



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



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم
فرع علوم تسيير، تخصص : مالية الأسواق

بعنوان :

دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية- دراسة قياسية
لعينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة
2016-2007

من إعداد المترشحة : خيرة الداوي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 13 ديسمبر 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة :

رئيسا	..... (أستاذ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	أ. الدكتور/عزاوي أعمر
مشرفا و مقررا	..... (أستاذ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	أ. الدكتور/غريب بولرباح
مناقشا	..... (أستاذ، جامعة المدية)	أ. الدكتور/لغريبي أحمد
مناقشا	..... (أستاذ محاضر "أ"، المركز الجامعي عين تموشنت)	الدكتور بن الضب علي
مناقشا	..... (أستاذ محاضر "أ"، جامعة الوادي)	الدكتور عوادي مصطفى
مناقشا	..... (أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	الدكتور بن قانة إسماعيل

السنة الجامعية : 2018/2017



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



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم
فرع علوم تسيير، تخصص : مالية الأسواق

بعنوان :

دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية - دراسة قياسية
لعينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة
2016-2007

من إعداد المترشحة : خيرة الداوي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 13 ديسمبر 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة :

رئيسا	..... (أستاذ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	أ. الدكتور/عزاوي أعمر
مشرفا و مقررا	..... (أستاذ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	أ. الدكتور/غريب بولرباح
مناقشا	..... (أستاذ، جامعة المدية)	أ. الدكتور/لغريبي أحمد
مناقشا	..... (أستاذ محاضر "أ"، المركز الجامعي عين تموشنت)	الدكتور بن الضب علي
مناقشا	..... (أستاذ محاضر "أ"، جامعة الوادي)	الدكتور عوادي مصطفى
مناقشا	..... (أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	الدكتور بن قانة إسماعيل

السنة الجامعية : 2018/2017

الإهداء

الحمد لله الذي نعم بنعمته الصالحات، أسأل الله التوفيق، يا وليك إسموني وأولادي ولك طالب للابح العلم.

أهدي عمرة جهدي هذا لإبراهيم روح الوالد المرحوم ومهما الله وطيب نزلهما وأسكنهما فسيح جناتهما.

إلى الزوج الكريم شكرًا وعرفانًا

إلى نور قلبي وفخر سعادي أهديتي نور الإيمان وإسراء أسأل الله أن يكون من علماء هذه الأمة وأسأل الله أن يحفظها.

إلى الوالدة الكريمة أم زوجي.

إلى جميع إسموني وأسموالي وكل عائلة الدرزي.

إلى جميع إسموني وأسموالي وكل عائلة خمارة.

إلى كل زميلاتي وزميلاتي في الدفعة.

إلى كل من ساعدني وشجعني أهديتي هذا العمل.

خميرة الدرزي

شكر وتقدير

المصدر والتكريم لله عز وجل على نعمه التي أنعمها علينا، أعمده كثيرًا.

أقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ الفاضل غريب بولرباح للإشراف على فزرا العسل وعلى كل التصويبات والتوجيهات،

أسأل الله التوفيق له.

كما أتوجه بالشكر الخاص إلى الأستاذة الكريمة جزوي أحمر، بن فانة إسماعيل، بن الضب علي، بضياف عبد الباقي، بن زدر

ريعة، علي المسامرة للأجاز فزرا العسل.

كما أقدم شكرًا خاصًا إلى الأستاذة الدرة القبيح علي حمزة الكبير للإتمام فزرا العسل، أقول له أطال الله في عمرك وبارك

لك.

إلى كل من ساعدني بكلمة أو فكرة أو حوالة أو جزاءهم كل خير.

غيرة الدرة

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة السوق المالي لعينة مكونة من بيانات سنوية لعشرة شركات مساهمة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2007 و 2016، ومن أجل تحقيق هذا الهدف تم الاعتماد في هذه الدراسة على تطبيق نماذج بانل ، من خلال توظيف منهجية نموذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR)، اختبار السببية، مكونات التباين، دوال الاستجابة، حيث تضمنت حوكمة الشركات كمتغير مستقل مقاسا من خلال المتغيرات التالية (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح)، و كفاءة السوق المالي كمتغير تابع مقاسا بمتغير سعر السهم.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود أثر لحوكمة الشركات من خلال تطبيق آلياتها على كفاءة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2007 و 2016، مما ساهم ذلك في كفاءته، حيث كشفت نتائج هذه الدراسة عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وسعر السهم، وعلاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح وسعر السهم، في حين كشفت النتائج عن عدم وجود علاقة بين هيكل الملكية وسعر السهم.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، كفاءة السوق المالي، جودة المعلومات المحاسبية، نماذج بانل، سوق عمان للأوراق المالية.

Abstract:

This study aims to test the relationship between corporate governance and financial market efficiency using the annual data of a sample of 10 joint stock companies listed on the Amman Stock Exchange during 2007-2016. In order to achieve this objective, the study relied on the application of PANEL models, using the methodology of VAR model, Granger causality test, variance components and response functions, which included corporate governance as an independent variable measured by board size, ownership structure and dividends, and the financial market efficiency as a dependent variable represented by the share prices .

The study found that there is an impact of corporate governance through the application of its mechanisms on Amman Stock Exchange efficiency during 2007 - 2016, which contributed to its efficiency. In addition, the results of the study revealed a statistically significant inverse relationship between the board size and share price, a statistically significant positive relationship between dividends and share price and a lack of relationship between the ownership structure and share price.

Keywords: corporate governance, financial market efficiency, quality accounting information, Panel data models, Amman Stock Exchange.

قائمة المحتويات

العنوان	الصفحة
الإهداء	III
الشكر	IV
قائمة المحتويات	VII
قائمة الجداول	XIV
قائمة الأشكال البيانية	XV
قائمة الملاحق	XVI
المقدمة	أ

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

تمهيد	02
المبحث الأول: الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات	03
المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات	03
1-1- نشأة حوكمة الشركات	03
2-1- دوافع ظهور حوكمة الشركات	05
3-1- مفهوم حوكمة الشركات	05
4-1- أهمية حوكمة الشركات	07
5-1- أهداف حوكمة الشركات	07

08	المطلب الثاني: حوكمة الشركات (المقومات - الخصائص - الأطراف المعنية - المحددات).....
08	1-2- المقومات الأساسية لحوكمة الشركات
09	2-2- خصائص حوكمة الشركات
10	2-3- الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات.....
12	2-4- محددات حوكمة الشركات
15	المطلب الثالث: مبادئ وآليات حوكمة الشركات
15	1-3- مبادئ حوكمة الشركات
15	3-1-1- مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
21	3-1-2- مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن مؤسسة التمويل الدولية
22	3-1-3- مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن البورصات العالمية
23	3-2- آليات حوكمة الشركات
23	3-2-1- الآليات الداخلية
27	3-2-2- الآليات الخارجية
30	المطلب الرابع: النماذج والتجارب الدولية لحوكمة الشركات
30	1-4- النماذج المختلفة لحوكمة الشركات
31	1-1-4- النموذج الخارجي لحوكمة الشركات (النموذج الأنجلوسكسوني)
31	1-2-4- النموذج الداخلي لحوكمة الشركات
35	2-4- التجارب الدولية لحوكمة الشركات

35	..... 1-2-4- التجارب الدولية لحوكمة الشركات في دول أوروبا وأمريكا
39	..... 2-2-4- التجارب الدولية لحوكمة الشركات في الدول العربية
40	المبحث الثاني: علاقة كفاءة الأسواق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات... ..
41	..... المطلب الأول: طبيعة كفاءة السوق المالي
41	..... 1-1- مفهوم كفاءة السوق المالي
43	..... 2-1- متطلبات كفاءة السوق المالي
43	..... 1-2-1- كفاءة التسعير
43	..... 2-2-1- كفاءة التشغيل
44	..... 3-1- أنواع الكفاءة في السوق المالي
45	..... 1-3-1- الكفاءة الكاملة
45	..... 2-3-1- الكفاءة الاقتصادية
46	..... المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي
46	..... 1-2- فرضية الصيغة الضعيفة واختباراتها
46	..... 1-1-2- اختبار سلاسل الارتباط
48	..... 2-1-2- اختبار الأنماط الطارئة
48	..... 3-1-2- اختبار قواعد التصفية
49	..... 2-2- فرضية الصيغة المتوسطة القوة واختباراتها
49	..... 1-2-2- تغيير المعالجة المحاسبية لبعض عناصر القوائم المالية

50	..... 2-2-2- اشتقاق أو تجزئة الأسهم
50	..... 3-2- فرضية الصيغة القوية واختباراتها
50	..... 1-3-2- المتعاملون بالشركة
51	..... 2-3-2- المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية
52	المطلب الثالث: أثر شفافية المعلومات المحاسبية على كفاءة الأسواق المالية في ظل حوكمة الشركات...
52	..... 1-3- أثر المعلومات المحاسبية على كفاءة الأسواق المالية
54	..... 2-3- أثر عدم كفاءة نظام المعلومات على كفاءة الأسواق المالية
56	..... 3-3- أثر حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية
60	..... خلاصة الفصل الأول

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

62	..... تمهيد
63	..... المبحث الأول: عرض الدراسات السابقة
63	..... المطلب الأول: الدراسات العربية
83	..... المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية
91	..... المبحث الثاني: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة
91	..... المطلب الأول: مناقشة الدراسات السابقة
92	..... المطلب الثاني: مجالات الاستفادة من الدراسات السابقة
93	..... خلاصة الفصل الثاني

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

95	تمهيد
96	المبحث الأول: التعريف بسوق عمان للأوراق المالية
96	المطلب الأول: الإطار التنظيمي لبورصة عمان للأوراق المالية
96	أولاً: التأسيس
97	ثانياً: المهام والصلاحيات
97	ثالثاً: سبل رفع كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية
99	المطلب الثاني: حوكمة الشركات في الأردن
99	أولاً: واقع حوكمة الشركات في البيئة الأردنية
100	ثانياً: أهمية حوكمة الشركات في تطوير البيئة الاستثمارية الأردنية
101	المبحث الثاني: عرض منهجية وأدوات الدراسة
101	المطلب الأول: تقديم لنماذج بانل
102	1-1- مفهوم نماذج بانل
102	1-2- أهمية استخدام نماذج بانل
103	1-3- النماذج الأساسية لبيانات بانل
103	1-3-1- نموذج الانحدار التجميعي
103	1-3-2- نموذج التأثيرات الثابتة
104	1-3-3- نموذج التأثيرات العشوائية

104	..... 4-1- اختبارات الاختيار بين نماذج بانل
104	..... 1-4-1- اختبار مضاعف Lagrange
105	..... 2-4-1- اختبار Hausman
106	..... 5-1- اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل
106	..... 1-5-1- اختبار (LLC) Levin, Lin, chu (2002)
107	..... 2-5-1- اختبار (IPS) Im, Pesaran, Shin (2003)
108	..... 3-5-1- اختبار (PP) Phillips and Perron
109	..... 4-5-1- اختبار (ADF) Augmented Dickey Fuller (1981)
110	..... المطلوب الثاني: تحديد متغيرات وخطوات الدراسة
110	..... 1-2- متغيرات الدراسة
	2-2- النظريات والشواهد التي تؤيد علاقة حوكمة الشركات (الآليات والقواعد) بأسعار الأسهم (كفاءة
113	..... السوق)
113	..... 3-2- الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة
117	..... 4-2- تحديد النموذج الملائم لطبيعة بيانات بانل
118	..... 5-2- نتائج المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية...
119	..... 6-2- نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية.....
120	..... 7-2- تحليل نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية.....
121	..... المطلوب الثالث: اختبارات الاستقرارية لمتغيرات النموذج (اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل)...
121	..... 1-3- نتائج اختبارات الاستقرارية (اختبارات جذر الوحدة) لمتغيرات الدراسة عند المستوى.....
122	..... 2-3- نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات المستقلة بعد أخذ الفرق الأول.....
123	..... 3-3- تقدير نموذج الدراسة.....

123	..... تحديد درجة التباطؤ الزمني 1-3-3
124	..... اختبار جرينجر للسببية 2-3-3
125	..... تقدير نموذج VAR 3-3-3
129	..... تحليل مكونات التباين 4-3-3
130	..... أثر الصدمات دوال الاستجابة 5-3-3
132	..... المبحث الثالث: مناقشة وتحليل النتائج
132	..... المطلوب الأول: تحليل النتائج المتعلقة بتأثير آليات حوكمة الشركات على سعر السهم
133	..... المطلوب الثاني: تحليل نتائج تقدير نموذج VAR
135	..... خلاصة الفصل
138	..... خاتمة
142	..... قائمة المراجع
156	..... الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
33	مقارنة بين خصائص النموذجين الأساسيين لحوكمة الشركات	(1-1)
116	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	(1-3)
120	نتائج تقدير النموذج	(2-3)
121	نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM	(3-3)
121	نتائج اختبار Hausman	(4-3)
122	نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية	(5-3)
124	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند المستوى	(6-3)
125	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند الفرق الأول	(7-3)
126	نتائج اختبار درجة التباطؤ الزمني لنموذج (VAR)	(8-3)
127	نتائج اختبار جرينجر للسببية	(9-3)
128	نتائج تقدير معالم نموذج VAR(6)	(10-3)
129	نتائج تقدير معالم نموذج VAR(6) بعد التحسين	(11-3)
131	مكونات تحليل التباين لأسعار الأسهم	(12-3)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	خصائص حوكمة الشركات	(1-1)
12	الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات	(2-1)
14	المحددات الداخلية و الخارجية لحوكمة السوق	(3-1)
21	مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية	(4-1)
58	العلاقة بين حوكمة الشركات و المعلومات المحاسبية و سوق الأوراق المالية	(5-1)
59	اثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية	(6-1)
113	العلاقة بين متغيرات الدراسة	(1-3)
117	متوسطات أسعار الأسهم	(2-3)
118	متوسطات حجم مجلس الإدارة	(3-3)
118	متوسطات هيكل الملكية	(4-3)
119	متوسطات توزيعات الأرباح	(5-3)
132	استجابة معدلات سعر السهم للصدمات التنبؤية لمتغيرات النموذج خلال عشر سنوات	(6-3)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
157	متغيرات الدراسة	الملحق 01
160	نتائج تقدير نماذج بانل (نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة	الملحق 02
161	نموذج التأثيرات العشوائية	الملحق 03
162	نتائج اختبار مضاعف لاغرنج LM	الملحق 04
163	نتائج اختبار Hausman	الملحق 05
164	نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ $\log(PC)$ في المستوى	الملحق 05
166	نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ bod في المستوى	الملحق 06
168	نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ ows في المستوى	الملحق 07
170	نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ dps في المستوى	الملحق 08
172	نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ bod بعد أخذ الفرق الأول	الملحق 09
174	نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ ows بعد أخذ الفرق الأول	الملحق 10
176	نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ dps بعد أخذ الفرق الأول	الملحق 11
178	نتائج تقدير نموذج VAR (6)	الملحق 12

المقدمة

أولاً: طرح الإشكالية

لقد تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية سواء على مستوى الدول المتقدمة أو الدول النامية، نظراً إلى الدور الذي تلعبه في تحقيق النمو الاقتصادي. ولكي تقوم هذه السوق بدورها على أكمل وجه لا بد أن تتسم بالكفاءة والتي تعتمد بدرجة كبيرة على كفاءة نظام المعلومات، وقدرة هذه الأسواق على توفير وإتاحة المعلومات للمستثمرين مع عدالة الاستفادة منها، مما يساهم بشكل كبير في توسع هذه الأسواق وتوسع الاستثمار فيها، فهي تمثل المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي.

إن الأسباب التي أدت إلى حدوث مثل هذه الأزمات هو افتقار إدارة هذه الشركات إلى الممارسة السليمة والفعالية في الرقابة، كذلك عدم التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات، وعدم إظهار المعلومات المحاسبية لأوضاع الشركات، مما ترتب عليه حدوث قصور في متطلبات الشفافية والإفصاح والقوائم المالية المضللة، مما أدى ذلك بالمستثمرين إلى تكبد خسائر مادية وبالتالي فقدان الثقة في هذه الأسواق المالية. الأمر الذي جعل هذه الأسواق تتميز بتقلبات في أسعار أسهم الشركات المدرجة فيها.

تعتبر حوكمة الشركات من المفاهيم الحديثة التي ظهرت في الآونة الأخيرة على الساحة الدولية، بسبب الأزمات المالية التي حدثت في الكثير من الشركات في الدول المتقدمة، خاصة الانهيارات المالية التي مست العديد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية، كذلك فضيحة شركة أنرون (Enron) للطاقة في الولايات المتحدة الأمريكية، وشركة وورد كوم للاتصالات (Wordl Com) في عام 2002، كذلك ما شهده العالم من تداعيات الأزمة المالية 2008 (أزمة الرهن العقاري)، وما نشأ عنها من إفلاس للعديد من الشركات وتأثيرها على الأسواق المالية.

من هنا يمكن القول أن حوكمة الشركات تعد عنصر مهم في تقييم الشركة وعامل ثقة للمستثمرين من أجل التعامل في الأسواق المالية، باعتبار حوكمة الشركات تساعد في استقرار هذه الأسواق وزيادة كفاءتها من خلال التطبيق الجيد لمبادئها وآلياتها، ونتيجة لما سبق أصبح لزاماً تطبيق حوكمة الشركات من أجل معالجة مختلف الاختلالات التي يمكن أن تحدث وتسبب الأزمات المالية.

ويعتبر سوق عمان للأوراق المالية كغيره من الأسواق العربية الذي تأثرت شركاته بتبعيات الأزمة المالية مما أثر على الأداء الاقتصادي، لذلك سعى سوق عمان للأوراق المالية إلى تطبيق حوكمة الشركات من أجل توفير فرص

الاستثمار وتشجيعها من أجل تنشيط أداء السوق. ولتحقيق ذلك قام سوق عمان بإعداد دليل لحوكمة الشركات في الشركات المدرجة فيها ينظم العلاقات في الإدارة ويحدد الحقوق والواجبات والمسؤوليات بما يضمن تحقيق أهداف الشركة.

مما سبق فإن هذه الدراسة تسعى إلى الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

إلى أي مدى يمكن أن يؤثر التزام تطبيق الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية محل الدراسة لآليات وقواعد حوكمة الشركات على كفاءته خلال الفترة 2007-2016.

ومن أجل الإجابة على السؤال الرئيسي للدراسة نستخلص الأسئلة الجزئية التالية:

1- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة على سعر السهم في الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية محل الدراسة؟

2- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية على سعر السهم في الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية محل الدراسة؟

3- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على سعر السهم في الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية محل الدراسة؟

ثانيا: فرضيات الدراسة

استنادا إلى ما توصلت إليه الدراسات السابقة واستنتاجا من الإطار النظري للدراسة، يمكننا صياغة فرضيات الدراسة كمايلي:

1- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة (ممثل في عدد الأعضاء) على سعر السهم للشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية محل الدراسة ؛

2- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لهيكل الملكية (ممثل في كبار المساهمين) على سعر السهم للشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية محل الدراسة ؛

3- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على سعر السهم للشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية محل الدراسة ؛

ثالثا: أهمية الدراسة

تتمثل أهمية هذه الدراسة المتعلقة بدراسة دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2016 في:

1 إضافة مرجع باللغة العربية يتناول تحليل العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية، وذلك من خلال محاولة فهمنا لآليات حوكمة الشركات ومدى تأثيرها على أسعار الأسهم، وهذا لأهمية ذلك بالنسبة للأطراف المعنية في السوق المالي والشركات والباحثين والمحللين، باعتبار أن أسعار الأسهم تعد بمثابة معيار نجاح أو فشل هذه الشركات. وبالتالي فإن الاهتمام بتطبيق آليات حوكمة الشركات يساهم في الارتقاء بأسعار الأسهم ومن ثم الرفع من كفاءة هذه الأسواق.

2 المساهمة في إيجاد دراسة جديدة أخرى لسوق عمان للأوراق المالية إضافة إلى الدراسات السابقة التي تناولت حالة هذا السوق وتختلف عن دراستنا من حيث الزمن والجانب التطبيقي.

من هنا جاءت هذه الدراسة من أجل اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة السوق المالي في الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، من خلال إبراز الدور الذي يمكن أن تلعبه حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة السوق المالي من خلال التطبيق الجيد لقواعدها وآلياتها.

رابعا: أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- دراسة الإطار النظري لحوكمة الشركات من خلال استعراض مختلف الجوانب التي تتعلق بحوكمة الشركات؛
- إبراز دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة السوق المالية؛
- كشف مدى التزام الشركات المدرجة في سوق عمان المالي بتطبيق قواعد وآليات حوكمة الشركات؛
- اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة السوق المالية من خلال قياس أثر آليات حوكمة الشركات على سعر السهم.

خامسا: مبررات اختيار الموضوع

تتمثل مبررات اختيارنا لموضوع حوكمة الشركات ودورها في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في الدوافع التالية:

- يعتبر موضوع كفاءة الأسواق المالية من المواضيع المهمة في النظرية المالية، حيث ترتبط أهميتها بدرجة كفاءتها؛
- تعتبر الأسواق المالية المرآة العاكسة للاقتصاد الوطني وذلك من خلال التطورات التي شهدتها؛
- يعتبر موضوع حوكمة الشركات من المواضيع التي حازت على اهتمام الباحثين والمنظمات العالمية؛
- إن تطبيق نظام الحوكمة في أي دولة من الدول يساعد في العمل على تطويرها وزيادة كفاءتها؛
- إثراء المكتبة الجامعية بهذا النوع من الدراسات نظرا لقلّة الدراسات التي تناولت علاقة حوكمة الشركات بكفاءة الأسواق المالية.

سادسا: حدود الدراسة

تتمثل حدود دراستنا فيما يلي:

1-الحدود المكانية: تقتصر هذه الدراسة على عشرة شركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية والتي تم اختيارها بناء على معيار القيمة السوقية.

2-الحدود الزمانية: تعتمد هذه الدراسة على مجموعة من البيانات المالية المأخوذة من التقارير السنوية للشركات محل الدراسة ، كما تم أخذ أسعار الإغلاق لهذه الشركات، حيث تم أخذ هذه البيانات من الموقع الرسمي لسوق عمان للأوراق المالية للفترة عشرة سنوات (2007-2016).

سابعا: المنهج المستخدم والأدوات المستخدمة

بناء على طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة، وقصد الإلمام بكافة الجوانب النظرية للموضوع واستعراض الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع الدراسة فإننا قمنا باستخدام المنهج الوصفي التحليلي، فيما يتعلق الجانب النظري، أما الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا على البيانات السنوية لمتغيرات الدراسة وذلك من خلال التقارير السنوية لعينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، حيث استخدمنا

أدوات الاقتصاد القياسي من خلال تطبيق نماذج بيانات بانل من خلال توظيف منهجية نموذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR).

ثامنا: هيكل الدراسة

بهدف الإجابة على إشكالية المطروحة قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين نظريين وفصل تطبيقي كمايلي:

الفصل الأول: بعنوان المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة السوق المالي، حيث تم فيه الإلمام بكل المفاهيم المتعلقة بحوكمة الشركات وكفاءة السوق المالي، وتم تسليط الضوء على علاقة حوكمة الشركات بكفاءة السوق المالي.

الفصل الثاني: تضمن الدراسات السابقة التي تناولت موضوع حوكمة الشركات وعلاقتها بكفاءة السوق المالية، حيث تم تقسيمه إلى دراسات عربية ودراسات أجنبية.

الفصل الثالث: والذي خصص للدراسة القياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة السوق المالي، وذلك للفترة 2007-2016، والذي تضمن اختبار فرضيات الدراسة بهدف الإجابة على الإشكالية المطروحة، حيث تم في البداية التعريف بسوق عمان للأوراق المالية، ثم واقع حوكمة الشركات في الأردن، ثم الدراسة القياسية والتي تمت من خلال اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات الممثلة في بعض آلياتها التي يمكن قياسها كميًا، وكفاءة السوق المالي، من خلال جمع البيانات السنوية للشركات محل الدراسة، وهذا من خلال استخدام منهجية بيانات بانل.

تاسعا: صعوبات الدراسة

من بين الصعوبات التي واجهتنا في هذه الدراسة هي:

- قلة الدراسات التي تناولت حوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية من جانب قياسي خاصة العربية منها.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي لحوكمة

الشركات

وكفاءة الأسواق المالية

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

تمهيد:

تعد حوكمة الشركات من أهم القضايا التي نالت اهتمام العديد من رجال المال والاقتصاد نتيجة للدور الذي تلعبه بالنسبة للاقتصاد ككل، إن العمل على تطبيق مبادئ حوكمة الشركات والالتزام بما يضمن نجاح وتحقيق مصالح وأهداف جميع الأطراف العاملة بها، مما يسهم في الرفع من قيمة الشركة وجذب الاستثمارات، مما يؤدي إلى تحسين الأداء ومن ثم تدعيم استقرار الأسواق المالية والاقتصاديات والمجتمعات، بما يضمن زيادة الشفافية والإفصاح وبالتالي تفعيل أداء وكفاءة السوق المالي والتقليل من المخاطر والأزمات في المستقبل، وهذا كله من شأنه أن يعزز ويحقق كفاءة السوق المالي.

حيث تتوقف كفاءة السوق المالية على مدى الالتزام بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات والتي تجعل من هذه الشركات أكثر شفافية والتزاماً بحقوق المساهمين، وذلك بتوفير جميع المعلومات عن هذه الشركات والإفصاح عنها في الوقت المناسب مما يجعلها أكثر مصداقية، الأمر الذي يمكنهم من اتخاذ القرارات الصائبة بخصوص الاستثمار. لذلك حرصت العديد من المنظمات بالاهتمام بحوكمة الشركات.

لقد حاولنا تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين تمثل المبحث الأول في الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات وتم فيه استعراض مختلف الجوانب والمفاهيم المتعلقة بحوكمة الشركات، أما المبحث الثاني فتناول علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، وذلك من خلال استعراض مختلف النقاط المتعلقة بكفاءة السوق المالي، كما تم التعرض إلى مفهوم المعلومات المحاسبية ومن ثم قمنا باستعراض علاقة حوكمة الشركات بكفاءة السوق المالي.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

المبحث الأول: الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات

وقد أسفر الاهتمام بحوكمة الشركات بأهمية كبيرة في العديد من الاقتصاديات نتيجة للدور الذي تلعبه هذه الأخيرة في التأكيد على الالتزام بتطبيق السياسات والإجراءات الرقابية ووضع أسس تساهم في تحسين العلاقة بين جميع الأطراف ومنع الأخطاء التي يمكن أن تحدث داخل الإدارة، بالشكل الذي يؤدي إلى شفافية التعامل وزيادة ثقة المستثمرين في القوائم المالية، وتنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة المشروعات مما يساعد على التقليل من هذه الانهيارات في المستقبل.

سنحاول من خلال هذا المبحث المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات من خلال التطرق إلى المفهوم والمقومات والخصائص، كذلك المبادئ والآليات والنماذج والتجارب الدولية لحوكمة الشركات.

المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات

يعتبر مفهوم حوكمة الشركات من المفاهيم الحديثة التي ظهرت في الآونة الأخيرة والتي شكلت أهمية كبيرة على مستوى المال والأعمال وهذا لما تعود به حوكمة الشركات من نفع على الشركات و المجتمع، وزادت هذه الأهمية حين أطاحت الأزمة المالية باقتصاديات عدد كبير من الدول المتقدمة و النامية.

1-1- نشأة حوكمة الشركات:

إن التطور الكبير الذي رافق الثورة الصناعية و بروز الشركات العملاقة و متعددة الجنسيات و انفصال الإدارة عن الملاك، و ظهور الشركات الصناعية المساهمة الضخمة و التوسع في أعمالها مما أدى إلى ظهور تعارض بين الإدارة و المساهمين في بعض الأحيان، و يبدو أن الكثير من المفاهيم مثل الإفصاح و الشفافية و الحوكمة كانت موجودة ولكن لم تلقى الاهتمام الكافي، و في أعقاب الأزمات المالية العالمية التي أصابت أسواق المال في كثير من الدول مما أدى إلى بروز مفهوم الحوكمة.¹

¹ مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية و حوكمة الشركات (جذورها- أسبابها- تداعياتها- أفاقها)، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان، 2012، ص: 202.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

إن أول من اهتم بحوكمة الشركات هما الباحثان الأمريكيان Berl et Means وذلك سنة 1932 من خلال ندوتهم " الشركة الحديثة والملكية الخاصة"، حيث قاما بدراسة تركيبة رأسمال كبريات الشركات الأمريكية، ومن خلال دراستهما توصلا إلى ضرورة فصل الملكية عن الإدارة والزامية فرض رقابة على تصرفات المسيرين لحماية حقوق المساهمين.

وتستند حوكمة الشركات في الفكر التنظيمي إلى مجموعة من النظريات أهمها نظرية الوكالة التي يعود الفضل في تطويرها إلى الأمريكيين Jensen و Meckling سنة 1976، حين أثارا مسألة هامة تتعلق بالفصل بين ملكية رأس المال التي تعود للمساهمين ومهمة اتخاذ القرار والتسيير الموكلة للمسيرين، فحسب هذه النظرية، فإن المسيرين تربطهم بالشركة عقود تفرض عليهم العمل لصالح المساهمين من أجل زيادة ثروتهم وخلق القيمة مقابل أجور يتقاضونها، لأن المسير وفقا لنظرية الوكالة يلجأ إلى وضع استراتيجيات تحميه وتحفظ له حقوقه عن طريق استغلال نفوذه، شبكة العلاقات بالموردين والعملاء... وكذلك حجم المعلومات التي يستقبلها المسير قبل غيره، وبذلك فهو يفضل تحقيق مصالحه و أهدافه الشخصية أولا قبل مصالح المؤسسة (خاصة الحفاظ على قيمته في سوق العمل)، لمواجهة هذا الانحراف الذي تعتبره النظرية إخلالا بشروط العقد الذي يربط المسير بالشركة يلجأ المساهمون لتعديل سلوك المسير السلبي و للحفاظ على مصالحهم باتخاذ تدابير تقويمية و رقابية عن طريق إنشاء نظام حوكمة الشركات الذي يملك آليات و أدوات رقابية و إشرافية داخلية تعتمد على (مجالس الإدارة، الرقابة التبادلية بين المسيرين(رئيس، مرؤوس) وكذا الرقابة المباشرة للمساهمين وخارجية ممارسة من طرف الأسواق (سوق رقابة المسيرين، السوق المالي، البنوك...))، وقد أشار Fama في عام 1980 إلى حتمية حدوث صراع بالشركة عندما يكون هناك فصل بين الملكية و الإدارة، وفي هذا السياق يؤكد Monks و Minow و Mitchell سنة 2001 عن إمكانية حل مشكلة الوكالة من خلال التطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات، إذا فقد جاءت حوكمة الشركات كرد فعل واستجابة لنداء المساهمين من أجل الحد من التصرفات السلبية للمسيرين ولفرض رقابة تحمي المصالح المشتركة للجميع و تحافظ على استمرارية الشركة أيضا.²

وفي عام 1987 قامت اللجنة الوطنية الخاصة بالانحرافات في إعداد القوائم المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، بإصدار تقريرها المسمى (Tread way Commission)، وقد تضمن مجموعة من التوصيات

² أحسين عثمان، سعاد شعبانية، النظام المالي المحاسبي كأحد متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، يومي 06-07 ماي 2012، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص: 04.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

الخاصة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات، وذلك من خلال الاهتمام بنظام الرقابة الداخلية، وتقوية مهنة المراجعة أمام مجالس إدارة الشركات بهدف منع الغش والتلاعب في إعداد القوائم المالية.³

1-2- دوافع ظهور حوكمة الشركات:

يعتبر الغش والتلاعب والفساد المالي والإداري وانفصال الملكية عن الإدارة في الشركات من أهم العوامل التي أدت إلى ظهور حوكمة الشركات والتي تلخص في مايلي:⁴

- زياد وعي مسؤولي الإدارة وأصحاب المصالح بالإجراءات الحاكمة؛
- إيجاد الهيكل الذي يحدد من خلاله أهداف الشركة ووسائل تحقيقها؛
- المساعدة على رفع درجة الثقة مع تحقيق المزيد من الاستقرار المالي؛
- ضمان الحصول معاملة عادلة لجميع المساهمين؛
- تمكين الشركات من الحصول على التمويل من جانب عدد أكبر من المستثمرين المحليين؛
- إمكانية مشاركة الدائنين والمقرضين والإطلاع بدور المراقبين الخارجيين بالنسبة لأداء الشركة.

1-3- مفهوم حوكمة الشركات:

لا يوجد اتفاق على تعريف موحد لحوكمة الشركات على مستوى الاقتصاد أو القانون ويرجع هذا إلى تداخل هذا المفهوم في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والاجتماعية، لكنها تتفق في أنها لها القدرة على ممارسة الإفصاح و الشفافية لدعم و إصلاح الأسواق المالية.

تعرف حوكمة الشركات على أنها "مجموعة من القواعد و المعايير التي تحدد بين إدارة الشركة من ناحية وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة (مثل حملة السندات، العمال، الدائنين المواطنين) من ناحية أخرى".⁵

³ محمد مصطفى سليمان ، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص: 14.

⁴ عبيد سعد المطيري، مستقبل مهنة المراجعة والمحاسبة: تحديات وقضايا معاصرة، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2004، ص: 107-108.

⁵ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة و المديرين التنفيذيين، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص: 15.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

وتعرف حوكمة الشركات أيضا على أنها "مجموعة من القواعد و الممارسات والضوابط الرقابية التي تهدف إلى ضمان قيام الإدارة باستخدام أصول الشركة المادية والمعنوية بأمانة لمصلحة المساهمين أو تمكين المساهمين وغيرهم من ذو المصالح بالشركة من ممارسة حقوقهم وحماية مصالحهم".⁶

كما تعرف حوكمة الشركات على أنها "تلك الإجراءات المستخدمة بواسطة ممثلي أصحاب المصلحة في المنظمة (مثلا المساهمين إلخ) لتوفير إشراف على المخاطر ورقابة المخاطر التي تقوم بها الإدارة".⁷

كما عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) حوكمة الشركات بأنها "نظام ينطوي على مجموعة من العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها والمساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح، وتوفر حوكمة الشركات أيضا الهيكل الذي يتيح تحديد أهداف الشركة وأساليب تحقيقها والرقابة على الأداء، و حوكمة الشركات الجيدة ينبغي أن توفر الحوافز المناسبة لمجلس الإدارة والإدارة لتحقيق الأهداف التي هي في مصلحة الشركة و المساهمين، وينبغي أن تسهل عملية الرقابة الفعالة وبالتالي تشجيع الشركات على استخدام مواردها بكفاءة أكبر".⁸

كما تعرف حوكمة الشركات على أنها "ذلك النظام الذي يقوم بتوجيه ومراقبة الشركات".⁹

وتعرف أيضا حوكمة الشركات على أنها "مجموعة من الآليات التي تساعد على تهيئة الوضعية الحقيقية لتشغيل الشركات لأهدافها التي أقرتها مسبقا".¹⁰

ومما سبق نستنتج أن حوكمة الشركات هي عبارة مجموعة من القواعد والضوابط التي تقوم بمراقبة وتسيير كل ما يحدث داخل الشركة من أجل ضمان السير الجيد لأعمال هذه الشركة.

⁶ محمد طارق يوسف، الإفصاح و الشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، بحوث وأوراق عمل مؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية المنعقد في شرم الشيخ، مصر، 2007، ص: 07.

⁷ طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب، المتطلبات شركات قطاع عام وخاص ومصارف)، ط2، الدار الجامعية، القاهرة، 2007، ص: 11.

⁸ Hand, Len, Isaaks, Carolyn and Sanderson, Peter, Introduction to Accounting For non- Specialists, Cengage learning, 2004, p: 229.

⁹ H  l  ne PLOIX, **Gouvernance D'entreprise Pour tous ,dirigeant, administrateurs et investisseurs**, collection hec, paris, 2006, p : 09.

¹⁰ Benoit Pige , **Gouvernance Contrôle et Audit des Organisations**, economica, paris, 2008, p : 07.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

1-4- أهمية حوكمة الشركات:

لقد ازدادت أهمية حوكمة الشركات وذلك بسبب الانهيارات و الأزمات المالية التي شهدتها العالم في الآونة الأخيرة والتي مست العديد من الشركات العالمية، خاصة ما حدث بعدد من أسواق دول جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية، نتيجة لحالات الفشل الإداري والتلاعب بالقوائم المالية وتعظيم أرباح تلك الشركات بنسب مبالغ فيها. والسعي لتحقيق الربح السريع وعدم الالتزام بمحددات السلوك المهني و الأخلاقي، مما سبب في حدوث العديد من حالات الإفلاس و العسر المالي لشركات عملاقة تضرر فيها الكثير من المستثمرين و أصحاب رؤوس الأموال.¹¹

و تتمثل أهمية حوكمة الشركات في مجموعة من النقاط هي:¹²

- تحقيق الثقة في المعلومات المالية الواردة في القوائم المالية المنشورة؛
- مساعدة الشركات على جذب الاستثمارات وزيادة قدرتها التنافسية؛
- ضمان وفاء الشركة بالتزاماتها، وضمان تحقيق أهدافها بشكل قانوني و اقتصادي؛
- محاربة الفساد الداخلي في الشركات وعدم السماح بوجوده والقضاء عليه نهائيا؛
- ضمان تحقيق النزاهة والحياد والاستقامة لكافة العاملين في الشركة؛
- توفير معلومات عادلة وشفافة لكافة الأطراف ذات العلاقات المرتبطة بالشركة.

1-5- أهداف حوكمة الشركات:

إن الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات سيساعدها على جذب الاستثمارات ودعم الأداء الاقتصادي والقدرة على المنافسة في المدى الطويل وذلك من خلال تحقيق الأهداف التالية:¹³

- العدالة والشفافية في معاملات الشركة وحق المساءلة بما يسمح لكل ذي مصلحة مراجعة الإدارة حيث أن الحوكمة تقف في مواجهة الفساد؛

¹¹ علاء فرحات طالب، إيمان شبحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية و الأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، ط1، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2011، ص: 33.

¹² عبد الوهاب نصر علي و شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات و حوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص: 23-24.

¹³ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 222-223.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- حماية المساهمين بصفة عامة وتعظيم عائدهم وذلك بتبني معايير الشفافية في التعامل معهم لمنع حدوث الأزمات الاقتصادية؛
- منع المتاجرة بالسلطة في الشركة وذلك من خلال ضمان وجود هياكل إدارية يمكن معها محاسبة الإدارة أمام المساهمين؛
- ضمان مراجعة الأداء المالي وحسن استخدام أموال الشركة من خلال تكامل نظم المحاسبة و المراجعة؛
- الإشراف على المسؤولية الاجتماعية للشركة في ضوء قواعد الحوكمة الرشيدة؛
- تحسين الإدارة داخل الشركة والمساعدة على تطوير الاستراتيجيات وزيادة كفاءة الأداء.

وكذلك فإن من أهداف الحوكمة إمكانية مشاركة المساهمين والموظفين والدائنين والمقرضين في القيام بدور المراقبين لأداء الشركة، وأيضا تجنب حدوث مشاكل محاسبية ومالية، بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركات ومنع حدوث انهيارات في الأجهزة المصرفية، أو أسواق المال المحلية والعالمية، التي تسعى إلى تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي.

المطلب الثاني: حوكمة الشركات (المقومات - الخصائص - الأطراف المعنية - المحددات)

سنحاول من خلال هذا المطلب خصائص ومقومات حوكمة الشركات:

2-1- المقومات الأساسية لحوكمة الشركات:

تمثل المقومات التالية الدعائم الأساسية التي يجب توافرها حتى يمكن تطبيق حوكمة الشركات في الوحدة الاقتصادية وهي:¹⁴

- + توفر القوانين واللوائح الخاصة بضبط الأداء الإداري للوحدة الاقتصادية؛
- + وجود لجان أساسية منها لجنة المراجعة تابعة لمجلس الإدارة لمتابعة أداء الوحدة الاقتصادية؛
- + وضوح السلطات والمسؤوليات بالهيكل التنظيمي للوحدة الاقتصادية؛
- + فعالية نظام التقارير وقدرته على تحقيق الشفافية وتوفير المعلومات؛

¹⁴ بوقرة رابع، غانم هاجرة، الحوكمة: المفهوم والأهمية، مداخلة مقدمة ضمن المنتدى الوطني حول : حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، يومي 06-07 ماي 2012، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص: 10.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

تعدد الجهات الرقابية على أداء الوحدة الاقتصادية.

2-2- خصائص حوكمة الشركات:

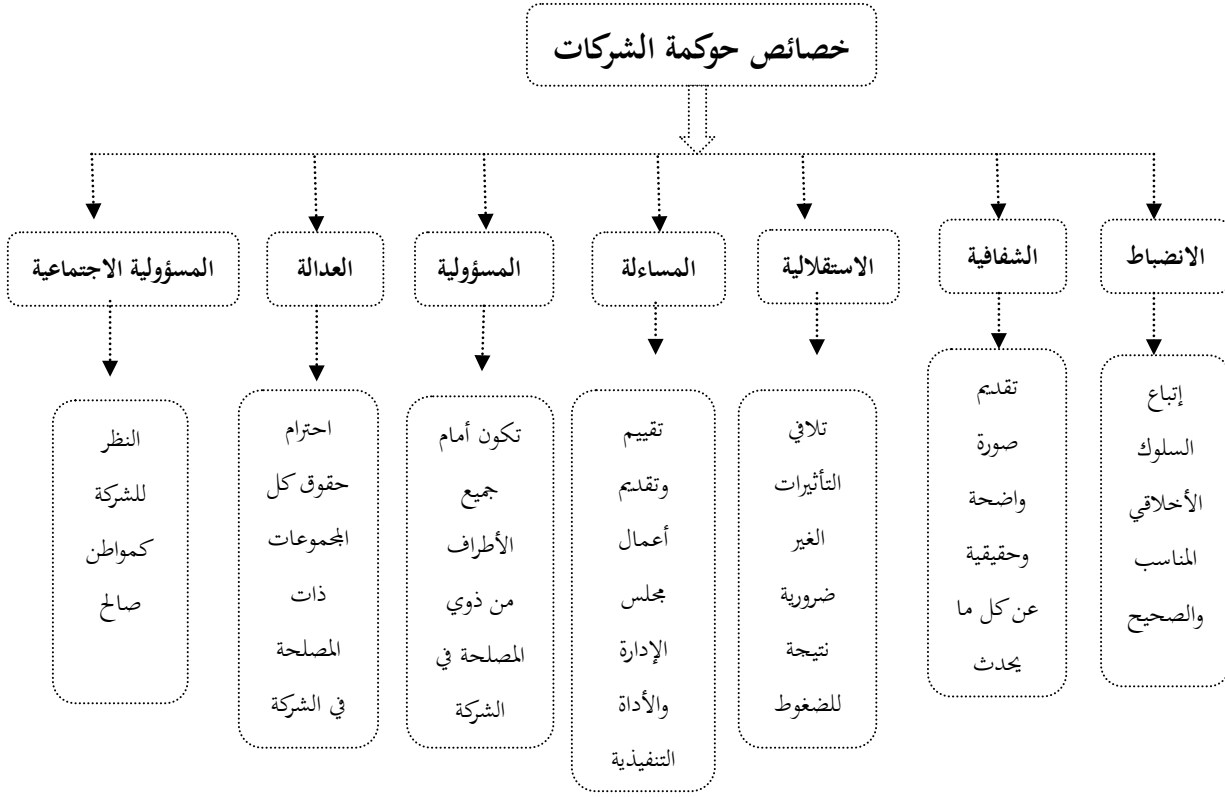
يرتبط مفهوم حوكمة الشركات بشكل أساسي بمختلف الفئات ذات الصلة بشركات الأعمال لذا فإن هناك مجموعة من الخصائص التي يجب أن تتوفر في هذه السلوكيات حتى يتحقق الغرض من وراء تطبيق هذا المفهوم وتمثل هذه الخصائص في:¹⁵

- الانضباط: أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح؛
 - الشفافية: أي تقديم صورة واضحة وحقيقية عن كل ما يحدث؛
 - الاستقلالية: تلافي التأثيرات الغير ضرورية نتيجة للضغوط؛
 - المساءلة: بمعنى تقييم وتقديم أعمال مجلس الإدارة والأداة التنفيذية؛
 - المسؤولية: تكون أمام جميع الأطراف من ذوي المصلحة في الشركة؛
 - العدالة: من خلال احترام حقوق كل المجموعات ذات المصلحة في الشركة؛
 - المسؤولية الاجتماعية: أي النظر للشركة كمواطن صالح.
- ويمكن توضيح خصائص حوكمة الشركات من خلال الشكل التالي:

¹⁵ محسن أحمد الحضيري، حوكمة الشركات، ط1، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005، ص ص: 22-23.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

الشكل رقم (1-1): خصائص حوكمة الشركات



المصدر: محسن أحمد الخضيري، حوكمة الشركات، ط1، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2005، ص: 23.

2-3- الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات

هناك أربعة أطراف رئيسية تتأثر وتؤثر في التطبيق السليم لمفهوم وقواعد حوكمة الشركات، وتحدد مدى النجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد وهي:¹⁶

▪ المساهمين Shareholders:

وهم من يقومون بتقديم رأس المال عن طريق امتلاكهم للأسهم في الشركة وذلك مقابل الحصول على أرباح مناسبة لاستثماراتهم، وبالتالي فهم معنيون بتعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل، وهم يمتلكون الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية حقوقهم.

