



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني  
الميدان : علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير  
فرع علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان :

# تقييم الحوكمة كركيزة إستراتيجية لخلق القيمة

دراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان  
للفترة 2014-2020

من إعداد الطالبتين : إبتسام بازين، هاجر مفتوح

نوقشت وأجيزت علناً بتاريخ : 2022/06/11

أمام اللجنة المكونة من السادة :

رئيسا	(أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة)	د/ بن شنة فاطمة
مشرفا ومقررا	(أستاذ، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة)	أ.د/ عماني لمياء
مناقشا	(أستاذ محاضر "ب"، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة)	د/ قريشي محمد الأخضر

السنة الجامعية : 2022/2021





جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني  
الميدان : علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير  
فرع علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان :

# تقييم الحوكمة كركيزة إستراتيجية لخلق القيمة

دراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان  
للفترة 2014-2020

من إعداد الطالبتين : إبتسام بازين، هاجر مفتوح

نوقشت وأجيزت علناً بتاريخ : 2022/06/11

أمام اللجنة المكونة من السادة :

رئيسا	(أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة)	د/ بن شنة فاطمة
مشرفا ومقررا	(أستاذ، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة)	أ.د/ عماني لمياء
مناقشا	(أستاذ محاضر "ب"، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة)	د/ قريشي محمد الأخضر

السنة الجامعية : 2022/2021

# إهداء

إلى النفس التي شربته أكواب السعادة . إلى من رسمت  
على وجهها خطوط العذاب لأرى نور السعادة.

إلى المعلمة والمربية والثمرة المباركة . إلى التي جعلت تحت أقدامها  
الجنان ، إلى ضياء قلبي ونور حياتي ، زهرة بيضاء كلما ابتسمت أذهب عنني  
العناء

إلى الغالية أمي (أطال الله في عمرها)

إلى من تتضاءل المعاني أمامه وتهوى وتضمحل العبارات لأجله وتنصر ، زرعت وحق لك الحصاد.

إلى أبي العزيز (أطال الله في عمره).

إلى من نقشته حروفه أسمى معصم تحت دفتر واحد ، وإلى سندي وهيلادي بعد الله

إخوتي وأخواتي الأعزاء (حفظهم الله).

إلى نور الدار وبهجتها البراعم \* تسنيم \* عبد النور \* نهران \* نورشان \* إلهام \* صفوان \* حفظهم الله.

إلى مثال الوفاء والفداء زوجات إخوتي (حفظهم الله)

إلى جميع الأهل والأقارب والأصدقاء،

# الاحتفال

# الإهداء

إلى...

من حملتني وعلمتني صغيرا ورافقتني بدعائها كبيرا  
التي جعلت الجنة تحت أقدامها أمني حفظها الله وأطال في عمرها

إلى...

الذي رباني على الفضيلة والأخلاق من كان حبه واهتمامه قوام عزيمتي...إلى ضياء حياتي  
إلى سدي المتين وأنيسي المعين أبي الغالي حفظه الله وأطال في عمره

إلى...

دفعى البيت وسعادته إخوتي : علي ، طاهر ، محمد ، مصطفى ، رشيد ، عبد اللطيف  
إلى أولاد إخوتي : جنان ، رناج ، أكرم ، لجين ، أيمن

إلى...

أصدقائي ومن شاركوني أوقاتي و جميع رفقاء الدرب الدراسي ومن هم على الدرب سائرون

إلى ...

الذين لم يبخلوا علي بتوجيهاتهم ودعمهم طوال المشوار الجامعي، وإلى كل باحث وطالب علم

إلى...

كل من حفظهم قلبي و لم يكتبهم قلبي

وفي الأخير أشكر الله تعالى على نعمه التي وهبها لعباده وأنار لنا طريق الهداية والعلم والدرب الصريح

هاجر

## الشكر و العرفان

الحمد لله عز وجل الذي ألهمنا الصبر والثبات وأمدنا بالقوة والعزم على مواصلة مشوارنا الدراسي وتوفيقه لنا على إنجاز هذا العمل فنحمدك اللهم ونشكرك على نعمتك وفضلك ونسألك البر والتقوى والعمل ما ترضى وسلام على حبيبك وخليتك الأمين محمد صلى الله عليه وسلم عليه أزكى الصلاة والتسليم

نتقدم بالشكر الجزيل ومظيم الامتنان والعرفان إلى الأستاذة الفاضلة "عماني لمياء" لإشرافها على هذا العمل وتوجيهاتها القيمة والنيرة وتساؤلها المستمرة عن هذا البحث.

كما نشكر عمال المكتبة ونخص بالذكر سهيلة، زهرة ونشكر كل من أماننا من قريب أو من بعيد ولو بكلمة طيبة مشجعة، وإلى كل من لم يبخل علينا بنصائحه وإرشاداته وتوجيهاته من أجل اتمام هذا العمل، وإلى كل الأساتذة والمعلمين الذين كان لهم الفضل في نجاحنا وتخرجنا في كل الأطوار الدراسية طوال مشوارنا الدراسي

**\*\* ندعوها المولى عز وجل أن يجازيهم عنا خير الجزاء \*\***

والحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات

إبتسام\* هاجر

## الملخص :

تهدف هذه الدراسة لاختبار تأثير حوكمة الشركات على خلق القيمة للمساهم، لعينة مكونة من ثماني شركات مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020)، ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على نماذج بيانات البانل Panal Data، لدراسة العلاقة بين المتغير المستقل المعبر عنه بمؤشرات الحوكمة المتمثلة في (حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، تركيز الملكية) والمتغير التابع المعبر عنه بخلق القيمة من خلال نسبة Marris.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وخلق القيمة السوقية، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين خلق القيمة السوقية وكل من حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، نسبة الاستدانة، في حين توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لها أثر سلبي بين حجم الشركة وخلق القيمة السوقية.

الكلمات المفتاحية : حوكمة الشركات، خلق القيمة السوقية، نماذج بيانات بانل، بورصة عمان.

## Summary :

This study aims to test the impact of corporate governance on shareholder value creation, for a sample of eight companies listed on the Amman Stock Exchange during the period (2014-2020) To achieve this goal, the panel data models were relied on. To study the relationship between the independent variable expressed in governance indicators (board size, board independence, ownership concentration) and the dependent variable expressed in value creation through the Marris ratio.

The study concluded that there is a direct statistically significant relationship between ownership concentration and market value creation, and the absence of a statistically significant relationship between market value creation and each of the size of the board of directors, the independence of the board of directors, and the leverage ratio, while there is a statistically significant relationship that has a negative impact between Company size and market value creation.

key words : Corporate Governance, Create market value, Panel data models, Amman Stock Exchange.

## قائمة المحتويات

	قائمة المحتويات
IV-III	الإهداء.....
V	الشكر.....
VI	ملخص.....
VII	قائمة المحتويات.....
VIII	قائمة الجداول.....
IX	قائمة الأشكال البيانية.....
X	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....
1	الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية للحوكمة وعلاقتها بخلق القيمة.....
3	المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات.....
11	المبحث الثاني : خلق القيمة للمساهم.....
16	المبحث الثالث : الدراسات السابقة حول حوكمة الشركات وخلق القيمة.....
25	الفصل الثاني : الدراسة التطبيقية لأثر مؤشرات حوكمة الشركات على خلق القيمة.....
27	المبحث الأول : طريقة وأدوات الدراسة.....
31	المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة.....
45	خاتمة.....
48	قائمة المصادر والمراجع.....
52	الملاحق.....
60	الفهرس.....

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
19	المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية	(1.1)
21	المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية	(2.1)
29	طريقة حساب المتغيرات المعتمدة في الدراسة	(1.2)
33	نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة	(2.2)
34	مصفوفة الارتباط بين متغيرات المؤشرات	(3.2)
35	نتائج تقدير أثر مؤشرات الحوكمة على خلق القيمة	(4.2)
37	اختبار لاغرانج LM	(5.2)
38	اختبار HAUSMAN	(6.2)
38	نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية	(7.2)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
05	خصائص حوكمة الشركات	(1.1)
41	القيم الفعلية والمقدرة للأداء المالي للشركات محل الدراسة	(1.2)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
53	شركات عينة الدراسة	الملحق رقم (1)
55	النموذج التجميعي	الملحق رقم (2)
56	نموذج الآثار الثابتة	الملحق رقم (3)
57	نموذج الآثار العشوائية	الملحق رقم (4)
58	اختبار لاغرانج LM	الملحق رقم (5)
59	اختبار HAUSMAN	الملحق رقم (6)

مقدمة

أ- توطئة :

لقد أثارَت الأزمات المالية التي ظهرت في العقود القليلة الماضية تساؤلات عدة حول الفضائح الإدارية والمالية، التي مست العديد من الشركات العالمية في عدة دول، وكان من أبرزها شركة وولد كوم (Worldcom) للاتصالات وشركة إنرون (Enron) للطاقة، والتي كان سببها تلاعب المسيرين بالقوائم المالية وعدم الإفصاح عنها، مما أدى إلى تآكل الثقة بين المستثمرين في الشركة والإدارة. ونتيجة لهذه الفضائح عملت الجهات الرقابية على وضع قوانين وأنظمة ومبادئ لاستعادة الثقة وتعزيزها بين المستثمرين والإدارة، تحت مفهوم "حوكمة الشركات". حيث حظيت هذه الأخيرة باهتمام كبير من قبل الشركات وأصبح تطبيقها أمرًا إلزاميًا، باعتبارها وسيلة رقابية في غاية الأهمية، من شأنها الكشف عن مختلف أساليب التلاعب والتضليل.

من هنا يمكن القول أن مصطلح الحوكمة بدأ ينتشر إثر حدوث الأزمات المالية المتكررة التي عانى منها الاقتصاد العالمي وتعرثر بعض الشركات وانتشار الفساد المالي فيها، وهو يعني وجود مجموعة متكاملة من المعايير والأسس والآليات التي تساهم في إدارة المؤسسة وتوجيهها والرقابة عليها بفعالية وكفاءة، لخلق التوازن والاستمرارية، وكذا تعظيم وخلق قيمة للمساهمين. فالحوكمة تقع ضمن الاستثمارات القادرة على توفير أسباب النجاح لأي مؤسسة، ومنه نتوقع أن يكون تأثير الحوكمة على عملية خلق القيمة لكل أصحاب المصلحة في المؤسسة كبير جدا، باعتبار أن موضوع خلق القيمة أصبح الهدف الأساسي للمسيرين، الذين يسعون تحقيقا لمصالح المساهمين إلى اتخاذ القرارات التي تفضي إلى تحسين أداء المؤسسة ككل.

ب- طرح الإشكالية :

انطلاقا مما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية كالتالي :

ما مدى تأثير مؤشرات الحوكمة على خلق القيمة في الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) ؟

وللإجابة على الإشكالية الرئيسية تم تجزئتها إلى إشكاليات فرعية كما يلي :

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وخلق القيمة للمساهم للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) ؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة وخلق القيمة للمساهم للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) ؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وخلق القيمة للمساهم للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) ؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وخلق القيمة للمساهم للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) ؟

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وخلق القيمة للمساهم للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020)؟

#### ت- فرضيات الدراسة :

وللإجابة على هاته التساؤلات تم وضع الفرضيات التالية :

- **الفرضية الأولى :** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وخلق القيمة للمساهم للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة(2014-2020)؛
- **الفرضية الثانية :** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة وخلق القيمة للمساهم للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة(2014-2020)؛
- **الفرضية الثالثة :** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وخلق القيمة للمساهم للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة(2014-2020)؛
- **الفرضية الرابعة :** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وخلق القيمة للمساهم للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة(2014-2020)؛
- **الفرضية الخامسة :** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وخلق القيمة للمساهم للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة(2014-2020)؛

#### ث- مبررات اختيار الموضوع :

هناك عدة أسباب لاختيارنا لموضوع بحثنا ونلخصها فيما يلي :

- الاهتمام الشخصي بالموضوع باعتباره من المواضيع التي تندرج ضمن اختصاص دراستنا.
- الالتفاتة الذي شهدته مفهوم الحوكمة في عالم الاقتصاد والمالية، بحيث أصبح يعتبر شعارا لجميع المؤسسات في ظل هدف خلق القيمة .

#### ج- أهداف الدراسة :

- تهدف هذه الدراسة إلى التعريف بأهمية الحوكمة في خلق القيمة للمؤسسة.
- محاولة بناء نموذج يفسر أثر بعض مؤشرات الحوكمة على خلق القيمة في الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2020.

#### ح- أهمية الدراسة :

تكمن أهمية الدراسة في أن موضوع حوكمة الشركات وخلق القيمة يعتبر من أهم المواضيع الحديثة التي تشغل اهتمامات مستخدمي القوائم المالية، خصوصا المستثمرين في الأسواق المالية.

**خ- حدود الدراسة :**

تم تحديد إطار هذه الدراسة كالأتي :

- الإطار المكاني : دراسة على عينة من شركات في بورصة عمان.
- الإطار الزمني : سيتم اجراء هذه الدراسة للفترة الممتدة ما بين 2014-2020.

**د- منهج البحث والأدوات المستخدمة :**

اعتمدنا في دراستنا هذه على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي وذلك للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات المذكورة أعلاه، وذلك من خلال تحليل الإطار النظري لحوكمة الشركات وخلق القيمة وكذلك لدراسة العلاقة بينهما، والتطرق لأهم الدراسات السابقة التي تتعلق بالموضوع، وبعد ذلك تم الاعتماد في الجزء التطبيقي على الأسلوب القياسي لدراسة أثر مؤشرات الحوكمة على خلق القيمة للشركات المدرجة في بورصة عمان، وذلك بالاستعانة ببرنامجي Excel و Eview 9 لتحليل النتائج المتحصل عليها.

**ذ- صعوبات البحث :**

- عدم توفر كتب باللغة العربية حول موضوع خلق القيمة.
- صعوبات الحصول على بعض المعلومات اللازمة.

**ر- هيكل البحث :**

لدراسة الموضوع دراسة وافية، تناولنا الموضوع في فصلين، تسبقهم في ذلك مقدمة وتليهم الخاتمة.

- الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية للحوكمة وعلاقتها بخلق القيمة.
- المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات.
- المبحث الثاني : خلق القيمة للمساهم.
- المبحث الثالث : الدراسات السابقة حول حوكمة الشركات وخلق القيمة للمساهم.
- الفصل الثاني : الدراسة التطبيقية لأثر مؤشرات حوكمة الشركات على خلق القيمة.
- المبحث الأول : طريقة وأدوات الدراسة.
- المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية

والتطبيقية للحكمة وعلاقتها

بخلق القيمة

تمهيد :

لقد أدت الأزمات والانهيارات التي ظهرت في أواخر التسعينات إلى ظهور حالات الفشل والفساد الإداري في العديد من الشركات الكبرى والأسواق المالية، الأمر الذي أدى إلى البحث عن حلول لتفادي الوقوع في هذه الأزمات، والتقليل من حدتها. برزت أهمية الحوكمة كإطار وقائي لتلك الأزمات، من خلال تطبيق مجموعة من القوانين والآليات والنظم، التي تساهم في تنظيم طبيعة العلاقة بين إدارة الشركة والملاك للوصول إلى تحقيق الجودة والتميز في اختيار الأساليب الفعالة والقادرة على تحقيق أهداف المؤسسة.

كما أن التطبيق الجيد لمبادئ الحوكمة يحقق استدامة المؤسسات، ويساهم في تحقيق القيمة للمساهمين، حيث تعتبر القيمة بمثابة المقياس الحقيقي لنجاح أي مؤسسة، إذ أن هذه الأخيرة تهدف إلى تعظيم قيمتها من أجل ضمان الربح والاستمرارية على المدى الطويل.

وعليه سنتطرق في هذا الفصل الذي تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث :

- المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات.
- المبحث الثاني : خلق القيمة للمساهم.
- المبحث الثالث : دراسات سابقة حول حوكمة الشركات وخلق القيمة.

## المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات.

يعتبر مفهوم حوكمة الشركات أحد المفاهيم المستجدة في الساحة العلمية، والتي تحظى باهتمام واسع ومتزايد في الآونة الأخيرة، مما جعل أغلب المفكرين والعلماء يختلفون حول مفهومها ولم يتفقوا في إيجاد تعريف ومفهوم موحد لحوكمة الشركات، وهو ما سنتطرق إليه في هذا المبحث الذي تم تقسيمه إلى ثلاثة مطالب : المطلب الأول ماهية حوكمة الشركات، المطلب الثاني آليات حوكمة الشركات، المطلب الثالث نظريات حوكمة الشركات.

### المطلب الأول : ماهية حوكمة الشركات.

سنتناول في هذا المطلب مفهوم الحوكمة وخصائصها، أهداف الحوكمة، وأهميتها.

### الفرع الأول : مفهوم حوكمة الشركات.

يعد مصطلح الحوكمة هو الترجمة المختصرة التي راجت للمصطلح Corporate Governance، أما الترجمة العلمية لهذا المصطلح، والتي اتفق عليها، فهي : "أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة"<sup>1</sup>. وقد تعددت عدة تعريفات حول مفهوم حوكمة الشركات من بينها :

- الحوكمة هي النظام الأمثل الذي يتم من خلاله استغلال موارد الشركات وحسن توجيهها ومراقبتها من أجل تحقيق أهداف الشركة والوفاء بمعايير الإفصاح والشفافية.<sup>2</sup>
- كما تعرف حوكمة أنها مجموعة من القواعد والحوافز التي تتحدى بها إدارة الشركات لتعظيم ربحية الشركة وقيمتها على المدى البعيد لصالح المساهمين.<sup>3</sup>
- تعرفها المنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) أنها مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين.<sup>4</sup>
- حسب مؤسسة التمويل الدولية (IFC) هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة المؤسسات والتحكم في أعمالها.<sup>5</sup>

ومما سبق نستخلص : أن حوكمة الشركات هي مجموعة القواعد والإجراءات والآليات التي تساهم في إدارة المؤسسة وتوجيهها والرقابة عليها بفعالية وكفاءة، لخلق التوازن والاستمرارية، وضبط العلاقات بين إدارة الشركة والأطراف المرتبطة بالشركة.

