثالث: أهمية تقييم المؤسسة

تكمن أهمية تقييم المؤسسة في كونه أداة تحليلية تساعد على تحسين جودة القرارات الاقتصادية، كما يساهم في تقليل درجة عدم اليقين التي تواجه المستثمرين، ويعزز من كفاءة استخدام الموارد داخل الاقتصاد.

الفرع الاول :أهمية التقييم بالنسبة للمستثمر

يساعد تقييم المؤسسة المستثمرين على اتخاذ قرارات عقلانية، حيث يمكنهم من:

- ✓ تحديد القيمة العادلة للاستثمار
- ✓ تقليل المخاطر المرتبطة بالقرارات الاستثمارية
- ✓ المقارنة بين الفرص المختلفة

الفرع الثاني:أهميته بالنسبة للإدارة

يوفر التقييم للإدارة معلومات مهمة تساعدها على:

- ✓ تقييم الأداء المالي والتشغيلي
- ✓ اتخاذ قرارات استراتيجية سليمة
- ✓ تحسين الكفاءة الداخلية

الفرع الثالث:أهميته بالنسبة للاقتصاد

يلعب تقييم المؤسسة دورًا مهمًا على المستوى الكلي من خلال:

- ✓ تعزيز الشفافية في الأسواق المالية .
- ✓ تحسين تخصيص الموارد الاقتصادية .دعم الاستقرار الاقتصادي[1].

المبحث الثاني: أساليب ومؤشرات تقييم المؤسسة

تُعد عملية تقييم المؤسسة من الأدوات الأساسية التي تساعد في قياس أدائها المالي والاقتصادي وتحديد قدرتها على تحقيق القيمة والاستمرارية.

ولتحقيق ذلك تعتمد المؤسسات على مجموعة من الأساليب والمؤشرات التي تسمح بتحليل النتائج وتقييم مدى كفاءة التسيير واتخاذ القرارات المناسبة.

المطلب الأول: أساليب تقييم المؤسسات

تتنوع أساليب تقييم المؤسسات تبعًا لأهداف التقييم وطبيعة المؤسسة، حيث تعتمد على مجموعة من المناهج المالية والاقتصادية لتحديد قيمتها الحقيقية وقياس أدائها.

[1] محمد الصيرفي، التحليل المالي، دار الفكر الجامعي، 2018، ص 90 .

الفرع الاول:الأساليب المالية

اولا:التحليل المالي بالنسب

يُستخدم لاستخراج مؤشرات من القوائم المالية تساعد في تقييم الأداء والكفاءة.كما يساهم في الكشف عن نقاط القوة والضعف في الوضعية المالية للمؤسسة[1]

ثانيا:تحليل التدفقات النقدية

يركّز على دراسة تدفقات النقد الداخلة والخارجة خلال فترة معينةويساعد في معرفة قدرة المؤسسة على توفير السيولة والاستمرار في النشاط[2]

الفرع الثاني:أساليب التقييم بالاستثمار

اولا:القيمة الحالية الصافية:(NPV)

تعتمد على خصم التدفقات النقدية المستقبلية لمعرفة قيمتها الحالية.كماتُستخدم لتحديد مدى جدوى المشاريع الاستثمارية واتخاذ القرار[3]

المعادلة:

$$NPV = \sum (Ct / (1 + r)^t) - C0$$

تفسير الرموز:

- ✓ Ct:التدفقات النقدية خلال الفترة t
- ✓ r:معدل الخصم
- ✓ t:عدد الفترات الزمنية

---

[1] محمد مطر، التحليل المالي، دار المسيرة، عمان، 2010، ص 45 .

[2] عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 120 .

[3]Lawrence J. Gitman ،Principles of Managerial Finance ،Pearson ،2012 ،p. 348.

- ✓ C0:الاستثمار الأولي

ثانيامعدل العائد الداخلي:(IRR)

يمثل نسبة العائد التي يحققها المشروع دون تحقيق خسارة.ويساعد في مقارنة المشاريع واختيار الأكثر ربحية[1]

المعادلة:

$$\sum (Ct / (1 + IRR)^t) - C0 = 0$$

تفسير الرموز:

- ✓ Ct:التدفقات النقدية المستقبلية
- ✓ IRR:معدل العائد الداخلي
- ✓ t:الزمن (عدد السنوات)
- ✓ C0:الاستثمار الأولي

الفرع الثالث:الأساليب الاقتصادية والاستراتيجية

اولا:القيمة الاقتصادية المضافة:(EVA)

تقيس مدى تحقيق المؤسسة لأرباح تفوق تكلفة رأس المال.وتعكس قدرة المؤسسة على خلق قيمة حقيقية للمستثمرين[2]

[1] Brigham & Ehrhardt ،Financial Management ،Cengage Learning ،2011 ،p. 389.

[2]. Stewart G. Bennett ،The Quest for Value ،Harper Business ،1991 ،p. 136.

المعادلة:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Capital)$$

تفسير الرموز:

- NOPAT:صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة
- WACC:متوسط تكلفة رأس المال المرجح
- Capital:رأس المال المستثمر

ثانيا:بطاقة الأداء المتوازن:(BSC)

تعتمد على مجموعة من المؤشرات المالية وغير المالية لتقييم الأداء.وتساعد في ربط الأهداف الاستراتيجية بالنتائج الفعلية[1] .

ثالثا:تحليل:SWOT

يُستخدم لتحديد نقاط القوة والضعف داخل المؤسسةكما يحدد الفرص والتهديدات في البيئة الخارجية لدعم القرار[2]

[1] Kaplan R. & Norton D. ،The Balanced Scorecard ،Harvard Business School Press ،1996 ،p. 25.

[2] Fred R. David ،Strategic Management ،Pearson ،2013 ،p. 47.

المطلب الثاني: مؤشرات التقييم المالي

تُعد مؤشرات التقييم المالي من أهم الأدوات المستخدمة في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة، إذ تساعد في قياس قدرتها على تحقيق الربحية والمحافظة على التوازن المالي وضمان الاستمرارية. كما تسمح هذه المؤشرات بتقييم كفاءة المؤسسة في استخدام مواردها المالية واتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بالتمويل والاستثمار.

الفرع الاول:مؤشرات السيولة

تُعد مؤشرات السيولة من أهم الأدوات التي تُستخدم لقياس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، ويمكن عرض أهم النسب كما يلي:

اولا :نسبة التداول

تُعبّر نسبة التداول عن مدى قدرة المؤسسة على تغطية خصومها المتداولة بواسطة أصولها المتداولة، وبالتالي فهي تعكس هامش الأمان المالي قصير الأجل. وكلما ارتفعت هذه النسبة دلّ ذلك على تحسن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها المالية دون صعوبات. غير أن الارتفاع المفرط قد يشير أحيانًا إلى سوء استغلال الموارد المتاحة داخل المؤسسة.كلما كانت هذه النسبة أكبر من 1 دلّ ذلك على وضعية مالية جيدة نسبيًا .

المعادلة:

نسبة التداول = الأصول المتداولة ÷ الخصوم المتداولة

حيث:

- الأصول المتداولة: النقد، المخزون، الزبائن ...
- الخصوم المتداولة: الديون قصيرة الأجل

ثانيا:نسبة السيولة السريعة

تُعتبر نسبة السيولة السريعة من أكثر المؤشرات دقة في قياس السيولة، لأنها تستبعد المخزون من الأصول المتداولة باعتباره أقل العناصر قابلية للتحول السريع إلى نقدية. وتهدف هذه النسبة إلى قياس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها العاجلة بالاعتماد على الأصول السريعة التحويل إلى نقد. كما تساعد في تقييم الكفاءة المالية للمؤسسة في الأجل القصير.

المعادلة:

نسبة السيولة السريعة = (الأصول المتداولة – المخزون) ÷ الخصوم المتداول

حيث:

- المخزون: أقل الأصول سيولة
- باقي العناصر كما سبق

ثالثا:نسبة السيولة الجاهزة

تقيس نسبة السيولة الجاهزة قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها قصيرة الأجل باستخدام النقدية وما يعادلها فقط، دون الاعتماد على باقي الأصول المتداولة. وتُعد هذه النسبة من أكثر مؤشرات السيولة تحفظًا، لأنها تركز على الموارد النقدية الجاهزة للاستعمال الفوري. كما تُستخدم للحكم على مدى توفر السيولة النقدية داخل المؤسسة.

المعادلة:

نسبة السيولة الجاهزة = النقد وما يعادله ÷ الخصوم المتداولة

حيث:

- النقد: الصندوق + الحسابات البنكية
- ما يعادله: استثمارات قصيرة الأجل

رابعا: رأس المال العامل الصافي (FRN)

يمثل رأس المال العامل الفرق بين التثبيتات الجارية والخصوم االجارية ، ويُستخدم لتحديد هامش الأمان المالي للمؤسسة. ويشير ارتفاعه إلى قدرة المؤسسة على تمويل نشاطها الجاري دون اللجوء المفرط إلى التمويل الخارجي قصير الأجل. كما يعكس درجة التوازن المالي والاستقرار في النشاط التشغيلي

المعادلة:

رأس المال العامل = التثبيتات الجارية– الخصوم الجارية.

الفرع الثاني :مؤشرات الربحية:

تُستخدم مؤشرات الربحية لقياس قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال نشاطها الاقتصادي، كما تساعد في تقييم كفاءة الإدارة في استغلال الموارد المتاحة وتحقيق العوائد المناسبة.

اولا:هامش الربح

يعكس هامش الربح نسبة الأرباح المحققة مقارنة بحجم المبيعات، ويُعتبر من المؤشرات المهمة التي تُستخدم للحكم على كفاءة المؤسسة في التحكم في التكاليف وتحقيق الأرباح. وكلما ارتفعت هذه النسبة دلّ ذلك على تحسن الأداء المالي للمؤسسة وقدرتها على تحقيق قيمة مضافة من نشاطها.

- **المعادلة:**

هامش الربح = صافي الربح ÷ رقم الأعمال

- **حيث:**

صافي الربح: الربح النهائي

رقم الأعمال: إجمالي المبيعات

ثانيا:العائد على الأصول(ROA)

يقيس العائد على الأصول قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح انطلاقًا من مجموع أصولها، وبالتالي فهو يعكس كفاءة استخدام الموارد الاقتصادية المتاحة. ويُعد هذا المؤشر من أهم أدوات تقييم الأداء المالي، حيث إن ارتفاعه يدل على حسن استغلال الأصول وتحقيق عوائد جيدة[1].

المعادلة:

ROA=صافي الربح ÷ إجمالي الأصول

ثالثا:العائد على حقوق الملكية:(ROE)

يعبر العائد على حقوق الملكية عن مردودية أموال المساهمين، إذ يقيس حجم الأرباح المحققة مقارنة بحقوق الملكية. ويُستخدم هذا المؤشر لتقييم مدى قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد مناسبة للمستثمرين، كما أنه يعكس كفاءة الإدارة في استخدام أموال الملاك.