¹⁶ عبد الناصر عبد الله خطاب، أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة ميدانية بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية- رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في المحاسبة، جامعة حلب، 2012، ص ص: 16-17.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

▪ مجلس الإدارة Board of Directors:

وهم من يمثلون المساهمين وأصحاب المصالح، ويقوم مجلس الإدارة باختيار المديرين التنفيذيين الذين يوكل اليهم سلطة الإدارة اليومية لأعمال الشركة، والرقابة على أدايتهم، كما يقوم مجلس الإدارة برسم السياسات العامة والمحافظة على حقوق المساهمين.

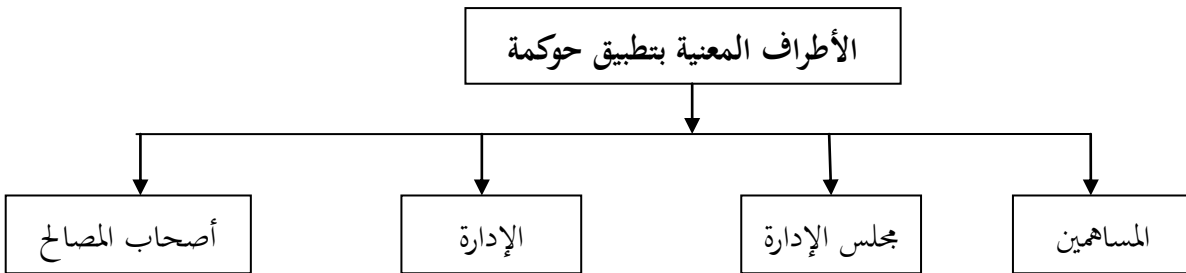
▪ الإدارة Management:

تعتبر الإدارة الجهة المسؤولة عن الإدارة الفعلية للشركة، وتقديم التقارير الخاصة بالأداء إلى مجلس الإدارة، وتكون مسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها بالإضافة إلى مسؤوليتها اتجاه الإفصاح والشفافية عن المعلومات التي تنشرها للمساهمين، وتكون حلقة الوصل بين مجلس الإدارة وبقية الأطراف المتعاملة مع الشركة.

▪ أصحاب المصالح Stock holders:

وهم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة مثل الدائنين والعملاء، والموردين، والعمال، والموظفين، وقد تكون هذه الأطراف متعارضة ومختلفة في بعض الأحيان، فالدائنون مثلاً يهتمون بقدرة الشركة على السداد، في حين يهتم العمال والموظفون بقدرة الشركة على الاستمرار.

الشكل رقم (1-2): الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات



المصدر: محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة و المديرين التنفيذيين، بدون طبعة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008، ص: 17.

من خلال الشكل أعلاه ترى الباحثة أن هناك أربعة أطراف رئيسية لحوكمة الشركات ولكي تقوم هذه الأطراف بدورها من اجل حوكمة جيدة للشركات لابد من توفر مجموعة من العوامل سواء كانت داخلية أو خارجية.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

2-4- محددات حوكمة الشركات:

هناك اتفاق على أن التطبيق الجيد لحوكمة المنظمات من عدمه يتوقف على مدى توافر ومستوى جودة مجموعتين من المحددات هما: المحددات الخارجية والمحددات الداخلية ويمكن عرض هاتين المجموعتين من المحددات بشيء من التفصيل كما يلي:¹⁷

● المحددات الخارجية:

تشير هذه المحددات إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة، والذي يشمل على سبيل المثال القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي (مثل قوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية والإفلاس ومكافحة الفساد)، وكفاءة القطاع المالي (البنوك وسوق المال) في توفير التمويل اللازم للمشروعات، ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج، وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية في إحكام الرقابة على جميع منظمات المجتمع.

وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة المنظمات، والتي تقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص.

● المحددات الداخلية:

يقصد بالمحددات الداخلية القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة، كما تشمل قواعد تشكيل واختيار أعضاء مجلس الإدارة وعلاقة المجلس بالجمعية العمومية والإدارة العليا، وربط مكافآت المجلس والإدارة التنفيذية بالأداء، ويؤدي توافر المحددات الداخلية وتطبيقها إلى تقليل التعارض بين مصالح الأطراف المختلفة في الشركة.¹⁸

¹⁷ Fawzy,s.(April 2003).**Assessment of Corporate Governance in Egypt**. Working Paper No.

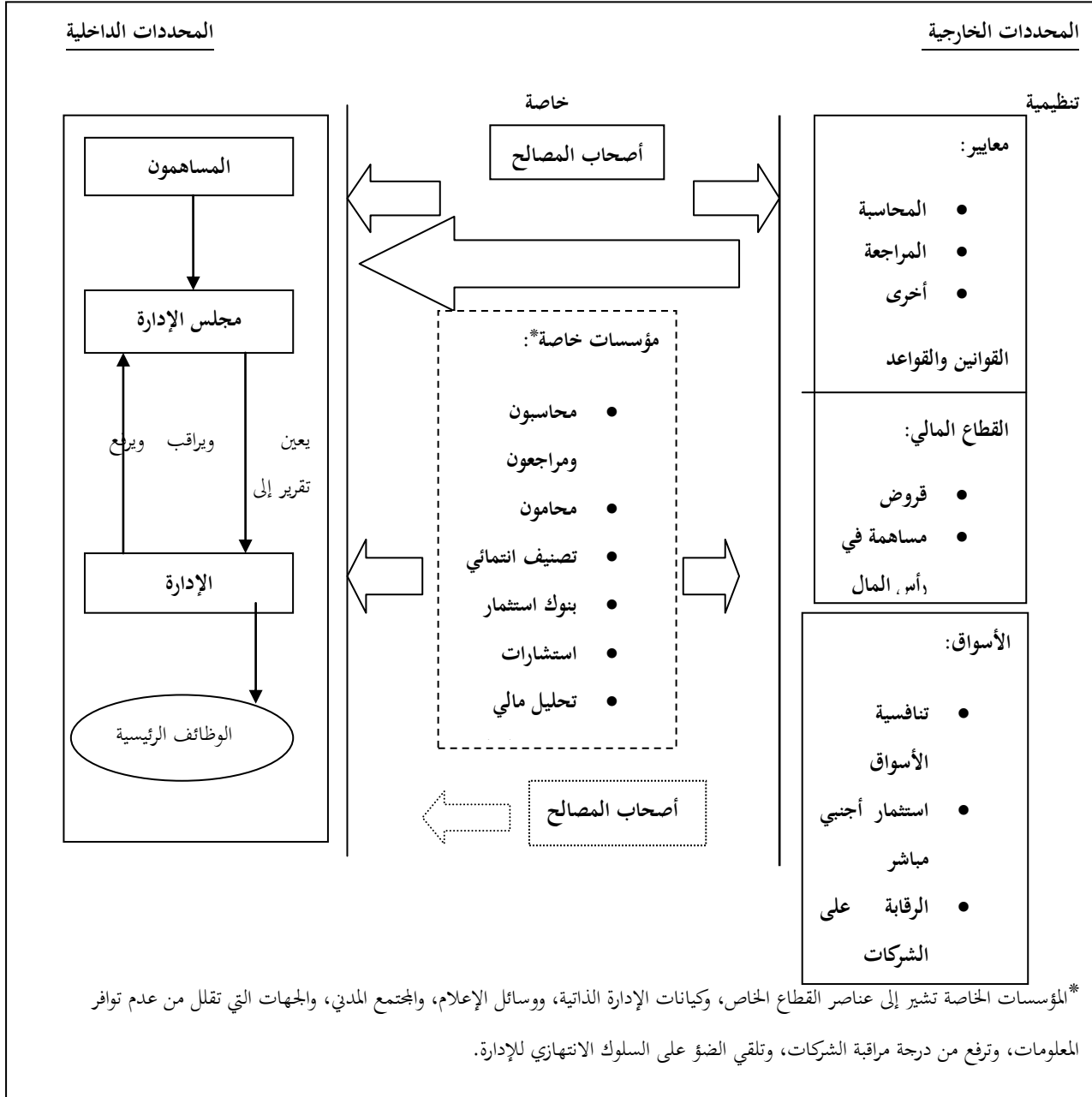
نقلا عن محمد ياسين غادر، محددات الحوكمة ومعاييرها، ورقة بحث

ضمن المؤتمر العلمي الدولي بعنوان عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس لبنان، 15-17 ديسمبر 2012، ص:16.

¹⁸ Iskander , M., and N, Chamlou ., **Corporate Governance** : A Framework for Implementation Overview, (The World Bank Group, 2002) p: 4. نقلا عن: عبد المطلب عثمان محمود، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية جامعة .68. الدول العربية، الدار الجزائرية للنشر و التوزيع، 2015، ص: 68.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

الشكل رقم (1-3): المحددات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات



Source: Iskander, M, and N, Chamlou., Corporate Govenance: A Framework for Implementation, 2002, p: 122.

من خلال الشكل أعلاه ترى الباحثة أن تطبيق حوكمة الشركات لا بد من توفر المحددات الداخلية و المحددات الخارجية، ولا بد من وجود ترابط بين المحددين من أجل تفادي حدوث أي خلل في تطبيق حوكمة الشركات فكلما المحددين يدعماني بعضهما البعض.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

المطلب الثالث: مبادئ وآليات حوكمة الشركات

سنتناول من خلال هذا المطلب التطرق إلى مبادئ وآليات حوكمة الشركات:

3-1- مبادئ حوكمة الشركات:

تمثل مبادئ حوكمة الشركات مجموعة من الأسس والقواعد والمعايير التي تساعد في تطبيق حوكمة الشركات في شركة المساهمة العامة، وتتضمن الحقوق والواجبات لكافة المتعاملين مع الشركة، مثل مجلس الإدارة، والمساهمين، وأصحاب المصالح، وتوفر قواعد حوكمة الشركات الإطار التنظيمي الذي يمكن من خلاله أن تحدد الشركة أهدافها والطريقة التي يمكن بها أن تحقق هذه الأهداف.¹⁹

نظرا للاهتمام المتزايد بمفهوم حوكمة الشركات، فقد حرصت العديد من المؤسسات على دراسة هذا المفهوم وعليه تم وضع معايير محددة لتطبيقه، ومن أبرز هذه المؤسسات نجد منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، وبنك التسويات الدولية (BIS) ممثلا في لجنة بازل، ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي (IFC)، وبعض البورصات العالمية.

لعل أهم مبادئ الحوكمة هو ما أصدرته منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، في عام 1999 تحت عنوان مبادئ حوكمة الشركات، وهي ليست المبادئ الوحيدة، كما أنها تعمل بمثابة مرجعيات للاستعانة والاسترشاد بها، وهي ليست ملزمة ولا تستهدف تقديم توجيهات تفصيلية للقوانين والتشريعات الخاصة بالدول المختلفة، وإنما تترك الأمور لكل دولة للاختيار وفقا لظروفها الاقتصادية والاجتماعية الخاصة وبما يتناسب معها.

وسوف تتناول الباحثة هذه المبادئ الصادرة عن هذه المنظمات على النحو التالي:

3-1-1- المبادئ الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية:

يتم تطبيق حوكمة الشركات وفق مبادئ أساسية توصلت إليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في عام 1999 وتم تعديلها في عام 2004، وتعتبر هذه المبادئ الأكثر قبولا من قبل مختلف الهيئات وهي:

¹⁹ عبد الوهاب نصر علي، وشحاته السيد شحاته، مرجع سابق، ص: 77.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

أولاً: ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات:

ينبغي أن يشجع إطار حوكمة الشركات على شفافية وكفاءة الأسواق، وأن يكون متوافقاً مع حكم القانون وأن يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية. ويتم ذلك من خلال مايلي:²⁰

1 يجب أن يتم وضع إطار حوكمة الشركات بهدف أن يكون ذا تأثير على الأداء الاقتصادي الشامل، ونزاهة الأسواق، والحوافز التي يخلقها للمشاركين في السوق، وتشجيع قيام أسواق تتميز بالشفافية والفعالية؛

2 يجب أن تكون المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر في ممارسات حوكمة الشركات في نطاق اختصاص تشريعي ما، متوافقة مع حكم القانون، وذات شفافية، وقابلة للتنفيذ؛

3 يجب أن يكون توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات، في نطاق اختصاص تشريعي ما، محددًا بشكل واضح مع ضمان خدمة المصلحة العامة؛

4 يجب أن تكون لدى الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية السلطة، والنزاهة والموارد للقيام بواجباتها بطريقة متخصصة وموضوعية. فضلاً عن أن أحكامها وقراراتها ينبغي أن تكون في الوقت المناسب وشفافة مع توفير الشرح التام لها.

ثانياً: حقوق المساهمين

ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات حماية حقوق المساهمين من خلال التأكيد على مايلي:²¹

1 تشمل الحقوق الأساسية للمساهمين على مايلي:

- تأمين أساليب تسجيل الملكية؛

- نقل أو تحول ملكية الأسهم؛

- الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب وبصفة منتظمة؛

²⁰ مركز المشروعات الدولية الخاصة، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، 2004، ص: 11.

²¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 232-234.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- المشاركة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين؛
 - انتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛
 - الحصول على حصص من أرباح الشركة.
- 2 للمساهمين الحق في المشاركة، وفي الحصول على معلومات كافية عن القرارات المتصلة بالتغيرات الأساسية بالشركة ومن بينها:
- التعديلات في النظام الأساسي أو مواد تأسيس الشركة أو غيرها من الوثائق الأساسية للشركة؛
 - طرح أسهم إضافية؛
 - أية تعاملات مالية غير عادية قد تسفر عن بيع الشركة.
- 3 ينبغي أن تتاح للمساهمين فرصة المشاركة الفعالة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين، ومن بين قواعد التصويت:
- يتعين تزويد المساهمين بالمعلومات الكافية في التوقيت المناسب، بشأن تواريخ وأماكن وجداول أعمال الاجتماعات العامة، بالإضافة إلى توفير المعلومات الكاملة في التوقيت الملائم بشأن المسائل التي يستهدف اتخاذ قرارات بشأنها خلال الاجتماعات؛
 - يجب إتاحة الفرصة للمساهمين لتوجيه أسئلة إلى مجلس الإدارة ولإضافة موضوعات إلى جداول أعمال الاجتماعات العامة، على أن توضع حدود معقولة لذلك؛
 - ينبغي أن يتمكن المساهمون من التصويت بصفة شخصية أو بالإنابة، كما يجب أن يعطى نفس الوزن للأصوات المختلفة، سواء كانت حضور أو بالإنابة؛
- 4 يتعين الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية التي تمكن أعداد معينة من المساهمين ممارسة درجة من الرقابة لا تتناسب مع حقوق الملكية التي يجوزونها.
- 5 ينبغي السماح لأسواق الرقابة على الشركات بالعمل على نحو فعال ويتسم بالشفافية:
- يجب ضمان الصياغة الواضحة والإفصاح عن القواعد والإجراءات التي تحكم حيازة حقوق الرقابة على الشركات في أسواق رأس المال، ويصدق ذلك أيضا التعديلات غير العادية، مثل عمليات الاندماج وبيع نسب كبيرة من أصول الشركة، بحيث يتسنى للمستثمرين فهم حقوقهم والتعرف على المسارات

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

المتاحة لهم. كما أن التعاملات المالية ينبغي أن تجرى بأسعار مفتح عنها، وأن تتم في ظروف عادلة

يكون من شأنها حماية حقوق كافة المساهمين وفقاً لفتاىهم؛

- يجب ألا تستخدم الآليات المضادة لتحسين الإدارة التنفيذية ضد المساءلة؛

6 - ينبغي أن يتاح المساهمون ومن بينهم المستثمرون المؤسسون في الحسبان التكاليف والمنافع المقترنة

بممارساتهم لحقوقهم بالتصويت.

ثالثاً: دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات

يجب أن ينطوي إطار حوكمة الشركات على الاعتراف بحقوق أصحاب المصلحة كما يرسبها القانون، وأن

يعمل أيضاً على تشجيع التعاون بين الشركات وأصحاب المصالح في مجال خلق الثروة وفرص العمل وتحقيق

الاستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة. وذلك من خلال:²²

- يعمل إطار حوكمة الشركات على تأكيد احترام حقوق أصحاب المصالح التي يحميها القانون؛

- حينما يحمي القانون حقوق أصحاب المصالح ينبغي أن تتاح لهم فرصة الحصول على تعويضات في

حالة انتهاك حقوقهم؛

- يجب أن يسمح إطار حوكمة الشركات بوجود آليات لمشاركة أصحاب المصالح وأن تكفل تلك

الآليات بدورها تحسين مستويات الأداء؛

- حينما يشارك أصحاب المصالح في عملية الحوكمة بالشركة يجب أن تكفل لهم فرصة الحصول على

المعلومات المتصلة بذلك.

رابعاً: المعاملة العادلة والمتكافئة لجميع المساهمين:

ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يضمن المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين بما فيهم صغار المساهمين

والمساهمين الأجانب مع تعويضهم في حالة انتهاك حقوقهم، ويتحقق هذا المبدأ من خلال:²³

²² عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2007، ص: 31-32.

²³ علي سليمان النعماني، مدى تأثير ممارسة الأبعاد المحاسبية لقواعد حوكمة الشركات على جودة الإفصاح المالي للشركات المساهمة العامة والمؤسسات بحافظات

غزة- فلسطين - دراسة تحليلية تطبيقية، مجلة جامعة فلسطين للأبحاث والدراسات، العدد الخامس، يوليو 2013، ص: 19.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- المساواة في توفير المعلومات لمختلف الفئات؛
- المساواة في المعاملة للفئات المتكافئة من المساهمين؛
- الدفاع عن حقوق القانونيين؛
- الإفصاح عن المصالح الخاصة بمجلس الإدارة والمديرين؛
- التعويض عن حالات التعدي عن حقوقهم.

خامسا: الإفصاح والشفافية

ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يضمن القيام بالإفصاح السليم الصحيح في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي، والأداء، وحقوق الملكية، وحوكمة الشركات. وذلك من خلال مايلي:²⁴

1 ينبغي أن يتضمن الإفصاح ولا يقتصر على المعلومات التالية:

- النتائج المالية ونتائج عمليات الشركة؛
- أهداف الشركة؛
- الملكيات الكبرى للأسهم وحقوق التصويت؛
- سياسة مكافأة أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين، والمعلومات عن أعضاء مجلس الإدارة بما في ذلك مؤهلاتهم، وعملية الاختيار، والمديرين الآخرين في الشركة، وما إذا كان يتم النظر إليهم باعتبارهم مستقلين؛
- العمليات المتصلة بأطراف من الشركة؛
- عوامل المخاطرة المتوقعة؛
- الموضوعات الخاصة بالعاملين وأصحاب المصالح الآخرين؛
- هياكل الحوكمة وسياساتها، وبصفة خاصة، ما يحتويه أي نظام أو سياسة لحوكمة الشركة والعمليات التي يتم تنفيذها بموجبها.

²⁴ أحمد على خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2012، ص ص: 23-25.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- 2 ينبغي إعداد المعلومات والإفصاح عنها طبقاً للمستويات النوعية المرتفعة للمحاسبة والإفصاح المالي وغير المالي؛
- 3 ينبغي القيام بمراجعة خارجية مستقلة بواسطة مراجع مستقل، يكون كفاء ومؤهل حتى يمكنه أن يقدم تأكيدات خارجية موضوعية لمجلس الإدارة والمساهمين بأن القوائم المالية تمثل بصدق المركز المالي وأداء الشركة في كافة النواحي المادية والهامة؛
- 4 ينبغي للمراجعين الخارجيين أن يكونوا قابلين للمساءلة والمحاسبة أمام المساهمين، كما أن عليهم واجبا تجاه الشركة، وهو أنهم يقومون بممارسة كافة ما تقتضيه العناية والأصول المهنية في عملية المراجعة؛
- 5 ينبغي في قنوات بث المعلومات أن توفر فرصة متساوية وفي التوقيت المناسب مع كفاءة التكلفة لمستخدمي المعلومات ذات الصلة؛
- 6 ينبغي استكمال إطار حوكمة الشركات بمنهج فعال يتناول ويشجع على تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين، والسماسة ووكالات التقييم والتصنيف وغيرها، والمتعلقة بالقرارات التي يتخذها المستثمرون، بعيدا عن أي تعارض هام في المصلحة قد يؤدي إلى الإضرار بنزاهة ما يقومون به من تحليل أو ما يقدمونه من مشورة.

سادسا: مسؤوليات مجلس الإدارة

ينبغي في إطار حوكمة الشركات على مجلس الإدارة أن يضمن التوجيه والإرشاد الاستراتيجي للشركة ومحاسبة مجلس الإدارة عن مسؤوليته أمام الشركة والمساهمين.

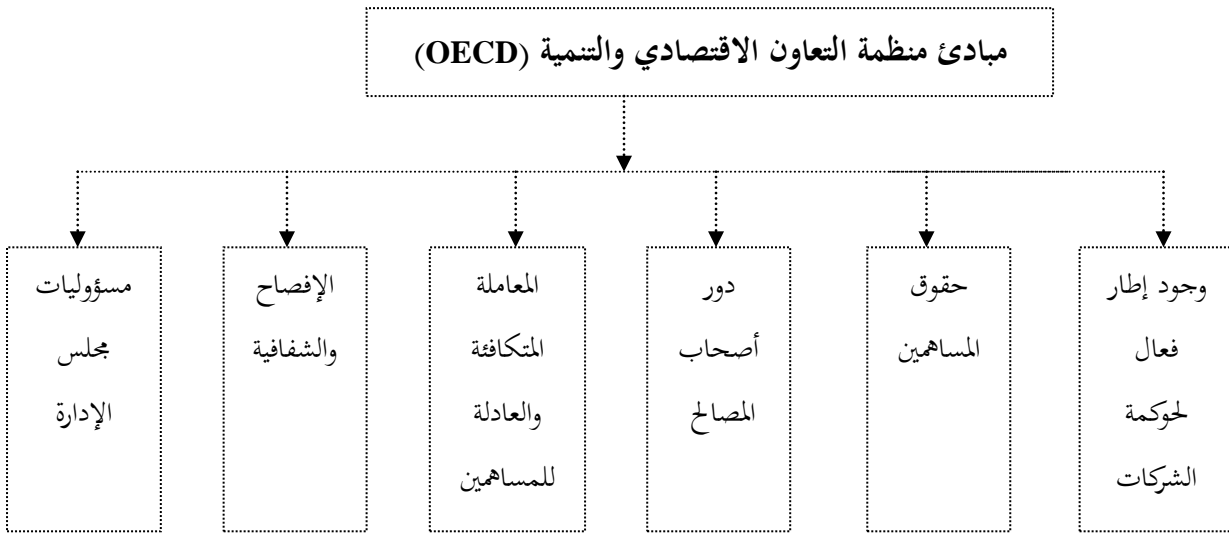
ومجلس الإدارة ليس خاضعا للمساءلة أمام الشركة ومساهميها فحسب ولكن أيضا عليه واجب بالعمل لتحقيق ما هو أفضل لمصالحهم، وبالإضافة إلى هذا فإنه يتوقع من مجلس الإدارة أن تأخذ في حسابها أن تتعامل بشكل عادل مع اهتمامات أصحاب المصالح الآخرين، بما في ذلك مصالح العاملين، والدائنين، والعملاء، والموردين، والمجتمعات المحلية وتعتبر مراعاة المعايير البيئية والاجتماعية ذات صلة في هذا الصدد.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

وهناك مجموعة من الإرشادات التي يجب الأخذ بها عند الالتزام بتطبيق المبدأ وهي:²⁵

- على أعضاء مجلس الإدارة أن يعملوا على أساس من المعلومات الكاملة، وبحسن النية مع العناية الواجبة وبما يحقق أفضل مصلحة للشركة والمساهمين؛
- إذا ما كانت قرارات مجلس الإدارة ستؤثر في مختلف مجموعات المساهمين بطرق مختلفة، فإن على مجلس الإدارة أن يعامل كافة المساهمين معاملة عادلة؛
- ينبغي على مجلس الإدارة أن يطبق معايير أخلاقية عالية وينبغي أيضا أن يأخذ في الاعتبار مصالح واهتمامات أصحاب المصالح الآخرين.

الشكل رقم (1-4): مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ما سبق.

3-1-2- مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن مؤسسة التمويل الدولية:

وضعت مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي في عام 2003 موجهات وقواعد ومعايير عامة تراها أساسية لدعم الحوكمة في المؤسسات على تنوعها، سواء كانت مالية أو غير مالية، وذلك على مستويات أربعة كالتالي:²⁶

²⁵ عدنان عبد الحميد عبد الرحمان قباجه، أثر فاعلية الحوكمة المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة دكتوراه فلسفة في التمويل، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2008، ص ص: 53-54.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- ممارسات المقبولة للحكم الجيد؛
- خطوات إضافية لضمان الحكم الجيد الجديد؛
- إسهامات أساسية لتحسين الحكم الجيد محليا؛
- القيادة.

3-1-3- مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن البورصات العالمية

أصدرت البورصات العالمية بمختلف دول العالم مبادئ للحوكمة بناء على توصيات هيئات أسواق المال ومن هذه البورصات:²⁷

أولاً: مبادئ بورصة نيويورك للأوراق المالية:

أصدرت بورصة نيويورك العديد من المتطلبات، التي تمثل مبادئ للحوكمة وألزمت الشركات المدرجة فيه ومن هذه المبادئ:

- أن يكون معظم الأعضاء الذين يمثلون مجالس الإدارة مستقلين؛
- أن يكون لدى جميع الشركات المدرجة لجان للمراجعة، التعيينات والمكافآت مكونة من أعضاء مستقلين، ويقومون بواجبات محددة؛
- يجتمع الأعضاء غير التنفيذيين بالشركة بانتظام بدون حضور أعضاء مجلس الإدارة؛
- أن يكون لدى أعضاء لجنة المراجعة الخبرة الضرورية، في الأمور المالية والمحاسبية؛
- موافقة المساهمين على خطط وأجور المديرين التنفيذيين.

ثانياً: مبادئ بورصة ناسداك للأوراق المالية:

وضعت بورصة ناسداك عدد من المبادئ للحوكمة منها:

²⁶ خالد رجم، سمير بوختالة، حنان سلاطي، الحوكمة في المصارف الإسلامية كأداة فعالة لتحقيق التنمية المستدامة، مداخله ضمن المنتدى العلمي الدولي حول آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة، 25-26 نوفمبر، 2013، ص: 503.

²⁷ <http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf> (19/01/2017). New York Stock Exchange (NYSE), Final NYSE Corporate Governance Rules, Nov, 2003.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- أن يكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة مستقلين؛
- عقد اجتماعات بشكل منتظم للمدراء المستقلين؛
- منح المديرين التنفيذيين حصص أسهم بدون موافقة المساهمين بشرط موافقة أغلبية المديرين التنفيذيين والإفصاح عن ذلك؛
- السماح للشركات المسجلة بها التخلي عن قواعد الحوكمة التي تكون على عكس قواعد الدولة الأم أو ممارسة الأعمال والإفصاح عن ذلك في التقارير المالية.

3-2- آليات حوكمة الشركات:

تقوم حوكمة الشركات بحل مختلف المشاكل التي تحدث في الشركات بين الإدارة والملاك كذلك الفساد المالي والإداري الذي يحدث داخل الشركة وذلك عن طريق مجموعة من الآليات الرقابية والمتمثلة في الآليات الداخلية والآليات الخارجية.

3-2-1- الآليات الداخلية لحوكمة الشركات:

تنصب آليات حوكمة الشركات الداخلية على أنشطة وفعاليات الشركة، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف الشركة ويمكن تصنيف آليات حوكمة الشركات الداخلية إلى ما يأتي:

✓ آلية مجلس الإدارة:

يذكر كل من Harianto & Singh إن الناشطين في مجال حوكمة الشركات والباحثين والممارسين يعدون مجلس الإدارة أحسن أداة لمراقبة سلوك الإدارة، إذ إنه يحمي رأس المال المستثمر في الشركة من سوء الاستعمال من قبل الإدارة، وذلك من خلال صلاحياته القانونية في تعيين وإعفاء ومكافأة الإدارة العليا كما إن مجلس الإدارة القوي يشارك بفاعلية في وضع إستراتيجية الشركة، ويقدم الحوافز المناسبة للإدارة، ويراقب سلوكها ويقوم أدائه، وبالتالي تعظيم قيمة الشركة ولكي تكون هذه الشركة فعالة ينبغي أن تكون في الموقف الذي يؤهلها للعمل لمصلحة الشركة، وفي ذات الوقت تأخذ الأهداف الاجتماعية للشركة بعين الاعتبار، كما يجب أن تمتلك السلطة اللازمة لممارسة أحكامها الخاصة بعيدا عن التدخلات السياسية والبيروقراطية في شؤونها، وتقوم باختيار الإدارة العليا، فضلا عن الإشراف المستمر على أداء الشركة والإفصاح عن ذلك. ولكي يتمكن مجلس الإدارة من

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

القيام بواجباته في التوجيه والمراقبة، يلجأ إلى إنشاء مجموعة من اللجان من بين أعضائه من غير التنفيذيين، والميزة الرئيسية لهذه اللجان أنها لا تحل محل مجلس الإدارة فهي تقوم برفع تقرير مفصل للمجلس بالتالي فالمجلس هو صاحب القرار النهائي والمسؤولية الكاملة.²⁸

ترى الباحثة أن لمجلس الإدارة دوراً مهماً في مجال الرقابة وحل مختلف المشاكل التي تنشأ بين الإدارة والملاك (مشكلة الوكالة)، وذلك من خلال زيادة أعضاء مجلس الإدارة الغير تنفيذيين (أعضاء خارجيين).

✓ آلية لجنة المراجعة:

أن لجان المراجعة تعد من أهم أدوات الرقابة في الشركات المساهمة، كما تعتبر أحد أهم دعائم تحقيق مفهوم حوكمة الشركات، حيث تعمل كحلقة وصل بين مجلس الإدارة وكل من المراجع الداخلي والخارجي. وقد أكدت بعض الدراسات والبحوث (Rezaee, 1997; Verschoor, 1992; Rezaee and Lander,; 1993) على أهمية العلاقة بين لجنة المراجعة والمراجع الداخلي والخارجي ودورها في تعزيز الرقابة على الشركة.²⁹

حيث تقوم لجنة المراجعة بالحفاظ على استقلال المراجع الخارجي، وذلك من خلال تعيين وتحديد أتعابه، كما تساهم لجنة المراجعة في حل المشاكل المتعلقة بالإفصاح التي قد تنشأ بين المراجع الخارجي والإدارة وذلك بسبب أوجه الاختلاف بينهما.³⁰

كما تلعب لجنة المراجعة دوراً مهماً في التأثير على التقارير المالية، وتعزيز أدوار المراجعين الداخليين والخارجيين، كما تعتبر آلية مهمة من آليات حوكمة الشركات.³¹

ترى الباحثة أن لجنة المراجعة لها دور كبير في تحقيق التفاعل بين مختلف الأطراف، كما تعمل على زيادة الثقة في التقارير والقوائم المالية ودعم استقلالية المراجعين الداخليين والخارجيين، مما يساهم في تطوير الرقابة الداخلية.

✓ آلية المراجعة الداخلية:

²⁸ محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، 2006، ص: 115.

²⁹ عوض بن سلامة الرحيلي، لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات: حالة السعودية، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة السعودية، 2008، ص: 197.

³⁰ Elaine, S., Just Business :**Business Ethics in Action**, (2 nd edn, Oxford University Press, 2000), p: 37.

³¹ Abu-Tapanjeh, Abdussalam, **Good Corporate Governance Mechanism and Firms Operating and Financial Performance: Insight from Perspective of Jordanian Industrial Companies**, King Saud University Journal, Vol. 19, No.2, 2006, P.107

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

تقوم المراجعة الداخلية بمساعدة الشركة على تحقيق أهدافها، وتأكيد فعالية الرقابة الداخلية، كما تعمل مع مجلس الإدارة ولجنة المراجعة من أجل إدارة المخاطر والرقابة عليها في عملية حوكمة الشركات، وذلك من خلال تقييم وتحسين العمليات الداخلية للشركة بما يضمن لها الممارسة الجيدة لأعمالها، ومن ثم صحة المعلومات المحاسبية التي تفصح عنها الشركة نتيجة لاستقلالها وتبعيتها لرئيس مجلس الإدارة واتصالها برئيس لجنة المراجعة.³²

حيث يمكن أن تتلخص المراجعة الداخلية بمفهومها الجديد في النقاط التالية:³³

- تعتبر المراجعة الداخلية مستقلة عن الإدارة التنفيذية، حيث تقدم تقاريرها لمجلس الإدارة والمساهمين؛
 - توسيع نطاق المراجعة الداخلية لتشمل الخدمات الاستشارية من خلال إدارة وتقييم المخاطر ودعم حوكمة الشركات؛
 - التزام المراجعون الداخليون بتطبيق معايير المراجعة الداخلية الدولية أكثر من الاعتبارات التنظيمية والقانونية المتبعة بالشركة، وهذا يدعم العمل وفق المتطلبات الدولية؛
 - تعتبر المراجعة الداخلية نشاط موضوعي يقوم بتنفيذ أعمال المراجعة من خلال أشخاص مهنيين ذو خبرة ومهارة عالية سواء من داخل أو خارج الشركة.
- ترى الباحثة أن المراجعة الداخلية تلعب دور كبير في تفعيل مبادئ حوكمة الشركات وذلك من خلال تقييم وتحليل المخاطر ومدى الالتزام بتطبيق الإجراءات الرقابية.

✓ آلية التعويضات المالية للمديرين:

تسعى هذه الآلية إلى تحقيق التوافق والتوحيد بين مصالح المالكين والمدراء من خلال الرواتب والعلاوات والحوافز الطويلة الأجل، حيث ينظر إلى هذه الآلية على أنها من آليات الحوكمة المعقدة وذلك بسبب:³⁴

³² إبراهيم سيد أحمد، حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات عبر الوطنية و غسل الأموال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص: 192.

³³ Michael, E., and et al., An Improved Process Model for Internal Auditing, (Management of Auditing Journal, Vol 22, No 6, 2007), p: 554.

³⁴ Hitt, A. &Others , strategic Management :Competitiveness globalization , south-Western College publishing , 5th ed . , 2003,p p: 222-224.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- إن القرارات الإستراتيجية التي يتخذها المدراء التنفيذيين تعد معقدة وغير روتينية، لذلك فإن الإشراف المباشر على أولئك المدراء يكون غير ملائم للحكم على نوعية قراراتهم، وهناك ميل لربط تعويضات المدراء بالنتائج القابلة للقياس مثل الأداء المالي للشركة؛
- إن قرارات المدراء التنفيذيين عادة ما تؤثر في نتائج الشركة المالية لمدة طويلة الأجل مما يجعل من الصعب تقييم تأثير القرارات الحالية على أداء الشركة؛
- هناك عوامل أخرى تؤثر في أداء الشركة مثل التغيرات الاقتصادية والقانونية غير المتوقعة والتي تجعل من الصعب تمييز أثر القرارات الإستراتيجية.

ترى الباحثة أن تحديد مكافآت ورواتب بطريقة صحيحة تمكن من منع حدوث أي نوع من الاحتيال لجنى المكافآت.

✓ آلية تركيز الملكية:

تعد هوية مالكي الشركة على جانب كبير من الأهمية وفي مجالين أساسيين هما حجم ملكيتهم وطبيعة المنافع التي تؤول إليهم نتيجة لهذه الملكية، حيث تصنف هياكل الملكية إلى نوعين يتمثل النوع الأول في الملكية المركزة وهي التي تتركز فيها الملكية أو السيطرة المركزة في عدد صغير من الأفراد أو العائلات والمدراء والبنوك وغيرها من المؤسسات غير المالية إذ تدير تلك المجموعات المحدودة في الغالب الشركة أو تسيطر عليها مما يعني إنها ستؤثر فيها بقوة نتيجة لامتلاكها معظم أسهم الشركة وبالتالي معظم حقوق التصويت، أما النوع الثاني فيتمثل في الملكية المشتتة والتي يوضحها العدد الكبير من المالكين الذين يمتلك منهم عددا صغيرا من أسهم الشركة و لا يملكون الحق في الاشتراك بقرارات أو سياسات الإدارة كما لا يمارسون مراقبة أنشطة الشركة عن قرب.³⁵

حيث نجد لكل نوع من هياكل الملكية مزايا وعيوب، وبالتالي له تحديات لنظام حوكمة الشركات الخاص به، فهيكلك الملكية المركزة (نظام الداخليين)، يتمتع بأن لمالكيه السلطة والحافز لمراقبة الإدارة عن كثب مما يؤدي إلى تقليل احتمالات سوء الإدارة والغش إلى جانب إنهم سيميلون إلى تأييد القرارات التي تعزز أداء الشركة في الأجل الطويل مقابل القرارات التي تهدف إلى تعظيم المكاسب في الأجل القصير على حساب المكاسب الطويلة الأجل، إلا انه في الوقت ذاته قد يعرض موارد الشركة للضياع ويخفض من مستويات الإنتاجية متى ما كان مالكيه يستخدمون سلطاتهم بطريقة غير مسؤولة ويتواطؤا مع إدارة الشركة للاستيلاء على أصولها على حساب مساهمي

³⁵ أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة الدولية وعولمة أسواق رأس المال، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 714-715.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

الأقلية، على النقيض من ذلك فإن هيكل الملكية المشتتة (نظام الخارجيين)، سيدفع الشركات للاعتماد على الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة لمراقبة السلوك الإداري والإشراف على بقائه تحت السيطرة، ويميل أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى الإفصاح بشكل واضح وبدرجة متساوية عن المعلومات وحقوق المساهمين بقوة، إلا أنه في الوقت ذاته يعاني من نقاط ضعف تتمثل بسعي المالكين للاهتمام بتعظيم الأرباح في الأجل القصير والذي قد لا يعمل بالضرورة على تشجيع الأداء طويل الأجل للشركة، إلى جانب إنهم يفتقرون إلى الالتزام بممارسة الرقابة الفعالة على قرارات مجلس الإدارة التي تتطلب عملاً جماعياً، إذ إن الملكية مشتتة على عدد كبير من صغار المساهمين.

ذلك يشير إلى أن كل هيكل يحمل في طياته مخاطر ويؤدي الإخفاق في إنشاء الآليات الملائمة لتخفيض تلك المخاطر إلى تهديد استمرارية الشركات مما يفرض أهمية تعزيز حوكمة الشركات بالاستناد لمجموعة من الضوابط الداخلية والخارجية.³⁶

ترى الباحثة أن لكل نوع من أنواع تركيز الملكية له مجموعة من المزايا والعيوب والتي يمكن لهذه الأخيرة من أن تضر بإدارة الشركة لذلك لا بد من وضع آليات رقابية تعمل على خفض أي مخاطر يمكن أن تتعرض لها الشركة.

3-2-2- الآليات الخارجية لحوكمة الشركات:

تتمثل الآليات الخارجية لحوكمة الشركات في الرقابة التي يمارسها أصحاب المصلحة الخارجيين عن الشركة والمنظمات الدولية المهتمة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات، وتتمثل هذه الآليات في مايلي:³⁷

✓ منافسة سوق المنتجات (الخدمات) وسوق العمل الإداري

تعد منافسة سوق المنتجات (الخدمات) أحد الآليات المهمة لحوكمة الشركات، ويؤكد على هذه الأهمية كل من (Hess & Impavido) وذلك بقولهم إذا لم تقم الإدارة بواجباتها بالشكل الصحيح (غير مؤهلة)، فإنها سوف تفشل في منافسة الشركات التي تعمل في نفس حقل الصناعة، وبالتالي تتعرض للإفلاس. إذن إن منافسة سوق المنتجات (أو الخدمات) تهذب سلوك الإدارة، وبخاصة إذا كانت هناك سوق فعالة للعمل الإداري Labor Market للإدارة العليا، وهذا يعني إن إدارة الشركة في حالة الإفلاس سوف يكون له تأثير سيئ

³⁶ هلبينج، كاترين كوشتا وسوليفان، جون، غرس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، من كتاب حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين،

إصدار مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، الطبعة الثالثة، 2003، ص ص: 8-10.

³⁷ Grossman, S., and Hart, O., The Costs and Emerging A Theory of Vertical and Lateral Integration Benefits of Ownership, (Journal of Polical Economy, Vol 94, 2006), p:691.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

على مستقبل المدير وأعضاء مجلس الإدارة، إذ غالباً ما تحدد اختبارات الملائمة للتعين أنه لا يتم إشغال مواقع المسؤولية من أعضاء مجلس إدارة أو مديري تنفيذيين سبق أن قادوا شركاتهم إلى الإفلاس أو التصفية.³⁸ ترى الباحثة أن وجود أسواق للمنافسة قد يؤدي إلى تحسين أداء الشركة وهذا إذا كانت الإدارة قادرة على القيام بواجباتها بالشكل الصحيح وفي حالة العكس فإن ذلك يعرضها للإفلاس.

✓ الاندماجات و الإكتسابات:

مما لاشك فيه أن الاندماجات و الإكتسابات من الأدوات التقليدية لإعادة الهيكلة في قطاع الشركات في أنحاء العالم، ويشير كل من (John & Kedia) إلى وجود العديد من الأدبيات والأدلة التي تدعم وجهة النظر التي ترى إن الإكتساب آلية مهمة من آليات الحوكمة (في الولايات المتحدة الأمريكية على سبيل المثال) ، وبدونه لا يمكن السيطرة على سلوك الإدارة بشكل فعال، حيث غالباً ما يتم الاستغناء عن خدمات الإدارات ذات الأداء المنخفض عندما تحصل عملية الإكتساب أو الاندماج.

أما في الشركات المملوكة للدولة فتشير OECD إلى إن الحكومة الصينية على سبيل المثال قد استفادت من هذه الآلية، وذلك بعد إعطاء هذه الشركات قدراً من الاستقلالية في اتخاذ القرارات ومنها قرارات الاستحواذ والاندماج، ولكن تبقى الدولة بحاجة إلى أن تتأكد من عدم الإضرار بحقوقها كمالك للأسهم جراء مثل هذه القرارات المهمة التي تتخذها الإدارات كما أن عملية الاستحواذ ليس لها تأثير على الشركات المملوكة للدولة، وذلك لأنها يمكن أن تحصل في الشركات المساهمة الخاصة، وهي ليست موضوع الدراسة أما الاندماج فقد نص عليه قانون الشركات العامة، إلا أنه على حد علم الباحث لم يتم تفعيل هذه الآلية.³⁹

ترى الباحثة أن وجود مثل هذه الآلية يساعد في فرض السيطرة على الإدارة مما يساعدها على رفع أداء الشركة وعدم الإضرار بحقوقها.

✓ محللو الأوراق المالية:

³⁸ بروش زين الدين، دهيمي جابر، دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري، مداخلة ضمن المنتدى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، يومي 6 و 7 ماي 2012، ص: 16.

³⁹ بروش زين الدين، دهيمي جابر، مرجع سابق، ص: 16.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

إن وجود محللو الأوراق المالية في شركات ترويج الأوراق المالية وبيوت السمسرة وكبار الملاك يساهم بشكل كبير في رقابة وعقاب المديرين، ذلك لأن هؤلاء المحللين لديهم القدرة على تحليل وتفسير المعلومات المتعلقة بالشركة أكثر من المستثمرين فهي تمثل آلية مهمة لمراقبة أداء الشركة.⁴⁰

ترى الباحثة أن هذه الآلية تعتبر آلية فعالة ومهمة لحوكمة الشركات نتيجة لما تقوم به من مراقبة ومتابعة لمختلف المشاكل التي تحدث بالشركة لما تمتلكه من معلومات عن الشركة أكثر من المستثمرين.

✓ المدقق الخارجي:

يقوم المراجع الخارجي بتعزيز الثقة والمصداقية في المعلومات المحاسبية وذلك من خلال قيامه بإبداء رأيه الفني المحايد حول صدق وعدالة القوائم المالية التي تعدها الشركات من خلال التقرير الذي يقوم بإعداده، لذلك فإن دور المراجع الخارجي أصبح جوهري وفعال في مجال حوكمة الشركات لأنه يجد من التعارض بين الملاك وإدارة الشركة، كما أنه يجد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، كذلك يجد من مشكلة عدم الالتزام بمبادئ سلوك المهنة والانحراف الخلفي في الشركات.⁴¹

حيث يتمثل الدور الذي يقوم به المراجع في عملية الكشف عن عمليات الغش والاحتيال والتحقق من العمليات المالية، وعدالة وصحة الحسابات، ويجب أن يمتلك مراجع الحسابات الصفات التي تؤهله للقيام بوظيفته بشكل مستقل، وأن يكون مؤهلاً ومشهود له بالصدق وحرية التصرف واللباقة، وينبغي عليه أن يتصرف دائماً بنزاهة واستقامة وأن يحافظ في أداء مسؤولياته.⁴²

ترى الباحثة أن المدقق الخارجي يعمل على إضفاء الثقة والمصداقية وذلك من خلال رأيه حول صدق القوائم المالية، كذلك مراقبة الحسابات والعمليات المالية باعتباره يمثل آلية من آليات حوكمة الشركات.

✓ التشريعات والقوانين:

⁴⁰ Jense, M., and Meckling, W., The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency- Costs and Ownership Structure, (Journal of Financial Economics, Vol 3, 1976), pp: 127-128.

⁴¹ أبوحماد ماجد إسماعيل، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسب وجودة التقارير المالية- دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق

المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية- غزة، فلسطين، 2009، ص: 31.

⁴² Aderibigbe, Pade, 2005, Auditors Independence and Corporate Fraud, J. Soc. Sci., Vol. 10, No. 2, Awolowo, University, Nigeria, PP:136-137

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

غالبًا ما تشكل وتؤثر هذه الآليات على التفاعلات التي تجري بين الفاعلين الذين يشتركون بشكل مباشر في عملية الحوكمة. لقد أثرت بعض التشريعات على الفاعلين الأساسيين في عملية الحوكمة، ليس فيما يتصل بدورهم ووظيفتهم في هذه العملية، بل على كيفية تفاعلهم مع بعضهم.

