



جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

ماجستير أسواق مالية

أثر الحوكمة في عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة
في سوق دمشق للأوراق المالية

The Impact of Corporate Governance on Stock Returns of Firms Listed at Damascus Securities Exchange

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد الطالبة
زكاء ماردنلي

إشراف الدكتور
سليمان موصلي

2017

"قل هل يستوي الذين يعلمون والذين لا يعلمون إنما يتذكر أولو الألباب"

سورة الزمر، آية (9)

"وقل رب زدني علماً"

سورة طه، آية (114)

"ومن يتوكل على الله فهو حسبه"

سورة الطلاق آية (2)

صدق الله العظيم

إهداء

إلى وطني الحبيب

العشق الأبدى الغالية "سورية"

إلى من غاب عن عيوني لكنه في وجداني حاضر

إلى من علمني أن الأعمال لا تتم إلا بالصبر والعزيمة

سلاماً لروحك الطاهرة أبي الغالي رحمتك الله .

إلى من نذرت عمرها في سبيلنا

إلى نبع الحنان والعطاء

جزاك الله خيراً وأمد في عمرك بالصالحات أمي الغالية

إلى الشريك الوفي

الذي ما أذخر جهداً في توفير المناخ المناسب رغم كل الصعاب

جزاك الله خيراً زوجي العزيز

إلى قلعة الحب

إلى من قاسمتني الآلام والآمال

إلى العظيمة الصغيرة ابنتي لانا

إلى من هم في القلب دائماً إخوتي وأخواتي

شكر وتقدير

الحمد والشكر لله سبحانه وتعالى، الذي أفاض علي من فضله وعلمه ونعمه التي لا تعد ولا تحصى، ويسر لي الأمور كلها ما علمت منها وما لم أعلم، وأعانتني على إتمام دراستي هذه، ولولا توفيقه عز وجل لما تحقق شيء من ذلك...وبعد

يسعدني أن أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من جامعتي حلب ودمشق، وإلى أستاذي الدكتور سليمان موصلي الذي شرفني بقبوله الإشراف على رسالتي هذه، فكان خير معين لي من خلال توجيهاته، وعلى ما بذل من إرشاد ونصائح ليصل هذا البحث إلى الانجاز الذي نراه. مني له خالص التقدير والامتنان والاحترام .

كما أتوجه بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة المحترمين، الأستاذ الدكتور أكرم حوراني ورئيس قسم المصارف والتأمين الأستاذة الدكتورة رانيا زهير على تفضلها بقبول مناقشة رسالتي هذه، ولما بذلوه من وقت وجهد في قراءة هذه الرسالة، وعلى ما سيقدمونه من توجيهات وملاحظات علمية ستساهم في إثراء هذه الرسالة.

وأخيراً أتقدم بأسمى آيات الشكر والعرفان إلى كل من وقف إلى جوارى وشد من عزمي وأخص بالذكر منهم: لانا الصغيرة ، زوجي وجميع أفراد عائلتي، أختي العزيزة ايناس ، ولكل من ساهم بكلمة طيبة كان لها صدى عميق في نفسي.

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
الآية	أ
اهداء	ب-ت
شكر وتقدير	ث
فهرس المحتويات	ج-ح-خ-د-ذ-ر
فهرس الجداول	ر-ز
فهرس الأشكال	ز
الملخص	س-ش
الملخص بالإنكليزي	ص
الفصل الاول: الاطار العام للدراسة	1-19
1.1 مقدمة	1
2.1 أهمية الدراسة	3
3.1 هدف الدراسة	4
4.1 مشكلة الدراسة	5
5.1 فرضيات الدراسة	6
6.1 منهجية الدراسة	8
1.6.1 متغيرات الدراسة	8-11

10	2.6.1 نموذج الدراسة
11	3.6.1 مجتمع الدراسة
11	4.6.1 أسلوب جمع وتحليل البيانات
12	5.6.1 محددات الدراسة
12	6.6.1 الدراسات السابقة
20-53	الفصل الثاني : مدخل إلى الحوكمة
20	1.2 مقدمة
21	2.2 نشأة وتطور الحوكمة
25	3.2 مفهوم الحوكمة
27	4.2 أهمية الحوكمة
30	5.2 مبادئ الحوكمة
35	6.2 الحوكمة في سورية .
35	1.6.2 الاطار التنظيمي والتشريعي لحوكمة الشركات في سورية
36	1.1.6.2 قانون رقم 22 لعام 2005 لإحداث هيئة الأوراق والاسواق المالية السورية
36	2.1.6.2 قانون سوق دمشق للأوراق المالية لعام 2006
37	3.1.6.2 قرار رقم 127 لعام 2007 لنظام الحاكمة لشركات التأمين
38	4.1.6.2 المرسوم التشريعي رقم 61 لعام 2007

39	5.1.6.2 القرار 31 لعام 2008 (نظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات)
40	6.1.6.2 القرار رقم 489 لعام 2009 (دليل الحوكمة للمصارف الإسلامية والتقليدية)
41	7.1.6.2 قانون الشركات رقم 29 لعام 2011
43	8.1.6.2 قانون رقم 5 لعام 2016 حول التشاركية بين القطاعين العام والخاص
43	2.6.2 نظام الممارسات السليمة لحوكمة الشركات
44	1.2.6.2 قواعد الحوكمة المتعلقة بمجلس الادارة
48	2.2.6.2 قواعد الحوكمة المتعلقة بحقوق المساهمين
50	3.2.6.2 قواعد الحوكمة المتعلقة بالإفصاح والشفافية
51	4.2.6.2 قواعد الحوكمة المتعلقة بمهام ومسؤوليات الادارة التنفيذية
51	5.2.6.2 قواعد الحوكمة المتعلقة لجنة التدقيق
52	6.2.6.2 قواعد الحوكمة المتعلقة بالمدقق الداخلي
52	7.2.6.2 قواعد الحوكمة المتعلقة مفتشو الحسابات
53	8.2.6.2 قواعد الحوكمة المتعلقة بحقوق أصحاب المصالح
55-95	الفصل الثالث: الحوكمة وعوائد الأسهم
55	1.3 نظريات حوكمة الشركات

55	1.1.3 نموذج الوكالة
58	2.1.3 نموذج الإشراف
60	2.3 الحوكمة وأداء الشركات
62	3.3 الحوكمة وعوائد الأسهم
65	4.3 آليات الحوكمة
66	1.4.3 آليات داخلية
66	1.1.4.3 مجلس الإدارة
72	2.1.4.3 لجنة التدقيق
74	3.1.4.3 التعويضات والحوافز
79	4.1.4.3 هيكل الملكية
83	2.4.3 الآليات الخارجية
83	1.2.4.3 المدققون الخارجيون
86	2.2.4.3 الاستحواد
87	3.2.4.3 التشريع
88	5.3 الإفصاح والحوكمة
88	1.5.3 مفهوم الإفصاح
89	2.5.3 أهمية الإفصاح
90	3.5.3 علاقة الإفصاح بالحوكمة
91	6.3 مؤشرات الحوكمة

92	1.6.3 مؤشر GIM
93	2.6.3 مؤشر Brown and Caylor
94	3.6.3 مؤشر CGQ
96	الفصل الرابع: تحليل البيانات واختبار الفرضيات
96	1.4 منهجية الدراسة
98	2.4 الاحصاءات الوصفية المتعلقة بمؤشرات الحوكمة الفرعية
100	1.2.4 تحليل بنود الحوكمة المتعلقة بمجلس الادارة
104	2.2.4 تحليل بنود الحوكمة المتعلقة بالتدقيق
107	3.2.4 تحليل بنود الحوكمة المتعلقة بالإفصاح
108	4.2.3 تحليل بنود الحوكمة المتعلقة بهيكل الملكية
110	3.4 دراسة أثر الحوكمة في عوائد الأسهم
110	1.3.4 اسلوب المحافظ
116	2.3.4 تحليل الانحدار الخطي المتعدد للحوكمة على العوائد
116	1.2.3.4 تحليل الانحدار الخطي المتعدد لمؤشرات الحوكمة الفرعية على عوائد الأسهم
119	1.1.2.3.4 نتائج اختبار الفرضيات
124	2.2.3.4 تحليل الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر الحوكمة العام على عوائد الأسهم
127 - 131	الفصل الخامس : النتائج والتوصيات

127	النتائج
130	التوصيات
132-150	المراجع

فهرس الجداول

الجدول	الموضوع	الصفحة
(1)	الجهود العالمية المبذولة في مجال حوكمة الشركات	23-24
(2)	مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	31-34
(3)	مؤشر الحوكمة CGQ	95
(4)	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لكل مؤشرات الحوكمة	99
(5)	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمؤشر مجلس الإدارة	101-103
(6)	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمؤشر التدقيق	105-106
(7)	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمؤشر الإفصاح	107
(8)	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية هيكل الملكية	108-109
(9)	متوسط العوائد الشهرية لمحافظ الحوكمة	113

120-119	نتائج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشرات الحوكمة الفرعية	(10)
126	نتائج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر الحوكمة العام	(11)

فهرس الأشكال

الشكل	الموضوع	الصفحة
(1)	متغيرات الدراسة	9
(2)	مزايا حوكمة الشركات	29

قائمة بالمصطلحات الإنكليزية

حوكمة الشركات	Corporate Governance	CG
برنامج الحوكمة في المنطقة العربية	Programme on Governance in the Arab Region	POGAR
برنامج التنمية للأمم المتحدة	United Nations Development Programme	UNDP
منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	Organisation for Economic Co-operation and Development	OECD

مركز المشروعات الدولية الخاصة	<i>The Center for International Private Enterprise</i>	CIPE
درجة حوكمة الشركات	Corporate Governance Quotient	CGQ

الملخص

تهدف الدراسة الى معرفة مدى التزام الشركات المساهمة بتطبيق الممارسات السليمة للحوكمة وأيضاً معرفة أثر تطبيق عناصر حوكمة الشركات في عوائد أسهم الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، من خلال الاعتماد على تقارير الحوكمة الصادرة عن هيئة الأوراق والاسواق المالية السورية بالإضافة الى الرجوع الى التقارير السنوية للشركات .

ولتحقيق أهداف الدراسة قامت الباحثة بتشكيل مؤشر عام للحوكمة مكون من أربع مؤشرات حوكمة فرعية (مجلس الادارة - التدقيق - الافصاح - هيكل الملكية) بالاعتماد على اسلوب مؤشر درجة حوكمة الشركات (Corporate Governance Quotient) (CGQ) المقدم من قبل مجموعة Risk Metrics المتخصصة بتقديم خدمات إدارة المخاطر وحوكمة الشركات والخدمات المالية، يقدم هذا المؤشر تقييم عالمي ل 8000 شركة خارج الولايات المتحدة الامريكية. ومن ثم تم تشكيل محفظتين تتضمن المحفظة الاولى أسهم الشركات ذات الحوكمة الجيدة وتتضمن المحفظة الاخرى اسهم الشركات ذات الحوكمة الضعيفة باتباع اسلوب (Gompers et al (2003 لمعرفة ما اذا كان هناك فروق ذات دلالة احصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظتي الحوكمة الجيدة والضعيفة ، ثم اختبرت الباحثة أثر مؤشر الحوكمة العام والمؤشرات الفرعية (مجلس الادارة - التدقيق - الافصاح - هيكل الملكية) في عوائد أسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية باتباع منهجية فاما وماكبيث (1973) باستخدام معادلات انحدار شهرية . وتمت الدراسة العملية خلال فترة من عام 2011 لغاية 2015.

خلصت الدراسة إلى أن مؤشر الإفصاح قد احتل المرتبة الأولى من حيث تطبيق بنوده من بين مؤشرات الحوكمة المدروسة ، تلاه مؤشر مجلس الإدارة ، ثم مؤشر التدقيق بالمرتبة الثالثة ، وجاء بالمرتبة الأخيرة مؤشر هيكل الملكية . وأشارت الدراسة الى أن نسبة تطبيق قواعد الحوكمة بين الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية هي 79% . كما تبين بأن هناك فروق ذات دلالة احصائية بين متوسطي العوائد الشهرية لمحفظتي الحوكمة الجيدة والضعيفة لكل من مؤشر مجلس الادارة وهيكل الملكية ، حيث حققت محفظة الحوكمة الجيدة لمؤشر مجلس الادارة ومؤشر هيكل الملكية عوائد أعلى من محفظة الحوكمة الجيدة لهذين المؤشرين .

وأكدت نتائج تحليل الانحدار الخطي على أن مؤشر مجلس الإدارة ومؤشر هيكل الملكية لهما تأثير سلبي معنوي في عوائد أسهم الشركات المساهمة. وتوصلت الدراسة أيضاً أنه لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لمؤشر الحوكمة العام في عوائد أسهم الشركات .

Abstract

The study aims to find out the extent commitment of the companies to implement good governance practices and also to know the impact of rules of corporate governance on the stock returns of the companies listed at the Damascus Securities Exchange, by relying on the reports issued by the Syrian Securities and Exchange Commission. To achieve the objectives of the study a general indicator of governance was formed. this index Consist of four sub-indicators;(board of directors, audit, disclosure and ownership structure).

A corporate governance index is developed following approach CGQ index Provided by Risk Metrics Group, which provides risk management services, corporate governance and financial services, and a global assessment of 8,000 companies outside the United States. following Gompers et al (2003), two portfolios were formed. The first portfolio includes the Stocks of good governance companies and the other portfolio, which includes the Stocks of weak governance companies to find out if there are statistically significant differences between average monthly returns of portfolios of good and weak governance.

The researcher examined the impact of the general governance index and the sub-indicators (Board of Directors - Audit - Disclosure - Structure of Ownership) on the stock returns of the companies listed at Damascus Securities Exchange following the Fama and Macbeth (1973) Method using monthly Linear regression equations. The study was conducted during the period from 2011 to 2015.

The study concluded that the disclosure index ranked first in terms of the implementation of its items among the other governance indicators. The index of the Board of Directors ranked second and the auditing index ranked third. The last rank was the ownership structure index. The study pointed out that 79% of the companies listed at Damascus Securities Exchange apply the rules of governance.

Our results refer that The returns of the weak governance portfolio of the Board index and the ownership structure are higher than those of the good governance portfolio. The results of the linear regression analysis confirmed that the board index and the structure of the ownership index have a significant negative impact on the stock returns of the companies.

The aggregate index of corporate governance has no significant impact on stock returns.

الفصل الأول : الإطار العام للدراسة

1.1 مقدمة

بدأ الاهتمام بموضوع حوكمة الشركات كنتيجة منطقية لحدوث حالات الانهيار المالي في دول جنوب شرق آسيا خلال العقد الأخير من القرن العشرين ثم تزايد هذا الاهتمام بعد ظهور حالات من الإخفاقات والفضائح المالية والمحاسبية المؤثرة خصوصاً في بيئة الأعمال بالولايات المتحدة الأمريكية مع بداية القرن الحادي والعشرين خلال عامي 2001، 2002 مثل شركة Enron وشركة Worldcom.

أدت هذه المشاكل المالية التي تعرضت لها كبرى الشركات في العالم إلى المطالبة بضرورة وجود مجموعة من الضوابط والأعراف والمبادئ الأخلاقية والمهنية لتحقيق الثقة والمصادقية في المعلومات الواردة في القوائم المالية والتي يحتاج إليها العديد من مستخدمي القوائم المالية خاصة المستثمرين في سوق الأوراق المالية في ظل عولمة الأسواق المالية وتزايد أحجام المشروعات نتيجة إجراء العديد من عمليات الدمج بين العديد من الشركات سواء على المستوى المحلي أو الدولي (علي ، شحاته، 2007).

لمواكبة هذا التوجه العالمي نحو ترشيد إدارة الشركات أصدرت هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية الإرشادات الخاصة بالحوكمة (القرار رقم 31 لعام 2008) بهدف الارتقاء بمستوى حوكمة الشركات وضمان حقوق المساهمين. ويعد برنامج الحوكمة في المنطقة العربية (POGAR) الذي أدخله برنامج الأمم المتحدة للتنمية (UNDP) والمكتب الإقليمي للدول

العربية بعضوية سورية فيه من أهم البرامج العاملة في سورية في هذا المجال الموجه إلى تنمية الممارسات الجيدة للحوكمة (نده ، 2010) .

وتكمن أهمية تطبيق قواعد الحوكمة في تأثيرها المباشر على مستوى الثقة في الأرقام و المعلومات المحاسبية وذلك نتيجة لتحقيق المفهوم الشامل لجودة هذه المعلومات(فوزي،2004)، حيث أن المعلومات الموجودة في التقارير والقوائم المالية هي من أهم المدخلات التي يمكن الاعتماد عليها لقياس مخاطر الاستثمار وتقدير العائد الذي يطلبه المستثمر، و بالتالي التأثير على تكلفة رأس المال مما يعني أنه ينبغي أن يكون للحوكمة تأثير هام (مباشر أو غير مباشر) على أسعار الأسهم و بالتالي على الأسواق المالية.(Gujler et al ,2003).

يبين العديد من الباحثين بأن هناك تأثيراً مباشراً أو غير مباشر للحوكمة في عوائد الأسهم ويتمثل التأثير المباشر للحوكمة في العوائد من خلال تأثيرها على بيتا باعتبارها ممثل للمخاطر المنتظمة . أما بالنسبة للتأثير غير المباشر فقد يرى البعض أنها بحد ذاتها تعبر عن خطر المعلومات والذي هو بالحقيقة خطرٌ منتظمٌ حيث أنه بمستوى حوكمة أعلى يقل التلاعب بهذه المعلومات وأيضاً بالأرباح وبالتالي ينعكس ذلك انخفاضاً للمخاطر المتعلقة بالشركات وبالمحصلة ستفضي النتائج إلى ارتفاع في أسعار الأسهم (Mouselli, et al. 2014).

وجد French and Fama (1992) في مقالاتهم التي درسوا فيها العوامل المؤثرة على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة نيويورك بأن هناك عدة عوامل تؤثر في عوائد الأسهم منها حجم الشركة ومعدل النمو ومؤشر القيمة السوقية الى القيمة الدفترية . في حين أن دراساتٍ أخرى أثبتت تأثر عوائد الشركات بكل أو بعض جوانب الحوكمة .

سيتم في هذه الدراسة قياس مدى تطبيق الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لقواعد الحوكمة والتشريعات الصادرة عن الجهات الرقابية ، وسيدرس هذا البحث العلاقة بين الحوكمة وعوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق آخذة بالاعتبار العوامل الأخرى التي أشارت الدراسات السابقة إلى أنها تؤثر في عوائد الأسهم بنوعيتها المتعلقة بخصائص الشركة وتلك المرتبطة بالحوكمة .

2.1 أهمية الدراسة :

تبرز أهمية الدراسة من معرفة مدى التزام الشركات المساهمة العامة بتطبيق بنود الحوكمة ودراسة العلاقة ما بين الحوكمة والعوائد ، حيث أن لمعرفة مستوى حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، والعلاقة ما بين الحوكمة وعوائد أسهم تلك الشركات أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين وللمنظمين والجهات الرقابية. بالنسبة للمستثمرين: يهتم المستثمرون بمعرفة مستوى الحوكمة في الشركة لان ذلك يؤثر في تقديرهم لمخاطر الشركة ، وبالتالي العائد المطلوب من الاستثمار فيها، وأيضاً لتحديد جوانب الحوكمة التي تؤثر بشكل أكبر في عوائد الأسهم لذلك يمكن أن يأخذوا تلك البنود بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية .

بالنسبة للمنظمين والجهات الرقابية: تشكل هذه الدراسة مدخلاً لمتابعة أوضاع الشركات، كما يسمح للجهات الرقابية بمعرفة عناصر الحوكمة الأكثر أهمية وتأثيراً في عوائد الأسهم للتركيز على تلك العناصر في التشريعات و القرارات التنظيمية المقبلة.

وتعد هذه الدراسة الأولى التي تقيس مدى التزام الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بعناصر الحوكمة كمياً بخلاف معظم الدراسات السابقة التي استخدمت الاستبانة لقياس مدى التزام الشركات بمتطلبات الحوكمة.

3.1 هدف الدراسة :

يهدف البحث لدراسة العلاقة ما بين تطبيق بنود حوكمة الشركات و عوائد أسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية ليتمكن المستثمرين من تقدير المخاطر وبالتالي العائد المطلوب، وأيضاً لمعرفة عناصر الحوكمة ذات التأثير الأكبر في عوائد الأسهم والتي قد تمكن الجهات الرقابية من التركيز عليها في القرارات التنظيمية المقبلة . ومن أجل تحقيق هذا الهدف تم حساب مؤشر حوكمة خاص بكل شركة ومؤشر فرعي لبنود الحوكمة الرئيسية. ويمكن صياغة أهداف البحث بالنقاط التالية :

- 1- التعرف على تأثير تطبيق بنود مؤشر حوكمة الشركات المتعلق بمجلس الإدارة في عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .
- 2- التعرف على تأثير تطبيق بنود مؤشر حوكمة الشركات المتعلق بالتدقيق في عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .
- 3- التعرف على تأثير تطبيق بنود مؤشر حوكمة الشركات المتعلق بالإفصاح في عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .
- 4- التعرف على تأثير تطبيق بنود مؤشر حوكمة الشركات المتعلق بهيكل الملكية في عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

5- التعرف على تأثير تطبيق بنود المؤشر العام لحوكمة الشركات في عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

4.1 مشكلة الدراسة :

تكمن مشكلة الدراسة في محاولة التعرف على مدى التزام الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية بنظام الممارسات السليمة لحوكمة الشركات المصدر من قبل هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية. وأيضاً معرفة أثر ذلك في عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

يمكن طرح مشكلة البحث من خلال الأسئلة التالية:

1. ما هو مدى التزام الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية في تطبيق قواعد الحوكمة المتعلقة بكل من (مجلس الإدارة - التدقيق - الإفصاح - هيكل الملكية) .
2. هل هناك تأثيرٌ لتطبيق البنود الخاصة بكل من مؤشر (مجلس الإدارة - التدقيق - الإفصاح - هيكل الملكية - الحوكمة العام) في عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية ؟

5.1 فرضيات الدراسة:

تم في هذا البحث اختبار نوعين من الفرضيات : القسم الأول متعلق باختبار فرضيات تساوي عوائد المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس مؤشرات الحوكمة والقسم الثاني متعلق باختبار فرضيات تأثير الحوكمة في عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية.