### الفرع الثاني : أهداف وخصائص حوكمة الشركات.

#### أولاً- أهداف حوكمة الشركات :

تهدف قواعد الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة المؤسسة وعليه يمكن تلخيص أهم الأهداف

كما يلي :

<sup>1</sup> - محمد حلمي الخيلاني، الحوكمة في الشركات، دار الإحصاء العلمي للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، عمان، الأردن، 2014، ص11.

<sup>2</sup> - محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الأزبطة، الإسكندرية، 2010، ص17.

<sup>3</sup> - محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإبراهيمية، الإسكندرية، 2009، ص18.

<sup>4</sup> - محمد الفاتح محمود بشير المغربي، حوكمة الشركات، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2020، ص8.

<sup>5</sup> - ناصر عبد الحميد، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز الخبرات المهنية لإدارة "بميك"، الطبعة الأولى، الجيزة، مصر، ص15.

- التزام المؤسسة بقواعد وإجراءات العمل وفقا لمجال كل منها.
- تعظيم دور المؤسسة ومساهمتها في عملية التنمية وقدرتها على خلق الثروة للمجتمع وخلق فرص التوظيف.
- تحسين العلاقات بين المؤسسة وكافة الأطراف ذات المصالح المرتبطة بالمؤسسة من مديريين وموظفين والمجتمع المحيط بها.
- تعظيم مستويات أداء المؤسسات.
- تقليل المخاطر إلى حد أدنى.
- وضع الأنظمة الكفيلة بتجنب أو تقليل الغش وتضارب المصالح والتصرفات الغير مقبولة على إدارة المؤسسة بالشكل الذي يفيد بتحسين المهارات القيادية.
- وضع قواعد والإجراءات المتعلقة بسير العمل داخل المؤسسة والتي تضمن تحقيق أهداف الحوكمة .
- العدالة والشفافية وحق المساءلة بما يسمح لكل ذي مصلحة من المراجعة الإدارة.
- مراعاة مصالح المجتمع والعاملين.
- تعميق ثقافة الالتزام بالقوانين والمبادئ والمعايير المتفق عليها.<sup>1</sup>

#### ثانياً- خصائص حوكمة الشركات :

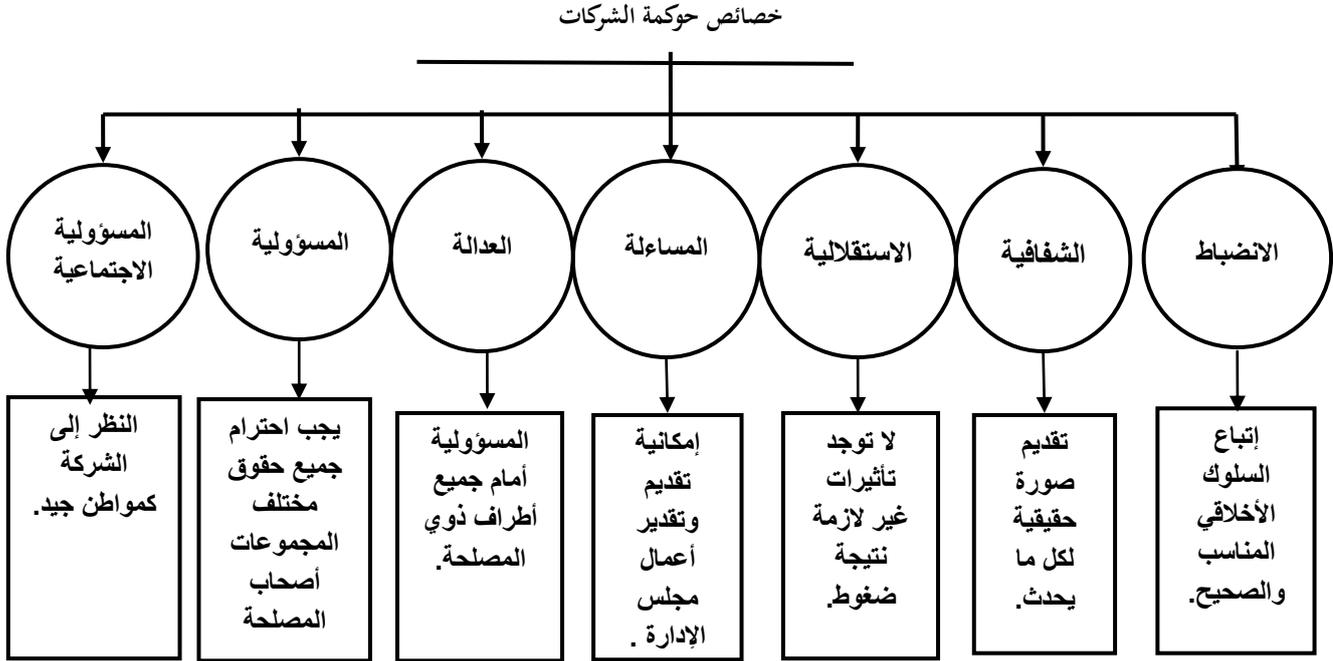
يشير مصطلح حوكمة الشركات "Corporate Governance" إلى الخصائص التالية :

- ✓ الانضباط : أي اتباع السلوك الاخلاقي المناسب والصحيح.
- ✓ الشفافية : أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث.
- ✓ الاستقلالية : أي لا توجد تأثيرات وضغوطات غير لازمة للعمل.
- ✓ المساءلة : أي امكانية تقييم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية.
- ✓ المسؤولية : أي وجود مسؤولية أمام جميع الاطراف ذوي المصلحة في المؤسسة.
- ✓ العدالة : أي يجب احترام حقوق مختلف المجموعات أصحاب المصلحة في المؤسسة.
- ✓ المسؤولية الاجتماعية : أي النظر إلى الشركة كمواطن جيد.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - طاهر العمري، ابراهيم زروقي، دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة آفاق للبحوث والدراسات، جامعة مولاي الطاهر، السعيدة، العدد الخاص، ماي 2018، ص ص62-63.

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب المتطلبات شركات قطاع عام وخاص ومصارف)، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، القاهرة 2007، ص4.

الشكل (1.1) خصائص حوكمة الشركات.



المصدر : طارق عبد العال حماد، مرجع سابق ص 25

الفرع الثالث : أهمية حوكمة الشركات.

للحوكمة أهمية كبيرة بالنسبة للشركات وبالنسبة للمساهمين تتمثل في :

**أهمية الحوكمة بالنسبة للشركات :**

- ✓ تمكن من دفع الكفاءة الاقتصادية لشركة من خلال وضع أسس للعلاقة بين مديري الشركة ومجلس الإدارة والمساهمين.
- ✓ تعمل على وضع الإطار التنظيمي الذي يمكن من خلاله تحديد أهداف الشركة وسبل تحقيقها من خلال توفير الحوافز المناسبة لأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية لكي يعملوا على تحقيق أهداف الشركة التي تراعي مصلحة المساهمين.
- ✓ تحظى الشركات التي تطبق قواعد الحوكمة بزيادة ثقة المستثمرين لأن تلك القواعد تضمن حماية حقوقهم ولذلك نجد أن المستثمرين في الشركات التي تطبق قواعد الحوكمة جيداً قد يقوموا بالتفكير جيداً قبل بيع أسهمهم في تلك الشركات حتى عندما يتعرضوا لأزمات مؤقتة تؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها لثقتهم على قدرة الشركة على التغلب على تلك الأزمات مما يجعل تلك الشركات قادرة على الصمود في فترة الأزمات.

**أهمية الحوكمة بالنسبة للمساهمين :**

- ✓ تساهم في ضمان الحقوق لكل المساهمين مثل حق التصويت، حق المشاركة في القرارات الخاصة بأي تغيرات جوهرية قد تؤثر على أداء الشركة في المستقبل.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - محمد الفاتح محمود بشير المغربي، مرجع سبق ذكره ص.15.

✓ الإفصاح الكامل عن أداء الشركة والوضع المالي والقرارات الجوهرية المتخذة من قبل الإدارة العليا يساعد المساهمين على تحديد المخاطر المترتبة على الاستثمار في تلك الشركات.

### المطلب الثاني : آليات تطبيق حوكمة الشركات.

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى التعريف بكل من المحددات، المبادئ والأطراف المعنية بالحوكمة.

### الفرع الأول : محددات حوكمة الشركات.

تتمثل محددات حوكمة الشركات في (المحددات الداخلية والمحددات الخارجية) :

#### 1) المحددات الخارجية :

تشير المحددات الخارجية للحوكمة إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة وتشمل ما يلي :

- أ- القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي مثل : قوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية والإفلاس؛
- ب- كفاءة القطاع المالي في توفير التمويل اللازم للمشروعات؛
- ت- درجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج؛
- ث- كفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية في إحكام الرقابة على الشركات بالإضافة إلى الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية وغيرها بالإضافة إلى المؤسسات الخاصة.

ترجع أهمية الضوابط الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة والتي تقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص.<sup>1</sup>

#### 2) المحددات الداخلية :

وتشير المحددات الداخلية إلى :<sup>2</sup>

- أ- القواعد والأسس التي تحدد أسلوب وشكل القرارات داخل الشركة؛
- ب- توزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، التي يؤدي توافرها من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة؛
- ت- تؤدي الحوكمة في النهاية إلى زيادة الثقة في الاقتصاد القومي؛
- ث- تعميق دور سوق المال، وزيادة قدرته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار؛
- ج- الحفاظ على الأقلية أو صغار المستثمرين؛
- ح- تشجع الحوكمة على نمو القطاع الخاص، ودعم قدرته التنافسية؛

<sup>1</sup> - ابتسام سماري، أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على قيمة الخيارات على الأسهم، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف1، 2018/2019، ص89.

<sup>2</sup> - محمد حلمي الجيلاني، مرجع سبق ذكره، ص14.

- خ- تساعد المشروعات في الحصول على التمويل وتوليد الأرباح؛  
د- خلق فرص العمل.

### الفرع الثاني : مبادئ حوكمة الشركات.

هناك ستة مبادئ لحوكمة الشركات يمكن توضيحها كما يلي :

- 1) مبدأ ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات : يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلا من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يكون متناسقا مع أحكام القانون، وأن يصيغ بوضوح تقسيم المسؤوليات فيما بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.
- 2) مبدأ حقوق العامة للمساهمين : وتشمل نقل ملكية الأسهم، واختيار مجلس الإدارة، والحصول على عائد في الأرباح، ومراجعة القوائم المالية، والحق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.
- 3) مبدأ المعاملة المتساوية بين جميع المساهمين : وتعني المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عملية استحواذ أو دمج مشكوك فيها، أو من الاتجار في المعلومات الداخلية، وكذلك حقهم في الاطلاع على كافة المعاملات مع الأعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.
- 4) مبدأ دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة السلطات : وتشمل احترام حقوقهم القانونية، والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات تعزيز مشاركتهم في الرقابة على الشركة،<sup>1</sup> وحصولهم على المعلومات المطلوبة. ويقصد بأصحاب المصالح البنوك والعمالين وحملة السندات والموردين والعملاء.
- 5) مبدأ الإفصاح والشفافية : وتتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة، ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة، والمديرين التنفيذيين، و يتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ودون تأخير.
- 6) مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة : وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

### الفرع الثالث : الأطراف الفاعلة في حوكمة الشركات.

- 1) المساهمين : وهم الذين يقومون بتقاسم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم وذلك مقابل الحصول على الأرباح المناسبة لاستثمارهم، وأيضا تعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل، كما لهم الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية حقوقهم.

<sup>1</sup> - إبراهيم جابر السيد أحمد، عصام محمود حسن هنطش، الإدارة الرشيدة والحوكمة، دار العلم والإيمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2019، صص 43-44.

2) مجلس الإدارة : وهم من يمثلون المساهمين وأيضا الأطراف الأخرى مثل أصحاب المصالح، ومجلس الإدارة يقوم باختيار المديرين التنفيذيين الذين يوكل إليهم سلطة الإدارة اليومية لأعمال الشركة بالإضافة إلى الرقابة على أدايتهم، كما يقوم مجلس الإدارة برسم السياسات العامة للشركة وكيفية المحافظة على حقوق المساهمين.

3) الإدارة : وهي المسؤولة عن الإدارة الفعلية للشركة وتقديم التقارير الخاصة بالأداء إلى مجلس الإدارة. وتعتبر إدارة الشركة هي المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها بالإضافة إلى مسؤوليتها تجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين.

4) أصحاب المصالح : وهم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة مثل الدائنين والموردين والعمال والموظفين، ويجب ملاحظة أن هؤلاء الأطراف يكون لديهم مصالح قد تكون متعارضة ومختلفة في بعض الأحيان، فالدائنون على سبيل المثال، يهتمون بمقدرة الشركة على السداد، في حين يهتم العمال والموظفين على مقدرة الشركة على الاستمرار.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : نظريات حوكمة الشركات.

#### الفرع الأول : نظرية الوكالة.

##### 1) مدخل إلى نظرية الوكالة :

تصف نظرية الوكالة المؤسسة بأنها مجموعة من العلاقات التعاقدية، وأن وجود المؤسسة يتحقق من خلال واحد أو أكثر من العقود الاتفاقية، وأن عقود الاستخدام ماهي إلا أدوات لتخصيص الموارد ووصف الغرض من نشاط المؤسسة وبالتالي يمكن دراسة سلوك المؤسسة عن طريق تحليل الخصائص العامة لعقود التوظيف الخاصة.

ويصف Jensen & Meckling (1976) علاقة الوكالة بأنها عقد يقوم بموجبه واحد أو أكثر من الأفراد (الأصيل أو الموكل) بتعيين واحد أو أكثر (الوكيل) لكي ينجز بعض الأعمال والخدمات بالنيابة عنه، وفي المقابل يفوض الأصيل الوكيل في اتخاذ بعض القرارات.<sup>2</sup>

تنتج مشكلة الوكالة عن :

- عدم قدرة الموكل على إحكام الرقابة على أداء الموكل.
- عدم تماثل المعلومات لكل من الموكل والوكيل حيث إن الإدارة (الوكيل) لديها معلومات أكثر من المالك (الموكل)، بالإضافة إلى أنه حتى لو توافرت نفس المعلومات للموكل فإنه لا يستطيع قراءتها وتفسيرها بنفس القدرة التي يتمتع بها الوكيل.<sup>3</sup>

##### 2) فروض نظرية الوكالة :

تتمثل فروض نظرية الوكالة في :

<sup>1</sup> - محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 16-17.

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 69-70.

<sup>3</sup> - أحمد طلحة، أثر تطبيق حوكمة الشركات على جودة المعلومات المحاسبية، مذكرة ماجستير، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة الأغواط، 2011/2012، ص 35-

أ- يتميز كل من الأصيل والوكيل بالرشد الاقتصادي ويسعى إلى تعظيم منفعة الذاتية.  
ب- اختلاف أهداف وأفضليات كل من الأصيل والوكيل فبينما يسعى الأول إلى الحصول على أكبر قدر من جهد وعمل وتصرفات الوكيل مقابل أجر معقول، فإن الوكيل يسعى إلى تعظيم منفعته من خلال الحصول على أكبر قدر من المكافآت والحوافز والمزايا مع بذل جهد أقل.

ت- اختلاف المخاطرة التي يتحملها كل من الأصيل والوكيل، ويرجع ذلك إلى :

- ✓ عدم قدرة الأصيل على متابعة وملاحظة أداء وقرارات وتصرفات الوكيل بصورة مباشرة نتيجة معاشية الأخيرة لظروف العمل ومشاكله والإلمام بخصائص التنظيم.
- ✓ اختلاف الخلفية التدريبية والخصائص الشخصية لكل من الأصيل والوكيل.
- ✓ اختلاف إمكانية التوصل إلى المعلومات وفهمها لكل من الأصيل والوكيل.

### الفرع الثاني : نظرية الصفقات

#### 1) مدخل إلى نظرية الصفقات

تعتبر نظرية تكاليف الصفقات فرع من اقتصاد المؤسسة الحديث والتي نتجت عن مختلف التيارات الاقتصادية الكلاسيكية والنيوكلاسيكية، إذا برزت على يد الاقتصادي الأمريكي "H.Coase Ronald" الذي كتب سنة 1937 مقال مؤسس للنظرية (طبيعة الشركة)، حيث أثبت فيه أنه ليس في صالح المؤسسة أن تبرم عقدًا لمدة قصيرة جدا مع متعهد خارجي، لأنها تنتظر التعظيم إلى غاية أن تكون تكاليف الإنجاز للصفقة في السوق أو في أي مؤسسة أخرى.

ويرى Coase أن علاقات العمل هي من تعمل على تخفيض تكاليف الصفقات، ودور العمال في هذا التخفيض متعلق بنظام التشغيل، المكافآت مراقبة وتقييم الأداء.