المعادلة:

ROE=صافي الربح ÷ حقوق الملكية

رابعا:الربحية

تُشير الربحية إلى قدرة المؤسسة على تحقيق فائض مالي من خلال نشاطها الاقتصادي خلال فترة زمنية معينة. وتُعتبر من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها في تقييم نجاح المؤسسة واستمراريتها، لأنها تعكس مدى كفاءة استغلال الموارد وتحقيق الأهداف المالية المسطرة.

[1] عبد الرحمن عطية، التحليل المالي وتقييم الأداء، دار اليازوري، 2012، ص 67 .

جدول2_1: أهم المؤشرات المالية

المؤشر	المعادلة	التعريف	المعادلة	الهدف
السيولة العامة	اتثبيتات المتداولة ÷ الخصوم المتداولة	قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل	تثبيتات المتداولة ÷ الخصوم المتداولة	قياس القدرة على الدفع
المديونية	إجمالي الديون ÷ إجمالي الأصول	نسبة اعتماد المؤسسة على الديون	إجمالي الديون ÷ إجمالي الأصول	قياس الاستقلال المالي
العائد على الأصول (ROA)	صافي الربح ÷ إجمالي الأصول	كفاءة استخدام التثبيتات	صافي الربح ÷ إجمالي الأصول	قياس الكفاءة
العائد على حقوق الملكية (ROE)	صافي الربح ÷ حقوق الملكية	مردودية أموال الملاك	صافي الربح ÷ حقوق الملكية	قياس الربحية

المصدر:
غربي خليل، تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، 2024، ص 118.

الفرع الثالث:مؤشرات النشاط

تُستخدم مؤشرات النشاط لقياس مدى كفاءة المؤسسة في استغلال مواردها الاقتصادية وتحويلها إلى مبيعات أو أرباح. كما تساعد هذه المؤشرات في تقييم الأداء التشغيلي للمؤسسة ومدى فعالية الإدارة في استخدام الأصول المتاحة.

اولا:دوران المخزون

يقيس معدل دوران المخزون سرعة بيع وتجديد المخزون خلال فترة زمنية معينة، ويُعتبر من المؤشرات المهمة في تقييم كفاءة إدارة المخزون داخل المؤسسة. ويشير ارتفاع هذا المعدل إلى قدرة المؤسسة على تصريف منتجاتها بسرعة وتقليل تكاليف التخزين، في حين قد يدل انخفاضه على ضعف المبيعات أو تراكم المخزون.

المعادلة:

دوران المخزون = تكلفة البضاعة المباعة ÷ متوسط المخزون

حيث:

متوسط المخزون = (مخزون أول المدة + آخر المدة) ÷ 2

ثانيا:دوران الأصول

يعكس معدل دوران الأصول مدى قدرة المؤسسة على استخدام أصولها في تحقيق رقم الأعمال، وبالتالي فهو يقيس كفاءة استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة. وكلما ارتفع هذا المؤشر دلّ ذلك على فعالية المؤسسة في استخدام أصولها لتحقيق الإيرادات وزيادة النشاط التشغيلي.

المعادلة:

دوران الأصول = رقم الأعمال ÷ إجمالي الأصول

ثالثا:النشاط

يعبر النشاط عن كفاءة المؤسسة في استغلال مواردها الإنتاجية والمالية لتحقيق أهدافها التشغيلية. كما يساعد تحليل مؤشرات النشاط في تقييم مستوى الأداء العام للمؤسسة ومدى قدرتها على تحقيق الاستغلال الأمثل للأصول والموارد المتاحة.

الفرع الرابع:مؤشرات المديونية

تُستخدم مؤشرات المديونية لقياس درجة اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي في تمويل أصولها وأنشطتها، كما تساعد في تقييم مستوى المخاطر المالية المرتبطة بالديون.

اولا:نسبة الديون

تقيس نسبة الديون حجم اعتماد المؤسسة على الديون مقارنة بإجمالي الأصول، وتُعتبر من المؤشرات المهمة في تحليل الهيكل المالي للمؤسسة. وقد يشير ارتفاع هذه النسبة إلى زيادة المخاطر المالية واحتمال مواجهة صعوبات في السداد، خاصة في حالة تراجع الإيرادات أو الأرباح.

المعادلة:

نسبة الديون = إجمالي الديون ÷ إجمالي الأصول

ثانيا:المديونية

تعبر المديونية عن درجة اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل الخارجية، خاصة القروض والديون، من أجل تمويل نشاطها واستثماراتها. وتؤثر هذه المديونية بشكل مباشر على الاستقرار المالي ومستوى المخاطر، حيث إن الإفراط في الاعتماد على الديون قد يؤدي إلى زيادة الأعباء المالية والتأثير سلبًا على قيمة المؤسسة.

نسبة المديونية=إجمالي الديون\إجمالي الأصول

المطلب الثالث: المؤشرات غير المالية الحديثة

تُعد المؤشرات غير المالية من الأدوات المهمة في تقييم أداء المؤسسة، إذ لا يقتصر التقييم على الجوانب المالية فقط بل يشمل أيضًا الأبعاد التنظيمية والاستراتيجية والاجتماعية.

كما تساعد هذه المؤشرات في تقديم رؤية شاملة حول قدرة المؤسسة على تحقيق الاستدامة وتعزيز تنافسي على المدى الطويل.

الفرع الاول:المؤشرات غير المالية

تُستخدم المؤشرات غير المالية لقياس الجوانب النوعية المتعلقة بأداء المؤسسة، والتي يصعب التعبير عنها بالأرقام المالية فقط، لكنها تؤثر بشكل مباشر على نجاح المؤسسة واستمراريتها[1].

اولا:رضا العملاء

يعكس رضا العملاء مدى قبول الزبائن للمنتجات والخدمات التي تقدمها المؤسسة، ويُعتبر من أهم المؤشرات التي تساعد على قياس جودة الأداء التسويقي والخدماتي. كما يساهم تحقيق رضا العملاء في تعزيز الولاء وزيادة الحصة السوقية وتحسين صورة المؤسسة في السوق.

ثانيا:جودة المنتجات

تتُظهر جودة المنتجات مدى مطابقة السلع والخدمات التي تقدمها المؤسسة للمعايير المطلوبة وتوقعات العملاء. وتؤثر الجودة بشكل مباشر على سمعة المؤسسة وقدرتها التنافسية، كما تساعد في تقليل التكاليف المرتبطة بالأخطاء والمرتجعات.

ثالثا:كفاءة الموارد البشرية

تعبر كفاءة الموارد البشرية عن مستوى مهارات وخبرات العاملين داخل المؤسسة ومدى قدرتهم على تحقيق الأهداف المسطرة. وتُعتبر الموارد البشرية عنصرًا أساسيًا في رفع الإنتاجية وتحسين الأداء العام، خاصة في ظل التطورات التكنولوجية والمنافسة المتزايدة .

رابعا:الابتكار والتطوير

[1] Philip Kotler ،Marketing Management ،Pearson ،2016 ،p. 153.

يشير الابتكار والتطوير إلى قدرة المؤسسة على تقديم منتجات أو خدمات أو أفكار جديدة تساعدها على مواكبة التغيرات السوقية والتكنولوجية. كما يساهم الابتكار في تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسة وتحقيق النمو والاستمرارية على المدى الطويل.

المبحث الثالث: نماذج ومحددات تقييم المؤسسة

تعتمد عملية تقييم المؤسسة على مجموعة من النماذج والأساليب التحليلية التي تهدف إلى تحديد قيمتها الحقيقية وقياس مستوى أدائها المالي والاقتصادي.
كما تتأثر عملية التقييم بعدة محددات داخلية وخارجية تسهم في تفسير اختلاف قيمة المؤسسات ونتائجها من فترة إلى أخرى.

المطلب الأول: نماذج تقييم المؤسسة

تُعد نماذج تقييم المؤسسة أدوات تحليلية تُستخدم لتقدير قيمتها وقياس أدائها المالي والاقتصادي اعتمادًا على مجموعة من المعايير والمؤشرات الكمية والنوعية.

الفرع الاول:تعريف نماذج التقييم:

هي مجموعة من الأساليب والمعادلات المالية والاقتصادية التي تُستخدم لتحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة أو قياس أدائها، اعتمادًا على بيانات مالية وغير مالية تعكس وضعها الحالي وقدرتها المستقبلية على تحقيق الأرباح والنمو[1].

اولا:نموذج خصم التدفقات النقدية(DCF)

$$V=\sum t=1nCFt(1+r)\ t$$

[1]Damodaran A., Valuation, Wiley, 2012, p. 67.

حيث:

CF: التدفقات النقدية

r:معدل الخصم

ثانيا:**القيمة الحالية الصافية(NPV)**

$$NPV=\sum CFt(1+r)t-I0$$

المطلب الثاني: المحددات الداخلية لتقييم المؤسسة

تُشير المحددات الداخلية لتقييم المؤسسة إلى العوامل المرتبطة بخصائصها الذاتية مثل الهيكل المالي، وكفاءة التسيير، وسياسات التمويل والاستثمار.

وتلعب هذه المحددات دورًا أساسيًا في تحديد قيمة المؤسسة من خلال تأثيرها المباشر على أدائها واستقرارها المالي.

الفرع الاول: المحددات الداخلية

اولا: تعريف

المحددات الداخلية لتقييم المؤسسة هي العوامل التي تنبع من داخل المؤسسة نفسها وتؤثر بشكل مباشر على قيمتها السوقية وأدائها المالي وقدرتها على خلق الثروة. وتُعد هذه المحددات مهمة جدًا في تقييم المؤسسة لأنها تعكس كفاءتها في استغلال الموارد وتحقيق الأهداف الاستراتيجية[1].

[1] Mintzberg H., Structure in Fives, 1983, p. 27

ثانيا:أهم المحددات الداخلية لتقييم المؤسسة.

1.الهيكل المالي

يقصد به طريقة تمويل المؤسسة، أي نسبة الاعتماد على الديون مقارنة بالأموال الخاصةوكلما كان الهيكل المالي متوازنًا، ساهم ذلك في تخفيض المخاطر المالية ورفع قيمة المؤسسة.

2.مؤشر القياس لرفع المالي(Leverage)

LEV =إجمالي الديون\ إجمالي الأصول

تفسير:

ارتفاع الديون بشكل مفرط قد يؤدي إلى زيادة مخاطر الإفلاس وانخفاض قيمة المؤسسة[1].