فرضيات القسم الأول:

H_{01} : لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة

الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر مجلس الإدارة .

H_{11} : يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة

و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر مجلس الإدارة.

H_{02} : لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة

الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر التدقيق .

H_{12} : يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة

و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر التدقيق .

H_{03} : لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة

الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر الإفصاح .

H_{13} : يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة

و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر الإفصاح .

H_{04} : لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة

الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر هيكل الملكية .

H_{14} : يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة

و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر هيكل الملكية .

H_{05} : لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة

الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر الحوكمة العام.

H_{15} : يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة

و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر الحوكمة العام.

فرضيات القسم الثاني :

H_{06} : لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بمجلس الادارة في عوائد

أسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{16} : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بمجلس الادارة في عوائد أسهم

الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{07} : لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بالتدقيق في عوائد الاسهم

الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{17} : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بالتدقيق في عوائد الاسهم

الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{08} : لا تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بالإفصاح في عوائد الاسهم

الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{18} : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بالإفصاح في عوائد الاسهم

الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{09} : لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بهيكل الملكية في عوائد الاسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{19} : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بهيكل الملكية في عوائد الاسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{010} : لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة العام في عوائد أسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

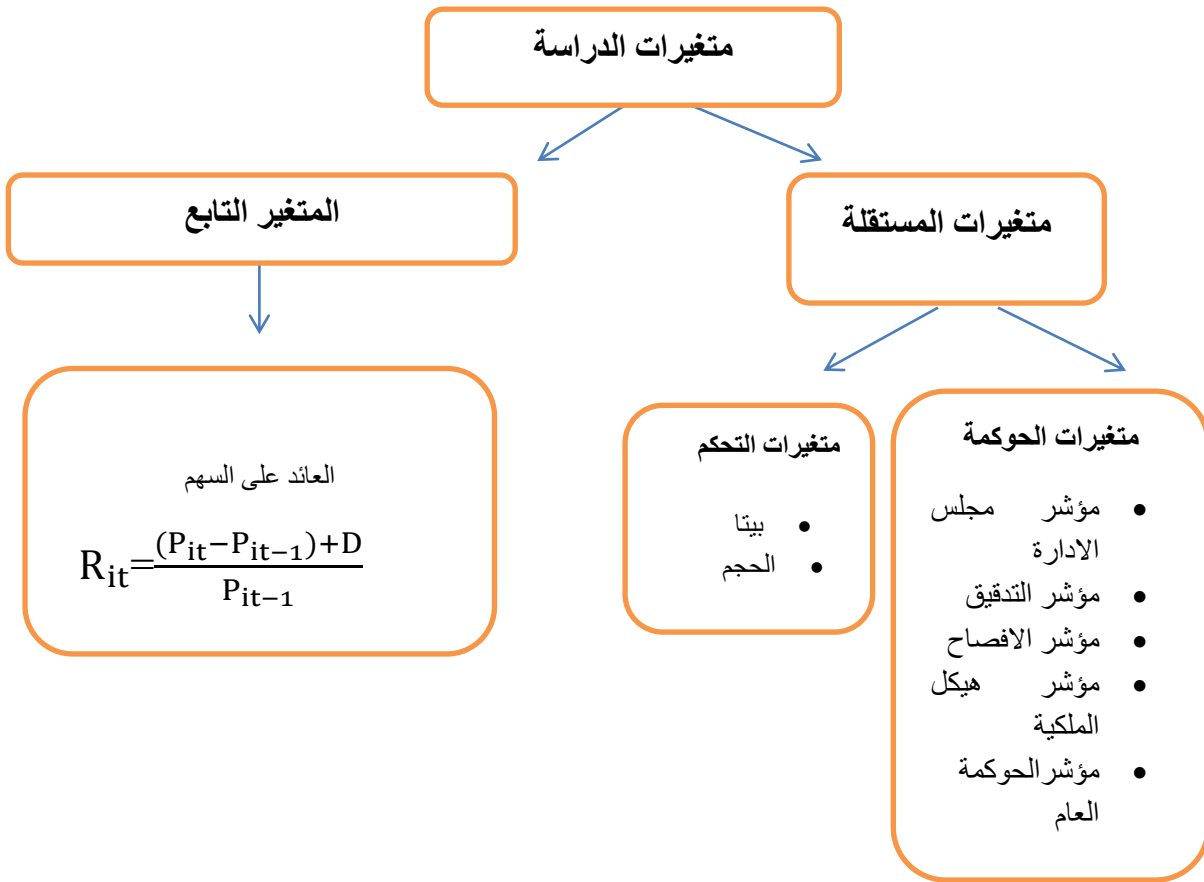
H_{110} : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة العام في عوائد أسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

6.1 منهجية الدراسة

1.6.1 متغيرات الدراسة:

تختبر هذه الدراسة أثر مؤشرات الحوكمة الفرعية ومؤشر الحوكمة العام في عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة السورية المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية حسب نموذج الدراسة المقترح في الشكل (1) على النحو التالي:

الشكل (1): نموذج الدراسة المقترح



المتغيرات المستقلة (Independent variables):

- متغيرات الحوكمة

مؤشر الحوكمة العام : والذي يتضمن أربعة مؤشراتٍ فرعيةٍ (مؤشر مجلس الادارة - مؤشر التدقيق - مؤشر الافصاح - مؤشر هيكل الملكية) ويتضمن كل مؤشر على حده عدد من البنود التفصيلية وبحسب المؤشر العام على أساس 20 نقطة ، حيث يغطي كل مؤشر فرعي 5 نقاط سيتم شرحها لاحقاً.

- متغيرات التحكم

بيتا : تمثل المخاطر المنتظمة للسهم تم حسابها بانحدارات العوائد الشهرية للأسهم على العوائد السوقية لكل شركة على أساس 12 شهر سابق.

الحجم : تم حسابه بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الاصول .

المتغير التابع (Dependent variable) : العائد الشهري على السهم ويحسب وفقاً للمعادلة التالية:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}}{P_{it-1}}$$

R_{it} : معدل العائد السوقي لسهم الشركة i في الفترة t

P_{it} : سعر السهم في نهاية الفترة t

P_{it-1} : سعر السهم في بداية الفترة t

D_{it} : التوزيعات النقدية أو المجانية للأسهم خلال الفترة t

2.6.1 نموذج الدراسة :

ستعتمد الباحثة أسلوب الانحدار الخطي المتعدد وفق المعادلتين التاليتين واختصاراتهما:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Board}_{i,t} + \beta_2 \text{Audit}_{i,t} + \beta_3 \text{Disclosure}_{i,t} + \beta_4 \text{Ownership}_{i,t}$$

$$+ \beta_5 \text{beta} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + e_{i,t}$$

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CG}_{i,t} + \beta_2 \text{beta}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + e_{i,t}$$

Board: يمثل مجموع نقاط مؤشر الحوكمة الخاص بمجلس الإدارة

Audit: يمثل مجموع نقاط مؤشر الحوكمة الخاص بالتدقيق

Disclosure: يمثل مجموع نقاط مؤشر الحوكمة الخاص بالإفصاح

ownership: يمثل مجموع نقاط مؤشر الحوكمة الخاص بهيكل الملكية

CG: يمثل مجموع نقاط مؤشر العام للحوكمة

Beta: عامل الخطر المنتظم

Size: عامل الحجم

3.6.1 مجتمع الدراسة

في حين يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات المساهمة العامة في الجمهورية العربية السورية اقتصر عينة البحث على الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لغاية 2015 والتي تراوحت أعدادها ما بين 17 - 20 حسب عام الدراسة وتوقفت فترة الدراسة عند بيانات عام 2015 لتأخر صدور تقارير الحوكمة لعام 2016.

4.6.1 أسلوب جمع وتحليل البيانات:

بيانات الحوكمة : قامت الباحثة بتكوين مؤشر عام للحوكمة مكوناً من أربع مؤشرات فرعية بالاعتماد على الطريقة المقدمة من مجموعة Risk Metrics المكون من أربع مؤشرات فرعية هي (مجلس الادارة - التدقيق - التعويضات والمكافآت الإدارية / هيكل الملكية -

دفاعات الاستيلاء (القواعد التي تمنع السيطرة على الشركة)) حيث يغطي كل مؤشرٍ فرعيّ خمس نقاطٍ فيكون المؤشر من 20 نقطةٍ.

لإعداد المؤشرات الفرعية عملت الباحثة على مراجعة تقارير الحوكمة الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية المنشورة على موقعها الإلكتروني لكامل فترة الدراسة ومراجعة الهيئة لاستكمال المعلومات الخاصة ببند الحوكمة محل الدراسة.

بيانات العائد : تم حساب العوائد الشهرية للأسهم بالرجوع الى أسعار الإغلاق الشهرية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية ، بالإضافة إلى مراجعة التقارير السنوية للشركات للحصول على البيانات الخاصة بتوزيعات الأرباح التي تمت خلال كل عامٍ ضمن فترة الدراسة من أجل حسابات العائد ولإجراء الاختبارات الإحصائية ستعتمد الدراسة على منهجية فاما وماكبيث (1973) عبر استخدام برنامج التحليل الإحصائي (SPSS) والذي سيتم من خلاله إجراء انحدارات خطية ل 60 معادلة شهرية لكل من المعادلتين السابقتين التي تضمنان مؤشر الحوكمة العام ومؤشرات الحوكمة الفرعية على العوائد الشهرية للأسهم ، لتحديد إن كان للحوكمة تأثيرٌ في عوائد الأسهم ، ولمعرفة أي مؤشرات الحوكمة أكثر تأثيراً في العوائد.

5.6.1 محددات الدراسة :

1- عدم وجود سلاسل زمنية طويلة لأسهم الشركات المساهمة العامة نظراً لقصر الفترة الزمنية لانطلاقة سوق دمشق للأوراق المالية مما قد يؤثر على دقة النتائج .

2- الأزمة التي تمر بها سورية والتي أثرت في أداء الشركات المدرجة ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

7.1 الدراسات السابقة:

نده كنان: مبادئ حوكمة الشركات في سورية (دراسة مقارنة مع مصر والأردن) مجلة

جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية المجلد 26 العدد الثاني 2010

هدف هذا البحث إلى إلقاء الضوء على نقاط الضعف و نواحي القصور في أدلة وقواعد حوكمة الشركات في البلدان محل الدراسة (مصر والأردن وسورية) مقارنةً بمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية حول الحوكمة OECD وقد اتبع البحث مدخلاً مقارناً بدراسة بنود مبادئ الحوكمة في البلدان الثالثة ومدى الالتزام فيها من خلال تصميم (47 سؤال) في خمسة مجالات رئيسية في أدلة الحوكمة هي: مجلس الإدارة وحملة الأسهم والإدارة التنفيذية والإفصاح والمراجعة. كما عرض الباحث نتائج نقاط الاختلاف بين أدلة البلدان الثالثة فيما بينها أو مع مبادئ الـ OECD وصولاً إلى وضع توصيات يأمل من خلالها المساهمة في تحسين أطر الحوكمة، وتلافي نقاط الضعف وإحداث التغييرات القانونية والإرشادية وتشجيع الممارسات المثلى واستكمال بعض البنى المؤسسية اللازمة في البلدان محل الدراسة.

موسى مصعب : مدى التزام المصارف الخاصة السورية بالمبادئ الدولية للحوكمة من وجهة

نظر الأطراف ذوي العلاقة . مجلة جامعة البعث المجلد 36 العدد التاسع 2014

هدفت الدراسة الى قياس مدى التزام المصارف الخاصة السورية بالمبادئ الدولية لحوكمة الشركات والمتمثلة في مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD ومبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية BASEL وذلك من وجهة نظر الأطراف ذوي العلاقة في هذه المصارف من مستثمرين وعاملين في جهات رقابية وعاملين في المصارف والعاملين في مكاتب التدقيق لهذه المصارف وذلك من خلال استبانة تم تصميمها لأغراض البحث . وخلصت الدراسة الى عدة

نتائج أهمها عدم التزام المصارف الخاصة السورية بأي من المبادئ الدولية لحوكمة الشركات من وجهة نظر العينة المدروسة أي أن الالتزام بهذه المبادئ لم يتعد الالتزام القانوني الشكلي وانتهت الدراسة الى مجموعة من التوصيات التي من الممكن أن تؤدي الى تحسين واقع ممارسات الحوكمة في المصارف الخاصة السورية.

دراسة (نذة، 2011) أطروحة دكتوراه بعنوان " نموذج مقترح لحوكمة الشركات في الاقتصاديات الانتقالية والأسواق الناشئة وإمكانية تطبيقه في سورية " ، جامعة دمشق.

يهدف هذا البحث الى دراسة تجارب الدول التي لها سبق في ممارسة حوكمة الشركات لاستشفاف نموذج ملائم للاقتصاديات الانتقالية والدول ذات الأسواق الناشئة ، أو طور النشوء كسورية ، وإلى فحص متغيرات قيمة الشركة والأداء ذات العلاقة بحوكمة الشركات في سورية ، لتلبية الحاجة لنموذج جديد لحوكمة الشركات وقيمة الشركة ، إضافة الى دراسة العلاقة بين الأداء وكفاءة التقارير المالية للشركات السورية ، وبين ممارسات وقواعد الحوكمة التي من ضمنها تلك التي أقرتها السوق المالية المحلية .

وبينت الدراسة أن نماذج حوكمة الشركات حول العالم تنقسم إلى مجموعتين رئيسيتين هما:

أ- نموذج الخارجيين المطبق في الدول الأنجلوساكسونية كالولايات المتحدة وبريطانيا :

ويتميز هذا النموذج بخصائص عديدة أهمها : تشتت هياكل الملكية ، وحماية أكبر لحقوق الأقلية من المساهمين ، والاعتماد على الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات .

ب-نموذج الداخلين السائد في معظم دول القارة الأوروبية واليابان :

والذي من أهم خصائصه : تركيز هياكل الملكية في الشركات ، وحضور كبير للمستثمرين المؤسسيين وتأثيرهم على الشركات . وبين هذين النموذجين هناك نماذج هجينة في الدول ذات الاقتصاديات الانتقالية والأسواق الناشئة ، بحيث تشمل هذه النماذج على خليط من خصائص كلا النموذجين .

وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج لعل أهمها :

- هناك ضعف في الإفصاح الحوكمي لدى معظم الشركات ، إضافة إلى عدم وجود قاعدة بيانات واحدة حول حوكمة الشركات لدى جهة معينة ، الأمر الذي يرهق المستثمر الذي يريد البحث عن هذه المعلومات ، ويدفعه إلى عدم إدخال العديد من متغيرات الحوكمة في قراره الاستثماري.

- أبدت الشركات المشتركة مع القطاع العام أداءً أفضل بعد انضمام القطاع العام لها ، لاسيما في القطاع الزراعي بشكل خاص ، وترافق ذلك مع حجم ملحوظ للتمويل المصرفي لها .

دراسة (الشهادات، 2012) أطروحة دكتوراه بعنوان "دور حوكمة الشركات في تدعيم المركز المالي لشركات التأمين السورية"، جامعة دمشق .

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على خصائص وأهمية حوكمة الشركات ، وكيفية الاستفادة منها في بيئة الأعمال السورية ، ومدى التزام شركات التأمين السورية بتطبيق مبادئها ، إضافة إلى دراسة وتحليل العلاقة بين مبادئ حوكمة الشركات وبين الملاءة المالية لهذه الشركات للتعرف على أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تدعيم المراكز المالية لشركات التأمين السورية بدلالة ملاءتها المالية . وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج أهمها :

- أظهرت الدراسة الميدانية التزام شركات التأمين السورية بمبادئ حوكمة الشركة .

- تفاوت شركات التأمين السورية في مدى التزامها وتطبيقها لمبادئ الحوكمة
- وجود علاقة ارتباطٍ معنويٍّ بين مدى التزام شركات التأمين السورية بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات ، وبين مؤشرات الملاءة المالية في هذه الشركات
- يمكن لشركات التأمين السورية أن تصل إلى تطبيق أفضل الممارسات في حوكمة الشركات من خلال تقييم ما هو مطبق لديها من مبادئ وقواعد حوكمة من قبل هيئات الإشراف والرقابة على هذه الشركات .

دراسة (قباجة ، 2008) أطروحة دكتوراه غير منشورة بعنوان : " أثر فاعلية حوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " ، جامعة عمان العربية للدراسات العليا ، الأردن .

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر فاعلية حوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، اعتمدت منهجية الدراسة على الاستبانة التي وزعت على عينة عشوائية من 20 شركة من مجتمع الدراسة البالغ 28 شركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للعام 2005 ، وأستخدم الانحدار البسيط والمتعدد لتحديد أثر حوكمة الشركات على الأداء المالي مقاساً بالعائد على حق الملكية ، والعائد على الاستثمار ، وسعر السهم إلى ربحيته ، والقيمة السوقية إلى الدفترية ، وتباين سعر السهم اليومي .

وخلصت الدراسة الى مجموعة من النتائج ، أبرزها وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين فاعلية حوكمة الشركات من جهة والعائد على حق الملكية ، والعائد على الاستثمار ، وسعر السهم الى ربحيته ، والقيمة السوقية للدفترية من جهة أخرى ، وأن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين فاعلية حوكمة الشركات وتباين سعر السهم اليومي .

Fama, E. and K., French, 1992,"The Cross-Section of Expected Stock Returns", Journal of Finance, volume 47,427-465

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على علاقة وتأثير كل من المتغيرات التالية (الحجم المتمثل بالقيمة السوقية لحقوق الملكية وربحية السهم الواحد ، ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية B/M، ومعدل الرفع المالي متمثل في نسبة القيمة الدفترية للأصول إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية ، ونسبة القيمة الدفترية للأصول إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية كقوة الرفع ، ومعامل بيتا) في متوسط العائد الشهري لأسهم الشركات غير المالية المدرجة بسوق NASDAQ; AMEX; NYSE للفترة من عام (1962) وحتى (1989) باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد لفاما ماكبيث (1973) لحساب معاملات المتغيرات ثم عبر أسلوب تكوين المحافظ الاستثمارية.

توصلت الدراسة إلى أنَّ العائد على محفظة الشركات ذات الحجم الصغير أكبر من العائد على محفظة الشركات ذات الحجم الكبير ، وإن الشركات ذات النسبة الأعلى للقيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لها عوائد أكبر من الشركات التي لها نسبة أقل. لكن لم تجد علاقة معنوية بين معامل بيتا ومتوسط عوائد الأسهم.

تم الاستفادة من هذه الدراسة في اتباع أسلوب فاما ماكبيث بدراسة العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم واستخدام المتغيرات الضابطة المتعلقة بالحجم ومعامل بيتا كأحد العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم .

Mouselli, S., Abdul Raoof, R., and Jaafar, A. 2014, Corporate governance accruals quality and stock returns, vol.14 No. 1 PP

Emerald Group publishing Limited, ISSN 1472-0701.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد بنود الحوكمة الأكثر تأثيراً في جودة المعلومات ، ومن ثم دراسة تأثير هذه البنود في عوائد محافظ الأسهم . استخدم الباحثون لهذا الغرض عينة من الشركات في المملكة المتحدة خلال الفترة من عام 2003 الى 2008 حيث اعتمدت الدراسة على قاعدة البيانات المزودة من قبل مجموعة Risk Metrics كمصدرٍ لمقاييس الحوكمة (مجلس الإدارة - التدقيق - التعويضات - الملكية - السيطرة)

ولتحديد بنود الحوكمة التي تؤثر بشكلٍ أكبر على مقياس التلاعب بالأرباح استخدم الباحثون نموذج الانحدار المتعدد حيث التلاعب بالأرباح كان المتغير التابع ومتغير الحوكمة الإجمالي هو المتغير المستقل مرة وعلى كل بند من بنود الحوكمة فرادى (مجلس الإدارة - التعويضات - السيطرة - التدقيق) مراتٍ أخرى .