قام بتطوير النظرية فيما بعد الاقتصادي Oliver Williamson عام 1985 معتمداً على التحليل المؤسساتي المقارن، وركز في ذلك على دور المعلومات في السوق التي بقيت المرجع الوحيد للفعالية، كما ركز Williamson على تحليل تكاليف الصفقات مستندا في ذلك على دراسات Coase، وذلك بالنظر إلى عمليات الإنتاج على أنها مجموعة من الخطوات متحصلة فيما بينها تكنولوجيا، والعوامل المسببة لتكاليف الصفقات.<sup>1</sup>

#### 2) فرضيات نظرية الصفقات :

أ- الرشادة المحدودة : في البداية طور هذا المفهوم من قبل Simon (1974) حيث عبر عن الرشادة المحدودة بكون الفرد

لا يملك قدرة الحصول على كافة المعلومات وفهمها وتوقع ردود أفعال الموظفين والموردين والعملاء والمنافسين بشكل دقيق.

<sup>1</sup> - محمد وهدة وآخرون، حوكمة الشركات في ظل نظريات التعاقدية وسبل إرسائها في بيئة جزائرية، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 10، العدد 02، 2020، ص 420-421.

ب- الانتهازية : حسب Williamson عندما يكون هناك عقد غير تام فإن ذلك يطرح مشاكل إضافية تقترن مع حالة الانتهازية والتي تظهر على شكل : سوء الاختيار، الخطر الاخلاقي، التهرب، السعي لتحقيق أهداف غير رئيسية، وغيرها من أشكال السلوك الاستراتيجي.

وبناءً على الفرضيات السابقة، يرى Williamson أن العقود لن تكون تامة وبالتالي فإنه يوجد طرف يتعرض لانتهازية طرف آخر، مما يشكل حالة تضارب في المصالح بين الأطراف المتعاقدة.

### 3) سمات نظرية تكاليف الصفقة :

حسب Williamson فإن تحديد فرضيات وسمات نظرية تكاليف الصفقة تمثل المرحلة الأولى في التحليل وتمثل هذه السمات في ثلاث عناصر : خصوصية الأصول، عدم التأكد، درجة تكرار الصفقة. وهي تعتبر عناصر أساسية للاختيار الأمثل بين هياكل الحوكمة.

أ- خصوصية الأصول : يقال عن أصل أنه ذا خصوصية (متخصص) عندما يستثمره العون الاقتصادي بحيث يخدم فقط صفقة وحيدة بشكل لا يسمح باستخدامه في صفقات أخرى دون تحمل تكاليف عالية، أي لا يمكن أن يعاد استخدامه في ابرام عقود أخرى بتكلفة أقل من الاستثمار في أصول جديدة، مثل كابلات الألياف الزجاجية المدفونة أو دراسة لتركيبة نظام المعلومات الداخلي لشركة معينة، أو وحدة إمدادية متخصصة قريبة جغرافيا من مصنع الانتاج... الخ. ويكون الأصل ذو مستوى منخفض نسبيا من الخصوصية، لما يمكن اعادته توزيعه على تكلفة منخفضة لصفقات أخرى مثل أرف المتاجر الكبرى وحاويات القوارب التي يمكن أن تحمل الأثاث والمركبات والأغذية المعلبة... الخ.

ب- عدم التأكد : ترتبط أو تتعلق حالة عدم التأكد بقدرة الأعوان على التحكم في الانتاج أو تقديم الخدمة، مثل الحصول على متطلبات الجودة لنقل التكنولوجيا. وتنقسم حالة عدم التأكد إلى مكونين :

○ حالة عدم التأكد الداخلي : والتي تشمل الطبيعة الضمنية للمهام التي تقوم بها المؤسسة داخلي؛

○ حالة عدم التأكد الخارجي : تتعلق بحالات عدم التأكد الموجودة في البيئة الخارجية للمؤسسة مثل حالة عدم

التأكد التكنولوجي، عدم التأكد القانوني والتنظيمي، حالة عدم التأكد الجبائي وحالة عدم التأكد التنافسي.<sup>1</sup>

ج- درجة التكرار (تعدد الصفقة) : تتمثل درجة التكرار في عدد الصفقات التي تجرى بين عونين اقتصاديين أو أكثر، ولا يعتبرها Williamson الصفة الأكثر أهمية عند قرار اختيار هياكل الحوكمة الشركات.

### الفرع الثالث : نظرية أصحاب المصالح

يعود ظهور مفهوم أصحاب المصلحة لاجتماع معهد سانفورد للأبحاث في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1963، أما تبلور نظرية أصحاب المصالح فكان على يد (Tgor Ansoff) في كتابه (Stratégie Corporative) ليشمل المساهمين

<sup>1</sup> - إلياس بن ساسي، مريم فيها خير، قراءة نظرية لآليات حوكمة المنظمات وفق مقاربة أوليفار وليماسون الحائز على جائزة نوبل 2009، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي الأول حول آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 25-26 نوفمبر 2013، ص 802-803.

والعاملين والعملاء والمقرضين و الموردين والمجتمع، مع التأكيد على ضرورة الاهتمام بمصالح جميع الأطراف لتصبح المؤسسة مصدر ربح مالي واجتماعي وذلك بانتقال من Shareholders إلى Stakeholders. كما عرف معيار (أيزو 9001) أصحاب المصالح أنهم أفراد أو جماعات تؤثر على نشاط المؤسسة وتساهم في عملية خلق القيمة وتستفيد منها في نفس الوقت، كما أن الاهتمام برضا الأطراف المساهمة يشكل عاملا جوهريا لتحقيق الاستدامة للمؤسسة.

تطور مفهوم أصحاب المصالح ليشمل مجموعات أكبر، تضم المزيد من المؤثرين والمتأثرين بقيمة المؤسسة، حيث قام (فريمان) بتصنيف أصحاب المصلحة إلى مجموعتي الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية، وقام آخرون أمثال رونالد ميشال بتصنيفهم لأصحاب المصالح إلى (التقديريين، المطالبين، المهنيين، التابعين، الخطيرين) وذلك حسب درجة تأثير كل طرف.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني : خلق القيمة للمساهم.

تعتبر عملية خلق القيمة في ظل الظروف المعقدة الحالية من بين أهم التحديات المتعلقة بالمؤسسات، فالمسيرون وفقا لنظام الحوكمة يسعون تحقيقا لمصالح المساهمين إلى اتخاذ القرارات التي تفضي إلى تحسين أداء المؤسسة ككل. وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى التعريف بأهم مفاهيم خلق القيمة في المطلب الأول، وتأثير مؤشرات حوكمة الشركات على خلق القيمة في المطلب الثاني.

#### المطلب الأول : ماهية خلق القيمة

من خلال هذا المطلب سنتطرق إلى أهم المفاهيم النظرية المتعلقة بخلق القيمة، ومؤشراتها.

#### الفرع الأول : مفهوم خلق القيمة.

هناك عدة تعريفات لمفهوم خلق القيمة نذكر منها :

اهتم الاقتصاديون الأوائل والدارسون لمفهوم القيمة بمعدل الفائدة على التدفقات النقدية وكذلك الدراسات المعروفة لفيشر (1907 – 1930) وويليامز (1938) اللذان عرضا المعنى المالي للقيمة الذي يجمع بين سعر الأصل أو ثمنه والدخل المحتمل الحصول عليه .

أما الفكر الأكاديمي الأكثر حداثة والأقرب لمفهوم خلق القيمة كان الاهتمام به بارزا في أعمال كل من هيكس ومخلوف (1984) رابابورت (1986)، كوبلاند وكولار ومارين ( 1990 – 1996) اولسن (1990 – 1992). حيث أن مفهوم خلق القيمة برز بوضوح في عقد التسعينات من القرن العشرين، وأصبح بمثابة مسار استراتيجي لعدد كبير من المؤسسات الاقتصادية، ونعني دائما بمصطلح خلق القيمة إيجاد قيمة للسهم وانطلاقا من ذلك المفهوم يكرس وضع المساهم في خدمة استراتيجية المؤسسة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - أرحاب هلال وسام، دور الإدارة بالقيم في خلق القيمة بالمؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتور، تخصص دراسات مالية، علوم التسيير، جامعة غرداية، 2016-2017، ص74.

<sup>2</sup> - أحمد البرزخي محمد فهمي، سوق المال مدخل مالي مصرفي، دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية، 2016 ، ص 17.

كما يرى ( Michel Albouy ( 2006 أن الفكرة الأساسية لخلق القيمة أو الثروة تقوم على إنشاء قيمة للمساهمين وذلك من خلال تحقيق عائد على رأس المال يفوق تكلفة مصادر التمويل المختلفة التي استخدمتها المؤسسة أو تكلفة رأس المال، وهذا يعني أنه لا يكفي أن تحقق المؤسسة ربحاً محاسبياً فقط فالربح بالمعنى المحاسبي لا يعني بالضرورة خلق قيمة، ولتحديد مدى قدرة المؤسسة على خلق ثروة يجب تحديد كل من ربحية رأس المال وتكلفة رأس المال وكيفية تقديرها.<sup>1</sup>

كما تعرف على أن هدف أي مؤسسة يتمثل في خلق القيمة، أي امتلاكها القدرة على إنجاز الاستثمارات التي تحقق عائداً يفوق العائد المطلوب الخالي من المخاطر، إذا تحقق هذا الشرط ترتفع قيمة السهم، وإذا لم يتحقق تتراجع قيمته.<sup>2</sup>

مما سبق يمكن القول أن : خلق القيمة هي القدرة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة الحالية.

### الفرع الثاني : مفهوم خلق القيمة للمساهم.

#### 1. خلق القيمة للمساهم shareholder value

خلق القيمة للمساهمين هو مفهوم قريب من خلق القيمة، إلا أنه يتميز عنه كون هذا الأخير يخص القيمة التي ينبغي إنشاؤها حصرياً للمساهمين فقط، و ليس لصالح جميع موردي المؤسسة بالأموال. كما حظي مفهوم "خلق القيمة للمساهمين " أو القيمة المضافة للمساهمين ( SVA )، بتدعيم أغلبية كبيرة من الاقتصاديين. وقد تم تطوير هذا النهج من قبل ألفريد رابابورت Alfred Rappaport في الثمانينات، ويمكن استخدامه لتقدير القيمة التي تم إنشاؤها للمساهمين أو استخدامها كأساس لصياغة وتقييم القرارات الاستراتيجية.<sup>3</sup>

كما تعرف القيمة من وجهة نظر المساهم على أنها تلك القيمة التي تحققها المؤسسة لصالح مساهميها خلال مدة زمنية معينة. وتنشأ هذه القيمة عندما يكون عائد رأس المال المستثمر أكبر من تكلفة الفرصة البديلة مالية Opportunity Cost.<sup>4</sup>

#### 2. مسببات خلق القيمة من وجهة نظر المساهمين :

هناك سبعة عناصر يمكن أن تسبب في خلق القيمة من وجهة نظر المساهمين، تلك العناصر حددها ألفريد رابابورت ( 1998 ) في كتابه بعنوان : « Creating Shareholder Value » « والمتمثلة في :<sup>5</sup>

✓ معدل نمو المبيعات.

✓ هامش الربح النقدي الناتج عن التشغيل.

✓ معدل الضريبة على الأرباح.

✓ رأس المال العامل.

<sup>1</sup> - Michel Albouy, *Théorie, Applications et Limites De La Mesure De La Création De Valeur*, Lavoisier, revue française de gestion, 2006 /1 – no160, p :141.

<sup>2</sup> - ابتسام سماري، مرجع سبق ذكره، ص137.

<sup>3</sup> - سامية بلهادف عثمان بوزيان، دور حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 11، العدد 02، 2018، ص171.

<sup>4</sup> - هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 01، 2011-2012، ص 13.

<sup>5</sup> - بلال عدنان مهنا، استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لتفسير خلق القيمة للمساهمين مقارنة بالمقاييس المالية التقليدية، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة، جامعة تشرين، 2017، ص.37.

✓ الاستثمارات الثابتة.

✓ الهيكل المالي ( المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال).

✓ الفترة الزمنية لاستمرار نمو القيمة.

### الفرع الثالث : مؤشرات خلق القيمة.

لقياس خلق القيمة نستخدم على المؤشرات التالية :

#### 1. مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA الشكل المطور لمفهوم الربح المتبقي حيث يمكن الفرق بين المفهومين، حيث يستعمل مؤشر الربح المتبقي للمؤسسة لمختلف وحداتها أي أنه مؤشر داخلي، أما بالنسبة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA لخدمة المساهمين ظهر منذ بداية الثمانينيات من القرن الماضي كأداة اتصال يستعملها المدراء لتمرير المعلومات للمساهمين حول أداء المؤسسة، خاصة مدرجة في البورصة، ويضاف لذلك أن الربح المتبقي يأخذ في حسابه تكلفة الفرصة البديلة الداخلية، ممثلة في مصاريف مالية داخلية، بينما تعتمد القيمة الاقتصادية المضافة في احتسابها على تكلفة رأس المال المستثمر (المملوك والمقترض). يمكن التعبير عن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA بالمعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$EVA = NOPAT - IC (WACC)$$

حيث أن **EVA** : القيمة الاقتصادية المضافة.

**NOPAT** : صافي الربح من العمليات قبل الفوائد وبعد الضرائب؛

**IC** : رأس المال المستثمر؛ **WACC** : التكلفة المرجحة لرأس المال؛

#### 2. مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA

تتمثل هذه القيمة في الفرق بين القيمة الاقتصادية للمؤسسة والقيمة الإجمالية للأموال المستثمرة، من خلال ربط الوحدات توافق بين القيمة المؤسسة في البورصة والقيمة المحاسبية لها، حيث تحسب لعدة سنوات وتعطى بالعلاقة التالية :

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1 + K)^t}$$

حيث أن **MVA** : القيمة السوقية المضافة.

**EVA** : القيمة الاقتصادية المضافة للفترة t.

**K** : التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال في الفترة t.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - شعبان محمد لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين 2015، ص46.

<sup>2</sup> - عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي (AFD) خلال الفترة 2006-2011، مجلة الوحدات للبحوث والدراسات، المجلد 07، العدد 06، 2014، ص26.

### 3. مؤشر العائد الإجمالي للمساهم TSR

تم اقتراح هذا المؤشر من طرف مجموعة بوسطن الاستشارية (BCG) وهو يقيس معدل العائد الإجمالي للمساهم بالأخذ في الاعتبار مقدار فائض القيمة المحقق بالإضافة إلى توزيعات الأرباح المقدمة، وبحسب انطلاقا من تغيرات قيمة الورقة وقيمة الأرباح الموزعة.

إذا تم حساب هذا المؤشر بشكل إجمالي فهو يساوي :

العائد الإجمالي للمساهم (TSR) = الرسملة البورصية في الفترة t - الرسملة البورصية في الفترة t-1 + توزيعات الأرباح / الرسملة البورصية في الفترة t-1....(V-10)

عادة ما يحسب هذا المؤشر سنويا، كما يمكن احتسابه بناء على المعلومات الماضية أو المعلومات التقديرية، إذن فهو إما أن يقدر العائد المحقق أو المردودية المفروضة من طرف المساهم. وحسب BCG يكون هناك خلق للقيمة إذا كان TSR المحقق أكبر من TSR المفروض أو المتوقع، كما ينصح بحسابه على مدة طويلة لإزالة أثر تذبذب السوق.<sup>1</sup>

### 4. مؤشر نسبة Marris

تعد هذه النسبة من المؤشرات خلق القيمة Ex-ante (الأداء المتوقع). تقيس هذه القيمة السوقية للأموال الخاصة (الرسملة البورصية) إلى القيمة المحاسبية للأموال الخاصة (القيمة الدفترية). هناك إمكانية لخلق القيمة مستقبلا عندما تكون الرسملة البورصية أكبر من قيمة الأموال الخاصة، أي عندما تكون النسبة أكبر من الواحد. وتتدعم هذه النظرة المتفائلة بمعلومات ايجابية عن سياسة توزيع الأرباح، المردودية الاقتصادية، حجم الديون وتكلفتها. وتصاغ بالعلاقة التالية :

$$M = CB/CP$$

حيث CB : الرسملة البورصية.

CP : الأموال الخاصة.

يكون هناك خلق للقيمة بالنسبة لهذا المؤشر إذا كان  $M > 1$ .<sup>2</sup>

### المطلب الثاني : أثر مؤشرات الحوكمة على خلق قيمة.

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى دراسة أثر مؤشرات حوكمة الشركات على خلق القيمة.

### الفرع الأول : حجم مجلس الإدارة :

يقصد بحجم مجلس الإدارة، عدد أعضاء المجلس التنفيذي وغير التنفيذيين الذين يكونون مجلس إدارة شركة ما، حيث أوضحت نتائج بعض الدراسات التي تناولت حجم مجلس الإدارة كونه عامل مهم لفاعلية حوكمة الشركات (kolsi 2017, )

<sup>1</sup> - صفية صديقي، الإستراتيجية المالية، مطبوعة بيداغوجية معتمدة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2018-2019، ص62.

<sup>2</sup> - لمياء عماني، سمية بن علي، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية: التركيب المالي وإعادة الهيكلة، الدار الجزائرية، 2021، ص138، 139.