3 .سياسة توزيع الأرباح

تعبّر سياسة توزيع الأرباح عن القرارات التي تتخذها المؤسسة بشأن توزيع جزء من أرباحها على المساهمين أو الاحتفاظ بها لإعادة استثمارها في الأنشطة المستقبلية. وتُعد هذه السياسة من المؤشرات المهمة التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم المؤسسة، إذ تعكس توجهاتها التمويلية وقدرتها على تحقيق عوائد مستقرة. ويُقاس هذا المتغير بنسبة توزيع الأرباح(DIV) ، والتي تُحسب بقسمة الأرباح الموزعة على صافي الربح. وتُعد السياسة المستقرة في توزيع الأرباح إشارة إيجابية للمستثمرين حول استقرار المؤسسة وقوة مركزها المالي، كما أن ارتفاع التوزيعات النقدية غالبًا ما يزيد من جاذبية الأسهم ويساهم في رفع القيمة السوقية للمؤسسة[2].

---

[1] موديغلياني وميلر، نظرية الهيكل المالي، 1958، ص 268.

[2] بوشريط فتيحة، بن عيسى عبد القادر، "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية"، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة، المجلد 12، العدد 1، 2021، ص 145.

4. السيولة

تعكس السيولة قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل عند استحقاقها باستخدام أصولها المتداولة. وتُعد من أهم المؤشرات المالية التي يعتمد عليها المستثمرون والدائنون لتقييم الوضع المالي للمؤسسة ومدى قدرتها على مواجهة المخاطر التشغيلية. ويُقاس هذا المتغير بنسبة التداول، والتي تُحسب بقسمة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة. وتشير المستويات المناسبة للسيولة إلى سلامة المركز المالي للمؤسسة وقدرتها على الاستمرار في نشاطها دون صعوبات مالية، في حين أن ضعف السيولة يرفع من مستوى المخاطر التشغيلية ويؤثر سلبًا على تقييم المؤسسة وقيمتها السوقية[1].

5.جودة الحوكمة المالية

تُعد جودة الحوكمة المالية من العوامل الأساسية التي تؤثر في أداء المؤسسة وقيمتها، إذ تشمل مجموعة من الآليات الرقابية والتنظيمية مثل فعالية نظام الرقابة الداخلية، وشفافية الإفصاح المالي، واستقلالية مجلس الإدارة، ووجود لجان التدقيق. ويمكن قياس جودة الحوكمة من خلال عدد أعضاء مجلس الإدارة، ونسبة الأعضاء المستقلين ضمنه، بالإضافة إلى وجود لجنة تدقيق تتولى متابعة دقة التقارير المالية وفعالية الرقابة الداخلية. وتساهم الحوكمة المالية الجيدة في الحد من مشكلات الوكالة الناتجة عن تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين، كما تعزز ثقة المستثمرين وأصحاب المصلحة في المؤسسة، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على قيمتها وأدائها المالي[2].

[1] بوعلاق عبد القادر، "استخدام النسب المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية"، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2019، ص 72.

[2] عرعار نور الهدى، محاجبية نصيرة، "أثر الدور الحوكمي لخصائص مجلس الإدارة ولجنة التدقيق على الأداء المالي: دراسة تطبيقية على شركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2019"، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 2، 2021، ص 381.

6.الكفاءة التشغيلية

تُشير الكفاءة التشغيلية إلى قدرة المؤسسة على استغلال مواردها وأصولها المتاحة بكفاءة من أجل تحقيق أعلى مستوى ممكن من الإنتاجية والمبيعات. وتُقاس عادةً من خلال معدل دوران الأصول ، والذي يُحتسب بقسمة رقم الأعمال على إجمالي الأصول، حيث يعكس هذا المؤشر مدى فعالية المؤسسة في استخدام أصولها لتوليد الإيرادات. ويُعد ارتفاع معدل دوران الأصول دليلاً على حسن استغلال الموارد المتاحة وفعالية الإدارة في توظيف الأصول، مما يساهم في تحسين الأداء المالي وتعزيز القيمة السوقية للمؤسسة وزيادة قدرتها التنافسية[1].

المطلب الثالث: المحددات الخارجية لتقييم المؤسسة

الفرع الاول :تعريف

تُعد المحددات الخارجية لتقييم المؤسسة مجموعة العوامل المرتبطة بالبيئة المحيطة بها مثل الظروف الاقتصادية، والتشريعات القانونية، والمنافسة في السوق.

وتؤثر هذه المحددات بشكل غير مباشر على قيمة المؤسسة من خلال انعكاسها على أدائها وفرص نموها واستقرارها.

الفرع الثاني: اهم المحددات الخارجية

اولا: البيئة الاقتصادية العامة

تشير إلى الظروف الاقتصادية المحيطة بالمؤسسة مثل النمو والتضخم وأسعار الفائدة، والتي تؤثر على قدرتها على تحقيق الأرباح. كما تحدد هذه البيئة مستوى الطلب على منتجات المؤسسة واستقرار نشاطها. وبالتالي فهي عنصر أساسي في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية.[2]

---

[1] بوشنافة عبد القادر، "دور المؤشرات المالية في تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية"، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2018، ص 54.

[2] عبد الغني عمارة، تقييم المؤسسات الاقتصادية، دار هومة، الجزائر، 2018، ص 45 .

ثانيا:البيئة القانونية والتشريعية

تمثل الإطار القانوني الذي تنشط ضمنه المؤسسة، بما في ذلك القوانين الضريبية والتجارية وقوانين العمل. يساهم الاستقرار التشريعي في تعزيز ثقة المستثمرين وتقليل المخاطر. بينما تؤدي التغييرات المفاجئة إلى عدم اليقين وانخفاض قيمة المؤسسة.[1]

ثالثا:المنافسة في السوق

تعكس درجة التنافس بين المؤسسات في نفس القطاع، سواء من حيث عدد المنافسين أو قوتهم. تؤثر المنافسة على الأسعار وهوامش الربح والحصة السوقية للمؤسسة. وكلما زادت المنافسة، زادت الضغوط على الأداء المالي للمؤسسة.[2]

رابعا:التطور التكنولوجي

يشير إلى مدى استخدام المؤسسة للتكنولوجيا الحديثة في الإنتاج والتسيير. يساعد التطور التكنولوجي على تحسين الكفاءة وتقليل التكاليف وزيادة الجودة. كما يمنح المؤسسة ميزة تنافسية ترفع من قيمتها السوقية.[3]

خامسا:العوامل الاجتماعية والثقافية

تتمثل في العادات والتقاليد وسلوك المستهلك ومستوى الوعي في المجتمع. تؤثر هذه العوامل على طبيعة الطلب على السلع والخدمات التي تقدمها المؤسسة. وبالتالي فهي عامل مهم في تحديد حجم المبيعات والإيرادات.[4]

---

[1] محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، الأردن، 2016، ص 115 .

[2] ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية، الجزائر، 2017، ص 88 .

[3] Damodaran, Aswath, Investment Valuation, Wiley, 2012, p. 80

[4] Kotler, Philip, Marketing Management, Pearson, 2017, p. 95.

سادسا: العوامل السياسية

تشمل الاستقرار السياسي والسياسات الحكومية والعلاقات الدولية للدولة. يساهم الاستقرار السياسي في خلق بيئة استثمارية آمنة وجاذبة. أما الاضطرابات السياسية فتزيد من المخاطر وتؤثر سلبًا على تقييم المؤسسة.

خلاصةالفصل:

من خلال هذا الفصل تبيّن أن تقييم المؤسسة يمثل عملية أساسية تهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة وقياس قدرتها على تحقيق الأداء والاستمرار والنمو، وذلك بالاعتماد على مجموعة من الأساليب والنماذج المالية والاقتصادية الحديثة. كما أظهر الفصل أن عملية التقييم لا تقتصر فقط على تحليل النتائج المالية، بل تشمل أيضًا دراسة مختلف العوامل الداخلية والخارجية المؤثرة في نشاط المؤسسة، مثل الهيكل المالي، والربحية، والسيولة، والحوكمة، وظروف السوق والمحيط الاقتصادي. وقد تم التطرق كذلك إلى أهم المؤشرات المعتمدة في التقييم، سواء كانت مالية أو غير مالية، إضافة إلى عرض مختلف المناهج المستخدمة في تقييم المؤسسات، كالمقاربة المحاسبية والمالية ومقاربة السوق، مع إبراز مزايا وحدود كل منها. وفي الأخير، يمكن القول إن نجاح عملية تقييم المؤسسة يتوقف على دقة المعلومات المستعملة وكفاءة الأساليب المعتمدة، بما يسمح بتقديم صورة حقيقية عن وضعية المؤسسة الحالية وآفاقها المستقبلية، ويساعد مختلف الأطراف في اتخاذ قرارات رشيدة وفعالة.

الفصل الثالث: نموذج قياس محددات الحوكمة المالية في تقييم المؤسسة

تمهيد:

يُعدّ الفصل التطبيقي مرحلة محورية في الدراسات الأكاديمية، كونه يُجسد الانتقال من الجانب النظري إلى التحليل العملي بهدف اختبار الفرضيات ومعالجة إشكالية الدراسة وفق منهجية علمية دقيقة. وفي هذا الإطار، تناولت الدراسة أثر الحوكمة المالية على تقييم المؤسسة من خلال بناء نموذج قياسي يعتمد على مقاربة كمية لتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة.

اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ثلاث مؤسسات اقتصادية جزائرية تنتمي إلى قطاعات مختلفة، وهي مجمع صيدال، فندق الأوراسي، ومجمع رويبة، بما يسمح بتوفير تمثيل متنوع للاقتصاد الجزائري واختبار أثر محددات الحوكمة المالية في بيئات اقتصادية متباينة. كما استندت الدراسة إلى بيانات سنوية خلال الفترة (2019–2024)، تم جمعها من القوائم المالية السنوية، والتقارير المنشورة للشركات، إضافة إلى بيانات مستخرجة من بورصة الجزائر والمركز الوطني للسجل التجاري، مع الاستعانة ببرنامج EViews13 في التحليل القياسي.

وتهدف الدراسة إلى اختبار أثر محددات الحوكمة المالية باعتبارها متغيرات مستقلة على تقييم المؤسسة كمتغير تابع، مع تحديد طبيعة العلاقة بينها ومدى دلالتها الإحصائية. كما تسعى إلى تفسير النتائج وربطها بالإطار النظري والدراسات السابقة، بما يساهم في تقديم إضافة علمية في مجال الحوكمة المالية وتقييم المؤسسات. وقد تم تنظيم الفصل في أربعة مباحث رئيسية شملت الإطار القياسي، منهجية الدراسة والنموذج المستخدم، ثم تقدير النموذج وعرض النتائج، وصولًا إلى استخلاص أهم النتائج والتوصيات الداعمة لتفعيل الحوكمة المالية وتحسين تقييم المؤسسات الاقتصادية.

وفقا لما سبق يتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الاول: الإطار القياسي المتبع في التحليل.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة والنموذج القياسي المستخدم.

المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي وعرض النتائج.