وكانت نتيجة الدراسة أن بند التدقيق له الأثر الأكبر بين بنود الحوكمة بالتأثير في جودة الأرباح وبما أن جودة الأرباح تؤثر في عوائد الأسهم فإن بند التدقيق يؤثر في عوائد الأسهم كما أنشأ الباحثون عاملاً يمثل بند التدقيق أضيف هذا العامل إلى نموذج العوامل الثلاثة لاختبار قدرة هذا النموذج الجديد على تفسير تباين السلاسل الزمنية لعوائد الأسهم حيث تمت مقارنة نموذج العوامل الثلاثة بعد إدخال بند التدقيق وقبل إدخال هذا البند. تبين بعد إدخال هذا العامل بأن معنوية عامل الحجم والقيمة الدفترية للسوقية قد انخفضت في تفسير عوائد المحافظ بينما ساهم بند التدقيق في تفسير عوائد المحافظ.

استفادت الباحثة من هذه الدراسة بأخذ الحوكمة كأحد العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم وأيضاً الاستفادة من مبدأ مؤشر CGQ الذي توفره قاعدة البيانات Risk Metrics في تشكيل المؤشر .

**Brown, C, 2004, Corporate Governance and Firm Performance
social science research Network (SSRN), Working paper 27.**

هدفت الدراسة إلى قياس العلاقة بين حوكمة الشركات وأدائها في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك من خلال وضع مقاييس لحوكمة الشركات التي تم الحصول عليها من مركز بحوث مسؤولية المستثمر (IRRC), وتشمل هذه المقاييس محصلة قياس 51 عاملاً تشتمل على 8 فئات للحوكمة، المراجعة، مجلس الإدارة القانون الداخلي ، تعلم المدير، تعويضات المدراء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة ، الملكية، الممارسات المتقدمة. و قد تم إتباع المنهج الوصفي التحليلي في الدراسة حيث تم الربط بين فئات الحوكمة الثمان ومقاييس الأداء الستة المعتمدة من معهد جو للإدارة وعملت الدراسة على الربط بين نتيجة الحوكمة وبين كل متغير أساسي باستخدام معامل ارتباط بيرسون وسبيرمان و تم ترتيب نتائج الحوكمة من الأعلى إلى الأدنى (من الأفضل إلى الأقل حوكمياً) وخلصت الدراسة إلى أن الشركات التي تتمتع بمستوى حوكمة أفضل نسبياً أكثر ربحية وذات قيمة سوقية أعلى وتوزع أرباح أكثر لحملة الأسهم.

الفصل الثاني : مدخل الى الحوكمة

1.2 مقدمة

تعاني الكثير من اقتصادات العالم وحتى القوية منها من مشكلاتٍ وأزماتٍ ماليةٍ وتعثرٍ في مسيرة الشركات ، وانهيارات وفضائح مالية ، ناجمةً عن التلاعب والاحتيال من قبل مديري هذه الشركات لتحقيق مصالحهم الشخصية ، متجاهلين أنهم مجرد وكلاء يديرون أموال المساهمين وعليهم أن يكونوا على وجه تام من الشفافية والوضوح مع أصحاب المال الأساسيين ، بكل ما يخص تعاملاتهم وممارساتهم وبكل ما يخص المركز المالي للشركة دون التوجه إلى الأخطاء أو التلاعب من خلال طرق محاسبية مبتكرة وصولاً إلى رقم الربح الذي يريدون، ودون اهتمام بالعواقب على المساهمين والمجتمع وأصحاب المصالح من دائنين وبنوك وموردين .

أمام هذا الوضع الخطير والفوضى الكبيرة في السوق المالية كان لابد من إيجاد صيغةٍ تعمل على ضمان الحقوق ومنع الفساد حتى لا تبقى السوق مجرد مراهنات ومغامرات ، مراهنات بأن الشركة تقول الحقيقة ، ومراهنات على أن العاملين سيحصلون على أجورهم ، ومراهنات على أن الديون سيتم إيفاؤها ، هذه الصيغة قائمة على منظومةٍ من التشريعات والتوجيهات الملائمة لوضع وتطور كل بلدٍ ، فيجب على الحكومة أن تنشئ وتحافظ على الإطار التشريعي والمؤسسي المناسب لذلك ، وأن تعمل الشركات على تغيير الطريقة التي تعمل بها ، وهذه المنظومة هي ما أطلق عليها فيما بعد (حوكمة الشركات) (طجها ، محمد ، 2009).

2.2 نشأة وتطور الحوكمة

إنَّ تطور مفهوم حوكمة الشركات يعود بشكلٍ غير مباشرٍ في بدايته إلى تنبؤات آدم سميث (1776) Smith التي ذكرها في كتابه بحث في أسباب وطبيعة ثروة الأمم حيث بين أنه من غير المتوقع أن يدير مدراء الشركات الشركة كما لو يديرها أصحابها بأنفسهم ، كما توقع أن يكون هناك إهمالٌ بشكلٍ أو بآخر في إدارة شؤون هذه الشركات ، وأن يكون هناك تلاعبٌ في الحسابات (Bather,2006). حيث أنه من الطبيعي أن تتولد مشاكل نتيجة الفصل الملكية عن الإدارة لكن بالمقابل سيتحقق نتيجة هذا الفصل العديد من المزايا منها استمرارية الشركة والاستفادة من الإدارة الخبيرة .

وبعد ذلك أتى الأستاذان في جامعة هارفارد Berle and Means عام 1932 تناولوا فصل الملكية عن الإدارة وما ينجم عن هذا الفصل الوظيفي من مشكلات ما بين المدراء ومالكي الشركة.

لكن هناك عددٌ من الباحثين يرون أنَّ السبب الرئيسي لولادة مصطلح حوكمة الشركات يعود إلى الفضائح التي هزت شركاتٍ عملاقةً في الاقتصاديات الغربية عموماً والاقتصاد الأمريكي خصوصاً ، وما تبعه من حالات افلاس وانهيارات كان لها أثرٌ بالغٌ على الاقتصاد العالمي حيث انهارت في مطلع القرن الواحد والعشرين في سابقةٍ خطيرةٍ شركات مثل شركة Enron والتي تبعها حل شركة Arthur & Anderson لمراجعة الحسابات ثم اكتشفت اختلاساتٍ كبيرةً في شركة World Telecom وشركة Paramalate الأوربية للأغذية . ما دفع الحكومة الأمريكية للبحث عن أسباب تلك الانهيارات المفاجئة فأظهرت نتائج التحليلات أنَّ هناك خللاً في أخلاقيات وممارسة مهنتي المحاسبة والتدقيق ومدى

جدوى الرقابة على الأسواق المالية وقصور الأجهزة الرقابية الأمريكية في هذا المجال و بناءً عليه قامت الحكومة الأمريكية بإصدار تشريع جديد اسمه Sarbans & Oxley act حيث تم إلزام الشركات المدرجة بالأسواق المالية الأمريكية بالنقد بينوده (القشي ، الخطيب ، 2006) .

فجاءت هذه الفصائح لتؤكد أهمية إيجاد معايير لأفضل الممارسات والإجراءات في الإدارة والتنظيم والمراقبة والإشراف الفعال على الشركات المساهمة بما يضمن تحقيق الأهداف الموضوعية والالتزام بالأنظمة الداخلية والخارجية المنظمة لشؤون أعمال الشركات أو ما يطلق عليه حوكمة الشركات (Corporate Governance) (المطيري ، 2003) .

كذلك ساهمت الجهود المبذولة من قبل العديد من الدول والمؤسسات والمنظمات العالمية في سبيل وضع السمات المالية لحوكمة الشركات ، وقد كانت هذه الجهود استجابة للعديد من المتغيرات التي ظهرت وأدت إلى تشكيل العديد من الملامح الاقتصادية السلبية .

فعلى مستوى الدول ، كان للجهود البريطانية والأمريكية بصمات واضحة في مجال حوكمة الشركات، أما على مستوى المنظمات والمؤسسات العالمية فقد كان هناك عدة إسهامات من قبل منظمات عالمية كمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية التي كان لها جهود كبيرة في سبيل تشجيع وترسيخ أسس حوكمة الشركات وغيرها من المؤسسات كمؤسسة التمويل الدولية والبنك الدولي .

ويمكن تلخيص هذه الجهود في الجدول الآتي :

الجدول (1)

الجهود العالمية المبذولة في مجال حوكمة الشركات

العام	الجهة	الاصدار
1992	Cadbury	صدور القواعد البريطانية لحوكمة الشركات بتقرير sir Adrian Cadbury في عام 1992 حيث ألزم الشركات بالإفصاح عن الالتزام بقواعد الحوكمة مع تقديم تفسير عن ما لم يتم الالتزام به (Cadbury, 1992,p.16)
1995	Greenbury	صدور تقرير لجنة Greenbury الذي يركز على مكافآت أعضاء مجلس الإدارة , والذي أوصى بالإفصاح الكامل عن المدفوعات للإدارة من رواتب ومكافآت (Greenbury, 1995,p.7)
1998	Hample	صدور تقرير Hample الذي عني بحوكمة الشركات وجاء ليعيد النظر في نظام حوكمة الشركات في المملكة المتحدة من خلال شمول القانونين السابقين , Cadbury(1992) Greenbury (1995) في هذا التقرير (Hample,1998,p.3)
1999	OECD	صدور مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD لحوكمة الشركات في عام 1999 والتي أصبحت حجر الأساس ومعياراً دولياً لواضعي السياسات والمستثمرين والشركات

والآخرين أصحاب المصالح مع الشركات في
جميع أنحاء العالم (OECD,2004,P.3)

استجابة للآزمات التي حدثت في العديد من الشركات الأمريكية صدر قانون Sarbanes-Oxley Act بعدما أقره الكونغرس الأمريكي كنتشريع وتم فيه تحديد متطلبات جديدة بما في ذلك حوكمة تكوين لجان التدقيق وتحديد مسؤولياتها (zhang,2007,p.74)	Sarbanes-Oxley Act	2002
في سنة 2003 وضعت مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي قواعد واسس ومعايير مالية وإدارية هدفها دعم الحوكمة داخل المؤسسات (زين الدين وجابر , 2012)	IFC	2003
إصدار نسخة 2004 من معايير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD واشتملت على مراجعة النسخة السابقة لمراعاة التطورات الأخيرة والخبرات في دول المنظمة وخارجها (OECD,2004,P.3)	OECD	2004
إصدار نسخة 2008 من معايير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD وتضمنت القواعد السابقة مدموجة بالخبرات العملية المشتركة التي تدعو جميع الأطراف للاضطلاع بمسؤولياتهم (OECD,2008,P.11)	OECD	2008

الجدول من إعداد الباحثة

3.2 مفهوم الحوكمة :

على الرغم من أن مضمون مفهوم الحوكمة يرجع الى القرن التاسع عشر فإنه يعتري مفهوم حوكمة الشركات بعض الغموض كون هذا المفهوم لا يزال في طور التكوين ولم يتبلور إلا من قرابة عقدين أو أكثر ، وأيضاً بسبب عدم وجود تعريف موحد بين الباحثين والمهتمين لهذا المصطلح .

وستتناول الباحثة عدة تعريفات لمفهوم الحوكمة :

عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (Organization of Economic Corporation and Development) الحوكمة " بالنظام الذي يوجه ويضبط أعمال الشركة ، حيث يقوم بوصف وتوزيع الحقوق والواجبات بين مختلف الأطراف في الشركات مثل مجلس الإدارة والمساهمين والأطراف ذوي العلاقة ، ويضع القواعد والإجراءات اللازمة لاتخاذ القرارات الخاصة بشؤون الشركة ، كما يضع الأهداف والاستراتيجيات اللازمة لتحقيقها "(OECD,1999,P.11).

يمكن تعريف حوكمة الشركات بأنها النظام الذي يتم من خلاله توجيه أعمال المنظمة ومراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والشفافية (حماد،2005).

يرى (سليمان ، 2006) أن الحوكمة هي :

- نظام متكامل للرقابة المالية وغير المالية الذي عن طريقه يتم إدارة الشركة والرقابة عليها .
- مجموعة من الطرق والتي يمكن من خلالها أن يتأكد المستثمرون من تحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم .
- مجموعة من القواعد والحوافز التي تهتدي بها إدارة الشركات لتعظيم ربحية الشركة وقيمتها على المدى البعيد لصالح المساهمين .
- مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية ، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة (مثل حملة السندات ، العمال ، الدائنين ، المواطنين) .

في حين اعتبر (علي و شحاته 2007:77) حوكمة الشركات بأنها إطار يتضمن القواعد وممارسات السوق التي تحدد كيفية اتخاذ الشركات وخاصة شركات الاكتتاب العام لقراراتها والشفافية التي تحكم عملية اتخاذ القرار فيها ومدى المساءلة التي يخضع لها مديرو ورؤساء تلك الشركات وموظفيها والمعلومات التي يفصحون عنها للمستثمرين والحماية التي يقدمونها لصغار المستثمرين ، وتضمن أيضا موضوعات خاصة بقانون الشركات وقوانين الأوراق المالية وقواعد قيد الشركات بالبورصة والمعايير المحاسبية التي تطبق على الشركات المقيدة بالبورصة وقوانين مكافحة الإفلاس كما تتضمن التشريعات الصادرة عن الحكومة والجهات التشريعية التي يتعامل معها المساهمون والشركات.

من خلال ما سبق يتضح للباحثة بأن هناك معانٍ أساسيةً لحوكمة الشركات :

- إطار تشريعي ورقابي منظم يتضمن مجموعة من الآليات الداخلية والخارجية . يهدف هذا الإطار إلى تنظيم العلاقات التعاقدية بين مختلف الأطراف المتعاقدة وذات المصلحة مع

المؤسسة ، في سبيل خلق الثقة التي تؤدي إلى إنشاء علاقات تعاقدية دائمة ، وتحسين الأداء وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين .

- إن الحوكمة هي مسألة أخلاقية بامتياز تتمثل بالالتزام بالسلوك المهني الأخلاقي من جانب الإدارة لتحقيق مصالح جميع الأطراف ، وتقديم المعلومات للمساهمين بكل شفافية .
- ويستند مفهوم الحوكمة على ركيزة أساسية وهي الإفصاح والشفافية حيث أن وجود نظام للإفصاح والشفافية يمكن المساهمين من الحصول على المعلومات الضرورية لاتخاذ قراراتهم الهامة ، وإيضاً يعزز ثقة الجمهور بالشركة ، ويحسن من سمعتها وقيمتها السوقية ، وما لذلك من انعكاسات على أسعار أسهمها في السوق المالي .
- وأيضاً يتضمن مفهوم الحوكمة رؤى اقتصادية يأتي من دور الحوكمة وأثرها في تعزيز الثقة وتخفيض تكلفة رأس المال ، وتحسين قيمة وأداء الشركات وما لذلك من انعكاس على الثقة بالأداء الاقتصادي العام وبالتالي توسيع فرص الاستثمار المتاحة مما يؤدي الى رفع مستوى المعيشة العام.

4.2 أهمية الحوكمة

توفر الحوكمة الحافز لمجلس الإدارة لتحقيق الأهداف التي تصب في مصلحة الشركة ، وتجعل المساهمين أكثر اطمئناناً على استثماراتهم من خلال تزويدهم بالمعلومات الكافية المتعلقة بالقرارات المتخذة المتعلقة بالأمور الجوهرية (Singh and Davidson, 2003). كما اكتسبت حوكمة الشركات أهمية أكبر بالنسبة للديمقراطيات الناشئة نظراً لضعف النظام القانوني الذي لا يمكن معه إجراء تنفيذ العقود وحل المنازعات بطريقة فعالة. كما أن ضعف نوعية المعلومات تؤدي إلى منع الإشراف والرقابة وتعمل على انتشار الفساد وانعدام الثقة. ويؤدي اتباع المبادئ

السليمة لحوكمة الشركات إلى خلق الاحتياطات اللازمة ضد الفساد وسوء الإدارة مع تشجيع الشفافية في الحياة الاقتصادية (شبكة حوكمة الشركات الالكترونية ، 2004).

ويبرز الشكل (2) أهمية الحوكمة من خلال المزايا التي تمنحها للمستثمرين والشركات من جهةٍ والمجتمع من جهةٍ أخرى.

الشكل (2) مزايا حوكمة الشركات

مزايا للمجتمع	مزايا للشركات والمستثمرين
- تشجع الاستثمار والتنمية المستدامة - تحارب الفساد. - تشجع التنافس. - تشجع على زيادة الإنتاجية والابتكار. - تشجع على العمل بكفاءة وتقلل الفاقد. - تجعل الأسواق المالية مستقرة. - تخفف أثر المخاطر. - تشجع على قيام علاقات تتمتع بالشفافية بين قطاع الأعمال والحكومة	- تحسين أداء الشركات - تقليل من تكلفة رأس المال - تقوي السمعة - تحسن الاستراتيجية - تبني علاقات قوية بين أصحاب المصلحة والادارة - تحمي حقوق المستثمرين - تخفف المخاطر - تزيد السيولة السهم

الجدول من إعداد الباحثة وتم الحصول على المعلومات الخاصة بالجدول من مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE

حيث تعمل حوكمة الشركات على رفع كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركة وتدعيم تنافسيتها بالأسواق، بما يمكنها من جذب مصادر تمويل محلية وعالمية للتوسع والنمو و يجعلها قادرة على خلق فرص عمل جديدة ، مع الحرص على تدعيم استقرار أسواق المال والأجهزة المصرفية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة والتنمية الاقتصادية المطلوبة (ابو العطا, 2003).

إن الحوكمة هي احد عوامل تحسين الكفاية الاقتصادية والنمو الاقتصادي ، بالإضافة إلى تعزيز ثقة المستثمرين . وإن وجود نظام حوكمة فعال في أي شركة وفي أي اقتصاد بشكل عام يساعد في توفير درجة من الثقة ضرورية لكي يعمل الاقتصاد بشكل جيد . ونتيجة لذلك تكون تكلفة رأس المال منخفضة ، تشجع الشركات على استعمال الموارد بكفاءة أكثر وبذلك تعزز النمو الاقتصادي (OECD,2004). كما تقلل الحوكمة المخاطر من خلال تنويع الأصول والعمل على إدارة المخاطر وتجنب وحل الازمات (Palpacuer,2006).

5.2 مبادئ الحوكمة :

لتحقيق أهداف الحوكمة ، لابد من توافر قواعد راسخة تساهم في إقامة نظام سليم يعزز النجاح والإصلاح الاقتصادي والتنظيمي للشركات حيث أن تطبيق هذه القواعد يعتبر وسيلة فعالة لتعزيز الثقة بالشركات ومؤشراً على مستوى الشركات من حيث التزامها المهني بقواعد الحوكمة من حسن الإدارة والإفصاح والشفافية وما يتبع ذلك من آثار على الاقتصاد ونموه . وقد تم وضع الكثير من المبادئ والإرشادات والقوانين التي تدعم هذا الجانب في الفترة الماضية .

فقد وضعت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية مجموعةً من الإرشادات والمعايير عرفت باسم (قواعد حوكمة الشركات) بالاشتراك مع الحكومات الوطنية والمنظمات العالمية ذي العلاقة وقد اكتسبت هذه المبادئ قبولاً عالمياً في جميع أنحاء العالم كمرجعيةٍ رئيسيةٍ لحوكمة الشركات تم نشرها كمبادئ عام 1999 وتم تنقيحها وإصدارها عام 2004 .

وسيتّم عرض هذه المبادئ في الجدول التالي:

الجدول (2)

- ذا تأثير على الأداء الاقتصادي الشامل , ونزاهة الأسواق - المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر في ممارسات حوكمة الشركات في نطاق اختصاصٍ تشريعيّ ما - توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات - أن تكون لدى الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية السلطة , والنزاهة والموارد للقيام بواجباتها	توافر إطارٍ فعالٍ للحوكمة	مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
- ينبغي أن تتضمن الحقوق الأساسية للمساهمين - الحق في المشاركة والحصول على	حقوق المساهمين	

المعلومات عن القرارات - فرصة المشاركة الفعالة والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين - الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية - تسهيل ممارسة كافة المساهمين لحقوق الملكية - السماح للمساهمين ، بما فيها المستثمرون المؤسسون أن يتشاوروا مع بعضهم بعضاً فيما يتعلق بالموضوعات الخاصة بالحقوق الأساسية للمساهمين		
- معاملةً متساويةً لكافة المساهمين - إلغاء جميع العوائق التي تعرقل عملية التصويت عبر الحدود - منع التداول بين الداخلين والتداول الصوري والشخصي	المعاملة المتساوية للمساهمين	
- يعترف بحقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون ، أو تنشأ لاتفاقاتٍ متبادلةٍ	دور أصحاب المصالح	

- فرصة الحصول على تعويضٍ فعالٍ مقابل انتهاك حقوقهم - السماح بوضع آلياتٍ لتعزيز الأداء من أجل مشاركة العاملين - السماح بالحصول على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي - إمكانية الاتصال بمجلس الإدارة للإعراب عن اهتمامهم بشأن الممارسات غير القانونية أو غير الأخلاقية		
- الإفصاح السليم الصحيح في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة - القيام بمراجعة خارجية مستقلة بواسطة مراجع مستقل كفء و مؤهل - على المراجعين الخارجيين أن يكونوا قابلين للمساءلة والمحاسبة أمام المساهمين - تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين والسماسة وكالات التقييم والتصنيف وغيرها، والمتعلقة بالقرارات التي يتخذها	الإفصاح والشفافية	

المستثمرون		
- يحرص المجلس على الحصول على كل المعلومات وأن يتعامل بعدالة مع كافة المساهمين - تطبيق المعايير الأخلاقية - عرض السياسات - الدخول على المعلومات الدقيقة والملائمة وفي التوقيت المناسب	مسؤوليات مجلس الإدارة	

الجدول من إعداد الباحث وتم الحصول على المعلومات من موقع منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD

ترى الباحثة أن هذه المبادئ تبدو عامة لأنها وضعت في اطار عالمي ليتم تطبيقها عالمياً الا انه يمكن لأي دولة تريد السعي في طريق الحوكمة ان تستعين بهذه المبادئ لتكوين مبادئ خاصة بها تتناسب مع متطلباتها وبيئتها الاقتصادية والاجتماعية والقانونية .