فعلى سبيل المثال قد فرض قانون Sarbanes-Oxly Act في سنة 2002 متطلبات جديدة على الشركات المساهمة العامة، تتمثل بزيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، وتقوية إشراف لجنة التدقيق على عملية إعداد التقارير المالية، والطلب من المدير التنفيذي ومدير الشؤون المالية والشهادة على صحة التقارير المالية وعلى نظام الرقابة الداخلية، ووضع خطوط اتصال فعالة بين المدقق الخارجي ولجنة التدقيق وتحديد قدرة المسؤولين في الشركة على المصادقة على المعاملات التي تخصهم في الشركة، والتي قد تكون مضرة بمصالح المالكين وأصحاب المصالح الآخرين في الشركة. كما أنطت مسؤولية تعيين وإعفاء المدقق الخارجي والمصادقة على الخدمات غير التدقيقية التي يمكن أن تقدمها شركات التدقيق لزيائنها بلجنة التدقيق.⁴³

تري الباحثة أن هناك تأثيرات لبعض التشريعات على الفاعلين في الحوكمة، مما أدى إلى فرض متطلبات جديدة على الشركات العامة، والتي قد تضر بمصالح المالكين وأصحاب المصالح الآخرين في الشركة.

المطلب الرابع: النماذج والتجارب الدولية لحوكمة الشركات

سنناول من خلال هذا المطلب إلى مختلف النماذج والتجارب الدولية في مجال حوكمة الشركات.

1-4- النماذج المختلفة لحوكمة الشركات:

تختلف نماذج حوكمة الشركات باختلاف طبيعة البلدان التي تطبق مفهوم حوكمة الشركات، حيث تختلف كل بلد من حيث الظروف الاقتصادية، التشريعية، السياسية، الاجتماعية، والثقافية، كما تختلف طبيعة العلاقة بين الشركة و الفئات المختلفة من أصحاب المصالح، حيث لا يوجد نموذج واحد لحوكمة الشركات ويمكن تقسيم هذه النماذج إلى:⁴⁴

1-1-4- النموذج الخارجي لحوكمة الشركات (النموذج الأنجلوسكسوني):

⁴³ Sarbanes, P. and Oxley .M., " Sarbanes-Oxley Act of 2002 ", A Congress , Washington DC

⁴⁴ بن عمر محمد البشير، دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين أداء المؤسسة - دراسة حالة مؤسسة صيدال في الفترة الزمنية (2008-2013)، أطروحة دكتوراه، ورقلة، الجزائر، 2016، ص: 44.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

يتصف هذا النموذج بوجود تشتت في هياكل الملكية، حيث يكون عدد المالكين فيه كبير ويملك كل منهم عددا صغيرا من أسهم الشركة، كما أنه لا يوجد حافز لدى صغار المساهمين لمراقبة أنشطة الشركة عن قرب.

ويطبق هذا النموذج في الدول الأنجلوسكسونية مثل الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة أي ذات الهياكل الملكية المشتتة في الشركات، فهو يركز على السوق. حيث يركز هذا النموذج على حماية مصالح المساهمين وتعظيم ثروتهم، كما أن مجلس الإدارة على الأعضاء المستقلين لمراقبة السلوك الإداري والإشراف عليه، حيث يميل أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى الإفصاح بشكل واضح وبدرجة متساوية عن المعلومات وتقييم الأداء بشكل موضوعي.⁴⁵

4-1-2- النموذج الداخلي لحوكمة الشركات:

تتركز الملكية أو الإدارة في أيدي عدد قليل من الأفراد أو العائلات أو المديرين، أو أعضاء مجلس الإدارة، أو البنوك، الشركات القابضة أو الشركات غير المالية، ونظرا لهؤلاء الأفراد أو الشركات غالبا ما يتولون الإدارة فهم يؤثرون بشدة في على طريقة تشغيل وعمل الشركة، يطلق عليهم بالداخليين.⁴⁶

كما أن السيطرة والتحكم في الشركات تكون لهؤلاء الداخليين نتيجة لملكيتهم لأغلبية أسهم الشركة وحقوق التصويت والقيام بإدارة الشركة بالتمثيل المباشر في مجلس الإدارة.⁴⁷

حيث يتركز نموذج البنوك في معظم الدول خاصة تلك التي يحكمها القانون المدني ومنها اليابان وألمانيا لذلك يدعى بالنموذج الياباني- الألماني، فهذا النموذج لا يعتمد على آليات السوق وإنما على البنوك ويتضمن النموذج الداخلي لحوكمة الشركات النماذج التالية:⁴⁸

• النموذج الألماني لحوكمة الشركات:

⁴⁵ جون سوليفان وآخرون، دليل تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، مارس 2002، ص: 14-16.

⁴⁶ محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص: 24.

⁴⁷ جون سوليفان وآخرون، دليل تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، مارس 2002، ص: 13.

⁴⁸ Bebchuk, L., and Roe, M., **A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance**, (Standard Law Review, Vol 25, 1999), P: 725.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

يسعى هذا النموذج إلى تحقيق أهداف ومصالح مختلف الفئات الموجودة بالشركة، حيث طبق هذا النموذج في العديد من البلدان على رأسها ألمانيا، سويسرا، نيوزيلندا، النمسا والدول الإسكندنافية.

حيث يتكون مجلس الإدارة في النموذج الألماني من أعضاء يمثلون حملة الأسهم والموظفين، كما ينص القانون الألماني على أن النصف من أعضاء مجلس إدارة الشركات التي يعمل فيها يكون حوالي ألفين موظف ممثلين للعاملين، على أن يرأس هذا المجلس عضو ممثل لحملة الأسهم.⁴⁹

أما فيما يتعلق بملكية هيكل ملكية الشركات في النموذج الألماني لحوكمة الشركات فإنه يشمل أملاك الملاك، والديون لتمويل عمليات الشركات ويعتبر كل من المستثمر المؤسسي والبنوك من أبرز المساهمين في هذه الشركات، كما تتميز هذه الشركات بوجود نسبة ملكية عالية تصل إلى 70 % .

أما فيما يخص مكافآت الإدارة العليا، في هذا النموذج يعتبر أسلوب ربط المكافأة بالأداء غير شائع الاستخدام ولا يستخدم إلا في نطاق ضيق.⁵⁰

• النموذج الياباني لحوكمة الشركات:

يتميز النموذج الياباني بأن للمؤسسات المالية دورا أساسيا في هيكلية الحكمانية، حيث يعين المساهمون والبنك معا أعضاء مجلس الإدارة، وخلافا للنماذج الأخرى فإن الرئيس يتم تعيينه من قبل المساهمين والبنك، وطبيعة العلاقة بين الرئيس والمجلس تتبع وفقا للهيكل، حيث يستشير الرئيس المجلس، رغم أن المجلس يصادق على قرارات الرئيس.⁵¹

• النموذج اللاتيني لحوكمة الشركات:

يعد هذا النموذج مختلط لأنه يجمع بين مجموعة من خصائص النموذج الأنجلوسكسوني ومجموعة من خصائص النموذج الألماني الياباني، وتعتبر كل من فرنسا، إسبانيا، إيطاليا، وبلغاريا من الدول التي يطبق فيها النموذج اللاتيني.⁵²

⁴⁹ Guger, k., and et al., **Corporate Governance and Globalization**, (Oxford Review of Economic Policy, Vol 2, 2004), P : 129 .

⁵⁰ بجاء الدين سمير علام، أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات المصرية، وزارة الاستثمار، مركز المديرين المصري، جامعة القاهرة، مصر، 2009، ص: 14.

⁵¹ زهير عبد الكريم الكايد، **الحكمانية قضايا وتطبيقات**، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، 2003 ، ص: 37.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

حيث تتميز الشركات في النموذج اللاتيني بأن لها مجلس إدارة واحد (المجلس التنفيذي)، وهناك شركات أخرى لها مجلسين إحداهما مجلس للإدارة إشرافي والآخر تنفيذي. أما فيما يخص هيكل الملكية فنجد شركات تخضع لسيطرة أطراف حوكمة الشركات، وشركات تخضع للملكية العائلية.⁵³

الجدول رقم (1-1): مقارنة بين خصائص النموذجين الأساسيين لحوكمة الشركات

الأبعاد	النموذج الأنجلوسكسوني (السوق)	النموذج الألماني الياباني (البنوك)
<ul style="list-style-type: none"> ● الدور الرقابي: ● المساهمين 	<ul style="list-style-type: none"> ■ رقابة ضعيفة ■ رأس مال متنوع ■ رقابة ممارسة أساسا من المؤسسين ■ أهداف قصيرة الأجل ■ رقابة تركز على أسعار الأصول ■ في البورصة 	<ul style="list-style-type: none"> ■ رقابة قوية ■ رأس مال مركز عند مساهمين مسيطرين ■ مشاركة متعددة للبنوك ■ رقابة ممارسة من الفاعلين الصناعيين والبنوك ■ النظر إلى أطول مدة
<ul style="list-style-type: none"> ● الملاك ● الأجراء 	<ul style="list-style-type: none"> ■ رقابة الأصول ■ مديونية مصرفية ضعيفة جدا ■ مديونية مهمة من السوق المالي ■ علاقات أقل استقرارا ■ رقابة ضعيفة من الهيئات النقابية 	<ul style="list-style-type: none"> ■ رقابة الخصوم ■ مديونية مهمة من البنوك ■ أهمية القروض بين المؤسسات ■ علاقات طويلة الأجل ■ احتمال مشاركة البنوك في رأس المال ■ رقابة قوية متضمنة في القرارات
<ul style="list-style-type: none"> ● دور مجلس 	<ul style="list-style-type: none"> ■ رقابة ضعيفة 	<ul style="list-style-type: none"> ■ رقابة قوية جدا

⁵² Gérard Lécivain, **Management des Organisations et Stratégies** : Pouvoir et Gouvernance dans L'organisation, dossier N 5, Université de Littoral, P : 14.

⁵³ Gillan, S., **Recent Developments in Corporate Governance**, (An International Review, Vol 7, 2000),P: 152.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

<ul style="list-style-type: none"> ▪ يغلب على مجلس الإدارة أصحاب المصلحة، البنوك ▪ شبكة من الإداريين أكثر تركيزا ▪ رقابة على المدى البعيد وذات نوعية ▪ نظام المكافآت أقل تحفيز 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ مجلس الإدارة يسيطر عليه المدبرون ▪ تأخذ الرقابة خاصيتها من تركيبة المجلس ▪ نمط للمكافآت محفز ▪ الرقابة على النتيجة وعلى أسعار الأسهم 	<p>الإدارة ونظم الحوافز</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ أكثر صعوبة 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ سهلا نسبيا 	<ul style="list-style-type: none"> • تحويل حقوق الملكية
<ul style="list-style-type: none"> ▪ ظاهريا أكثر سهولة ▪ غالبا يتم التفاوض داخل مجموعة 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ منع التضارب أكثر أو أقل سهولة ▪ أهمية السوق الخارجي للمدبرين 	<ul style="list-style-type: none"> • تغيير المدبرين
<ul style="list-style-type: none"> ▪ أكثر صعوبة 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ أكثر سهولة 	<ul style="list-style-type: none"> • خروج أصحاب المصلحة
<ul style="list-style-type: none"> ▪ أكثر صلابة ▪ تفضيل التعاون والاستثمار على المدى البعيد ▪ الموافقة على النشاطات التقليدية 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ أحسن تخصيص ما بين القطاعات ▪ أحسن مرونة وقابلية للتكيف ▪ تفضيل الآجال القصيرة 	<ul style="list-style-type: none"> • النتائج على الأداء الاقتصادي

Source : Gerard charreaux, **le gouvernement des entreprise : corporate governance théorie et faits**, édition economica, paris, 1997, p :465

يتضح للباحثة من خلال الشكل أعلاه أن النموذج الأنجلوسكسوني والذي يتميز بتشتت هياكل الملكية أما النموذج الألماني الياباني والمسمى بنموذج البنوك والذي يتميز بتركز هياكل الملكية، والهدف من هذين النموذجين هو تقليل المخاطر وتحسين أداء الشركات.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

4-2- التجارب الدولية في مجال حوكمة الشركات:

لقد أسفر الاهتمام المتزايد بحوكمة الشركات إلى قيام العديد من الدول بإصدار العديد من التقارير والتوصيات الخاصة بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات عن طريق المؤسسات أو عن طريق بورصة الأوراق المالية، والهدف من دراسة تجارب الدول المختلفة في مجال حوكمة الشركات هو معرفة النماذج المتعددة لحوكمة الشركات.⁵⁴

4-2-1- التجارب الدولية لحوكمة الشركات في دول أوروبا وأمريكا:

وتتمثل في مايلي:

أولا: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية:

لقد شهدت الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1880 وحتى عام 1930 ثورة كبيرة من التغييرات في إدارة الشركات، حيث بدأ يظهر النزاع والتعارض في المصالح بين المساهمين والمسيرين وبين المسيرين وأصحاب المصالح.

حيث ظهرت حوكمة الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية في أواخر السبعينات من القرن الماضي، وقامت المائدة المستديرة للشركات بإصدار تقرير في يناير 1978 بعنوان دور وتكوين مجلس إدارة شركة كبيرة مساهمة وذلك كمحاولة لسن تشريع للحد من عمليات الشراء والاستحواذ العدوانية على الشركات، وتم تحديد واجبات المدير الرئيسية وهي: الإشراف على الإدارة، اختيار وتعاقب أعضاء المجلس، مراجعة إجراءات القواعد الجيدة لإدارة الشركات في مختلف أنحاء العالم، أداء الشركة المالي، تخصيص أموالها، الإشراف على مسؤولية الشركة الاجتماعية والالتزام بالقوانين المنظمة للنشاط.⁵⁵

ومنذ ذلك الحين صدرت عدة تقارير منها في عام 1999 أصدرت بورصة الأوراق المالية في نيويورك (New York Stock Exchange) التقرير المعروف (Report Blue Ribbon)، والذي اهتم بفاعلية الدور الذي يمكن

⁵⁴ غضبان حسام الدين، محاضرات في نظرية الحوكمة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2015، ص: 75.

⁵⁵ حمادي نبيل، التدقيق الخارجي كآلية لتطبيق حوكمة الشركات، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2007، ص:

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

ان تقوم به لجان المراجعة بالشركات بشأن الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات، تقرير اللجنة الوطنية بشأن الاحتيايل والتدليس في التقارير المالية (Tread Way Commission) سنة 1987، وتقوية مهنة المراجع المستقل، وتقرير مكتب المراجعة العامة والمجمع الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA)، من المجلس الاستشاري لاستقلال المحاسبة عام 1994.⁵⁶

إن الاهتمام بحوكمة الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية ظهر بصورة واضحة بقيام صندوق المعاشات العامة في أمريكا بتعريف قواعد حوكمة الشركات ودورها في حماية المساهمين، ولقد قام الصندوق بإصدار مجموعة من المبادئ لتطبيق حوكمة الشركات وقد قسمت إلى مبادئ جوهرية وخطوط إرشادية.⁵⁷

المبادئ الجوهرية لحوكمة الشركات

تمثل هذه المبادئ في مايلي:⁵⁸

- يجب على أعضاء مجلس الإدارة المستقلين تشكيل أغلبية ضخمة من مقاعد المجلس؛
- يجب على أعضاء مجلس الإدارة المستقلين عقد اجتماع مرة واحدة على الأقل سنويا دون حضور أعضاء مجلس التنفيذيين؛
- يجب أن يتم تعيين عضو مجلس الإدارة القائد من قبل أعضاء مجلس الإدارة، إلا إذا كان رئيسا مستقلا هو الذي يقوم بقيادة المجلس؛
- يجب أن تكون لجان المجلس مكونة كليا من أعضاء مجلس إدارة مستقلين؛
- يجب أن تكون عضو مجلس الإدارة مكونة من النقد والأسهم، مع اعتبار أن الأسهم تمثل جزءا هاما من الأجر الإجمالي؛
- يجب على مجالس الإدارة إقرار بيانات كتابية تتعلق بمبادئها الخاصة بالمكافأة مع ضرورة إعادة تقييمها بصفة منتظمة؛

⁵⁶Blue Ribbon Committee on Improving The Effectiveness of Corporate Audit Committees (BRC), Report and Blue Ribbon Recommendations of Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees, NYSE/NASD, New York, NY/Washington, DC, 1999.

⁵⁷ سالم بن سلام بن حميد الفليبي، حوكمة الشركات المساهمة العامة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 37.

⁵⁸ محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري دراسة مقارنة، ط2، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص ص: 92-93.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- يجب على مجالس الإدارة وضع معايير للأداء خاصة بها ومراجعة الأداء الذي لا يتناسب مع تلك المعايير بصفة دورية؛
- يجب على أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وضع معايير للأداء وحواجز تعويضية للمسئول التنفيذي ومراجعة الأداء الذي لا يتناسب مع تلك المعايير بصفة منتظمة؛
- يجب أن يكون لدى أعضاء مجلس الإدارة المستقلين حرية الوصول إلى المستشارين المستقلين لتقييم أداء المسئول التنفيذي وأجره؛
- يجب على مجالس الإدارة إقرار خطوط إرشادية تنظم الالتزامات التي يصعب الإيفاء بها نظرا لضيق الوقت، وهي المشكلة التي يواجهها أعضاء مجلس الإدارة عندما يعملون في عدة مجالس إدارة.

الخطوط الإرشادية لحوكمة الشركات:

تمثل هذه الخطوط في مايلي:⁵⁹

- يجب على أعضاء مجلس إدارة الشركة ومساهميها الاتفاق على تعريف موحد (للاستقلال) وإلى أن يتم الوصول إلى مثل هذا الإجماع يجب على كل شركة أن تقوم بإصدار التعريف الخاص بها في تقريرها السنوي؛
- يجب على مجلس الإدارة وضع وظيفة عضو مجلس الإدارة في الاعتبار واتخاذ الخطوط نحو الانفتاح على أفكار جديدة؛
- يجب على مجلس الإدارة إعادة فحص التنسيق التقليدي لمراكز المسئول التنفيذي ولرئيس مجلس الإدارة عند اختيار مسئول تنفيذي جديد؛
- يجب أن يكون لدى مجلس الإدارة خطة فعالة لتعاقب المسؤولين التنفيذيين، كما يجب أن يحصلوا على تقارير دورية من الإدارة حول تقدم أعضاء الإدارة العليا؛
- يجب أن يحصل كل أعضاء مجلس الإدارة على حرية الوصول إلى الإدارة العليا مع المسئول التنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة أو المدير القائد الذي يعمل كحلقة وصل؛
- يجب على مجالس الإدارة مراجعة حجمها بصفة دورية لتحديد الحجم الأكثر فعالية؛

⁵⁹ محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، 2009، ص: 93-94.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- يجب على كل مجلس إدارة وضع التوقعات السلوكية الفردية لأعضاء المجلس والتي تتعلق بالحضور والاستعداد والمشاركة والإخلاص؛

- المسؤولون التنفيذيون المتقاعدون يجب ألا يستمروا في العمل كأعضاء مجلس إدارة.

حيث قامت الحكومة الأمريكية في سنة 2002 بإصدار قانون (Sarbanes – Oscley Act) حيث تم

إلزام الشركات المدرجة بالأسواق المالية الأمريكية بالتقيد به وتطبيق جميع بنوده.⁶⁰

ثانيا: تجربة المملكة المتحدة في حوكمة الشركات:

تعتبر المملكة المتحدة من الدول الرائدة في تطبيق نظام حوكمة الشركات نتيجة لاستباقها لحملة إصلاحية في مجال تطبيقات الحوكمة كنتيجة لتعثر العديد من كبريات الشركات خلال عقد الثمانينيات، حيث تعد المملكة المتحدة أول دولة من بين دول الاتحاد الأوروبي تصدر تشريعا يهدف إلى تشجيع التطبيق الاختياري للممارسات الرشيدة لإدارة الشركات.⁶¹

لقد أدت المشاكل المالية المترتبة على قيام بعض الشركات بإخفاء معلومات وبيانات مالية عن المساهمين والتي انتشرت في بداية التسعينات إلى قيام كل من بورصة الأوراق المالية وكذا مجلس التقارير المالية (FRC)، وجهات محاسبية أخرى بدراسة كيفية توفير الثقة مرة أخرى في التقارير المالية التي تصدرها الشركات، وكانت البداية لمجتمع الأعمال للاهتمام بإجراء حوار جدي ومفتوح عن حوكمة الشركات، وقد أسفر هذا عن صدور تقرير كادبري (Cadbury Report)، في سنة 1992 والذي يعتبر من أهم التقارير التي تناولت حوكمة الشركات في المملكة المتحدة والعالم، ويضم هذا التقرير 19 بندا وهي عبارة عن توجيهات الممارسات السليمة لحوكمة الشركات.⁶²

وفي أكتوبر 1993 صدر تقرير روتمان (Rutteman) الذي أوضح بأن تلتزم الشركات المقيدة في البورصة أن يكون ضمن تقريرها تقرير عن نظم الرقابة الداخلية التي تقوم الشركة بتطبيقها للمحافظة على أصول الشركة.⁶³

⁶⁰ ظاهر القشي، حازم الخطيب، الحاكمية المؤسسية بين المفهوم وإمكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية، مجلة أريد للبحوث العلمية، المجلد 10، العدد 1، الأردن، 2006، ص: 87.

⁶¹ عطا الله وارد خليل، محمد عبد الفتاح العشاوي، الحوكمة المؤسسية، مكتبة الحرية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008، ص: 48.

⁶² غضبان حسام الدين، مرجع سابق، ص: 76.

⁶³ شهيرة عبد الشهيد، خيرات بعض الأسواق المتقدمة في قواعد إدارة الشركات (القاهرة: جمعية الاستشارات المصرية، مجلة أخبار المال والاقتصاد، السنة الأولى، العدد السابع، يناير، 2002)، ص: 12-14.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

وفي سنة 1995 ظهر تقرير (Greenbury) والذي اهتم بالمكافآت والمزايا التي يحصل عليها أعضاء مجلس إدارة الشركات، وفي نفس العام أصدرت بورصة لندن للأوراق المالية هامبل (Hampel) والذي ركز مرة أخرى على دور الرقابة الداخلية في حوكمة الشركات.

أما في سنة 1998 فقد صدر الكود الموحد، حيث اشتمل على جميع التوصيات التي تضمنتها التقارير السابقة، وأصبح من ضمن متطلبات القيد في بورصة الأوراق المالية بلندن، وقد تم تعديل هذا الكود في سنة 2003، حيث اشتمل على أفضل الممارسات لحوكمة الشركات في ظل الانهيارات المالية التي حدثت في أمريكا في عام 2002.⁶⁴

وفي سنة 1999 صدر تقرير Trunbull والخاص بإلزام إدارة الشركات بالإفصاح عن تقييم كفاءة وفعالية الرقابة الداخلية داخل تنظيمها، أما في سنة 2002 صدر تقرير (Combined code) لوضع أحسن القواعد والمبادئ لأفضل الممارسات، والذي ركز على تقرير Cadbury.⁶⁵

2-4-2- التجارب الدولية لحوكمة الشركات في الدول العربية

وتتمثل في التجارب التالية:

أولاً: تجربة مصر في حوكمة الشركات:

تعتبر مصر من الدول التي قامت بإجراء إصلاحات شاملة خلال فترة التسعينات من القرن الماضي، وذلك عندما تحولت إلى اقتصاد السوق ومن بين هذه الإصلاحات الخصخصة على نطاق واسع وتطوير أسواق رأس المال، ورغم بذل مصر هذه الجهود فقد أظهر الانهيار المالي لعدد من الشركات الكبرى الحاجة إلى تبني مبادئ حوكمة الشركات على نطاق واسع داخل مجتمع الأعمال المصري.

وقد أجريت دراسة في سنة 2005 وذلك بتكليف من مركز المشروعات الدولية الخاصة على مالكي الشركات المصرية المدرجة والغير مدرجة في سوق الأوراق المالية، وقد وافق 92 % من اللذين شملتهم الدراسة على أن

⁶⁴ غضبان حسام الدين، نفس المرجع سابق، ص: 78.

⁶⁵ صبايحي نوال، تجارب دولية في تطبيق الحوكمة في مختلف القطاعات، واقع الحوكمة في دول مختارة بالتركيز على التجربة الجزائرية، مداخلة تدخل ضمن المؤتمر الدولي الثامن حول : دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، الشلف، الجزائر، 19-20 نوفمبر 2013، ص: 9.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

حوكمة الشركات هي إحدى أفضل السبل لحماية الشركات وتشجيع التنمية الاقتصادية، وتبني المبادئ السليمة لحوكمة الشركات يوفر الأمان لمواجهة الفساد وسوء الإدارة كما يشجع على تطبيق الشفافية والترويج لها.⁶⁶

ففي عام 2001 تم الانتهاء من أول تقرير لتقييم حوكمة الشركات في مصر، وقد قام به البنك الدولي بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية، وشارك فيه عدد من المراكز البحثية وشركات المحاسبة والمراجعة والمهتمين من الاقتصاديين والقانونيين. حيث خلص التقرير إلى أهم نقاط الضعف والقوة في مناخ حوكمة الشركات بكل من قطاع المال والشركات. وقد أشار التقرير في مجمله إلى إن مفهوم ومبادئ حوكمة الشركات في مصر متواجدة في نسيج عدد من القوانين الحاكمة ولوائحها التنفيذية وتعديلاتها، ومن أهمها قانون سوق رأس المال 1992/95 وقانون الشركات 1981/159 وقانون الاستثمار 1997/8 وقانون قطاع الأعمال العام 1991/203؛ وقانون التسوية والإيداع والحفظ المركزي 2000/93 وغيرها من القوانين التي تربط بحوكمة الشركات المصرية سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة.⁶⁷

وفي عام 2001 قامت الجمعية المصرية للإدارة المالية بالتعاون مع المركز المصري للدراسات الاقتصادية وبرعاية البنك الدولي ووزارة التجارة الخارجية بتنظيم مؤتمر بعنوان مستقبل الاقتصاد المصري في ظل ممارسات حوكمة الشركات وقد صدر عن المؤتمر توصيات منها:⁶⁸

- تأسيس معهد إقليمي في مصر بهدف التدريب على نشر الوعي حول مبادئ الحوكمة؛
- وضع هيكل تنظيمي لمعهد أو مركز للحوكمة في مصر على أن تنظم الشركات المسجلة في بورصتي القاهرة والإسكندرية لهذا الإطار الهيكلي الجديد.

ثانيا: تجربة الجزائر في حوكمة الشركات:

تعتبر الجزائر كغيرها من الدول التي سايرت موضوع حوكمة الشركات وذلك بإصدارها أول ميثاق لحوكمة الشركات في الجزائر تحت اسم " ميثاق حوكمة الشركات للمؤسسات في الجزائر".

⁶⁶ مركز المشروعات الدولية الخاصة CIBE، استراتيجيات لإصلاح السياسات خيرات مأخوذة من أنحاء العالم، القاهرة 2007، ص: 76.

⁶⁷ نزمين أبو العطا، حوكمة الشركات سبل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، إصدارات مركز المشروعات الدولية الخاص، غرفة التجارة الأمريكية، واشنطن، 2003، ص: 7.

⁶⁸ شهيرة عبد الشهيد، قواعد إدارة الشركات تصبح سعياً دولياً: ماذا يمكن عمله في مصر سلسلة أوراق عمل، إدارة البحوث وتنمية الأسواق، بورصتا القاهرة والإسكندرية بالتعامل مع مركز المشروعات الدولية الخاصة، القاهرة، 2001، ص: 5.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

ورغبة في زيادة التكامل مع المجتمع الاقتصادي العالمي بذلت الجزائر جهودا مكثفة من أجل بناء إطار مؤسسي لحوكمة الشركات، حيث عملت على تحسين مناخ الأعمال بها وانفتاح اقتصادها، فضلا عن قيام الحكومة بتنفيذ إصلاحات هيكلية، فإنها تعمل على تحفيز نمو القطاع الخاص، كما تسعى الحكومة الجزائرية إلى زيادة نطاق الخصوصية ابتداء من القطاع المصرفي والسماح بقدر أكبر من الحرية والفرص للقطاع الخاص، وفي نفس الوقت الذي تجرى فيه الخصوصية واستكشاف فرص النمو خارج قطاع البترول، ستزداد أهمية حوكمة الشركات لضمان المساءلة والشفافية في العمليات المتعلقة، وهذا ما أدى بالجزائر إلى إصدار مشروع النظام المالي المحاسبي الجديد (IAS/IFRS)، والذي يتوافق مع معايير المحاسبة الدولية ومعايير الإبلاغ المالي والذي من المنتظر تطبيقه في مطلع عام 2010، حيث صدرت في الجريدة الرسمية قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد تسييرها.⁶⁹

حيث قامت جمعيات واتحادات الأعمال الجزائرية بمبادرة لاكتشاف الطرق التي تهيئ تشجيع الحوكمة الجيدة في مجتمع الأعمال بغاية جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، ولقيادة هذه العملية قام أصحاب المصالح في القطاعين العام والخاص عام 2007 بإنشاء مجموعة عمل لحوكمة الشركات ومؤسسة التمويل الدولية (IFC)، تعمل جنبا إلى جنب مع المنتدى العالمي لحوكمة الشركات (GCGF)، لوضع دليل حوكمة الشركات الجزائرية، كما عقد مؤتمر وطني في 11 مارس 2009، أعلنت كل من جمعية كير (CARE)، واللجنة الوطنية لحوكمة الشركات في الجزائر عن إصدار دليل حوكمة الشركات الجزائرية، وقد تم هذا الدليل بمساعدة كل من المنتدى العالمي لحوكمة الشركات (GCGF)، ومؤسسة التمويل الدولية (IFC).

المبحث الثاني: علاقة كفاءة السوق المالي بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات

لقد أصبحت الأسواق المالية تحظى باهتمام كبير على مستوى دول العالم، ويرجع هذا الاهتمام إلى الدور الذي تقوم به في دعم التنمية الاقتصادية من خلال حشد المدخرات وتوجيهها ونقلها من أصحاب

⁶⁹ The Center for International Private Enterprise, Corporate Governance TRENDS, Special Publication for the Middle East and North Africa, Number 13, Cairo, Summer 2008, p 02.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

الفوائض من خلال توظيف أموالهم بالشكل الذي يسمح لهم بتحقيق العوائد إلى أصحاب العجز وذلك من خلال توفير لهم مصدر تمويل لهم.

وتعتبر المعلومات الدعامية الأساسية لكفاءة السوق المالي وذلك من خلال مصداقية هذه السوق، وتحقق هذه المصداقية من خلال الإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بالشركات عن الأوراق المالية المتداولة في الوقت المناسب، وهذا من اجل التعرف على العوائد والمخاطر ومحاولة تجنب هذه الأخيرة، وبالتالي فإن المعلومات المحاسبية تلعب دورا كبيرا في رفع كفاءة السوق المالي، كما أن الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات يساهم في تحقيق كفاءة السوق المالي.

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى المفاهيم الخاصة بكفاءة السوق المالي وعلاقتها بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات.

المطلب الأول: طبيعة كفاءة السوق المالي

يمكن اعتبار كفاءة السوق المالي عالية وذلك من خلال قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر ربحية في الاقتصاد الوطني، حيث تقوم نظرية السوق الكفاء على مدى توفر المعلومات لدى المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة.

1-1- مفهوم كفاءة السوق المالي:

لقد تعددت التعاريف في هذا المجال ومن أهمها:

تعرف كفاءة السوق المالي « بأنها السوق التي تتداول فيها عدد كبير من المشاركين ذوي الدراية على الحكم العقلاني Rational، الهادفين لتعظيم الأرباح المنافسين منافسة حرة نشطة، الذين يسعون للخروج بتوقعات حول أسعار الأسهم المستقبلية، بحيث تكون المعلومات موجودة كافة ومتاحة للجميع بشكل متساوي ودون أي تكاليف».⁷⁰

⁷⁰ Eugent Fama, **Efficient capital Markets: AReviewof- Theory and Empirical work**, Journal of finance 25,no,2,May 1970, p: 383.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

و تعرف أيضا على أنها « ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية».⁷¹

كما يعرف السوق الكفاء على أنه «ذلك السوق الذي يحدد السعر الصحيح للأوراق المالية، أي السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية لهذه الأوراق، والقيمة الحقيقية للورقة هي المبلغ الذي يحصل عليه أو بدفعه مقابل هذه الورقة بالنظر إلى العائد الذي يمكن أن يتحقق منها».⁷²

كما تعرف كفاءة السوق المالي أيضا على أنها « تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة بسرعة ودقة»، حيث يشير هذا المفهوم إلى ثلاثة عناصر رئيسية هي:⁷³

- **التأثير الكامل:** يفترض مفهوم الكفاءة أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات وذلك من أجل اتخاذ قرار البيع والشراء وبالتالي فإن أسعار الأسهم أي شركة سوف تعكس كافة المعلومات التي يمكن أن تؤثر عليها.
- **جمع المعلومات المتاحة:** يفترض مفهوم كفاءة سوق رأس المال أن كل المعلومات الموجودة هي متاحة وبالتالي سوف تنعكس على الأسعار متضمنة في ذلك كل المعلومات سواء في الماضي أو في الحاضر وكذلك المستقبل. مثل توقع المستثمرين لانخفاض معدل الفائدة مما ينعكس على الأسعار في الحاضر.
- **السرعة والدقة:** يفترض هذا المفهوم إجراء تعديل في الأسعار بسرعة وذلك بمعرفة معلومات جديدة وتوافر معلومات غير متحيزة، وهذا لا يعني أن السعر الجديد يعكس دائما سعر التوازن وبينما يكون سعرا عادلا للتوازن النهائي وذلك يعد أن يقوم المستثمر بتقييم كل المعلومات، كما أنه لا يوجد في السوق الكفاء فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج بخصوص أسعار الأوراق المالية.

مما سبق يمكن استخلاص تعريف شامل لكفاءة السوق المالي كالآتي:

⁷¹ دريد آل شبيب، عبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع لاستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة الزيتونة الأردنية، الأردن، 2005، ص: 07.

⁷² أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، بدون طبعة، دار قباء الحديثة للطباعة والتوزيع، القاهرة، 2007، ص: 239.

⁷³ إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، ط1، دار الجامعة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص: 32-33.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

نقول أن هذا السوق يتمتع بالكفاءة إذا كانت الأسعار تعكس المعلومات المتاحة، دون وجود فاصل زمني لتحقيق أرباح غير عادية.

1-2- متطلبات كفاءة السوق المالي

لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المتاحة، ينبغي أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

✓ كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية وهي عبارة عن وصول المعلومات إلى المتعاملين في السوق بسرعة وبأقل تكلفة، وبالتالي يكون أمام هؤلاء المتعاملين فرصة تحليل المعلومات وتحقيق الأرباح وعليه فإنه يصعب على أي واحد منهم أن يحقق أرباح غير عادية بسبب جهله لتحليل المعلومات المتوفرة في السوق.⁷⁴

✓ كفاءة التشغيل

وتعرف أحيانا بالكفاءة الداخلية، وهي تعبر عن مدى قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض، دون أن يتحمل المشاركون في السوق تكاليف مرتفعة، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبمجم كبير، ومن ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هوامش ربح ضئيلة، وبتغير الطلب والعرض يحدث توازن في الاقتصاد وتتحقق الكفاءة الاقتصادية للسوق.⁷⁵

وإن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها:⁷⁶

⁷⁴ إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 34.

⁷⁵ عيادي عبد القادر، جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وانعكاساتها على كفاءة السوق المالية - حالة الجزائر- أطروحة دكتوراه في علوم التسعير، الشلف، الجزائر، 2014، ص: 172.

⁷⁶ مفتاح صالح، معاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد 07، 2009-2010، ص: 183.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار؛
- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع و الشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب، كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه ؛
- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف ب"حركة الأسعار اليومية " التي تصدر عن البورصة ؛
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام ؛
- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء؛
- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف ب"هيئة أو لجنة إدارة السوق " تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية الأسواق المالية.

1-3- أنواع الكفاءة في السوق المالي

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

نجد في هذا الصدد نوعين لكفاءة سوق رأس المال هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

❖ الكفاءة الكاملة:

يقصد بهذا النوع من الكفاءة أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فالتوقعات متماثلة لدى المستثمرين والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.

حيث تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توفر مجموعة من الشروط تتمثل في:⁷⁷

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، كذلك حرية الدخول والخروج لأي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم التي يرغب فيها؛
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛
- رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

❖ الكفاءة الاقتصادية:

إن في ظل هذا النوع من الكفاءة فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.

لكن هذا الفارق بين القيمتين لا يتوقع أن يكون كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباح غير عادية وذلك بسبب تكلفة المعلومات والضرائب.⁷⁸

⁷⁷ مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص: 183.

⁷⁸ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2008، ص: 32.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

إذ نجد أن الكفاءة الكاملة تختلف عن الكفاءة الاقتصادية في أن هذه الأخيرة تتميز بوجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج.

المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي

تلعب المعلومات دورا هاما في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم ينبغي تحديد مستوى كفاءة السوق، حيث أن الاختلاف في المعلومات يؤدي إلى الاختلاف في درجة كفاءة السوق، فقد تكون السوق كفئة أو غير كفئة، حيث نجد في هذا الصدد ثلاثة صيغ مختلفة لكفاءة السوق تتمثل في فرضية الصيغة الضعيفة، وفرضية الصيغة المتوسطة القوة وفرضية الصيغة القوية.

2-1- فرضية الصيغة الضعيفة واختباراتها:

تقضي هذه الفرضية أن سعر التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، كالتغيرات في أسعار الأسهم وأحجام المعاملات، وعوائد الأوراق المالية للفترات السابقة وأسعار الفائدة، وعليه فإن المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة عديم الجدوى للمستثمر، وهذا يعني أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي، وهذا ما يعرف بالحركة العشوائية للأسعار عن بعضها، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات مما يجعل الأسعار تتحرك بصورة عشوائية من لحظة إلى أخرى.⁷⁹

هناك ثلاث مداخل لاختبار فرضية الصيغة الضعيفة تتمثل في مايلي:

- اختبار سلاسل الارتباط؛

- اختبار الأنماط الطارئة؛

- اختبار قواعد التصفية.

● اختبار سلاسل الارتباط:

يركز هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر الورقة المالية على المدى القصير للتحقق من وجود قيمة إحصائية معنوية لمعامل الارتباط بين التغيرات الدورية المتتالية في العينة المدروسة.

⁷⁹ بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013، ص: 77-78.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

ويعد الاقتصادي فاما من الباحثين الذين اختبروا سلسلة الارتباط لوصف التغيرات السعرية لثلاثين سهما مكونة لمؤشر داو جونز وذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية من يوم إلى عشرة أيام، وقد توصل هذا الباحث إلى نتيجة مذهلة مفادها أن نسبة ضئيلة جدا من الأسهم تغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة، وتعد هذه النتيجة بمثابة تأكيد واقعي لفرضية الصيغة الضعيفة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار، والتي تقضي بمبدأ استقلالية الحوادث عبر الزمن.

وعمليا تكون الصيغة الضعيفة محققة باستخدام الاختبار المشار إليه آنفا إذا كان فقط معامل الارتباط الخطي بين التغيرات في سلسلة من الأسعار معدوما، مما يعني أن الأسعار تسلك حركة عشوائية في مسارها.

حيث يمكن صيغة هذه الفكرة رياضيا على النحو التالي:

$$R_{it} = U_i + \epsilon_{it}$$

حيث:

R_{it} : معدل العائد للورقة المالية i للفترة t .

U_i : ثابت.

ϵ_{it} : متغير عشوائي بمتوسط معدوم وتباين ثابت ومعامل ارتباط معدوم من أجل k فترة متأخرة $k(\text{Log})-t$

أكبر أو تساوي الواحد، أي:

$$E(R_{it}/U_i) = U_i$$

وتشير هذه الصيغة إلى أن التنبؤ الأمثل بمعدل العائد للورقة المالية i للفترة المستقبلية هو متوسط معدلات العوائد الماضية لنفس الفترة.

حيث أن هناك طريقتين لاستخدامات اختبار الصيغة الضعيفة للكفاءة السوقية تتمثلان في مايلي:

- الطريقة الأولى: وتتمثل في اختبار مدى استقلالية التغيرات المتتالية في أسعار الأوراق المالية.

- الطريقة الثانية: أما هذه الطريقة فإنها تهتم باختبار مدى قدرة مستخدمي أدوات التحليل الفني على

تحقيق عوائد مميزة تفوق تلك التي يحققها المستثمر الذي يتبع إستراتيجية التنويع الساذج للمحفظة

المالية Naine Strategy ، أو إستراتيجية الشراء والاحتفاظ $\text{Buyand Hold Strategy}$ التي لا

تقتضي متابعة التغيرات السعرية من حين إلى آخر.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

• اختبار الأنماط الطارئة:

يرى أنصار هذا المدخل أن اختبار سلاسل الارتباط وقواعد التصفية تعترفان بأن التغيرات السعرية قد تسلك الحركة العشوائية في أغلب الأحيان، ولكنها قد تأخذ نمطا معيناً باستخدام اختبار الأنماط الطارئة، حيث يقوم هذا الاختبار على الأسلوب الإحصائي المسمى باختبار التغير في اتجاه الأسعار أو اتجاه العوائد، إذ يهدف هذا الأسلوب إلى معرفة عدد المرات التي حدث فيها التغير في اتجاه الأسعار والمدة التي يستغرقها التغير حيث يتم ذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات، فالإشارة (+) تعني حركة سعرية بالزيادة، والإشارة (-) تعني حركة سعرية بالنقصان، وهذا ما يمكن من معرفة مدى وجود اتجاه معين في الحركة السعرية، فإذا بينت نتائج التحليل أن هناك تغيرات سعرية تحدث بتكرار أكثر أو أقل مما هو متوقع من السلسلة المأخوذة فإن ذلك يدل على أن هناك نمط غير عشوائي يمكن من التنبؤ بالأسعار وتحقيق أرباح غير عادية، وهذا ما يؤكد عدم تحقق الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.⁸⁰

• اختبار قواعد التصفية:

يرى البعض من الفنيون بان مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلاً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق يسمى قواعد التصفية.⁸¹

حيث توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية التي اقترحها الفنيون:⁸²

- المجموعة الأولى والتي تقوم على أن الارتفاع في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً يعتمد عليه في قرارات الشراء، وإن الانخفاض في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً سليماً لقرار البيع؛
- أما المجموعة الثانية فهي مجموعة قواعد الدورات والموسمية والتي تقضي بأن فصل الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار وفصل الشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، كذلك تأثير التوقيت يقضي بأن الأسعار ترتفع في أشهر وتنخفض في أشهر غيرها؛
- أما المجموعة الثالثة تقوم على المتوسط المتحرك للأسعار؛

⁸⁰ Eugene. Fama, (1970), Op.Cit, p.396.

⁸¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 2019.

⁸² الهواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص: 143.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- أما المجموعة الرابعة وتقوم على القوة النسبية لسعر الورقة المالية.

2-2- فرضية الصيغة المتوسطة القوة (شبه القوية) واختباراتها:

تقتضي هذه الصيغة بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات التي التاريخية في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور، أو التنبؤات والتحليلات المبنية على تلك المعلومات، سواء تمثلت تلك المعلومات في المنشورات عن الأوضاع الدولية، أو عن الظروف الاقتصادية للدولة أو الظروف الصناعية بما في ذلك من معلومات عن المؤسسة نفسها.⁸³

لقد اختلفت الدراسات التجريبية في اختبار فرض السوق الكفاء من النوع متوسط القوة حيث أثبتت بعض الدراسات سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر تحقيق عائدا متميزا أو ربح غير عادي وهذا تأييدا لهذا الفرض، في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الواردة للسوق وإمكانية تحقيق أرباح غير عادية مما يعني رفض صيغة الفرض متوسط القوة.

وقد اختبرت هذه الدراسات مستوى الكفاءة المتوسط من خلال عدة متغيرات، منها قياس استجابة الأسعار للإعلان عن التوزيعات، تغيير المعالجة المحاسبية لبعض عناصر القوائم المالية، إعلان اشتقاق أو تجزئة الأسهم ومدى تأثيرها على أسعار الأسهم، وتتمثل هذه المتغيرات في مايلي:⁸⁴

• تغيير المعالجة المحاسبية لبعض عناصر القوائم المالية:

إن تغيير المعالجة المحاسبية لبعض عناصر في تقييم المخزونات أو تغيير طريقة حساب LIFO إلى طريقة FIFO القوائم المالية مثل الانتقال من طريقة الاهتلاكات من متناقص إلى متزايد أو ثابت، له تأثير على نتائج المؤسسة ومنه على أسعار الأسهم، لكن التأثير يكون مؤقت فقط، و سرعان ما تعود أسعار الأسهم إلى قيمتها الحقيقية، وهذا ما أكدته دراسة (Kamlan (1972)، Roll and Sunder (1972) حيث توصلت هذه الدراسات إلى أن أسواق رأس المال وأسعار الأسهم تستجيب لهذه التغيرات التي تمس القوائم المالية، لكنها لا تؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية، لأن المتعاملون في السوق يدركون أثر تغيير تلك القواعد على الأسعار، بل قد

⁸³ عبد الغفار الحنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 185-187.

⁸⁴ عائشة بخالد، اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف، دراسة حالة مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمحاسبية، 2015، ص: 26.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

تسوء سمعة المؤسسة لأن المستثمرون سيعتقدون أن المؤسسة تسعى لتحسين صورتها بسبب ضعف وتراجع المركز المالي، ويعتبرون أن ذلك تلاعب في الإجراءات المحاسبية من أجل تحقيق نتائج إيجابية.