(Buniamin et al 2008) أن المجالس الكبيرة تقدم منفعة وقيمة كبيرة للشركات من خلال تنوع خبرات أعضائها وقدرتهم على التعامل مع البيئة بشكل أفضل، كما أن سهولة التنسيق بين أعضائها وقلة مشاكل التواصل فيما بينها، تؤدي إلى زيادة الكفاءة والفعالية في عملية الإشراف على عمل الإدارة التنفيذية، الأمر الذي يؤدي إلى اتخاذ أفضل القرارات، وبالتالي زيادة قيمة الشركة. بينما توصلت دراسات أخرى (Fathi 2013, Samaha et al 2012) إلى أن المجالس الكبيرة قد تسبب صعوبات ومشاكل في الاتصال والتنسيق بين أعضاء المجلس، ويخفض من قدرة أعضاء المجلس على متابعة سير العملية الإدارية، وبالتالي انخفاض فعالية المجلس، كما أن في المجالس الكبيرة قد تنشأ مشاكل في التواصل فيما بين الأعضاء أنفسهم، وبالتالي ضعف متابعة التقارير المالية مما يؤثر سلباً على أداء الشركة ككل وعائد أسهمها بشكل خاص، وبذلك تنخفض قيمة الشركة السوقية، كما أن الكيفية التي يتم بها التعامل ومعالجة المشكلات في المجالس الكبيرة، تؤدي إلى ارتفاع التكاليف وصعوبة في عملية اتخاذ القرارات، وهذا بدوره ينعكس سلباً على قيمة الشركة السوقية.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : استقلالية مجلس الإدارة :

من منظور نظرية الوكالة، فإن وجود أعضاء مستقلين يعتبر أمر هام في الحد من تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين، كما يشير استقلال مجلس الإدارة بأنه الوضع الذي يكون فيه أغلبية أعضاء مجلس الإدارة ليس لهم علاقة بالإدارة التنفيذية للمؤسسة.<sup>2</sup> حيث توصلت بعض الدراسات إلى أن استقلالية مجلس الإدارة من شأنه تحسين أداء الشركة ككل، ويحسن من آليات الرصد والمتابعة الذي يتوقع منه أن يزيد من عائد السهم في الشركات، فعندما تزداد نسبة استقلال مجلس الإدارة ينخفض تضارب المصالح بين الإدارة التنفيذية والمساهمين، بسبب دورهم الرقابي المستقل في الشركة والذي يؤثر في زيادة الموضوعية، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة إلى أقل درجة ممكنة، هذا يؤدي بدوره إلى أن تكون الآلية التي تدار بها الشركات أكثر كفاءة، مما ينعكس إيجاباً على قيمة الشركات السوقية.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث : تركيز الملكية : (ملكية أكبر المساهمين)

في ظل هذا النوع من الملكية، تتركز ملكية الشركة بين عدد محدود من المساهمين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات، حيث يمتلكون نسبة كبيرة من أسهم الشركة. وقد عرفت هيئة الرقابة والإشراف على تداول الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية، أن كبار المساهمين يشملون أي مستثمر يمتلك أكثر من 5% من أسهم الشركة، ومع ذلك لا يوجد اتفاق بين الدراسات حول نسبة معينة لقياس تركيز الملكية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - هاني جودت السويكري، أثر آليات حوكمة الشركات في القيمة السوقية للشركات، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 29، العدد 3، فلسطين، 2021، ص 116.

<sup>2</sup> - ياسر محمد عبد العزيز سمرة وآخرون، خصائص مجلس الإدارة على مستوى التحفظ المحاسبي في القطاع المصرفي المصري، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، العدد 05، ديسمبر 2018، ص 119.

<sup>3</sup> - هاني جودت السويكري، المرجع نفسه، ص 117.

<sup>4</sup> - السيد محمود الحناوي، أثر هيكل الملكية على جودد التقارير المالية دراسة تطبيقية على شركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة البحوث المحاسبية، العدد 01، 2019، ص 74.

أما عن تأثيرها على أداء الشركة فهي تلعب دوراً مهماً في التأثير على القيمة السوقية للشركة، فقد أوضحت دراسة (Berle et Means، 1933)، أن الشركات التي يكون رأس مالها مشتت تعاني من عجز في الرقابة، مما قد يؤثر على الأداء المالي. وعلى العكس من ذلك، فإن تركيز رأس المال بين عدد قليل من المساهمين يسمح بتحكم ورقابة أفضل على المديرين، كما أشارت دراسات أخرى (علي التهامي 2010، Fathi 2013، Liu and Lu 2007) إلى أن تركيز الملكية في عدد قليل من حاملي الأسهم يمكن حاملي تلك الأسهم من التدخل في كافة الأمور المتعلقة بإدارة الشركات، بسبب عدد الأسهم الذين يمتلكونها، ولتحقيق مصالح هؤلاء الفئة من المساهمين، ستعمل الإدارة التنفيذية على النحو الأمثل لزيادة كفاءتهم في إدارة تلك الشركات، كما أن تركيز الملكية سوف يزيد من عملية الإشراف على عمل الإدارة التنفيذية، هذا الإشراف سوف يمنع تلك الإدارة من سوء التصرف، وهذا بدوره ينعكس إيجاباً على قيمة السوقية للشركة.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث : الدراسات السابقة حول حوكمة الشركات وخلق القيمة.

نتطرق في هذا المبحث بعض من الدراسات السابقة سواء باللغة العربية أو اللغات الأجنبية التي تناولت موضوع حوكمة الشركات وخلق القيمة، بهدف التوسع في فهم الموضوع بمختلف جوانبه وتبيان موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة وإبراز الإضافة التي يمكن أن تقدمها هذه الدراسة.

#### المطلب الأول : الدراسات السابقة.

سيتم من خلال هذا المطلب تناول أهم الدراسات باللغة العربية والأجنبية محل الدراسة.

#### الفرع الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية.

أولاً : دراسة (عماد محمد رياض أحمد، 2020) مقالة بعنوان: العلاقة بين آليات الحوكمة ومستوى الإفصاح الاختياري وتأثيرها التفاعلي على الأداء بالشركة.<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر آليات الحوكمة على الإفصاح الاختياري وفحص العلاقة التفاعلية بينها في التأثير على الأداء (تكاملية، استبدالية، مستقلة)، من خلال تطبيق على 30 شركة مقيدة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2017-2019). وقد استخدمت الدراسة منهج تحليل المحتوى لقياس مؤشر الإفصاح الاختياري، ومؤشر حوكمة الشركات بناء على المعلومات المفصّل عنها بالتقارير المالية السنوية للشركات عينة البحث خلال فترة الدراسة. كما استخدمت المنهج الاستقرائي والاستنباطي لاختبار العلاقة بين آليات الحوكمة أو الإفصاح الاختياري، وخصائص الشركة وتأثيرها على الأداء. وتوصلت إلى ضعف مستوى الإفصاح الاختياري (38.65%) بينما بلغ مؤشر الحوكمة (56.75%)، كذلك وجود تأثير للحوكمة على سلوك الإفصاح الاختياري، ووجود تأثير إيجابي لكلاهما على الأداء الحالي ويأخذ طبيعة تكاملية، كذلك معنوية تأثير متغيرات الحوكمة على الإفصاح الاختياري باستثناء عدد إجتماعات مجلس الإدارة ولجنة المراجعة، كذلك معنوية تأثير خصائص الشركة على الإفصاح باستثناء عمر الشركة، وعلى الأداء الحالي باستثناء حجم الشركة، مع تأثير مكتب المراجعة على الأداء المستقبلي.

<sup>1</sup> - هاني جودت السويكري، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

<sup>2</sup> - عماد محمد رياض أحمد، العلاقة بين آليات الحوكمة ومستوى الإفصاح الاختياري وتأثيرها التفاعلي على الأداء بالشركة، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 24، العدد 4، مصر، 2020.

ثانياً : دراسة (هاني جودت السويكري، 2021) مقالة بعنوان : أثر آليات حوكمة الشركات في القيمة السوقية للشركات.<sup>1</sup> هدفت هذه الدراسة إلى فحص أثر آليات حوكمة الشركات في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، من خلال تطبيق على 12 شركة عن الفترة (2015-2019)، وقد استخدمت الدراسة منهج تحليل المحتوى والقياسي الكمي، باتباع على نموذج التأثيرات المشتركة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (panel Data)، وأسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، وتوصلت إلى عدم وجود أثر معنوي لآليات حوكمة الشركات على القيمة السوقية.

ثالثاً : دراسة (طلال الكسار، وآخرون، 2014) مقالة بعنوان : حوكمة الشركات و أثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية.<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة مبادئ حوكمة الشركات وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، من خلال تطوير استبانة مكونة من (70) فقرة، وتم توزيعها على عينة الدراسة، وتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان، عددها (70) شركة، وقد استخدم الباحثين في الدراسة مجموعة من الطرق الإحصائية، المتوفرة في برنامج (SPSS)، حيث توصلت الدراسة إلى أنه يوجد تطبيق لمبادئ حوكمة الشركات في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان، وأن زيادة وعي إدارات الشركات الصناعية المساهمة وإدارتها لمبادئ حوكمة الشركات سيسهم بشكل كبير في الارتقاء بسعر السهم في الشركات المذكورة والنهوض به.

رابعاً : دراسة (عائشة طاسين، 2018) أطروحة دكتوراه بعنوان : دور الميكانزمات الداخلية للحوكمة المؤسسية في خلق القيمة للمؤسسة.<sup>3</sup>

هدفت هذه الدراسة لقياس أثر الحوكمة المؤسسية على خلق القيمة، ولهذا تم الاعتماد على المتغير المفسر الذي يعكس آليات الحوكمة الداخلية المتمثلة في خصائص مجلس الإدارة وهيكلية الملكية، والمتغير التابع المعبر عن خلق القيمة، وهو EVA كمؤشر اقتصادي رائد في قياس خلق القيمة، إضافة إلى المؤشر السوقي Q de Marris. ولتحقيق هذا الهدف تم اختيار عينة تضم المؤسسات المقيدة في بورصة باريس المدرجة في مؤشر CAC 40، خلال الفترة (2014-2016)، مع محاولة بناء مؤشر لكفاءة الحوكمة باستخدام برنامج تطويق البيانات DEA. وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين مختلف المتغيرات التابعة والمفسرة مع وجود علاقة عكسية بين المتغير EVA وعدد اللجان. كما أثبتت الدراسة وجود علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين مؤشر كفاءة الحوكمة وخلق القيمة المعبر عنها بالمتغير EVA و Q.

<sup>1</sup> - هاني جودت السويكري، المرجع نفسه.

<sup>2</sup> - طلال كسار وآخرون، حوكمة الشركات وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثاني، أم البواقي، ديسمبر 2014.

<sup>3</sup> - عائشة طاسين، دور الميكانزمات الداخلية للحوكمة المؤسسية في خلق القيمة للمؤسسة، أطروحة دكتوراه، علوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف 1، سطيف، 2017-2018.

خامساً : دراسة عبويني والعمري (2012)، مجلة بعنوان : تأثير الحوكمة المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.<sup>1</sup>

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر حوكمة الشركات والرافعة المالية على قيمة الشركات في الأردن لعينة تتكون من 60 شركة صناعية مدرجة في البورصة للعام 2012، حيث تم قياس حوكمة الشركات من خلال : حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، ووجود لجان تدقيق، أما قيمة المؤسسة فتم قياسها من خلال مؤشر توبين وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرافعة المالية وزيادة أعضاء مجلس الإدارة، بالإضافة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق وقيمة الشركة، بينما لا يوجد تأثير للملكية المؤسسية واستقلالية مجلس الإدارة على قيمة الشركات الصناعية.

ثانياً : دراسة (نهاد نادر، 2020) مجلة بعنوان : أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على سعر السهم في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على سعر السهم، للوقوف على أهمية الحوكمة فيما يتعلق بسعر السهم، حيث اعتمدت الباحثة على اختيار تسع مبادئ أقرتها هيئة الأوراق المالية السورية، وقامت بدراسة شاملة لجميع المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، واعتمدت في ذلك على المنهج الاستنباطي التحليلي للفترة (2010-2018) وأهم النتائج التي توصلت إليها الباحثة أن هناك أثر (الملكية أكبر مساهم، ملكية المساهمين الاعتباريين، سياسة توزيع الأرباح، وزيادة رأس المال)، بينما لا يوجد أثر (لوجود قسم خاص لعلاقات المساهمين)، على سعر السهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، أي أن أغلب مبادئ حوكمة الشركات كان له أثر.

#### الفرع الثاني : الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

أولاً : دراسة (Prihandoko et al, 2018) مجلة بعنوان : أثر كل من الحوكمة الشركات وأداء الشركات على سعر السهم في الشركات المدرجة في بورصة أندونيسيا.<sup>3</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير حوكمة الشركات وأداء الشركات على أسعار الأسهم، وقد استخدمت مؤشر إدراك حوكمة الشركات، والعائد على الأصول، وإجمالي دوران الأصول، وحجم الشركة في بورصة أندونيسيا، البيانات المستخدمة كانت مدرجة في بورصة أندونيسيا خلال فترة (2009-2012)، حيث تم تحليل البيانات عن طريق الإنحدار الخطي المتعدد. وتوصلت الدراسة إلى أن وجود أثر ضعيف لمؤشر حوكمة الشركات على سعر السهم، في حين أن المتغيرات الأخرى قد أثرت بشكل أكبر على سعر السهم.

<sup>1</sup> - محمد حكمت عبويني، أحمد محمد العمري، تأثير الحوكمة المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركة الصناعية المدرجة في بورصة عمان، المجلة الاردنية في ادارة الاعمال، المجلد 12، العدد، 4، 2016.

<sup>2</sup> - نهاد نادر، أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على سعر السهم في المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين، المجلد 42، العدد 06، 2020.

<sup>3</sup> - Prihandoko et al, *The effect of Corporate Governance and Firm Performance on Stock Price: An Empirical Study On Indonesia Stock Exchange*, Binus Business Review, 9(1), 2018.

ثالثًا : دراسة ( kouki marouan et pabboussi moez (2015) ) مقالة بعنوان : أثر حوكمة الشركات على خلق القيمة للمساهمين.<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى فحص أثر الحوكمة المؤسسية على خلق القيمة للمساهم وتم التركيز على فرضية أن فصل الملكية عن الإدارة له تأثير كبير على خلق القيمة للمساهم ، واعتمدت الدراسة التطبيقية على مجموعة البيانات ل 30 مؤسسة مقيدة في البورصة للفترة 1997-2006، وتم لاعتماد على متغيرات الحوكمة المتمثلة في تركيز الملكية، نسبة المستثمرين المؤسسين أما بالنسبة لخلق القيمة تم لاعتماد Q Tobins et EVA وقد أثبتت النتائج أن وجود المستثمرين المؤسسين في هيكل ملكية المؤسسات ( actionnariat ) يسمح بأن يمارسوا رقابة فعالة على المسير الخارجي ، كما أن تركيز الملكية يكون له أثر سلبي على الأداء وخلق القيمة، وأيضا وجود مديري الخارجيين له تأثير سلبي كبير على خلق القيمة وأداء الشركات التونسية.

رابعًا : دراسة ( Amir Louizi (2011) ) أطروحة دكتوراه بعنوان : محددات "الحكم الرشيد" وأداء الشركات الفرنسية.<sup>2</sup>

هدفت الدراسة إلى تحديد الآليات الجيدة للحوكمة استنادا للأداء المالي للشركات الفرنسية، حيث أخذت عينة مكونة من 132 شركة فرنسية مقيدة في البورصة خلال الفترة 2002-2008. حيث تم الاعتماد على اختبار مقارنة المتوسطات لتحديد آليات الحوكمة المحددة للأداء المقيم ب Q de Tobin، توصلت الدراسة أن مؤسسات العينة متوسطة الكفاءة، وأنه هناك علاقة موجبة ذات دلالة لكفاءة نظام الحوكمة والمردودية المالية، كما أثبتت الدراسة أن حجم المجلس، وملكية المسيرين، وتركز الملكية، وتكوين المسيرين تعتبر خصائص لها أن تؤثر في الأداء. واستقلالية المجلس هي الآلية الوحيدة ذات العلاقة الموجبة والدالة مع الأداء في عينة الدراسة.

المطلب الثاني : المقارنة بين الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

الفرع الأول : المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية

ستتم المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية من خلال الجدول الآتي :

<sup>1</sup> - Kouki Mrouan et Dbboussi Moez, **Impact of Corporate Governance on shareholder value creation**, evidence from Tunisia Context International Bsiness Research, Vol .8, N° 5, 2015.

<sup>2</sup> - Amir Louizi, **Les déterminants d'une bonne Gouvernance et la performance des entreprises françaises, études empiriques**, Thèse en co-tutelle pour l'obtention du grade de Docteur, en Sciences de Gestion , 2011.