6.2 الحوكمة في الجمهورية العربية السورية

1.6.2 الإطار التنظيمي والتشريعي لحوكمة الشركات في سورية

يتكون اطار الحوكمة من مجموعة من المعايير (الداخلية) على مستوى الشركات التي تركز على كيفية توزيع السلطات واتخاذ القرارات داخل الشركة بالشكل الذي يقلل تضارب المصالح

بين جميع الأطراف ، ومعايير (خارجية) على مستوى الاقتصاد التي تشكل البنية التحتية لإرساء الحوكمة .

يعتبر مفهوم الحوكمة في سورية حديثاً نسبياً حيث أصدرت في الآونة الأخيرة العديد من التشريعات والقوانين والاصلاحيات وذلك بالاستناد إلى دعامتين هامتين هما الإفصاح والشفافية والمعايير المحاسبية السليمة. والتي تمثلت بمعايير خارجية على سبيل المثال قانون رقم 22 لعام 2005 لإحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وقانون إنشاء سوق دمشق للأوراق المالية ، التي تساهم في ارساء البنية التحتية المنظمة للأعمال والتي تشكل بدورها الاطار الملائم لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات، بالإضافة إلى قوانين ومعايير داخلية كنظام الممارسات السليمة ونظام الحوكمة والمؤسسية (هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية 2011،

وسيتناول هذه القوانين بالشكل التالي :

1.1.6.2 قانون رقم 22 لعام 2005 لإحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية :

يقضي هذا القانون بإحداث هيئة للأوراق والأسواق المالية السورية ، ويعتبر هذا القانون خطوة اساسية في تطوير وإرساء قواعد حوكمة الشركات في سوريا حيث ستتولى هذه الهيئة الإشراف والمراقبة على سوق رأس المال وعلى الشركات والمؤسسات المرتبطة بالسوق ، إنَّ قانون الهيئة هذا يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية ويحمي المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية

من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تتطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب وذلك من خلال الوظائف التالية الملقة على عاتق الهيئة وهي :

- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية

- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها

- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها ومراقبة الأسواق المالية (هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية, 2005) .

فمهد هذا القانون لإنشاء سوق للأوراق المالية كقوة قائمة على الشفافية والإفصاح الكامل الذي يعتبر عصب حوكمة الشركات وهذا يوفر بيئة شفافة تحمي المستثمرين وجميع المتعاملين .

2.1.6.2 قانون سوق دمشق للأوراق المالية لعام 2006:

جاء هذا القانون كخطوة أخرى لاستكمال البنية التشريعية اللازمة لتطبيقات حوكمة الشركات بإنشاء سوق لتداول الأوراق المالية يسمى بسوق دمشق ووفقاً لما هدف له قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية بإنشاء سوق مالي كفوء قائم على الشفافية والإفصاح فإن ذلك يتطلب قوانين تحكم إصدار والتعامل بالأوراق المالية ومتطلبات التسجيل وقوانين تحمي حملة الأسهم. يهدف هذا القانون إلى تنظيم جميع العمليات المتعلقة بإصدار وطرح وتداول وتسوية وانتقال ملكية الأوراق المالية فحدد هذا القانون مهام السوق كما يلي (سوق دمشق للأوراق المالية , 2006) :

- وضع وتطبيق الإجراءات واساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفؤ وشفاف وتوفير آليات عمل وأنظمة متطورة .

- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفايتها وشفافيتها وتطبيق قواعد التداول السليم وتوفير المعلومات الصحيحة عن الأوراق المالية المدرجة في السوق .
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للمقاصة والتسوية من خلال مركز المقاصة للحفاظ المركزي .
- وضع معايير مهنية لشركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها ومعتمديها وتطبيقها في السوق وكذلك معايير التدريب والخبرة لأعضائها .
- التحقق من قوة ومثانة الأوضاع المالية لشركات الخدمات والوساطة المالية .
- إعداد التقارير ونشر المعلومات والمؤشرات عن أداء ونشاط السوق .
- إبداء الرأي في تطوير التشريعات والأنظمة ذات العلاقة بعمل السوق .

3.1.6.2 قرار رقم 127 لعام 2007 لنظام الحوكمة لشركات التأمين

أصدرت هيئة الاشراف على التأمين نظام الحوكمة المؤسسية الخاص بشركات التأمين في سورية الذي يعد خطوة مشجعة لقيام سوق تأمين فعالة وشفافة وذات مصداقية ولتطوير قطاع التأمين ، و يعتبر ذلك بداية لوضع معايير الحوكمة الداخلية التي تنظم العلاقات داخل الشركة في سورية . وبالتالي يعتبر نظام الحوكمة الأول في سورية الذي أصدرته هيئة الاشراف على التأمين ليكون مثلاً يمكن تطبيقه لاحقاً على القطاعات الأخرى .

واقرار نظام الحوكمة يأتي في ظل سعي هيئة الإشراف على التأمين لتطوير قطاع التأمين وبعد إصدار نظام الاستثمار في شركات التأمين الذي يمكن شركات التأمين من الاستثمار بأموال المساهمين والأموال الاحتياطية لحملة وثائق التأمين ، وبالتالي تبزغ الحاجة هنا إلى نظام حوكمي للممارسات السليمة للقائمين على إدارة الشركة بما يحافظ على حقوق حملة

وثائق التأمين والعاملين وأصحاب المصالح وغيرهم . وتسهيل ممارسة حملة الاسهم لحقوقهم وتمكين شركات التأمين من العمل في البيئة التنافسية وبالتالي إتاحة الفرص امامها للحصول على التمويل اللازم بتكلفة أقل . باعتبار هذا النظام يضمن الإفصاح الدقيق في الوقت المناسب وضمان الآلية الأمثل لمراقبة الشركة (هيئة الاشراف على التأمين, 2007).

4.1.6.2 المرسوم التشريعي رقم 61 لعام 2007:

يتعلق هذا المرسوم بإعادة تقييم الأصول الثابتة للمنشآت الفردية ، والغاية الأساسية من إصدار هذا المرسوم تتمثل في تشجيع و إعطاء الفرصة للمنشآت الفردية وخاصة العائلية لتتحول إلى شركات مساهمة ، حيث تشكل الشركات العائلية أهمية اقتصادية كبيرة ولكنها تواجه مجموعة من التحديات تتعلق بالمالكين بشكل رئيسي وغياب البناء المؤسسي الذي لا يتلاءم مع الممارسات الإدارية السليمة ، أو بالنظام الاقتصادي ككل ، كالتحول إلى اقتصاد السوق ، وانفتاح الأسواق على بعضها وظهور منافسة كبيرة على مستوى العالم ، وثورة الاتصالات والاستثمارات الأجنبية .

لمواجهة هذه التحديات لابد من التحول بشكل تدريجي إلى الشركات المساهمة العامة ، وذلك ضماناً لتحول الشركات الناجحة ذات الأوضاع المالية السليمة بما يكفل الحفاظ على مصالح المساهمين واستقرار السوق المالي ، فكان هذا المرسوم من أهم الخيارات المطروحة لمعالجة التحديات أمام الشركات العائلية السورية ، فتضمن هذا المرسوم مجموعة من الحوافز الضريبية التي توفر أفضل الشروط لتتمكن الشركات العائلية من التحول إلى شركات مساهمة (الجيلاتي ، محمد ، 2007).

إنّ تشجيع الشركات الفردية والعائلية للتحويل إلى شركاتٍ مساهمةٍ بالتالي جعلها أقلّ عرضة لحالات الفشل في تطبيق مبادئ الحوكمة من خلال إنشاء إدارة مبنية على الكفاءة تفصل فيها الإدارة عن الملكية وبالتالي أنظمة ملكية أكثر قابلية للمساءلة والمحاسبة ودرجة أعلى من الإفصاح والموثوقية وأقلّ عرضة للفساد .

5.1.6.2 القرار 31 لعام 2008 (نظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات):

جاء هذا النظام أيضاً استكمالاً لمعايير الداخلية للحوكمة ليشمل جميع القطاعات الاقتصادية . ويعد إطاراً عاماً لنظام الإدارة السليمة للشركات المساهمة والذي يتم من خلاله توجيه أعمال الشركة ومراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والمحاسبة. وقد تم اعداد نظام الممارسات السليمة اعتماداً على مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (موسى ، 2014).

عملت هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بحكم وظيفتها في تنظيم وتطوير الأسواق المالية والفعاليات الملحقة بها بما يضمن العدالة والشفافية والكفاءة وبما يساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية وفي حماية المستثمرين من الممارسات غير السليمة منذ عام 2009 على متابعة مدى التزام الشركات المساهمة الخاضعة لإشرافها بتطبيق ممارسات الحوكمة السليمة وفق القرار رقم 31 عبر سلسلة من التقارير السنوية ونشرها لتكون متاحة للجميع على موقع الهيئة الالكتروني لدعم دور الهيئة في رفع مستويات الإفصاح والشفافية من جهة وفي نشر الوعي اللازم حول الممارسات الفضلى التي بتطلبها تطوير قطاع الأوراق المالية (هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية , 2011) .

وسيتم تناول نظام الممارسات بمزيد من التفصيل لاحقاً.

6.1.6.2 القرار رقم 489 لعام 2009 (دليل الحوكمة للمصارف الاسلامية والتقليدية):

ظهرت الحاجة لنظام حوكمة المصارف كونها شركات مساهمة لها الدور في تبني آليات الحوكمة وكونها مصدر التمويل الاساسي لباقي الشركات وبالتالي تلعب دوراً هاماً في مراقبة تطبيق الشركات الأخرى لمبادئ الحوكمة (موسى، 2014).

تتشارك الحوكمة المصرفية مع الحوكمة في الشركات إلا أن الطبيعة الخاصة بالأعمال والأنشطة المصرفية المحفوفة بالكثير من المخاطر وكذلك الحاجة إلى حماية مصالح الأطراف الأخرى وخاصة المودعين الذين يشكلون الركيزة الأساسية لأداء المصارف واستمراريتها حيث أن إفلاس المصارف لا يؤثر فقط على الأطراف ذوي العلاقة من زبائن ومودعين ومقرضين ولكن يؤثر أيضاً على استقرار المصارف الأخرى وبالتالي يؤثر على الاستقرار المالي للقطاع المصرفي كما أن الحوكمة هي أكثر تعقيداً في القطاع المصرفي من القطاعات الأخرى لان هناك تداخل معقد في المصالح بين مختلف الأطراف، وبالتالي فإن هناك حاجة لإلزام البنوك بالإفصاح عن المخاطر التي قد تتعرض لها والتأكيد على أهمية إدارة المخاطر من خلال لجان لإدارة المخاطر ونظام للرقابة محكم (بورقية ، 2009) . وتلعب المصارف المركزية في تفعيل وإرساء مبادئ الحوكمة على مستوى المصارف . وتأكيداً على ما سبق أصدر المصرف المركزي بحكم وظيفته في مراقبة وتنظيم والإشراف على كافة المصارف العاملة في سورية دليل الحوكمة الخاص بالمصارف التقليدية والمصارف الإسلامية بما يتطابق مع مقررات لجنة بازل للرقابة والإشراف المصرفي لضمان الحماية الكافية لأصول المنشآت المصرفية وحقوق المودعين ولضمان سلامة المركز المالي للمصارف وتدعيم الاستقرار المالي والإداري (مصرف سورية المركزي, 2009) .

7.1.6.2 قانون الشركات رقم 29 لعام 2011:

تضمن هذا القانون العديد من التعديلات التي أقرت على قانون الشركات القديم رقم 3 لعام 2008. هدف هذا القانون الى تبسيط الإجراءات في تأسيس الشركات لتتوافق مع القوانين المقارنة في الدول العربية والأجنبية ومواكبتها بما يخدم عملية التحول إلى اقتصاد السوق الاجتماعي ليلبي حاجات التنمية وتشجيع وجذب رؤوس الاموال والاستثمارات .

هدفت هذه التعديلات الى معالجة وضع الشركات المساهمة المغفلة وإضافة أشكال قانونية جديدة للشركات كالشركات المساهمة المغفلة الخاصة وشركات ذات الشخص الواحد وإمكانية أن تكون الشركة القابضة إما ذات مسؤولية محدودة أو مساهمة مغفلة أو مساهمة عامة . حيث تمت إعادة العمل بالشركات المساهمة التي لم تطرح أسهمها للاكتتاب العام وتمت تسميتها (الشركات المساهمة المغفلة الخاصة) وأجاز هذا القانون للشركات المساهمة المغفلة الخاصة تداول أسهم سوق دمشق للأوراق المالية بعد أن تضع الهيئة التعليمات اللازمة لذلك ، ويشكل هذا تحفيزاً لهذه الشركات لتحول إلى شركات مساهمة مغفلة عامة مستقبلاً .

وبموجب المادة 55 أجاز هذا القانون إحداث شكلٍ جديدٍ وهو شركة (الشخص الواحد المحدودة المسؤولية) ومسؤولية الشخص الواحد في الشركة أمام الغير في تعاملات الشركة برأس مال الشركة الموظف في الشركة .

وأيضاً أقر القانون بإعطاء المؤسسين الحق بالاككتاب بما لا يقل عن 10% ولا يزيد عن 75% بدلاً من 55% سابقاً وهو عاملٌ مشجع للشركات العائلية للاحتفاظ ب 75% وطرح 25% للاكتتاب العام ، وإيضاً أقر الاحتفاظ بأسهم المؤسسين وتم تخفيضه من خمس سنوات الى ثلاث سنوات وهذا يشجع رجال الأعمال على تكوين شركات مساهمة وتحويل الشركات العائلية الى شركات مساهمة . وسمح أيضاً هذا القانون بموجب المادة 216 لشركات القطاع العام بتحويل شكلها القانوني الى شركات مساهمة مغلقة عامة. كل ما سبق يشجع ويسهل الشركات المساهمة المغلقة والشركات العائلية وشركات القطاع العام للتحويل لشركات مساهمة عامة تطرح اسهمها للاكتتاب ويعتبر هذا من أهم الخيارات المطروحة للمحافظة على استمرارية الشركات العائلية وأداء دورها في عملية التنمية الاقتصادية وصمودها أمام كافة التحديات التي قد تواجهها وخاصةً فيما يتعلق بقدرتها على الاستمرار في مرحلة الانتقال إلى اقتصاد السوق وزيادة الاعتماد على القطاع الخاص بشكل أكبر في عملية التنمية الاقتصادية (رئاسة مجلس الوزراء ، 2011).

وبالتالي يساعد هذا القانون على جعل أنظمة هذه الشركات قابلة للمساءلة بشكل أكبر وإفصاح أكبر وبالتالي أكثر قابلية لتطبيق قواعد الحوكمة .

8.1.6.2 القانون رقم 5 لعام 2016 حول التشاركية بين القطاعين العام والخاص

هدف هذا القانون الى ما يلي :

1- تمكين القطاع الخاص من المشاركة في تصميم أو إنشاء أو تنفيذ أو صيانة أو إعادة تأهيل أو تطوير أو إدارة أو تشغيل المرافق العامة أو البنى التحتية أو المشاريع العائدة ملكيتها للقطاع العام وتشجيعه على الاستثمار في ذلك .

2- ضمان أن تكون الخدمات المقدمة عن طريق هذه التشاركية قائمةً على أسس اقتصادية سليمة وكفاءة عالية في الأداء وأن تقدم بالأسلوب الأنسب وتحقق قيمة مضافة إلى الموارد المحلية .

3- ضمان الشفافية وعدم التمييز وتكافؤ الفرص والتنافسية وسلامة ومشروعية جميع الإجراءات الخاصة بعقود التشاركية وذلك لضمان تأدية الخدمات على نحو يتوخى المصلحة العامة مع ضمان حقوق جميع الأطراف ومنهم المستفيدون النهائيون من الخدمات والمستثمرون من القطاع الخاص (رئاسة مجلس الوزراء، 2016).

في ظل فترة الأزمة التي تمر بها سورية وحاجاتها الكبيرة لاستثمارات في المشاريع الحيوية الهامة ولتخفيف الضغط على الموازنة العامة للحكومة جاء هذا القانون ليلبي تلك الحاجات فمن الممكن أن يستفيد القطاع العام من قدرات القطاع الخاص التمويلية والتشغيلية والتسويقية .

2.6.2 نظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات

إن هذا النظام كان استرشادياً في عام 2008 وأصبح إلزامياً في عام 2009 . وتعد القواعد والمعايير التي يتضمنها هذا النظام ملزمة لجميع الشركات المساهمة التي تطرح أسهمها على الاكتتاب العام ، كما تطبق على المصارف وعلى شركات التأمين في كل ما لا يتعارض مع

قواعد الحوكمة المطبقة لديها والمعتمدة من قبل مصرف سورية المركزي بالنسبة للمصارف وهيئة الإشراف على التأمين بالنسبة لشركات التأمين .

ستتناول الباحثة البنود التفصيلية لهذا النظام:

1.2.6.2 مجلس الإدارة

- **حجم المجلس :** لا توجد نصوص خاصة بعدد أعضاء مجلس الإدارة في نظام الممارسات في سورية . إلا أنه ورد في قانون الشركات السوري لعام 2011 بأن لا يزيد عدد أعضاء مجلس الإدارة عن ثلاثة عشر عضواً.

ولم تغطي مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD موضوع عدد أعضاء مجلس الإدارة بشكل مباشر ولم توصي برقم معين .

تتفق أغلب القوانين العالمية انه لا يوجد رقم معين لمجلس الإدارة إلا أنه يجب أن يكون مقبولاً فإذا كان العدد قليلاً جداً فقد يحد من تنوع المهارات والخبرة التي تحتاجها الشركة من أجل الازدهار ، بينما يمكن أن يؤدي وجود عدد كبير إلى ازدياد البيروقراطية يصبح الحصول على الإجماع وصنع القرار صعباً (CIPE,2011). ومع ذلك فإن هناك بعض التشريعات تلزم بذلك كقواعد حوكمة الشركات في الأردن التي توصي بأن يتولى إدارة الشركة مجلس إدارة لا يقل عدد أعضائه عن خمسة أشخاص ولا يزيد على ثلاثة عشر (هيئة الأوراق المالية الأردنية ، 2010).

- **الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة وأي منصب تنفيذي آخر:**

ان غالبية الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا هي مشروعات عائلية ، باستثناء منطقة مجلس التعاون الخليجي حيث تسيطر المشروعات الصغيرة والمتوسطة على ساحة القطاع الخاص ، وفي اطار هذا الهيكل تميل الأدوار إلى التداخل وعدم الوضوح ، ويميل ملاك الشركات الى شغل دوري رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي ، ويعتبر الفصل الواضح ما بين أدوار المساهمين والمجلس والادارة في غاية الأهمية ، فيجب أن يكون لكل طرفٍ مهامٍ ومسؤولياتٍ معلنةٍ وغير متداخلة . فهناك مهامٌ معينةٌ محفوظةٌ للمجلس وأخرى يتم تفويضها للإدارة (CIPE,2011).

جاءت المادة 8 من نظام الممارسات السليمة لحوكمة الشركات المساهمة السورية لتؤكد بأنه يجب ألا يجمع نفس الشخص بين مناصبي عضوية مجلس الإدارة والمدير التنفيذي أو رئيس المديرين التنفيذيين (هيئة الأوراق المالية ، 2008).

- أعضاء المجلس المستقلين:

ينبغي أن تنتظر مجالس الإدارة في تكليف عدد من أعضاء مجلس الإدارة من غير موظفي الشركة ذوي القدرة على ممارسة الحكم المستقل للقيام بالمهام التي يحتمل وجود تعارض في المصالح بها وأمثلة ذلك المسؤوليات الرئيسية هي : ضمان نزاهة القوائم المالية والتقارير المالية وغير المالية ، واستعراض عمليات التداول الأوراق المالية مع الأطراف ذات القرابة وترشيح أعضاء لمجلس الادارة والوظائف التنفيذية الرئيسية وتحديد مكافآت أعضاء مجلس الادارة (OECD, 2004) .

وقد نصت المادة 8 الخاصة بتكوين مجلس الإدارة في بندٍ لها على ألا يقل عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين عن ثلث أعضاء المجلس .

وقد عرفت هيئة الأوراق المالية العضو المستقل بأنه : هو العضو الذي يتمتع بالاستقلالية التامة . حددت أيضاً الحالات التي تنتفي منها صفة الاستقلالية عن عضو مجلس الإدارة وهي كالتالي : 1- إذا كان يعمل أو كان قد عمل لدى الشركة أو في أي شركة من مجموعتها خلال السنوات الثلاث الأخيرة السابقة لتاريخ ترشيحه 2- إذا كان من اقرباء أي من أعضاء مجلس الإدارة 3- إذا كان له أو لأقاربه علاقةً ينتج عنها تعاملات مالية 4- إذا كان هو أو أحد أقاربه شريكاً لمفتش حسابات الشركة خلال السنوات الثلاث السابقة لتاريخ ترشحه لعضوية المجلس .