المبحث الاول: الإطار القياسي المتبع في التحليل.

اعتمدت غالبية الدراسات التي تناولت محددات الحوكمة المالية وتأثيرها على قيمة المؤسسة على نماذج بيانات البانل في تحليل المعطيات، وذلك لما تتيحه من إمكانية دمج البعدين المقطعي والزمني، بما يسمح بتقديم تفسير أكثر شمولًا ودقة. وانطلاقًا من ذلك، سيتم في هذه الدراسة الاعتماد على هذا النوع من النماذج، وتطبيقه على عينة من كبريات الشركات الاقتصادية الجزائرية باعتبارها مجالًا للتحليل.

المطلب الأول:نماذج البانل

تُعتبر نماذج بيانات البانل من الأساليب الاقتصادية القياسية التي تدمج بين البيانات المقطعية والزمنية، بهدف تحليل الظواهر الاقتصادية بدقة أكبر واستخلاص نتائج أكثر واقعية.

الفرع الاول:مفهوم نماذج البانل

اولا:تعريف نماذج البانل:

نماذج البانل هي نماذج قياسية تجمع بين البيانات المقطعية (Cross-section) والبيانات الزمنية(Time series) ، حيث يتم دراسة مجموعة من الوحدات (مثل شركات، دول، أو أفراد) عبر فترة زمنية محددة. وتهدف هذه النماذج إلى تحليل العلاقة بين المتغيرات مع مراعاة التغيرات عبر الزمن وبين الوحدات في آن واحد، مما يسمح بالحصول على نتائج أكثر دقة وواقعية مقارنة بالنماذج التقليدية[1].

بعبارة أخرى، هي نماذج تدمج البعد الزمني مع البعد القطاعي لدراسة السلوك الاقتصادي أو المالي للظاهرة محل البحث.

.ثانيا:أهداف نماذج البانل:

- ✓ **زيادة دقة التقدير الإحصائي** :من خلال دمج البيانات الزمنية والمقطعية، مما يزيد من حجم العينة ويقلل من التحيز في التقدير .
- ✓ **تحليل التغيرات الفردية والزمنية** :تمكّن من دراسة الفروق بين الوحدات (مثل الشركات) وكذلك تطور الظاهرة عبر الزمن .

[1] Dielman, **Pooled Cross-Sectional and Time Series Data Analysis**, Taxas Christian University, USA, 1989, P:02

- ✓ **التقليل من مشكلة المتغيرات المهملة:** لأنها تسمح بالتحكم في الخصائص غير المرصودة التي قد تؤثر على النتائج .
- ✓ **دراسة العلاقات الديناميكية:** تساعد في فهم كيفية تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع عبر الزمن .
- ✓ **تحسين القوة التفسيرية للنموذج:**

مما يجعل النتائج أكثر واقعية وقابلة للتعميم في الدراسات الاقتصادية والمالية .

المطلب الثاني: نماذج بيانات البانل الساكنة.

تُعد نماذج بيانات البانل الساكنة من أهم الأساليب القياسية الحديثة التي تجمع بين البيانات الزمنية والمقطعية، مما يسمح بدراسة تأثير المتغيرات التفسيرية على المتغير التابع خلال فترة زمنية محددة دون إدراج القيم المتأخرة للمتغير التابع داخل النموذج.

الفرع الاول:الصيغة الاساسية لبيانات البانل الساكنة .

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات بانل كما قدمها W. Green ومن على الشكل التالي[1]:

$$\gamma_{it} = \alpha + \beta_1 x_{1it} + \beta_2 x_{2it} + \varepsilon_{it} \quad \ldots\ldots\ldots(1\text{-}3)$$

T = 1,2 ……N.

حيث يشير الدليل I إلى الوحدة المقطعية، والدليل t إلى الفترة الزمنية .يتعلق تقدير المعادلة (1) بالافتراضات الموضوعة حول معلمات كل من الحد الثابت α ومعلمتي الميل β_2 وβ_3 وكذلك حول حد الخطأ ε_{it} .يمكن استعراض بعض من هذه الافتراضات:

- افتراض ثبات معلمات الحد الثابت والميل زمنيا ومقطعيا وبالتالي فإن حد الخطأ سيمثل جميع الاختلافات الزمنية والمقطعية.
- ثبات معلمات الميل وتغير معلمة الحد الثابت بين الوحدات المقطعية.

[1] أيمن العشعوش ، **اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق على عينة من الدول النامية** ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات ، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية ، المجلد (39) ، العدد (05) ، 2017 ، ص ص 52 -53 .

- ثبات معلمات الميل وتغير معلمة الحد الثابت بين الوحدات المقطعية وعبر الزمن أيضا.
- عدم ثبات جميع المعلمات وتقلبها ما بين الوحدات المقطعية.
- عدم ثبات جميع المعلمات وتقلبها ما بين الوحدات المقطعية وما بين الزمن.

سنستعرض فيما يلي أهم النماذج المستخدمة في انحدار بيانات البانل والتي تستند بشكل أو بآخر على بعض من الافتراضات السابقة.

اولا: نموذج الانحدار التجميعي (المشترك) The pooled régression.

نفترض في هذا النموذج ثبات جميع المعلمات زمنيا ومقطعيا، ويعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات البانل، وتكون صيغة النموذج (1) كما يلي:

$$y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j(jt)} + \varepsilon_{it} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots(2\text{-}3)$$

لتقدير معلمات هذا النموذج نستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية، مع افتراض $E(\mu_{it})=0$ $\text{var}(\mu_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2$ وذلك بعد أن نقوم بترتيب القيم الخاصة بكل متغير من المتغيرات المدروسة بدءا من أول وحدة مقطعية وبحجم مشاهدات إجمالي قدره $(N \times T)$.

من أهم عيوب هذا النموذج افتراض ثبات قيمة معلمة الحد الثابت لجميع المقاطع المستخدمة، ولكي تأخذ بعين الاعتبار الطبيعة الخاصة لكل وحدة مقطعية، نحتاج لاستخدام نموذج التأثيرات الثابتة.

ثانيا: نموذج التأثيرات الثابتة The fixed effects model.

هنا نفترض أيضاً ثبات معلمات الميل ولكننا نسمح بتقلب معلمة الحد الثابت من وحدة مقطعية إلى أخرى، أي يكون الهدف هو معرفة سلوك كل وحدة مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة الحد الثابت متفاوتة من مقطع لأخر مع بقاء معلمات الميل ثابتة لكل الوحدات المقطعية، ويأخذ شكل نموذج الانحدار الصيغة الآتية[1]:

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j(jt)} + \varepsilon_{it} \quad \ldots\ldots\ldots(3\text{-}3)$$

حيث $E(\mu_{it})=0$ ، $\text{var}(\mu_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2$.

[1] محمد رتيبة ، **استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية**. المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية ، المجلد 2، 2014 ، ص ص 155-156.

نشير هنا إلى أن المقصود بمصطلح التأثيرات الثابتة هو أن معلمة الحد الثابت لكل وحدة من الوحدات المقطعية لا تتغير مع الزمن، وإنما يكون التغير فقط في مجاميع الوحدات المقطعية. لتقدير هذا النموذج عادة ما يتم إدراج مجموعة من المتغيرات الوهمي عددها يساوي عدد المقاطع ناقصة واحد واستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية. أي يصبح نموذج الانحدار (3) على النحو التالي:

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^{k} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j(jt)} + \varepsilon_{it} \quad \text{.....(4-3)}$$

حيث يمثل المقدار $\alpha_i + \sum_{j=1}^{k} \alpha_d D_d$: التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع α . ولتقدير نموذج الاثار الثابتة يتم استخدام طريقة المربعات ذات المتغيرات الصورية (LSDV*) [1].

ثالثا:نموذج التأثيرات العشوائية The random effects model .

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ ε_{it} ذو توزيع طبيعي بمتوسط مقداره صفر وتباين مساويا σ_u^2 ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة لابد من ثبات التباين للخطأ لجميع المشاهدات المقطعية، وليس هناك أي ارتباط ذاتي بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية معينة، أما في حالة عدم توافر أي شرط من الشروط السابقة سوف يتم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية.

وبذلك نجد أن نموذج التأثيرات العشوائية يأخذ الصيغة التالي:

$$y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j(jt)} + v_i + \varepsilon_{it} \quad \text{.....(5-3)}$$

حيث v_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i المعبر عن الانحرافات العشوائية لكل مجموعة من البيانات خلال الفترة الزمنية والتي ترجع إلى عوامل أخرى خارج حدود النموذج،

[1] William. H. Greene, Econometric Analysis, 5th edition, Prentice Hall, New Jersey, 2003, P: 287.

* Least Squares Dummy Variables.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة والنموذج القياسي المستخدم.

تعتمد منهجية هذه الدراسة على استخدام نماذج بيانات البانل (Panel Data) بهدف اختبار مدى صحة الفرضية المرتبطة بتحديد طبيعة محددات الحوكمة المالية المؤثرة على قيمة المؤسسة، وذلك بالاعتماد على عينة من كبريات الشركات الاقتصادية الجزائرية.

وانطلاقًا من ذلك، سيتم في هذا المبحث عرض المتغيرات المعتمدة في النموذج، والتي تم اختيارها استنادًا إلى مجموعة من الأطر والنظريات الاقتصادية ذات الصلة. كما يجدر التنويه إلى أن تحديد هذه المتغيرات يبقى مرتبطًا بطبيعة البيانات المتاحة وإمكانية قياسها بشكل دقيق.

المطلب الأول: العينة وفترة الدراسة

لتحقيق غرض الدراسة نستخدم في التحليل القياسي قاعدة بيانات مدمجة (مقطع عرضي وسلاسل زمنية) مع عدد $n=3$ من الوحدات المقطعية i المتمثلة في عينة من كبريات الشركات الاقتصادية الجزائرية تحتوي على 3شركات. وفي نفس الوقت تحتوي كل وحدة مقطعية على سلسلة زمنية لعدد $t=6$ من الفترات، فتغطي الفترة السنوية من عام 2019 إلى عام 2024، وبذلك يكون عدد المشاهدات المستخدمة في العينة الكلية 18 مشاهدة. وتستخدم الدراسة ملاحظات سنوية بدلا من متوسط البيانات لسنوات معينة كما هو معمول به في الكثير من الأعمال السابقة. ويتفوق تحليل البانل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها نظرا لأنها تتضمن محتوى معلوماتي، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر، تتميز بيانات البانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل.

بخصوص مصادر المعطيات فقد تم الاعتماد على قاعدة بيانات موقع (بورصة الجزائر) بالإضافة إلى (المركز الوطني للسجل التجاري). هذا وتعددت متغيرات الدراسة على حسب طبيعة البيانات وتوافقها مع أدبيات الفكر الاقتصادي، بناءا على النظريات الاقتصادية والأبحاث التجريبية التي درست الموضوع.