الجدول رقم(1-1) : المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية

الدراسة	الهدف من الدراسة	متغيرات الدراسة	الحدود الزمنية والمكانية	النتائج المتوصل إليها
دراسة عماد محمد رياض (2020)	اختبار أثر آليات الحوكمة على الإفصاح الاختياري وفحص العلاقة التفاعلية بينها في التأثير على الأداء (تكاملية، استبدالية، مستقلة)	متغيرات المستقلة متمثلة في مؤشر الإفصاح الاختياري، حوكمة الشركات، أما المتغير التابع تتمثل في الأداء المقيم بـ Tobin'sQ بالإضافة إلى متغيرات رقابية تمثل خصائص الشركات (حجم مكتب المراجعة، حجم الشركة، الرافعة المالية، عمر الشركة).	عينة من 30 شركة مقيدة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2017-2019)	- ضعف مستوى الإفصاح الاختياري (38.65%) - بينما بلغ مؤشر الحوكمة (56.75%) - وجود تأثير للحوكمة على سلوك الإفصاح الاختياري. - وجود تأثير إيجابي لكلاهما على الأداء الحالي وتأخذ طبيعة تكاملية. - معنوية تأثير متغيرات حوكمة معنوية تأثير متغيرات الحوكمة على الإفصاح الاختياري باستثناء عدد اجتماعات مجلس الإدارة ولجنة المراجعة، كذلك معنوية تأثير خصائص الشركة على الإفصاح باستثناء عمر الشركة، وعلى الأداء الحالي باستثناء حجم الشركة، مع تأثير مكتب المراجعة علي الأداء المستقبلي.
دراسة هاني جودت السويركي (2021)	فحص أثر آليات حوكمة الشركات في القيمة السوقية	متغيرات المستقلة (استقلال مجلس الإدارة، حجم مجلس الإدارة، تركيز الملكية) أما المتغير التابع القيمة السوقية للشركة.	عينة الدراسة 12 شركة مدرجة في بورصة فلسطين للفترة (2015-2019)	- عدم وجود تأثير معنوي لآليات حوكمة الشركات على قيمة السوقية.
دراسة طلال كسار وآخرون (2014)	تحديد مدى العلاقة المتداخلة بين حوكمة الشركات على سعر السهم	المتغيرات المستقلة متمثلة في مبادئ الحوكمة، أما المتغير التابع تتمثل في سعر السهم.	عينة من 70 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان من خلال تطوير استبانة مكونة من 70 فقرة	- يوجد تطبيق لمبادئ حوكمة الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان - زيادة وعي إدارات الشركات الصناعية المساهمة وإدارتها لمبادئ حوكمة الشركات سيسهم بشكل كبير في الإرتقاء المذكور والنهوض به.
دراسة عائشة طاسين (2018)	اختبار دور الحوكمة المؤسسية في خلق القيمة	المتغيرات المستقلة متمثلة في (متغيرات مجلس الإدارة، متغيرات هيكل الملكية)، أما المتغيرات التابعة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، و Q de Marris، بالإضافة إلى متغيرات التحكم (حجم الشركة، نسبة الاستدانة، معدل نمو المبيعات)	عينة تضم شركات المقيدة في بورصة باريس المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة (2014-2016)	- عدم وجود علاقة قوية ذات دلالة إحصائية بين مختلف آليات الحوكمة الفردية وخلق القيمة. - وجود علاقة عكسية بين المتغير EVA وعدد اللجان في مجلس الإدارة بالمقابل أثبتت الدراسة وجود علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين مؤشر كفاءة الحوكمة الذي يجمع مختلف آليات في مؤشر واحد مع خلق القيمة المعبر عنها بالمتغير EVA وخاصة Q.

<p>- وجود دلالة إحصائية بين نسبة الرافعة المالية وزيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة وقيمة الشركات الصناعية الأردنية.</p> <p>- كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى ( 10 %) بين وجود لجنة تدقيق و قيمة الشركة بينما لا يوجد تأثير للملكية المؤسسية، واستقلالية مجلس الإدارة، والعائد على الأصول، وحجم الشركة على قيمة الشركات الصناعية الأردنية المتمثلة في عينة الدراسة.</p>	<p>عينة من 60 شركة مدرجة في بورصة عمان للعام 2012</p>	<p>متغيرات المستقلة متمثلة في حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والملكية المؤسسية، ووجود لجنة تدقيق. أما المتغير التابع مؤشر توبن Tobin'sQ كما تم استخدام العائد على الأصول، وحجم الشركة كمتغيرات ضابطة.</p>	<p>معرفة أثر حوكمة الشركات والرافعة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان.</p>	<p>دراسة محمد حكمت عويبي وأحمد محمد العمري (2016)</p>
<p>توصلت الدراسة أن هناك أثر(الملكية أكبر مساهم، ملكية المساهمين الاعتباريين، سياسة توزيع الأرباح، وزيادة رأس المال)، بينما لا يوجد أثر لوجود قسم خاص لعلاقات المساهمين على سعر السهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، أي أن أغلب مبادئ حوكمة الشركات كان له أثر.</p>	<p>قامت الباحثة بدراسة شاملة لجميع المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، خلال الفترة (2010-2018)</p>	<p>المتغيرات المستقلة متمثلة في (ملكية أكبر مساهم، ملكية المساهمين الاعتباريين، توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال، وجود قسم خاص لعلاقات المساهمين)، أما المتغير التابع متمثل في سعر السهم.</p>	<p>اختبار تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على سعر السهم</p>	<p>دراسة نهاد نادر (2020)</p>

المصدر : من إعداد الطالبتين.

### الفرع الثاني : المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

ستتم المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية من خلال الجدول الآتي :

#### الجدول رقم(1-2) : المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية.

النتائج المتوصل إليها	الحدود الزمنية والمكانية	متغيرات الدراسة	الهدف من الدراسة	الدراسة
<p>- وجود المستثمرين المؤسسين في هيكله ملكية المؤسسات (actionnariat)يسمح بأن يمارسوا رقابة فعالة على المسير الخارجي</p> <p>- كما أن تركز الملكية يكون له أثر سلبي على الأداء وخلق القيمة.</p> <p>- وجود مديرين الخارجيين له تأثير سلبي كبير على خلق القيمة وأداء الشركات التونسية.</p>	<p>عينة من 30 شركة مقيدة في بورصة السوق المالية التونسية خلال فترة (1997-2006).</p>	<p>متغيرات المستقلة متمثلة في (تركز الملكية، نسبة المستثمرين المؤسسين) أما المتغيرات التابعة (EVA، ) Tobin's Q</p>	<p>فحص أثر الحوكمة المؤسسية على خلق القيمة للمساهم.</p>	<p>دراسة Kouki marouan et pabboussi moez (2015)</p>
<p>وتوصلت الدراسة إلى أن وجود أثر ضعيف لمؤشر حوكمة الشركات على سعر السهم، في حين أن المتغيرات الأخرى قد أثرت بشكل أكبر على سعر السهم.</p>	<p>عينة من بيانات مدرجة في بورصة أندونيسيا خلال الفترة (2009-2012) .</p>	<p>متغيرات المستقلة تمثلت في مؤشر إدراك حوكمة الشركات، العائد على الأصول،</p>	<p>تحديد تأثير حوكمة الشركات وأداء الشركات على أسعار الأسهم</p>	<p>دراسة Prihandoko et al, (2018)</p>

		إجمالي دوران الأصول، وحجم الشركة، أما المتغير التابع اسعار الأسهم.		
توصلت الدراسة أن مؤسسات العينة متوسطة الكفاءة، وأنه هناك علاقة موجبة ذات دلالة لكفاءة نظام الحوكمة والمردودية المالية، كما أثبتت الدراسة أن حجم المجلس، وملكية المسيرين، وتركز الملكية، وتكوين المسيرين تعتبر خصائص لها أن تؤثر في الأداء. واستقلالية المجلس هي الآلية الوحيدة ذات العلاقة الموجبة والدالة مع الأداء في عينة الدراسة.	عينة مكونة من 132 شركة مدرجة في بورصة الفرنسية خلال الفترة (2002-2008)	متغيرات المستقلة تمثلت في آليات الحوكمة (حجم مجلس الإدارة، ملكية المسيرين، تركيز الملكية) المتغير التابع المتمثل في الأداء المقيم بـ Q de Tobin	تحديد الآليات الجيدة للحوكمة استنادا للأداء المالي للشركات الفرنسية.	دراسة <b>Amir Louizi</b> (2011)

#### المصدر : من إعداد الطالبين

#### الفرع الثالث : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة.

#### أولاً : من حيث الهدف والأدوات المستخدمة :

تهدف هذه الدراسة لمعرفة مدى تأثير مؤشرات حوكمة الشركات على خلق القيمة، حيث استخدمت الدراسات السابقة عدة تقنيات، وأدوات مختلفة سواء الخاصة بحوكمة الشركات أو بخلق القيمة، أما في هذه الدراسة تم الاعتماد على نماذج بيانات البانل Panal Data لدراسة العلاقة بين المتغير المستقل الذي يعكس مؤشرات الحوكمة المتمثلة في (حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، تركيز الملكية) والمتغير التابع المعبر عن خلق القيمة مؤشر السوق Marris، بالإضافة إلى متغيرات أخرى المؤثرة على تلك العلاقة. أما من حيث العينة فهي مكونة من ثماني شركات مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2020.

#### ثانياً : من حيث النتائج :

1. اتفقت بعض الدراسات على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وخلق القيمة السوقية، باستثناء بعض الدراسات التي توصلت إلى وجود علاقة لحجم مجلس الإدارة على خلق القيمة السوقية، كدراسة (عبويني والعمري 2016).
2. توصلت الدراسة إلى عدم وجود دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة وخلق القيمة السوقية، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (السويكري 2021، طاسين عائشة 2018، عبويني والعمري 2016).

3. اتفقت بعض الدراسات على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وخلق القيمة السوقية، مع وجود بعض الدراسات التي توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لتركيز الملكية على خلق القيمة، كدراسة (سويكري 2021)، (طاسين عائشة 2018)، (عبويني والعمري 2016)، كما توصلت بعض الدراسات إلى أن تركيز الملكية كان له أثر سلبي على خلق القيمة.
4. توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وخلق القيمة السوقية، وهذه النتيجة تختلف عن بعض الدراسات التي توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لنسبة الاستدانة على خلق القيمة السوقية، كدراسة (طاسين عائشة 2018).
5. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وخلق القيمة السوقية، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (طاسين عائشة 2018، Prihandoko et al 2018، عماد محمد رياض أحمد 2020).

## خلاصة الفصل :

حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق للأسس النظرية المتعلقة لحوكمة الشركات وخلق القيمة، حيث توصلنا إلى أن حوكمة الشركات هي عبارة عن مجموعة القواعد والإجراءات والآليات التي تساهم في إدارة المؤسسة وتوجيهها والرقابة عليها بفعالية وكفاءة، لخلق التوازن والاستمرارية، وضبط العلاقات بين إدارة الشركة والأطراف المرتبطة بالشركة. أما فيما يخص بخلق القيمة هي القدرة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة الحالية. كما توصلنا إلى المساهمون يعتبرون الطرف الأقوى في المؤسسة فهم يبحثون عن عوائد عظمى مقابل ما أسهموا به من رؤوس أموال.

ولمعرفة أكثر بالموضوع ركزنا في المبحث الثالث لهذا الفصل على مجموع من الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا، والذي تم من خلالها استعراض أهم جوانب هذه الدراسات والمتمثلة في (الهدف من الدراسة، عينتها، طريقة معالجتها، وكذا عرض أهم نتائج المتوصل لها)، حيث حاولنا إبراز أوجه التشابه والاختلاف بينهما وبين دراستنا وتوضيح موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة.

**الفصل الثاني: دراسة تطبيقية**

**لأثر مؤشرات حوكمة الشركات**

**على خلق القيمة في بورصة**

**عمان خلال الفترة 2014-**

**2020**

تمهيد :

بعد أن تطرقنا في الجانب النظري لدراسة أهم أدبيات حوكمة الشركات وخلق القيمة، سنحاول من خلال هذا الفصل المتعلق بالدراسة التطبيقية الإجابة عن الإشكالية المطروحة، باستخدام أسلوب دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014- 2020) باعتماد على المعلومات المتوفرة في التقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة، كما سيتم التعريف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، والأدوات الإحصائية والقياسية وبرامج الدراسة المستخدمة في معالجة البيانات، وكذا عرض وتحليل ومناقشة نتائج الدراسة.

وعليه سنقوم بتقسيم هذا الفصل للدراسة التطبيقية إلى مبحثين :

✓ **المبحث الأول :** الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.

✓ **المبحث الثاني :** عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

## المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

سنتطرق في هذا المبحث إلى دراسة الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، التي تم الاعتماد عليها لتقدير نموذج الدراسة، الذي يدرس تأثير حوكمة الشركات على خلق القيمة، ذلك من خلال مطلبين :

- المطلب الأول : الطريقة المعتمدة في الدراسة.
- المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة.

### المطلب الأول : الطريقة المعتمدة في الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التعريف بمجتمع وعينة الدراسة بالإضافة إلى متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

#### الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة

أولاً : مجتمع الدراسة :

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان التي تأسست في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصروح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء تعينهم الهيئة العامة ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

وبموجب النظام الأساسي لشركة بورصة عمان، تتمثل المهام الرئيسية بممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمستقتات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الاسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها البورصة.

ولتحقيق غاياتها تضع البورصة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها انشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات أو تحالفات استراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمستقتات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير الحكومية وغيرهم من الجهات والاشخاص داخل المملكة وخارجها.

• أهداف بورصة عمان :

- ✓ ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها.
- ✓ توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعاقل.
- ✓ نشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة.

ثانياً : عينة الدراسة :

تتكون عينة الدراسة من ثماني شركات مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) ولاختيار عينة الدراسة تم وضع مجموعة محددات تمثلت في : توافر التقارير السنوية للشركات الصناعية خلال تلك الفترة، وأن تشمل على جميع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة.

الفرع الثاني : منهج الدراسة وطرق جمع المعلومات :

اعتمدت الدراسة الحالية على منهج التحليلي والقياس الكمي، حيث تم جمع كافة البيانات اللازمة والخاصة بمتغيرات الدراسة من التقرير السنوي لشركات عينة الدراسة، وتم الحصول على بيانات تلك التقارير السنوية من خلال موقع بورصة عمان. تم استخدام نموذج البيانات المقطعية الزمنية ( Panel Data )، وتم استخدام برنامج ( E-Views9 ) الإحصائي لتحليل البيانات واختبار فرضيات الدراسة.

الفرع الثالث : متغيرات الدراسة وأسلوب قياسها :

أولاً : متغيرات الدراسة :

1. المتغير التابع (خلق القيمة) :

✓ مؤشر خلق القيمة (M de Marris) : لقياس خلق (تدمير) القيمة المساهمية تم الاعتماد على نسبة M، التي تمثل مؤشر من مؤشرات خلق القيمة عبر الأسواق المالية، حيث يتم قياسه من خلال قسمة القيمة السوقية للأموال الخاصة (الرملة البورصية) على القيمة المحاسبية للأموال الخاصة وتصاغ بالعلاقة التالية :

$$M = CB / CP$$

حيث CB : الرملة البورصية.

CP : الأموال الخاصة.

يكون هناك خلق للقيمة بالنسبة لهذا المؤشر اذا كان  $M > 1$

2. المتغير المستقل (حوكمة الشركات) :

تم الاعتماد على بعض المؤشرات لتقييم الحوكمة، وذلك بالاستناد إلى مدى توفر المعلومات بشأنها في التقارير المالية السنوية.

✓ مجلس الإدارة :

- حجم مجلس الإدارة : يتم قياس هذا المتغير من خلال حساب عدد أعضاء مجلس الإدارة.
- استقلالية مجلس الإدارة : يمكن التعبير عن الاستقلالية من خلال النسبة المئوية لأعضاء مجلس الإدارة الذين يتميزون بالاستقلالية، يتم حساب هذا المؤشر من خلال حساب نسبة الأعضاء المستقلين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة.

✓ هيكل الملكية :

- تركيز الملكية : يتم قياس هذا المتغير من خلال حساب نسبة إجمالي عدد الأسهم التي يمتلكها المساهمون بنسبة (5%) أو أكثر إلى إجمالي عدد الأسهم.

3. متغيرات التحكم (متغيرات الضغط) :

- ✓ نسبة الاستدانة : يتم قياسها من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول.
- ✓ حجم الشركة : وقد تم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لحجم أصول الشركة.

ثانياً : طريقة حساب متغيرات الدراسة :

جدول رقم (2-1) : طريقة حساب المتغيرات المعتمدة في الدراسة

الرمز المعبر عنها	كيفية حسابها	المتغيرات
M	الرسملة البورصية / الأموال الخاصة (القيمة السوقية/ القيمة الدفترية)	خلق القيمة
TC	جمع عدد أعضاء مجلس الإدارة	حجم مجلس الإدارة
TIND	عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين / عدد أعضاء مجلس الإدارة	استقلالية مجلس الإدارة
CONCE	إجمالي عدد الأسهم التي يمتلكها المساهمون (أكبر من أو يساوي 5%) / إجمالي عدد الأسهم	تركز الملكية
DF	مجموع الديون / مجموع الأصول	نسبة الاستدانة
ACT	لوغاريتم إجمالي الأصول	حجم الشركة

المصدر : من إعداد الطالبتين

• نموذج الدراسة :

بناءً على مشكلة الدراسة، واختبار فرضية الدراسة، تم صياغة النموذج القياسي الآتي :

$$M = \beta_0 + \beta_1(TN) + \beta_2(TIND) + \beta_3(CONCE) + \beta_4(DF) + \beta_5(ACT) + \varepsilon$$

حيث أن :

**M** : يعبر عن خلق القيمة للشركة.

**TN** : حجم مجلس الإدارة.

**TIND** : استقلالية مجلس الإدارة.

**CONCE** : تركيز الملكية.

**DF** : نسبة الاستدانة.

**ACT** : حجم الشركة.

**$\beta_0$**  : قيمة الثابت في معادلة الانحدار.

**$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$**  : معاملات انحدار المتغيرات المستقلة.

**$\varepsilon$**  : الخطأ العشوائي.

المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة.

الفرع الأول : مفهوم وخصائص بيانات بانل.

**(1) تعريف بيانات بانل (Panal Data) :**

يقصد بالبيانات المقطعية عبر الزمن هي المشاهدات المقطعية؛ مثل الدول أو الأسر أو المؤسسات، ... الخ المرصودة عبر فترة زمنية معينة أي دمج البيانات المقطعية مع الفترة الزمنية.<sup>1</sup>

**(2) خصائص بيانات بانل (Panal Data) :**

تتميز بيانات بانل بالخصائص التالية :

<sup>1</sup> - محمد إبراهيم أبو عليان، العمل الخيري ودوره في التنمية الاقتصادية من منظور إسلامي، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2014، ص142.