- خبرة عضو مجلس الإدارة :

يجب أن يملك عضو مجلس الإدارة مؤهلاتٍ و خبرةٍ سابقةٍ في إدارة المجالس والإدارة العليا والخبرة في إدارة المخاطر والأزمات ، وإدارة الموارد البشرية ، ومعرفة والمأم بالأمور المالية والمحاسبية ، والأسواق المحلية والدولية .

على الرغم من أهمية هذا البند إلا أن نظام الممارسات لم يتطرق للمؤهلات والخبرات التي يجب أن يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة .

- اجتماعات مجلس الإدارة :

حدد قانون الشركات السوري (2011) في المادة 157 و 158 و 159 الأحكام التي تخص اجتماعات مجلس الإدارة لكن لم يتضمن نظام الممارسات على أي توصية بخصوص اجتماعات مجلس الإدارة .

- مهام ومسؤوليات مجلس الإدارة :

إن لمجلس الإدارة عددٌ من المهام والمسؤوليات التي نصت عليها التشريعات سابقاً كقانون الشركات وأنظمة الشركات ، لكن لم ترد في نظام الممارسات السليمة للحكومة .

وفق قانون الشركات أن من المهام والمسؤوليات التي يقوم بها مجلس الادارة تزويد الادارة التنفيذية بخطط وسياسات واضحة محددة ، وتشكيل الهيكل التنظيمي للشركة وتشكيل اللجان وتفويض السلطات والصلاحيات ، والإشراف على التنفيذ وتقييم الأداء والمخاطر ، واقتراح مفتش الحسابات وتعيين مدقق حسابات داخلي بناءً على توصية من لجنة التدقيق ، ووضع آلية لاستقبال الشكاوي والاقتراحات المقدمة من قبل المساهمين. ولكن ليس هناك مطلبٌ يفرض على مجلس الإدارة بأن يقوم بنشر ثقافة أخلاقية وحوكمة .

- اللجان التي يشكلها المجلس :

فقد أكد نظام الممارسات على أنه ينبغي على مجلس الإدارة تشكيل عددٍ من اللجان حسب حاجة الشركة ومن أهم هذه اللجان :

- لجنة المكافآت : الغرض من هذه الوظيفة ضمان أن ترتيبات المكافآت تدعم الأهداف الاستراتيجية لعمل المنشأة ، وتمكن من المحافظة على كبار المديرين التنفيذيين ، مع الأخذ بعين الاعتبار الامتثال للسياسات والقوانين التنظيمية المطلوبة (OECD,2004).

ولقد نص نظام الممارسات على مهام اللجنة والغرض منها والذي يتمثل بوضع سياسة واضحة لتعويضات ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة وفق معايير ترتبط بالأداء ، وهناك مطلبٌ بضرورة مشاركة أعضاء غير تنفيذيين في هذه اللجان (هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية, 2008).

ولكن لم يتناول النظام سلطات وصلاحيات لجنة التعويضات والترشيحات فيما يتعلق بتحديد التعويضات النقدية أو على شكل أسهم وأيضاً لا توجد بنود تخص كيفية تشكيل لجنة المكافآت ، قد يعزى ذلك لعدم وجود تشريع ينص على كيفية تشكيل لجنة الترشيحات

- لجان دراسة وإعداد وتطوير السياسات والخطط والموازنات

فقد اكتفى بذكر هذه اللجان ولم يتناول أي بنود تفصيلية تخص هذه اللجان

- لجان أخرى ضرورية للقيام بأعمال معينة

أيضاً هنا فقد تم ذكر هذه اللجان بدون تحديد لأي بنود تفصيلية ولم يذكر أيضاً الأعمال التي توكل لهذه اللجان .

2.2.6.2 حقوق المساهمين

تعتبر حماية حقوق المساهمين أمراً مهماً وقد أكد نظام الممارسات السليمة لحوكمة الشركات المساهمة على هذه الحقوق , وقد قسمت نظام الممارسات هذه الحقوق إلى ثلاثة أنواع :

1- الحقوق العامة للمساهمين :

يتمتع المستثمرون في الأسهم بحقوق ملكية معينة ، فمثلاً السهم الذي يمثل حصة ملكية في إحدى الشركات العامة التي يتم تداول أسهمها يمكن شراؤه أو بيعه أو تحويله . كما أن أسهم الملكية تخول المستثمر الاشتراك في أرباح الشركة مع التزام محدود بقيمة استثماره وإضافةً إلى هذا فإن ملكية السهم تعطي الحق في الحصول على معلومات عن الشركة والحق في التأثير في الشركة وذلك عن طريق المشاركة في اجتماعات الهيئة العامة للمساهمين والتصويت فيها

(OECD,2004).

يعني يتمتع المساهمون بجميع الحقوق المتصلة بالسهم ، وبوجه خاص حق الحصول على أسناد بالأسهم التي يملكونها وحق التصرف بها والحصول على نصيب من الأرباح وحق الأفضلية في الاكتتاب بأية إصدارات جديدة ، والحق في الحصول على نصيب من موجودات الشركة عند التصفية ، وحق الاطلاع على دفاتر الشركة وحق الحصول على كراسٍ مطبوع يتضمن التقرير السنوي للشركة ، والاطلاع على كافة الإفصاحات المنصوص عنها في نظام الإفصاح ، وإقامة دعوى البطلان لأي قرار متخذ من الهيئة العامة أو مجلس الادارة ، وحق رفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس الإدارة (هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، 2008).

2- حق المساهمين في الحصول على المعلومات

لقد أوصى نظام الممارسات في المادة الرابعة بتسهيل حق المساهمين في الحصول على المعلومات حيث أوجبت الشركة أن تمسك سجلاً خاصاً بالمساهمين وفق النموذج المعتمد وأن تمكن المساهم من الاطلاع على سجل المساهمين ، وأن يطلع أيضاً على المعلومات والوثائق الخاصة بالشركة ، وكذلك المعلومات الدورية وغير الدورية المفصح عنها والاستجابة لطلب المساهمين الذين يملكون (10%) على الأقل من رأسمال الشركة بإجراء تدقيق على أعمال الشركة ودفاتها .

3- حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الهيئة العامة

حيث أكدت قواعد الحوكمة على حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الهيئة العامة في المادة الخامسة حيث أوجبت مجلس الإدارة أن يدعو الهيئة العامة للاجتماع بناءً على طلب خطي من مفتشي الحسابات أو من مساهمين يملكون ما لا يقل عن (10%) من أسهم الشركة ،

والعمل على تيسير مشاركة أكبر عدد من المساهمين وذلك باختيار موعدٍ ومكان اجتماع المساهمين والإعلان عن موعد انعقاد الهيئة العامة ومكانه وخلاصة واضحة عن جدول الأعمال قبل الموعد المحدد للاجتماع بأربعة عشر يوماً على الأقل . وأن تتاح للمساهمين الفرصة للمشاركة الفعالة والتصويت وأن تكون الموضوعات المعروضة على الهيئة العامة مصحوبة بمعلوماتٍ كافية بحيث يتمكن المساهمون من اتخاذ القرارات بشأنها بشكل سليم ومدرّوس . ويحق للمساهمين مناقشة الموضوعات المدرجة في جدول الأعمال وتوجيه الأسئلة بشأنها الى أعضاء مجلس الإدارة ومفتشي الحسابات ، وتحقيق المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين ، ويحق للمساهمين الاطلاع على محاضر اجتماعات الهيئات العامة . ويجوز لمن له حق حضور الهيئة العامة ان ينيب عنه من يختاره بمقتضى صك توكيلٍ أو بموجب وكالةٍ رسميةٍ (هيئة الأوراق الأسواق المالية السورية , 2008) .

3.2.6.2 القواعد المتعلقة بالإفصاح والشفافية

يعتبر وجود نظام إفصاحٍ قوي يشجع على الشفافية الحقيقية أحد الملامح المحورية للإشراف على الشركات القائم على أساس السوق، والذي يعتبر أمراً رئيسياً لقدرة المساهمين على ممارسة حقوق ملكياتهم على أسسٍ مدروسةٍ . ويمكن لنظام الإفصاح القوي أن يساعد على اجتذاب رأس المال والمحافظة على الثقة في أسواق رأس المال ، ويساعد الإفصاح أيضاً في تحسين فهم الجمهور لهيكل ونواحي نشاط المنشأة ، وسياسات الشركة وأدائها فيما يتعلق بالمعايير البيئية والأخلاقية ، وعلاقات الشركات مع المجتمعات التي تعمل فيها . وتعتبر متطلبات الإفصاح في سورية بأنها جيدةً عموماً ، حيث أنّ هناك مطلباً للإفصاح عن هيكل الملكية وهناك متطلبات الإفصاح عن كل حملة الاسهم الذين يمتلكون 5% وما

فوق من الأسهم ومتطلبات للإبلاغ عن العمليات التداول التي يقومون بها ، وهناك أيضاً إلزام للإفصاح عن أية قضايا مادية تتعلق بالموظفين والمساهمين وهناك تحديداً لأصحاب المصالح ، بالمقابل ليس هناك مطلب للإفصاح عن سياسة الحوكمة في الشركة ، وأيضاً ليس هناك مطلب واضح ومفصل حول السياسات الاجتماعية والأخلاقية التي تتبناها الشركة ومدى الالتزام بها . في حين تضمنت قواعد الحوكمة الأردنية والمصرية على سبيل المثال بنوداً تخص هذين الجانبين .

4.2.6.2 مهام ومسؤوليات الإدارة التنفيذية

لقد نصت المادة 13 من نظام الممارسات السليمة على دور ومسؤوليات الإدارة التنفيذية في الشركة لكن لم يتطرق القانون إلى تعويضات الإدارة التنفيذية .

حيث أن ليس هناك مطلب بخصوص المكافآت النقدية والعينية التي تتقاضاها الإدارة التنفيذية في حين أوصت قواعد الحوكمة المصرية على سبيل المثال بأن يتم الإفصاح عن ما يتقاضاه أي من أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين شاملاً المرتب والبدلات والمزايا العينية وأسهم التحفيز وأية عناصر أخرى ذات طبيعة مالية .

كما أنه لم يتضمن النظام مطلباً بخصوص الإفصاح عن التعويضات التي يحصل عليها المدير التنفيذي من الشركة التي يعمل لديها ، ومن أية شركات شقيقة أو ضمن المجموعة وأيضاً ليس هناك مطلب لمقارنة تعويضات الإدارة بشركات أخرى مثيلة في القطاع نفسه .

5.2.6.2 لجنة التدقيق

تناولت المادة 12 من الفصل الخامس لنظام الممارسات السليمة تشكيل لجنة التدقيق وصلاحياتها ومهامها .

حيث ألزم النظام بأن تتكون لجنة التدقيق على الأقل من ثلاثة أعضاء غير تنفيذيين مستقلين ، وأن تتوافر لدى أحد أعضاء اللجنة على الأقل الخبرة المالية والمحاسبية وأوصى أيضاً أن تعقد اللجنة أربع اجتماعاتٍ على الأقل بالسنة ، وأن تجتمع بمفتش الحسابات مرةً على الأقل بالسنة .

وتتطلب مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية أن تقوم لجنة المراجعة بالأشراف على الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات ، لكن لا يوجد مطلبٌ واضحٌ يكلف اللجنة بذلك ، حيث كلف مجلس الإدارة بالإفصاح عن الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات في تقريره السنوي .

6.2.6.2 المدقق الداخلي

لقد ألزمت المادة 15 الشركات المساهمة بأن يكون لديها مدققٌ داخليٌّ يقوم بأعمال التدقيق حيث حددت واجبات ومؤهلات وخبرات المدقق الداخلي ، وايضاً اكدت على استقلالية المدقق ، وقيامه بالاطلاع على دفاتر الشركة وجميع قيودها (هيئة الأوراق والأسواق المالية ,2008) .لكن لم يتطرق النظام لضرورة تغيير المدقق الداخلي بشكلٍ دوريٍ .

7.2.6.2 مفتشو الحسابات

تطرق الفصل السابع من نظام الممارسات السليمة لموضوع مفتشي الحسابات فقد ألزمت المادة 14 من هذا القانون بأن تكون هناك جهةٌ إشرافيةٌ تشرف على تعيين مفتشي

الحسابات وأيضاً ألزمت بتغيير المفتش دورياً وفي حالاتٍ معينة ، وتضمنت هذه المادة أدلةً تشير إلى مؤهلات مفتش الحسابات وحددت هذه المؤهلات .

لكن ليس هناك وكالات متخصصة (غير الهيئة أو سوق الأوراق المالية) لتصنيف الشركات من حيث جودة الحوكمة ، يمكن أن يعتمد مراجع الحسابات على نتائج إحصاءاتها في حين تبنته كل من مصر والأردن كبندٍ تطوعي في قوانينهم (كنان نده , 2010) .

8.2.6.2 حقوق أصحاب المصالح

حيث أكد القانون على احترام حقوق أصحاب المصالح التي تحميها القوانين ، وحق الحصول على تعويضاتٍ فعليةٍ مناسبةٍ عن الخسائر التي قد تلحق بهم نتيجة الإخلال بأي من حقوقهم . وأيضاً أكد على حقوق الدائنين عند تخفيض رأس المال ، وحقوق مالكي أسناد القرض (هيئة الأوراق والأسواق المالية , 2008) .

لكن تناول القانون حقوق أصحاب المصالح بشكلٍ عامٍ لم يفصل حقوق جميع أطراف المصلحة . حيث لم يتطرق لحقوق العاملين من حيث قرارات الاستخدام والكفاءة المطلوبة وتحديد الرواتب .

ولم يتناول حقوق الجمهور من حيث مسؤولية الشركة عن نوعية المنتجات التي تقدمها ومسؤوليتها اتجاه البيئة .

وأيضاً لم يتطرق لحقوق الموردين والمدينين والموزعين .

وتستخلص الباحثة بعض الملاحظات على قانون الممارسات السليمة :

- إن بنود نظام الممارسات السليمة في سورية كلها بنود الزامية على الرغم من أهمية ذلك وما تشير إلى اهتمام الجهات المعنية لموضوع الحوكمة لا أنها تبقى بنود عامة ولا تشمل هذه البنود على بنود تفصيلية للممارسات السليمة .
- إن قواعد حوكمة الشركات في سورية موجهة فقط للشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية .حيث يجب أن تكون هناك قواعد خاصة بحوكمة الشركات العائلية التي يجب تأهيلها ليتم إدراجها لاحقاً بسوق دمشق .
- يجب أن يستكمل إطار حوكمة الشركات بإطارٍ فعالٍ يخص إعادة هيكلة الشركات المعسرة وليس فقط تصنيفيتها ، نظراً لأهمية هذا الموضوع بالنسبة لحملة الأسهم وأصحاب المصالح

الفصل الثالث : الحوكمة وعوائد الأسهم

1.3 نظريات حوكمة الشركات

بغرض استيعاب مفهوم حوكمة الشركات بشكلٍ أفضلٍ ، فمن الضروري استعراض لمحةٍ عامةٍ عن بعض النماذج النظرية الأساسية التي توصف ممارسات حوكمة الشركات على أساسٍ علمي .

1.1.3 نموذج الوكالة (The Agency Theory):

تعتبر نظرية الوكالة من أبرز الأسس النظرية لحوكمة الشركات التي تركز على العلاقة ما بين إدارة المنظمة وحملة الاسهم ، ويعتبر (Berle and Means (1932 أول من وضع التصور النظري لهذه النظرية استناداً إلى بيانات الشركات الأمريكية حيث بينا أن فصل الملكية عن إدارة الشركات سوف يولد مشاكل ناجمة عن انفصال الملكية عن الإدارة . إن هذه المشاكل أمرٌ طبيعي لكن بالمقابل سيتحقق نتيجة هذا الفصل العديد من المزايا منها استمرارية الشركة و الاستفادة من الإدارة الخبيرة.

وبعد ذلك تعمق (Jensen and Meckling (1976 في هذ النظرية وطورها باعتبارها علاقة وكالة . يمكن وصف هذه العلاقة على أنها عقد يفوض بموجبه الطرف الأول (الموكل) طرف آخر (الوكيل) للقيام بالخدمات نيابةً عنه .

وفي الشركات الحديثة ينطوي هذا النوع من العلاقة على تفويض المدراء لاتخاذ قراراتٍ تكون في مصلحة المساهمين (المالكين) (Padilla,2002) .

لكن قد يتصرف الوكلاء وفق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح المساهمين فتنشأ مشكلة الوكالة التي ترتبط بتكاليف ناتجة عن الاختلافات بين قرارات الوكيل والقرارات التي من شأنها تعظيم إيرادات المساهمين ، فتتولد الحاجة إلى مراقبة تصرفات الإدارة للتقليل من الخسائر التي قد تنشأ عن سوء المراقبة (Jensen and Meckling 1976).

وقد يؤدي ذلك إلى تعرض الشركات ذات درجات الوكالة الأعلى إلى تهديدات أكبر من قبل الشركات الأخرى ، وبالتالي من الضروري السيطرة على المشاكل المرتبطة بالوكالة

(Alenazi, 2017). ومصدر هذه المشاكل هو عدم تماثل المعلومات التي تحدث عندما يمتلك طرف واحد (مثل إدارة الشركة) معلومات أكثر أو بتوقيت مختلف عن الطرف الآخر (مثل المساهمين). وهذا قد يسمح للمدراء بالعمل على تحقيق مصالحهم ورغباتهم الخاصة التي قد تعرض الشركة ومساهميها للخطر (Fernando,2009; Russell, 2005).

كما قد تتعارض مصالح المساهمين الكبار من ناحية تقبلهم للمخاطر مع مصالح أصحاب المصلحة مثل الدائنين - المودعين - وكالات التأمين (Mehren et al., 2011).

فقد يفضل كبار المستثمرين الاستثمار في أصول ذات مردود عالٍ وبالتالي مخاطر عالية وهذا ما قد يعرض أصحاب المصلحة لمخاطر. وللتقليل من خطر سوء تصرف الإدارة يمكن مراقبة أنشطة الإدارة من قبل أعضاء مجلس الإدارة التي تعتبر الآلية الداخلية الأكثر أهمية (Gomez and Russell,2005).

لا يشرف فقط مجلس الإدارة على القرارات التي يتخذها كبار المدراء وعلى تحقيق مصالح المساهمين (Pige,2002) ، ولكن أيضاً يحفز على توليد وتعظيم الأرباح لهؤلاء المساهمين (Ellul and Yerramilli,2013).

ومن الوسائل الأخرى لتقليل تكاليف الوكالة توفير الحوافز المرتبطة بنتائج قابلة للقياس مثل المكافآت المالية القائمة على أساس الأداء . عادةً ما تمنح هذه الحوافز على شكل حزمة تعويضاتٍ مما يشجع المدراء على العمل على تحقيق مصالح المساهمين (Fernando, 2009).

لقد تطورت مبادئ حوكمة الشركات كآليةٍ للتعامل مع تكاليف الوكالة في النموذج الأنجلو سكسوني (Anglo- Saxon) السائد في المملكة المتحدة وأمريكا . ويطلب النهج الأنجلو سكسوني من الشركات المدرجة في البورصة أن يكون لها مجالس موحدةً - مديرين مستقلين خارجيين - لجان مجلس إدارة .

وتماشياً مع الافتراضات الأساسية التي تقوم عليها نظرية الوكالة يركز هذا النهج في المقام الأول على أن زيادة ثروة المساهم يتم تعظيمها من خلال المكافآت الكبيرة للمدراء التنفيذيين .

من المتفق عليه أن ضعف مراقبة الإدارة قد يشجعهم على تحقيق مصالحهم الشخصية من خلال ممارسة أنشطة غير مشروعة مثل إدارة الأرباح وغيرها من أنواع الاحتيال . تضع نظرية الوكالة الأساس لحوكمة الشركات حيث أنه بمزيدٍ من المراقبة سيتصرف المدراء بشكلٍ أفضل وسيعملون على تعظيم ثروة الشركة ولتحقيق هذه الأهداف سيتم الاعتماد على آلياتٍ داخليةٍ وخارجيةٍ مختلفة (Datta et al. , 2001).

على الرغم من أن نظرية الوكالة تعتبر من أهم نظريات حوكمة الشركات إلا أن افتراضها بأنه يمكن السيطرة على سلوك المدراء غير منطقي .

فقد بين (Fernando, 2009) أن السيطرة الكاملة على الإدارة غير ممكنة وغير مطلوبة . لأنه عند تفويض الوكلاء فإن المساهمين يقبلون بمستوى معين من السلوك القائم على

المصلحة الذاتية من قبل الإدارة . وبالتالي فإن وجهة النظر هذه تضعف جوهر حوكمة الشركات من حيث أنها تهدف إلى التحقق من وجود أي تجاوز في هذه العلاقة وتنظيم الإدارة والإشراف عليها لتحقيق مصالح حملة الأسهم

2.1.3 نموذج الاشراف (The Stewardship Theory) :

لا يوافق هذا النموذج الافتراض الذي بني عليه نموذج الوكالة بأن المدراء قد يعملوا على تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح المساهمين .