الطلب الثاني :متغيرات الدراسة .

استنادًا إلى مختلف النظريات الاقتصادية والدراسات التجريبية التي تناولت أثر الحوكمة المالية على قيمة المؤسسة، سيتم التطرق إلى أبرز العوامل والمحددات المالية التي يُحتمل أن تؤثر في هذه القيمة. وتجدر الإشارة إلى أن اختيار متغيرات النموذج المعتمد تم وفقًا لما ورد في الأدبيات الاقتصادية والدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث.

الفرع الاول :المتغير التابع (قيمة المؤسسة)

القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تُعد من أهم مؤشرات قياس الأداء المالي وخلق القيمة داخل المؤسسة، حيث تعكس مقدار القيمة الحقيقية التي تحققها المؤسسة بعد تغطية تكلفة رأس المال المستخدم في تمويل أنشطتها. ويتم حسابها بطرح تكلفة رأس المال المستثمر) وفق متوسط تكلفة رأس المال المرجح WACC من صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة .(NOPAT) وتتميز EVA بأنها لا تركز فقط على الربح المحاسبي، بل على مدى قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد تفوق تكلفة التمويل، مما يجعلها أداة فعالة لتقييم الأداء من منظور خلق القيمة للمساهمين.

الفرع الثاني: المتغيرات المستقلة:

فيما يلي سوف نقوم بتحديد المتغيرات المستقلة للدراسة، حيث اخترنا المتغيرات الأكثر أهمية التي يمكن قياسها والتي تتلاءم مع طبيعة البيئة الجزائرية، ضمن حدود قاعدة البيانات المتوفرة.

اولا:سياسة توزيع الأرباح

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى القرارات التي تتخذها إدارة المؤسسة بشأن كيفية توزيع الأرباح الصافية بين المساهمين، أو الاحتفاظ بها لإعادة استثمارها داخل المؤسسة. وتُعد هذه السياسة مؤشرًا مهمًا على مدى مراعاة المؤسسة لمصالح المساهمين وتحقيق التوازن بين التمويل الذاتي والعوائد[1].

نسبة توزيع الأرباح = الأرباح الموزعة / صافي الربح

[1] محمد مطر، إدارة الاستثمارات والتحليل المالي، دار وائل للنشر، عمان، 2010، ص 233.

ثانيا:الرفع المالي

يعبر الرفع المالي عن مدى اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل أصولها، ويُستخدم لقياس درجة المخاطر المالية المرتبطة بهيكل التمويل. ويُعد من أهم مؤشرات الحوكمة المالية نظرًا لتأثيره على الربحية والاستقرار المالي[1].

الرفع المالي = إجمالي الديون / الأموال الخاصة

ان ارتفاع الرفع المالي يدل على زيادة الاعتماد على التمويل الخارجي، مما يزيد من المخاطر، بينما يشير انخفاضه إلى استقرار مالي واعتماد أكبر على التمويل الذاتي.

المطلب الثالث: تحديد الشكل الرياضي للنموذج.

بعد تحديد المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ضمن نموذج محددات الحوكمة المالية وأثرها على قيمة المؤسسة لعينة من كبريات الشركات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة (2019–2024) يتم في هذه المرحلة صياغة الشكل الرياضي للنموذج. وعليه تأخذ معادلة الدراسة الشكل التالي:

$$MVPS = f\ (DIV, LEV)$$

يمكن إعادة كتابة النموذج بالاعتماد على المتغيرات التفسيرية تحت الرمز Xj_{it} كما يلي:

$$\gamma_{it} = \alpha_i + \beta_i\, Xj_{it} + \varepsilon_{it} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots(6\text{-}3)$$

وفيما يلي توضيح لمكونات النموذج:

- γ_{it} :تمثل قيمة المؤسسة .
- α_i :تعبر عن الأثر الفردي الخاص بكل شركة، والذي يعكس الخصائص غير المرصودة الثابتة عبر الزمن، وقد يخضع هذا الأثر إما لنموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية .
- β :متجه معاملات الانحدار ذو أبعاد $(k\times1)$ ويعبر عن تأثير المتغيرات المستقلة .
- Xj_{it}: مصفوفة المتغيرات المستقلة ذات البعد$(N\times T\times k)$.
- ε_{it}: حد الخطأ العشوائي الذي يعكس العوامل غير المفسرة داخل النموذج لكل شركة ولكل فترة زمنية .

[1] عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 178.

المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي وعرض النتائج.

يُخصص هذا الجزء من الدراسة لعرض مختلف مراحل تقدير نموذج البيانات الطولية (Panel Data) لعينة مكوّنة من ثلاث شركات جزائرية خلال الفترة الممتدة من (2019–2024)، وذلك من خلال إجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية الخاصة بالمتغيرات التفسيرية بهدف قياس مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة. ويتم ذلك عبر تقدير النموذج باستخدام أسلوب البانل الساكن، بما يسمح بتحليل العلاقات القائمة بين المتغيرات في إطار يأخذ بعين الاعتبار البعد الزمني والقطاعي في آن واحد.

المطلب الأول: دراسة إحصائية لمتغيرات الدراسة.

يتضمن هذا المطلب عرضًا تحليليًا وصفيًا لمتغيرات الدراسة، سواء المستقلة أو التابعة، وذلك لعينة من كبرى الشركات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة الممتدة من (2019–2024). ويهدف هذا التحليل إلى إبراز الخصائص الأساسية لكل متغير على حدة، مع إجراء تحليل لمصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، من أجل الحصول على تصور أولي حول طبيعة العلاقات القائمة بين المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع.

الفرع الاول: تحليل متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع.

اعتمدت الدراسة على أساليب إحصائية وصفية لتحليل البيانات، من خلال استخدام المتوسط الحسابي باعتباره من أهم مقاييس النزعة المركزية، إضافة إلى قياس تشتت البيانات عبر القيم الدنيا والعليا والانحراف المعياري لكل متغير من متغيرات الدراسة.

الجدول رقم: (3_1):الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

المتغيرات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الأقل قيمة	الأكبر قيمة
DIV	0.341553	0.229827	0.000000	0.985916
MVPS	1.401767	0.849331	0.000831	3.975738
LEV	0.180147	0.209356	-0.190253	0.937994

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EVIEWS 13.

يبين الجدول **رقم (3-1)** مجموعة من المؤشرات الإحصائية الوصفية المتمثلة في المتوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وأكبر وأصغر قيمة، وذلك لثلاثة متغيرات أساسية في الدراسة وهي: سياسة توزيع الأرباح (DIV)، القيمة السوقية للسهم(MVPS) ، والرفع المالي.(LEV)

نلاحظ من خلال النتائج أن:

بلغ المتوسط الحسابي لهذا المتغير (34%)، وهو ما يشير إلى أن المؤسسات محل الدراسة تتبنى مستوى متوسط من توزيع الأرباح. كما أن الانحراف المعياري بلغ (22%)، مما يدل على وجود تباين متوسط بين المؤسسات في سياسات التوزيع. وتتراوح القيم بين (0) كحد أدنى و(98%) كحد أقصى، وهو ما يعكس اختلافًا واضحًا في توجهات المؤسسات بين الاحتفاظ بالأرباح وتوزيعها.

سجل هذا المتغير متوسطًا حسابيًا قدره (140%)، وهو أعلى متوسط بين المتغيرات، مما يعكس ارتفاعًا نسبيًا في تقييم السوق لأسهم المؤسسات المدروسة. كما بلغ الانحراف المعياري (84%)، وهو الأكبر مقارنة ببقية المتغيرات، ما يدل على وجود تشتت كبير في القيم السوقية للأسهم. وتتراوح القيم بين (0.0831%) و(39%)، وهو ما يعكس تفاوتًا كبيرًا في أداء الشركات في السوق.

بلغ المتوسط الحسابي (18%)، مما يشير إلى اعتماد ضعيف نسبيًا على التمويل بالدين لدى المؤسسات محل الدراسة. كما أن الانحراف المعياري (20%) يعكس تباينًا محدودًا نسبيًا بين المؤسسات. وتجدر الإشارة إلى أن الحد الأدنى بلغ (-19%)، وهي قيمة سالبة قد تعكس حالات استثنائية مثل وجود خسائر أو هيكل تمويلي غير تقليدي، في حين بلغ الحد الأقصى (93%)، مما يدل على وجود بعض المؤسسات التي تعتمد بشكل أكبر على الرفع المالي.

الفرع الثاني:دراسة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

يهدف تحليل مصفوفة الارتباط الثنائي إلى تحديد طبيعة وقوة العلاقات بين المتغيرات التفسيرية، والتحقق من خلو النموذج من مشكلة التعدد الخطي، بما يضمن استقلالية المتغيرات وموثوقية نتائج التقدير القياسي.

جدول رقم (3–2): مصفوفة قيم الارتباط الثنائي بين مؤشرات الدراسة.

LEV	DIV	MVPS	Corrélation Probabilité
		1.000000	MVPS
	1.000000	-0.676868*	DIV
1.000000	0.5527**	-0.928494*	LEV

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EVIEWS 13.

تعكس قيم الجدول (**3–2**) ، مصفوفة قيم الارتباط الثنائي بين متغيرات الدراسة وهي تمثل مستوى العلاقة الارتباطية بين مؤشر القيمة السوقية للسهم ومحدداته. التحليل التالية:

يعرض الجدول رقم (2.3) معاملات الارتباط الثنائية (Correlation) بين متغيرات الدراسة، وهي: سياسة توزيع الأرباح(DIV) ، الرفع المالي(LEV) ، والقيمة السوقية للسهم(MVPS) ، وذلك بهدف تحديد طبيعة وقوة العلاقة بين هذه المتغيرات، وكشف إمكانية وجود مشكلة التعدد الخطي.

من خلال النتائج، يمكن تسجيل الملاحظات التالية:

- بلغ معامل الارتباط (55%)، وهو معامل ارتباط موجب متوسط القوة، ما يشير إلى وجود علاقة طردية بين المتغيرين. أي أنه كلما زاد اعتماد المؤسسة على الرفع المالي، ارتفع مستوى توزيع الأرباح نسبيًا. ويمكن تفسير ذلك بأن بعض المؤسسات التي تعتمد على التمويل بالدين قد تسعى إلى الحفاظ على ثقة المستثمرين من خلال توزيع أرباح مستقرة.
- بلغ معامل الارتباط (-67%)، وهو معامل ارتباط سالب متوسط إلى قوي، ما يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين. أي أن زيادة توزيعات الأرباح قد تترافق مع انخفاض في القيمة السوقية للسهم، وهو ما قد يعكس توجه بعض المؤسسات نحو الاحتفاظ بالأرباح لإعادة الاستثمار بدل توزيعها، مما ينعكس إيجابًا على تقييم السوق.