- ✓ التحكم في التباين الفردي الذي يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة.
- ✓ تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي أكثر من تلك البيانات 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، كما تتميز عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل.
- ✓ توفر بيانات بانل إمكانية دراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها تكون مناسبة لدراسة حالات : البطالة، الفقر.... الخ، ويمكن من خلال بيانات بانل الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية إلى أخرى.
- ✓ كما أنها تساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة والتي تقود عادة إلى نتائج متحيزة في الانحدارات المفردة.
- ✓ تبرز أهمية بانل في أنها تأخذ بعين الاعتبار ما يوصف بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : أشكال الأساسية لتحليل بيانات بانل.

يتكون نموذج بانل بثلاثة أشكال رئيسية :

#### 1. نموذج الانحدار التجميعي (PRM) Pooled Regression Model :

يعتبر هذا النموذج أبسط نماذج السلاسل الزمنية المقطعية، حيث تكون فيه جميع المعامات  $\beta_j$ ,  $\alpha_i$  ثابتة لجميع الفترات الزمنية، أي يهمل تأثير الزمن، ويصاغ نموذج الانحدار التجميعي بالصيغة التالية :

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^k \beta_j X_j(it) + \epsilon_{it} \quad , i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

$$\text{var}(\epsilon_{it}) = \sigma_\epsilon^2 \quad E(\epsilon_{it}) = 0 \quad \text{حيث :}$$

ويتم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) Ordinary Least Squares.

#### 2. نموذج الآثار الثابتة (FEM) Fixed Effects Model :

يعمل نموذج التأثيرات الثابتة على معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حده من خلال جعل معلمة القطع  $\alpha$  مختلفة من مجموعة لأخرى، مع بقاء معاملات الميل  $\beta_j$  ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، وعليه نجد النموذج يأخذ الصيغة التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البانل، مجلة دراسات الاقتصادية إسلامية، المجلد 16، العدد1، 2010، ص 20-21

<sup>2</sup> - عماد الدين ابراهيم علي، استخدام نماذج السلاسل المقطعية (Panal data) في تحديد أهم عوامل النمو الإقتصادي في الدول العربية، مجلة العربية للإدارة، المجلد4، العدد2، يناير2021، ص.103

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^k \beta_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad , i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

$$\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 \quad E(\varepsilon_{it}) = 0 \quad \text{حيث :}$$

ويقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة  $\alpha$  لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية، ويتم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية Least Squares (LSDV) Dummy Variable وذلك من خلال إضافة متغيرات وهمية عددها (N-1) وبعد إضافة المتغيرات الوهمية يأخذ النموذج الصيغة التالية :

$$y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k \beta_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad , i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

حيث يمثل مقدار  $\alpha_1 + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d$  التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة  $\alpha$ .

### 3. نموذج الآثار العشوائية (REM) Random Effects Model

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية ملائماً للتقدير في حالة وجود اختراق في شروط نموذج التأثيرات الثابتة<sup>1</sup> وتقوم فكرة نموذج

التأثيرات العشوائية على معاملة القطع  $\alpha_i$  كمتغير عشوائي له مقدار ثابت  $\mu$  لذا :

وبذلك نجد أن نموذج التأثيرات العشوائية يأخذ الصيغة التالية :

$$y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k \beta_j X_j(it) + v_i + \varepsilon_{it} \quad , i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

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، ويتم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة Generalized Least Squares (GLS)<sup>2</sup>.

### المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

بعد التطرق في المبحث السابق لطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة سنتناول في هذا المبحث إلى عرض ومناقشة النتائج

المتوصل إليها وتحليلها إحصائياً في المطلب الأول، ومناقشة وتفسير النتائج المتوصل إليها في المطلب الثاني.

#### المطلب الأول : عرض وتحليل نتائج الدراسة :

سيتم في هذا المطلب عرض أهم نتائج الدراسة ومن ثم تحليلها

<sup>1</sup> - أرحاب هلال وسام، مرجع سابق، ص133.

<sup>2</sup> - عماد الدين ابراهيم علي علي، مرجع سبق ذكره.

الفرع الأول : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة :

الجدول رقم(2-2) : نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

حجم الشركة ACT	نسبة الاستدانة DF	تركز الملكية CONCE	استقلالية مجلس الإدارة TIND	حجم مجلس الإدارة TC	خلق القيمة السوقية M	المتغير المقياس
7.248839	29.52232	46.90604	0.260729	7.589286	0.930070	Mean
7.210000	25.07600	46.29500	0.200000	7.000000	0.853500	Median
7.823000	95.21000	84.10700	0.875000	11.000000	4.092000	Maximum
6.513000	10.15700	10.07000	0.000000	5.000000	0.117000	Minimum
0.288148	15.66131	20.63357	0.279432	1.648986	0.686672	Std.Dev
0.0395871	0.5304905	0.4398915	1.07173349	0.2172782	0.7383014	CV

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Excel وEviewes9.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن :

1. القيمة السوقية : نلاحظ أن المتوسط خلق القيمة للشركات الصناعية قد بلغ 0.930070، وبلغت قيمة الوسيط قدره 0.853500، وبانحراف معياري مقداره 0.686672، وبلغت أعلى قيمة 4.092000، وأدنى قيمة 0.117000، كما بلغت قيمة معامل الاختلاف 0.7383014.
2. حجم مجلس الإدارة : نلاحظ أن متوسط حجم مجلس الإدارة قد بلغ 7.589286، وبلغت قيمة الوسيط بـ 7، وبانحراف معياري 1.648986، وبلغت أعلى قيمة 11 وأدنى قيمة 5، كما بلغت قيمة معامل الاختلاف 0.2172782.
3. الاستقلالية لمجلس الإدارة : نلاحظ أن متوسط الاستقلالية لمجلس الإدارة قد بلغ 0.260729، وبلغت قيمة الوسيط بـ 0.200000، وبانحراف معياري 0.279432، وبلغت أعلى قيمة 0.875000، وأدنى قيمة 0.00، وبمعامل اختلاف قدره بـ 1.07173349.
4. تركيز الملكية : نلاحظ أن متوسط تركيز الملكية قد بلغ 46.90604، وبلغت قيمة الوسيط بـ 46.29500، بانحراف معياري بلغ 20.63357، وبلغت أعلى قيمة 84.10700، وأدنى نسبة 10.07000، كما قدر معامل الاختلاف بـ 0.4398915.
5. نسبة الاستدانة : نلاحظ أن متوسط نسبة الاستدانة قد بلغ 29.52232، وبلغت قيمة الوسيط 29.52232، وبانحراف معياري 15.66131، وبلغت أعلى قيمة 95.21000، وأدنى قيمة 10.15700، كما قدر معامل الاختلاف 0.5304905.

6. حجم الشركة : نلاحظ أن متوسط حجم الشركة بلغ 7.248839، وبلغت قيمة الوسيط بـ 7.248839، بانحراف معياري 0.288148، وبلغت أعلى قيمة 7.823000، وأدنى قيمة 6.513000، كما قدر معامل الاختلاف بـ 0.0395871.

الفرع الثاني : مصفوفة الارتباط الخطي.

الجدول رقم (2-3) : مصفوفة الارتباط بين المؤشرات

Covariance Analysis : Ordinary

Date : 05/14/22 Time : 14 :53

Sample : 2014 2020

Included observations : 56

Correlation Probability	M	TC	TIND	CONCE	DF	ACT
M	1.000000 -----					
TC	-0.120844 0.3750	1.000000 -----				
TIND	-0.011182 0.9348	-0.345332 0.0091	1.000000 -----			
CONCE	0.395282 0.0026	0.190328 0.1600	-0.171084 0.2074	1.000000 -----		
DF	0.508404 0.0001	-0.292533 0.0287	0.106531 0.4345	0.120487 0.3764	1.000000 -----	
ACT	0.085050 0.5331	-0.217690 0.1070	0.422112 0.0012	-0.212006 0.1167	-0.092141 0.4994	1.000000 -----

المصدر : من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews9.

التعليق :

نلاحظ من خلال جدول رقم (2-3) أن هناك علاقة عكسية ليس لها دلالة إحصائية بين متغير خلق القيمة السوقية M والمتغيرات المستقلة (TC، TIND)، حيث قدرت قيمتها الاحتمالية (0.3750، 0.9348) على التوالي وهي أكبر من القيمة المعنوية 0.05، حيث أن الزيادة في قيمة المتغيرات السابقة من شأنها أن تترك أثر سلبى على خلق القيمة السوقية M.

نلاحظ كذلك هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين متغير خلق القيمة السوقية M والمتغيرات المستقلة (DF، ACT، CONCE)، حيث قدرت القيمة الاحتمالية (0.00216، 0.0001) على التوالي حيث أن الزيادة في قيمة المتغيرات يكون له أثر إيجابي على خلق القيمة السوقية M، باستثناء متغير (ACT) ليس له دلالة إحصائية، حيث قدرت قيمته الاحتمالية (0.5331) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05).

أما بالنسبة لوجود علاقة بين المتغيرات المستقلة فيما بينها يتضح من خلال الجدول أن هناك علاقة عكسية بين TC وكل من ( TIND ، DF) حيث قدرت القيمة الاحتمالية (0.0091، 0.0287) على التوالي وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، أي وجود دلالة إحصائية للمتغيرين.

نلاحظ كذلك وجود علاقة طردية بين TIND و ACT ، حيث قدرت القيمة الاحتمالية لها بـ 0.0012 أي لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية (0.05).

#### الفرع الثالث : تقدير نموذج تأثير مؤشرات الحوكمة على خلق القيمة.

الجدول رقم (2-4) نتائج تقدير أثر مؤشرات الحوكمة على خلق القيمة.

نماذج التقدير			المعاملات	المتغيرات
نموذج الآثار العشوائية	نموذج الآثار الثابتة	نموذج الانحدار التجميعي		
6.730494	3.742749	4.733248	$\beta_0$	C
0.0506	0.3964	0.0484	(Prob)	
0.247636	0.590198	0.130421	$\beta_1$	TC
0.0594	0.0218	0.0438	(Prob)	
-0.338776	-0.432086	-0.221339	$\beta_2$	TIND
0.2192	0.127	0.5091	(Prob)	
0.017988	0.021896	0.012933	$\beta_3$	CONCE
0.0291	0.0474	0.0039	(Prob)	
-0.003556	-0.00175	-0.009509	$\beta_4$	DF
0.5317	0.7657	0.1165	(Prob)	
-1.149182	-1.124952	-0.698205	$\beta_5$	ACT
0.0183	0.0387	0.0481	(Prob)	
0.151317	0.500208	0.212586	Adjusted R-squared	
2.961263	5.587141	3.952061	F-statistic	
0.020349	0.000012	0.004256	Prob(F-statistic)	
0.791238	0.993264	0.548092	Durbin-Watson stat	

المصدر : من إعداد الطالبتين اعتمادا لمخرجات برنامج Eviews9

من خلال نتائج تقديرات نماذج بانل لمتغيرات الدراسة المبينة في الجدول أعلاه يمكن تحليل النماذج من خلال تحديد ما يلي : القيم الاحتمالية للمعلمات الجزئية، معامل التحديد و القيم الاحتمالية الكلية للنموذج.

لتحديد ما إذا كانت للمعلمات دلالة إحصائية أو لا من خلال فرضيتين هما :

- $H_0 : \beta_0 = 0$  (  $\beta_0$  ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 % )
- $H_1 : \beta_0 \neq 0$  (  $\beta_0$  لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 % )

نختار  $H_0$  إذا كانت  $Prob > 0.05$

#### ❖ دراسة نموذج الانحدار التجميعي للمتغير التابع خلق القيمة M :

يبين الجدول (2-3) أن القيم الاحتمالية للمعلمات الجزئية أغلبها مقبولة إحصائياً، أي تقبل الفرضية  $H_1$  ونرفض الفرضية  $H_0$ ، باستثناء (DF، TIND) فهي مرفوضة إحصائياً (لأن قيمتها الاحتمالية أكبر من مستوى المعنوية 0.05)، كما نلاحظ أن المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير المتغير التابع خلق القيمة M بنسبة 21.25% وهي نسبة ضعيفة، وقدرت القيمة الاحتمالية المرفقة بإحصائية (F-statistic) هو 0.004216 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 مما يدل على وجود معنوية كلية للنموذج.

#### ❖ دراسة نموذج الآثار الثابتة للمتغير التابع خلق القيمة M :

يبين الجدول (2-3) أن القيم الاحتمالية للمعلمات الجزئية لكل من (معامل C، TIND، DF) مرفوضة إحصائياً (قيماتها الاحتمالية أكبر من مستوى المعنوية 0.05) أي تقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$ ، والقيم الاحتمالية (CONCE، TC، ACT) مقبولة إحصائياً، أي نرفض  $H_0$  وتقبل  $H_1$ ، كما نلاحظ أن المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير المتغير التابع خلق القيمة M بنسبة 50.02% وهي نسبة مقبولة نوعاً ما، وقدرت القيمة الاحتمالية المرفقة بإحصائية (F-statistic) هو 0.000012 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 مما يدل على وجود معنوية كلية للنموذج.

#### ❖ دراسة نموذج الآثار العشوائية للمتغير التابع خلق القيمة M :

بين الجدول (2-3) أن القيم الاحتمالية للمعلمات الجزئية أغلبها مرفوضة إحصائياً، أي تقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$ ، باستثناء (CONCE، ACT) فهي مقبولة إحصائياً (لأن قيمتها الاحتمالية أقل من مستوى المعنوية 0.05)، كما نلاحظ أن المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير المتغير التابع خلق القيمة M بنسبة 15.13% وهي نسبة ضعيفة، وقدرت القيمة الاحتمالية المرفقة بإحصائية (F-statistic) هو 0.020349 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 مما يدل على وجود معنوية كلية للنموذج.

أولاً : اختبار المفاضلة بين نماذج الدراسة :

من أجل تحديد النموذج المناسب نقوم باختبارات المفاضلة بين نماذج الانحدار التي تساعد في اختيار النموذج الأحسن لتمثيل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، ولتحديد أي من هذه النماذج يتم اختياره واستخدامه في التحليل، سيتم استخدام اختبار لاغرونج (LM)، من أجل الاختيار بين نموذج الانحدار المشترك ونموذج الآثار العشوائية. كما سيتم استخدام اختبار (Hausma) من أجل الاختيار بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة وكانت النتائج على النحو التالي :

### 1. اختبار لاغرونج (LM) :

يعتبر هذا الاختبار الأول في نموذج البيانات المقطعية والذي يهدف إلى اختبار ما بين نموذج الانحدار التجميعي أو بين نموذج الآثار الثابتة و العشوائية من خلال اختبار فرضياته، فإذا كانت القيمة الاحتمالية (LM) عند مستوى المعنوية أقل من 0.05 فإننا نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، وتعطي الفرضيات نموذج التالي :

\*  $H_0$  : نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل وهو الملائم لتمثيل العلاقة.

\*  $H_1$  : نموذج الآثار الثابتة أو العشوائية وهو الملائم لتمثيل العلاقة.

تظهر النتائج في الجدول التالي :

### الجدول رقم(2-5) نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM

#### Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses : No effects

Alternative hypotheses : Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided

(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	12.00044 (0.0005)	0.112429 (0.7374)	12.11287 (0.0005)

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

من خلال نتائج جدول اختبار (LM) الواردة أعلاه نجد أن  $Prob=0.0005 < 0.05$  ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أننا نرفض نموذج الانحدار التجميعي ونقبل نموذج الآثار الثابتة أو العشوائية.

بما أن نتائج الاختبارات السابقة أشارت إلى أفضلية نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة، نتجه فيما يلي إلى اختبار HAUSMAN للمفاضلة بين هذين نموذجين.

## 2. اختبار HAUSMAN :

فرضياته كالتالي :

H0 : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية.

H1 : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

### الجدول رقم(2-6) نتائج اختبار Hausman

#### Correlated Random Effects – Hausman Test

EM uation : Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-SM Statistic	Chi-SM d.f.	Prob.
Cross-section random	3.711409	5	0.5917

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews9

من خلال نتائج الاختبار الواردة في الجدول (2-6) نلاحظ أن 0.5917 أكبر من 0.05، أي نقبل الفرضية H0 ونرفض الفرضية H1، ومنه نموذج الآثار العشوائية يعتبر النموذج المناسب للدراسة.