• اشتقاق أو تجزئة الأسهم:

قام الباحثين Fama ، Jensen ، Roll،Fisher عام 1969 والذي يرمز لهم اختصارا FFJR ، باختبار كفاءة سوق نيويورك خلال الفترة من جانفي 1927 إلى ديسمبر 1959 ، باستخدام تقنية الحدث، وذلك بالتركيز على سلوك الأسهم التي تم اشتقاقها، حيث شملت الدراسة على 940 سهم مشتق، شهد البعض منها خلال السنة التالية للتجزئة زيادة أو انخفاض للأرباح، وقد تم استخدام نموذج تسعير الأصول المالية لتقييم العوائد الإضافية للأوراق المالية، وقد لوحظ البواقي المتراكمة للعوائد الإضافية أي العوائد غير المفسرة من قبل النموذج.

2-3- فرضية الصيغة القوية واختباراتها:

تقوم هذه الفرضية على أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتمثلة في الحالية والتاريخية والخاصة، أي أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية، وبالتالي فإن هذه المعلومات سوف تنعكس على الأسعار، ومن هنا لا يستطيع أي مستثمر أن تكون له القدرة على احتكار أي معلومات من شأنها أن تؤثر على الأسعار، وبالتالي لا يمكن لهذا المستثمر أن يحقق أرباح تفوق أرباحه العادية. إن تحقيق هذه الصيغة لا يتطلب فقط أن يكون هذا السوق كفؤا بحيث أن الأسعار تعكس جميع المعلومات المتاحة، بل يتطلب أيضا أن يكون هذا السوق كاملا، بحيث تكون هذه المعلومات متاحة للجميع وفي ذات الوقت.⁸⁵

ويمكن اختبار فرضية الصيغة القوية من خلال وسيلتين هما:

• المتعاملون بالشركة:

إن كبار العاملين بالشركة لهم القدرة على معرفة المعلومات وذلك بسرعة مقارنة بباقي المستثمرين، كذلك فإنه يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية، وذلك بمعرفة قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية. غير أن العديد من الدراسات لأثبتت أنهم يمكن أن يحققوا أرباح غير عادية قد تفوق العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر العادي، ذلك لأنهم يعرفون المعلومات قبل أن تتداول لدى الجميع.⁸⁶

⁸⁵ عبد اللطيف هناء، قياس نشاط و كفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 31.

⁸⁶ إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 60.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

• المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية:

تعتبر المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي من المؤسسات التي لها القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما تتميز بالقدرة على استخدام أدوات التحليل المالي ومن ثم القدرة على توقع اتجاهات السوق.

ويمكن اختبار هذا الفرض من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل المؤسسات بما يحققه المستثمر العادي.

إن كل الدراسات التي تناولت هذه الصيغة خلصت إلى عدم قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي، كما أكدت دراسات أخرى مثل (Shawky, 1982)، كذلك دراسة كل من (Viet & cheney, 1982) على عدم قدرة هذه المؤسسات حتى على التنبؤ بأسعار الأسهم في المستقبل الأمر الذي يؤدي إلى عدم توفر أي ميزة خاصة لهذه المؤسسات لتحقيق أرباح عادية.

كما أثبتت بعض الدراسات الأخرى مثل (Diefenback, 1972 Dimon & keame, 1989) عدم قدرة هذه المؤسسات المتخصصة في التحليل على تحقيق أرباح متميزة. بل حتى أن قدرتها على تقدير القيمة الحقيقية للسهم قد لا تتسم بالدقة الأمر الذي يؤيد فرض الصيغة القوية لكفاءة السوق. كما يعارض البعض الاتجاه السابق ويرى أن قدرة مؤسسات التحليل المالي لها القدرة على تقديم استشارات لعملاء حققوا من ورائها أرباحا غير عادية قد يكون هذا بمثابة عدم اعتراف بصيغة الفرض القوي لكفاءة السوق. وبناء على ما سبق وما أوضحتها الدراسات التي استخدمت بشأن الصيغة القوية لكفاءة السوق وقدرة كبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية بما يعني عدم وجود سوق كفاءة في شكلها القوي بالشكل العملي فإن هذا يعني قدرة المؤسسات المحترفة على تبني استراتيجيات استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية طالما أن السوق ليست كفاءة بالدرجة المرتفعة التي تحول دون تحقيق أرباح.⁸⁷

⁸⁷ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 64.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

المطلب الثالث: أثر شفافية المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات

إن الهدف من تطبيق حوكمة الشركات هو إعادة الثقة في المعلومات المحاسبية، علاوة على ذلك فإن لهذه المعلومات تأثير مباشر أو غير مباشر على كفاءة سوق الأوراق المالية.

3-1- أثر المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية:

يتفق الكثير من الكتاب والباحثين بأن هناك تأثير مباشر وصريح للمعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين - الحاليين والمرقبين - في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو قرار التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من جانب تأثيرها على أسعار أو العائد على الأسهم أم من جانب تأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة سوق الأوراق المالية أو غير ذلك.

إلى جانب ذلك فقد أشار كل من Jones, Selva, Capstaff بأن المعلومات الموجودة في التقارير والقوائم المالية هي من أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها لقياس حجم المخاطر بأنواعها المختلفة- مثل مخاطر معدل الفائدة، مخاطر السوق، مخاطر السيولة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر الإدارة، مخاطر الأعمال- والتنبؤ بها.

كما نجد أن لأثر المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية له شقان هما:⁸⁸

- الدور التيسيري وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار.
- الدور التأثيري على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين الخواطر والعوائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان.

⁸⁸ عادل عامر، انعكاسات جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات على سوق الأوراق المالية، مقال منشور في منتدى دار العلوم القانونية والإسلامية والإنسانية، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.adelamer.com/vb/showthread.php?3632> تاريخ الاطلاع 20-2-2017.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

كما أن كفاءة السوق المالي تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المحاسبية، بحيث تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة والضرورية وفي الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة، والتي تمكن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار.

ويمكن القول أن المعلومات المحاسبية المتاحة لدى المتعاملين في السوق تساعدهم على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة المخاطر المرتبطة بها.⁸⁹ وذلك من خلال تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار وبالتالي زيادة حجم السوق، مما يؤدي إلى زيادة حجم التعامل وعدد المتعاملين فيه، وبالتالي حشد المدخرات وتوجيهها نحو فرص الاستثمار، وتحقيق التخصيص الكفء للموارد، مما يساعد على كفاءة الأسواق وبالتالي رفع كفاءة المشاريع وتنشيط الأسواق مما يحقق التنمية الاقتصادية.⁹⁰

إن الهدف من دراسة البيانات والمعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية هو تحديد الأوراق المالية ذات الأسعار المتذبذبة، وبالتالي الإقبال على شرائها أو بيعها بهدف تحقيق عوائد إضافية، نتيجة لانحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، وقد يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية فيرتفع سعرها، وبالمقابل ينخفض الطلب على الأسهم المسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية، وبالتالي تحقيق التوازن في الأسعار.⁹¹

وتنعكس أهمية المعلومات (المالية والاقتصادية) في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية، حيث تتحدد درجة هذه الثقة بناءً على نوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة زهيدة ومنفعة كبيرة بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها، إضافة للوضع الاقتصادي العام للدولة.⁹²

إن نجاح سوق الأوراق المالية في تحقيق الكفاءة يتوقف على مجموعة من النقاط هي:

⁸⁹ أمين أحمد السيد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص: 24.

⁹⁰ M Angeles de Frotos, Carolina Manzano, carolina, 2005, Trade Disclosure and Price Dispersion, Journal of Financial Markets, Vol. 8, May, P.203. نقلاً عن صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

⁹¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 180.

⁹² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2004، ص: 132.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- أهمية الإفصاح المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال توفر قدر كاف من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية، مما يساعد في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق رأس المال، بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها
- توفر نوعيات مختلفة من الأوراق القابلة للتداول، بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة المخاطرة المرتبطة به بما يلي احتياجات المستثمرين
- وضع التشريعات والقواعد والأحكام المنظمة لعمليات الإفصاح، وإلزام المستثمرين على احترام المبادئ الأساسية في عملية الإفصاح عند إعداد القوائم المالية، كمبدأ الاستمرارية في تدفق المعلومات، مبدأ التوقيت الزمني لإجراءات الإفصاح، مبدأ المعاملة العادلة في الحصول على المعلومات، مبدأ دقة وصحة المعلومات المفصح عنها.

كما سبق تخلص الباحثة إلى أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف بدرجة كبيرة على كفاءة نظام المعلومات من خلال الدور الكبير الذي تلعبه المعلومات المحاسبية المفصح عنها في التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية، إذ لا يمكن أن تحقق كفاءة سوق الأوراق المالية إلا بتوفر المعلومات اللازمة للاستثمار.

3-2- أثر عدم كفاءة نظام المعلومات على كفاءة سوق الأوراق المالية

إن عدم كفاءة نظام المعلومات تؤدي إلى عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات بين العاملين في السوق مما يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين من ناحية، وعلى كفاءة السوق المالي من ناحية أخرى، وبالتالي فإن عدم تماثل المعلومات هو امتلاك بعض المستثمرين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون (مثل كبار المتعاملين في الشركات يحصلون على معلومات يتم حجبها عن المستثمرين لتحقيق عوائد غير عادية وذلك قبل نشرها في القوائم المالية، مما يتسبب هذا في حدوث آثار سلبية عديدة.⁹³

فإذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة يحجمون عن التعامل في تلك الورقة، وبالتالي ينخفض حجم العمليات في السوق كنتيجة لتناقص عدد الأوراق المالية المتداولة في فترة معينة.

⁹³ M Angeles de Frotos, Carolina Manzano, Op Cit , pp: 191-192.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

وبالتالي فإن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وتناقص عدد المتعاملين في السوق، أي عدم توفر المعلومات أو عدم توافرها بصورة غير عادلة أمام جميع المستثمرين، أو عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها وتفسيرها سوف سيحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة غير علمية تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفاء للموارد المالية.⁹⁴

وترجع أسباب عدم كفاءة نظام المعلومات إلى الأسباب الآتية:⁹⁵

- التأخير في نشر المعلومات المالية المتعلقة بالشركات المتعاملة فيه وبالتالي فقدان أهمية البعد الزمني للمعلومات فتقل الفائدة منها بالنسبة للمستثمرين
- إن ضعف محتوى المعلومات التي يقدمها نظام المالي تجعل المتعاملين في السوق لا يعتمدون على تلك المعلومات في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة
- إن ضعف البعد الشكلي للمعلومات التي يقدمها نظام المعلومات المالي قد يعيق المتعاملين من الاستثمار في أسهم الشركة التي أصدرت هذه المعلومات.

ومن جهة أخرى فإن عدم كفاءة نظام المعلومات يؤدي إلى عدم كفاءة سوق الأوراق المالية مما ينجح عنه العديد من الآثار الاجتماعية والاقتصادية، تتمثل في انصراف المدخرين عن توظيف أموالهم في سوق الأوراق المالية، وبالتالي تواجه صعوبات في الحصول على التمويل اللازم الذي كانت تحصل عليه من خلال سوق الأوراق المالية، فتصبح تحت رحمة مؤسسات التمويل التي تتحكم في وضع الشروط وفرض القيود على الإقراض.

تستنتج الباحثة أن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين وبالتالي يؤدي إلى عدم كفاءة السوق المالي.

⁹⁴ Ananth Madhavan, D. Porte, D. Weaver, Should Securities Marketes be Trasparent, Journal of Financial Markets, Vol. 8, August 2005, p: 285. نقلاً عن صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق

الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

⁹⁵ الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 134.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

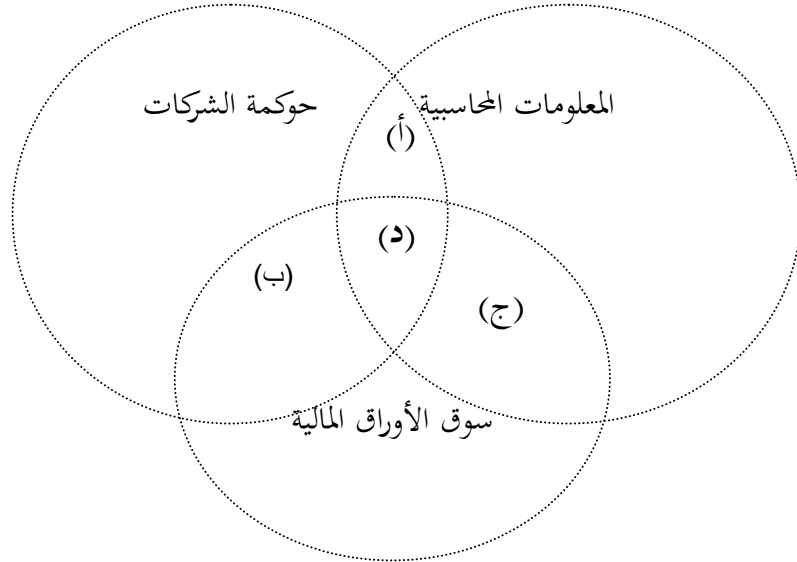
3-3- أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية

إن أحد أهم دوافع الاهتمام بتطبيق حوكمة الشركات هو إعادة ثقة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية وذلك نتيجة الانهيارات وحالات الفشل التي أصابت الكثير من الشركات العملاقة والتي ترجع في معظمها إلى عدم دقة البيانات والمعلومات المحاسبية بها وما تتضمنه من أخطاء.

لذا فإن أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها عملية حوكمة الشركات هو مبدأ الإفصاح والشفافية وما يحمله في طياته من إعداد ومراجعة المعلومات والإفصاح عنها بما يتفق والمعايير عالية الجودة وأن يتم توفيرها للمستخدمين في الوقت الملائم وبالتكلفة الملائمة. كما أن دقة وموضوعية التقارير المالية تتطلب الالتزام بالقوانين والتشريعات، كل ذلك أدى إلى وجود علاقة متينة بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية.⁹⁶

حيث يمكن توضيح علاقة حوكمة الشركات بالمعلومات المحاسبية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-5): العلاقة بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية



المصدر: محمد أحمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية، ص : 35، نقلا عن عيادي عبد القادر مرجع سابق، ص: 194.

⁹⁶ عيادي عبد القادر، جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وانعكاساتها على كفاءة السوق المالية، حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، 2014، ص: 193.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- تمثل المنطقة (أ): الدور المتبادل بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية بصفة عامة بعيدا عن علاقتها بسوق الأوراق المالية.

- تمثل المنطقة (ب): الأثر المتبادل بين حوكمة الشركات وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية بعيدا عن دور المعلومات المحاسبية وهذا صعب التحقيق عمليا.

- تمثل المنطقة (ج): الأثر المتبادل بين المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية من خلال تأثير المعلومات على حركة التداول وأسعار الأسهم وغيرها من الأوراق المالية والعائد المحقق من تحققه على هذه الأوراق، كما أن جودة المعلومات المحاسبية يساعد في القضاء على سلبية هذه المعلومات في القيام بدورها تجاه تنشيط حركة سوق الأوراق المالية.

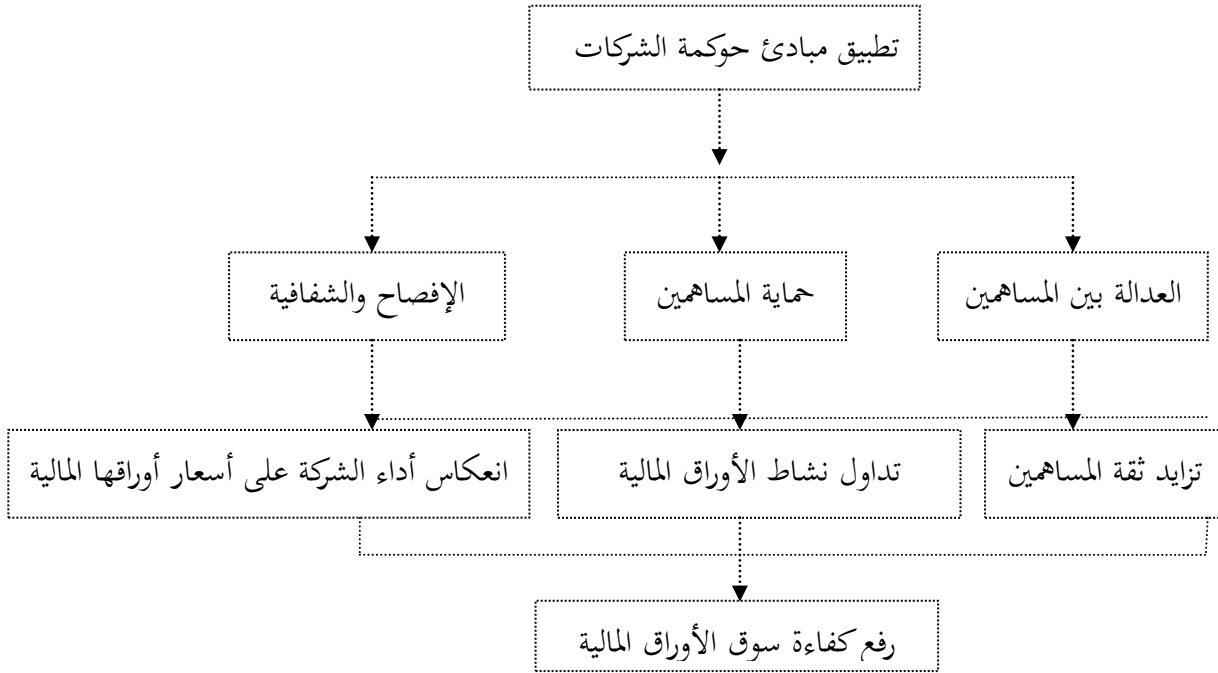
- تمثل المنطقة (د): منطقة الأداء المتميز وتوازن المصالح، فهي تشكل أهم منطقة باعتبارها منطقة نقطة التقاء وترابط العناصر الثلاثة السابقة، أي البحث عن التطبيق الفعال لحوكمة الشركات الذي ينتج عنه توفير معلومات محاسبية ذات جودة عالية وبالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية، أي أن وجود هذه المنطقة يعتبر أمرا ضروريا لأنه لا يمكن تصور وجود وحدة اقتصادية تقوم بتطبيق حوكمة الشركات ولا ينتج عنها معلومات محاسبية ذات جودة عالية ولا يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على أسعار وحركة أوراقها المالية المتداولة في البورصة.

وعليه فإن أثر تطبيق حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال الدقة في إعداد وعرض القوائم المالية للوحدات الاقتصادية يعتبر حجر الزاوية رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، لأن تدفق معلومات مالية دقيقة وموثوقة يسمح بتقييم الأوراق المالية وفق قيمتها الحقيقية، حيث تنعكس تلك المعلومات بشكل مباشر على أسعار الأوراق المالية في السوق، كما أن مدخل التحليل الأساسي لاتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية، يعتمد على فرض رئيسي مفاده أن لكل ورقة مالية قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المالية المتاحة عن الوحدة الاقتصادية، خاصة إذا كانت هذه المعلومات تعكس بصدق واقع الشركة.

ويمكن توضيح الدور الذي تلعبه حوكمة الشركات في رفع كفاءة السوق المالي من خلال الشكل التالي:

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

الشكل رقم (1-6): أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية



المصدر: محمد عمران، البورصة المصرية وحوكمة الشركات، مؤتمر حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، ماي 2007، ص: 22.

إن حوكمة الشركات تقوم على أساس تحديد العلاقة بين المساهمين ومجالس الإدارة والمدبرين التنفيذيين وغيرهم من أصحاب المصالح، فهي تهدف إلى زيادة قيمة استثمارات حملة الأسهم إلى أقصى درجة ممكنة، وهذا من خلال تحسين أداء الشركات، وترشيد اتخاذ القرارات فيها بما يضمن خدمة مصالحهم واحترام مصالح غيرهم في نفس الوقت، فالشركات التي تدار بشكل جيد يكون أداؤها أفضل ويتوقع أن تنخفض تكلفة رأسمالها عن طريق جذب أكبر عدد من المستثمرين، حيث يدرك هؤلاء احتمالات حصولهم على عائد أكبر من هذه الشركات، ومن ثم فهم مستعدون لدفع مقابل حصولهم على هذا العائد المرتفع.

وعلى هذا الأساس يمكن القول أن حوكمة الشركات تعمل على:⁹⁷

- التخصيص الكفء للموارد في سوق الأوراق المالية

⁹⁷ عيادي عبد القادر، المرجع أعلاه، ص: 196.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

- حماية حقوق المساهمين وخاصة الأقلية منهم، بما في ذلك حقهم في إبداء رأيهم بكل ما يرتبط بإدارة استثماراتهم الأمر الذي يدعم تطوير عملية الإفصاح عن أداء الشركة بصورة سليمة وفي التوقيت المناسب، إضافة إلى إجبار الشركات بالالتزام بمبدأ الشفافية في الإدارة، وكذا التزامها بمعايير المحاسبة، كل ذلك يؤدي إلى تفعيل سوق الأوراق المالية، وزيادة التداول، وبالتالي ضرورة تسعير الأوراق المالية وفق قيمتها الحقيقية كاستجابة للمعلومات المتاحة عن الشركات المعنية بالحكومة.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية

خلاصة الفصل

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل النظري استعراض أهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بحوكمة الشركات ودورها في تحقيق كفاءة السوق المالي وذلك من خلال استعراض أهم المفاهيم المتعلقة بحوكمة الشركات وكفاءة السوق المالي، باعتبار أن التطبيق الجيد لآليات الحوكمة يساعد على تحقيق جودة المعلومات ومن ثم إعادة الثقة في الأسواق المالية، بعد ما تعرضت له من انهيارات بسبب الأزمات المالية الناتجة عن الفساد المالي والإداري الذي تعرضت له الشركات والناجم عن سوء الممارسات السليمة للرقابة في الإدارات من خلال نقص الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوضاع المالية لهذه الشركات مما انعكس على أدائها.

كل هذه الأسباب أدت إلى ضرورة الالتزام بتطبيق آليات وقواعد بحوكمة الشركات من أجل تجنب حدوث أي أزمات أخرى، كذلك تعزيز الثقة في الأسواق المالية مما يساعد على تنشيطها وبالتالي كفاءة أدائها.

الفصل الثاني

الدراسات السابقة

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

تمهيد:

لقد شكل موضوع حوكمة الشركات ضرورة لا بد منها من أجل إدارة الشركات بالشكل المطلوب والذي يساهم بشكل كبير في حماية أموال المستثمرين، وبالتالي وجود مثل هذا النظام يضمن العدالة والشفافية والنزاهة وتعزيز الثقة بين أصحاب المصالح من شأنه أن يسهم في القضاء على الفساد المالي والإداري ومختلف المخالفات التي تحدث داخل الشركة، وهذا بدوره يحسن من أداء الشركات المدرجة في الأسواق المالية مما ينعكس على الاقتصاد.

هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع حوكمة الشركات وعلاقتها بكفاءة الأسواق المالية التي أجريت على أسواق مختلفة. وفي ما يلي أهم الدراسات التي استطاعت هذه الدراسة الوقوف عليها وهي مرتبة حسب تسلسلها التاريخي.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

المبحث الأول: عرض الدراسات السابقة المتعلقة بحوكمة الشركات وعلاقتها

بكفاءة الأسواق المالية

المطلب الأول: الدراسات العربية

سنحاول عرض الدراسات العربية التي تم تناولت موضوع حوكمة الشركات وعلاقتها بكفاءة الأسواق المالية التي تمكنا من الاطلاع عليها:

1. دراسة يوسف محمد محمود، (1994)، العائد المحاسبي والمحتوى الإعلامي للإعلان عن التوزيعات دراسة عينة من الشركات المساهمة الكويتية.¹

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في دراسة العائد المحاسبي والمحتوى الإعلامي للإعلان عن التوزيعات، حيث شملت الدراسة عينة مكونة من الشركات المساهم الكويتية.

وخلصت الدراسة إلى :

- وجود أي أثر لحجم الشركة على طبيعة العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم، وأن تلك العلاقة تتأثر بشكل واضح في حالة الشركات الفاشلة أكثر مما هي عليه في حالة الشركات الناجحة.

2. دراسة ظاهر القشي وحازم الخطيب، (2006)، الحاكمية المؤسسية بين المفهوم وإمكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية.²

تمثلت مشكلة هذه الدراسة في وجود قصور في التشريعات التي تحكم الشركات في الولايات الأمريكية، حيث هدفت الدراسة إلى تحليل الأسباب التي أدت إلى انهيار كل من شركة إنرون للطاقة وشركة آرثر

¹ عبد الناصر نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد، 2003، ص: 51.

² ظاهر القشي وحازم الخطيب، الحاكمية المؤسسية بين المفهوم وإمكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية، مجلة أريد للبحوث العلمية، المجلد العاشر، العدد الأول، جامعة أريد الأهلية، الأردن، 2006، ص: 5-34.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

أندرسون للمراجعة، بعد أن ثبت تورطهما في التلاعبات المالية، ثم تعرضت الدراسة إلى التغييرات التي طرأت على حوكمة الشركات بسبب تلك الانهيارات، كما اعتمدت الدراسة على المنهج الاستنباطي والوصفي التحليلي.

ولقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- لم تكن المشكلة الرئيسية في انهيار الشركتين إلى وجود قصور في معايير المحاسبة أو معايير المراجعة، بل انحصرت في تدني أخلاقيات المهنيين؛
- لقد قامت شركة آرثر أندرسون للمراجعة بعدة أعمال مزدوجة لشركة أنرون الأمر الذي أدى إلى الانهيار؛
- يوجد قصور من قبل السوق المالي كجهاز للرقابة على الشركات المدرجة؛
- توجد صعوبة كبيرة من قبل المراجعين والشركات المدرجة في السوق المالي لتطبيق الحاكمية المؤسسية بمفهومها الحديث؛
- إن المشكلة لا تكمن في القوانين التي تحكم الحاكمية المؤسسية بشكل عام ولكن تكمن في أخلاقيات الأشخاص مطبقي تلك القوانين.

3. دراسة محمد مطر وعبد الناصر نور، (2007)، مدى التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحاكمية المؤسسية: دراسة تحليلية مقارنة بين القطاعين المصرفي والصناعي.³

تمثلت مشكلة هذه الدراسة في فيما إذا كانت الشركات المساهمة العامة الأردنية تلتزم بالمبادئ الأساسية للحاكمية المؤسسية بوجه عام، وعلى وجه الخصوص ما صدر عن منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي.

هدفت الدراسة إلى تقييم مدى التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحاكمية المؤسسية، ولتحقيق هذا الهدف أجرى الباحثان دراسة ميدانية على عينة من الشركات المساهمة العاملة في القطاعين

³ محمد مطر وعبد الناصر نور، مدى التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحاكمية المؤسسية: دراسة تحليلية مقارنة بين القطاعين المصرفي والصناعي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 3، العدد 1، 2007، ص: 46.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

المصرفي والصناعي عددها 20 شركة، أي ما يعادل 32% من حجم مجتمع الدراسة، ولقد تم الاعتماد على استبانة شملت على أسئلة تغطي ستة محاور كل محور منها مبدأ من المبادئ الستة المتعارف عليها لنظام الحاكمية المؤسسية.

ولقد اعتمد الباحثان في تحليل النتائج واختبار الفرضيات على مؤشرات الإحصاء الوصفي بالإضافة إلى اختبارين، اختبار (T) للعينة الواحدة، واختبار مان-ويتني.

ولقد كشفت الدراسة على مجموعة من النتائج تتلخص في :

- مستوى التزام الشركات المساهمة العامة العاملة في القطاعين يتراوح ما بين قوي وضعيف جداً، ولكن عموماً مقبول أو متوسط، مع أن مستوى الالتزام يميل للقطاع المصرفي على حساب القطاع الصناعي؛

- أما جوانب الخلل في تطبيق النظام فتترسخ بشكل رئيسي في: عدم التزام مجالس الإدارة كما يجب بقواعد السلوك المهني، كذلك عدم اشراك القاعدة العامة للمساهمين في اتخاذ القرارات الإستراتيجية للشركة وحرمانهم من الاطلاع على محاضر اجتماعات مجلس الإدارة، كذلك عدم التزام الشركات بمسؤولياتها الاجتماعية للبيئة التي تعمل فيها، ولجوء بعض إدارات تلك الشركات وسائل غير مشروعة كالرشاوي والمحسوبية للحصول على العقود.

4. دراسة عوض بن سلامة الرحيلي، (2008)، لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات.⁴

تمثلت مشكلة الدراسة في أن مفهوم حوكمة الشركات والأسباب والظروف التي أدت إلى ظهورها والمطالبة بتطبيقها في قطاع الأعمال غير واضحة من قبل القائمين على أمر قطاع الأعمال في الوطن العربي.

وقد هدفت الدراسة إلى تحديد مفهوم حوكمة الشركات من الناحية النظرية والتطبيقية، والتعرف على أسباب ودوافع انتشار هذا المفهوم في السنوات الأخيرة في الدول المتقدمة، مع بحث ومناقشة لجان

⁴ عوض بن سلامة الرحيلي، لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات، مجلة الاقتصاد والإدارة، المجلد الثاني، العدد الأول، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2008، ص ص : 179-180.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

المراجعة باعتباره أحد دعائم هذا المفهوم بالتركيز على حالة المملكة السعودية، كما اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي.

ولقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها مايلي:

- بالرغم من حداثة موضوع حوكمة الشركات في البيئة السعودية إلا أنه هناك محاولات جادة للتعريف بهذا المفهوم وآليات تطبيقه على أرض الواقع؛
- تلعب لجان المراجعة في الشركات المساهمة دورا مهما في تطبيق حوكمة الشركات في البيئة السعودية كونها تعمل كحلقة وصل بين الأجهزة الرقابية ومجلس الإدارة.

5. دراسة أحمد رجب عبد الملك، (2008)، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية دراسة تحليلية.⁵

تمثلت مشكلة الدراسة في أن السوق المصري اتسم خلال الفترة الأخيرة بالمتغيرات العشوائية الداخلة في تسعير الأسهم، حيث تسوده التقلبات السعرية تلك التي لا تستند لأية مسببات موضوعية ولا أية معلومات محاسبية أو غير محاسبية، كما تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على المنهج الملائم المستخدم في وصف العلاقة بين حوكمة الشركات وأسعار الأسهم وما هي علاقة الحوكمة بكفاءة سوق المال، كذلك دراسة وتحليل ارتباط حوكمة الشركات بالسعر العادل للأسهم، التعرف على القواعد والمبادئ التي تؤثر على قدرة السوق في تحديد السعر العادل للأسهم، التعرف على الآليات الواجب إتباعها في الوصول إلى السعر العادل للأسهم.

ولقد توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- المنهج الذي يصف العلاقة بين الحوكمة وأسعار الأسهم هو منهج دراسة السوق؛
- أهم القواعد والمبادئ الخاصة بحوكمة الشركات والتي تؤثر على قدرة السوق على الوصول للسعر العادل للأسهم هي قاعدة أو مبدأ الإفصاح والشفافية؛
- الحوكمة عامل محدد لقوة العلاقة الدالية بين محتوى الإفصاح والسعر العادل للأسهم؛

⁵ أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، المجلد الخامس والأربعون، العدد الأول، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية، 2008، ص ص : 3- 45.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- الحوكمة تعمل على سد النقص الحادث في المعايير المحاسبية بهدف تحسين محتوى التقارير المنشورة؛

- الآليات الواجب اتباعها للوصول للسعر العادل للسهم وهي نتاج لتطبيق الشفافية وهي: التوسع في المعلومات المالية،

- الاهتمام بالمعلومات غير المالية، التحول من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي الاهتمام بالإفصاح الإلكتروني.

وبناء على النتائج السابقة يمكن أن نصل إلى النتيجة العامة وهي أن حوكمة الشركات تعمل على تحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية ومن ثم تحقيق العدالة في الوصول للسعر العادل للسهم.

6. دراسة النور علي سعد النور، (2011)، أثر تطبيق حوكمة الشركات على كفاءة الأداء في شركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية.⁶

تمثلت مشكلة الدراسة في حاجة شركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى التطبيق السليم لآليات حوكمة الشركات، خاصة أن الكثير منها يعاني من ضعف في الشفافية وضعف في عملية تطبيق الحوكمة، كذلك مدى تأثير تطبيق الحوكمة على أداء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، ومدى مساهمتها في سلامة وجودة الأهداف والخطط وضمان فاعلية القرارات الإستراتيجية ومحاربة الفساد الإداري والمالي الذي تعاني منه شركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية، كذلك معرفة مدى تأثير الالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية على ثقة المستثمرين وأصحاب المصالح وتوفير فرص التمويل وتفعيل آليات الحوكمة في هذا النوع من الشركات.

كما هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر التطبيق السليم لحوكمة الشركات على كفاءة الأداء في شركات المساهمة العامة المدرجة في السوق المالية، كذلك التعرف على التطبيق السليم لحوكمة الشركات في تحقيق الأهداف والخطط والاستراتيجيات وضمان سلامة اتخاذ القرارات ومحاربة الفساد الإداري والمالي، كما استخدم الباحث في هذه الدراسة المنهج التاريخي لتتبع البحوث والدراسات السابقة ذات الصلة

⁶ النور علي سعد النور، اثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة الأداء في شركات المساهمة المدرجة في سوق الاوراق المالية دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه في إدارة الأعمال غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، الخرطوم، السودان، 2011.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

بالموضوع، والمنهج الاستنباطي لتحديد محاور الدراسة وصياغة الفرضيات، والمنهج الاستقرائي لاختبار الفرضيات، والمنهج التحليل الوصفي من خلال استخدام الأساليب الإحصائية المناسبة في ضوء طبيعة الدراسة ومتغيراتها، ومنهج دراسة الحالة بالنسبة للدراسة التطبيقية المتعلقة بمعرفة مدى تطبيق شركات عينة البحث لمتطلبات الحوكمة، كما استخدم منهج المقارنة.

توصل الباحث إلى عدة نتائج منها:

- هناك تأثير ايجابي بين حوكمة الشركات وأداء مجلس الإدارة للقيام بمهامه ومسؤولياته مما يساهم في رفع كفاءة أداء الشركة؛
- إن التطبيق السليم لحوكمة الشركات يساهم في جودة الأهداف والخطط والاستراتيجيات وسلامة القرارات وضمان تنفيذها، مما يؤثر ايجاباً على كفاءة الأداء؛
- يوجد اثر ايجابي بين التطبيق الجيد لمتطلبات الإفصاح والشفافية وتعزيز ثقة المستثمرين وتوفير فرص التمويل، وتفعيل آليات الحوكمة في شركات المساهمة مما يحسن من مستوى الأداء؛
- هناك اثر ايجابي كبير بالالتزام بمبادئ الحوكمة في محاربة الفساد الإداري والمالي والحد منها في شركات المساهمة العامة؛
- ساهم تطبيق لائحة حوكمة الشركات بالمملكة العربية السعودية بشكل واضح في تحسين مستوى الإفصاح والشفافية في المعلومات والتقارير المنشورة من قبل هذه الشركات، الأمر الذي ساهم في تفعيل تطبيق الحوكمة في هذا النوع من الشركات؛
- معظم الشركات التي تطبق الحوكمة بشكل جيد استطاعت أن تحقق أفضل أداء من حيث الربحية وتقليل خسارتها.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

7. دراسة معتز ميرغني سيد أحمد محمد، (2011)، الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية ودوره في تفعيل حوكمة الشركات (دراسة ميدانية على عينة من الشركات المساهمة المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال 2005-2008).⁷

تمثلت مشكلة الدراسة في مدى ملائمة الإفصاح المحاسبي في التقارير للشركات المساهمة السودانية ودوره في تفعيل تطبيق حوكمة الشركات، وتطبيق الآليات المحاسبية والإدارية للإفصاح وأثرها في موثوقية الإفصاح في التقارير المالية ودعم الشفافية وأثر ذلك في تفعيل تطبيق حوكمة الشركات، ومدى مساهمة الإطار التشريعي للإفصاح المحاسبي و حوكمة الشركات في تدعيم مستوى الإفصاح والشفافية بالشركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وأثر التزام الشركات المساهمة العامة بقواعد الإفصاح في التقارير المالية وفق لمتطلبات السوق ودوره في تماثل المعلومات بالتقارير المالية وانعكاس ذلك على تفعيل تطبيق حوكمة الشركات.

هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وحوكمة الشركات، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين الآليات المحاسبية والإدارية للإفصاح المحاسبي ودورها في تفعيل حوكمة الشركات، ومحاولة الإلمام بالمتطلبات التشريعية والإفصاح المحاسبي في تفعيل مبادئ حوكمة الشركات.

حيث اعتمد الباحث في دراسته على المنهج التاريخي من أجل تتبع الدراسات والبحوث ذات الصلة بالموضوع، والمنهج الاستنباطي لتحديد محاور الدراسة وصياغة الفرضيات والمنهج الاستقرائي لاختبار الفرضيات والمنهج الوصفي التحليلي كأدوات إحصائية في جمع وتحليل البيانات لعينة من الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2008.

ولقد توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- أن الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية للشركات المساهمة السودانية يعتبر المصدر الأساسي للمعلومات التي يعتمد عليها المستخدمون في اتخاذ قراراتهم؛

⁷ معتز ميرغني سيد أحمد محمد، الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية ودوره في تفعيل حوكمة الشركات (دراسة ميدانية على عينة من الشركات المساهمة المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال 2005-2008)، أطروحة دكتوراه في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2011

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية للشركات المساهمة السودانية يحتوي على العناصر الضرورية لتفعيل تطبيق حوكمة الشركات؛

- تطبيق الآليات المحاسبية والإدارية المتمثلة في مجلس الإدارة، لجنة المراجعة الداخلية ولجنة المراجعة الخارجية كافية ومناسبة بشكل يدعم تطبيق حوكمة الشركات؛

- المتطلبات التشريعية والقانونية للإفصاح المحاسبي يدعم تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.

8. دراسة بريش عبد القادر، (2011)، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر.⁸

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في كيف يمكن لحوكمة الشركات أن ترفع من كفاءة وأداء السوق المالية وتعزيز الثقة فيها؟ حيث تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على حوكمة الشركات من خلال مفهومها وأهميتها ومبادئها، كذلك التعرف على كفاءة السوق المالية من خلال تعريفها وشروطها ومؤشراتها، كذلك تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية.

ولقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج منها:

- وجود نظام فعال للتداول الإلكتروني؛
- تطبيق نظم التسوية والمقاصة والحفظ المركزي آليا؛
- وجود قواعد فعالة للقيود في البورصة، بحيث تضمن عدم إدراج الشركات الخاسرة والصغيرة؛
- وجود معايير محاسبية ومراجعة تنسق مع معايير محاسبة ومراجعة عالمية؛
- إلزام الشركات بتقديم تقارير مالية مراجعة ومعتمدة من جهات محايدة بشكل منتظم وربع سنوي؛

⁸ بريش عبد القادر، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد التاسع، الشلف، الجزائر، 2011، ص ص: 40-60.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- إنشاء جمعية للمحاسبين والمراجعين القانونيين، قد تكون تابعة لهيئة سوق المال، تكلف بمراجعة التقارير المالية للشركات على أن تتلقى أتعابها من هيئة سوق المال وترفع إليها نتائج تقاريرها.

9. دراسة عبد الناصر عبد الله خطاب، (2012)، أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة ميدانية على بورصة عمان للأوراق المالية.⁹

تهدف هذه الدراسة إلى قياس مدى التزام الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان بمبادئ وقواعد حوكمة الشركات، وأثر ذلك على تطور وكفاءة بورصة عمان، كذلك التعرف على دور حوكمة الشركات وآليات الرقابة والمراجعة الخاصة بها في تحقيق جودة المعلومات والتقارير المالية وتعزيز الإفصاح والشفافية في هذه الشركات وأثر ذلك على كفاءة بورصة عمان والوصول للسعر العادل للسهم.

حيث اعتمدت الدراسة الميدانية على استبيان تم توزيعه على 70 شركة مساهمة عامة المدرجة بالبورصة، وقد تم استخدام البرنامج الإحصائي SPSS لتحليل بيانات الدراسة واختبار الفرضيات، حيث تم استخدام المتوسطات الحسابية، الانحراف المعياري، النسب المئوية، اختبار t لعينة واحدة، واختبار الانحدار الخطي.

وقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- أظهرت نتائج الدراسة بشكل عام التزام الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان بمبادئ حوكمة الشركات بمستوى مرتفع؛
- توجد علاقة معنوية ايجابية بين التزام الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان بمبادئ حوكمة الشركات وتطور كفاءة بورصة عمان؛
- توجد علاقة معنوية ايجابية بين التزام الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان بمبادئ حوكمة الشركات وآليات الرقابة والمراجعة الخاصة بها في تحقيق جودة المعلومات والتقارير المالية وتعزيز الإفصاح والشفافية؛

⁹ عبد الناصر عبد الله خطاب، أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة ميدانية بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية- أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة حلب، 2012.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- توجد علاقة معنوية ايجابية بين تحقيق جودة المعلومات والتقارير المالية وتعزيز الإفصاح والشفافية وفق متطلبات حوكمة الشركات وبين كفاءة بورصة عمان والوصول للسعر العادل للسهم.

10. دراسة عبد المطلب عثمان محمود دليل، (2012)، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة ميدانية على عينة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.¹⁰

تمثلت مشكلة الدراسة في محاولة التعرف على مدى ممارسة الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية تطبيق قواعد وآليات حوكمة الشركات المتعارف عليها دولياً، وإذا كان هناك نوع من هذه الممارسة العملية للحوكمة فما أثرها على كفاءة السوق. هدفت الدراسة إلى التعرف على سوق الأوراق المالية الكفاء وعلاقتها بالمعلومات والممارسات المحاسبية الخاطئة، التعرف على مستوى تطبيق الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لقواعد وآليات حوكمة الشركات، وبناء نموذج كمي للعلاقة بين قواعد وآليات حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية واختبار هذه العلاقة.

وقد توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- هناك حاجة إلى تطبيق قواعد حوكمة الشركات في بيئة الأعمال السودانية، لأن قواعدنا أصبحت شعاراً يتبناه القطاع العام والخاص على حد سواء ووسيلة لتعزيز الثقة في اقتصاد أي دولة، ودليل لوجود سياسات عادلة وشفافة وقاعدة لحماية المتعاملين في سوق المال؛
- تطبيق حوكمة الشركات يساعد على رفع كفاءة سوق المال من خلال توفيرها لمجموعة من القواعد الأخلاقية والمهنية، والتي بتطبيقها تلعب دوراً هاماً في مجال الإصلاح المالي والإداري؛
- وجود تأثير جوهري للمتغيرات المستقلة قاعدة الإفصاح آلية فعالية المساهمين، آلية المراجعة الداخلية، آلية المراجعة وآلية مجلس الإدارة على كفاءة السوق؛

¹⁰ عبد المطلب عثمان محمود دليل، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة ميدانية على عينة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية - أطروحة دكتوراه في فلسفة في المحاسبة والتمويل غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2012.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- عدم وجود تأثير جوهري لآلية حقوق أصحاب المصالح، وآلية المراجعة الخارجية على كفاءة سوق الأوراق المالية.

11. دراسة عبد الرزاق حسن الشيخ، (2012)، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة

المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سعر السهم (دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين).¹¹

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أهمية تطبيق حوكمة الشركات لما تحققه من جودة للمعلومات المحاسبية وتوضيح انعكاسها على سعر السهم، وقياس مدى الإدراك لتلك الأهمية، وتحديد مدى تطبيق الإدارة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين لحوكمة الشركات، والمعوقات التي تحد من تطبيقها، والتعرف على تأثير تطبيق الحوكمة على العوامل المؤثرة على سعر السهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

ولقد استخدم المنهج الوصفي التحليلي واعتمد على أسلوب المسح الشامل لمجتمع الدراسة، نظرا لقلة عدد أفراد مجتمع الدراسة المكون من 47 شركة، حيث اعتمدت الدراسة على استبانة صممت لخدمة أهدافها، ووزعت على جميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى العديد من النتائج أهمها:

- يوجد أساس لقواعد حوكمة الشركات لدى الشركات المسجلة في بورصة فلسطين، إلا أن الأمر لازال بحاجة إلى العديد من التطوير والمتابعة لكافة المستجدات المتعلقة بتطبيق قواعد الحوكمة ورسم مفاهيمها بشكل أعمق، الأمر الذي يتطلب إجراءات أكثر إلزاما للشركات المدرجة بضرورة تطبيق الحوكمة واعتبار ذلك شرط من شروط الإدراج في البورصة؛

¹¹ عبد الرزاق حسن الشيخ، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سعر السهم (دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين)، مذكرة ماجستير، في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2012.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- كما تحرص الشركات المدرجة في بورصة فلسطين على تحقيق متطلبات جودة المعلومات المحاسبية المنشورة، مما يعكس مدى إدراك تلك الشركات لتأثير جودة المعلومات المحاسبية الناتجة عن تطبيق حوكمة الشركات على سعر السهم؛
- لقد احتل مبدأ الإفصاح والشفافية المركز الأول ترتيباً بالتأثير على سعر السهم، بما يقلله من أثر عامل الشائعات على سعر السهم، تلاه مبدأ حماية حقوق المساهمين، ثم مبدأ المعاملة العادلة للمساهمين، ثم مبدأ تحمل مجلس الإدارة لمسؤولياته، ثم مبدأ توافر إطار فعال للحوكمة، وكان مبدأ إعطاء أصحاب المصالح دورهم آخر المبادئ تأثيراً على سعر السهم

12. دراسة عمر عيسى فلاح المناصير، (2013)، أثر قواعد حوكمة الشركات على أداء

شركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية.¹²

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية، بالإضافة إلى الوقوف على مدى تطبيق قواعد حوكمة الشركات عن طريق مقارنة افصاحات شركات الخدمات الواردة في التقارير السنوية مع متطلبات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية.