- سجل معامل الارتباط (-92%)، وهو معامل ارتباط سالب قوي جدًا، ما يشير إلى علاقة عكسية قوية بين المتغيرين. بمعنى أن ارتفاع مستوى الرفع المالي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، وهو ما يمكن تفسيره بزيادة المخاطر المالية المرتبطة بارتفاع الديون، مما يؤثر سلبًا على ثقة المستثمرين وتقييم السوق للمؤسسة.
- تشير نتائج مصفوفة الارتباط أن قيمة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة لا تتعدى 70% مما يعني عدم وجود مشكلة التعدد الخطي

المطلب الثاني: تقدير نماذج بيانات البانل الساكن والمفاضلة بينها وتحليل النتائج.

الفرع الاول:تقدير نماذج بيانات البانل الساكن:

اعتمدت الدراسة على منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) من خلال تطبيق ثلاثة نماذج قياسية هي: نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية. وتم تقدير هذه النماذج باستخدام طرق المربعات الصغرى المناسبة لكل نموذج، بالاعتماد على بيانات لوحة متزنة لثلاث شركات جزائرية خلال الفترة 2019–2024. ونظرًا لقصر السلسلة الزمنية، لم يتم إجراء اختبار السكون، فيما تم عرض نتائج التقدير وتحليلها في الجداول الخاصة بالدراسة.

الجدول (3–3): تقدير النماذج الثلاثة المقترحة باستخدام تحليل معطيات البانل للعينة المدروسة.

المتغير التابع: القيمة السوقية للسهم (MVPS%)						
الفترة : 2019-2024 ، T= 6 ، N= 3 ، مجموع مشاهدات البانل : N×T =18 مشاهدة						
المتغيرات	نموذج الأثر التجميعي		نموذج الأثر الثابت		نموذج الأثر العشوائي	
	T.Statistic	Coefficients	T.Statistic	coefficients	T.Statistic	coefficients
Constant	(12.40800)*	1.261838	13.38475	1.315200	-11.04314	1.261883
LEV	-8.174829	-1.219849	-8.946985	-1.314124	-7.275613	-1.219849
DIV	(-2.41347)*	-0.159108	-1.544577	-0.104338	-2.147994	-0.159108
R - SQUARED	% 90.06		%92.64		%90.06	
R -SQUARED ADJUSTED	% 88.78		%90.37		%88.64	
PROB (F - STATISTIC)	0.000000*		0.000000*		0.000000*	
DW	2.11		2.29		2.11	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج **EVIEWS 13** .

*: هي عند المستوى معنوية 1%.

-تشير القيمة الإحصائية لفيشر "F" في كل النماذج المستخدمة إلى وجود معنوية إحصائية لكل نموذج من النماذج الثلاثة.

-تشير القيمة الإحصائية ل "R-squared" أن المتغيرات المستقلة المعتمدة تفسر المتغير التابع بنسبة أكثر من 90% في النماذج الثلاثة.

الفرع الثاني :المفاضلة بين النتائج.

عند تقدير نماذج بيانات البانل، تم إجراء المفاضلة بينها باستخدام اختبار فيشر للمقارنة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، واختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، بهدف اختيار النموذج الأنسب للدراسة.

اولا:اختبار فيشر للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.

يعتبر النموذج التجميعي من أبسط نماذج بيانات البانل، حيث يهمل هذا النموذج تاثير البعد الزمني أما نموذج التاثيرات الثابتة فيهدف استخدامه إلى معرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية (سلوك كل شركة) على حدى. لغرض تقدير معلمات هذا النموذج عادة ما تستخدم متغرات وهمية بقدر (n-1) لكي يتم تجنب حالة التعددية الخطية التامة، ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية. يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية ملائما للتقدير في حالة وجود خلل في شروط نموذج التأثيرات الثابتة.

الجدول (3-4):جدول اختبار فيشر

نوع الاختبار	القيم الاحصائية	الفرق	القيم الاحتمالية
F	2,276245	2,13	0,1420
CHI*SQUQRE	5,404436	2	0,0671

المصدر:برنامج Eviews13

تشير نتائج اختبار فيشر للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة إلى أن قيمة الاحتمال (Prob = 0.1420)أكبر من مستوى المعنوية 5%، مما يؤدي إلى قبول الفرضية العدمية واعتماد النموذج التجميعي باعتباره الأنسب لتمثيل بيانات الدراسة.

ثانيا: نتائج تقدير محددات الحوكمة المالية بإستخدام النموذج التجميعي.

الجدول رقم(3_5): نتائج الانحدار باستخدام النموذج التجميعي لعينة الدراسة .

المتغير التابع : القيمة السوقية للسهم (MVPS%)			
الفترة : 2019-2024 ، T=6 ، N= 3، مجموع مشاهدات البانل : N×T =18 مشاهدة			
Prob	**Coefficient**	**T–statistic**	المتغيرات
0.000*	1.261883	**12.40805**	**Constant**
0.000*	-1.219849	-8.174829	**LEV**
0.0290*	-0.159108	-2.413471	**DIV**
%90.06			**R-squared**
%88.74			**Adjusted R-squared**
0.0000*			**Prob(F-statistic)**
68			**F.statistic**
2.11			**Durbin-Watson stat**

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EVIEWS 13

(*)معنوية الاختبار عند 1%.

يمكن تلخيص نتائج تقدير النموذج في المعادلة المقدرة التالية:

Number of observations: 18. Number of groups: 3.R^2=90.06% .Dw :2.11

من نتائج جدول الانحدار التجميعي تكون المعادلة التقديرية للنموذج كما يلي:

$$MVPS=1.26-0.15\ DIV-1.21LEV.....(7-3)$$

المطلب الثالث :تقييم النموذج.

بعد اختيار النموذج التجميعي كأفضل نموذج يتلاءم مع معطيات الدراسة ننتقل إلى مرحلة تقييم هذا النموذج وبإستخدام معايير إحصائية تهدف إلى اختبار مدى الثقة الإحصائية في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج.

الفرع الاول:الدراسة الإحصائية.

يتمثل التقييم أساسا في اختبار معنوية المعلمات بإستخدام اختبار المعنوية الكلية للنموذج بإستخدام إحصائية فيشر ومعامل التحديد.

اولا:معامل التحديد (R^2):

تُظهر نتائج التقدير أن نموذج الانحدار التجميعي يفسر بشكل قوي العلاقة بين المتغيرات المستقلة (DIVو LEV)وقيمة المؤسسة(MVPS) ، حيث بلغ معامل التحديد$R^2 = 0.900673$ ، أي أن حوالي 90%من التغيرات في قيمة المؤسسة يتم تفسيرها بواسطة المتغيرات المدرجة في النموذج، وهو ما يعكس قوة تفسيرية مرتفعة جدًا للنموذج.

ثانيا:اختبار احصائية فيشر (T. Fisher):

يُظهر اختبار فيشر (F-statistic = 68.00787) مع قيمة احتمالية = (Prob(F-statistic) (0.0000أن النموذج معنوي إحصائيًا عند مستوى دلالة 1%، مما يدل على أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تؤثر تأثيرًا معنويًا في المتغير التابع(MVPS) ، وبالتالي يُعدّ النموذج صالحًا للتفسير والتحليل الاقتصادي

الفرع الثاني :تقييم الملاءمة الاقتصادية.

تشير نتائج التقدير القياسي إلى وجود تأثيرات معنوية ذات دلالة إحصائية لكل من الرافعة المالية (LEV) وتوزيعات الأرباح (DIV) على القيمة السوقية للسهم(MVPS) ، وهو ما يعكس أن قرارات التمويل والسياسة التوزيعية تمثلان محددين أساسيين في تقييم السوق لأداء المؤسسة خلال الفترة المدروسة(2019–2024)

اولا:وجود أثر سلبي ومعنوي ل سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم:

تُظهر النتائج وجود أثر سلبي ومعنوي لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وهو ما يمكن تفسيره ضمن إطار الحوكمة المالية على أنه يعكس طبيعة الإشارات التي ترسلها المؤسسة إلى السوق بشأن أولوياتها الاستثمارية. ففي بيئة تتسم بعدم تماثل المعلومات، تُعد توزيعات الأرباح إحدى أدوات الإشارة التي تستخدمها الإدارة للتأثير على توقعات المستثمرين حول التدفقات النقدية المستقبلية.

غير أن الإشارة هنا تبدو ذات أثر عكسي، حيث قد يفسر المستثمرون ارتفاع نسب التوزيعات على أنه مؤشر على محدودية الفرص الاستثمارية ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة، أي أن المؤسسة قد لا تمتلك مشاريع توسعية كافية قادرة على تحقيق نمو مستقبلي مرتفع. ووفقًا لهذا التفسير، فإن السوق يعيد تسعير الأسهم نحو مستويات تعكس تباطؤًا متوقعًا في النمو، وهو ما ينعكس سلبًا على القيمة السوقية.

من منظور الحوكمة المالية، يمكن قراءة هذه النتيجة باعتبارها إشارة إلى اختلال نسبي في موازنة توزيع الموارد بين المساهمين وإعادة الاستثمار الداخلي. فالحوكمة الرشيدة لا تقتصر على تعظيم العوائد قصيرة الأجل، بل تشمل ضمان استدامة خلق القيمة من خلال إعادة استثمار الأرباح في مشاريع ذات جدوى اقتصادية مرتفعة. وعليه، فإن ارتفاع توزيعات الأرباح قد يعكس ضعفًا في سياسات إعادة الاستثمار أو غياب فرص استثمارية فعالة، مما يضعف قدرة المؤسسة على توليد نمو مستقبلي مستدام.

كما تدعم نظرية التسلسل الهرمي للتمويل (Pecking Order Theory) هذا التفسير، حيث تُفضل المؤسسات استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر تمويل داخلي منخفض التكلفة قبل اللجوء إلى التمويل الخارجي. وبالتالي، فإن ارتفاع التوزيعات يقلل من الموارد الداخلية المتاحة للاستثمار، ما قد يضعف قدرة المؤسسة على تمويل مشاريعها المستقبلية ويؤدي إلى انخفاض تقييم السوق لها. وفي هذا السياق، تصبح سياسة توزيع الأرباح مؤشرًا غير مباشر على جودة قرارات الاستثمار، وليس مجرد آلية لتوزيع العوائد.

ثانيا:وجود اثر سلبي ومعنوي للرفع المالي على القيمة السوقية للسهم

تُشير النتائج أيضًا إلى وجود أثر سلبي ومعنوي للرافعة المالية على القيمة السوقية للسهم، وهو ما يعكس حساسية السوق تجاه مستويات المديونية المرتفعة في تقييم جودة الحوكمة المالية للمؤسسة. فمن منظور الحوكمة، يُعد هيل التمويل عنصرًا حاسمًا في تحديد درجة الاستقرار المالي وقدرة المؤسسة على مواجهة الصدمات الاقتصادية.