ثانياً : تقدير النموذج المناسب :

### الجدول رقم(2-7) نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable : M

Method : Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date : 05/14/22 Time : 14 :59

Sample : 2014 2020

Periods included : 7

Cross-sections included : 8

Total panel (balanced) observations : 56

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.730494	3.360277	2.002958	0.0506
TC	0.247636	0.128343	1.929490	0.0594
TIND	-0.338776	0.272286	-1.244193	0.2192
CONCE	0.017988	0.008005	2.247075	0.0291
DF	-0.003556	0.005646	-0.629750	0.5317
ACT	-1.149182	0.471235	-2.438663	0.0183

#### Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.630678	0.6280
Idiosyncratic random	0.485450	0.3720

#### Weighted Statistics

Root MSE	0.452757	R-squared	0.228470
Mean dependent var	0.259813	Adjusted R-squared	0.151317
S.D. dependent var	0.520118	S.E. of regression	0.479153
Sum squared resid	11.47940	F-statistic	2.961263
Durbin-Watson stat	0.791238	Prob(F-statistic)	0.020349

#### Unweighted Statistics

R-squared	0.168198	Mean dependent var	0.930070
Sum squared resid	21.57155	Durbin-Watson stat	0.421061

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews9

وتعطي معادلة النموذج من خلال الجدول رقم (2-7) كالآتي :

$$M = 6.73049421272 + 0.24763610732*TC - 0.338776167832*TIND + 0.0179876576868*CONCE - 0.00355556237281*DF - 1.1491823788*ACT + [CX=R]$$

ثالثًا : الاختبارات الإحصائية :

1. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

لاختبار المعنوية الإحصائية نقوم على فرضيتين

- $H_0 : \beta_0 = 0$
- $H_1 : \beta_0 \neq 0$

▪ اختبار معنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت C :

نلاحظ من خلال الجدول (2-7) أن قيمة الاحتمالية لمعلمة الحد الثابت تقدر بـ 0.0506 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن القيمة المقدرة ليس لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى المعنوية 0.05.

▪ اختبار معنوية الإحصائية حجم مجلس الإدارة :

نلاحظ من خلال الجدول (2-7) أن قيمة الاحتمالية لمعلمة حجم مجلس الإدارة تقدر بـ 0.0594 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن القيمة المقدرة ليس لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى المعنوية 0.05. ولكن يمكن القبول بها عند مستوى معنوية 0.1.

▪ اختبار معنوية الإحصائية الاستقلالية لمجلس الإدارة :

نلاحظ من خلال الجدول (2-7) أن قيمة الاحتمالية لمعلمة استقلالية مجلس الإدارة تقدر بـ 0.2192 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن القيمة المقدرة ليس لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى المعنوية 0.05.

▪ اختبار معنوية الإحصائية تركيز الملكية :

نلاحظ من خلال الجدول (2-7) أن قيمة الاحتمالية لمعلمة تركيز الملكية تقدر بـ 0.0291 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05، ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$ ، أي أن القيمة المقدرة لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى المعنوية 0.05.

▪ اختبار معنوية الإحصائية نسبة الاستدانة :

نلاحظ من خلال الجدول (2-7) أن قيمة الاحتمالية لمعلمة نسبة الاستدانة تقدر بـ 0.5317 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن القيمة المقدرة ليس لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى المعنوية 0.05.

■ اختبار معنوية الإحصائية حجم الشركة :

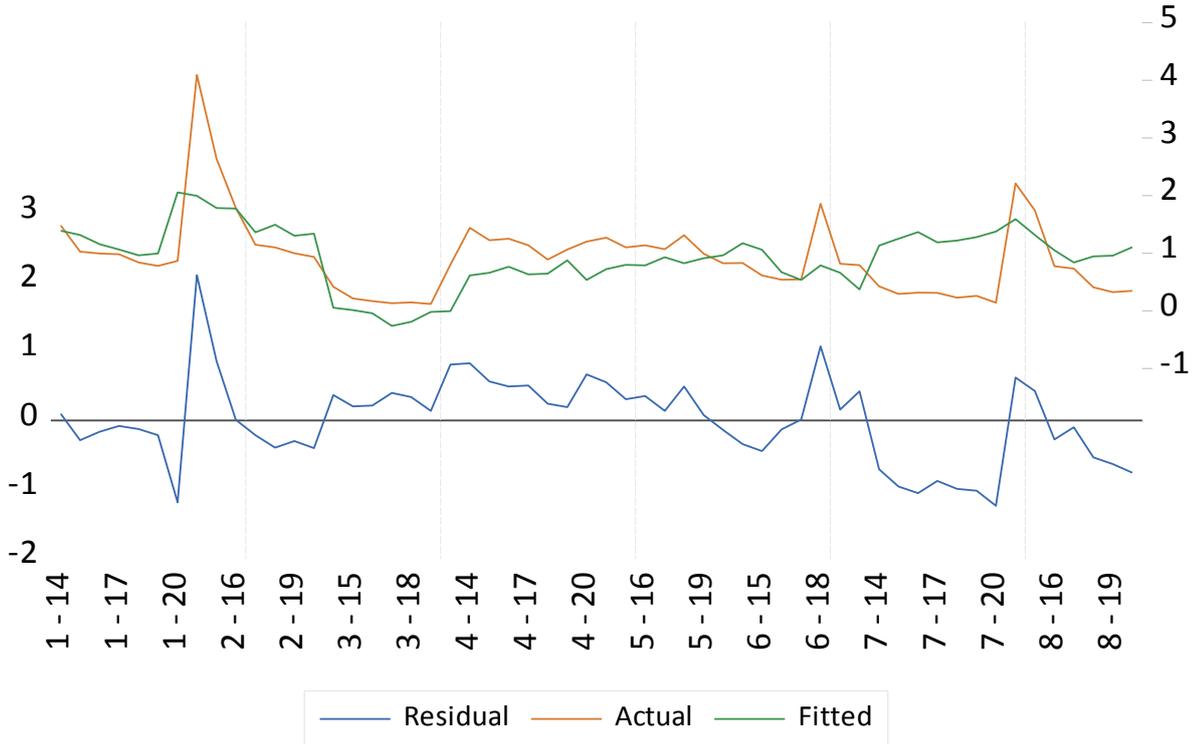
نلاحظ من خلال الجدول (2-7) أن قيمة الاحتمالية لمعلمة حجم الشركة تقدر بـ 0.0183 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05، ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$ ، أي أن القيمة المقدرة لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى المعنوية 0.05.

2. معنوية النموذج فيشر و  $R^2$  :

من خلال الجدول رقم (2-7) نلاحظ أن قيمة  $R^2$  منخفضة، حيث أن التغيرات في المتغيرات المستقلة تفسر %22.84 من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، وهذا المعامل  $R^2$  له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية لفischer والتي تساوي 0.020349 وهي أقل من مستوى معنوية 0.05 وبالتالي النموذج ككل له معنوية إحصائية.

رابعاً : الاختبارات القياسية.

الشكل رقم (2-1) : يبين القيم الفعلية والمقدرة للأداء المالي للشركات محل الدراسة.



المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews9

نلاحظ من الشكل (2-1) أن السلسلة المقدرة تقترب من السلسلة الفعلية للمتغير خلق القيمة السوقية  $M$ ، ونلاحظ كذلك أن أخطاء التقدير تحوم حول متوسط صفري.

المطلب الثاني : تحليل ومناقشة نتائج الدراسة.

في هذا المطلب سنحاول تحليل نتائج الدراسة المتمثلة في تأثير مؤشرات حوكمة الشركات على خلق القيمة للشركات محل الدراسة، وللإلمام بالموضوع تم وضع أربع فرضيات، تعالج كل فرضية مؤشرا من مؤشرات الحوكمة وعلاقته بخلق القيمة المساهمية، وقد تم الاعتماد على تحليل الانحدار الخطي المتعدد لقياس الأثر المتوقع لمؤشرات الحوكمة على خلق القيمة.

**الفرضية الأولى : وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وخلق القيمة في الشركات المدرجة في بورصة عمان.**

أظهرت نتائج الواردة في الجدول (2-7) إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وخلق القيمة، وهذا بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية لتوزيع ستودنت والتي تساوي  $0.0594 < 0.05$ ، هذا راجع إلى أن حجم مجلس الإدارة مرتفعاً نوعاً ما، كما أن وجود مجلس صغير يضمن سهولة الاتصال والتنسيق واتخاذ القرارات بشكل أفضل بما يتعلق بأداء وقيمة الشركات، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (السويكري 2021، طاسين عائشة 2018) التي خلصت إلى عدم وجود تأثير معنوي بين حجم مجلس وخلق القيمة، على عكس ما توصل إليه كل من دراسة (عبويي والعمرى 2016)، حيث توصلنا إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وخلق القيمة، وعليه نرفض الفرضية الأولى التي تنص على : "وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وخلق القيمة لشركات محل الدراسة".

**الفرضية الثانية : وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة وخلق القيمة في الشركات المدرجة في بورصة عمان.**

أظهرت النتائج الواردة في الجدول (2-7) إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة وخلق القيمة، وهذا بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية لتوزيع ستودنت والتي تساوي  $0.2192 < 0.05$ ، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (السويكري 2021، طاسين عائشة 2018، عبويي والعمرى 2016) التي خلصت بعدم وجود دلالة إحصائية لاستقلالية مجلس الإدارة وخلق القيمة، وهذا راجع ربما لاهتمام المساهمين والمستثمرين بمن يمثلهم أكثر من اهتمامهم باستقلالية الأعضاء. وعليه نرفض الفرضية الثانية التي تنص على : "وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وخلق القيمة لشركات محل الدراسة".

**الفرضية الثالثة : وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وخلق القيمة في الشركات المدرجة في بورصة عمان.**

أظهرت النتائج الواردة في الجدول (2-7) إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز وخلق القيمة، وهذا بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية لتوزيع ستودنت والتي تساوي  $0.0291 > 0.05$ ، كما نلاحظ أن قيمة *Coefficien* قدرت بـ (0.017988) وهي موجبة هذا يعني وجود علاقة طردية ذات أثر إيجابي بين تركيز الملكية وخلق القيمة، أي كلما زادت نسبة تركيز الملكية أدى ذلك إلى الزيادة في نسبة خلق القيمة السوقية، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Nouhad Nader)، (Amir 2011)، حيث توصلنا إلى وجود أثر موجب لتركيز الملكية على خلق القيمة على عكس ما توصل إليه (kouki

(marouan et pabboussi moez 2015) اللذين وجدوا أن تركز الملكية كان له أثر سلبي على خلق القيمة، كما توصل كل من دراسة (السويكري 2021)، (طاسين عائشة 2018)، (عبويني والعمري 2016) إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لتركز الملكية على خلق القيمة. غالباً، يدفع تركز الملكية إلى التركيز على الهدف الأساسي للشركة (من منظور الملاك) والمتمثل في خلق القيمة المساهمية. وعليه نقبل الفرضية التي تنص على: "وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وخلق القيمة لشركات محل الدراسة".

**الفرضية الرابعة : وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وخلق القيمة في الشركات المدرجة في بورصة عمان.**

أظهرت النتائج الواردة في الجدول (2-7) إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قيمة الديون وخلق القيمة، وهذا بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية لتوزيع ستيودنت والتي تساوي  $0.05 < 0.5317$ ، وهذه النتيجة عكس ماتوصل إليه دراسة (طاسين عائشة 2018)، من خلال وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وخلق القيمة. وعليه نرفض الفرضية التي تنص على: "وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وخلق القيمة لشركات محل الدراسة".

**الفرضية الخامسة : وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وخلق القيمة في الشركات المدرجة في بورصة عمان.**

أظهرت النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وخلق القيمة، حيث بلغت القيمة الاحتمالية الإحصائية لتوزيع ستيودنت  $0.05 > 0.0183$ ، كما نلاحظ أن قيمة Coefficient قدرت بـ (-1.149182) وهي سالبة هذا يعني وجود علاقة عكسية ذات أثر سالب بين حجم الشركة وخلق القيمة، حيث أن زيادة حجم الأصول قد يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال المستثمرة بقدر يفوق تكلفتها (النمو الغير مريح)، وبالتالي تنخفض نسبة خلق القيمة، لأن المستثمرين يضحون بمكافأة رأس المال من أجل فرصة استثمارية ذات مردودية أفضل، وإلا فهم يفضلون الحصول على توزيعات أرباح نقدية وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (طاسين عائشة 2018)، (Prihandoko et al 2018)، (عماد محمد رياض أحمد 2020).

خلاصة الفصل :

من خلال هذا الفصل قمنا بإنجاز الجزء التطبيقي لهذه الدراسة وهذا من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية المطروحة والمتمثلة في أثر مؤشرات حوكمة الشركات على خلق القيمة، من خلال دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان في الفترة (2014-2020)، تمت معالجة الدراسة إحصائياً باستخدام برنامج (Excel و Eviews) ، وتقدير نماذج بيانات بانل (Panel data) لأجل دراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، حيث خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية :

- ✓ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وخلق القيمة السوقية.
- ✓ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة وخلق القيمة السوقية.
- ✓ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لها أثر إيجابي بين تركيز الملكية وخلق القيمة السوقية.
- ✓ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وخلق القيمة السوقية.
- ✓ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لها أثر سلبي بين حجم الشركة وخلق القيمة السوقية.

خاتمة

## خاتمة :

تناولت هذه الدراسة موضوع تقييم الحوكمة كركيزة استراتيجية لخلق القيمة وحاولنا أن نناقش هذا الموضوع من خلال الإجابة على الإشكالية التي تمحورت حول مدى تأثير مؤشرات الحوكمة في خلق القيمة للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) ؟

وتطلب ذلك الاعتماد على فصلين وفقاً للمناهج المذكورة سابقاً، وحاولنا من خلال هذه الدراسة إبراز هذا التأثير من خلال اختيار عينة مشكلة من ثماني شركات مدرجة في بورصة عمان. وقد توصلنا في هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

## أولاً: النتائج النظرية :

1. إن "حوكمة الشركات" عبارة عن مجموعة القواعد والإجراءات والآليات التي تساهم في إدارة المؤسسة وتوجيهها والرقابة عليها بفعالية وكفاءة، لخلق التوازن والاستمرارية، وضبط العلاقات بين إدارة الشركة والأطراف المرتبطة بالشركة، وتحقيق الهدف الأساسي وهو خلق القيمة للمساهم.
2. خلق القيمة هي القدرة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة الحالية تفوق تكلفة تلك الأموال.
3. يعتبر المساهمون الطرف الأقوى في المؤسسة فهم يبحثون عن عوائد عظمى مقابل ما أسهموا به من رؤوس أموال وفق المنظور المساهمي للحوكمة وخلق القيمة (Shareholder value).

## ثانياً: النتائج التطبيقية :

لقد تمحورت دراستنا حول مناقشة خمسة فرضيات، وجاءت مناقشة اختبار الفرضيات كما يلي:

1. الفرضية الأولى : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الإدارة وخلق القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020)؛
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وخلق القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) وعليه نرفض الفرضية الأولى؛
2. الفرضية الثانية : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة وخلق القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020)؛
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة وخلق القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) وعليه نرفض الفرضية الثانية؛

3. الفرضية الثالثة : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وخلق القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة(2014-2020)؛

▪ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لها أثر إيجابي بين تركيز الملكية وخلق القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) وعليه نقبل الفرضية الثالثة؛

4. الفرضية الرابعة : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وخلق القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة(2014-2020)؛

▪ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وخلق القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) وعليه نرفض الفرضية الرابعة؛

5. الفرضية الخامسة : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وخلق القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة(2014-2020)؛

▪ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لها أثر سلبي بين حجم الشركة وخلق القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) وعليه نقبل الفرضية الخامسة؛

#### التوصيات :

بناء على نتائج الدراسة يمكن تقديم التوصيات التالية :

1. ينبغي أن تعطى أهمية كبرى لتركيبية مجلس الإدارة وحجمه (الحجم الأمثل للتمثيل)، حيث ينبغي ألا يكون عدد الأعضاء مرتفعاً بالشكل الذي يضعف الاتصال ولا يسمح بفعالية اتخاذ القرار في هذا المجلس، ولا يكون قليلاً بحيث لا يمكن الاستفادة من توسيع الخبرة والكفاءة فيه.
2. أهمية استمرار تحفيز جميع الشركات المدرجة ببورصة عمان على زيادة مستوى تطبيقها لمبادئ مدونة قواعد حوكمة الشركات، للحد من العوامل التي قد تؤثر سلباً في التداول على أسهمها من المستثمرين المحتملين.
3. ضرورة توفير كافة المعلومات، التي تساهم في زيادة فهم العلاقة بين تطبيق مؤشرات حوكمة الشركات وخلق القيمة للشركات المدرجة في البورصة.

#### آفاق الدراسة :

- ✓ يمكن إعادة إجراء هاته الدراسة بتطبيقها على بورصة أخرى تتوفر فيها جميع مؤشرات الحوكمة من خلال الإفصاح المتاح في التقارير السنوية، وبعدها أكبر من الشركات، لإحاطة الموضوع بشكل أوسع.
- ✓ استخدام نماذج أخرى لقياس أثر مؤشرات الحوكمة على خلق القيمة للمساهم.
- ✓ تطبيق هذه الدراسة باستخدام مؤشرات أخرى لخلق القيمة.

# قائمة المصادر والمراجع

أولا : المراجع باللغة العربية :

الكتب :

1. البرزنجي أحمد محمد فهمي، سوق المال مدخل مالي مصرفي، دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية، 2016.
2. ابراهيم جابر السيد أحمد، عصام محمود حسن هنطش، الإدارة الرشيدة والحوكمة، دارالعلم والإيمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2019.
3. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب المتطلبات شركات قطاع عام وخاص ومصارف)، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية القاهرة 2007.
4. عماني لمياء، بن علي سميرة، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية: التركيب المالي وإعادة الهيكلة، الدار الجزائرية، 2021.
5. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، حوكمة الشركات، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2020.
6. محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الأزاريطة، الإسكندرية، 2010.
7. محمد حلمي الجيلاني، الحوكمة في الشركات، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، عمان، الأردن، 2014.
8. محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإبراهيمية، الإسكندرية، 2009.
9. ناصر عبد الحميد، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز الخبرات المهنية لإدارة "بميك"، الطبعة الأولى، الجيزة، مصر.