ولتحقيق أهداف الدراسة قام الباحث باعتماد استبيان الإفصاح عن مدى تطبيق القواعد الإرشادية لحوكمة الشركات الصادر عن هيئة الأوراق المالية، كمؤشر لقياس تطبيق قواعد حوكمة الشركات، والذي يحتوي على أربع مجموعات من القواعد (قواعد متعلقة بمجلس الإدارة، قواعد متعلقة باجتماعات الهيئة العامة، وقواعد متعلقة بحقوق المساهمين، وقواعد متعلقة بالإفصاح والشفافية)، وتم قياس أداء الشركات من خلال النسب المالية (نسبة العائد على الأصول (ROA)، ونسبة العائد على حقوق المالكين (ROE)، والعائد للسهم الواحد (EPS)، ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (M/B)، ونسبة القيمة السوقية إلى العائد (P/E)، تعتبر هذه الدراسة مسح شامل لقطاع الخدمات من الشركات المساهمة العامة

¹² عمر عيسى فلاح المناصير، أثر قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الهاشمية الزرقاء، الأردن، 2013.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

وبالبلغ عددها (153) شركة وذلك عن الأعوام الثلاثة 2009-2011، وتم استثناء 21 شركة لعدم وجود الحد الأدنى المقبول من البيانات، وبلغ عدد المشاهدات 396 مشاهدة.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن مجموعة القواعد المتعلقة بالإفصاح والشفافية قد احتلت المرتبة الأولى من حيث التطبيق بين مجموعات قواعد حوكمة شركات الخدمات الأردنية، تلاها مجموعة قواعد الحوكمة المتعلقة بحقوق المساهمين، ثم مجموعة قواعد الحوكمة المتعلقة بمجلس الإدارة في المرتبة الثالثة، بينما جاءت مجموعة قواعد الحوكمة المتعلقة باجتماعات الهيئة العامة بالمرتبة الأخيرة، وأشارت الدراسة إلى أن ما نسبته 85% من شركات المساهمة العامة الأردنية تطبيق قواعد حوكمة الشركات، كما وجدت الدراسة أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطبيق قواعد حوكمة الشركات ككل على أي من مؤشرات الأداء لشركات الخدمات المساهمة العامة الأردنية كالعائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد للسهم الواحد (EPS)، ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (M/B)، والقيمة السوقية إلى العائد (P/E)، إلا أن مجموعة قواعد الحوكمة المتعلقة بحقوق المساهمين تساهم وترتبط بمتغيري العائد على الأصول (ROA) والعائد على السهم الواحد (EPS).

13. دراسة عبد القادر عيادي، (2013)، جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وانعكاساتها على كفاءة السوق المالية- حالة الجزائر.¹³

تهدف الدراسة في إمكانية مساهمة تطبيق آليات حوكمة الشركات خاصة تلك المرتبطة بالمحاسبة في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية، وما هي انعكاسات هذه الجودة على كفاءة السوق المالية؟ تهدف الدراسة إلى تحليل آليات حوكمة الشركات، حيث تم التركيز على آليات معينة (مجلس الإدارة ولجان التدقيق، التدقيق الداخلي، الإفصاح المحاسبي وفق المعايير المحاسبية)، باعتبارها أهم الآليات التي تساهم بشكل مباشر في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية، ثم بيان مدى امتداد هذه الجودة للتأثير على كفاءة السوق المالية، وقد أثبتت ذلك نتائج البحث، كتعزيز المهمة الرقابية لمجلس الإدارة، تفعيل لجان التدقيق، الالتزام بتطبيق المبادئ المحاسبية عند إعداد القوائم المالية ومنها الإفصاح المحاسبي لأنه من أهم أدوات الاتصال التي ترتبط بمخرجات النظام المحاسبي اللازمة لإدراج الشركات للتداول في الأسواق المالية، حيث

¹³ عبد القادر عيادي، جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وانعكاساتها على كفاءة السوق المالية - حالة الجزائر - أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص، مالية ومحاسبة، جامعة حسنية بن بوعلي، 2013.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

تم تأكيد ذلك بإسقاط الجانب النظري على واقع المؤسسات الجزائرية من خلال عينة من الإطارات (مهنين وأكاديميين) التي هي على دراية وإطلاع بدور حوكمة الشركات وآلياتها.

حيث اعتمد الباحث في دراسة الحالة على أداة الاستبيان في جمع المعلومات، ثم استخدام برنامج معلوماتي (الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS إصدار رقم 15) لتحليل ومعالجة بيانات الاستبيان، وإجراء الاختبارات الإحصائية الممكنة، وتفسير تلك النتائج وإسقاطها على الحالة الجزائرية.

توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- تبين أن بورصة الجزائر ورغم الجهود المبذولة في مجال حوكمة الشركات (ترسانة من القوانين والتشريعات) إلا أنها لحد الآن لا تتوفر على أدنى شروط الكفاءة التي تسمح لها بتوجيه الاستثمارات نحو القطاعات الإنتاجية المرهبة؛
- يبقى واقع الحوكمة في الشركات الجزائرية نظري أكثر منه تطبيقي، فالعديد من المؤسسات للاقتصادية تم خصصتها بصورة مباشرة، مما ساهم في تقليل عدد شركات المساهمة التي من المفروض أن تساهم في زيادة عدد المؤسسات المدرجة في البورصة، إلا أن معظم هذه المؤسسات لم تحقق شروط الإدراج نتيجة للفهم السيئ لمفهوم الخصصة؛
- فصل الملكية عن الإدارة غير ممارسة فعلا في الإدارة، كون المؤسسات المستهدفة هي مؤسسات عمومية ملكية رأسمالها للحكومة، كما يتم تعيين أعضاء مجلس الإدارة من قبل الجهاز التنفيذي، أما المنتخبين فيعتبرون ممثلي العمال (أعضاء لجنة المشاركة)؛
- هناك نسبة معتبرة من الشركات في الجزائر ذات طابع عائلي، فهي ترفض إقحام كل مستثمر أجنبي عنها، وبالتالي ترفض الكشف عن حالتها المالية، مع العلم أن دخول البورصة يتطلب إصدار الكشوف المالية والتعاملات الاقتصادية؛
- ضعف نظام الإفصاح بالرغم من أنه يعتبر من أهم مبادئ حوكمة الشركات مساهمة في رفع كفاءة السوق المالية، حيث أنه يقر بأن تلتزم الشركات بتوفير قنوات لنشر المعلومات وإتاحة الفرصة للجميع للحصول عليها بتكلفة مناسبة وفي الوقت المناسب، وبطريقة تتسم بالعدالة؛

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- سيطرة السندات في السوق على حساب الأسهم، مما يفسر رغبة السلطات في المحافظة على الملكية العامة، وبالتالي الحد من قدرة القطاع الخاص في تنشيط ورفع كفاءة السوق المالية؛
- إن ميثاق حوكمة الشركات في الجزائر يعتبر ضعيف وغير مفصل، فهو موجه أساسا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلك المدرجة في البورصة، كما أنه لم يتطرق إلى المبادئ التي صدرت من منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية والتي تعتبر مرجعا لأغلبية الدول في إعداد موثيقها الوطنية، كما أنه لم يكن إجباري التطبيق بل الالتزام به يكون صادرا عن إرادة ورغبة الشركات.

14. مازري عبد الحفيظ، (2014)، دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر

المعلومات- دراسة قياسية على مستوى بورصة NASDAQ.¹⁴

تمثلت مشكلة الدراسة في الدور الذي يمكن أن تلعبه الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات، حيث تهدف هذه الدراسة إلى البحث على الدور الذي من الممكن أن تمارسه الحوكمة المالية في التأثير على مشكلة عدم تناظر المعلومات، باستخدام التقنيات القياسية الحديثة لبيانات البانل من خلال توظيف منهجية التكامل المشترك واختبارات السببية، اعتمادا على عينة من المؤسسات المسعرة في بورصة نازداك للفترة 2003-2014، حيث تم التوصل إلى إمكانية إسهام الحوكمة المالية في التخفيف من حدة مشكلة عدم تناظر المعلومات بشرط الالتزام بالتطبيق الجيد لآليات وقواعد الحوكمة.

وقد توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- يصعب وضع تعريف محدد لمصطلح حوكمة الشركات Corporate Governance، وترجع الصعوبة في ذلك إلى أسباب متعددة، منها لم يتحدد مضمونه على وجه الدقة في لغته الأصلية إلا حديثا، وقد أدت حداثة المصطلح إلى صعوبة ترجمته بمصطلح يعكس المضمون الحقيقي له فصاحبه مصطلحات متعددة، غير أن أكثر المصطلحات قبولا وتداولاً هو حوكمة الشركات؛

¹⁴ مازري عبد الحفيظ، دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات- دراسة قياسية على مستوى بورصة NASDAQ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص، تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، الجزائر، 2014.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- تقوم حوكمة الشركات على عدة معايير أقرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وقامت بتعديلها عدة مرات، مرتكزة على الحفاظ على حقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم، وتفعيل دور أصحاب المصالح، مع الالتزام بالإفصاح والشفافية وإقرار مسؤوليات مجلس الإدارة؛
- أهم قواعد ومبادئ حوكمة الشركات المؤثرة مباشرة على مشكلة عدم تناظر المعلومات هي القواعد المتعلقة بالإفصاح والشفافية؛
- تتأثر عملية الإفصاح بالسياسات المحاسبية التي تعكس الأهداف الذاتية للإدارة نتيجة تعارض المصالح بين الإدارة والمالكين وبقية أصحاب المصالح في الشركة؛
- يعتبر الإفصاح عن الأرباح المحققة والموزعة والتنبؤ بها من أهم العوامل التي يحتاجها المتعاملين في السوق المالية وأكثرها تأثيرا على الوضع المعلوماتي على مستوى السوق، حيث أنه كلما زادت، أمكن زيادة التوزيعات النقدية وكلاهما يؤثر على القيمة الحقيقية للأوراق المالية في السوق المالية؛
- تؤدي السيطرة على هيكل الملكية للمؤسسات غلى تحقيق عوائد غير عادية للأطراف الداخلية على حساب الأطراف الخارجية باستغلال معرفتهم الخاصة للوضع الحقيقي للشركة، كما أنها قد تدفع بعدم الإفصاح عن بعض المعلومات التي تضر بمركزها التنافسي، حيث كافة الأفراد تتصف بالرشد الاقتصادي، فإن هذا الوضع من شأنه أن يؤدي إلى إحجام الأطراف التي لا تملك معلومات عن التعامل والانسجام من السوق بشكل يضر سوق رأس المال بأكمله؛
- تساعد الحوكمة المالية على سد النقص الحاصل في جودة المعلومات المحاسبية والمعلومات المفصح عنها.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

15. دراسة حسنين راغب طلب، (2015)، أثر تنفيذ آليات حوكمة الشركات في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة- دراسة تطبيقية في الشركات العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية-¹⁵.

تمثلت مشكلة الدراسة في إمكانية تخفيض فجوة التوقعات بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم العادل في ظل آليات حوكمة الشركات، حيث تهدف هذه الدراسة إلى توضيح مفهوم حوكمة الشركات وآليات تنفيذها، كذلك مفهوم وقياس فجوة التوقعات عن القيمة العادلة، فضلاً عن بيان أثر تنفيذ آليات حوكمة الشركات في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة، ولتحقيق هدف الدراسة فقد تم اختبار ذلك النموذج بالتطبيق على الشركات العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية 2012، وقد تم احتساب فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للأسهم العادية، فضلاً عن تصنيف آليات حوكمة الشركات إلى عشرة متغيرات تم قياسها.

ولقد توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- تطبيق بعض الشركات في سوق العراق للأوراق المالية لبعض آليات حوكمة الشركات؛
- ضعف دور مجالس في مراقبة أداء الإدارة التنفيذية وذلك لعدم وجود أعضاء خارجين مستقلين في الشركات العراقية؛ الخاصة عينة البحث، إذ اقتصرت عضوية مجلس الإدارة على المالكين فقط؛
- عدم قياس القيمة العادلة من قبل الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة البحث؛
- إن قيم فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للسهم جميعها كانت سالبة، هذا يعني أن القيمة السوقية للسهم هي أقل من القيمة العادلة وهذا يعني بأن أسهم شركات عينة البحث مقيمة بأقل مما تستحق؛

¹⁵ حسنين راغب طلب، أثر تنفيذ آليات حوكمة الشركات في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة- دراسة تطبيقية في الشركات العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخامس والأربعون، بغداد، 2015، ص: 383-409.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- إن تقويم آليات حوكمة الشركات الداخلية والخارجية ومدى نجاح ذلك تم من خلال قياس متغيرات تم أخذها من هذه الآليات ومحاولة قياس هذه المتغيرات لمعرفة أثرها بصورة اختبارية وبالأدلة الإحصائية في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للسهم العادي يعطي الدليل القاطع على مدى أثر آليات حوكمة الشركات على فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للوصول إلى السعر الحقيقي للسهم في الشركات.

16. دراسة محمد عيد حسنين غانم، (2017)، نموذج مقترح لقياس العلاقة بين هيكل

الملكية وممارسات إدارة الأرباح وأثر ذلك على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية.¹⁶

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في مدى تأثير الأنماط المختلفة لهياكل الملكية على ممارسات إدارة الأرباح بالتقارير المالية وانعكاس أثر ممارسات إدارة الأرباح على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية.

حيث هدفت هذه الدراسة إلى اقتراح إطار محاسبي لقياس العلاقة بين هيكل الملكية وممارسات إدارة الأرباح وانعكاس ذلك على سعر السهم في سوق الأوراق المالية، كما تم استخدام المنهج الاستقرائي والمنهج الوصفي والمنهج الاستنباطي.

ولقد توصل الباحث إلى النتائج التالية:

• النموذج الأول: يوجد تأثير للأنماط المختلفة لهياكل الملكية بالشركات المساهمة

المصرية على ممارسات إدارة الأرباح.

- توجد علاقة عكسية بين الملكية الحكومية وممارسات إدارة الأرباح (الاستحقاقات المحاسبية ؛

- توجد علاقة عكسية بين الملكية العائلية وممارسات إدارة الأرباح (الاستحقاقات المحاسبية) ؛

- توجد علاقة عكسية بين كلٍ من العائد على الأصول، التدفقات النقدية والمستحقات

الاختيارية؛

¹⁶ محمد عيد حسنين غانم، نموذج مقترح لقياس العلاقة بين هيكل الملكية وممارسات إدارة الأرباح وأثر ذلك على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة عين شمس، مصر، 2017.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- لا توجد علاقة بين عمر الشركة والرافعة المالية من ناحية، والمستحقات الاختيارية من ناحية أخرى؛
 - توجد علاقة طردية بين ملكية المؤسسات المالية والاستحقاقات الاختيارية؛
 - توجد علاقة عكسية بين كلٍّ من العائد على الأصول والتدفقات النقدية، والمستحقات الاختيارية؛
 - لا توجد علاقة بين كلٍّ من الرافعة المالية وعمر الشركة والمستحقات الاختيارية.
- النموذج الثاني: يوجد تأثير لممارسات إدارة الأرباح على أسعار الأسهم المسجلة في بورصة الأوراق المالية.
- توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المستحقات الاختيارية (EDAC) كأداة لممارسات إدارة الأرباح في الشركات المساهمة المصرية المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية وأسعار الأسهم (SP)؛
 - توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين صافي الربح بعد الضريبة (NP) في الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية وأسعار الأسهم (SP)؛
 - توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات (DPS) في الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية وأسعار الأسهم (SP)؛
 - توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية وأسعار الأسهم (SP)؛
 - لا توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية (OWNER) في الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية وأسعار الأسهم (SP)؛
 - توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول (ROA) في الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية وأسعار الأسهم (SP)؛
 - توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة (SIZE) في الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية وأسعار الأسهم (SP)؛

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- لا توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مديونية الشركة (DEBT) في الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية وأسعار الأسهم (SP) ؛
- لا توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركة (LIQU) في الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية وأسعار الأسهم (SP).

17. دراسة نصر طه حسين عرفه، مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي، (2015)، أثر حوكمة الشركات على القيمة المضافة لرأس المال العيني والفكري، دراسة تطبيقية على الشركات السعودية المسجلة.¹⁷

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في البحث عن تأثير آليات حوكمة الشركات المتبعة في الشركات السعودية على أدائها؟ وما طبيعة ذلك التأثير؟ حيث هذه الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين آليات الحوكمة وأداء الشركة لعينة من الشركات السعودية المسجلة في هيئة سوق المال السعودي.

ولقد توصل الباحثان إلى النتائج التالية:

- تحليل القيمة المضافة طبقاً لموارد الشركة من رأس مال عيني ورأس مال فكري يظهر الأداء الحقيقي للشركة وزيادة قدرته التفسيرية وترجع إلى عدم إهماله لتكلفة رأس المال مثل: مقاييس الأداء المحاسبية المتعارف عليها (EPS, ROE, ROA) ؛
- هناك اهتمام ملحوظ بجودة ممارسات حوكمة الشركات في بيئة الأعمال السعودية حيث أظهرت نتائج الدراسة أن (50) شركة بنسبة (35.7%) التزمت بتطبيق ثلاث خواص من جودة لجان المراجعة، وأن (98) شركة بنسبة (80%) تقوم بالفصل ما بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ويبلغ متوسط نسبة المديرين المستقلين داخل مجلس الإدارة في شركات العينة (66.5%)، كما أن متوسط حجم مجلس الإدارة (7.4) ؛
- لا يوجد تأثير إيجابي لكل من حجم مجلس الإدارة وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، وهو ما يثبت عدم صحة الفرض الأول والثاني؛

¹⁷ نصر طه حسين عرفه، مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي، أثر حوكمة الشركات على القيمة المضافة لرأس المال العيني والفكري، دراسة تطبيقية على الشركات السعودية المسجلة، مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية كلية التجارة، جامعة بني سويف، الإصدار 1، المجلد 3، 2015.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- توجد علاقة ارتباط إيجابية وذات دلالة معنوية بين استقلال أعضاء مجلس الإدارة وكفاءة القيمة المضافة (إجمالي القيمة المضافة، والقيمة المضافة من رأس المال الفكري)، وهو ما يشير إلى أهمية وجود المديرين غير التنفيذيين في مجلس الإدارة. وهو ما يثبت صحة الفرض الثالث. بينما لا يوجد لها تأثير معنوي على كفاءة القيمة المضافة من رأس المال العيني؛
- توجد علاقة ارتباط إيجابية وذات دلالة معنوية بين جودة لجان المراجعة وكفاءة القيمة المضافة (إجمالي القيمة المضافة، والقيمة المضافة من رأس المال العيني، والقيمة المضافة من رأس المال الفكري)، وهو ما يشير إلى أهمية جودة لجان المراجعة ومساهمتها بشكل إيجابي في رفع كفاءة أداء الشركة، وكذلك أهمية الاهتمام بتوفير خصائص الجودة لتلك اللجان من وجود خبراء ماليين داخل اللجنة، وأن تكون مستقلة مع الاهتمام بدورية اجتماعاتها. مما يثبت صحة الفرض الرابع؛
- وجود علاقة ارتباط معنوية بين معدل التوزيعات النقدية، وكل من كفاءة إجمالي القيمة المضافة وكفاءة القيمة المضافة من رأس المال الفكري (في حين لا يوجد لها تأثير معنوي على كفاءة إجمالي القيمة المضافة من رأس المال العيني ويوجد تأثير معنوي فقط لطبيعة نشاط الشركة ومدى ارتباطه بالأبحاث والتطوير على كفاءة إجمالي القيمة المضافة من رأس المال العيني في حين لا يوجد تأثير معنوي لكل من حجم الشركة ورجحيتها بعلاقة معنوية بكفاءة إجمالي القيمة المضافة.

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

سنحاول عرض بعض الدراسات التي تناولت موضوع حوكمة الشركات باللغة الأجنبية، والتي نراها لها علاقة مباشرة بالموضوع.

18. Brown, Lawrence & Caylor, Marcus, (2004), Corporate Governance and Firm Performance.¹⁸

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في قياس أثر حوكمة الشركات على أداء الشركات، حيث كان الهدف من هذه الدراسة في محاولة دراسة وتحليل العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء الشركات وذلك من خلال وضع مقاييس واسعة لحوكمة الشركات تم الحصول عليها من حملة الأسهم المؤسسية، كما أن مقاييس الحوكمة

¹⁸ Brown, Lawrence & Caylor, Marcus, Corporate Governance and Firm Performance, 2004

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

شملت (المراجعة، مجلس الإدارة، القانون الداخلي، مدير التعليم، المدير التنفيذي للتعويضات، حقوق الملكية، الممارسات المتقدمة)، وقد شملت هذه الفئات 51 عاملا، وقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي للربط بين مقاييس حوكمة الشركات ومقاييس الأداء وذلك لـ 2327 شركة.

وقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- إن الشركات التي تتمتع بمستوى حوكمة أفضل نسبيا أكثر ربحية وأكثر قيمة وتدفع أموالا أكثر لحملة الأسهم؛
- كما أن رسوم الاستشارات التي تدفع للمدققين الخارجيين أقل من الأتعاب التي تدفع لهم وهذا مرتبط بشكل كبير بضعف الأداء للشركات.

17. Richard, G., (2006), **Financial Accounting and Corporate Governance**.¹⁹

تتمثل إشكالية هذه الدراسة في محاولة التعرف على العلاقة بين آليات المحاسبة المالية وحوكمة الشركات، وذلك من أجل الوقوف على دورها في الحد من المشاكل الناجمة من حوافز المدراء والفصل بين الإدارة والملكية في بيئة الأعمال في ماليزيا.

لقد هدفت هذه الدراسة إلى تحليل وتقييم آليات حوكمة الشركات ودورها في الحد من المشكلات التحفيزية التي تنتج عن فصل الإدارة عن الملكية.

كما تم إتباع المنهج الاستنباطي والمنهج الوصفي التحليلي من خلال هذه الدراسة.

لقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- تعد المحاسبة المالية مصدر من المصادر الأولية التي تقدم إلى الخبراء والممولين معلومات مستقلة وموثوقة عن أداء الشركات؛
- إن تبني الشركات لنظم حوكمة جيدة من شأنه أن يساهم في معالجة المشاكل التي تواجهها المعلومات المحاسبية والناجئة عن السمات الرئيسية للمحاسبة المالية.

¹⁹ Richard, G., **Financial Accounting and Corporate Governance**: Discussion, Journal of Accounting Economics, Vol. 32, No. 2, December, 2006, p p: 245-254.

20. chung, c., (2007), **The Influence of Dimensions of Corporate Governance on Firm Value: Using Applied Structural Equation Model.**²⁰

تمثلت مشكلة هذه الدراسة في محاولة التعرف على تأثير آلية حوكمة الشركات على قيمة المؤسسة، كما هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أبعاد حوكمة الشركات وانعكاسها على قيمة الشركة، حيث تكمن أهمية هذه الدراسة في اختبار شفافية المعلومات المحاسبية المنشورة وعلاقتها بحوكمة الشركات. استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي.

لقد توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- يوجد تأثير لهيكل حقوق الملكية على قيمة الشركة على المدى الطويل؛
- يوجد تأثير للأعضاء والمديرين وحقوق الملكية على قيمة الشركة بمستويات متباينة من الشفافية؛
- وجود علاقة قوية بين تشكيل مجلس الإدارة والشفافية في المعلومات المعلنة.

21. Sinan Duztab,(2008),**Corporate Governance : The Effects Of Board Characteristics, Information Technology Maturity and Transparency On Company Performancy.**²¹

تمثلت مشكلة هذه الدراسة في دور كل من تكنولوجيا المعلومات والشفافية في شرح العلاقة بين هيكل مجلس الإدارة وأداء الشركة، تهدف هذه الدراسة إلى تطوير نموذج مفاهيمي للتحقيق في العلاقات بين أبعاد هيكل مجلس الإدارة والشفافية وتكنولوجيا المعلومات وأداء الشركة، كما تهدف هذه الدراسة إلى التحليل التجريبي لأبعاد حوكمة الشركات ذات الطابع المرتفع والمنخفض، فضلاً عن التأثيرات المعتدلة للشفافية وتكنولوجيا المعلومات على هيكل مجلس الإدارة وأداء الشركة من خلال توسيع نطاق البحث التجريبي.

حيث اعتمد الباحث من خلال الدراسة التطبيقية على إعداد استبيان لـ 82 شركة مدرجة في بورصة اسطنبول وذلك باستخدام حزمة البرامج الإحصائية (SPSS).

²⁰ chung, c., **The Influence of Dimensions of Corporate Governance on Firm Value: Using Applied Structural Equation Model.** (Journal of American Academy of Business, Cambridge, Vol. 11, No. 1), 2007, pp: 491-521.

²¹ Sinan Duztab,**Corporate Governance :The Effects Of Board Characteristics,**

Information Technology Maturity and Transparency On Company

Performancy,Submitted to the Graduate Institute of Social Sciences In partial fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy Management and Organization, Stanbul, 2008.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

ولقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- أن ممارسات الحوكمة المحسنة لها بعض التأثيرات الإيجابية على أداء الشركة؛
- نضج تكنولوجيا المعلومات له تأثير إيجابي على شفافية الشركة (درجة الشفافية)؛
- الشفافية ونضج تكنولوجيا المعلومات لا يعوقان العلاقة بين هيكل مجلس الإدارة وأداء الشركة.

22. Al-Haddad, (2011), The Effect Of Corporate Governance On The Performance of Jordania Industrial Companies, An Empirical Study On Amman Stock Exchange.²²

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في قياس أثر الحوكمة المؤسسية على أداء الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين الحوكمة المؤسسية من جهة والأداء ومجموعة عوامل أخرى (السيولة، حجم الشركة، حصص الأسهم، الربح) من جهة أخرى.

وقد شملت عينة الدراسة على 96 شركة صناعية أردنية تم اختيار 44 شركة عشوائياً كعينة للدراسة خلال الفترة 2000-2007.

ولقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من بينها:

- وجود علاقة ارتباط موجبة بين الربح (مقاس بأرباح كل سهم أو العوائد على الأصول) والحوكمة المؤسسية؛
- وجود علاقة ارتباط موجبة ومباشرة بين كل من السيولة، حجم الشركة، حصص الأسهم من جهة وبين الحوكمة المؤسسية من جهة أخرى؛
- وجود علاقة ارتباط موجبة بين الحوكمة المؤسسية وأداء الشركة.

23. Klai, N. and Omri, A. (2011), Corporate Governance and Financial Reporting Quality: The Case of Tunisian Firms.²³

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في دراسة أثر حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية بالشركات

²² Al-Haddad, The Effect Of Corporate Governance On The Performance of Jordania Industrial Companies, An Empirical Study On Amman Stock Exchange, international journal of humanities and social science vol 1 (4), 2011, p p: 55-69.

²³ Klai, N. and Omri, A., Corporate Governance and Financial Reporting Quality: The Case of Tunisian Firms, International Business Research, Vol.4, No.1, 2011, PP: 158-166.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

التونسية، حيث هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى تأثير حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية، إذ شملت عينة الدراسة على 22 شركة غير مالية مدرجة في سوق تونس للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة 1997 و2007.

ولقد تم استثناء الشركات المالية لعدم موافقة خصائصها مع الشركات غير المالية، وتم قياس حوكمة الشركات من خلال المتغيرات التالية: مجلس الإدارة ممثلاً في (تركيبة المجلس، حجمه، الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي)، سمعة مدقق الحسابات الخارجي، تركيبة الملكية (تركز الملكية، هوية المساهمين)، للشركات المدرجة أسهمها في البورصة التونسية. ولقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- ضعف في استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، مع وجود تركيز عالي في الملكية؛
- آليات حوكمة الشركات (الملكية الأجنبية، الملكية العائلية، ملكية أصحاب الحصص الكبيرة)، تخفض من جودة التقارير المالية؛
- وجود أثر إيجابي للملكية الحكومية على جودة التقارير المالية؛
- اتسام الشركات التونسية بالضعف وذلك راجع إلى عدم وجود استقلال لمجلس الإدارة وارتفاع مستوى تركيز الملكية.

24. Ezzine ,H.,(2011). A Cross Saudi Firm Analysis of The Impact Corporate Governance on The Stock Price Performance During The Recent Financial Crisis.²⁴

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في مدى تأثير آليات حوكمة الشركات على أداء الشركات السعودية خلال فترة الأزمة المالية الأخيرة، كما هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير هذه الآليات على أداء الشركات، حيث اشتملت عينة الدراسة على 96 شركة مدرجة في السوق السعودي من شركات الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات والاستثمار الصناعي، والاستثمارات المتعددة، والأسمت، ووسائل الإعلام والنشر الإلكتروني، وصناعة البتر وكيمائيات وتجارة التجزئة والتشييد والبناء والاستثمار العقاري خلال الفترة 2007-2008.

لقد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

²⁴ Ezzine ,H, **A Cross Saudi Firm Analysis of The Impact Corporate Governance on The Stock Price Performance During The Recent Financial Crisis**, European Journal of Economics ,Finance and Administrative Sciensces. 2011, p:137-154.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

- أن هناك علاقة عكسية بين حجم مجلس الإدارة والفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي مع أداء سعر السهم؛
- لا يوجد أي ارتباط بين تشكيل مجلس الإدارة وأداء الشركات.

25. Najjar, N., (2012), *The Impact of Corporate Governance on The Insurance Firm's Performance in Bahrain.*²⁵

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في مدى تأثير آليات حوكمة الشركات على أداء شركات التأمين في البحرين، حيث يكمن الهدف من هذه الدراسة في معرفة تأثير آليات حوكمة الشركات على أداء شركات التأمين وذلك من خلال فهم كيفية التقليل من التكاليف بشكل فعال، وتصميم هيكل تنظيمي مناسبين ومن أجل التمييز بين الحوكمة الجيدة و الحوكمة السيئة التي بدورها تسهم في بناء الثقة في السوق وجذب الاستثمار الايجابي للشركات.

ولقد تم تحليل البيانات المجمعة من عينة الدراسة المتمثلة في خمسة شركات من شركات التأمين المدرجة في سوق البحرين وذلك خلال الفترة 2005-2010، حيث بلغ عدد المشاهدات 30 مشاهدة.

وقد تم قياس حوكمة الشركات من خلال المتغيرات التالية (حجم مجلس الإدارة، تركيز الملكية، حجم الشركة، عدد الموظفين وأصحاب الأسهم الكبيرة وعدد الأسهم المتداولة)، كما تم قياس أداء الشركات من خلال المتغير (العائد على حقوق المالكين). ولقد توصلت الدراسة إلى:

- أن متغيرات الحوكمة المتمثلة في (حجم مجلس الإدارة، حجم الشركة، أصحاب الأسهم الكبيرة) لها تأثير ذو دلالة إحصائية على أداء الشركات في قطاع التأمين؛
- أما بالنسبة للمتغيرات الأخرى المتمثلة في (تركيز الملكية، عدد الموظفين، أداء الصناعة، عدد الأسهم المتداولة) لا يوجد لها تأثير على أداء الشركات في قطاع التأمين.

²⁵ Najjar, N., *The Impact of Corporate Governance on The Insurance Firm's Performance in Bahrain*, International Journal of Learning and Development Vol. 2, No. 2, 2012, PP: 1-17.

26. Htay, Sheila N., Said, Ridzwana M., and Salman, Syed A, (2013), **Impact of Corporate Governance on Disclosure Quality: Empirical Evidence From Listed Banks in Malaysia.**²⁶

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في محاولة التعرف على أثر الحاكمية المؤسسية على جودة الإفصاح، حيث هدفت هذه الدراسة إلى معرفة الأثر الذي يمكن أن تحدثه الحاكمية المؤسسية في جودة الإفصاح وذلك بتطبيق هذه الدراسة على البنوك الماليزية البالغ عددها 12 بنكا، حيث اعتمدت هذه الدراسة في اجراءتها على متغيرات الحاكمية المؤسسية والمتمثلة في (هيكل مجلس الإدارة، تكوين مجلس الإدارة، حجم مجلس الإدارة، ملكية المديرين، ملكية المؤسسات، سندات الملكية)، حيث قام الباحثون بتطوير مؤشر الإفصاح للتحقق من البيانات المفصح عنها في التقارير السنوية وتحديد درجة الإفصاح، كما قام الباحثون بتطوير استبانة للتعرف على آراء المحاسبين والمحللين الماليين.

ولقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- يمكن الحصول على أفضل إفصاح للتقارير السنوية من خلال الفصل بين هياكل مجلس الإدارة؛
- زيادة نسبة المديرين المستقلين وغير التنفيذيين؛
- زيادة حجم مجلس الإدارة؛
- تقليل ملكية المديرين والمؤسسات وسندات المساهمين.

27. Uwigbe, Olubu Kunola Ranti, (2013), **Corporate Governance and Share Price, Evidence From Listed Firms in Nigeria.**²⁷

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في دراسة العلاقة التي تربط حوكمة الشركات بسعر السهم، حيث تهدف هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين حوكمة الشركات وسعر السهم، حيث تمثلت متغيرات الدراسة في لجنة التدقيق وهيكل الملكية، حيث ضمت العينة قياس الأسهم على مدى ثلاث سنوات، وتكونت عينة الدراسة من 30 شركة مدرجة في البورصة النيجيرية.

لقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي وذلك بهدف قياس عينة الدراسة، ولقد تم استخدام

²⁶ Htay, Sheila N., Said, Ridzwana M., and Salman, Syed A, **Impact of Corporate Governance on Disclosure Quality : Empirical Evidence From Listed Banks in Malaysia**, International Journal of Economics and Management, Vol 7 (2), 2013, pp:242-279.

²⁷ Uwigbe, Olubu Kunola Ranti, **Corporate Governance and Share Price: Evidence From Listed Firms in Nigeria**, 2013.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

استبانة من أجل ذلك. كما تم استخدام أسلوب الانحدار وتحليل الارتباط لاختبار الفرضيات .

لقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- يوجد ارتباط سلبي بين هيكل الملكية وسعر السهم؛
- يوجد ارتباط ايجابي بين لجنة التدقيق وسعر السهم.

28. Khaled Otman, (2014), Corporate Governance and Firm Performance in Listed Companies in the United Arab Emirates.²⁸

تتمثل إشكالية هذه الدراسة في كيف يمكن لحوكمة الشركات الجيدة سواء كانت المبادئ أو الآليات أن تؤثر على أداء الشركات.

حيث تهدف هذه الدراسة إلى محاولة فهم حوكمة الشركات وتأثيرها على أداء الشركات في الإمارات العربية المتحدة، وذلك بدراسة العلاقة بين مبادئ وآليات حوكمة الشركات وأداء الشركة، ولتحقيق هدف الدراسة قام الباحث على إعداد استبيان وذلك بالاعتماد على البيانات من التقارير السنوية لـ 80 شركة مدرجة في سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية لقياس آليات حوكمة الشركات ومتغيرات أداء الشركة لعامي 2010 و 2011، وتم تحليل البيانات واختبار الفرضيات باستخدام الحزمة الإحصائية (SPSS).

ولقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- حوكمة الشركات مهمة لأصحاب المصلحة؛
- حوكمة الشركات القائمة على وجهة نظر أصحاب المصلحة مناسبة لدولة العربية المتحدة؛
- تشير النتائج إلى أن مبادئ حوكمة الشركات قد تم تنفيذها بالشركات المدرجة؛
- كما نجد أن آليات الحوكمة الجيدة قد اعتمدت في الشركات المدرجة في دولة الإمارات العربية المتحدة مما يؤكد أن معظم الشركات المدرجة قد امتثلت لقواعد حوكمة الشركات؛
- كما أشارت نتائج الدراسة أشارت إلى تأثير مبادئ وآليات حوكمة الشركات على أداء الشركة مما يحسن من أدائها؛
- يمكن لحوكمة الشركات الجيدة أن تحسن من العلاقة بين الإدارة وأصحاب المصلحة، مما

²⁸ Khaled Otman, **Corporate Governance and Firm Performance in Listed Companies in the United Arab Emirates**, Thesis submitted in fulfilment of the requirements of the degree of Doctor of Philosophy, College of Business Victoria University of Melbourne Australia, 2014.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

يعزز من أداء الشركة.

المبحث الثالث: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

بعد استعراض مختلف الدراسات السابقة التي تناولت موضوع حوكمة الشركات، والتي اختلفت باختلاف المحتوى والأهداف وميادين التطبيق، سنحاول من خلال هذا المبحث مناقشة محتوى هذه الدراسات.

المطلب الأول: مناقشة الدراسات السابقة

في ضوء تحليل الدراسات السابقة اتضح لنا مايلي:

- محدودية الدراسات التي اهتمت بدراسة تأثير آليات حوكمة الشركات على كفاءة سوق عمان للأوراق المالية. إلا دراسة (Ezine، 2011) ودراسة (2012، عبد المطلب عثمان)، لكن الاختلاف كان في المكان والزمان، كذلك الاختلاف في المنهج والأدوات المستخدمة وهذا ما يميز الدراسة الحالية، حيث أغلب الدراسات اعتمدت على الاستبيان في الاستقصاء في المعلومات خاصة العربية منها؛
- تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في أداة القياس، إذ اعتمدت دراسة (2012، عبد المطلب عثمان) ودراسة (2012، عبد الناصر عبد الله خطاب) على الدراسة الميدانية في حين اعتمدت الدراسة الحالية على الدراسة القياسية لاختبار العلاقة بين متغيرات حوكمة الشركات وكفاءة السوق المالي، كذلك اختلاف متغيرات الدراسة المعتمدة؛
- أغلب الدراسات تناولت أثر حوكمة الشركات على أداء الشركات، الإفصاح والتقارير المالية، لجان المراجعة، ولم تتناول أثر حوكمة الشركات على كفاءة السوق المالي؛
- تقدم هذه الدراسة تحليلاً لأثر آليات حوكمة الشركات المتمثلة في (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح) للشركات المدرجة في سوق عمان المالي من خلال اختبار العلاقة بين هذه الآليات وتأثيرها على سعر السهم مما يدل على مدى ممارسة آليات حوكمة الشركات في هذا السوق. وهذا ما لم تتطرق له الدراسات السابقة.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

المطلب الثاني: مجالات الاستفادة من الدراسات السابقة

نتناول مجالات الاستفادة من الدراسات السابقة المتمثلة في:

- تعتبر الدراسات السابقة مصدر من مصادر الاطلاع على محتوى الدراسة ومتغيراتها واتجاهاتها من أجل بناء دراسة جديدة.
- تساعد الدراسة السابقة على كيفية إعداد الدراسة التطبيقية سواء كان في كيفية إعداد الاستبيان أو كيفية إجراء دراسة قياسية.
- تعتبر الدراسات السابقة أساسا هاما لانطلاق الدراسة الحالية.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

خلاصة الفصل

من خلال تطرقنا لمختلف الدراسات السابقة التي تناولت موضوع دراستنا وجدنا أن هناك اختلاف بين هذه الدراسات والدراسة الحالية وذلك من خلال المحتوى والهدف ويرجع ذلك إلى اختلاف وجهة نظر الباحثين، فكل تناول حوكمة الشركات من زاوية مختلفة، وعلى العموم نجد أن كل الدراسات التي تناولت هذا الموضوع وجدت أن هناك تأثير لحوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية.

الفصل الثالث

دراسة قياسية لدور حوكمة
الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق
المالية

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

تمهيد:

بعد ما قمنا بعرض الجانب النظري للدراسة من خلال الفصل الأول والذي تضمن الإطار النظري لحوكمة الشركات وكفاءة السوق المالي، من خلال عرض مختلف الجوانب الفكرية للمتغيرين والعلاقة التي تربطهما، بعد ذلك تم الانتقال إلى الفصل الثاني والذي قمنا من خلاله بعرض مختلف الدراسات العربية والأجنبية التي تناولت موضوع حوكمة الشركات وعلاقتها بكفاءة السوق المالي.

سنحاول من خلال هذا الفصل التطبيقي محاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة وإثبات صحة الفرضيات التي تناولها الموضوع، وهذا من خلال البحث في مدى تأثير آليات حوكمة الشركات المتمثلة في (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح) على كفاءة السوق المالي المتمثلة في (سعر السهم)، خلال الفترة 2007-2016 وذلك بالاعتماد على الأسلوب القياسي من خلال البيانات والمعطيات المتوفرة لدينا من التقارير السنوية للشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية عينة الدراسة، مستخدمين في ذلك منهجية بيانات بانل بالاعتماد في ذلك برنامج Eviews 9 .

وعليه سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: التعريف بسوق عمان للأوراق المالية.

المبحث الثاني: عرض لمنهجية الدراسة والأدوات المستخدمة في ذلك.

المبحث الثالث: مناقشة النتائج وتحليلها في ظل الدراسات النظرية والدراسات السابقة.

المبحث الأول: التعريف بسوق عمان للأوراق المالية

نحاول من خلال هذا المبحث التعرف على سوق عمان للأوراق المالية من خلال النقاط التالية:

المطلب الأول: الإطار التنظيمي لبورصة عمان للأوراق المالية

أولاً: التأسيس:

لقد تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999، كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

حيث تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكونة من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة، وتتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، واللذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

إذن نجد بورصة عمان تلزم بتوفير العدالة والشفافية والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعاقل، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال، وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات مع المعايير العالمية.

حيث تقوم بورصة عمان كذلك بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة، ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات، كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

كما تقوم بورصة عمان كذلك بإقامة علاقات تعاون مع البورصات العالمية وإبرام اتفاقيات معها، والمشاركة في الندوات والمؤتمرات العالمية، حيث تمثل عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية والاتحاد الدولي للبورصات، والمنظمة الدولية للهيئات للأوراق المالية.¹

¹ www.ase.com.jo/ar/

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

ثانياً: مهام بورصة عمان وصلاحياتها

تتولى بورصة عمان المهام والصلاحيات اللازمة لتحقيق أهدافها والمتمثلة في:²

- وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفو وشفاف؛
- توفير أنظمة إلكترونية ويدوية ووسائل ربط واتصال وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل الفنية اللازمة لتداول الأوراق المالية وممارسة البورصة لأنشطتها الأخرى؛
- مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات؛
- فرض عقوبات على أعضائها والأشخاص المرتبطين بهم عن مخالفتهم لأحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بموجبه وأحكام أنظمتها الداخلية وتعليماتها وقراراتها؛
- وضع معايير للسلوك المهني والعمل على رفع مستوى الأداء المهني لأعضائها؛
- وضع معايير التدريب والخبرة والكفاءة الإدارية لأعضائها والأشخاص المرتبطين بها؛
- إعداد التقارير ونشر المعلومات عن أنشطة البورصة؛
- وضع وتطبيق القواعد الخاصة باستخدام مرافق وتسهيلات البورصة والاستفادة من خدماتها؛
- إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية العاملة بمجال الأوراق المالية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات المختصة؛
- إبداء الرأي في التشريعات ذات العلاقة بعمل البورصة؛
- تملك واستحار وحياسة أي أموال منقولة أو غير منقولة وأي حقوق، بما فيها حقوق الملكية الفكرية التي تراها البورصة ضرورية أو ملائمة للقيام بمهامها، والتصرف في هذه الأموال والحقوق.

ثالثاً: سبل رفع كفاءة بورصة عمان

إن واقع الأسواق المالية العربية وما يواجهها من عوائق تحول دون قدرتها على استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى الأوعية الاستثمارية المربحة ذات الكفاءة العالية والفعالية، أصبح من الضروري البحث في سبل وآليات لتعزيز

² المادة رقم (5) من النظام الداخلي لبورصة عمان، صادر بالاستناد لأحكام المادة (5) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، المعدل بتاريخ 9/10/2008، موقع بورصة الأردن.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

كفاءة أسواق الأوراق العربية ومنها بورصة الأردن وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب، وفيما يلي مجموعة من العوامل التي يجب الأخذ بها لتطوير بورصة عمان ورفع مستوى كفاءتها وهي:³

• تعزيز الدور الرقابي للسوق:

ويتم من خلال الرقابة على السوق، والرقابة الواسطة وصناديق الاستثمار، والرقابة على التداول، وذلك بتعزيز الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية وبورصة عمان من خلال التأكد من تنفيذ القرارات والتعليمات بدقة وأنه لا يتم اختراقها، وتوجيه القرارات والأنظمة والتعليمات المتعلقة بالبورصة والأسواق المالية وتحديد بدقتها ووضوح وتعديلها بما يتفق مع أفضل الممارسات العالمية ومبادئ حوكمة الشركات.

• تعزيز الشفافية والإفصاح:

تقوم بورصة عمان بدور جيد في مجال الإفصاح والشفافية من خلال قيامها بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق والشركات المدرجة أو قرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، إلا أن عليها تعزيز إبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية بشكل أوسع، وتعزيز نشر البيانات على شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية، كما ويتطلب تعزيز الإفصاح والشفافية تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها، وتشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات لها، وإلزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية، وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركات، وحتى تستفيد من مزايا طرح العام في الأسواق العالمية، وضرورة التقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولي.

• تعميق الوعي الاستثماري:

خاصة لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وهو ما يتطلب تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري.

³ عبد الناصر عبد الله خطاب، مرجع سابق، ص: 110-112.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

• تشجيع الاستثمار الأجنبي:

عن طريق إدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.

• الربط والتعاون بين البورصات العربية:

بالعمل على إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة توفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة، في جميع الأسواق، والعمل كذلك على إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية، تساعد على انفتاح الأسواق المالية العربية وزيادة ارتباطها ضمانا لتدفق رؤوس الأموال.

• رفع مستوى الأداء:

يجب تدريب العاملين في مجال الأوراق المالية وتحسين مهارتهم وتطوير مستوى أدائهم، وإقامة دورات في مجال التخطيط الاستراتيجي وعمليات الأسواق المالية، والاتجاهات الإدارية الحديثة، وتقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات، وأساليب الرقابة، وإعداد الدراسات والبحوث، بالإضافة إلى عمل برامج توعية موجهة للمستثمرين.