فقد بين Donaldson and Davis (1994) بأنه في ظل نموذج الإشراف ، يسود الاعتقاد بأن المدراء هم مشرفون جيدون ويعملوا بجد لتحقيق مستويات أرباح عالية للشركة وعوائد أعلى لحملة الأسهم . لذلك ينبغي تحفيز المدراء بشكل رئيسي عبر أدوات المسؤولية والإنجاز وبالتالي فإن نظرية الإشراف تركز على واجبات المشرفين (الإدارة العليا) وأهدافهم معتبرة أن دوافع المشرفين هو تحقيق نجاح المنظمة (Donaldson and Davis ,1991).

ويبين Daily et al (2003) بأن المدراء يعملون على زيادة العوائد المالية للمساهمين من أجل خلق سمعة خاصة بهم كصناع قرار فاعلين في مجال الأعمال .إن هؤلاء المدراء المشرفون هم المكلفون بدور الوكيل والتي تتطلب من هؤلاء الأفراد أن يكونوا جديرين بالثقة وأن يعملوا بجد في سبيل تحقيق مصالح الشركة على أفضل وجه (Tricker ,2000) .

هذه المسؤولية هي أكبر بكثير من مجرد كونهم وكلاء حيث يعمل المشرفون وكأنهم الشركة نفسها بدلاً من تمثيلها (Alenazi ,2017). وتشير نظرية الإشراف إلى فوائد الجمع ما بين دور رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (Hendy,2002) . ويفترض النموذج بأنه نظراً لحاجة

ولأهمية أن يعمل المدراء بمسؤولية ، فإن المنظمات ينبغي أن تستبعد ما يمكن تسميته المدراء غير التنفيذيين .

وفقاً لهذه النظرية فإن المجلس المكون من مدراء غير تنفيذيين غير قادرٍ على المراقبة و العمل بكفاءة (Donaldson and Davis ,1991).

ويرى (Hawley and Williams (1996 أنه من المنطقي العمل بدون مجلس إدارة وعوضاً عنه مجلس يديره فقط مدراء تنفيذيين. إن السلوك الذي يتبعه المشرف والأوامر التي يصدرها قائمة على أساس جماعي، وبالتالي فإن الإشراف يؤكد بأن هياكل الحوكمة المثلى هي تلك التي تمكن من التنسيق داخل المؤسسة ، وبالتأكيد فإن ممارسات الحوكمة في إطار الشركات لا يمكن أن تبنى على أساس فردي (Ghosal and Moran ,1996).

كما يتطلب تطبيق ممارسات الحوكمة الفاعلة مساهمة أعضاء المنظمة في جميع المستويات ، وهذا يعني أنه ينبغي أن يكون هناك تنسيق جيد للأنشطة التنظيمية لتحقيق أهداف المنظمة (Turnbull, 1995).

ووفقاً لمنظور نظرية الإشراف فإن مجلس الإدارة والمدراء هم المشرفين على الشركة والذين يعملون بالشكل الذي يحقق الفائدة والمصلحة لهم ولملك الشركة (Alenazi, 2017).

وتعتمد حوكمة الشركات وفقاً لهذه النظرية على فكرة أن أعضاء مجلس الإدارة هم المسؤولين عن حماية أصول الشركات نيابةً عن أصحاب المصلحة، كما أنهم لا يرغبون بتحقيق منافع شخصية على حساب الأطراف الأخرى (Pagano and Volpin, 2001).

إنَّ مهمة الإشراف والمراقبة الموكلة لهم تمكنهم من تعظيم الأداء العام للشركة وبالتالي زيادة الربحية الإجمالية . هذه هي الشروط الأساسية لتنفيذ ممارسات حوكمة الشركات الفعالة في أي شركة . إلا أنه من الناحية العملية لا يمكن أن يعمل المشرفون على الشركة بدون مصالح مكتسبة من شأنها أن تعرض المستثمرين للخطر , وبالتالي فإنَّ المدراء لا يعملون دائماً على تحديد مصالحهم الشخصية بما يتماشى مع مصالح المساهمين . وفي الواقع فإنَّ أحد الدوافع التي تحفز معظم الراغبين للعمل في الادارة أو لشغل منصب الإدارة التنفيذية هي المنافع التي يأملون الحصول عليها في هذه العملية , وبالتالي في بيئة الأعمال الحديثة يكاد يكون من المستحيل العثور على الشركة تتصرف القيادة فيها كمشرِف فقط (Benston, 2005).

2.3 الحوكمة وأداء الشركة

فسرت العديد من النظريات التي ذكرت سابقاً العلاقة بين الحوكمة وأداء الشركات فتبين نظرية الوكالة ل Jensen and Meckling (1976) أنَّ انفصال الملكية عن الادارة يولد تكاليف وكالة والحوكمة هي الأداة للتخفيف من هذه التكاليف وبالتالي أداءً أفضل .

يقترح (Williamson(1979,1981,1983,1984 في نظرية (transaction cost economics) أنَّ مشكلة الحوكمة تنتج من عدد من المخاطر التعاقدية وتتعامل حوكمة الشركات مع مقاييس داخلية محددة والآليات التي تقتصد التكاليف المرتبطة بالأخطار التعاقدية . أما في نموذج أصحاب المصالح (stakeholder model) ل Freeman (1984) يقترح نظرة إدارية للشركة التي تطلب من الإدارة العليا إرضاء جميع أصحاب المصالح من الملاك والموظفين ونقاباتهم والموردين والعملاء لتكون المنظمة ناجحةً .

ووفق النهج السياسي ل Pound(1993) في النموذج السياسي (Political Model) يمارس المساهمون النشطون الرقابة الإدارية بشكل رسمي ومستمر من خلال قوة التصويت و يستخدم المستثمرون المؤسسيون النشطون آلية مثل لجنة المساهمين و لجنة ترشيح المدير والحملات والمراقبة الودية لممارسة ضغط غير رسمي على إدارة شركاتهم المستهدفة والدراسات التي تناولت العلاقة بين الحوكمة والأداء كانت نتائجها متباينة نتيجة اختلاف الأسواق وكذلك نتيجة اختلاف مؤشرات الحوكمة المتناولة (مجلس الإدارة ، التدقيق، الإفصاح ، هيكل الملكية ، بنود ضد الاستحواذ ، التعويضات) واختلاف مقاييس الأداء المستخدمة كالعائد على الأصول (ROA), والعائد على السهم (ROE) ، وغيرها، وأيضاً نتيجة اختلاف طرق التقدير .

فقد بين Müller(2014) بأن استقلالية مجلس الإدارة ونسبة المدراء الأجانب من العدد الكلي للمدراء كمؤشرات للحوكمة لها تأثير إيجابي معنوي على الأداء الحالي والمستقبلي باستخدام العائد على الأصول .

في حين تناول Saibaba and Ansari (2013) بنود الحوكمة المتعلقة باستقلالية لجان التدقيق ولجان المجلس لدراسة أثر الحوكمة على الأداء ، فتوصلوا إلى علاقة إيجابية بين استقلالية لجان التدقيق ولجان المجلس وبين مقاييس المالية للشركات الهندية المدرجة على مؤشر BSE sen sex .

وهناك العديد من الدراسات التي تمت في الدول الناشئة ، ففي دراسة Ezzine (2011) التي أجراها للتعرف على تأثير الحوكمة (حجم مجلس الإدارة ، تركيبة المجلس) على أسعار أسهم الشركات السعودية خلال الأزمة المالية الأخيرة ، توصل إلى أن هناك علاقة عكسية ما بين

حجم المجلس وأداء سعر السهم في حين لم يجد أي علاقة ما بين تركيبة المجلس وأداء الشركة وعزا ذلك إلى حداثة تطبيق قواعد الحوكمة في السوق السعودية .

في حين تناول كل من (Jaafer and El Shawa (2014 في دراستهم التي أجروها على الشركات المدرجة في سوق الأسهم الأردنية ما بين عامي 2002-2005 الملكية المركزة وخصائص مجلس الإدارة كمؤشرات للحوكمة ودراسة تأثيرهم على أداء الشركات الأردنية، وتبين بأن الملكية المركزة وحجم المجلس لهما تأثير إيجابي في أداء الشركات الأردنية .

في حين لم يعثر آخرون على أي تأثير للحوكمة في أداء الشركات ، فقد وجد كل من Omran ,Bolbo and Fatheldin(2008 في دراستهم التي تناولت عددًا من الدول العربية (مصر - الأردن - عمان - تونس) والتي تبحث في تأثير هيكل الملكية في أداء الشركات للدول محل الدراسة بأنه ليس هناك أي تأثير لتركز الملكية التي كانت نتيجة ضعف الحماية القانونية للمستثمرين في أداء الشركات .

3.3 الحوكمة وعوائد الأسهم

تؤثر الحوكمة في عوائد الأسهم بشكل غير مباشر من خلال تأثيرها على تكاليف الأسهم حيث أنه بمستويات حوكمة أعلى ينبغي أن تقل المخاطر وبالتالي تنخفض العوائد .

حيث أكد (Jensen and Meckling ,1976) في نظرية الوكالة أن الحوكمة هي دستور الشركة التي تعمل على تخفيف تكاليف المراقبة والتدقيق والتكاليف الأخرى الخاصة بالمستثمرين. وبمستوى حوكمي أعلى يقل التلاعب بالمعلومات وبالتالي تخف مشاكل المعلومات الغير متناظرة (asymmetric) وبالتالي ستخف المخاطر المتعلقة بالشركة

بالمحصلة انخفاض في تكلفة رأس المال مؤديةً إلى عوائد أقل (metron,1987,Easley and Ohara,2004). ولقد أجريت العديد من الدراسات في أوروبا لدراسة العلاقة ما بين الحوكمة وعوائد الأسهم .

ففي دراسة ل(Bauer , Gunster ,Lotten,2003) التي أجروها على الشركات في السوق الأوروبية والشركات في المملكة المتحدة ، حيث وجدوا بأن هناك اختلافاً كبيراً بين السوق البريطانية والأوروبية من حيث العوائد المحققة من استراتيجية الاستثمار الخاصة بحوكمة الشركات التي تتضمن شراء أسهم الشركات في (محفظة الحوكمة الضعيفة) وبيع أسهم الشركات في (محفظة الحوكمة الجيدة) التي أدت إلى عوائد سنوية بحوالي 2.1% لمحفظة الاتحاد الأوروبي و 7.1% بالنسبة لمحفظة المملكة المتحدة.

وفسروا ذلك بأن السوق الأوروبي قيم الشركات من حيث تطبيقها لمعايير الحوكمة بشكل عادل، وأخذ المستثمرون معايير الحوكمة للشركات بعين الاعتبار فأنعكس ذلك بأسعار الأسهم ، على عكس سوق المملكة المتحدة التي لم يأخذ مستثمروها معايير الحوكمة بعين الاعتبار في استثماراتهم .

و بين (Gompers et al,2001) في دراستهم التي أجروها على السوق الأمريكية التي تناولت 1500 شركة في 1990s .حيث بينوا بأن هناك اختلافات ما بين الشركات في مجال حوكمة الشركات وأن معظم هذه الاختلافات كان نتيجة البنود المتنبأة والقواعد المصدرة على مستوى الولايات في النصف الثاني من الثمانينات التي كانت كرد فعل لموجة الاستحواذ في 1980s ، حيث تبنت العديد من الشركات دفاعات الاستحواذ وبنود أخرى لتخفيض حقوق حملة الأسهم . وفي نفس الوقت أصدرت العديد من الولايات القوانين التي تعطي الشركات

الحماية الكبيرة ضد عمليات الاستحواذ . والنتيجة النهائية كانت الاختلاف الواسع في تراكيب الحوكمة بين الشركات في الولايات المتحدة .

إن مثل هذه البنود الدفاعية يمكن أن تؤدي حملة الأسهم ، في حال استخدم المدراء هذه البنود لتحسين أنفسهم وتحقيق منافع شخصية ، وبالتالي فإن الشركات تملك حرية كبيرة في وضع قواعد التصويت لحامل السهم ، وانتخاب مجلس الإدارة ، واختيار المدراء ويمكن أن يستخدموا هذا الآليات لجعل الأمر صعباً على حملة الأسهم لممارسة أي تأثير أو سيطرة وهكذا فإن تبني هذه البنود يمكن أن يغير هيكل الحوكمة ويكون إشارة للمعلومات الخاصة التي يحصل عليها المدراء .

وتوصلت الدراسة إلى أن حوكمة الشركات مرتبطة بشكل كبير بعوائد الأسهم خلال 1990s ووجدوا بأن استراتيجية الاستثمار التي اشترت أسهم الشركات ذات مؤشر الحوكمة الضعيف (حقوق حملة الأسهم الأقوى) وباعت أسهم الشركات ذات مؤشر الحوكمة العالي (حقوق حملة الأسهم الضعيفة) حققت عوائد غير عادية تقدر % 8.5 سنوياً. كما تبين بأن هناك علاقة سلبية ما بين الحوكمة وقيمة الشركة المقاس ب Tobin'sQ في بداية فترة العينة فكل زيادة في قيمة مؤشر الحوكمة بمقدار نقطة يقابله انخفاض بقيمة الشركة مقداره 2.5% وبنهاية العقد ازدادت هذه الاختلافات بشكل كبير وفسروا ذلك بما يلي :

التفسير الأول : هو بأن بنود الحوكمة التي تخفض حقوق حملة الأسهم مباشرة تسبب تكاليف وكالة إضافية ، وإذا لم يأخذ المستثمرون هذه التكاليف بعين الاعتبار عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية عندها عوائد الأسهم سوف تكون أسوأ مما كان متوقعاً .

والتفسير الثاني: هو أنَّ المدراء يدركون بأنَّ أداء الشركة المستقبلي سوف يكون أسوأ لكن المستثمرين لم يتنبؤوا بهذا الانخفاض في المستقبل ، وفي هذه الحالة فإنَّ المدراء بعيدو البصيرة يمكن أن يطبقوا بنود الحوكمة وذلك لحماية أنفسهم من المسؤولية بينما توفر تلك البنود حماية حقيقية و ليست بالضرورة أن تولد تكاليف إضافية .

والتفسير الثالث: هو بأنَّ بنود الحوكمة لا تملك لوحدها أية قوة ، بل هي بالأحرى إشارة لتكاليف الوكالة المرتفعة وإشارة غير مندمجة بشكل صحيح في أسعار السوق .

ووجدوا بأنَّ الشركات ذات مؤشر الحوكمة المرتفع تملك هوامش ربحٍ صافٍ أقل ونمو مبيعات أقل ، ونفقات رأسمالية أكبر واستحواذات أكبر . وفسروا هذه النتائج بتفسير واحد هو أنَّ الاختلافات في القوة الإدارية سببت بشكلٍ مباشرٍ اختلافاتٍ في تكاليف الوكالة وهذه الاختلافات لم تندمج بشكلٍ صحيحٍ في أسعار السوق 1990s .

4.3 آليات حوكمة الشركات

هي مجموعة من الطرق والأدوات التي تطبق في الشركة وبيئتها للتعامل مع مشاكل حوكمة الشركات وتقسّم الى آلياتٍ داخليةٍ وآلياتٍ خارجية تطبق لضمان بأنَّ مجلس الإدارة يدير المؤسسة لمصلحة حملة الأسهم وأصحاب المصلحة (Leventis et al., 2013).

تنشأ الآليات الداخلية من داخل المؤسسة ،على سبيل المثال ، مجلس الإدارة، هيكل الملكية ، المدققين الداخليين . بينما تنشأ الآليات الخارجية من خارج المؤسسة ، تشمل هذه الآليات

القوانين الحكومية ، أسواق رأس المال ، مراقبة السوق ، وكالات التصنيف ، والمستثمرون المؤسسيون (Berger et al. , 2016).

تؤثر آليات الحوكمة الخارجية بشكلٍ كبيرٍ على مخاطر الشركات ، حيث يقدم (Naciri,2013) المثال على أن وكالات التصنيف كآليات حوكمة خارجية تلعب دوراً هاماً في التأثير على مخاطر الشركات .كما تبين أيضاً أن الآليات الخارجية للحوكمة تلعب دوراً هاماً في منع نشوب صراعاتٍ ما بين المساهمين .

وتملك الآليات الداخلية أيضاً تأثيراً هاماً على مخاطر وأداء الشركات ، فعلى سبيل المثال يساعد نظام الرقابة الداخلية الفعال على ترشيد استخدام الموارد وضمان تقديم تقارير ماليةٍ موثوقةٍ وتعزيز أداء الشركة (Naciri,2013).

1.4.3 الآليات الداخلية :

وقسمت الباحثة هذه الآليات كالتالي:

1.1.4.3 مجلس الإدارة

لكي تتجح الشركة ينبغي أن تحكم بشكلٍ جيدٍ . والحصول على مجلس إدارةٍ فعالٍ يؤدي وظائفه بشكلٍ جيدٍ هو هدف أي شركةٍ طموحة . المجلس هو قلب الشركة النابض ، لذلك ينبغي ان يكون صحيحاً ومعافى ويعمل بحرصٍ لتسيير الشركة بشكلٍ فعالٍ ، وتتطلب إشارات الإجهاد، ونقصان القدرات والاهتمام لدى أعضائه ، وعوارض الفشل في وظائفه انتباهاً ومعالجة سريعة ، ويعتبر تدفق المعلومات الداخلية والخارجية بسهولةٍ ودقةٍ إلى المجلس أمراً جوهرياً لعمل جسم الشركة بشكلٍ صحيح كاهمية تدفق الدم في جسم الإنسان (Jill Solomon,2004)

يمكن أن يلعب مجلس الإدارة دوراً هاماً في تحسين أداء وقيمة الشركة . حيث تتحسن قيمة الشركة عندما يقوم مجلس الإدارة بواجباته المؤتمن عليها كمرقبة أنشطة الإدارة وانتقاء الكوادر الإدارية العليا في الشركة ، كما يمكن أن يقوم المجلس بتعيين ومتابعة أداء المراجع الخارجي بهدف تحسين قيمة الشركة ، إضافةً لحل التناقضات الداخلية وتخفيض تكلفة الوكالة . وينبغي أن يكون أعضاء المجلس موضع مساءلة عن قراراتهم أمام حملة الأسهم (Kashif, Rashid,2008)

ويعتبر مجلس الإدارة أحد أهم آليات حوكمة الشركات لذلك سيتم تناول البنود الخاصة بتكوين المجلس واستقلاليتة واللجان المنبثقة عنه :

- تركيبة المجلس

- يتألف مجلس الادارة من مزيجٍ من مدراء داخليين(التنفيذين) وخارجيين (غير تنفيذين) .
- الأعضاء التنفيذيون :هم الأعضاء المسؤولون عن إدارة الأعمال اليومية داخل الشركة لما لهم من خبرة ومعرفة بطبيعة عمل الشركة (سليمان ، 2006) . ويشغلوا مناصب رئيسية بالشركة ، وهم يمتلكون معرفة عميقة حول نشاطات الشركة الهامة بالنسبة لمجلس الإدارة من أجل القيام بدور الرقابة (Balasubramanian ,George,2012) .
- الأعضاء غير التنفيذيين : هم أعضاء من خارج الشركة يتمثل دورهم في الترشيح والرقابة على القرارات التي يصدرها الأعضاء التنفيذيون وللاعضاء غير التنفيذيين مثلهم مثل الأعضاء التنفيذيين حق التصويت في مجلس الإدارة وبالتالي يكون لديهم القدرة على ممارسة اختصاصاتهم في الرقابة على القرارات والسياسات الإدارية التي يصدرها الأعضاء التنفيذيون والتأكد من الالتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشركات (سليمان ، 2006) .

يتم تعيينهم بالشركة لخبرتهم الخاصة في الأمور ذات الأهمية الكبيرة للشركة
(Balasubramanian ,George,2012)

وقد أوصت مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بأن يكون هناك نسبة جيدة للمدراء غير التنفيذيين في مجالس إدارة الشركات لكي يكون هناك حكم مستقل غير متحيز لمجلس الإدارة كما أكدت أيضاً لجنة Cadbury في المملكة المتحدة على أن يكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من المدراء غير التنفيذيين والمستقلين (Cadbury,1992).

إن مثل هذه التوصيات هي من أجل وضع معايير لمنع الأفراد أو المجموعات من السيطرة على قرارات المجلس ، ولتكريس الموضوعية والنزاهة .

إن استقلال المدراء غير التنفيذيين يعتبر شرطاً هاماً ليكونوا مراقبين فاعلين ، حيث أن استقلالهم هو أقل كلفة للمراقبة والتي بدورها تعزز أداء الشركة (Brown et al ., 2011)

فقد وجد كلاً من, Muller (2004), Bhagat and Bolton (2008)

Anderson et al. (2004) , Haniffa and Hudaib (2006)

بأن استقلالية مجالس الإدارة لها أثر إيجابي ومعنوي على أداء الشركات ، وبالتالي فإن وجود المدراء الخارجيين يحسن أداء الشركات يستند في الواقع على الحجة بأن عمليات الاحتيايل تنفذ من قبل المدراء التنفيذيين. ولكن قد يكون هذا المطلب غير مجدي حيث وجد Johnson et al. (1996) بأن الأعضاء الخارجيين هم من خارج مجلس الإدارة ولا يمتلكون الوقت الكافي فريماً قد يقضوا بضعة أيام من السنة للقيام بواجباتهم في مجلس الإدارة ، وبغض النظر عن

خبرتهم ومعرفتهم فإنهم قد لا يكونوا مطلعين بشكلٍ كافٍ على القضايا اليومية مثل المدراء التنفيذيين الذين هم أفضل بكثير للمشاركة في مناقشات مجلس الإدارة .