وفقًا لنظرية المقايضة(Trade-Off Theory) ، تسعى المؤسسات إلى تحقيق مستوى أمثل من المديونية يوازن بين مزايا الدين، وعلى رأسها الدرع الضريبي، وبين تكاليفه المحتملة، مثل تكاليف الضائقة المالية وتكاليف الوكالة. غير أن النتائج تشير إلى أن المؤسسات محل الدراسة قد تجاوزت، أو على الأقل اقتربت من مستويات مديونية تُدركها السوق على أنها مرتفعة نسبيًا، مما يؤدي إلى تسعير سلبي للأسهم.

من زاوية الحوكمة المالية، يعكس ارتفاع الرافعة المالية زيادة في القيود التعاقدية المفروضة على الإدارة من قبل الدائنين، وهو ما يقلل من مرونة اتخاذ القرار الاستثماري. كما أن ارتفاع الديون يرفع من احتمالية التدخل الخارجي في قرارات المؤسسة، مما قد يؤدي إلى توجيه القرارات نحو تقليل المخاطر بدل تعظيم القيمة، وهو ما ينعكس سلبًا على النمو المستقبلي المتوقع.

إضافة إلى ذلك، تُبرز نظرية الوكالة (Agency Theory) بُعدًا مهمًا في تفسير هذه النتيجة، حيث يؤدي ارتفاع المديونية إلى زيادة تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين. فالدائنون يميلون إلى تقييد السياسات الاستثمارية عالية المخاطر، بينما يسعى المساهمون إلى تعظيم العائد، ما يخلق نوعًا من الاحتكاك المؤسسي الذي قد ينعكس في صورة انخفاض ثقة السوق في الأداء المستقبلي للمؤسسة.

خلاصة الفصل :

خلص هذا الفصل إلى تحليل أثر الحوكمة المالية، ممثلة في الرافعة المالية وسياسة توزيع الأرباح، على قيمة المؤسسة خلال الفترة (2019–2024) باستخدام نماذج بيانات البانل. وقد أظهرت النتائج التجريبية وجود تأثيرات معنوية لكل من المتغيرين على القيمة السوقية، مع تسجيل أثر سلبي لكل من الرافعة المالية وسياسة توزيع الأرباح.

وتشير هذه النتائج إلى أن قرارات الحوكمة المالية تُعد محددًا جوهريًا في تفسير تقييم السوق للمؤسسة، حيث يعكس ارتفاع المديونية زيادة في المخاطر المالية وتكاليف الوكالة، وما يصاحبها من تراجع في مرونة القرار الاستثماري، بينما يُفسر ارتفاع توزيعات الأرباح على أنه احتمال محدودية الفرص الاستثمارية وإعادة توظيف الأرباح، وهو ما ينعكس سلبًا على توقعات النمو المستقبلي.

وبناءً عليه، تؤكد الدراسة أن تحقيق التوازن في سياسات الحوكمة المالية بين متطلبات التمويل، وتوزيع الأرباح، والاستثمار الداخلي، يمثل عنصرًا حاسمًا في تعزيز القيمة السوقية للمؤسسة وضمان استدامة أدائها. كما تبرز النتائج أهمية تطوير ممارسات الحوكمة المالية بما يدعم كفاءة تخصيص الموارد ويعزز ثقة المستثمرين في آفاق النمو المستقبلية.

وفي الأخير، تفتح هذه النتائج المجال أمام مزيد من الدراسات المستقبلية لتوسيع نطاق التحليل من خلال إدراج متغيرات حوكمة إضافية أو مقارنة قطاعات مختلفة بهدف تعميق فهم العلاقة بين الحوكمة المالية وقيمة المؤسسة.

خاتمة عامة

الخاتمة العامة :

حظيت الحوكمة المالية خلال العقود الأخيرة باهتمام متزايد في الأدبيات المالية والمحاسبية، نظراً للدور الذي تؤديه في تعزيز الشفافية والمساءلة والرقابة داخل المؤسسات الاقتصادية، وما يترتب عن ذلك من تحسين كفاءة الأداء المالي والإداري وتعظيم قيمة المؤسسة. وقد أصبحت الحوكمة المالية من أهم الآليات التي تعتمد عليها المؤسسات الحديثة لتحقيق التوازن بين مصالح مختلف الأطراف ذات العلاقة، والحد من مشكلات الوكالة وعدم تماثل المعلومات، بما يسهم في تعزيز ثقة المستثمرين ورفع القدرة التنافسية للمؤسسات.

وانطلاقاً من أهمية هذا الموضوع، هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر الحوكمة المالية على قيمة المؤسسة من خلال دراسة قياسية لعينة من كبريات الشركات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة (2019-2024)، وذلك بغرض تحديد طبيعة العلاقة بين آليات الحوكمة المالية وقيمة المؤسسة، ومدى مساهمة هذه الآليات في تعزيز الأداء المالي وخلق القيمة للمساهمين. ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على منهجية تجمع بين الجانب النظري والجانب التطبيقي، حيث تم التطرق في الجانب النظري إلى المفاهيم الأساسية المرتبطة بالحوكمة المالية وقيمة المؤسسة، مع عرض أهم النظريات المفسرة للعلاقة بينهما، بينما تم تخصيص الجانب التطبيقي لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة بالاعتماد على نماذج البيانات اللوحية (Panel Data) باستخدام برنامج EViews

أولاً: اختبار الفرضيات

- أظهرت نتائج الدراسة أن الحوكمة المالية لها دلالة احصائية تمثل إطاراً فعالاً لترشيد القرارات المالية والإدارية داخل المؤسسة، بما يساهم في تعزيز القيمة السوقية للمؤسسة ، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.
- أما نتائج الدراسة القياسية فقد كشفت عن وجود تأثير معنوي لآليات الحوكمة المالية على قيمة المؤسسة، بما يؤكد وجود علاقة ارتباط وتأثير بين الحوكمة المالية وقيمة المؤسسة، وهو ما يؤكد الفرضية الثانية .

ثانياً: نتائج الدراسة

1.نتائج الجانب النظري

- تعد الحوكمة المالية من أهم الأدوات الحديثة التي تسعى إلى تحقيق الشفافية والإفصاح والمساءلة داخل المؤسسات الاقتصادية.
- تساهم الحوكمة المالية في الحد من تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين، وتقليص تكاليف الوكالة الناتجة عن انفصال الملكية عن الإدارة.
- تلعب آليات الحوكمة دوراً محورياً في تحسين جودة القرارات المالية والاستثمارية والتمويلية، بما ينعكس إيجاباً على الأداء المالي للمؤسسة.
- ترتبط قيمة المؤسسة بمجموعة من العوامل المالية والإدارية والتنظيمية، وتعد الحوكمة المالية من أبرز المحددات الحديثة المؤثرة في تعظيم هذه القيمة.

2.نتائج الجانب التطبيقي

- أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي ومعنوي لآليات الحوكمة المالية على قيمة المؤسسة.
- تبين أن المؤسسات التي تتمتع بمستوى أعلى من الشفافية والإفصاح والرقابة تحقق مستويات أفضل من القيمة مقارنة بالمؤسسات ذات الممارسات الحوكمية الضعيفة.
- ساهمت آليات الحوكمة المالية في تعزيز ثقة المستثمرين وأصحاب المصالح، مما انعكس إيجاباً على الأداء المالي وقيمة المؤسسة.
- أكدت النتائج أن الحوكمة المالية تشكل عاملاً أساسياً في تحسين الكفاءة الإدارية والمالية وتحقيق الاستدامة المؤسسية.
- أظهرت الدراسة توافق نتائجها مع كل من نظرية الوكالة، ونظرية الإشارة، ونظرية أصحاب المصالح، والتي تؤكد جميعها أهمية الحوكمة في خلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين.

ثالثاً: التوصيات

بناءً على النتائج المتوصل إليها، يمكن تقديم مجموعة من التوصيات أهمها:

- تعزيز تطبيق مبادئ الحوكمة المالية داخل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وفقاً للمعايير الدولية المعتمدة.
- تطوير آليات الرقابة الداخلية والخارجية بما يضمن رفع مستوى الشفافية والمساءلة.
- تحسين جودة الإفصاح المالي ونشر المعلومات المالية في الوقت المناسب لتعزيز ثقة المستثمرين.
- دعم استقلالية مجالس الإدارة ولجان التدقيق بما يسهم في رفع كفاءة الرقابة على الأداء المالي.
- تشجيع المؤسسات على تبني الممارسات الحديثة للحوكمة باعتبارها أداة استراتيجية لتعظيم قيمة المؤسسة وتحقيق الاستدامة.
- العمل على تطوير الإطار القانوني والتنظيمي المنظم لممارسات الحوكمة المالية بما يتلاءم مع متطلبات بيئة الأعمال الحديثة.

رابعاً: آفاق الدراسة

في ضوء النتائج المتوصل إليها، تفتح هذه الدراسة المجال أمام العديد من البحوث المستقبلية، من بينها:

- دراسة أثر الحوكمة المالية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.
- تحليل أثر الحوكمة المالية على جودة التقارير المالية والحد من ممارسات إدارة الأرباح.
- دراسة العلاقة بين الحوكمة المالية والاستدامة المالية للمؤسسات.
- قياس أثر التحول الرقمي والحوكمة الرقمية على قيمة المؤسسة.
- دراسة دور المسؤولية الاجتماعية والحوكمة البيئية والاجتماعية (ESG) في تعزيز قيمة المؤسسة.
- توسيع نطاق الدراسة ليشمل قطاعات اقتصادية مختلفة وفترات زمنية أطول للحصول على نتائج أكثر شمولاً ودقة.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

أ. الكتب.

1. أحمد نور، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، 2007 .
2. بن عيسى بلقاسم، المالية الحديثة، دار هومة، الجزائر، 2017.
3. بن يونس فارس، المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي، جامعة قالمة، 2024.
4. حسين حريم، مبادئ الإدارة الحديثة، دار الحامد، عمان، 2015.
5. حسين فلاح، الإدارة المالية الحديثة، دار المسيرة، عمان، 2014.
6. خالد أمين عبد الله، حوكمة الشركات والمعالجة المحاسبية، دار وائل للنشر، عمان، 2010.
7. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
8. عبد الحميد بورايو، التحليل المالي المتقدم، دار هومة، الجزائر، 2019.
9. عبد الصمد عمر، حوكمة الشركات ودورها في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، دار النشر الجامعي، الجزائر، 2017.
10. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
11. عبد الغني دحمون، حوكمة الشركات في الجزائر: الواقع والتحديات، دار هومة، الجزائر، 2017.
12. عبد الغني عمارة، تقييم المؤسسات الاقتصادية، دار هومة، الجزائر، 2018.
13. عبد المطلب عبد الحميد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2012.
14. كمال رزيق، الرقابة الداخلية ودورها في تحسين أداء المؤسسات، دار هومة، الجزائر، 2015.
15. محمد إبراهيم موسى، أهمية ودور حوكمة الشركات، دار الكتب القانونية، القاهرة، 2010.
16. محمد الصغير قريشي، إصلاحات الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية، دار الخلدونية، الجزائر، 2016.
17. محمد الصيرفي، التحليل المالي، دار الفكر الجامعي، 2018.
18. محمد بوتين، الحوكمة المؤسسية والفساد المالي والإداري، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
19. محمد مطر، إدارة الاستثمارات والتحليل المالي، دار وائل للنشر، عمان، 2010.
20. ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير والتحليل المالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2003.
21. ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية، الجزائر، 2017.