المطلب الثاني: حوكمة الشركات في الأردن

تعتبر الأردن من بين الدول التي سعت للاندماج في الاقتصاد العالمي، لتستفيد من ظاهرة العولمة، وانفتاح الأسواق، حيث انضمت إلى منظمة التجارة العالمية، والدخول إلى اتفاقية الشراكة الأوروبية، واتفاقية التجارة الحرة مع الولايات الأمريكية، وسبق قيامه بتحرير التجارة والعملة المحلية، باستثناء سعر صرف الدولار، قام بإزالة الحواجز الجمركية، وإلغاء سياسة الدعم الحكومي، وإطلاق قوى السوق في تحديد الأسعار بناء على الطلب والعرض.⁴

أولاً: واقع حوكمة الشركات في البيئة الأردنية

⁴ دهمش نعيم، الهنيي إيمان، تطوير نظام للحاكمية المؤسسية في الشركات المساهمة العامة الأردنية لتعزيز استقلالية مدقق الحسابات القانوني، مجلة جامعة دمشق للأبحاث (العلوم الإنسانية)، مجلد 22، الإصدار (5)، 2008، ص: 48. نقلا عن عبد الناصر عبد الله خطاب، مرجع سابق، ص: 41.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

تتضمن القوانين الأردنية العديد من قواعد حوكمة الشركات وبالذات منها قانون الشركات الذي تقع على عاتقه مسؤولية تنظيم كل ما يتعلق بإدارة الشركة، وذلك من حيث دور مجلس الإدارة والهيئة العامة والأطراف ذات العلاقة، فضلاً عن انتهاء هيئة الأوراق المالية من إعداد مسودة دليل "لقواعد حوكمة الشركات في البورصة والذي يستند إلى عدد من التشريعات الأردنية والتي من أهمها قانون الشركات وقانون الأوراق المالية وقانون البنوك وقانون الاستثمار والمبادئ الدولية التي وضعت من قبل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. إلا أن الانتقال إلى مستويات أعلى في ضوء مفهوم العولمة واندماج الاقتصاديات وزوال الحواجز وزيادة حدة المنافسة أصبح أمراً ضرورياً ومطلباً ملحا.

حيث أشارت الأرقام الرسمية الصادرة عن وزارة الصناعة والتجارة إلى أن العدد الكبير من الشركات التي تم فسخها كان بسبب تآكل رأسمالها وحقوق المساهمين فيها وسوء الإدارة. كما تم تحويل عدد من الشركات إلى الجهات القضائية المختصة لتصفيتها تصفية إجبارية لمخالفتها لأحكام قانون الشركات وعدم تصويب أوضاعها، من هنا ظهرت الحاجة لتدعيم قواعد حوكمة الشركات في الأردن لتساهم في تخفيض المخاطر، وتعمل على تشجيع المدخرات المحلية في سوق رأس المال، وتسهيل منح التمويل اللازم للتوسع في مشاريعها وتأسيس استثمارات جديدة.⁵

ثانياً: أهمية الحوكمة في تطوير البيئة الاستثمارية الأردنية

كان لزاماً على الأردن أن يطبق حوكمة الشركات ويرسخ مفاهيمها وذلك لسعيه للانضمام إلى المنظمات الدولية مثل منظمة التجارة العالمية ورغبته في الدخول في الاتفاقيات الدولية مثل اتفاقية الشراكة الأوروبية، واتفاقية التجارة الحرة مع الولايات المتحدة الأمريكية، وما تتطلبه هذه المنظمات والمؤسسات الدولية من ضرورة تطبيق الدول الأعضاء والراغبين بالتعامل مع دولها وأسواقها لمبادئ وقواعد حوكمة الشركات.

كما إن تطبيق حوكمة الشركات يعتبر وسيلة لتعزيز الثقة بالشركات الأردنية وسوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن ذلك يعمل على جذب المستثمرين المحميين والأجانب، وتحسين التنافسية، وبناء أساس قوي للتنمية المستدامة، وتعزيز استمرارية الشركات والمساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي وتخفيض نسبة المخاطر، والحصول على التمويل لتوسع في المشاريع أو إقامة مشاريع جديدة.

⁵ فيصل محمود الشواربة، قواعد الحوكمة تقييم دورها في مكافحة ظاهرة الفساد والوقاية منه في الشركات المساهمة العامة الأردنية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 25، العدد الثاني، جامعة مؤتة، الأردن، 2009، ص: 129.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

وتعمل حوكمة الشركات على محاربة الفساد، وحماية حقوق المساهمين بما فيهم صغار المساهمين، والعمل على حماية جميع أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة، وهذا كله يعمل على زيادة الثقة في سوق رأس المال والمناخ الاستثماري وبالتالي زيادة الثقة عند المستثمرين، وتعزيز الثقة في الاقتصاد الأردني، دليلا على وجود قيم الحوكمة المتمثلة بالعدالة والشفافية والمسؤولية والمساءلة بالإضافة إلى الرقابة والالتزام بقواعد السلوك المهني لموظفي الشركة والمتعاملين معها من أصحاب العلاقة الآخرين، وما لذلك من أثر على تزايد فرص جذب الاستثمارات والحصول على التمويل بشروط أسهل وبتكلفة أقل وخلق المزيد من الوظائف. وتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، وتعزيز ثقة المستثمرين في السوق وحماية المستثمرين الأقلية والأجانب وبناء القرارات الاستثمارية على أسس سليمة.⁶

المبحث الثاني: عرض منهجية وأدوات الدراسة

لقد حظيت نماذج بانل في الفترة الأخيرة على اهتماما كبيرا في الدراسات الاقتصادية، كونها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلافات بين الوحدات المقطعية على حد سواء، كما أن تحليل بيانات البانل يتفوق على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها، نظرا لأنها تتضمن محتوى معلوماتي، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى.

حيث تتمثل هذه الدراسة في توظيف بيانات بانل لدراسة دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية على مستوى سوق عمان للأوراق المالية.

سنحاول من خلال هذا المبحث توضيح الإجراءات والأدوات التي استخدمت في هذه الدراسة وذلك من خلال التطرق إلى التعريف بالأداة الإحصائية المستخدمة، كذلك التطرق لعينة الدراسة والفترة التي تمت فيها الدراسة، إضافة إلى التطرق لتحديد متغيرات الدراسة.

المطلب الأول: تقديم لنماذج بانل

⁶ عبد الناصر عبد الله خطاب، مرجع سابق، ص: 51-52.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

من أجل دراسة الظواهر وفهمها، كان لابد من تطوير نماذج وطرق لدراسة هذه الظواهر على المدى البعيد بصورة دقيقة، مما يمكن هذا من إمكانية دراسة وجود علاقات على المدى الطويل، مما أدى هذا الاهتمام بأكثر باستعمال نماذج بانل.

1-1- مفهوم نماذج بانل:

يقصد ببيانات بانل على أنها بيانات لمجموعة من المشاهدات المقطعية لفترات مختلفة، حيث تمتاز بيانات بانل بأنها تجمع بين خصائص سلوك المشاهدات المدروسة وذلك بالأخذ بعين الاعتبار أثر الاختلافات بين هذه المشاهدات المقطعية، إضافة إلى أثر تغير زمن هذه المشاهدات، مما يضيفي على هذه البيانات أهمية قصوى في فهم وإدراك الظواهر الاقتصادية المدروسة.⁷

1-2- أهمية استخدام بيانات بانل:

يتفوق تحليل البانل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها، بالعديد من الإيجابيات، ويلخص كل من (Hsiao : 2003) و (Klevmarken: 1989) فوائد تحليل بيانات البانل فيما يلي:⁸

- التحكم في التباين الفردي، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفرضي إلى نتائج متحيزة؛

- تتضمن بيانات البانل محتوى معلوماتي، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر، تتميز بيانات البانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل؛

- توفر نماذج البانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل، التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها أيضا تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية مثل البطالة والفقر، ومن جهة أخرى، يمكن من خلال بيانات البانل الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى؛

- تسهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، (omitted variables) الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة (biased estimates) في الانحدارات المفردة.

⁷ مازري عبد الحفيظ، دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات - دراسة قياسية على مستوى بورصة NASDAQ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2015، ص: 152.

⁸ Hsiao C., Analysis of panel Data, Cambridge University Press, Cambridge, 2003. ; Klevmarken, N. A., Panel Studies: What can we learn from them? Introduction, European Economic Review, 33, 1989, pp.523-529.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

حيث تبرز أهمية نماذج بانل في أنها تأخذ في الاعتبار ما يسمى بعدم التجانس أو الاختلاف الخاص بالمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية، كما تسمح بمعالجة مشكلة أثر المتغيرات الناقصة والتي قد تسبب في مشكلة انعدام تجانس التباين، كما أن ثراء المحتوى المعلوماتي الخاص لبيانات بانل سيسمح بالتخفيف من مشاكل التعدد الخطي والارتباط الذاتي للأخطاء، إذ يوفر اتساع حجم العينة، درجات حرية أكبر مما يعني الحصول على تقديرات أدق وأفضل.⁹

3-1-3- النماذج الأساسية لبيانات بانل:

تمثل نماذج بانل الأساسية في ثلاثة أشكال رئيسية هي:¹⁰

3-1-1-3- نموذج الانحدار التجميعي (PRM):

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات البانل، حيث تكون فيه جميع المعاملات β_j و $\beta_{0(i)}$ ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يُهمل أي تأثير للزمن)، ويمكن كتابة معادلة هذا النموذج كما يلي:

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i=1,2,\dots,N$$
$$t=1,2,\dots,T$$

حيث:

$$VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 \quad \text{و} \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

حيث يتم تقدير هذا النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) والتي تعطي مقدرات متسقة وكفاءة للمعاملات المقدر.

3-1-2-3- نموذج التأثيرات الثابتة (FEM):

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجموع)، وعليه فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

⁹ مازري عبد الحفيظ، مرجع سابق، ص: 154.

¹⁰ زكرياء يحي الجمال، اختيار النموذج في نماذج بيانات بانل الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012، ص: 270-273.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

حيث:

$$VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2 \quad \text{و} \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

حيث يقصد بالتأثيرات الثابتة بأن المعلمة β_0 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن، وإنما يكون التغيير في مجاميع البيانات المقطعية.

3-1-3- نموذج التأثيرات العشوائية (REM):

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ ε_{it} ذا توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر وتباين مساوي إلى σ_{ε}^2 ، ولكي تكون معاملات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ الثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجاً ملائماً في حالة وجود خلل في احد الفروض المذكورة أعلاه ، حيث تقوم فكرته على معاملة القطع $\beta_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له مقدار μ على النحو التالي:

$$\beta_{0(i)} = \mu + v_i \quad , i=1,2,\dots,N$$

وبتعويض قيمته في الصيغة العامة لبيانات بانل نحصل على :

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

حيث أن V_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i ، حيث يطلق أحيانا على نموذج التأثيرات العشوائية نموذج مكونات الخطأ، بسبب أن النموذج يحوي مركبين للخطأ هما V_i و ε_{it} ، حيث يمتلك هذا النموذج مجموعة من الخواص الرياضية منها: $E(v_i)=0$ ، $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2$ ، $E(\varepsilon_{it})=0$ ، $\text{var}(v_i) =$

$$\text{var}(v_i) =$$

4-1-1- اختبارات الاختيار بين نماذج بيانات بانل:

تتمثل دراسة منهجية بيانات بانل في دراسة ثلاثة نماذج ومن أجل اختيار النموذج الملائم للدراسة من بين هذه النماذج لا بد من الاعتماد على الاختبارات التالية:

4-1-1-1- اختبار مضاعف Lagrange (LM):

يستخدم اختبار مضاعف Lagrange المقترح من طرف (Breusch and Pagan (1980) من أجل

المفاضلة بين PRM، FEM أو REM، والذي يعرف بالصيغة التالية:

تشير القيم الكبيرة لإحصائية LM أن FEM و REM سيكونان أفضل من PRM أو بعبارة أخرى، إذا كانت قيمة P- Value لإحصائية اختبار LM تشير إلى وجود معنوية إحصائية لهذا الاختبار، فهذا يعني أن FEM و REM سوف يكونان أفضل من PRM، بينما إذا كانت القيمة تشير إلى عدم وجود معنوية إحصائية لاختبار LM فيعني هذا أن PRM سيكون أفضل من كل FEM و REM .

أما فيما يخص فرضية العدم والفرضية البديلة، فهي ممثلة بالشكل التالي:

$$H_0: \sigma_{\mu}^2 = 0$$

$$H_1: \sigma_{\mu}^2 \neq 0$$

وبالتالي فإن هذا الاختبار يسمح بالمفاضلة بين اختبار نموذج الانحدار التجميعي واختبار نموذج الآثار الثابتة أو العشوائية.

4-1-2- اختبار Hausman:

يعتبر اختبار Hausman المقترح سنة (1978)، معيارا للاختيار بين نموذج الآثار الثابتة (FEM) والآثار العشوائية (REM)، وذلك من أجل تحديد أي النموذجين ينبغي اختياره واستخدامه في التحليل، ولتطبيق اختبار Hausman يتم استخدام اختبار χ^2 الذي يعتمد على إحصائية Wald، وبالتالي فإن القيمة المحسوبة لإحصائية χ^2 لاختبار H يمكن الحصول عليها عن طريق المعادلة التالية:

$$H = \chi^2(k) = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})' [var(\hat{\beta}_{FEM}) - var(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

إن فرضية العدم تتمثل في عدم وجود ارتباط بين نموذج الآثار الثابتة والمتغيرات المستقلة في النموذج محل التقدير، أي عدم وجود آثار ثابتة لكل مشاهدة وفي ظل قبول هذه الفرضية فإن نموذج التأثيرات العشوائية يعطي تقديرات أدق وأفضل من نموذج التأثيرات الثابتة، أما الفرضية البديلة فتتص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل بمعنى وجود ارتباط بين الآثار الثابتة والمتغيرات المستقلة في النموذج محل التقدير.

ومن ثم ، فإن كانت القيمة المحسوبة لإحصائية الاختبار أكبر من القيمة الجدولة لإحصائية χ^2 يتم رفض فرضية العدم، وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة FEM هو النموذج الأفضل، ولذلك ينبغي

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

اختياره، أما إذا كانت (P-Value أكبر من 0.05) أن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات العشوائية REM وذلك لأن معاملات هذا النموذج سوف تكون متسقة وذات كفاءة.

1-5-5- اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل:

يعتبر دمج البعد الزمني بالبعد المقطعي الفردي ذو أهمية في تحليل السلاسل الزمنية غير المستقرة، مما يسمح لاختبارات جذر الوحدة من إمكانية وجود أو عدم وجود علاقات للتكامل المشترك المتزامن أكثر قوة مقارنة بدراسة السلاسل الزمنية بشكل منفرد ولعينات صغيرة.

إن الاعتماد على بيانات بانل يسمح لنا بتجاوز مشكل الانقطاعات الهيكلية في طبيعة البيانات، كما يسمح لنا في الوقت نفسه من تجاوز مشكل ضعف قوة الاختبارات في العينات الصغيرة. أن هذا الاعتماد يسمح لنا من الاستفادة من دراسة السلاسل الزمنية غير المستقرة بالاعتماد على تطور البيانات من خلال تأثير البعد الزمني إضافة إلى خصائص البعد الفردي أو المقطعي للبيانات المدروسة التي قد تتشابه أو تختلف من فرد إلى آخر.¹¹

يعتبر اختبار استقرارية السلاسل الزمنية في الدراسات القياسية التي تعتمد على بيانات السلاسل الزمنية، مهما جدا لتفادي الاستنتاجات والتحليلات المضللة والمزيفة، حيث اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية نظرا لتضمنها محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معاً، والذي يقود إلى نتائج أكثر دقة من

اختبارات السلاسل الزمنية الفردية. وهناك العديد من الاختبارات التي تكشف عن خواص السلاسل الزمنية لعل أهمها وأوسعها انتشارا اختبار ADF Augmented Dickey-Fuller ، حيث تكشف لنا هذه الاختبارات عن استقرارية السلاسل الزمنية وتحديد رتبة تكاملها. وتلخص أهم هذه الاختبارات في:

1-5-1- اختبار (Levin, Lin, chu (2002) (LLC):

قدم كل من chien fu Lin Andrew Levin من خلال مجموعة من الاعمال المتواصلة (Levin et Lin) et (Levin et Lin 1992, Levin et Lin 1993, chu 2002) أول اختبار لجذور الوحدة لبيانات البانل، تعتمد منهجية اختبار LLC على اختبار مستوحى من اختبار Dicky Fuller لاختبارات جذر الوحدة لبيانات السلاسل الزمنية، حيث قدم Levin Lin chu ثلاث نماذج لاختبار جذر الوحدة كمايلي:¹²

¹¹ مازري عبد الحفيظ، مرجع سابق، ص: 167.

¹² مازري عبد الحفيظ، مرجع سابق، ص : 170-171.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

النموذج الأول: $\Delta y_{i,t} = \rho y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$

النموذج الثاني: $\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$

النموذج الثالث: $\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t} + \rho y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$

حيث: $t=1, \dots, T$ $i=1, \dots, N$

وحد الخطأ العشوائي $\varepsilon_{i,t}$ موزع بشكل مستقل بين المفردات ويتبع مسار ARMA .

من خلال النماذج الثلاث يختبر LLC الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى:

الفرضية الثانية:

$H_0: \rho = 0$ et $\alpha_i = 0, \forall i = 1, \dots, N$

$H_1: \rho < 0$ et $\alpha_i \in \mathbb{R}, \forall i = 1, \dots, N$

الفرضية الثالثة:

$H_0: \rho = 0$ et $\beta_i = 0, \forall i = 1, \dots, N$

$H_1: \rho < 0$ et $\beta_i \in \mathbb{R}, \forall i = 1, \dots, N$

1-5-2- اختبار (IPS) Im, Pesaran, Shin (2003)

إن الانتقاد الأساسي الموجه لاختبار LLC يتمثل في تجانس جذر الانحدار الذاتي لجميع مفردات البانل في

ظل الفرضية البديلة، وبناء على ذلك فقد قدم كل من Im, Pesaran, Shin من خلال مجموعة من الأعمال

المتواصلة 1997، 2002، 2003 إجابة على هذا الانتقاد، حيث لم يكتفوا فقط بتقديم اختبار يسمح بعدم

تجانس جذر الوحدة بين مفردات البانل، ($\rho_i \neq \rho_j$)، من خلال اختلاف القيم المعلمية وتباينات البواقي

وطول فترات الإبطاء، بل ويسمح الاختبار أيضا بعدم التجانس حتى في ظل وجود جذر أحادي للبانل، وبالتالي

فإن هذا الاختبار يسمح بتوسيع اختبار LLC من خلال تخفيف القيود على هذا الاختبار.

تظل فرضية العدم في اختبار IPS متعلقة بعدم السكون أي وجود جذر الوحدة في البيانات في مقابل أنه يوجد

على الأقل متغير واحد ساكن.

ينطلق اختبار Im, Pesaran, Shin من نموذج يشتمل على أثر فردي دون اتجاه عام موافق للنموذج الأساسي

الثاني عند Levin, Lin, chu.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

يشارك اختبار IPS مع اختبار LLC في كون فرضية العدم هي فرضية مركبة، حيث في ظل هذه الفرضية فإن ($\rho_i = 0$)، أي وجود جذر وحدة وفي الوقت نفسه غياب الأثر الفردي $\alpha_i = 0$ ويمكن الإشارة إلى فرضيتي نموذج IPS على النحو التالي:

$$\begin{aligned} H_0: \rho_i &= 0, \forall i = 1, \dots, N \\ H_1: \rho_i &< 0, \forall i = 1, 2, \dots, N_1 \\ \rho_i &= 0, \forall i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N \end{aligned}$$

في ظل الفرضية البديلة نجد نوعان من المفردات، مفردات تتغير على النحو $i = 1, \dots, N_1$ ومفردات تتغير على النحو $N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N$ ، تعبر الأخيرة عن ديناميكية المتغير $y_{i,t}$ ، هل تقبل جذرا للوحدة أم لا.

يتفوق اختبار IPS على اختبار LLC في كونه يأخذ بعين الاعتبار عدم تجانس جذور الوحدة بين المفردات من خلال الفرضية البديلة، كما أنه يعتمد على إحصائية بسيطة تركز على إحصائية DF أو ADF بحسب الفرضية المتعلقة بتربط الأخطاء.¹³

1-5-3- اختبار Phillips and Perron (PP):

يعتبر اختبار Phillips and Perron اختبار غير معلمي، أي يعتمد على توزيع حر، ويقوم هذا الاختبار على التصحيح غير المعلمي لإحصائيات ديكي فولر، وذلك من أجل تجاوز مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية مع الأخذ في الحسبان إلغاء التحيزات الناجمة عن المميزات الخاصة بالتذبذبات العشوائية، بمعنى أنه يأخذ بعين الاعتبار التغيرات التباين الشرطي للأخطاء، ويتم إجراء هذا الاختبار عبر أربعة مراحل وهي:¹⁴

• تقدير معاملات النماذج الثلاثة: $M(1)$, $M(2)$, $M(3)$ لاختبار DF بطريقة المربعات الصغرى العادية؛

• حساب التباين قصير الأجل وهو عبارة عن المتوسط الحسابي للأخطاء العشوائية البواقي:

¹³ مازري عبد الحفيظ، مرجع سابق، ص: 175-177.

¹⁴ محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2011، ص: 212.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

حيث ε_i تمثل البواقي.

- تقدير المعامل المصحح S_1^2 أو ما يسمى بالتباين طويل الأجل والمستخرج من خلال التباينات المشتركة لبواقي النماذج السابقة ، والمعطى بالعلاقة التالية:

$$S_t^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2 + 2 \sum_{i=1}^n \left(1 - \frac{i}{l+1}\right) \frac{1}{N} \sum_{i+1}^n \hat{\varepsilon}_i \hat{\varepsilon}_{i-1}$$

ومن أجل تقدير عدد التأخيرات L المقدر بدلالة عدد المشاهدات الكلية n على النحو التالي:

- حساب إحصائية PP وذلك استنادا للعلاقة التالية:

$$k = \frac{\hat{\sigma}^2}{S_1^2}$$

والتي تصبح مساوية للواحد في حالة ما إذا كانت الأخطاء ε_t تشويش أبيض.

بعد حساب إحصائية PP يتم مقارنتها مع القيمة الحرجة المستخرجة من جدول Mackinnon.

1-5-4 اختبار (ADF) Augmented Dickey Fuller (1981):

يعمل اختبار ديكي فولر المطور والذي جاء على أنقاض ديكي فولر البسيط، على إدراج فرضية احتمال ارتباط الأخطاء والتي أهملها ديكي فولر البسيط لأنه يفترض أن النموذج ε_t عبارة عن صدمات عشوائية. ويقوم اختبار ديكي فولر المطور على اختبار المعنوية الإحصائية لمقدرة النماذج المحسوبة بطريقة المربعات الصغرى العادية التالية:¹⁵

- نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة (P) AR:

$$M(4): \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^{\rho} \phi_1 \nabla Y_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

- نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة (P) AR مع وجود الثابت:

¹⁵ محمد شخفي، مرجع سابق، ص: 210.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

$$M(5): \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^{\rho} \phi_1 \nabla Y_{t-j+1} + c + \varepsilon_t$$

• نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة (P) AR مع وجود الثابت و مركبة الاتجاه العام:

$$M(6): \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^{\rho} \phi_1 \nabla Y_{t-j+1} + bt + c + \varepsilon_t$$

ويتم الحكم على الاختبار من خلال مقارنة t_c المحسوبة مع t_t الجدولة فإذا كانت هذه الأخيرة أقل من القيمة المحسوبة فيتم رفض فرضية العدم $H_0: \theta = 1$ أو $\lambda = 0$ ونقبل الفرضية البديلة $H_1: \theta \neq 1$ أو $\lambda \neq 0$ وبالتالي تكون السلسلة مستقرة.

وإذا كانت t_c المحسوبة أقل من t_t الجدولة نقبل فرضية العدم $H_0: \theta = 1$ ونرفض الفرضية البديلة H_1 : وفي هذه الحالة تكون السلسلة غير مستقرة.

المطلب الثاني: تحديد متغيرات وخطوات الدراسة

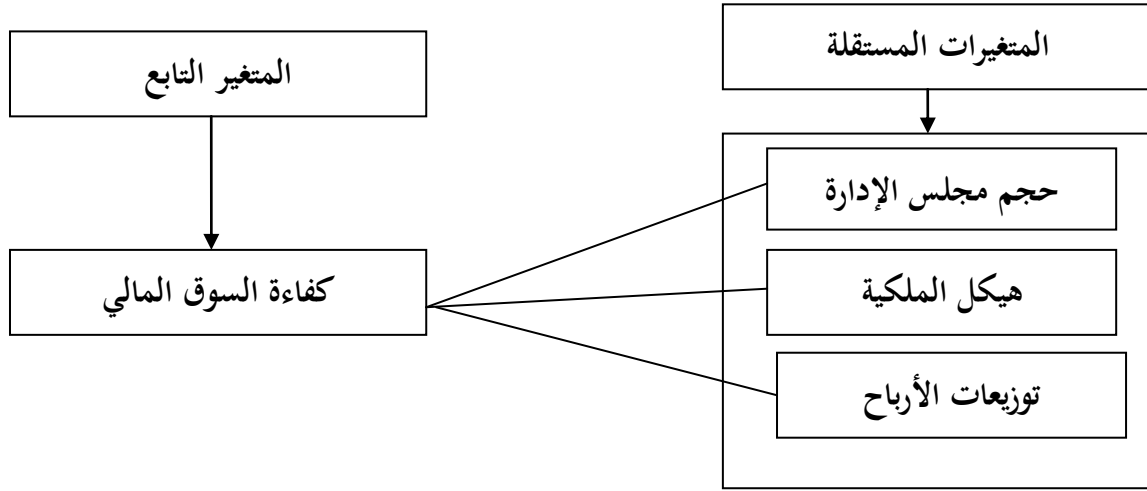
بعد ما تطرقنا في المطلب الأول إلى شرح مختلف المفاهيم المتعلقة ببيانات بانل التي سوف يتم استخدامها في الدراسة، سنحاول من خلال هذا المطلب.

2-1- متغيرات الدراسة

تنطلق هذه الدراسة من قاعدة بيانات تم جمعها من التقارير السنوية لعشر شركات مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية متمثلة في (البنك العربي، البنك الأردني الكويتي، البنك الإسلامي، بنك القاهرة، بنك الإسكان والتمويل، الفوسفات الأردنية، مصانع الأسمت، الاتصالات الأردنية، الكهرباء الأردنية، الإقبال للاستثمار)، وقد تم اختيار هذه الشركات بناء على معيار القيمة السوقية أي الأكثر ارتفاعاً من حيث القيمة السوقية وذلك خلال الفترة الممتدة من 2007-2016، حيث تم اختيار أربعة متغيرات من أجل الوقوف على الدور الذي يمكن من خلاله أن تساهم حوكمة الشركات ممثلة في (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح)، في تحقيق كفاءة السوق المالي (سعر السهم). ولقد تم الاكتفاء بهذه المتغيرات فقط نتيجة لتعذر الوصول إلى البيانات التي تسمح بقياس متغيرات أخرى. ويمكن توضيح العلاقة بين متغيرات الدراسة من خلال الشكل التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

الشكل رقم (3-1): متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على متغيرات الدراسة.

بعد عرض الشكل الذي يوضح العلاقة بين متغيرات الدراسة، نحاول بعدها عرض التعريفات النظرية والقياسية لهذه المتغيرات من خلال مايلي:

- المتغير التابع: وتمثل في:

• كفاءة السوق المالي:

يكون السوق كفاء إذا كانت أسعار الأوراق المالية تستجيب بطريقة عقلانية وبصورة فورية وغير متحيزة لكل المعلومات المتدفقة إلى السوق والمتعلقة بتحديد أسعار الأوراق المالية، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الحصول على المعلومات، وبالتالي انخفاض الأرباح غير العادية، مما يحقق التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية.¹⁶ لقد تم قياس هذا المتغير اعتماداً على أسعار الإغلاق السنوية للشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية محل الدراسة.

- المتغيرات المستقلة: والتي تمثلت في بعض آليات حوكمة الشركات والتي شملت المتغيرات التالية:

• حجم مجلس الإدارة:

يعتبر مجلس الإدارة من آليات حوكمة الشركات التي لها أهمية كبيرة، باعتباره يمثل مصالح المساهمين ويضمن للمستثمرين الطريقة الصحيحة في كيفية تسيير رأس المال الذي يتم استثماره، كما أنه يعتبر أحسن أداة لمراقبة سلوك الشركة، فضلاً عن الإشراف المستمر عن أداء الشركة والإفصاح عنه.

¹⁶ بخالد عائشة، مرجع سابق، ص: 11.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

حيث تم قياس هذا المتغير من خلال عدد أعضاء مجلس الإدارة لكل شركة من الشركات المعتمدة في الدراسة. باعتبار أن حجم مجلس الإدارة يعتبر عامل حاسم في ملامح مجلس الإدارة، حيث قد يؤثر في الحد من التلاعبات أو قصور أداء الإدارة، حيث بين دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي في الباب الثاني الفقرة (1)، أن يتولى إدارة الشركة مجلس إدارة لا يقل أعضائه عن خمسة أعضاء ولا يزيد عن ثلاثة عشر وفقاً لما يحدده نظام الشركة للحفاظ على استقلاليتهم.¹⁷

• هيكل الملكية:

يمثل هيكل الملكية آلية من آليات حوكمة الشركات، حيث تم اعتماد متغير نسبة كبار المساهمين بالشركات لقياس هذا المتغير للشركات محل الدراسة وذلك انطلاقاً من أن كبار المساهمين لهم دور كبير ومهم في حوكمة الشركات من خلال حصصهم الكبيرة التي تمنهم القدرة في مراقبة أعمال الإدارة، وقد ازداد عدد كبار المساهمين في الشركات حول العالم. حيث يرى أن 96% من الشركات الأمريكية تحتوي على واحد على الأقل من كبار المساهمين الذي يملك على الأقل 5% من الشركة، حيث أن كبار المساهمين لديهم حوافز أكبر لمواءمة الإدارة ومصالح المساهمين.¹⁸

حيث تم قياس هذا المتغير بالعلاقة التالية:

عدد الأسهم المملوكة للمساهمين الخمسة الكبار / عدد الأسهم

• توزيعات الأرباح:

تعتبر توزيعات الأرباح من القرارات المهمة للشركة، فهي تعبر عن ذلك الجزء من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعه على المساهمين، وتم اعتماد هذا المؤشر باعتباره يمثل إحدى الآليات التي من شأنها أن تعزز الثقة المتبادلة بين المساهمين ومجلس الإدارة، باعتبار أن قرارات توزيع الأرباح تعطي انطباع عن حسن نية مجلس الإدارة. حيث تسمح لنا توزيع الأرباح بقياس العائد الموزع مما ينعكس على وضعية المعلومات السائدة في السوق.¹⁹

حيث تم تقريب هذا المتغير عن طريق العلاقة التالية:

¹⁷ صهيب عايش القحطاني، عبد الناصر نور، عمر شاهر عربيات، تأثير مبادئ الحوكمة المؤسسية على سيولة سوق الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المالية المساهمة العامة الأردنية، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات التطبيقية، جامعة الزرقاء، الأردن، 2016، ص: 10.

¹⁸ نفس المرجع السابق ونفس الصفحة.

¹⁹ مازري عبد الحفيظ، مرجع سابق، ص: 195.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

الأرباح الموزعة / عدد الأسهم المكتتب بها

2-2- النظريات والشواهد التي تؤيد علاقة حوكمة الشركات (الآليات والقواعد) بأسعار الأسهم (كفاءة السوق):

هناك العديد من النظريات والشواهد التي يوفرها الفكر المحاسبي، والتي تدعم العلاقة بين حوكمة الشركات والسوق المالي، وقد اعتمدت الدراسة على نظرية السوق من أجل التعرف على الدور الذي يمكن أن تؤديه حوكمة الشركات في التأثير على قدرة الأسواق المالية في التأثير على تحقيق السعر العادل، حيث تركز هذه النظرية على وصف تلك العلاقة على مايلي:²⁰

- يستجيب المستثمرون لأي معلومات جديدة من شأنها أن تؤثر على أسعار الأسهم في السوق المالية، وعلى ضوء ذلك فإن أي معلومات حتى لو كانت في الإيضاحات فإن ذلك سوف ينعكس على أسعار الأسهم؛

- أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات، وإن التقارير المالية تمثل جزء من هذه المعلومات؛

- لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق مكاسب غير عادية على الأسهم.

كما تتمثل الشواهد التي تدعم علاقة حوكمة الشركات بكفاءة السوق المالي في مايلي:²¹

- لقد شهدت الشركات (جميع الأسواق) في دول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، والتي حققت تقدما في حوكمة الشركات تحسنا في تقييم الأسهم

- لقد أوضح بنك كريدي ليونيه في تقاريره لعامي 2001/2002 أن حوكمة الشركات ترتبط ارتباطا وثيقا بكل من الأداء المالي وتقييم الأسهم؛

- بمجرد مرور سنة من تطبيق مؤشر حوكمة الشركات في بورصة ساو باولو، أثبت نجاحه وقامت شركات تمثل 20% من إجمالي رأس المال السوقي، وتمثل 19% من إجمالي نشاط التداول بالقيود في قطاع حوكمة الشركات، كما أن أداء أسعار الأسهم كان أفضل كثيرا خلال تلك السنة؛

- إن تحسين أو تدهور الحوكمة له دور أكبر في تحديد أداء الأسهم.

3-2- الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة:

²⁰ أحمد رجب عبد المالك، مرجع سابق، ص:5.

²¹ أحمد رجب عبد المالك، مرجع سابق، ص: 7-8.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

من أجل تحليل متغيرات الدراسة سوق نقوم أولاً بإجراء التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة من خلال

الجدول (3-1):

جدول رقم (3-1): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الشركات	Pc	Bod	Ows	Dps
البنك العربي	10.92	11.1	0.33	0.23
اتصالات الأردنية	4.52	6.7	0.89	0.32
الإسكان للتجارة والتمويل	8.04	12.77	0.70	0.26
البنك الإسلامي الأردني	3.56	12.4	0.66	0.13
الكهرباء الأردنية	3.37	9.7	0.67	0.10
البنك الأردني الكويتي	4.39	9.2	0.74	0.18
مناجم الفوسفات الأردنية	11.34	10.2	0.87	0.21
مصانع الأسمت الأردنية	3.82	8.2	0.81	0.32
الإقبال للاستثمار	9.81	9.8	0.53	0.57
بنك القاهرة	2.69	11.9	0.44	0.11
المتوسط	6.25	10.19	0.66	0.24
الانحراف المعياري	3.40	1.91	0.18	0.13
أعلى قيمة	11.34	12.77	0.89	0.57
أدنى قيمة	2.69	6.7	0.33	0.10

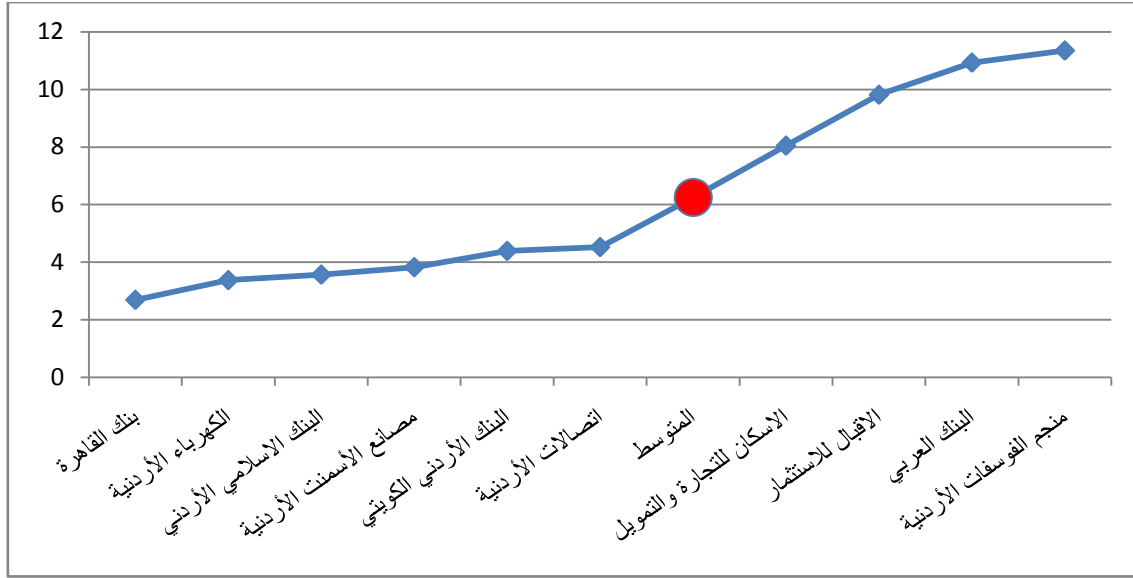
المصدر: من إعداد الباحثة بالاستعانة ببرنامج Excel.

من خلال قيم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة الموضحة في الجدول رقم (3-1)، وبالاستعانة بالأشكال البيانية نلاحظ مايلي:

1- سعر السهم: نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-1)، أن قيم متوسط Pc كانت محصورة بين اقل قيمة تقدر بـ 2.69 والتي سجلها بنك القاهرة، وأعلى قيمة تقدر بـ 11.34 والتي سجلتها شركة مناجم الفوسفات، وذلك بمتوسط عام قدره 6.25 وانحراف معياري قدره 3.40، و بالنظر إلى الشكل رقم (3-1) يتبين لنا أن أسعار الأسهم لـ (06) شركات أقل من المتوسط الحسابي، فيما حققت الشركات الأربعة الأخرى (04) أكبر من المتوسط الحسابي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

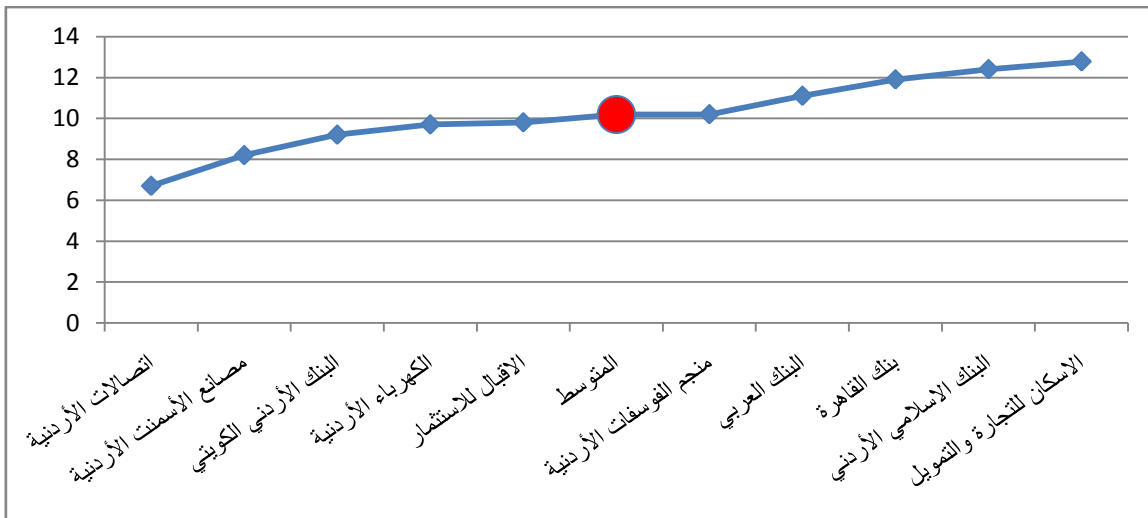
الشكل رقم (3-2): متوسطات أسعار الأسهم



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على معطيات الجدول رقم (3-1).

2- حجم مجلس الإدارة: نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-1)، أن قيم متوسط Bod كانت محصورة بين أقل قيمة تقدر بـ 6.7 والتي سجلتها شركة الاتصالات الأردنية، وأعلى قيمة تقدر بـ 12.77 والتي سجلها بنك الإسكان للتجارة والتمويل، وذلك بمتوسط عام قدره 10.19 وانحراف معياري قدره 1.91، و بالنظر إلى الشكل رقم (2-3) يتبين لنا أن خمسة (05) شركات كانت لها أعضاء مجلس الإدارة أقل من المتوسط الحسابي، أما الشركات الخمسة (05) الأخرى فكان أعضاء مجلس الإدارة أكبر من المتوسط الحسابي.

الشكل رقم (3-3): متوسطات حجم مجلس الإدارة

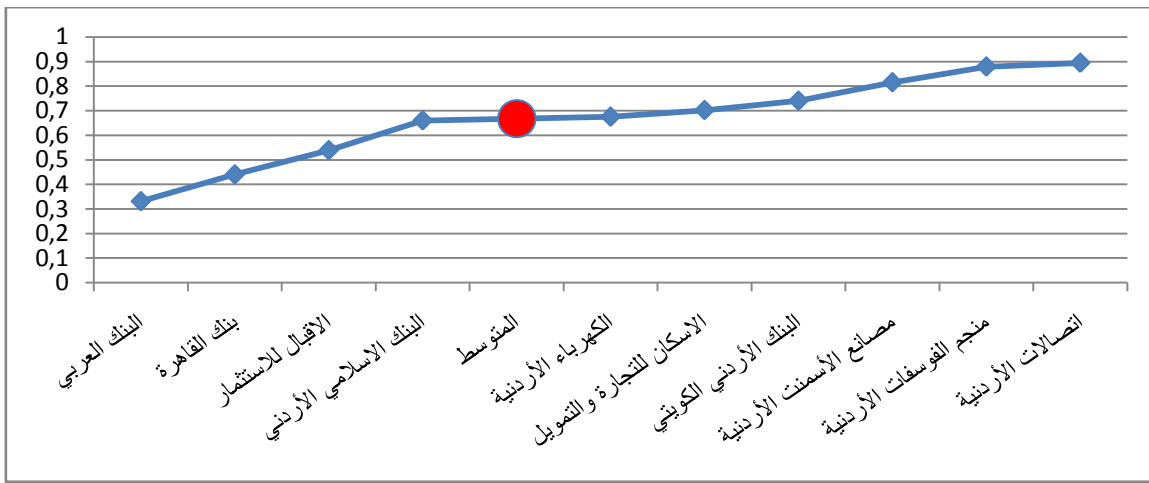


المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على معطيات الجدول رقم (3-1).

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

3- هيكل الملكية: نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-1)، أن قيم متوسط Ows كانت محصورة بين اقل قيمة تقدر بـ 0.33 والتي سجلتها البنك العربي، وأعلى قيمة تقدر بـ 0.89 والتي سجلتها شركة الاتصالات الأردنية ، وذلك بمتوسط عام قدره 0.66 وانحراف معياري قدره 0.18، و بالنظر إلى الشكل رقم (3-3) يتبين لنا أن أربعة (04) شركات كانت نسبة كبار المساهمين أقل من المتوسط الحسابي، أما الشركات الستة (06) الأخرى كانت أكبر من المتوسط الحسابي.

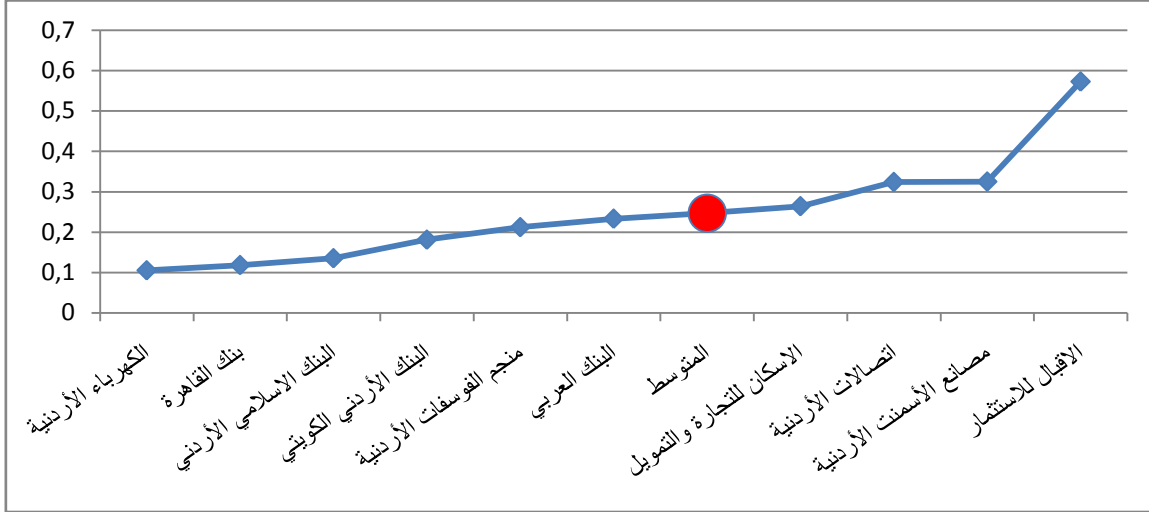
الشكل رقم (3-4): متوسطات هيكل الملكية



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على معطيات الجدول رقم (3-1).

4- توزيعات الأرباح: نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-1)، أن قيم متوسط Dps كانت محصورة بين اقل قيمة تقدر بـ 0.10 والتي سجلتها شركة الكهرباء الأردنية، وأعلى قيمة تقدر بـ 0.57 والتي سجلتها شركة الإقبال للاستثمار ، وذلك بمتوسط عام قدره 0.24 وانحراف معياري قدره 0.13، و بالنظر إلى الشكل رقم (3-4) يتبين لنا أن ستة (06) شركات كانت نسبة السيولة لها أقل من المتوسط الحسابي، فيما حققت أربعة (04) شركات توزيعات أكبر من المتوسط الحسابي.

الشكل رقم (3-5): متوسطات توزيعات الأرباح



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على معطيات الجدول رقم (3-1).