من الجدير أيضاً بالذكر بأن المدراء الخارجيين ليسوا بالضرورة أن يكونوا مستقلين حتى لو لم يكونوا مطلعين على الأنشطة اليومية للشركة فقد يكون لهم علاقات أسرية أو تجارية مع الشركة (Pang,2004).

- الفصل بين منصب المدير التنفيذي ومنصب رئيس مجلس الإدارة :

لقد نوقشت مسألة شغل المدير التنفيذي بالإضافة إلى منصبه منصب رئيس مجلس الإدارة من قبل العديد من الباحثين الذين طرحوا وجهات نظر مختلفة ومتضاربة حول ما إذا كانت هذه الازدواجية ذات تأثير إيجابي أم سلبي على الشركة.

إن امتلاك نفس الشخص لمنصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يقودنا إلى السؤال فيما إذا المجلس يستطيع أن يشرف بشكلٍ كافٍ ويقيم أداء كبار المسؤولين (من ضمنهم التنفيذيين) والشركة. كون وظيفة كل من رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي تتميز بمسؤوليات مختلفة . فرئيس مجلس الإدارة هو المسؤول عن اختيار وعزل المدير التنفيذي ، ووضع تعويض المدير التنفيذي ، وتقديم النصيحة ومستشار للإدارة العليا ، والمراقبة والتقييم الإدارية لأداء الشركة ، وممثل لمصالح المساهمين . في حين إن المدير التنفيذي هو المسؤول عن إدارة العمليات اليومية للشركة ويعمل كناطقٍ بلسان الشركة، ويصوغ استراتيجية الشركة الخاضعة لموافقة المجلس.

يرى البعض أن تفرد شخص واحد بالسلطة تمكن هذا الفرد من السيطرة على مجلس الإدارة وبالتالي يعوق عملية المراقبة والإشراف على أنشطة الشركة (Brockmann et al., 2004).

درس (Judge et al., 2003) العلاقة ما بين هيكل مجلس الإدارة وأداء الشركات الروسية وجدوا علاقة سلبية ما بين أداء الشركات وازدواجية المدير التنفيذي .

في حين يرى آخرون أنه في بعض الحالات يمكن أن يحسن استلام شخص واحد لكلا المنصبين قيمة الشركة بتخفيض تكلفة الوكالة (Kashif Rashid, 2008).

بين (Boyd 1995) بأن وجود مدير واحد لمجلس الإدارة وفريق الإدارة خلال فترات الاضطرابات الشديدة يزيد من سرعة ومرونة استجابة الشركة لتغيير الأحداث وستتخفض تكاليف الوكالة . ومن وجهة نظره سيكون هناك حاجات أقل لرئيس تنفيذي في البيئة الأكثر استقراراً التي تقلل من مخاطر انتهاكات الوكالة .

- حجم المجلس :

لا يوجد رقم معين لعدد أعضاء مجلس الإدارة ، فإذا كان العدد قليلاً جداً فقد يحد من تنوع المهارات والخبرة التي تحتاجها الشركة من أجل الازدهار ، بينما يمكن أن يؤدي وجود عدداً كبيراً إلى ازدياد البيروقراطية ويجعل الحصول على الإجماع وصنع القرار صعباً (CIPE, 2011).

ينبغي أن يعكس حجم المجلس الوظائف المختلفة للمجلس ، والعلاقة ما بين المدراء التنفيذيين وغير التنفيذيين وأدوار مختلف أعضاء مجلس الإدارة بالإضافة الى تنوع واتصالات المجلس .

ولقد تناولت العديد من الدراسات في العقد الماضي أثر حجم مجلس الإدارة على أداء ومخاطر الشركة ولم تتفق هذه الدراسات فيما بينها بشأن الدور الذي يلعبه حجم المجلس في التأثير على الأداء والمخاطر.

يجد (Coles et al 2008) بأن المجلس الأكبر يؤثر بشكل إيجابي على أداء الشركات بشكل خاص في المؤسسات المعقدة التي تتطلب المزيد من المساهمات الاستشارية. المجالس الأكبر هي أكثر تنوعاً مما يوفر المزيد من الأفكار والروابط لتمكين المجالس من اتخاذ قرارات جيدة حول السياسات والاستراتيجيات التي تعزز الكفاءة وتمكن الشركات من تحقيق المزيد من الإيرادات .

على النقيض يرى (Haniffa and Hudaib 2006) في دراستهم على الشركات الماليزية المدرجة في بورصة كوالا لامبور ما بين عامي 1996-2000 أن هناك علاقة سلبية ما بين حجم مجلس الإدارة وأداء الشركة . من وجهة نظرهم أن المجالس الأكبر تعتبر غير كفؤة في السوق على الرغم من احتوائها على العديد من الخبرات المتنوعة .

بالمثل تشير الدراسات التي أجراها (Yermack (1996),Hermalin and Weisbach (2003), Pathan and Faff (2013).

إلى أنه كلما ازداد حجم المجلس زادت معه احتمالية انخفاض أداء الشركة ، حيث يرون أن المجالس الكبيرة تخفض من كفاءة التنسيق الاستراتيجي والمناقشات والاتصالات مما يحول دون تحليل مفصل لأهم المشاكل التي تواجه عملية الإشراف على الإدارة .

وأيضاً يرى مؤيدو نظرية الوكالة أنّ المجالس الكبيرة يمكن أن تزيد من تكاليف المراقبة وتعقد عمليات الاتصال والتنسيق في حين أنّ المجالس الصغيرة تعزز من كفاءة التنسيق والمناقشات والاتصالات (Nanka, Bruce, 2011).

- اجتماعات المجلس

يختلف تكرار الاجتماعات الرسمية بين الشركات الناجحة وتعتبر حوالي أربع اجتماعات للمجلس الرئيسي هي الحد الأدنى للمجلس في الولايات المتحدة وانجلترا وقد يجتمع أكثر من ذلك في العام حسب الظروف وطبيعة عمل الشركة (سليمان ، 2006) يشير تكرار اجتماع مجلس الإدارة الى مستوى نشاط المجلس حيث أنه كلما ازداد عدد اجتماعات مجلس الإدارة انعكس ذلك إيجاباً على كفاءة مراقبة أنشطة الشركة ، وبالتالي تحسين الأداء المالي للشركات (Vafeas, 1999).

ويؤكد (Ntim and Osei (2011 في دراستهما التي أجريها على الشركات المساهمة العامة في جنوب إفريقيا بأنه كلما زادت عدد اجتماعات مجلس إدارة الشركة زادت معها قدرة المجلس على تقديم المشورة ، وبالمحصلة سينعكس ذلك بشكل إيجابي على أداء الشركات.

2.1.4.3 لجنة التدقيق

تعرف لجنة التدقيق بأنها لجنةً منبثقةً من مجلس الإدارة تقتصر عضويتها على الأعضاء غير التنفيذيين ممن لديهم الخبرة في مجال المحاسبة والمراجعة ولديها العديد من المسؤوليات التي لا تزال تتوسع وتتطور من أجل التغلب على الصعوبات التي تواجه الشركات . وتعتبر لجنة Cadbury (1992) لجنة التدقيق بأنها آلية مراقبة للحفاظ على مصالح المساهمين.

لقد حظيت لجنة التدقيق في الوقت الحاضر باهتمام بالغ من قبل الهيئات العلمية الدولية والمحلية المتخصصة والباحثين ويرجع هذا الاهتمام للدور الذي يمكن أن تؤديه لجنة التدقيق كأداة من أدوات حوكمة الشركات في زيادة الثقة والشفافية في المعلومات المالية التي تفصح عنها الشركات ، وذلك من خلال دورها في إعداد التقارير المالية وإشرافها على وظيفة التدقيق الداخلي في الشركات، و دعمها لهيئات التدقيق الخارجي وزيادة استقلاليتها ، فضلاً عن دورها في التأكيد على الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات (luscome , 1989) .

لكي تقوم لجنة التدقيق بأداء واجباتها وفقاً لنظرية الوكالة بكفاءة و لتجنب عمليات الغش والتزوير والتلاعب بالبيانات المالية وإعداد تقارير مالية موثوقة ينبغي أن تقتصر لجنة التدقيق على أعضاء مجلس إدارة خارجيين .

ويؤيد وجهة نظر الوكالة كل من (Aldamen et al., 2012) بأن أعضاء لجنة التدقيق المستقلين يلعبوا دوراً هاماً في الحد من ممارسات الغش والتلاعب بالبيانات المالية ، وبالتالي فإن استقلالية أعضاء لجنة التدقيق مرتبطة بتقارير مالية موثوقة وبالتالي بأداء أفضل .

لكن وفق نموذج الإشراف (Stewardship Model) لا يملك المدراء الخارجيين المستقلين الحافز لخدمة مصالح الشركة . في حين أن المدراء الداخليين هم الموالون والمخلصون للشركة وسيساهمون في العمل على تنميتها (Sapra et al., 2014).

وأيضاً لتحسين كفاءة لجان التدقيق لقد نصت مبادئ لجنة (blue ribbon ,1999) على أن تشمل لجنة التدقيق كحد أدنى على ثلاثة مدراء كل واحد منهم لديه معرفة مالية ، وأن يكون هناك عضو واحد على الأقل ذو خبرة مالية ومحاسبية . يؤثر مستوى خبرة أعضاء لجنة التدقيق بشكل إيجابي على أداء الشركة ، حيث أن وجود أعضاء من ذوي الخبرة في لجنة

التدقيق يساهم بشكل ملحوظ في التقليل من عمليات التلاعب في إعداد التقارير المالية ويساهم في زيادة فعالية المراقبة وبالتالي المساهمة بشكل إيجابي في جودة التقارير المالية وممارسات ادارة المخاطر (dechow et al. ,1996, raghunandan and rama ,2007)

وفيما يتعلق باجتماعات لجنة التدقيق فقد ورد في تقرير لجنة Cadbury في عام 1992 على أنه ينبغي أن تجتمع لجنة التدقيق مع المدققين الخارجيين على الأقل مرة في السنة بدون أعضاء المجلس التنفيذي ، وينبغي ان تعقد اجتماعاتها بما لا يقل عن مرتين في السنة وقد يدعو المدققين الخارجيين الى الاجتماع إذا كان هناك أمر ضروري (Cadbury committee ,1992).

حيث أن تكرار اجتماعات لجنة التدقيق هي أحد مؤشرات المراقبة الصحيحة .وتشير ايضاً الى اجتهاد ويقظة لجنة التدقيق وتقلل من احتمالية إعداد تقارير مالية مضللة . وبالتالي فإن تكرار هذه الاجتماعات مرتبط بنوعية بيانات مالية عالية وهذا سينعكس بشكل إيجابي على أداء الشركة (Aldamen et al., 2012, Saibaba and Ansari, 2013).

3.1.4.3 التعويضات والحوافز

يفترض بالمدراء أن يتصرفوا بالشكل الذي يحقق مصالح المساهمين ولكن قد تسول لهم أنفسهم الاستفادة من سلطتهم الرقابية لإشباع احتياجاتهم ورغباتهم ، وغالباً ما يلحق ذلك ضرراً بمصلحة المساهمين . ورغبةً في كبح سوء سلوك المديرين يحاول المساهمون ربط مصالح المدراء التنفيذيين بمصالحهم من خلال برامج حوافز تتضمن أسهم وخيارات أسهم ويعتقد

باحثون كثيرون أنّ حوافز الأسهم وخيارات الأسهم تقلل هذا الصراع بين من يملكون الشركة ومن يديرونها (حماد عبد العال , 2009).

لكن هل تترجم بالضرورة عناصر التعويضات الإدارية التي يفترض أن تحقق المواءمة بين مصالح الإدارة ومصالح المساهمين إلى أداء أفضل للشركة ، وهل يسهم دفع الحوافز العالية للتففيذين في تحسين أداء سهم الشركة ؟

وفقاً لفرضية الحوافز المثالية فإنّ التعويض المحفز يربط المصالح الإدارية بتعظيم ثروة المساهم لذلك سيكون هناك علاقة إيجابية بين التعويض المحفز وأداء سعر السهم المستقبلي.

فبعضهم أكد على الاتجاه الايجابي للعلاقة بين التعويض والأداء من حيث أنّ خطط التعويض تشجع الإدارة للعمل لصالح المساهمين من خلال ربط التعويض بأداء سعر السهم الغير العادي . يستند على الافتراض بأنّ نتائج عمل الإدارة الجيدة ستعكس في نهاية المطاف في سعر السهم . بعبارة أخرى ان الإدارة التي تتصرف بحكمة ستعكس المعلومات في تحركات سعر سهم الشركة وسيستجيب المستثمرون بسرعة للمعلومات ذات الصلة بالأداء المالي. وأن خطط التعويض الموافق عليها من قبل مجلس الإدارة بشكل عام تربط التعويض بالأداء التي هي نفسها متعلقة بشكل مباشر بثروة المساهم . على سبيل المثال ،إن قيمة خيارات الاسهم التي يملكها المدير في بداية السنة تعطيه الحافز ليعمل بالأساليب التي تعظم ثروة المساهم طوال تلك السنة (Smith and Watts, 1983,1984).

ومن وجهة نظر (Looms(1963), Marris (1963) بأن وجود المنافسة في أسواق رأس المال تجعل بقاء الشركات مرهون بهيكل الحوافز التي تشجع الإدارة العليا للعمل في مصلحة المساهمين . إن الشركات التي تفشل في تعويض المدراء بهذه الطريقة سوف تواجه تكاليف

أعلى وبالتالي لن تستطيع منافسة الشركات التي يعمل فيها المدراء في مصلحة المساهمين .
والمفترض للجنة التعويض أن تتمكن من الاستجابة لمثل هذه الضغوط التنافسية من خلال
إعطاء الرئيس التنفيذي للشركة مجموعة من الحوافز النقدية التي تدفع الإدارة الى العمل في
مصلحة المساهمين .

ويمكن تحقيق ذلك من خلال الربط الإيجابي لجزء من تعويض المدير التنفيذي مع أداء سعر
السهم غير العادي للشركة (Coughlan and Schmidt,1985) .

في حين وجد (Cooper et al.,2009) بأن هناك علاقةً سلبيةً بين التعويض المحفز طويل
الاجل وأداء السهم حيث تم تصنيف الشركات إلى مجموعة التعويض الأدنى ومجموعة
التعويض الأعلى ، ووجدوا بأن الشركات في مجموعة التعويض الأدنى حققت عوائد موجبة ،
في المقابل ، الشركات في مجموعة التعويض الأعلى حققت عوائد سلبية . ووجدوا بأن
استراتيجية المتاجرة بالمحفظة بشراء أسهم الشركات ذات التعويض المحفز الأعلى وبيع أسهم
الشركات ذات التعويض المحفز الأدنى حققت عائداً سنوياً موجباً 5.27%.

واستنتجوا بأن العلاقة السلبية بين التعويض المحفز وأداء السهم غير متفقة مع فرضيات السوق
الكفاءة ، والحوافز المثلّية.

وبينوا بأن نتائجهم هذه متفقة مع فرضية المدراء شديدي الثقة بالنفس وردة فعل المستثمرين
المبالغ فيها اتجاه الشركات ذات التعويض العالي للمدراء . حيث أنه في فرضية ثقة المدراء
الشديدة بالنفس قد يصبح المدراء التنفيذيون ذوو التعويض الأعلى شديدي الثقة بالنفس ،
وبالتالي قد يسلك سلوكاً غير مثالياً مثل الإنفاق الرأسمالي العالي ، وبناء الامبراطورية وإذا لم
يدرك المستثمرون خطورة هذه النشاطات التي يقوم بها المدير التنفيذي الشديد الثقة بنفسه التي

تحطم ثروة المساهم في هذه الحالة سيكون تأثير التعويض المحفر للمدير التنفيذي على العوائد المستقبلية للشركة سلبي .

وبالنسبة لفرضية ردة الفعل المبالغ فيها للمستثمر تفترض بأن المستثمرين غير قادرين على إدراك حقيقة تأثير التمويه لعقود الخيار أو بأن المستثمرون أفرطوا في استقراء الاداء الماضي للشركات ذات التعويض العالي .

في حين بين فريق ثالث بأنه لا توجد علاقة ما بين التعويض والأداء . فقد بين بعض الباحثين بأن خطط التعويض لا تحت الإدارة العليا على تعظيم ثروة المساهم .فقد أكد (Baumol,1987,Marris1963) بأن المدير التنفيذي يهتم بشكل أكبر بحجم أو نسبة نمو الشركة من الربحية ولأن خطط التعويض تربط التعويض بهذه الخصائص .

1.3.1.4.3 أنواع الحوافز الإدارية

يتم تعويض المديرين التنفيذيين بالشركات بعدة طرق مختلفة (حماد عبد العال ، 2009 ، 183):

- الراتب الأساسي والعلاوة :

كما هو الحال مع معظم الوظائف يتم وعد الرؤساء التنفيذيون براتب أساسي سنوي محدد وغالباً ما يتم تقرير الراتب الأساسي للرئيس التنفيذي لشركة ما من خلال المفاضلة المعيارية التي يتم من خلالها إجراء مسح لمرتبات الاقران من الرؤساء التنفيذيين للشركات الأخرى لعقد مقارنة. إن هذا الراتب الأساسي تابع لخصائص الشركة (مثل الصناعة ، والحجم) أكثر من خصائص الرئيس التنفيذي (مثل السن ، والخبرة).

وفي نهاية كل سنة غالباً ما يحصل الرؤساء التنفيذيون على علاوات نقدية . ويعتمد حجم المبلغ المدفوع على أداء الشركة خلال السنة الماضية .

- خيارات الأسهم

تعد خيارات الاسهم التنفيذية الشكل الأكثر شيوعاً للحوافز الموجهة نحو السوق . وخيارات الأسهم عبارة عن عقود تسمح للمديرين التنفيذيين بشراء أسهم بسعر محدد يسمى سعر الممارسة . ولذلك إذا ارتفع سعر السهم عن سعر الممارسة سوف يحصل المدير التنفيذي على الفرق كربح .

إنّ خيارات الأسهم تعطي المديرين التنفيذيين في الشركة الحافز على إدارة الشركة على نحو يرفع سعر سهمها أيضاً .

ولذلك يعتقد أنّ خيارات الأسهم تربط أهداف المديرين بأهداف حملة الأسهم . ويساعد هذا الربط على التغلب على بعض المشكلات المتصلة بالفصل بين الملكية والإدارة .

- منح الاسهم

نظراً للتصور الذي مفاده أن الخيارات التنفيذية ربما تكون قد أسهمت في اخفاقات الحوكمة في أواخر التسعينات وأوائل القرن الحادي والعشرين ، فقد اتجهت شركات كثيرة الى البحث عن أشكالٍ بديلةٍ للتعويض التشجيعي طويل المدى . وقد اكتسب نوعان شعبية هما : منح الأسهم المقيدة وأسهم الأداء .

1- الأسهم المقيدة :

هي أسهم عادية للشركة تشمل قيلاً قد يكون انقضاء فترة زمنية أو تحقيق هدف معين قبل أن يكون بالإمكان بيع الأسهم . وتتميز الأسهم المقيدة بميزة عن الخيارات وهي ان قيمتها لا تصل الى الصفر عندما يهبط سعر السهم . حيث أن قيمة الخيارات القابلة للممارسة يمكن أن ينتهي بها الحال لأن تكون كبيرة أو لا شيء.

2- أسهم الاداء

تشير إلى أسهم شركة ما تعطى للمسؤولين التنفيذيين فقط اذا تم الوفاء بمعايير أداء معينة مثل عوائد السهم المستهدفة . ويمكن إلى حد ما اعتبار هذه الأسهم علاوات عن الاداء السابق المحقق .

4.1.4.3 هيكل الملكية

لا يوجد نموذج واحد مثالي لملكية الشركات يضمن حوكمتها بشكل رشيد ، إذ تشهد الأسواق المتقدمة والناشئة على حد سواء مجموعة متنوعة من النماذج لكل منها ميزات وعيوبها (CIPE, 2008).

ستتناول الباحثة هياكل الملكية التالية :

1.4.1.4.3 الملكية الإدارية (الداخلية) والأداء

تشير الملكية الداخلية إلى نسبة الأسهم المملوكة من قبل المدراء (Morck et al, 1988,) اختلفت الأبحاث النظرية التي تناولت العلاقة بين الملكية الداخلية و أداء الشركة ليس فقط في تحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرين بل أيضا في تحديد اتجاه العلاقة . يعتبر Berle and

(1932) means أول من درس تأثير هيكل الملكية في أداء الشركة حيث أشار الباحثان إلى أنه مع تركيز الملكية يصبح حملة الأسهم ضعفاء وغير قادرين على السيطرة على سلوك المدراء وبالتالي سيكون هناك تضارب مصالح بين حملة الأسهم والمدراء وسوف لن يستخدم المدراء موارد الشركة بشكل كفاء في تعظيم قيمة الشركة لذلك يقترح الباحثان وجود علاقة عكسية بين الملكية المركزة والأداء. كما ذهب (Fama and Jensen,1983) الى أنه عند مستويات مرتفعة من الملكية الإدارية فإن المدراء يملكون سيطرة كافية لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح المالكين الآخرين وبالتالي يمتلكون القوة للتأثير سلباً على مصالح المساهمين الصغار . وبالتالي فإن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية قد تضعف أداء الشركة نتيجة ازدياد التحكم الإداري.