المذكرات والأطروحات :

10. أرحاب هلال وسام، دور الإدارة بالقيم في خلق القيمة بالمؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، تخصص دراسات مالية، علوم التسيير، جامعة غرداية، 2016-2017.
11. ابتسام سماري، أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على قيمة الخيارات على الأسهم، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف 1، 2018/2019.
12. بلال عدنان مهنا، استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لتفسير خلق القيمة للمساهمين مقارنة بالمقاييس المالية التقليدية، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة، جامعة تشرين، 2017.
13. شعبان محمد لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين 2015.

14. عائشة طاسين، دور الميكانزمات الداخلية للحكومة المؤسسية في خلق القيمة للمؤسسة، أطروحة دكتوراة، علوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف1، سطيف، 2017-2018.

المجلات :

15. السيد محمود الحناوي، أثر هيكل الملكية على جودت التقارير المالية دراسة تطبيقية على شركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة البحوث المحاسبية، العدد 01، 2019.

16. سامية بلهادف عثمان بوزيان، دور حوكمة المؤسسات في خلق القيمة للمساهمين، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 11، العدد 02، 2018.

17. طاهر العماري، ابراهيم زروقي، دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة آفاق للبحوث والدراسات، جامعة مولاي الطاهر، السعيدة، العدد الخاص، ماي 2018.

18. طلال كسار وآخرون، حوكمة الشركات وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثاني، أم البواقي، ديسمبر 2014.

19. عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البانل، مجلة دراسات الإقتصادية إسلامية، المجلد 16، العدد 1، 2010.

20. عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي (AFD) خلال الفترة 2006-2011، مجلة الوحات للبحوث والدراسات، المجلد 07، العدد 06، 2014.

21. عماد الدين ابراهيم علي علي، استخدام نماذج السلاسل المقطعية (Panal data) في تحديد أهم عوامل النمو الإقتصادي في الدول العربية، مجلة العربية للإدارة، المجلد 43، العدد 2، يناير 2021.

22. عماد محمد رياض أحمد، العلاقة بين آليات الحوكمة ومستوى الإفصاح الاختياري وتأثيرها التفاعلي على الأداء بالشركة، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 24، العدد 4، مصر، 2020.

23. محمد حكمت عبوي، أحمد محمد العمري، تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركة الصناعية المدرجة في بورصة عمان، المجلة الاردنية في ادارة الاعمال، المجلد 12، العدد 4، 2016.

24. محمد وهدة وآخرون، حوكمة الشركات في ظل نظريات التعاقدية وسبل ارسائها في بيئة جزائرية، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 10، العدد 02، 2020.

25. هاني جودت السويكري، أثر آليات حوكمة الشركات في القيمة السوقية للشركات، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 29، العدد 3، فلسطين، 2021.

26. هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 01، 2011-2012.

27. ياسر محمد عبد العزيز سمرة وآخرون، خصائص مجلس الإدارة على مستوى التحفظ المحاسبي في القطاع المصرفي المصري، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، العدد 05، ديسمبر 2018.

#### التظاهرات العلمية

28. إلياس بن ساسي، مريم فيها خير، قراءة نظرية لآليات حوكمة المنظمات وفق مقارنة أوليفار وليماسون الحائز على جائزة نوبل 2009، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي الأول حول آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 25-26 نوفمبر 2013.

#### المطبوعات

29. صفية صديقي، الإستراتيجية المالية، مطبوعة بيداغوجية معتمدة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2018-2019. ثانياً : المراجع باللغة الأجنبية :

#### المذكرات والأطروحات

30. Amir Louizi, **Les déterminants d'une bonne Gouvernance et la performance des entreprises françaises, études empiriques** , Thèse en co-tutelle pour l'obtention du grade de Docteur, en Sciences de Gestion , 2011.

#### المجلات

31. Kouki Mrouan et Dbboussi Moez, **Impact of Corporate Gouvernance on shareholder value creationm**, evidence from Tunisia Context International Business Research, Vol .8, N° 5, 2015.
32. Michel Albouy, Théorie, Applications et Limites De La Mesure De La Création De Valeur, Lavoisier, revue française de gestion, 2006 /1 – no160, p :141
33. Prihandoko et al, **The effect of Corporate Governance and Firm Performance on Stock Price** : An Empirical Study On Indonesia Stock Exchange, Binus Business Review, 9(1), 2018.

الملاحق

## الملحق رقم (01) : بيانات متغيرات الدراسة

الشركات	N	TC	TIND	CONCE	DF	ACT	M
HPIC	2014	7	0	70.9	13.058	7.227	1.481
	2015	7	0	68.8	12.131	7.26	1.0269
	2016	7	0.2857	68.8	11.311	7.316	0.993
	2017	7	0.2857	68.8	17.832	7.378	0.981
	2018	7	0.2857	68.8	22.403	7.449	0.839
	2019	7	0.2857	68.8	14.794	7.448	0.779
	2020	7	0.2857	68.8	18.827	6.513	0.868
PHIL	2014	7	0	84.107	24.722	6.868	4.092
	2015	7	0.1428	82.65	16.525	7.014	2.639
	2016	8	0.125	72.086	19.983	7.065	1.783
	2017	7	0.125	66.462	23.47	7.112	1.145
	2018	7	0.125	75.182	21.44	7.137	1.099
	2019	7	0.4286	75.462	27.118	7.204	1.001
	2020	7	0.4286	75.182	23.697	7.176	0.937
JOIR	2014	5	0	31.533	11.834	7.345	0.417
	2015	5	0	25.666	12.246	7.285	0.216
	2016	5	0	22.082	12.701	7.279	0.17
	2017	5	0.6	20.636	12.565	7.269	0.133
	2018	5	0.6	39.183	95.21	7.24	0.148
	2019	5	0.8	35.554	10.157	7.239	0.117
	2020	5	0.8	20.929	18.37	6.972	0.803
MBED	2014	9	0	20.28	35.156	7.471	1.439
	2015	9	0	20.68	29.317	7.454	1.222
	2016	9	0	26.147	25.297	7.461	1.253
	2017	9	0.5556	25.93	17.75	7.434	1.136
	2018	9	0.5556	26.52	14.894	7.438	0.887
	2019	10	0.4	25.646	18.92	7.475	1.065
	2020	9	0.4444	25.741	21.401	7.535	1.201

## الملحق رقم (01) : تابع

AALU	2014	6	0	53.56	31.287	7.262	1.272
	2015	6	0	53.2	24.855	7.212	1.101
	2016	6	0	51.54	22.356	7.2	1.139
	2017	6	0	58	19.39	7.186	1.068
	2018	6	0.3333	59.7	26.214	7.188	1.31
	2019	6	0.3333	60.8	19.256	7.149	0.989
	2020	6	0.3333	63.8	18.995	7.153	0.826
JOPI	2014	7	0	42.7	33.604	6.909	0.828
	2015	7	0	33.19	30.669	6.867	0.616
	2016	7	0	10.07	29.626	6.849	0.539
	2017	7	0.8571	20.95	33.746	6.869	0.547
	2018	8	0.875	23.3	43.435	6.867	1.859
	2019	8	0.875	10.94	45.394	6.779	0.816
	2020	7	0.8571	10.94	58.593	6.778	0.791
ASAS	2014	9	0	32.3	35.221	7.208	0.424
	2015	9	0	38.9	38.067	7.198	0.295
	2016	9	0	45	37.108	7.197	0.315
	2017	9	0.4444	45	42.289	7.206	0.31
	2018	9	0.4444	45.5	44.336	7.18	0.227
	2019	9	0.4444	45.1	46.566	7.114	0.259
	2020	9	0.4444	45.89	42.546	7.054	0.142
RMCC	2014	11	0	64.5	39.039	7.732	2.209
	2015	10	0	64.5	40.026	7.751	1.742
	2016	10	0	52.5	41.89	7.79	0.773
	2017	10	0.2	46.7	45.366	7.815	0.735
	2018	10	0.2	54.2	50.986	7.823	0.406
	2019	10	0.2	54.2	54.093	7.8	0.327
	2020	10	0.2	58.4	55.168	7.735	0.348

## الملحق رقم (02) : نموذج الانحدار التجميعي.

Dependent Variable : M  
 Method : Panel Least Squares  
 Date : 05/14/22 Time : 14 :56  
 Sample : 2014 2020  
 Periods included : 7  
 Cross-sections included : 8  
 Total panel (balanced) observations : 56

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.733248	2.339234	2.023418	0.0484
TC	0.130421	0.063056	2.068346	0.0438
TIND	-0.221339	0.332850	-0.664981	0.5091
CONCE	0.012933	0.004277	3.024027	0.0039
DF	-0.009509	0.005953	-1.597435	0.1165
ACT	-0.698205	0.344574	-2.026283	0.0481
Root MSE	0.576126		R-squared	0.283260
Mean dependent var	0.930070		Adjusted R-squared	0.211586
S.D. dependent var	0.686672		S.E. of regression	0.609715
Akaike info criterion	1.949305		Sum squared resid	18.58759
Schwarz criterion	2.166307		Log likelihood	-48.58055
Hannan-Quinn criter.	2.033437		F-statistic	3.952061
Durbin-Watson stat	0.548092		Prob(F-statistic)	0.004256

## الملحق رقم (03) : نموذج الآثار الثابتة.

Dependent Variable : M  
 Method : Panel Least Squares  
 Date : 05/14/22 Time : 14 :56  
 Sample : 2014 2020  
 Periods included : 7  
 Cross-sections included : 8  
 Total panel (balanced) observations : 56

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.742749	4.369397	0.856583	0.3964
TC	0.590198	0.247879	2.380991	0.0218
TIND	-0.432086	0.277667	-1.556132	0.1270
CONCE	0.021896	0.010730	2.040727	0.0474
DF	-0.001750	0.005837	-0.299870	0.7657
ACT	-1.124952	0.527556	-2.132385	0.0387

## Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
Root MSE	0.425387	R-squared	0.609253
Mean dependent var	0.930070	Adjusted R-squared	0.500208
S.D. dependent var	0.686672	S.E. of regression	0.485450
Akaike info criterion	1.592652	Sum squared resid	10.13344
Schwarz criterion	2.062823	Log likelihood	-31.59425
Hannan-Quinn criter.	1.774936	F-statistic	5.587141
Durbin-Watson stat	0.993264	Prob(F-statistic)	0.000012

## الملحق رقم (04) : نموذج الآثار العشوائية.

Dependent Variable : M  
 Method : Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date : 05/14/22 Time : 14 :59  
 Sample : 2014 2020  
 Periods included : 7  
 Cross-sections included : 8  
 Total panel (balanced) observations : 56  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.730494	3.360277	2.002958	0.0506
TC	0.247636	0.128343	1.929490	0.0594
TIND	-0.338776	0.272286	-1.244193	0.2192
CONCE	0.017988	0.008005	2.247075	0.0291
DF	-0.003556	0.005646	-0.629750	0.5317
ACT	-1.149182	0.471235	-2.438663	0.0183

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.630678	0.6280
Idiosyncratic random		0.485450	0.3720

Weighted Statistics			
Root MSE	0.452757	R-squared	0.228470
Mean dependent var	0.259813	Adjusted R-squared	0.151317
S.D. dependent var	0.520118	S.E. of regression	0.479153
Sum squared resid	11.47940	F-statistic	2.961263
Durbin-Watson stat	0.791238	Prob(F-statistic)	0.020349

Unweighted Statistics			
R-squared	0.168198	Mean dependent var	0.930070
Sum squared resid	21.57155	Durbin-Watson stat	0.421061

الملحق (05) : اختبار لاغرانج LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses : No effects

Alternative hypotheses : Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided

(all others) alternatives

	Cross-section	Test Hypothesis	
		Time	Both
Breusch-Pagan	12.00044 (0.0005)	0.112429 (0.7374)	12.11287 (0.0005)
Honda	3.464165 (0.0003)	0.335304 (0.3687)	2.686631 (0.0036)
King-Wu	3.464165 (0.0003)	0.335304 (0.3687)	2.599483 (0.0047)
Standardized Honda	5.883175 (0.0000)	0.733602 (0.2316)	0.806551 (0.2100)
Standardized King-Wu	5.883175 (0.0000)	0.733602 (0.2316)	0.678965 (0.2486)
Gourieroux, et al.	--	--	12.11287 (0.0008)

**الملحق (06) : اختبار HAUSMAN**

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation : Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.711409	5	0.5917

: Cross-section random effects test comparisons

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
TC	0.590198	0.247636	0.044972	0.1062
TIND	-0.432086	-0.338776	0.002959	0.0863
CONCE	0.021896	0.017988	0.000051	0.5843
DF	-0.001750	-0.003556	0.000002	0.2226
ACT	-1.124952	-1.149182	0.056253	0.9186

: Cross-section random effects test equation

Dependent Variable : Q

Method : Panel Least Squares

Date : 05/14/22 Time : 15 :00

Sample : 2014 2020

Periods included : 7

Cross-sections included : 8

Total panel (balanced) observations : 56

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.742749	4.369397	0.856583	0.3964
TC	0.590198	0.247879	2.380991	0.0218
TIND	-0.432086	0.277667	-1.556132	0.1270
CONCE	0.021896	0.010730	2.040727	0.0474
DF	-0.001750	0.005837	-0.299870	0.7657
ACT	-1.124952	0.527556	-2.132385	0.0387

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.425387	R-squared	0.609253	
Mean dependent var	0.930070	Adjusted R-squared	0.500208	
S.D. dependent var	0.686672	S.E. of regression	0.485450	
Akaike info criterion	1.592652	Sum squared resid	10.13344	
Schwarz criterion	2.062823	Log likelihood	-31.59425	
Hannan-Quinn criter.	1.774936	F-statistic	5.587141	
Durbin-Watson stat	0.993264	Prob(F-statistic)	0.000012	

# الفهرس

الفهرس

IV-III	الإهداء.....
V	الشكر.....
VI	الملخص.....
VII	قائمة المحتويات.....
VIII	قائمة الجداول.....
IX	قائمة الأشكال البيانية.....
X	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....
1	الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية للحوكمة وعلاقتها بخلق القيمة.....
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات.....
3	المطلب الأول : ماهية حوكمة الشركات.....
3	الفرع الأول : مفهوم حوكمة الشركات.....
3	الفرع الثاني : أهداف وخصائص حوكمة الشركات.....
5	الفرع الثالث : أهمية حوكمة الشركات.....
6	المطلب الثاني : آليات تطبيق حوكمة الشركات.....
6	الفرع الأول : محددات حوكمة الشركات.....
7	الفرع الثاني : مبادئ حوكمة الشركات.....
7	الفرع الثالث : الأطراف الفاعلة في حوكمة الشركات.....
8	المطلب الثالث : نظريات حوكمة الشركات.....
8	الفرع الأول : نظرية الوكالة.....
9	الفرع الثاني : نظرية الصفقات.....
10	الفرع الثالث : نظرية أصحاب المصالح.....
11	المبحث الثاني : خلق القيمة للمساهم.....
11	المطلب الأول : ماهية خلق القيمة.....
11	الفرع الأول : مفهوم خلق القيمة.....
12	الفرع الثاني : مفهوم خلق القيمة للمساهم.....
13	الفرع الثالث : مؤشرات خلق القيمة.....
14	المطلب الثاني : أثر مؤشرات حوكمة الشركات على خلق القيمة.....
14	الفرع الأول : حجم مجلس الإدارة.....

15	..... الفرع الثاني : استقلالية مجلس الإدارة
15	..... الفرع الثالث : تركيز الملكية
16	..... المبحث الثالث : دراسات سابقة حول حوكمة الشركات وخلق القيمة
16	..... المطلب الأول : دراسات سابقة
16	..... الفرع الأول : دراسات باللغة العربية
18	..... الفرع الثاني : دراسات باللغة الأجنبية
19	..... المطلب الثاني : المقارنة بين الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها
19	..... الفرع الأول : المقارنة بين الدراسات باللغة العربية
21	..... الفرع الثاني : المقارنة بين الدراسات باللغة الأجنبية
22	..... الفرع الثالث : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة
24	..... خلاصة الفصل الأول :
25	..... الفصل الثاني : الدراسة التطبيقية لأثر مؤشرات حوكمة الشركات على خلق القيمة
26	..... تمهيد
27	..... المبحث الأول : طريقة وأدوات الدراسة
27	..... المطلب الأول : الطريقة المعتمدة في الدراسة
27	..... الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة
28	..... الفرع الثاني : منهج الدراسة وطرق جمع المعلومات
28	..... الفرع الثالث : متغيرات الدراسة وأسلوب قياسها
30	..... المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة
30	..... الفرع الأول : مفهوم وخصائص بيانات بانل
31	..... الفرع الثاني : أشكال الرئيسية لتحليل بيانات بانل
32	..... المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة
32	..... المطلب الأول : عرض وتحليل نتائج الدراسة
33	..... الفرع الأول : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
34	..... الفرع الثاني : مصفوفة الارتباط الخطي
35	..... الفرع الثالث : تقدير نموذج تأثير مؤشرات الحوكمة على خلق القيمة
42	..... المطلب الثاني : تحليل ومناقشة نتائج الدراسة
44	..... خلاصة الفصل الثاني :
45	..... الخاتمة
48	..... قائمة المصادر والمراجع
52	..... الملاحق
53	..... الملحق (1) : شركات عينة الدراسة

---

55	..... الملحق(2) : النموذج التجميعي
56	..... الملحق (3) : نموذج الآثار الثابتة
57	..... الملحق (4) : نموذج الآثار العشوائية
58	..... الملحق(5) : اختبار لاغرانج LM
59	..... الملحق (6) : اختبار HAUSMAN
60	..... الفهرس