22. ناصر دادي عدون، تقنيات التسيير المالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2016.

ب- الأطروحات والمذكرات.

1. بن عيسى محمد، دور الحوكمة في تحسين أداء المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة المدية، 2019.
2. بوشنافة عبد القادر، "دور المؤشرات المالية في تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية"، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2018.
3. عطية عز الدين، أثر الحوكمة على أداء الشركات، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2019.
4. قاسم فاطمة، أثر الحوكمة على جودة التقارير المالية، مذكرة ماستر، جامعة البويرة، 2020.
5. محمد يزيد صالحي، "تطور حوكمة الشركات عالميا وفي الجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة بسكرة، 2018.
6. مساي قوبي، "خصائص مجلس الإدارة وعلاقتها بقيمة الشركة"، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة، 2018.

ج- المجلات، الدوريات والملتقيات.

1. بن عيسى عبد القادر، دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 9، 2014.
2. بوقرة عبد الكريم، أهمية الرقابة الداخلية في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مجلة الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، العدد 5، 2016.
3. أيمن العشعوش ، **اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق على عينة من الدول النامية** ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات ، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية ، المجلد (39) ، العدد (05) ، 2017 .
4. بن دبيش نعيمة، بوطلاعة محمد، "دور الحوكمة والبيئة المؤسسية في جذب الاستثمار"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة المدية، 2022.
5. بن عيسى رقيق، "واقع حوكمة الشركات في الجزائر"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 2، 2024،
6. بن عيسى عبد القادر، دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 9، 2014.

7. بوحنية قوي، حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 12، 2013.
8. بوشريط فتيحة، بن عيسى عبد القادر، "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية"، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة، المجلد 12، العدد 1، 2021.
9. بوعلاق عبد القادر، "استخدام النسب المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية"، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2019.
10. بوقرة عبد الكريم، أهمية الرقابة الداخلية في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مجلة الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، العدد 5، 2016.
11. خديجة بلحمو، عبد اللطيف كرزابي، "أهمية أصحاب المصالح في حوكمة الشركات"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة المدية، العدد 14، 2019.
12. دريد موسى، بن براح سمير، "أثر تجسيد أهداف حوكمة الشركات في تجنب الفشل المالي"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة المدية، العدد 03، 2022.
13. شيخ عبد القادر، الحوكمة وقيمة المؤسسة في الجزائر، ورقة بحثية، جامعة ورقلة، 2021.
14. قديد زيان، قمان عمر، "الحوكمة المالية ودورها في رفع الأداء المالي لمؤسسة صيدال"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة المدية، العدد 03، 2022.
15. قروي – إدارة وتقييم المؤسسات – منشورات جامعة الجزائر – 2019 –
16. محمد براق، فاتح بلواضح، "حوكمة المؤسسات كآلية لتعزيز الإفصاح المحاسبي"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة المدية، العدد 14، 2019.
17. محمد رتيعة ، استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية. المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية ، المجلد 2، 2014 .
18. بوحنية قوي، حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 12، 2013.
19. سفيان دلفي، مراد سماي، "آليات تطبيق الحوكمة في المؤسسات غير الربحية"، مجلة الإدارة والتنمية، جامعة قالمة، المجلد 04، 2021.

20. عرعار نور الهدى، محاجبية نصيرة، "أثر الدور الحوكمي لخصائص مجلس الإدارة ولجنة التدقيق على الأداء المالي: دراسة تطبيقية على شركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2013-2019"، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 2، 2021.

د – مراسيم وقوانين.

1. القانون رقم 06-01، المتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 2006.

ثانيا – المراجع باللغات الأجنبية.

أ- الكتب.

1. Brigham, E. F. & Ehrhardt, M. C., Financial Management: Theory and Practice, Cengage Learning, 2011.
2. Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C., Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, New York, 2020.
3. Damodaran, Aswath, Investment Valuation, Wiley, New Jersey, 2019.
4. Damodaran, Aswath, Investment Valuation, Wiley, 2012.
5. David, Fred R., Strategic Management, Pearson, 2013.
6. Gitman, Lawrence J., Principles of Managerial Finance, Pearson, 2012.
7. Greene, William H., Econometric Analysis, 5th ed., Prentice Hall, New Jersey, 2003.
8. Kaplan, Robert S. & Norton, David P., The Balanced Scorecard, Harvard Business School Press, 1996.
9. Kotler, Philip, Marketing Management, Pearson, 2016.
10. Kotler, Philip, Marketing Management, Pearson, 2017.
11. Mallin, Christine A., Corporate Governance, Oxford University Press, 2016.

12. Mintzberg, Henry, Structure in Fives: Designing Effective Organizations, 1983.
13. Pfeffer, Jeffrey & Salancik, Gerald R., The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective, Harper & Row, 1978.
14. Phillips, Robert Edward, Stakeholder Theory and Organizational Ethics, Berrett-Koehler Publishers, 2003.
15. Stewart, G. Bennett, The Quest for Value, Harper Business, 1991.
16. Ticker, Bob, Corporate Governance, Routledge, 2019.

ب.المقالات العلمية و تقارير ومنشورات المنظمات الدولية

1. Bourne, L. & Walker, D., "Visualising and Mapping Stakeholder Influence", Management Decision, 2005.
2. Clarkson, M. B. E., "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance", Academy of Management Review, 1995.
3. Donaldson, T. & Preston, L. E., "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications", Academy of Management Review, 1995.
4. Harrison, J. S. & Wicks, A. C., "Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance", Business Ethics Quarterly, 2013.
5. Healy, P. & Palepu, K., "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets", Journal of Accounting and Economics, 2001.
6. Jensen, M. C., "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", Business Ethics Quarterly, 2002.

7. Shleifer, A. & Vishny, R., "A Survey of Corporate Governance", Journal of Finance, 1997.
8. COSO, Internal Control – Integrated Framework, 2013.
9. IFC, Corporate Governance Methodology, Washington, 2018.
10. ISO, ISO 31000 Risk Management Guidelines, 2018.
11. OECD, Principles of Corporate Governance, Paris, 2004,.
12. OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance, Paris, 2023.
13. Freeman, R. Edward, Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success, Yale University Press, 2007.
14. Gray, R. et al., Accounting and Accountability: Changes and Challenges in Corporate Social and Environmental Reporting, Prentice Hall, 1996.
15. Dielman, Terry, Pooled Cross-Sectional and Time Series Data Analysis, Texas Christian University, USA, 1989.
16. Least Squares Dummy Variables (LSDV).

الملاحق

الملحق رقم(01). . الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة .

	MVPS	DIV	LEVERAGE
Mean	0.341040	0.266144	0.720169
Median	0.337421	0.009069	0.742522
Maximum	0.985916	1.112730	0.989103
Minimum	0.000000	-0.024302	0.307763
Std. Dev.	0.302097	0.447455	0.197684
Skewness	0.699306	1.292682	-0.457842
Kurtosis	2.583706	2.742190	2.290764
Jarque-Bera	1.597062	5.062930	1.006121
Probability	0.449989	0.079542	0.604677
Sum	6.138720	4.790583	12.96304
Sum Sq. Dev.	1.551466	3.403665	0.664346
Observations	18	18	18

الملحق رقم (02). مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 04/16/26 Time: 14:02
Sample: 2019 2024
Included observations: 18

Correlation Probability	MVPS	DIV	LEVERAGE
MVPS	1.000000 -----		
DIV	-0.676868 0.0020	1.000000 -----	
LEVERAGE	-0.928494 0.0000	0.552722 0.0174	1.000000 -----

الملحق رقم (03). نموذج التأثيرات الثابتة .

Dependent Variable: MVPS
Method: Panel Least Squares
Date: 04/16/26 Time: 14:05
Sample: 2019 2024
Periods included: 6
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIV	-0.104338	0.067551	-1.544577	0.1464
LEVERAGE	-1.314124	0.146879	-8.946985	0.0000
C	1.315200	0.098261	13.38475	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.926435	Mean dependent var	0.341040
Adjusted R-squared	0.903799	S.D. dependent var	0.302097
S.E. of regression	0.093699	Akaike info criterion	-1.667319
Sum squared resid	0.114134	Schwarz criterion	-1.419993
Log likelihood	20.00587	Hannan-Quinn criter.	-1.633216
F-statistic	40.92837	Durbin-Watson stat	2.592817
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (04). نموذج الأثر العشوائي.

Dependent Variable: MVPS
Method: Panel EGLS (Period random effects)
Date: 04/16/26 Time: 14:06
Sample: 2019 2024
Periods included: 6
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 18
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIV	-0.159108	0.074073	-2.147994	0.0485
LEVERAGE	-1.219849	0.167663	-7.275613	0.0000
C	1.261883	0.114268	11.04314	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Period random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.113886	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.900673	Mean dependent var	0.341040
Adjusted R-squared	0.887429	S.D. dependent var	0.302097
S.E. of regression	0.101358	Sum squared resid	0.154103
F-statistic	68.00787	Durbin-Watson stat	2.113536
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.900673	Mean dependent var	0.341040
Sum squared resid	0.154103	Durbin-Watson stat	2.113536

الملحق رقم (05). نموذج الأثر التجميعي.

Dependent Variable: MVPS
Method: Panel Least Squares
Date: 04/16/26 Time: 14:03
Sample: 2019 2024
Periods included: 6
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIV	-0.159108	0.065925	-2.413471	0.0290
LEVERAGE	-1.219849	0.149220	-8.174829	0.0000
C	1.261883	0.101699	12.40800	0.0000

R-squared	0.900673	Mean dependent var	0.341040
Adjusted R-squared	0.887429	S.D. dependent var	0.302097
S.E. of regression	0.101358	Akaike info criterion	-1.589295
Sum squared resid	0.154103	Schwarz criterion	-1.440899
Log likelihood	17.30365	Hannan-Quinn criter.	-1.568833
F-statistic	68.00787	Durbin-Watson stat	2.113536
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (06). نتائج اختبار فيشر.

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.276245	(2,13)	0.1420
Cross-section Chi-square	5.404436	2	0.0671