2-4- تحديد النموذج الملائم لطبيعة بيانات بانل:

من أجل تحديد النموذج الملائم لطبيعة العينة المدروسة فإننا نطلق من متغير كفاءة السوق المالي كمتغير تابع

(PRE) ومتغير مجلس الإدارة (BOD)، وهيكل الملكية (OWS)، ومتغير توزيع الأرباح (DPS) كمتغيرات

مفسرة.

وعليه فإننا نحصل على نموذج البانل التالي:

$$\log (pc)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BOD_{i,t} + \beta_2 OWS_{i,t} + \beta_3 DPS_{i,t} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

$PC_{i,t}$: سعر إغلاق الشركة (i) للفترة (t) مأخوذ باللوغارتم

β_0 : معلمة القاطع العام في النموذج

$BOD_{i,t}$: عدد أعضاء الشركة (i) للفترة (t)

$OWS_{i,t}$: هيكل الملكية في الشركة (i) للفترة (t)

$DPS_{i,t}$: توزيعات الأرباح في الشركة (i) للفترة (t)

μ_i : الآثار أو الاختلافات المقطعية غير الملاحظة التي يمكن أن تتفاوت بين شركة وأخرى وتظل ثابتة خلال

الفترة الزمنية نفسها.

γ_t : الآثار أو الاختلافات الزمنية غير الملاحظة والمشاركة بين الشركات، والتي تتغير عبر الزمن.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

$\varepsilon_{i,t}$: الحد العشوائي للنموذج.

وعليه يتم تقدير نموذج الدراسة من خلال استخدام النماذج الثلاثة لبيانات البانل وهي نموذج الانحدار التجميعي

(PRM)، نموذج الآثار الثابتة (FEM)، نموذج الآثار العشوائية (REM) .

ويمكن تلخيص نتائج تقدير النموذج وذلك بالاعتماد على برنامج Eviews 9 من الجدول التالي:

جدول رقم (3-2): نتائج تقدير النموذج

المتغيرات	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
C	المعامل	2.884369	2.582620
	معنوية المعلمة	0.0000	0.0000
bod	المعامل	-0.128963	-0.098337
	معنوية المعلمة	0.0011	0.0063
ows	المعامل	-0.486879	-0.500687
	معنوية المعلمة	0.0893	0.0684
dps	المعامل	1.363314	1.386172
	معنوية المعلمة	0.0000	0.0000
معامل التحديد R^2	0.256881	0.725791	0.361803
إحصائية DW	0.463680	1.229223	1.003202
احتمالية Fisher	0.000005	0.000000	0.000000

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews 9 .

بعد القيام بتقدير النماذج الثلاثة المدروسة سوف نتقل إلى أساليب الاختيار بين هذه النماذج، وذلك من خلال

الاختبارين: اختبار مضاعف Breusch- Pagan LM Lagrange واختبار Hausman .

2-5- نتائج المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية:

من أجل القيام بهذا الاختبار فإننا نقوم باستخدام اختبار Breusch- Pagan LM Lagrange الذي

يوفره برنامج Eviews 9 ، وهذا من أجل المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذجي الآثار الثابتة والآثار

العشوائية. حيث كانت نتائج هذا الاختبار كمايلي:

جدول رقم (3-3): نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية
اختبار Breusch- Pagan	102.1530	(0.0000)

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9 (أنظر الملحق رقم (04)) من خلال نتائج الجدول رقم (3-3) نلاحظ أن احتمالية اختبار Breusch- Pagan هي أقل من 0.05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية (نموذج الانحدار التجميعي الملائم)، وقبول فرضية وجود آثار ثابتة أو آثار عشوائية.

بعد القيام بهذا الاختبار (Breusch- Pagan) تبين لنا أن النموذج الأفضل و الملائم لبيانات الدراسة هو نموذج آثار ثابتة أو آثار عشوائية، وبالتالي سوف نقوم بإجراء المفاضلة بين كل من نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية.

2-6- نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية:

من أجل المفاضلة بين هذين النموذجين (نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية)، يتم استخدام اختبار Hausman والذي تظهر نتائجه من خلال الجدول رقم (3-4):

جدول رقم (3-4): نتائج اختبار Hausman

نوع الاختبار	القيمة المحسوبة لـ χ^2	القيمة المجدولة لـ χ^2	القيمة الاحتمالية
اختبار Hausman	5.115311	7.815	0.1635

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 9.

من خلال إحصائية Hausman التي تتبع توزيع χ^2 تظهر لنا الإحصائية المحسوبة لـ χ^2 (5.115311) أصغر من القيمة المجدولة لـ χ^2 (7.815)، كما أن القيمة الاحتمالية (0.1635) هي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، وبالتالي نقبل الفرضية العدمية المتمثلة في نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم لبيانات البانل المشكلة لعينة الدراسة. والجدول (3-5) يوضح النتائج المحصل عليها.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

جدول رقم (3-5): نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: LOG(PC)
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/06/18 Time: 11:19
Sample: 2007 2016
Periods included: 10
Cross-sections included: 10
Total panel (unbalanced) observations: 96
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.582620	0.464237	5.563152	0.0000
BOD	-0.098337	0.035162	-2.796667	0.0063
OWS	-0.500687	0.271501	-1.844147	0.0684
DPS	1.386172	0.240243	5.769881	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.484222	0.6377
Idiosyncratic random		0.365013	0.3623

Weighted Statistics			
R-squared	0.361803	Mean dependent var	0.374799
Adjusted R-squared	0.340993	S.D. dependent var	0.456239
S.E. of regression	0.369183	Sum squared resid	12.53925
F-statistic	17.38540	Durbin-Watson stat	1.003202
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.106285	Mean dependent var	1.579156
Sum squared resid	36.04214	Durbin-Watson stat	0.349019

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

7-2- تحليل نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية:

من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم (3-5) وقيم احتمال المتغيرات المفسرة نلاحظ مايلي:

- بالنسبة لقيمة الثابت موجبة وذات معنوية إحصائية وهي مقبولة إحصائيا.
- توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة و سعر السهم، بمعنى أنه كلما زاد عدد أعضاء مجلس الإدارة بوحدة واحدة ينخفض سعر السهم بـ 0.098337 .
- توجد علاقة عكسية دون دلالة إحصائية بين هيكل الملكية (كبار المساهمين) و سعر السهم.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

- توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح و سعر السهم، بمعنى كلما زادت التوزيعات النقدية بوحدة واحدة يرتفع سعر السهم بـ 1.386172 .

- نلاحظ أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة إحصائيا وذلك من خلال إحصائية (0.0000) = Prob(F-statistic) وهي أقل من مستوى المعنوية 5% .

- نلاحظ من خلال قيمة معامل التحديد R^2 والتي تساوي 34.09 بالمائة، وهو ما يفسر لنا العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، أي تغير سعر السهم يرجع إلى المتغيرات التفسيرية بنسبة 34.06%، والباقي يعود إلى متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج.

حيث يأخذ نموذج الآثار العشوائية الصيغة التالية:

$$\text{LOG}(PC)_{i,t} = 2,58 - 0.09\text{BOD}_{i,t} - 0.50\text{WS}_{i,t} + 1.38\text{DPS}_{i,t} + \mu_i + y_t + \varepsilon_{i,t}$$

المطلب الثالث: اختبارات الاستقرارية لمتغيرات النموذج (اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل):

إن دراسة استقرارية السلسلة الزمنية لها أهمية كبيرة في الاقتصاد القياسي، وذلك من أجل تحديد درجة تكاملها، من أجل الوصول إلى نتائج سليمة و تجنب الانحدار الزائف.

حيث تتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية، نظرا لتضمنها محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معا، والذي يقودنا إلى نتائج أكثر دقة. حيث نجد العديد من الاختبارات التي تكشف عن تحليل وفحص جذور الوحدة لبيانات البانل، وسوف نستخدم الاختبارات التالية (2002: LLC ، 2003: IPS ، ، PP : 1981 ، ADF)

3-1- نتائج اختبارات الاستقرارية (اختبارات جذر الوحدة) لمتغيرات الدراسة عند المستوى

من خلال الجدول الموالي تظهر لنا نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند المستوى:

جدول رقم (3-6): نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند المستوى

المتغير	النموذج	LLC		IPS		ADF/F		PP/F	
		معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية	معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية	معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية	معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية
Log(pc)	(1)	-5.64639	0.0000	-0.66780	0.2521	35.2426	0.0188	63.5236	0.0000
	(2)	-8.44891	0.0000	-0.90000	0.1841	35.5054	0.0176	61.0507	0.0000

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

0.0000	58.1659	0.0031	41.5894	-	-	0.0030	-2.74381	(3)	
0.0244	20.5593	0.0000	42.6261	0.0000	-5.76182	0.0023	-2.83614	(1)	
0.0000	51.6069	0.0000	60.5377	0.0002	-3.50017	0.0000	-6.08919	(2)	
0.6697	7.58065	0.8822	5.13131	-	-	0.3445	-0.40017	(3)	Bod
0.3267	13.6041	0.4974	11.3714	0.4694	-0.07678	0.0532	-1.61466	(1)	
0.4039	12.5324	0.4677	11.7290	0.4712	-0.07231	0.0000	-4.21786	(2)	Ows
0.9736	4.46219	0.9280	5.75256	-	-	0.9098	1.33955	(3)	
0.2419	24.0122	0.0980	28.5047	0.1573	-1.00543	0.0009	-3.12528	(1)	
0.0522	31.2341	0.0327	33.1183	0.1440	-1.06265	0.0000	-6.90878	(2)	Dps
0.8104	14.3854	0.5050	19.2592	-	-	0.0908	-1.33593	(3)	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 9. (أنظر الملحق رقم (05-06-07-08)).

من خلال الجدول رقم (3-6)، الذي يلخص لنا نتائج اختبار جذر الوحدة للاختبارات الأربعة المتمثلة في (LLC، IPS، ADF/F، PP/F)، التي تمكننا من الحكم على مدى استقرار السلاسل الزمنية من خلال نتائج هذه الاختبارات، حيث أشارت النتائج إلى استقرار المتغير التابع (PC) عند المستوى وذلك في كل الحالات الثلاث التي يختبر عندها الاستقرار (القاطع، الاتجاه والقاطع، بدون اتجاه ولا قاطع)، مما يعني قبول الفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود جذر للوحدة، باستثناء المتغيرات المستقلة (BOD، OWS، DPS)، فقد أشارت النتائج إلى عدم استقرارها في المستوى مما يعني عدم رفض فرضية عدم الاستقرار التي تنص على وجود جذر للوحدة.

3-2- نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات المستقلة بعد أخذ الفرق الأول

يبين لنا الجدول رقم (3-7) نتائج اختبارات جذر الوحدة بعد أخذ الفرق الأول للمتغيرات المستقلة:

جدول رقم (3-7): نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات المستقلة بعد أخذ الفرق الأول

PP/F		ADF/F		IPS		LLC		النموذج	المتغير
القيمة الاحتمالية	معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية	معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية	معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية	معلمة الاختبار		
0.0000	63.5236	0.0188	35.2426	0.2521	-0.66780	0.0000	-5.64639	(1)	Log(pc)

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

0.0000	61.0507	0.0176	35.5054	0.1841	-0.90000	0.0000	-8.44891	(2)	I (0)
0.0000	58.1659	0.0031	41.5894	-	-	0.0030	-2.74381	(3)	
0.0000	73.0708	0.0000	80.7885	0.0000	-8.80272	0.0000	-7.48960	(1)	DBod I(1)
0.0000	82.6369	0.0000	50.7040	0.0067	-2.47060	0.0000	-5.78976	(2)	
0.0000	90.6809	0.0000	107.861	-	-	0.0000	-9.70674	(3)	
0.0000	43.4546	0.0003	32.8971	0.0003	-3.42336	0.0000	-7.51147	(1)	DOws I(1)
0.0000	55.7175	0.0033	29.5008	0.0867	-1.36114	0.0000	-8.76115	(2)	
0.0000	59.4358	0.0000	55.2953	-	-	0.0000	-7.63862	(3)	
0.0000	56.0733	0.0000	62.7572	0.0000	-5.01946	0.0000	-10.0090	(1)	DDps I(1)
0.0000	59.7487	0.0002	50.6415	0.0081	-2.40442	0.0000	-21.6550	(2)	
0.0000	96.5575	0.0000	101.844	-	-	0.0000	-9.84594	(3)	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 9. (أنظر الملحق رقم 11-10-09)
 من خلال الجدول رقم (3-7) الذي بين نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات المستقلة بعد أخذ الفرق الأول، نلاحظ أن مستوى المعنوية أقل من 0.05 بالنسبة لإحصائية الاختبارات وبالتالي نرفض فرضية العدم القائلة بوجود جذر للوحدة ونقبل الفرضية البديلة التي تنص استقرار المتغيرات المستقلة من الدرجة الأولى (1)I. وتجدد الإشارة بنا في هذه الحالة إلى عدم وجود علاقة على المدى الطويل بين متغيرات الدراسة، وذلك لعدم استقرار متغيرات الدراسة عند نفس المستوى، وبالتالي لا يمكن إجراء التكامل المشترك نظراً لعدم توفر شرط الاستقرار لمتغيرات الدراسة عند نفس المستوى.

3-3- تقدير نموذج الدراسة

من خلال النتائج التي تم الحصول عليها بينت أن السلاسل الزمنية هي مزيج بين متغيرات مستقرة عند المستوى ومتغيرات مستقرة عند أخذ الفرق الأول، والتي تدل على عدم تطبيق التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة، وبالتالي فإننا سوف نقوم بتطبيق منهجية نموذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR)، في تقدير العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة السوق المالي.

3-3-1- تحديد درجة التباطؤ الزمني:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

قبل تقدير نموذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR)، لابد أولاً القيام بتحديد عدد فترات التباطؤ الزمني لهذا النموذج، وذلك من خلال استخدام اختبار $\text{var lag order selectir criterio}$ ، حيث يعتمد هذا الاختبار على مجموعة من المعايير، ولتحديد هذه الدرجة قمنا بالاستعانة بمعيار AIC والجدول (3-8) يوضح لنا معايير اختيار درجة التباطؤ الزمني لنموذج VAR .

الجدول رقم (3-8): نتائج اختبار اختيار درجة التباطؤ الزمني (VAR)

HQ	SC	AIC	FPE	LR	Lag l	فترة التباطؤ الزمني
5.243355	5.357891	5.181944	0.002092	NA	-89.27500	0
2.424384	2.997066*	2.117333	984 e-05	122.5585	-18.11200	1
2.505008	3.535836	1.952317	8.65 e-05	28.45543	0.858287	2
1.969302	3.458277	1.170972	4.34 e-05	38.41540	30.92251	3
1.644375	3.591495	0.600404	2.97 e-05	27.72967	57.19272	4
1.681460	4.086726	0.391848	3.41 e-05	16.46167	76.94673	5
1.034517*	3.897929	-0.500734*	2.60 e-05*	19.59699	109.0132	6

*فترة التباطؤ الزمني التي تم اختيارها من طرف الاختبار هي عند مستوى معنوية 5% .

LR :Like lihood Ration Criterion, FPE:Final Prediction Error, AIC: Akaike Information Criterion, SC: Schwarz Information Criterion, HQ: Hannan Quinn.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على النتائج المحصل عليها من Eviews 9 .

من خلال الجدول رقم (3-8) نلاحظ أن أغلب نتائج اختبار اختيار فترات التباطؤ أشارت إلى الفترة السادسة (6)، مما يعني أن عدد فترات التباطؤ في النموذج هو (6) VAR، والتي سوف تكون مستخدمة في الاختبارات اللاحقة.

3-3-2- اختبار جرينجر للسببية: (Granger Causality Test)

من أجل تحديد العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة، فإننا نستعين باختبار (Granger) للسببية، وذلك باستخدام ستة فترات تباطؤ زمني التي تم اختيارها. حيث يبين لنا الجدول رقم (3-9) نتائج هذا الاختبار.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

الجدول رقم (3-9): نتائج اختبار جرينجر للسببية

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 04/29/18 Time: 12:57

Sample: 2007 2016

Lags: 6

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DBOD does not Granger Cause LPC	29	0.93156	0.4991
LPC does not Granger Cause DBOD		1.25935	0.3294
DDPS does not Granger Cause LPC	30	4.01074	0.0110
LPC does not Granger Cause DDPS		1.33527	0.2953
DOWS does not Granger Cause LPC	27	1.68762	0.1965
LPC does not Granger Cause DOWS		0.70971	0.6476
DDPS does not Granger Cause DBOD	29	0.03763	0.9997
DBOD does not Granger Cause DDPS		0.23838	0.9572
DOWS does not Granger Cause DBOD	26	0.47967	0.8119
DBOD does not Granger Cause DOWS		0.84117	0.5602
DOWS does not Granger Cause DDPS	27	1.05914	0.4307
DDPS does not Granger Cause DOWS		1.10345	0.4079

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على نتائج Eviews 9 .

لقد أظهرت نتائج اختبار جرينجر للسببية من خلال الجدول (3-9) عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية أحادية الاتجاه بين المتغير التابع والمتغير المستقل وذلك من جانب توزيعات الأرباح (DDPS) للمتغير التابع (LPC). ولا توجد علاقة سببية بين المتغيرات المستقلة الأخرى والمتغير التابع.

كما أظهرت نتائج اختبار السببية من خلال الجدول (3-9) عن عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرات المستقلة.

3-3-3- تقدير نموذج (VAR): يوضح لنا الجدول رقم (3-10) أدناه، تقدير معالم نموذج VAR (6)

باستخدام طريقة المربعات الصغرى، وذلك من خلال النتائج التالية:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

الجدول رقم (3-10): نتائج تقدير معالم نموذج VAR (6)

System: UNTITLED
 Estimation Method: Least Squares
 Date: 04/28/18 Time: 19:42
 Sample: 2013 2016
 Included observations: 36
 Total system (balanced) observations 36

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	2.048275	0.355620	5.759732	0.0001
C(2)	-1.270226	0.522372	-2.431652	0.0333
C(3)	0.700683	0.331839	2.111515	0.0584
C(4)	-0.815727	0.460339	-1.772012	0.1041
C(5)	0.075121	0.524652	0.143183	0.8887
C(6)	0.279748	0.251186	1.113706	0.2891
C(7)	0.030498	0.038252	0.797298	0.4421
C(8)	-0.009360	0.066072	-0.141667	0.8899
C(9)	-0.081634	0.053464	-1.526889	0.1550
C(10)	-0.060763	0.059792	-1.016243	0.3313
C(11)	-0.029007	0.060949	-0.475921	0.6434
C(12)	0.145333	0.070173	2.071062	0.0627
C(13)	0.693718	0.324086	2.140535	0.0556
C(14)	-2.014366	0.695434	-2.896560	0.0145
C(15)	1.508288	0.924124	1.632126	0.1309
C(16)	0.167793	0.473474	0.354388	0.7297
C(17)	-0.582021	0.396415	-1.468212	0.1701
C(18)	0.331747	0.348783	0.951155	0.3620
C(19)	-0.070177	0.280587	-0.250109	0.8071
C(20)	-0.809749	0.497201	-1.628615	0.1317
C(21)	2.117224	0.511431	4.139801	0.0016
C(22)	-1.599138	0.784225	-2.039133	0.0662
C(23)	0.401730	1.133614	0.354380	0.7298
C(24)	0.059660	0.924842	0.064508	0.9497
C(25)	-0.146329	0.329068	-0.444676	0.6652
Determinant residual covariance	0.006628			

$$\text{Equation: } \text{LOG(PC)} = \text{C(1)*LOG(PC(-1))} + \text{C(2)*LOG(PC(-2))} + \text{C(3)*LOG(PC(-3))} + \text{C(4)*LOG(PC(-4))} + \text{C(5)*LOG(PC(-5))} + \text{C(6)*LOG(PC(-6))} + \text{C(7)*BOD(-1)} + \text{C(8)*BOD(-2)} + \text{C(9)*BOD(-3)} + \text{C(10)*BOD(-4)} + \text{C(11)*BOD(-5)} + \text{C(12)*BOD(-6)} + \text{C(13)*OWS(-1)} + \text{C(14)*OWS(-2)} + \text{C(15)*OWS(-3)} + \text{C(16)*OWS(-4)} + \text{C(17)*OWS(-5)} + \text{C(18)*OWS(-6)} + \text{C(19)*DPS(-1)} + \text{C(20)*DPS(-2)} + \text{C(21)*DPS(-3)} + \text{C(22)*DPS(-4)} + \text{C(23)*DPS(-5)} + \text{C(24)*DPS(-6)} + \text{C(25)}$$

Observations: 36

R-squared	0.985209	Mean dependent var	1.392452
Adjusted R-squared	0.952939	S.D. dependent var	0.678917
S.E. of regression	0.147281	Sum squared resid	0.238608
Durbin-Watson stat	2.185927		

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات Eviews 9.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

بعد ما قمنا بتحديد درجة التباطؤ الزمني للنموذج، سوف نقوم بتقدير النموذج وذلك عند الدرجة السادسة (6) VAR من خلال دراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وبالتالي سوف نقوم بدراسة خصائص المعادلة الخاصة بالمتغير كفاءة السوق المالي فقط. (أنظر الملحق رقم (12)).

من خلال نماذج الانحدار الذاتي (VAR)، نجد أن كل متغير يعتمد على القيم السابقة له والقيم السابقة للمتغيرات الأخرى وذلك وفق لدرجة التباطؤ الزمني المحددة للنموذج.

من خلال الجدول (3-10) نلاحظ أن هناك معالم لها معنوية إحصائية ومعالم ليس لها معنوية، لذلك سوف نقوم بتحسين النموذج من خلال حذف المعالم التي ليس لها معنوية إحصائية لتحصل على تقدير النموذج بعد التحسين من خلال النتائج التالية:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

جدول رقم (3-11): نتائج تقدير معالم نموذج VAR(6) بعد التحسين

System: UNTITLED

Estimation Method: Least Squares

Date: 04/28/18 Time: 20:24

Sample: 2013 2016

Included observations: 36

Total system (balanced) observations 36

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.871171	0.199947	9.358350	0.0000
C(2)	-1.056783	0.250181	-4.224079	0.0004
C(3)	0.701901	0.203013	3.457412	0.0025
C(4)	-0.885254	0.152029	-5.822917	0.0000
C(6)	0.360871	0.080743	4.469374	0.0002
C(9)	-0.100860	0.032914	-3.064374	0.0061
C(12)	0.087329	0.031236	2.795746	0.0112
C(13)	0.518501	0.211434	2.452304	0.0235
C(14)	-2.170066	0.375573	-5.778012	0.0000
C(15)	1.701888	0.382076	4.454319	0.0002
C(16)	0.339984	0.196145	1.733331	0.0984
C(17)	-0.660890	0.239405	-2.760546	0.0121
C(18)	0.365291	0.199929	1.827111	0.0826
C(20)	-1.019993	0.258014	-3.953242	0.0008
C(21)	2.344969	0.289968	8.086995	0.0000
C(22)	-1.231796	0.262903	-4.685370	0.0001
Determinant residual covariance		0.008259		
Equation: LOG(PC) = C(1)*LOG(PC(-1)) + C(2)*LOG(PC(-2)) + C(3)*LOG(PC(-3)) + C(4)*LOG(PC(-4)) + C(6)*LOG(PC(-6)) + C(9)*BOD(-3) + C(12)*BOD(-6) + C(13)*OWS(-1) + C(14)*OWS(-2) + C(15)*OWS(-3) + C(16)*OWS(-4) + C(17)*OWS(-5) + C(18)*OWS(-6) + C(20)*DPS(-2) + C(21)*DPS(-3) + C(22)*DPS(-4)				
Observations: 36				
R-squared	0.981570	Mean dependent var	1.392452	
Adjusted R-squared	0.967747	S.D. dependent var	0.678917	
S.E. of regression	0.121927	Sum squared resid	0.297324	
Durbin-Watson stat	2.150817			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات Eviews 9.

من خلال الجدول رقم (3-11)، أن أغلب معالم النموذج قد أصبحت لها معنوية إحصائية وهذا بعد القيام بتحسين النموذج من خلال حذف المعالم التي ليس لها معنوية إحصائية. كما نلاحظ أيضاً أن معامل التحديد قد تحسن حيث كان في الأول ($R^2 = 0.95$)، و أصبح ($R^2 = 0.96$).

حيث توضح المعادلة التالية مايلي:

$$\text{LOG(PC)} = 1.87*\text{LOG(PC(-1))} - 1.05*\text{LOG(PC(-2))} + 0.70*\text{LOG(PC(-3))} - 0.88*\text{LOG(PC(-4))} + 0.36*\text{LOG(PC(-6))} - 0.10*\text{BOD(-3)} + 0.08*\text{BOD(-6)} + 0.51*\text{OWS(-1)} - 2.17*\text{OWS(-2)} + 1.70*\text{OWS(-3)} + 0.33*\text{OWS(-4)} -$$

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

$$0.66*OWS(-5) + 0.36*OWS(-6) - 1.01*DPS(-2) + 2.34*DPS(-3) - 1.23*DPS(-4)$$

من خلال المعادلة السابقة يتضح لنا مايلي:

- يعرف سعر السهم من خلال ستة تأخيرات بالنسبة لكل من : سعر السهم، عدد أعضاء مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح، أي أن سعر السهم في السنة t يتأثر بسعر السهم والمتغيرات الأخرى خلال السنوات الستة السابقة (t-1, t-2, t-3, t-4, t-5, t-6)
- عدم وجود قيمة الثابت وذلك بعد القيام بتحسين النموذج قمنا بحذف المعامل التي ليس لها معنوية إحصائية فحذفت قيمة الثابت لأن ليس لها معنوية إحصائية.
- هناك علاقة طردية بين سعر السهم وقيمته المؤخرة الأولى والثالثة والسادسة (إشارة موجبة)، مما يعني أنه في حالة ارتفاع سعر السهم لسنة ما فيتوقع أن يستمر هذا الارتفاع إلى السنوات المقبلة، وأي انخفاض في سعر السهم يتوقع أن يستمر هذا الانخفاض إلى السنوات المقبلة، أما العلاقة العكسية بين سعر السهم وقيمته المؤخرة الثانية والرابعة (إشارة سالبة)، أي أن أي ارتفاع في سعر السهم في سنة ما فإنه يتوقع أن يكون له أثر عكسي بعد سنتين وأربع سنوات أي أن سعر السهم ينخفض.
- هناك علاقة عكسية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة وسعر السهم بالنسبة للتأخيرة الثالثة، وعلاقة الطردية بين سعر السهم وعدد مجلس الإدارة في التأخيرة السادسة. ويرجع هذا التغير إلى عدد أعضاء مجلس الإدارة.
- هناك علاقة طردية بين سعر السهم وهيكل الملكية في التأخيرة الأولى وخلال التأخيرة الثالثة والرابعة والسادسة أما التأخيرة الثانية والتأخيرة الخامسة فنجد علاقة عكسية بين سعر السهم وهيكل الملكية، ويرجع هذا التغير إلى تفضيلات المساهمين المتباينة في الشركة.
- نجد أن هناك علاقة عكسية بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم في التأخيرة الثانية والتأخيرة الرابعة، وعلاقة طردية في التأخيرات الثلاث، ويرجع هذا التغير في توزيعات الأرباح إلى الوضع المعلوماتي في الإعلان عن التوزيعات فهي تعبر عن صحة المعلومة إلى السوق.
- أما من الناحية الإحصائية فنلاحظ أن معامل التحديد الذي يساوي 0.96 وهي قيمة مرتفعة تقترب من الواحد، وهو ما يفسر شدة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية، أي أن أي تغير في سعر السهم (سعر الإغلاق)، يرجع إلى المتغيرات التفسيرية بنسبة 96.7 % ، والنسبة الباقية تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج.

3-3-4- تحليل مكونات التباين: يوضح تحليل التباين العلاقة بين المتغيرات وتأثير كل منها في بعضها البعض من خلال تحديد مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه، ومقدار العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى.²²

²² سليم بلخ، محددات البطالة في الجزائر- دراسة تطبيقية، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 13، العدد 2، جامعة الشارقة، 2016، ص: 78.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

إذ خلص اختبار تحليل مكونات التباين لسعر السهم من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم (4-4) والذي يبين النتائج التالية:

جدول رقم (3-12): مكونات تحليل التباين لسعر السهم

Period	LOG(PC)	BOD	OWS	DPS
1	0.147281	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.344406	0.004189	0.074912	-0.007174
3	0.371294	0.073316	-0.028808	-0.094232
4	0.444265	-0.060528	-0.070784	0.008774
5	0.782211	-0.113535	0.097106	0.017460
6	0.867972	-0.113441	-0.027644	0.114794
7	0.936291	-0.068920	-0.109930	-0.074486
8	0.973254	-0.161398	-0.296642	0.155830
9	1.668735	-0.315277	0.176610	-0.013526
10	1.596722	-0.363026	-0.089520	0.240478

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات 9.Eviews.

نلاحظ من نتائج مكونات تحليل التباين لسعر السهم، حيث نلاحظ تأثير ضعيف جدا لعدد أعضاء مجلس الإدارة على سعر السهم، حيث كان تأثير معدوم في الفترات الثلاث الأولى، ثم انخفض تدريجياً وبالسالب إلى غاية الفترة العاشرة. كذلك تأثير ضعيف لهيكل الملكية على سعر السهم، حيث كان التأثير معدوماً مرة بالسلب ومرة بالإيجاب خلال الفترات العشر. كما نلاحظ أن تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم كان معدوماً خلال الفترة الأولى، ثم أصبح هذا التأثير معدوماً مرة بالإيجاب ومرة بالسلب.

من خلال هذه النتائج نلاحظ أن متغيرات حوكمة الشركات المتمثلة في كل من أعضاء مجلس الإدارة، هيكل الملكية وسياسة توزيع الأرباح كانت لها تأثيرات مختلفة على سعر السهم ويمكن أن يكون السبب هو الظروف الاقتصادية للبلد.

3-3-5- أثر الصدمات ودوال الاستجابة: يقصد بأثر الصدمات ودوال الاستجابة هو أن حدوث صدمة في إحدى المتغيرات يحدث أثر في باقي المتغيرات الأخرى.²³ والشكل الموالي يبين نتائج دوال الاستجابة لردة الفعل:

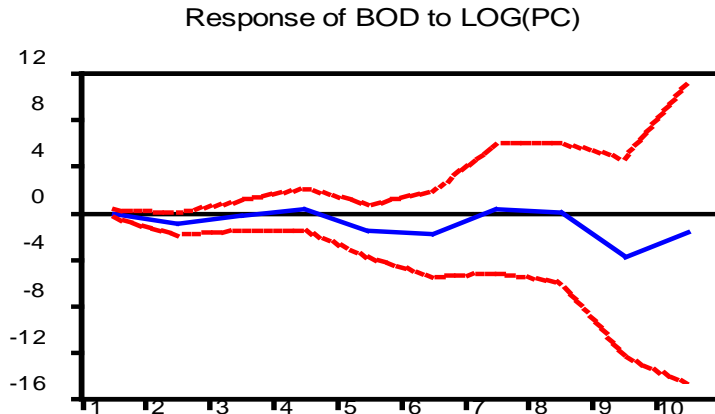
²³ سليم مجليخ، مرجع سابق، ص: 81.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

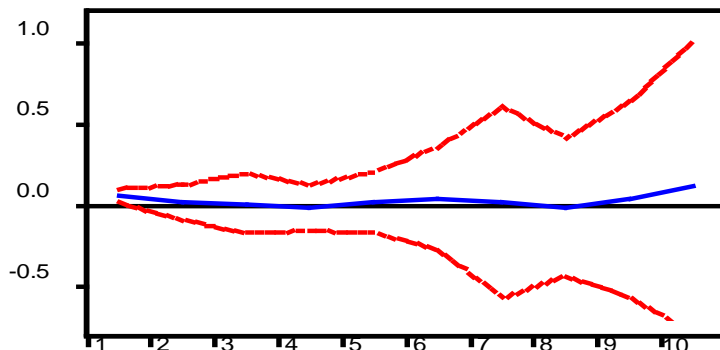
الشكل رقم (3-6): استجابة معدلات سعر السهم للصدمة التنبؤية لمتغيرات النموذج خلال عشر

سنوات مقل

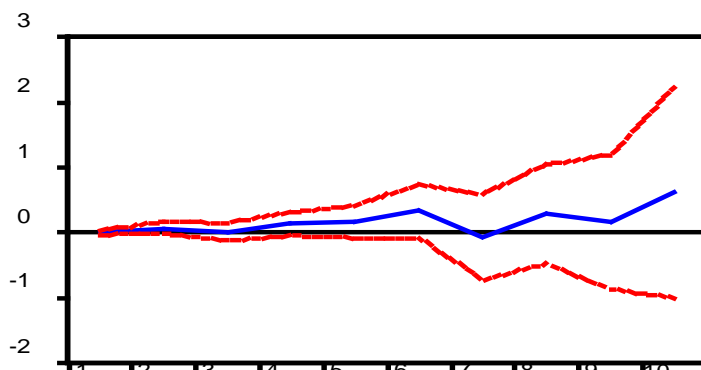
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Response of OWS to LOG(PC)



Response of DPS to LOG(PC)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات 9.Eviews.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه:

- أثر صدمة أعضاء مجلس الإدارة على سعر السهم: كانت استجابة معدلات سعر السهم متأخرة، حيث لم تتأثر اتجاه الصدمة الايجابية في أعضاء مجلس الإدارة خلال المدة الأولى وكانت سلبية خلال الفترة الثانية، ثم

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

أصبح هذا التأثير بين (0، 1) معدوم وإيجابي وهذا الفترة الخامسة، ليتراجع هذا التأثير ويصبح هذا التأثير سلبي إلى غاية الفترة السابعة، ثم يصبح هذا التأثير معدوم، ثم يصبح هذا التأثير سلبي خلال الفترتين التاسعة والعاشر.

- أثر صدمة هيكل الملكية على سعر السهم: إن حدوث صدمة ايجابية في هيكل الملكية يقابله أثر ايجابي في معدل سعر السهم خلال الفترة، ثم يصبح هذا التأثير يتراوح ما بين (0، 1) معدوم وإيجابي وذلك من خلال الفترة الثانية إلى غاية الفترة السابعة، ثم يرتفع هذا التأثير خلال الفترات المتبقية.

- أثر صدمة توزيعات الأرباح على سعر السهم: إن حدوث صدمة ايجابية في توزيعات الأرباح يقابله تأثير معدوم في سعر السهم خلال الفترات الأربعة الأولى، ثم يرتفع هذا التأثير تدريجياً إلى غاية الفترة السادسة، ثم يتراجع هذا التأثير ليصبح معدوماً عند الفترة السابعة، ثم يرتفع هذا التأثير خلال الفترات المتبقية.

المبحث الثالث: مناقشة وتحليل النتائج

بناءً على ما توصلنا إليه من نتائج لدراسة تأثير بعض آليات حوكمة الشركات على سعر السهم، وعليه سوف نقوم بتحليل وتفسير هذه النتائج على ضوء النظريات والدراسات السابقة.

المطلب الأول: تحليل النتائج المتعلقة بتأثير آليات حوكمة الشركات على سعر السهم

من خلال هذا المطلب سوف نقوم بتحليل نتائج تأثير آليات حوكمة الشركات على سعر السهم وتحديد النموذج الملائم لبيانات بانل:

- كشفت النتائج أن النموذج الملائم لبيانات البانل هو النموذج العشوائي، ومن خلال هذا التحليل هناك متغيرين لحوكمة الشركات هما (حجم مجلس الإدارة، توزيعات الأرباح) لهما تأثير ذو دلالة إحصائية على المتغير التابع (سعر السهم)، حيث تساهم هذه المتغيرات المستقلة في تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع، بنسبة 36.18 بالمائة. كما كشف التحليل عن وجود علاقة عكسية دون دلالة إحصائية بين هيكل الملكية وسعر السهم، وهو ما يدل على أن هذا المتغير لا يفسر المتغير التابع.

- أسفرت النتائج عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وسعر السهم ويرجع هذا التأثير السلبي إلى حدوث العديد من المشاكل الناتجة عن عدم التنسيق والاتصال نتيجة لزيادة أعضاء مجلس الإدارة، مما يؤثر على اتخاذ القرارات الخاصة بالشركة والتي تكون غير فعالة، والذي بدوره يؤثر على ممارسات الشركة وبالتالي على سعر سهمها.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

- أسفرت النتائج عن وجود علاقة عكسية دون دلالة إحصائية بين هيكل الملكية وسعر السهم، مما يدل على أن هذا المتغير لا يفسر المتغير التابع.
- أسفرت النتائج عن وجود علاقة طردية بين توزيعات الأرباح وسعر السهم، ويرجع هذا التأثير الإيجابي إلى قوة العلاقة القوية بين المتغيرين، ومدى أهمية توزيعات الأرباح في تحديد سعر السهم في الشركة، ومدى قدرة هذه الشركات في انتهاج سياسة توزيع معينة للحفاظ على مستوى التوزيعات وكذا القدرة على الإعلان عن التوزيعات، مما ينعكس هذا على مستثمريها وبالتالي على أداء الشركة والذي بدوره يساهم في ارتفاع السعر، وكل هذا يدخل ضمن المحتوى الإعلامي لسياسة التوزيعات. وبالتالي فإن المستثمرين يفضلون توزيعات السهم أكثر من ربحيته، وبالتالي فإنهم يفضلون السيولة النقدية بدلا من الثروة.

المطلب الثاني: تحليل نتائج تقدير نموذج VAR

من خلال هذا المطلب سوف نقوم بمناقشة نتائج تقدير نموذج VAR :

- كما أسفرت النتائج عن استقرارية المتغير التابع (سعر السهم) في المستوى، أما المتغيرات المستقلة (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح) فإنها لم تستقر عند المستوى واستقرت عند الفرق الأول.
- كما أسفرت النتائج عن عدم وجود علاقة توازنية على المدى الطويل لعدم احتمال وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة لاختلاف درجة استقرارها.
- أظهرت نتائج اختبار جرينجر للسببية ضمن نموذج الانحدار الذاتي عن وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين توزيعات الأرباح وسعر السهم عند مستوى معنوية 5% .
- كما أظهرت نتائج تقدير نموذج أشعة الانحدار الذاتي (Var) أن أسعار الأسهم تتأثر بنفسها وبالمتغيرات الأخرى في الأزمنة السابقة. مما يجعل الأسعار تتأثر بالانخفاض و الارتفاع خلال الفترات الستة. ويرجع هذا التغير في سعر السهم بالارتفاع ومرة بالانخفاض إلى تأثير للمعلومات على الأسعار، وبالتالي هناك استجابة للمعلومات الواردة إلى السوق، وبالتالي عدم التنبؤ بالعوائد المستقبلية. مما يجعل السوق كفاء عند المستوى الضعيف.
- هناك علاقة عكسية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة وسعر السهم بالنسبة للتأخيرة الثالثة، وعلاقة طردية بين سعر السهم وعدد مجلس الإدارة في التأخيرة السادسة. ويرجع هذا التغير إلى عدد أعضاء مجلس الإدارة. أي عدم تحكم الشركات المدرجة في سوق عمان محل الدرجة في العدد الأمثل لعدد أعضاء مجلس الإدارة وفق النظام المحدد في الشركة والذي يحدده قانون حوكمة الشركات.
- هناك علاقة طردية بين سعر السهم وهيكل الملكية في التأخيرة الأولى وخلال التأخيرة الثالثة والرابعة والسادسة أما التأخيرة الثانية والتأخيرة الخامسة فنجد علاقة عكسية بين سعر السهم وهيكل الملكية، ويرجع هذا التغير

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

إلى تفضيلات المساهمين المتباينة في الشركة، فمنهم من يرغب في التوزيعات العالية ويقومون بشراء أسهم في الشركات التي تقوم بانتهاج سياسة توزيع نسبة عالية من الأرباح، ومنهم من يرغب في الاحتجاز العالي للأرباح فإنهم يقومون بشراء أسهم في الشركات التي تقوم بانتهاج سياسة احتجاز الجزء الأعظم من الأرباح، وفي ظل هذه التفضيلات المتباينة للمساهمين في الشركة اتجاه سياسة توزيع الأرباح، تجعل من سعر سهم الشركة في حالة ارتفاع وانخفاض، ونتيجة لهذا التباين، فإن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على حجم التداول وقيمة الشركة، مما ينعكس على كفاءة السوق المالي.

- نجد أن هناك علاقة عكسية بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم في التأخيرة الثانية والتأخيرة الرابعة، وعلاقة طردية في التأخيرات الثلاث، ويرجع هذا التغير في توزيعات الأرباح إلى الوضع المعلوماتي في الإعلان عن التوزيعات فهي تعبر عن صحة المعلومة إلى السوق، وبالتالي فإن الزيادة في التوزيعات تدل على وجود أنباء جيدة حول ارتفاع أرباح الشركة في المستقبل مما يؤدي إلى ارتفاع، أما الانخفاض في التوزيعات يدل على وجود أنباء غير سارة حول انخفاض أرباح الشركة في المستقبل مما يؤثر على سعر السهم في الشركة بالانخفاض وبالتالي على السوق المالي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل الإجابة على إشكالية المطروحة في الدراسة المتعلقة بدراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة السوق المالي، وذلك من خلال دراسة تأثير بعض آليات حوكمة الشركات المتمثلة في (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح)، على كفاءة السوق المالي المتمثل في (سعر السهم)، وذلك بناء على بيانات الشركات العشر المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2007-2016، معتمدين في ذلك على الدراسة القياسية القائمة على استخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR)، بعد ما قمنا في الأول باستخدام نماذج بانل.

حيث توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- أسفرت نتائج الدراسة على أن النموذج الملائم لبيانات بانل لعينة الدراسة هو النموذج التأثيرات العشوائية، حيث كانت للمتغيرين (حجم مجلس الإدارة، توزيعات الأرباح) تأثير ذو دلالة إحصائية مفسرة ومحددة لسعر السهم للشركات عينة الدراسة، وذلك في تفسير المتغير التابع، حيث تساهم هذه المتغيرات المستقلة في تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع بنسبة 36.18 بالمائة. أما متغير هيكل الملكية لا يفسر المتغير التابع.

- أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة والمتغير التابع سعر السهم، حيث جاءت هذه النتيجة مؤيدة لفرضية تأثير الحجم وعليه يتم قبول الفرضية الأولى.

- أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية بدون دلالة إحصائية بين هيكل الملكية والمتغير التابع سعر السهم، مما يدل على أن هذا المتغير لا يفسر المتغير التابع وعليه يتم رفض الفرضية الثانية.

- أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح والمتغير التابع، وهذا ما يتوافق مع النظرية المالية وعليه يتم قبول الفرضية الثالثة.

- استقرية المتغير التابع عند المستوى.

- عدم استقرارية المتغيرات المستقلة (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح)، عند المستوى واستقرارها عند الفرق الأول.

- عدم وجود علاقة توازنية على المدى الطويل وهذا راجع لعدم وجود احتمال تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة لاختلاف درجة استقرارها.

- أظهرت نتائج اختبار جرينجر للسببية ضمن نموذج الانحدار الذاتي (VAR) عن وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين متغير توزيعات الأرباح والمتغير التابع سعر السهم عند مستوى دلالة 5%.

- أظهرت نتائج دراسة تقدير نموذج الانحدار الذاتي (VAR) أن المتغير التابع سعر السهم يتأثر بنفسه ويتأثر بالمتغيرات الأخرى في أزمنة سابقة، حيث أن أسعار الأسهم تتأثر ببعضها البعض، مما يعني أن أسعار الأسهم في الفترة الحالية لها ارتباط بأسعار الأسهم في الفترة السابقة أي لا تتصف بالاستقلالية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

- أظهرت نتائج دراسة تقدير نموذج (VAR) أن هناك علاقة طردية وعلاقة عكسية للمتغيرات (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح)، حيث كان التأثير لكل متغير على سعر السهم مرة بالإيجاب ومرة بالسلب خلال ستة سنوات السابقة، مما أدى إلى التغير في سعر السهم بالارتفاع والانخفاض خلال ستة سنوات السابقة.
- أظهرت نتائج تحليل مكونات التباين إلى التأثيرات السلبية في خطأ التنبؤ للمتغيرات (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح)، مما أدى هذا إلى انعدام القدرة التفسيرية لأي متغير من المتغيرات.
- أظهرت نتائج دراسة دالة الاستجابة لردة الفعل عن تأثير متغير واحد من المتغيرات والمتمثل في توزيعات الأرباح والذي نستطيع القول أن تأثيره مقبولا نسبيا مقارنة مع كل من المتغيرين (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية)، حيث لم يكن لهما أي تأثير واضح للصدمات العشوائية.

الختامة

حاولنا من خلال هذه الدراسة معالجة إشكالية البحث المتمثلة في إمكانية مساهمة حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة سوق عمان للأوراق المالية، وذلك من خلال تأثير بعض آليات حوكمة الشركات المتمثلة في (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح) على سعر السهم، خلال الفترة 2007-2016، وهذا من أجل الإجابة على الإشكاليات الجزئية واثبات صحة الفرضيات الموضوعة.

1- نتائج البحث:

يمكن حوصلة نتائج هذا البحث في مايلي:

- النموذج الملائم لبيانات بانل هو نموذج التأثيرات العشوائية، وذلك باستخدام متغير سعر السهم كمؤشر لقياس كفاءة السوق المالي، حيث تم اختيار متغيرين ذو دلالة إحصائية ومفسرة لمتغير سعر السهم، هما حجم مجلس الإدارة وتوزيعات الأرباح، حيث يساهم هذين المتغيرين في تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع بنسبة 36.18 بالمائة. في حين كشف هذا التحليل عن وجود علاقة عكسية دون دلالة إحصائية بين متغير هيكل الملكية والمتغير التابع، مما يدل هذا على أن هذا المتغير لا يفسر المتغير التابع.

- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة والمتغير التابع سعر السهم، ومنه نكون قد أثبتنا الفرضية الأولى وأجبنا على الإشكالية الجزئية الأولى، وعليه يتم قبول الفرضية الأولى ونقول أن حجم مجلس الإدارة له تأثير ذو دلالة إحصائية على سعر السهم، حيث تتفق نتائج دراستنا مع دراسة كل من (عبد المطلب عثمان، 2012 و عبد الرزاق حسنين الشيخ 2012)، وتتعارض مع دراسة كل من (نصر طه حسين عرفه، مجدي ميلحي عبد الحكيم مليحي، 2015 و Ezine, 2011).

- وجود علاقة عكسية بدون دلالة إحصائية بين هيكل الملكية والمتغير التابع سعر السهم، مما يدل على أن هذا المتغير لا يفسر المتغير التابع وعليه يتم رفض الفرضية الثانية. وتتفق نتائج دراستنا مع دراسة (محمد عيد حسنين غانم، 2017) وتتعارض مع دراسة كل من (Uwuig be, Olubu Kunola Ranti, 2013, Chung, 2007).

- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح وسعر السهم. ومنه نكون قد أثبتنا الفرضية الثالثة وأجبنا على الإشكالية الجزئية الثالثة، ونقول يوجد تأثير لتوزيعات الأرباح على سعر السهم،

حيث تتفق نتائج دراستنا مع دراسة كل من (مازري عبد الحفيظ، 2015 و محمد عيد حسنين غانم، 2017) وتتعارض مع دراسة (يوسف محمد محمود، 1994).

- استقرارية المتغير التابع عند المستوى.
- عدم استقرارية المتغيرات المستقلة (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح)، عند المستوى واستقرارها عند الفرق الأول.
- عدم وجود علاقة توازنية على المدى الطويل وهذا راجع لعدم وجود احتمال تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة لاختلاف درجة استقرارها.
- أظهرت نتائج اختبار جرينجر للسببية ضمن نموذج الانحدار الذاتي (VAR) عن وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين متغير توزيعات الأرباح والمتغير التابع سعر السهم.
- يظهر لنا تقدير نموذج الانحدار الذاتي (VAR) أن المتغير التابع سعر السهم يتأثر بنفسه ويتأثر بالمتغيرات الأخرى في أزمنة سابقة.
- من خلال دراسة تقدير نموذج (VAR) تبين أن هناك اختلاف في التأثير للمتغيرات (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح)، على سعر السهم مرة بالإيجاب ومرة بالسلب خلال ستة سنوات السابقة، مما أدى إلى التغير في سعر السهم بالارتفاع والانخفاض خلال ستة سنوات السابقة. وهذا ما جعل أسعار الأسهم في السوق تتأثر بالمعلومات الواردة إلى السوق.
- أظهرت نتائج تحليل مكونات التباين إلى التأثيرات السلبية في خطأ التنبؤ للمتغيرات (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح)، مما أدى هذا إلى انعدام القدرة التفسيرية لأي متغير من المتغيرات.
- أظهرت نتائج دراسة دالة الاستجابة لردة الفعل عن تأثير متغير واحد من المتغيرات والمتمثل في توزيعات الأرباح والذي نستطيع القول أن تأثيره مقبولا نسبيا مقارنة مع كل من المتغيرين (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية)، حيث لم يكن لهما أي تأثير واضح للصدمات العشوائية.
- من خلال اختبارنا لفرضيات الدراسة و النتائج المتوصل إليها نستطيع القول أننا قد أجبنا على الإشكالية الرئيسية: تساهم حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة سوق عمان للأوراق المالية لفترة 2007-2016، وذلك من خلال تطبيقها لآلياتها وقواعدها.

2- توصيات البحث:

بناء على النتائج المتوصل إليها نقترح التوصيات التالية:

- دراسة العدد الأمثل لأعضاء مجلس الإدارة بما يتناسب مع نظام الشركة.
- ضرورة الاهتمام بالإفصاح في المعلومات لأنه يعزز من ثقة المستثمرين مما ينعكس على كفاءة السوق.
- تدعيم تطبيق آليات حوكمة الشركات مما يحسن من كفاءة أداء أسواق المال.
- تفعيل دور مجالس الإدارة في الشركات وذلك من خلال تمثيل مصالح المساهمين، مما يساعد في تحسين أداء هذه الشركات.
- ضرورة إلزام الشركات المساهمة بالقوانين ومعايير الرقابة، من أجل توفير كافة المعلومات والبيانات الخاصة بالتقرير المالية.

3- أفاق البحث:

لقد اقتصر هذا البحث على دراسة مدى مساهمة حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة السوق المالي، وذلك من خلال إبراز تأثير بعض آليات حوكمة الشركات المتمثلة في (حجم مجلس الإدارة، هيكل الملكية، توزيعات الأرباح)، على كفاءة السوق المالي (سعر السهم). حيث أيدت هذه الدراسة نتائج بعض الدراسات السابقة، كما أضافت هذه الدراسة بعض النتائج التي لم يتم تناولها من قبل دراسات أخرى، لكن تبقى هذه الدراسة لم تقوم بدراسة بعض الجوانب لم تتمكن الإلمام بها، لذلك نقترح العناوين التالية كإشكاليات بحث مستقبلية ذات علاقة بالبحث وهي:

- دراسة تأثير آليات حوكمة الشركات على كفاءة السوق المالي وذلك من خلال اعتماد آليات لم تأخذها الدراسة بالتطبيق على الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.
- دراسة تأثير تطبيق قواعد حوكمة الشركات على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالية.
- دور حوكمة الشركات في الرفع من الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي.

المصادر والمراجع

قائمة المراجع

ولا: المراجع باللغة العربية

- الكتب:

- 1- إبراهيم سيد أحمد، حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات عبر الوطنية و غسل الأموال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.
- 2- أحمد على خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2012.
- 3- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2004.
- 4- الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 5- أمين أحمد السيد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 6- أمين عبد العزيز حسين، الأسواق المالية، بدون طبعة، دار قباء الحديثة للطباعة والتوزيع، القاهرة، 2007.
- 7- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000.
- 8- بهاء الدين سمير علام، أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات المصرية، وزارة الاستثمار، مركز المديرين المصري، جامعة القاهرة، مصر، 2009.
- 9- جون سوليفان وآخرون، دليل تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، مارس 2002.

قائمة المراجع

- 10- زهير عبد الكريم الكايد، الحكمانية قضايا وتطبيقات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2003 .
- 11- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية والنقدية، ط1، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، الإسكندرية، 2008.
- 12- سالم بن سلام بن حميد الفليتي، حوكمة الشركات المساهمة العامة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 13- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب، المتطلبات شركات قطاع عام وخاص ومصارف)، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، القاهرة، 2007.
- 14- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2005.
- 15- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 16- _____ ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 17- عبد الوهاب نصر علي و شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 18- عبيد سعد المطيري، مستقبل مهنة المراجعة والمحاسبة: تحديات وقضايا معاصرة، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2004.
- 19- عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2007.

قائمة المراجع

- 20- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2008.
- 21- عطا الله وارد خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية، مكتبة الحرية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
- 22- علاء فرحات طالب، إيمان شبحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية و الأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2011.
- 23- غضبان حسام الدين، محاضرات في نظرية الحوكمة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- 24- محسن أحمد الحضيري، حوكمة الشركات، الطبعة الأولى ، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2005.
- 25- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2011.
- 26- محمد مصطفى سليمان ، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، مصر، 2006.
- 27- _____ ، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 28- _____ ، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري دراسة مقارنة، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 29- مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها- أسبابها- تداعياتها- أفاقها)، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 30- منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، بدون طبعة، منشأة

المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1995.

31- هلبلينج، كاترين كوشتا وسوليفان جون، غرس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، من كتاب حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين، إصدار مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، الطبعة الثالثة، 2003.

- أطروحات دكتوراه:

32- الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، 2005.

33- النور علي سعد النور، أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة الأداء في شركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه في إدارة الأعمال غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، الخرطوم، السودان، 2011.

34- الهواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.

35- عبد الحفيظ مازري، دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات - دراسة قياسية على مستوى بورصة NASDAQ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2015.

36- عبد المجيد عبد الرحمان قباجه، أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة دكتوراه فلسفة في التمويل، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2008.

37- عبد المطلب عثمان محمود دليل، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة ميدانية على عينة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية - أطروحة دكتوراه في فلسفة في المحاسبة والتمويل غير منشورة، جامعة السودان للعلوم

والتكنولوجيا، السودان، 2012.

38- عبد الناصر عبد الله خطاب، أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة ميدانية بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية- رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في المحاسبة، جامعة حلب، 2012.

39- عيادي عبد القادر، جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وانعكاساتها على كفاءة السوق المالية، حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2014.

40- محمد البشير بن عمر، دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين أداء المؤسسة- دراسة حالة مؤسسة صيدال في الفترة الزمنية (2008-2013)، أطروحة دكتوراه، ورقلة، 2016.

41- معتز ميرغني سيد أحمد محمد، الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية ودوره في تفعيل حوكمة الشركات (دراسة ميدانية على عينة من الشركات المساهمة المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال 2005-2008)، أطروحة دكتوراه في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2011.

- رسائل ماجستير:

42- أبوحماد ماجد إسماعيل، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية- دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية- غزة، فلسطين، 2009.

43- حمادي نبيل، التدقيق الخارجي كآلية لتطبيق حوكمة الشركات، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2007.

44- عبد الرزاق حسن الشيخ، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية

وانعكاساتها على سعر السهم (دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين)،
مذكرة ماجستير، في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2012.

45- عبد اللطيف هناء، قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر، رسالة ماجستير،
كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2001.

46- عمر عيسى فلاح المناصير، أثر قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات الخدمات المساهمة
العامة الأردنية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الهاشمية الزرقاء، الأردن، 2013.

47- محمد عيد حسنين غانم، نموذج مقترح لقياس العلاقة بين هيكل الملكية وممارسات إدارة الأرباح
وأثر ذلك على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير في المحاسبة،
جامعة عين شمس، مصر، 2017.

- المقالات والبحوث العلمية:

48- أحمد رجب عبد المالك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق
المالية، جامعة الإسكندرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، المجلد الخامس والأربعون، العدد الأول،
2008.

49- بريش عبد القادر، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى
حالة الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد التاسع، الشلف، الجزائر، 2011.

50- حسنين راغب طلب، أثر تنفيذ آليات حوكمة الشركات في تخفيض فجوة التوقعات عن القيمة
العادلة- دراسة تطبيقية في الشركات العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة
كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخامس والأربعون، بغداد، 2015.

51- دهمش نعيم، الهنيبي إيمان، تطوير نظام للحاكمية المؤسسية في الشركات المساهمة العامة الأردنية
لتعزيز استقلالية مدقق الحسابات القانوني، مجلة جامعة دمشق للأبحاث (العلوم الإنسانية)، مجلد 22،
الإصدار (5)، 2008.

- 52- كريات يحي الجمال، اختيار النموذج في نماذج بيانات بانل الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012.
- 53- سليم مجلح، محددات البطالة في الجزائر- دراسة تطبيقية، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 13، العدد 2، جامعة الشارقة، 2016.
- 54- شهيرة عبد الشهيد، خبرات بعض الأسواق المتقدمة في قواعد إدارة الشركات (القاهرة: جمعية الاستشارات المصرية)، مجلة أخبار المال والاقتصاد، السنة الأولى، العدد السابع، يناير، 2002.
- 55- صهيب عايض القحطاني، عبد الناصر نور، عمر شاهر عربيات، تأثير مبادئ الحوكمة المؤسسية على سيولة سوق الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المالية المساهمة العامة الأردنية، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات التطبيقية، جامعة الزرقاء، الأردن، 2016.
- 56- ظاهر القشي، حازم الخطيب، الحوكمة المؤسسية بين المفهوم وإمكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية، مجلة أربد للبحوث العلمية، المجلد 10، العدد 1، الأردن، 2006.
- 57- عبد الناصر نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد، 2003.
- 58- علي سليمان النعامي، مدى تأثير ممارسة الأبعاد المحاسبية لقواعد حوكمة الشركات على جودة الإفصاح المالي للشركات المساهمة العامة والمؤسسات بمحافظة غزة- فلسطين- دراسة تحليلية تطبيقية، مجلة جامعة فلسطين للأبحاث والدراسات، العدد الخامس، يوليو 2013.
- 59- عوض بن سلامة الرحيلي، لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات: حالة السعودية، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة السعودية، 2008.
- 60- فيصل محمود الشواورة، قواعد الحوكمة تقييم دورها في مكافحة ظاهرة الفساد والوقاية منه في

الشركات المساهمة العامة الأردنية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 25، العدد الثاني، جامعة مؤتة، الأردن، 2009.

61- محمد مطر وعبد الناصر نور، مدى التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحوكمة المؤسسية: دراسة تحليلية مقارنة بين القطاعين المصرفي والصناعي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 3، العدد 1، 2007.

62- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد السابع، بسكرة، 2010.

63- نصر طه حسين عرفه، مجدي مليحي عبد الحكيم مليحي، أثر حوكمة الشركات على القيمة المضافة لرأس المال العيني والفكري، دراسة تطبيقية على الشركات السعودية المسجلة، مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية كلية التجارة، جامعة بني سويف، الإصدار 1، المجلد 3، 2015.

أوراق علمية:

64- بهاء الدين سمير علام، أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات المصرية، وزارة الاستثمار، مركز المديرين المصري، جامعة القاهرة، مصر، 2009.

65- جون سوليفان وآخرون، دليل تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، مارس 2002.

66- جون سوليفان وآخرون، دليل تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، مارس 2002.

67- زهير عبد الكريم الكايد، الحكمانية قضايا وتطبيقات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2003.

68- شهيرة عبد الشهيد، قواعد إدارة الشركات تصبح سعياً دولياً: ماذا يمكن عمله في مصر، سلسلة أوراق عمل، إدارة البحوث وتنمية الأسواق، بورصتنا القاهرة والإسكندرية بالتعامل مع مركز المشروعات الدولية

الخاصة، القاهرة، 2001.

69- مركز المشروعات الدولية الخاصة CIBE، استراتيجيات لإصلاح السياسات خبرات مأخوذة من أنحاء العالم، القاهرة 2007.

70- مركز المشروعات الدولية الخاصة، حوكمة الشركات قضايا واتجاهات، نشرة دورية يصدرها مركز المشروعات الدولية الخاصة، العدد 13، مارس 2009، القاهرة، مصر.

71- مركز المشروعات الدولية الخاصة، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، 2004.

72- نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات سبل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، إصدارات مركز المشروعات الدولية الخاص، غرفة التجارة الأمريكية، واشنطن، 2003.

- التقارير والقوانين

73- المادة رقم (5) من النظام الداخلي لبورصة عمان، صادر بالاستناد لأحكام المادة (5) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، المعدل بتاريخ 9 / 10 / 2008، موقع بورصة الأردن.

74- التقارير السنوية، البنك العربي، 2007-2016.

75- التقارير السنوية، الاتصالات الأردنية، 2007-2016.

76- التقارير السنوية، بنك الإسكان والتمويل، 2007-2016.

77- التقارير السنوية، البنك الإسلامي الأردني، 2007-2016.

78- التقارير السنوية، البنك الأردني الكويتي، 2007-2016.

79- التقارير السنوية، الكهرباء الأردنية، 2007-2016.

80- التقارير السنوية، الفوسفات الأردنية، 2007-2016.

81- التقارير السنوية، مصانع الأسمنت، 2007-2016.

82- التقارير السنوية، بنك القاهرة، 2007-2016.

83- التقارير السنوية، الإقبال للاستثمار، 2007-2016.

- المواقع الالكترونية:

84- عادل عامر، انعكاسات جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات على سوق

الأوراق المالية، مقال منشور في منتدى دار العلوم القانونية والإسلامية والإنسانية، على الموقع الالكتروني:

<http://www.adelamer.com/vb/showthread.php?3632> تاريخ الاطلاع 20 - 2 - 2017.

85- محمد أحمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية، مقال

منشور في المنتدى الإسلامي على الموقع الالكتروني:

تاريخ الاطلاع 5-3-2017 [http:// www.islamfing.go-forum.net/ t2072-topic](http://www.islamfing.go-forum.net/t2072-topic)

86- [http:// www.ase.com.jo/ar/](http://www.ase.com.jo/ar/) تاريخ الاطلاع 10-12-2016

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- Books

87- Benoit Pige , **couvernance contrôle et audit des organisations**, economica, paris, 2008.

88- Elaine, S., **Just Business :Business Ethics in Action**, 2 nd edn, Oxford University Press, Second Edition, 2000.

89- Gérard Lécivain, **Management des Organisations et Stratégies :** Pouvoir et Gouvernance dans L'organisation, dossier N 5, Université de Littoral.

90- Hand, Len, Isaaks,Carolyn and Sanderson, Peter, **Introduction to Accounting For non- Specialists**, Cengage learning, 2004.

91- Héléne Ploix,**Governance D'entreprise Pour tous, dirigeant,**

administrateurs et investisseurs, collection hes, Paris, 2006.

92- Hitt, A. & Others , Strategic Management :Competitiveness Globalization , South-Western College Publishing , 5th ed . , 2003.

93- Kanda, H. Comparative Corporate Governance: Country Report Japan,(Oxford, Clarendon Press, 1998).

- **Theses:**

94- Khaled Otman, Corporate Governance and Firm Performance in Listed Companies in the United Arab Emirates, Thesis submitted in fulfilment of the requirements of the degree of Doctor of Philosophy, College of Business Victoria University of Melbourne Australia, 2014.

95- Sinan Duztab, Corporate Governance :The Effects Of Board Characteristics, Information Technology Maturity and Transparency On Company Performancy,Submitted to the Graduate Institute of Social Sciences In partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy Management and Organization, Stanbul, 2008.

- **Journals**

96- Abu-Tapanjeh, Abdussalam, Good Corporate Governance Mechanism and Firms Operating and Financial Performance: Insight from Perspective of Jordanian Industrial Companies, King Saud University Journal, Vol. 19, No.2, 2006.

97- Aderibigbe, Pade, Auditors Independence and Corporate Fraud, J. Soc. Sci., Vol. 10, No. 2, Awolowo, University, Nigeria, 2005 .

98- Al-Haddad, The Effect Of Corporate Governance On The Performance of Jordania Industrial Companies, An Empirical Study On Amman Stock Exchange, international journal of humanities and social science vol 1 (4), 2011.

99- Ananth Madhavan, D. Porte,D. Weaver, Should Securities Marketes be Trasparent, Journal of Financial Markets, Vol. 8, August 2005.

100- Bebchuk, L., and Roe, M., A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, (Standard Law Review, Vol 25,

1999).

101- Bujaki, M., and Mc Conomy, B., **Corporate Governance: Factors Influencing Voluntary Disclosure by Publicly Traded Canadian Firms**, (Canadian accounting Perspectives, Vol 1, No 2, 2002).

102- Chung, C., **The Influence of Dimensions of Corporate Governance on Firm Value: Using Applied Structural Equation Model**, (Journal of American Academy of Business, Cambridge, Vol. 11, No. 1), 2007.

103- Eugent Fama, **Efficient Capital Markets: A review of- Theory and Empirical Work**, Journal of finance 25,no,2,May 1970.

104- Gillan, S., **Recent Developments in Corporate Governance**, (An International Review, Vol 7, 2000).

105- Grossman,S.,and Hart, O., **The Costs and Emerging A Theory of Vertical and Lateral Integration Benefits of Ownership**, (Journal of Polical Economy, Vol 94,2006).

106- Guger, k., and et al., **Corporate Governance and Globalization**, (Oxford Review of Economic Policy, Vol 2, 2004).

107- Hommel, Ulrich., **Regulating the market for Corporate Control: Lessons from Germany**,(International Journal of Business,Vol 3, No 1, 1998).

108- Hsiao C., **Analysis of panel Data**, Cambridge University Press, Cambridge, 2003. ; Klevmarken, N. A., **Panel Studies:What can we learn from them?** Introduction, European Economic Review, 33, 1989.

109- Htay, Sheila N., Said, Ridzwana M., and Salman, Syed A, **Impact of Corporate Governance on Disclosure Quality : Empirical Evidence From Listed Banks in Malaysia**, International Journal of Economics and Management, Vol 7 (2), 2013.

110- Jense, M., and Meckling, W., **The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency- Costs and Ownership Structure**, (Journal of Financial Economics, Vol 3, 1976).

112- Klai, N. and Omri, A., **Corporate Governance and Financial Reporting Quality: The Case of Tunisian Firms**, International Business

Research, Vol.4, No.1, 2011.

113- M Angeles de Frotos, Carolina Manzano, **Trade disclosure and Price dispersion**, Journal of Financial Markets, Vol. 8, May 2005

114- Michael, E., and et al., **An Improved Process Model for Internal Auditing**, (Management of Auditing Journal, Vol 22, No 6, 2007).

115- Najjar, N., **The Impact of Corporate Governance on The Insurance Firm's Performance in Bahrain**, International Journal of Learning and Development Vol. 2, No. 2, 2012.

116- Richard, G., **Financial Accounting and Corporate Governance: Discussion**, Journal of Accounting Economics, Vol. 32, No. 2, December, 2006.

- **Papers:**

117- Brown, Lawrence & Caylor, Marcus, **Corporate Governance and Firm Performance**, 2004.

118- Fawzy, s . **Assessment of Corporate Governance in Egypt**. Working Paper No..Egypt, The Egyptian Center for Economic Studies, April 2003.

119- Iskander , M., and N, Chamlou ., **Corporate Governance : A Framework for Implementation Overview**, (The World Bank Group, 2002).

120- The Center for International Private Enterprise, **Corporate Governance Trends**, Special Publication for the Middle East and North Africa, Number 13, Cairo, Summer 2008.

121- Uwuigbe, Olubu Kunola Ranti, **Corporate Governance and Share Price: Evidence From Listed Firms in Nigeria**, 2013.

الملاحق

الملحق رقم (01): متغيرات الدراسة

ent	anné	pc	BOD	OWS	DPS
البنك العربي	2007	29,34	11		0,25
	2008	15,16	11	0,31	0,25
	2009	12,15	11	0,31	0,2
	2010	9,98	11	0,32	0,2
	2011	7,85	11	0,32	0,2
	2012	7,25	11	0,32	0,25
	2013	7,83	11	0,35	0,3
	2014	7,1	11	0,35	0,29
	2015	6,45	11	0,35	0,14
	2016	6,17	12	0,35	0,25
اتصالات الأردنية	2007	5,62	7		0,34
	2008	4,82	7	0,93	0,4
	2009	5,17	7	0,89	0,42
	2010	5,38	5	0,89	0,39
	2011	5,53	7	0,89	0,39
	2012	5,3	6	0,89	0,36
	2013	4,1	7	0,89	0,33
	2014	3,51	7	0,89	0,25
	2015	3,51	7	0,89	0,19
	2016	2,31	7	0,89	0,17
الإسكان للتجارة والتمويل	2007	7,21		0,49	0,26
	2008	8,33	13	0,82	0,25
	2009	7,15	13	0,83	0,2
	2010	8,1	13	0,84	0,25
	2011	8	12	0,84	0,25
	2012	8,25	12	0,84	0,25
	2013	8,7	13	0,84	0,25
	2014	9,1	13	0,84	0,28
	2015	9,45	13	0,34	0,32
	2016	6,17	13	0,34	0,33
البنك الإسلامي الأردني	2007	5,75	12	0,66	0,1
	2008	3,7	12	0,66	0,11
	2009	3,17	12	0,66	0,15
	2010	3	12	0,66	0,12
	2011	2,75	12	0,66	0,15
	2012	2,81	14	0,66	0,15
	2013	3,42	11	0,66	0,15
	2014	3,68	11	0,66	0,14
	2015	3,55	12	0,66	0,13

	2016	3,86	11	0,66	0,15
الكهرباء الأردنية	2007	4,32	10	0,17	0,1
	2008	3,05	10	0,17	0,1
	2009	4,17	10	0,17	0,1
	2010	4,13	10	0,86	0,08
	2011	3,45	9	0,86	0,08
	2012	3,34	9	0,87	0,16
	2013	3,26	10	0,88	0,16
	2014	2,98	9	0,9	0,1
	2015	2,65	10	0,93	0,07
	2016	2,43	10	0,94	0,1
البنك الأردني الكويتي	2007	8,25	9	0,71	0,2
	2008	4,69	9	0,71	0,16
	2009	3,8	9	0,71	0,1
	2010	4,32	9	0,71	0,15
	2011	3,62	9	0,71	0,2
	2012	3,03	9	0,77	0,2
	2013	3,89	9	0,77	0,2
	2014	4,29	8	0,77	0,2
	2015	4,1	8	0,77	0,2
2016	3,94	13	0,77	0,2	
مناجم الفوسفات الأردنية	2007	12,01	9	0,9	0,1
	2008	19,5	9	0,9	0,18
	2009	18	9	0,88	0,45
	2010	16,93	9	0,88	0,23
	2011	12,74	10	0,94	0,2
	2012	13	11	0,53	0,45
	2013	7,15	10	0,94	0,26
	2014	6,52	9	0,94	0,25
	2015	5,47	14	0,94	0
2016	2,14	12	0,94	0	
مصانع الإسمنت الأردنية	2007	10,95	8	0,77	0,65
	2008	6,45	8	0,82	0,65
	2009	7,1	8	0,82	0,65
	2010	4,75	7	0,82	0,65
	2011	1,75	9	0,82	0,65
	2012	1,37	8	0,82	0
	2013	1,34	8	0,82	0
	2014	1,7	8	0,82	0
	2015	1,29	10	0,82	0
2016	1,56	8	0,82	0	
الإقبال للاستثمار	2007	3,35	11	0,894444	0,21
	2008	2,44	11	0,56	0,5
	2009	3,14	11	0,56	0,32

	2010	5,08	11	0,56	0,5
	2011	6,7	9	0,56	0,5
	2012	9,45	9	0,57	0,92
	2013	14	9	0,57	0,85
	2014	11,62	9	0,57	0,98
	2015	17,4	9	0,38	0
	2016	24,95	9	0,52	0,95
بنك القاهرة	2007	3,2	12	0,44	0,09
	2008	2,52	12	0,44	0,09
	2009	2,47	12	0,44	0,05
	2010	3,18	12	0,44	0,08
	2011	2,77	11	0,44	0,15
	2012	2,75	12	0,44	0,15
	2013	2,78	12	0,44	0,15
	2014	2,87	12	0,44	0,14
	2015	2,55	12	0,44	0,13
	2016	1,85	12	0,44	0,15

الملحق رقم 02: نتائج تقدير نماذج بانل
نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: LOG(PC)
Method: Panel Least Squares
Date: 04/11/18 Time: 18:44
Sample: 2007 2016
Periods included: 10
Cross-sections included: 10
Total panel (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.886510	0.471177	1.881482	0.0631
BOD	0.038136	0.032077	1.188882	0.2375
OWS	-0.140071	0.290958	-0.481411	0.6314
DPS	1.617257	0.292919	5.521183	0.0000
R-squared	0.256881	Mean dependent var		1.579156
Adjusted R-squared	0.232649	S.D. dependent var		0.651544
S.E. of regression	0.570744	Akaike info criterion		1.757020
Sum squared resid	29.96884	Schwarz criterion		1.863868
Log likelihood	-80.33697	Hannan-Quinn criter.		1.800210
F-statistic	10.60084	Durbin-Watson stat		0.463680
Prob(F-statistic)	0.000005			

تقدير نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: LOG(PC)
Method: Panel Least Squares
Date: 04/06/18 Time: 11:16
Sample: 2007 2016
Periods included: 10
Cross-sections included: 10
Total panel (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.884369	0.459092	6.282768	0.0000
BOD	-0.128963	0.037998	-3.393938	0.0011
OWS	-0.486879	0.283202	-1.719197	0.0893
DPS	1.363314	0.245197	5.560079	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.725791	Mean dependent var		1.579156
Adjusted R-squared	0.686146	S.D. dependent var		0.651544
S.E. of regression	0.365013	Akaike info criterion		0.947556
Sum squared resid	11.05844	Schwarz criterion		1.294811
Log likelihood	-32.48269	Hannan-Quinn criter.		1.087922
F-statistic	18.30737	Durbin-Watson stat		1.229223
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (03)

نموذج الآثار العشوائية

Dependent Variable: LOG(PC)
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 04/06/18 Time: 11:19
 Sample: 2007 2016
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 10
 Total panel (unbalanced) observations: 96
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.582620	0.464237	5.563152	0.0000
BOD	-0.098337	0.035162	-2.796667	0.0063
OWS	-0.500687	0.271501	-1.844147	0.0684
DPS	1.386172	0.240243	5.769881	0.0000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.484222	0.6377
Idiosyncratic random	0.365013	0.3623

Weighted Statistics

R-squared	0.361803	Mean dependent var	0.374799
Adjusted R-squared	0.340993	S.D. dependent var	0.456239
S.E. of regression	0.369183	Sum squared resid	12.53925
F-statistic	17.38540	Durbin-Watson stat	1.003202
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.106285	Mean dependent var	1.579156
Sum squared resid	36.04214	Durbin-Watson stat	0.349019

الملحق رقم (04): 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	102.1530 (0.0000)	0.869773 (0.3510)	103.0228 (0.0000)
Honda	10.10708 (0.0000)	-0.932616 --	6.487324 (0.0000)
King-Wu	10.10708 (0.0000)	-0.932616 --	6.459201 (0.0000)
Standardized Honda	12.47698 (0.0000)	-0.784972 --	4.213919 (0.0000)
Standardized King-Wu	12.47698 (0.0000)	-0.784972 --	4.178573 (0.0000)
Gourieriou, et al.*	--	--	102.1530 (< 0.01)

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

الملحق رقم (05): نتائج 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	5.115311	3	0.1635

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
BOD	-0.128963	-0.098337	0.000207	0.0335
OWS	-0.486879	-0.500687	0.006491	0.8639
DPS	1.363314	1.386172	0.002405	0.6411

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: LOG(PC)

Method: Panel Least Squares

Date: 04/06/18 Time: 12:28

Sample: 2007 2016

Periods included: 10

Cross-sections included: 10

Total panel (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.884369	0.459092	6.282768	0.0000
BOD	-0.128963	0.037998	-3.393938	0.0011
OWS	-0.486879	0.283202	-1.719197	0.0893
DPS	1.363314	0.245197	5.560079	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.725791	Mean dependent var	1.579156
Adjusted R-squared	0.686146	S.D. dependent var	0.651544
S.E. of regression	0.365013	Akaike info criterion	0.947556
Sum squared resid	11.05844	Schwarz criterion	1.294811
Log likelihood	-32.48269	Hannan-Quinn criter.	1.087922
F-statistic	18.30737	Durbin-Watson stat	1.229223
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (05): نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ $\log(PC)$ في المستوى

Panel unit root test: Summary

Series: LOG(PC)

Date: 04/06/18 Time: 13:35

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-5.64639	0.0000	10	89
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.66780	0.2521	10	89
ADF - Fisher Chi-square	35.2426	0.0188	10	89
PP - Fisher Chi-square	63.5236	0.0000	10	90

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: LOG(PC)

Date: 04/08/18 Time: 10:11

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-8.44891	0.0000	10	87
Breitung t-stat	2.61527	0.9955	10	77
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.90000	0.1841	10	87
ADF - Fisher Chi-square	35.5054	0.0176	10	87
PP - Fisher Chi-square	61.0507	0.0000	10	90

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: LOG(PC)

Date: 04/08/18 Time: 10:12

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-2.74381	0.0030	10	89
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ADF - Fisher Chi-square	41.5894	0.0031	10	89
PP - Fisher Chi-square	58.1659	0.0000	10	90

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (06): نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ bod في المستوى

Panel unit root test: Summary

Series: BOD

Date: 04/15/18 Time: 11:20

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-2.83614	0.0023	5	43
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5.76182	0.0000	5	43
ADF - Fisher Chi-square	42.6261	0.0000	5	43
PP - Fisher Chi-square	20.5593	0.0244	5	45

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: BOD

Date: 04/15/18 Time: 11:22

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-6.08919	0.0000	9	76
Breitung t-stat	0.02305	0.5092	9	67
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.50017	0.0002	9	76
ADF - Fisher Chi-square	60.5377	0.0000	9	76
PP - Fisher Chi-square	51.6069	0.0000	9	80

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: BOD

Date: 04/15/18 Time: 11:23

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-0.40017	0.3445	5	42
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ADF - Fisher Chi-square	5.13131	0.8822	5	42
PP - Fisher Chi-square	7.58065	0.6697	5	45

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (07): نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ OWS في المستوى

Panel unit root test: Summary
 Series: OWS
 Date: 04/15/18 Time: 11:35
 Sample: 2007 2016
 Exogenous variables: Individual effects
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-1.61466	0.0532	6	51
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.07678	0.4694	6	51
ADF - Fisher Chi-square	11.3714	0.4974	6	51
PP - Fisher Chi-square	13.6041	0.3267	6	52

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
 Series: OWS
 Date: 04/15/18 Time: 11:36
 Sample: 2007 2016
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-4.21786	0.0000	6	52
Breitung t-stat	-0.77046	0.2205	6	46
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.07231	0.4712	6	52
ADF - Fisher Chi-square	11.7290	0.4677	6	52
PP - Fisher Chi-square	12.5324	0.4039	6	52

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: OWS

Date: 04/15/18 Time: 11:41

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	1.33955	0.9098	6	50
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ADF - Fisher Chi-square	5.75256	0.9280	6	50
PP - Fisher Chi-square	4.46219	0.9736	6	52

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (08): نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ dps في المستوى

Panel unit root test: Summary

Series: DPS

Date: 04/15/18 Time: 11:43

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-3.12528	0.0009	10	87
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.00543	0.1573	10	87
ADF - Fisher Chi-square	28.5047	0.0980	10	87
PP - Fisher Chi-square	24.0122	0.2419	10	90

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: DPS

Date: 04/15/18 Time: 12:02

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-6.90878	0.0000	10	86
Breitung t-stat	-0.68332	0.2472	10	76
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.06265	0.1440	10	86
ADF - Fisher Chi-square	33.1183	0.0327	10	86
PP - Fisher Chi-square	31.2341	0.0522	10	90

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: DPS

Date: 04/15/18 Time: 11:37

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-1.33593	0.0908	10	87
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ADF - Fisher Chi-square	19.2592	0.5050	10	87
PP - Fisher Chi-square	14.3854	0.8104	10	90

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (09): نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ bod بعد أخذ الفرق الأول

Panel unit root test: Summary

Series: D(BOD)

Date: 04/15/18 Time: 19:33

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-7.48960	0.0000	7	52
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-8.80272	0.0000	7	52
ADF - Fisher Chi-square	80.7885	0.0000	7	52
PP - Fisher Chi-square	73.0708	0.0000	6	48

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: D(BOD)

Date: 04/15/18 Time: 19:36

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-5.78976	0.0000	8	58
Breitung t-stat	-0.27329	0.3923	8	50
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.47060	0.0067	8	58
ADF - Fisher Chi-square	50.7040	0.0000	8	58
PP - Fisher Chi-square	82.6369	0.0000	8	63

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: D(BOD)

Date: 04/15/18 Time: 19:38

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-9.70674	0.0000	7	52
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ADF - Fisher Chi-square	107.861	0.0000	7	52
PP - Fisher Chi-square	90.6809	0.0000	6	48

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (10): نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ OWS بعد أخذ الفرق الأول

Panel unit root test: Summary
 Series: D(OWS)
 Date: 04/15/18 Time: 19:40
 Sample: 2007 2016
 Exogenous variables: Individual effects
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-7.51147	0.0000	5	38
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.42336	0.0003	5	38
ADF - Fisher Chi-square	32.8971	0.0003	5	38
PP - Fisher Chi-square	43.4546	0.0000	5	38

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
 Series: D(OWS)
 Date: 04/15/18 Time: 19:43
 Sample: 2007 2016
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-8.76115	0.0000	6	45
Breitung t-stat	-2.03037	0.0212	6	39
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.36114	0.0867	6	45
ADF - Fisher Chi-square	29.5008	0.0033	6	45
PP - Fisher Chi-square	55.7175	0.0000	6	46

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: D(OWS)

Date: 04/15/18 Time: 19:44

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-7.63862	0.0000	5	38
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ADF - Fisher Chi-square	55.2953	0.0000	5	38
PP - Fisher Chi-square	59.4358	0.0000	5	38

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (11): نتائج اختبارات جذر الوحدة لـ dps بعد أخذ الفرق الأول

Panel unit root test: Summary

Series: D(DPS)

Date: 04/15/18 Time: 19:47

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-10.0090	0.0000	9	68
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5.01946	0.0000	9	68
ADF - Fisher Chi-square	62.7572	0.0000	9	68
PP - Fisher Chi-square	56.0733	0.0000	9	72

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: D(DPS)

Date: 04/15/18 Time: 19:48

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-21.6550	0.0000	10	73
Breitung t-stat	-0.97193	0.1655	10	63
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.40442	0.0081	10	73
ADF - Fisher Chi-square	50.6415	0.0002	10	73
PP - Fisher Chi-square	59.7487	0.0000	10	80

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: D(DPS)

Date: 04/15/18 Time: 19:49

Sample: 2007 2016

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-9.84594	0.0000	9	70
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ADF - Fisher Chi-square	101.844	0.0000	9	70
PP - Fisher Chi-square	96.5575	0.0000	9	72

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (12): نتائج تقدير نموذج (6) VAR

Vector Autoregression Estimates
Date: 05/05/18 Time: 18:16
Sample (adjusted): 2013 2016
Included observations: 36 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	LOG(PC)	BOD	OWS	DPS
LOG(PC(-1))	2.048275 (0.35562) [5.75973]	-5.927500 (2.64115) [-2.24429]	-0.089472 (0.32292) [-0.27707]	0.452981 (0.26386) [1.71674]
LOG(PC(-2))	-1.270226 (0.52237) [-2.43165]	6.267226 (3.87960) [1.61543]	0.100228 (0.47434) [0.21130]	-0.241583 (0.38759) [-0.62330]
LOG(PC(-3))	0.700683 (0.33184) [2.11151]	1.529411 (2.46453) [0.62057]	-0.006355 (0.30133) [-0.02109]	0.210700 (0.24622) [0.85575]
LOG(PC(-4))	-0.815727 (0.46034) [-1.77201]	-0.459421 (3.41889) [-0.13438]	0.337190 (0.41801) [0.80665]	-0.074896 (0.34156) [-0.21928]
LOG(PC(-5))	0.075121 (0.52465) [0.14318]	-0.109685 (3.89654) [-0.02815]	-0.502811 (0.47641) [-1.05541]	-0.207413 (0.38928) [-0.53281]
LOG(PC(-6))	0.279748 (0.25119) [1.11371]	-0.872854 (1.86553) [-0.46788]	0.170030 (0.22809) [0.74545]	-0.008354 (0.18637) [-0.04482]
BOD(-1)	0.030498 (0.03825) [0.79730]	-0.829918 (0.28410) [-2.92127]	-0.004549 (0.03474) [-0.13097]	0.015406 (0.02838) [0.54281]
BOD(-2)	-0.009360 (0.06607) [-0.14167]	-0.568262 (0.49071) [-1.15803]	-0.010995 (0.06000) [-0.18326]	0.034522 (0.04902) [0.70419]
BOD(-3)	-0.081634 (0.05346) [-1.52689]	1.031824 (0.39707) [2.59857]	0.047960 (0.04855) [0.98789]	0.002989 (0.03967) [0.07535]
BOD(-4)	-0.060763 (0.05979) [-1.01624]	1.169406 (0.44407) [2.63339]	0.033554 (0.05429) [0.61801]	-0.055952 (0.04436) [-1.26120]
BOD(-5)	-0.029007 (0.06095) [-0.47592]	0.754577 (0.45266) [1.66699]	-0.024840 (0.05534) [-0.44882]	-0.014068 (0.04522) [-0.31108]
BOD(-6)	0.145333 (0.07017) [2.07106]	-0.405821 (0.52117) [-0.77867]	-0.078861 (0.06372) [-1.23759]	0.002056 (0.05207) [0.03949]

OWS(-1)	0.693718 (0.32409) [2.14054]	-1.390349 (2.40695) [-0.57764]	0.543193 (0.29429) [1.84579]	0.038948 (0.24046) [0.16197]
OWS(-2)	-2.014366 (0.69543) [-2.89656]	5.190732 (5.16492) [1.00500]	0.112444 (0.63149) [0.17806]	-1.394624 (0.51599) [-2.70279]
OWS(-3)	1.508288 (0.92412) [1.63213]	-6.193042 (6.86337) [-0.90233]	-0.220286 (0.83915) [-0.26251]	1.208824 (0.68568) [1.76297]
OWS(-4)	0.167793 (0.47347) [0.35439]	1.150841 (3.51644) [0.32727]	0.550973 (0.42994) [1.28151]	0.176927 (0.35131) [0.50363]
OWS(-5)	-0.582021 (0.39641) [-1.46821]	3.162176 (2.94413) [1.07406]	0.084537 (0.35997) [0.23485]	-0.212501 (0.29413) [-0.72247]
OWS(-6)	0.331747 (0.34878) [0.95116]	-0.857191 (2.59037) [-0.33091]	-0.377553 (0.31671) [-1.19209]	0.083136 (0.25879) [0.32125]
DPS(-1)	-0.070177 (0.28059) [-0.25011]	-2.273757 (2.08389) [-1.09111]	0.130695 (0.25479) [0.51295]	-0.148688 (0.20819) [-0.71420]
DPS(-2)	-0.809749 (0.49720) [-1.62861]	-2.355873 (3.69266) [-0.63799]	-0.238915 (0.45149) [-0.52918]	-0.021575 (0.36891) [-0.05848]
DPS(-3)	2.117224 (0.51143) [4.13980]	-3.879949 (3.79835) [-1.02148]	-0.273224 (0.46441) [-0.58833]	-0.097926 (0.37947) [-0.25806]
DPS(-4)	-1.599138 (0.78422) [-2.03913]	7.335677 (5.82435) [1.25948]	0.770009 (0.71212) [1.08129]	0.317239 (0.58187) [0.54520]
DPS(-5)	0.401730 (1.13361) [0.35438]	-1.131274 (8.41924) [-0.13437]	-0.067357 (1.02938) [-0.06543]	-1.609658 (0.84111) [-1.91373]
DPS(-6)	0.059660 (0.92484) [0.06451]	0.130852 (6.86871) [0.01905]	-0.361428 (0.83981) [-0.43037]	1.641220 (0.68621) [2.39172]
C	-0.146329 (0.32907) [-0.44468]	-1.654720 (2.44396) [-0.67707]	0.584955 (0.29881) [1.95761]	0.243657 (0.24416) [0.99794]
R-squared	0.985209	0.925537	0.882241	0.916708
Adj. R-squared	0.952939	0.763073	0.625311	0.734980
Sum sq. resids	0.238608	13.16132	0.196747	0.131360
S.E. equation	0.147281	1.093839	0.133739	0.109278
F-statistic	30.52996	5.696858	3.433788	5.044394
Log likelihood	39.21437	-32.96952	42.68662	49.95825
Akaike AIC	-0.789687	3.220529	-0.982590	-1.386569
Schwarz SC	0.309979	4.320195	0.117076	-0.286904

Mean dependent	1.392452	10.41667	0.691111	0.195278
S.D. dependent	0.678917	2.247221	0.218485	0.212273

Determinant resid covariance (dof adj.)	3.16E-06
Determinant resid covariance	2.75E-08
Log likelihood	109.0132
Akaike information criterion	-0.500734
Schwarz criterion	3.897929

الفهرس

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
III	الإهداء .
IV	الشكر.....
v	ملخص الدراسة.....
VII	قائمة المحتويات.....
XIV	قائمة الجداول.....
XV	قائمة الأشكال البيانية
XVI	قائمة الملاحق
أ	المقدمة .
الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات
03	المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات
08	المطلب الثاني: حوكمة الشركات (المقومات - الخصائص - الأطراف المعنية - المحددات).....
15	المطلب الثالث: مبادئ وآليات حوكمة الشركات
30	المطلب الرابع: النماذج والتجارب الدولية لحوكمة الشركات
40	المبحث الثاني: علاقة كفاءة الأسواق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات...

41	المطلب الأول: طبيعة كفاءة السوق المالي
46	المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي
52	المطلب الثالث: أثر شفافية المعلومات المحاسبية على كفاءة الأسواق المالية في ظل حوكمة الشركات...
60	خلاصة الفصل الأول

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

62	تمهيد
63	المبحث الأول: عرض الدراسات السابقة.....
63	المطلب الأول: الدراسات العربية
83	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية.....
91	المبحث الثاني: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة
91	المطلب الأول: مناقشة الدراسات السابقة.....
92	المطلب الثاني: مجالات الاستفادة من الدراسات السابقة
93	خلاصة الفصل الثاني

الفصل الثالث: دراسة قياسية لدور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

95	تمهيد
96	المبحث الأول: التعريف بسوق عمان للأوراق المالية
96	المطلب الأول: الإطار التنظيمي لبورصة عمان للأوراق المالية
99	المطلب الثاني: حوكمة الشركات في الأردن

101	.....	المبحث الثاني: عرض منهجية وأدوات الدراسة
101	.....	المطلب الأول: تقديم لنماذج بانل
110	.....	المطلب الثاني: تحديد متغيرات وخطوات الدراسة
121	.....	المطلب الثالث: اختبارات الاستقرارية لمتغيرات النموذج (اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل)...
132	.....	المبحث الثالث: مناقشة وتحليل النتائج
132	.....	المطلب الأول: تحليل النتائج المتعلقة بتأثير آليات حوكمة الشركات على سعر السهم.....
133	.....	المطلب الثاني: تحليل نتائج تقدير نموذج VAR
135	.....	خلاصة الفصل
138	.....	خاتمة
142	.....	قائمة المراجع
156	.....	الملاحق
180	.....	الفهرس