من جهة أخرى يرى (Jensen and Meckling,1976) أن الملكية الإدارية المرتفعة تساعد في السيطرة على مشاكل الوكالة لأنه كلما زادت ملكية مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين فإنهم يصبحون أكثر ميلاً لاتخاذ قرارات تكون في مصلحة الشركة بسبب ملكيتهم العالية كما أن الأقلية من المساهمين لن يبذلوا الجهد لمراقبة سلوك الإدارة الأمر الذي يخفض من تكاليف الوكالة وبالتالي يمكن أن يتحسن أداء الشركات وتعمل على توفيق المصالح بين الإدارة والملاك وهذا ما يعرف بنظرية تقارب المصالح .

ويؤكد (Wellage and Locke ,2012) على أن تأثير الملكية الداخلية على أداء الشركات هو أكثر ايجابية ومعنوية حيث الحماية القانونية للمستثمرين ضعيفة كما الحال في سيريانكا .

خالف (Demsetz,1983) سابقه بأن نظر إلى هيكل الملكية كمتغير داخلي (endogenous). حيث بين بأن هيكل الملكية هو نتاج داخلي للقرارات التي تعكس تأثير

حملة الأسهم وتداول الأسهم في السوق. فعندما يقرر المالكون الخاصون للشركة بيع الأسهم ، وعندما يوافق المساهمون العامون على الإصدار الثانوي الجديد للأسهم فإنهم في الواقع يقررون تعديل هيكل الملكية لشركاتهم لجعل ذلك الهيكل أكثر انتشاراً. إن التداول اللاحق للأسهم سوف يعكس رغبة المالكين المحتملين والموجودين لتغيير حصص ملكيتهم في الشركة.

ظهر اتجاه آخر يدعم الفكرة القائلة بأن العلاقة ما بين هيكل الملكية والأداء هي علاقة متداخلة . فقد وجد (Morck, Shleifer and Vishny,1988) أن طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية وأداء الشركة مقاساً ب (Tobin's Q) ليست ثابتة أو منتظمة (monotonic) بل تتغير مع تغير نسبة الملكية. حيث وجد الباحثون ان العلاقة بين أداء الشركة والملكية الإدارية تكون ايجابية عندما تقع الأسهم الإدارية بين 0%-5% وعندما تكون بين 5%-25% تكون العلاقة سلبية , وإيجابية مستمرة عندما تكون أكبر من 25%. وفسروا هذه النتائج بأنه عندما تقع الملكية الإدارية بين 0%-5% وفوق 25% فإن هذا لا يعكس فقط تقارب المصالح بين المدراء والمساهمين لكنها أيضاً تعكس حقيقة أن المدراء في الشركات ذات القيمة السوقية العالية يحصلون على أسهم أكثر عبر الاستفادة من خيارات أسهمهم. إن العلاقة السلبية عند مستوى ملكية 5% و 25% يعود إلى مفاضلة المدراء بين الأرباح والمنافع الشخصية للإدارة. حيث بين الباحثون أن سلوك عدم تعظيم القيمة هو أكثر انتشاراً في الشركات التي تملك فيها الإدارة سيطرة أكبر و حيث تكون المنافع الشخصية للإدارة أكبر.

ومن الدراسات التي اهتمت بالعلاقة بين الملكية الداخلية والأداء من اتجاهين دراسة (Demsetzand Villalonga,2001) حيث وجد أنه لا علاقة إحصائية بين الملكية

الإدارية أو ملكية حملة الأسهم الخمسة الكبار والاداء لكن وجدا ان هناك أثر سلبي معنوي للاداء على الملكية الإدارية أو ملكية حملة الأسهم الخمسة الكبار.

وفي نفس السياق بحث (Welch,2003) الملكية من حيث كونها متغير داخلي ومن حيث كون العلاقة بين هيكل الملكية والاداء غير خطية فكانت النتائج تشير إلى أن هيكل الملكية هو معنوي في تفسير التباين بالاداء ولكن هيكل الملكية لا يعتمد إحصائياً على مقياس الاداء . وتوصل إلى أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين الملكية الداخلية والاداء بالاعتماد على الربح المحاسبي ولكنه لم يجد هناك علاقة بالاستناد على مقياس Tobin'sQ .

لم يجد (Nobanee et al.,2017) في دراستهم التي أجروها على سوق التداول السعودي للفترة بين 2010-2013 والتي تناولوا فيها أثر هيكل الملكية على أداء الشركات فلم يجدوا أي تأثير لتركز الملكية في أداء الشركات .

2.4.1.4.3 الملكية الأجنبية وأداء الشركة

أهتم باحثون آخرون بهوية الملكية وتوصلوا إلى أن هوية الملكية هي عامل هام في تحديد أداء الشركة ، ووجدوا بأن الشركات التي تهيمن عليها الملكية الأجنبية تتبنى آليات حوكمية أكثر تفوقاً وبالتالي تحقق أداءً أعلى .

بالمقابل فإن هناك القليل من الدراسات في الأدب الأكاديمي التي تناولت دور هيكل الملكية الأجنبية في حوكمة الشركات وأداء الشركات. حيث يظهر كل من Oxelheim and

(2003) Randoy , (2008) Ferreira and Matos

(1999), Chhibber and Majumdar , (2004) Baek et al.,

بأن الشركات التي تتضمن ملكية أجنبية تتفوق بالأداء على غيرها من الشركات الأخرى هذا يمكن أن يكون بسبب أن الملكية الأجنبية قد تجلب تكنولوجيا البحث والتطوير وتدخل خبرات ومهارات إدارية .

وفي دراسة أخرى ل (Gul et al., 2003) بينوا أن بيئة المعلومات والمتطلبات التنظيمية في الشركات ذات المساهمة الأجنبية تختلف عن الشركات ذات المساهمة المحلية فقط .حيث أن الشركات ذات المساهمة الأجنبية تكون خاضعة الى مستوى تنظيمي أفضل لحماية المستثمرين ومتطلبات إفصاح وشفافية أكبر ، وعدم تماثل معلومات بشكل أقل ، وتطبيق وصرامة قانونية وتنظيمية من الشركات ذات المساهمة المحلية . فالشركات ذات الملكية الاجنبية تكون معلوماتها منعكسة في أسعار وعوائد الأسهم بشكل أكبر بالنسبة للشركات ذات المساهمة الأجنبية من الشركات الأخرى .

2.4.3 الآليات الخارجية

بشكل عام ، آليات الحوكمة الخارجية هي خارج نطاق تحكم حملة الأسهم ومجلس الادارة . سنتناول الباحثة الآليات الخارجية التالية :

1.2.4.3 المدققون الخارجيون

يلعب المدققون الخارجيون المستقلون دور هام في حوكمة الشركات ، حيث تعد استقلالية المراجع الحجر الأساسي لبناء شخصية المراجع ، إذ أن معايير المراجعة المقبولة والمتعارف عليها تؤكد أن المراجع يجب ان يكون مستقلاً في شخصيته وتفكيره (الغنودي ، عيسى ، 2011،

حيث أن التدقيق الخارجي المستقل للبيانات المالية يمنح الاطمئنان للمستثمرين فيما يخص إشراف المدراء على موارد الشركة (Brown, et al ,2011).

ويرى البعض انه من الصعب تخفيف مشاكل الوكالة بين المالكين المسيطرين والأقلية من حملة الأسهم عبر آليات الحوكمة التقليدية كمجلس الإدارة والاستحوادات في الاقتصاديات الانتقالية والناشئة ، مما يبرز دور المراجع الخارجي المستقل كآلية مراقبة للتخفيف من تضارب المصالح ومشاكل الوكالة (Fan et al., 2002).

ترتبط جودة التدقيق بحجم شركة التدقيق حيث أن شركات التدقيق الكبيرة تملك سمعة حسنة جداً من ناحية حماية حقوق المساهمين وهم معرضون بشكل اكبر للمقاضاة وهذا يمنحهم الحافز ليكونوا أكثر تحفظاً وأكثر اجتهاداً، لهذا السبب العلاقة تاريخية بين التدقيق العالي الجودة وشركات التدقيق الكبيرة (Brown et al ., 2011) .

وقد وثق (fan et al ., 2005) بأن الشركات في اقتصادات بلدان شرق آسيا ذات مشاكل الوكالة المتضمنة في هياكل ملكيتها تميل لتعيين مراجع خارجي من الشركات الأربع الكبرى Big 4 وهذه العلاقة واضحة بين الشركات التي تعمل على زيادة رأس مال الأسهم بشكل متكرر. كما أن شركات المحاسبة الكبرى تأخذ مشاكل الوكالة لدى العميل بعين الاعتبار عند اتخاذها لقرارات تحديد اتعاب المراجعة مما يعني أن للمراجعين دوراً حوكمياً هاماً في الأسواق الناشئة .

ويعتقد البعض ان الشركات التي تعاني من مشاكل حوكمية كخلل في هيكل ملكيتها ستعمل على تجنب تعيين مراجع خارجي من Big 4 تقادياً لرقابة أعلى وتكلفة اتعاب أعلى للمراجع الخارجي .

إلا أن فرضية أن شركات التدقيق الكبيرة تقدم تدقيقاً ذات جودة أعلى قد أصبح مشكوك فيه منذ حالات فشل التدقيق البارزة في 2002-2000 حيث ارتبطت نوعية التدقيق المنخفضة بشركات التدقيق الكبيرة بعد 2001 حيث كانت سبباً في ارتفاع تكلفة رأس المال للشركات الاسترالية التي كانت تستعين بمدققين من شركات (Azizkhani et al., 2010)

ازداد الاهتمام مؤخراً باستقلال المدقق الخارجي مع التركيز على مستوى الخدمات الاستشارية والخدمات الأخرى غير خدمات التدقيق (NAS) المقدمة لزيائن التدقيق وعلى طول مدة خدمة المدقق .

حيث أن البعض يرى أنه ليس هناك علاقة معنوية بين استقلالية المدقق والخدمات الأخرى غير خدمات التدقيق (NAS) ، مع ذلك فإن توفير خدمات NAS لزيون التدقيق هي إما ممنوعة أو مقيدة بشدة في بعض النظم القانونية .

إن مدة خدمة التدقيق الأطول قد تخفض المعلومات غير المتناظرة بين المدقق والزيون و قد تكون مرتبطة بنوعية تدقيق أعلى واحتمالية أقل لفشل التدقيق .

في حين يجد آخرون أن مدة خدمة شريك التدقيق الأطول بين الشركات الاسترالية هي مرتبطة بنوعية تدقيق أقل ، ودليلهم متعلق في الغالب بعملاء شركات المراجعة من غير Big 4 . وبالنسبة لأجور التدقيق فهي مرتبطة بحجم وتعقيد الزيون ، ولتقدير أجر التدقيق المناسب يقيم المدققون الخطر المرتبط بالزيون ويخططوا أعمالهم وفقاً لذلك ، بينما تدفع الشركات ذات الحوكمة الأعلى وذات لجنة التدقيق التي تتضمن خبير مالي أجور تدقيق أقل

(Brown et al ., 2011) .

2.2.4.3 الاستحواذ والاستيلاء

يعتبر الكثير من الأكاديميين عمليات الاستيلاء آلية هامة للحكومة ، قد يمثل الخوف من استيلاء محتمل آليةً تأديبيةً قوية تضمن السيطرة والرقابة على حرية التصرف الممنوحة للمديرين . نظراً لأن بعض الشركات (إن لم يكن معظمها) التي يتم الاستيلاء عليها شركات ذات أداء ضعيف (عبد العال ، 2009) .

وغالباً ما تكون أهداف السيطرة هي الشركات ذات الاداء الضعيف ، وبالتالي يمكن أن تقاوم هذه الشركات عمليات الاستحواذ والاستيلاء بتبني بنود ضد الاستحواذ في دساتيرهم حيث تؤخر هذه البنود عملية الاستيلاء ، و يسعى المدراء إلى تحصين وحماية أنفسهم ضد عمليات الاستحواذ بتبني هذه البنود لأنها تزيد تكاليف للراغبين بالقيام بعمليات الاستيلاء (Chen et al , 2004) .

يبين (Jensen 1986) إن الشركات التي تملك كميات كبيرة من التدفقات النقدية الحرة ولا تستطيع الموازنة بين المصادر المالية وفرص النمو يكون فيها تعارض المصالح بين حملة الأسهم والمدراء حاد وبالتالي تملك مشاكل وكالة أكثر حدة وهي أكثر عرضةً للاستحواذ وبالتالي يعتبر هنا الاستحواذ آلية هامة لتخفيف تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وهي آلية مهمة التي من خلالها يراقب حملة الأسهم الكبار المدراء . لكن بالمقابل فإن تبني بنود ضد الاستيلاء في الشركات الأكثر عرضة للاستيلاء يكون أكثر فعاليةً.

يبين (Jensen and Meckling 1976) أنه عندما ترتفع الملكية الإدارية يقل ميل المدراء للانحراف عن سلوك تعظيم قيمة الشركة . وتظهر الدراسات الأخرى بأن تهديدات الاستحواذ تنخفض بشكل ملحوظ عندما يملكون حصة كبيرة لحقوق التصويت (Weston, 1979).

حيث أنه عندما يسيطر المدراء على حصة كبيرة فإنهم يملكون قوةً تصويت كافية أو تأثير ليضمنوا مواقعهم بالشركة وبرواتبهم المغرية ويحموا أنفسهم من أي عقوبة من المستثمرين الخارجيين لسلوكهم الانتهازي.

وبالتالي فإن أهمية بنود ضد الاستحواذ وتأثيرها على العوائد المتوقعة ينبغي أن تكون أصغر عندما يملك المدراء الداخليين حصة أكبر في الشركة (Chen et al . , 2004).

وترى الباحثة أن أثر تبني بنود ضد السيطرة على فعالية الحوكمة يحمل وجهان فمن ناحية تحمي المستثمرين من عملية استحواذ غير مناسبة عن طريق رفع تكاليف السيطرة ، ومن جهة أخرى قد تعيق عملية استحواذ مربحة.

3.2.4.3 التشريع والقوانين

غالبا 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 .

ففي دراسة (Chhaochaaria and Grinstein , 2007) حول أثر قواعد الحوكمة الخاصة بقانون ساربنز أوكسلي 2002 والتعديلات التنظيمية للسوق الأمريكية ، حيث وجدنا بأن إعلان هذه القوانين كان له تأثيرٌ معنويٌّ على قيمة الشركة ، والشركات التي هي أقل توافق مع هذه البنود القانونية حققت عوائد غير عادية إيجابية بالمقارنة مع الشركات الأخرى

التي هي أكثر توافقاً مع هذه القواعد، ووجدوا أيضاً أن هناك تبايناً في الاستجابة بين الشركات كبيرة الحجم وصغيرة الحجم لهذه القوانين . حيث حققت الشركات الكبيرة التي هي أقل توافق مع هذه القواعد عوائد غير عادية إيجابية ، لكن حققت الشركات صغيرة الحجم التي هي أقل توافق عوائد غير طبيعية سلبية . وذلك يشير أن بعض الأحكام تضر الشركات الصغيرة .

5.3 مستوى الإفصاح وعلاقته بحوكمة الشركات

تحتاج الشركات في سياق عملها الاعتيادي إلى معلومات دقيقة وسليمة من أجل ضمان استمراريتها، وتعود الجذور التاريخية لمفهوم الإفصاح عن المعلومات المالية للعام 1837، حيث نشرت مجلة "Railway Magazine" مقالةً عن الإفصاح، أشارت فيها إلى أثر الإفصاح عن الأرباح التي تحققها الشركات على سلوك المستثمرين، حيث ساد في الربع الأخير من القرن التاسع عشر اتجاه يحث على زيادة في الإفصاحات المحاسبية، فيما يتعلق بالأرباح ورأس المال والاستهلاكات وتغيير الموجودات، ودعم التشريعات التي تزيد من الإفصاح في القوائم المالية والحد من البدائل في المعالجات المحاسبية (Brief Richard, 1975)

1.5.3 مفهوم الإفصاح

تعددت التعاريف التي تناولت الإفصاح، حيث أشارت بعضها إلى أن الإفصاح هو: "اتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع." (عبد العال, 2002).

كما عرف بأنه "نشر المعلومات الضرورية للفئات التي تحتاجها، وذلك لزيادة فاعلية العمليات التي يقوم بها السوق المالي، حيث أن الفئات المختلفة تحتاج للمعلومات لتقييم درجة المخاطرة التي تتعرض لها الشركات، للوصول إلى القرار الذي تستطيع من خلاله تحقيق أهدافها والتي تتناسب مع درجة المخاطرة التي ترغب بها.

ويرى فريق آخر من الباحثين أن الإفصاح هو أحد الأركان الرئيسية للإعلام المحاسبي، ويعني تزويد المستخدمين الخارجيين بالمعلومات لغرض اتخاذ القرارات الاقتصادية.

من خلال استعراض التعاريف السابقة فإنها تلتقي جميعاً في أن الإفصاح هو الالتزام بسياسة الوضوح والشفافية في إظهار جميع المعلومات المحاسبية والحقائق المالية الهامة عن الشركات المقيدة في السوق المالية، التي من شأنها أن تؤثر على سعر الورقة المالية، والتي تهم الفئات الخارجية، على وجه الخصوص، بحيث تعينها على اتخاذ قرارات استثمارية وإقراضية رشيدة.

2.5.3 أهمية الإفصاح

تظهر أهمية الإفصاح لكل من الأطراف التالية على النحو التالي (غياض , رجال , 2014):

بالنسبة للمستثمر: تتجلى أهمية الاستثمار في تحفيز اهتمامه بالأوراق المالية انطلاقاً من المعلومات المنشورة من خلال القوائم والتقارير المالية التي تعدّها إدارة الشركة، مما يضمن له بناء توقعات واقعية عن العائد الذي يمكن أن تدره عليه هذه الأوراق، هذا ما يساعده على اتخاذ قرار الاستثمار في الشركة المعنية، وفق أسس سليمة بعيداً عن الشائعات والمضاربات، وبذلك

يوفر الإفصاح حماية المستثمرين، وبالتالي تتحسن صورة الشركة فتكتسب سمعةً جيدةً من حيث النزاهة والشفافية في السوق المالية المسجلة فيها.

بالنسبة للسوق المالية: يمكن الإفصاح من خلق جو استثماري خالٍ من أساليب الاحتيال وتضارب المصالح بين المديرين والمساهمين ومن المضاربة، مما يعزز الثقة في السوق، إضافة إلى ذلك فهو يقلل من التقلبات الحادة لأسعار الأوراق المالية في السوق، إذ بتوفر المعلومات المفيدة بشكل كاف، فإنه يمكن تقييم سعر الورقة المالية بطريقة سليمة، بما يضمن التسعير العادل لها.

إذاً فالإفصاح عنصرٌ جوهريٌّ من عناصر خلق الشفافية وتوطيد دعائم الثقة بالاستثمار في الأوراق المالية، وذلك من خلال نشر كافة المعلومات المحاسبية والمالية بصورة دورية للمستثمرين، لأنَّ المعلومات المحاسبية تعد المصدر الأساسي في وضع أو إنشاء أو تركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية (حمزة , 2007).

3.5.3 علاقة الإفصاح بحوكمة الشركات

تبرز علاقة الإفصاح بحوكمة الشركات باعتباره من أهم مبادئها التي يجب على مجلس الإدارة أن يهتم بها، من خلال القوائم والتقارير المالية.

حيث تتجلى علاقة حوكمة الشركات بالقوائم المالية في التطبيق السليم لمبادئها، مما يساعد على تحقيق معدلات من الأرباح مناسبة، الأمر الذي يساعد الشركات على تدعيم رأسمالها وزيادة الاحتياطات وتراكمها بشكل مستمر، وهو ما يؤدي إلى توسع الشركات ونموها (الخضيري , 2005).

إن الإفصاح عن مزيدٍ من المعلومات يمكن من تقييم أكثر دقة للجهد الذي يبذله الوكلاء والكشف عن حالة عدم تماثل المعلومات (Mallin, 2004) ، وبناءً على ذلك سيخفيض الإفصاح تكاليف الوكالة (Welker, 1995). بالإضافة إلى ذلك ستخفيض تكلفة رأس المال عندما تفصح الشركات عن مزيد من المعلومات عن وضعها (Diamond and Verrecchia, 1991, Schrand and Verrecchia, 2004).

بين أيضاً (Lang and Lundholm, 2000, Lundholm and Myers, 2002) بأن مزيداً من الإفصاح يرتبط بمستويات أعلى من عوائد الأسهم .

إن الكشف عن مزيدٍ من المعلومات الخاصة بالشركة يحد من سلوك المدراء الانتهازي وبالتالي يحسن أداء المدراء (Ho and Wang, 2001). ولكن ليس فقط كمية المعلومات التي تفصح عنها الشركات ترتبط بأداء أعلى ولكن أيضاً نوعية هذه المعلومات (Chi, 2009). وتؤكد أدلة حوكمة الشركات أهمية الكشف عن المعلومات من قبل الشركات كأحد مبادئ الحوكمة التي يجب أن تلتزم بها الشركات في الأسواق الناشئة (Abraham et al., 2015).

6.3 مؤشرات الحوكمة

لقد ابتكر الاقتصاديون ومقدموا الخدمات المالية في السنوات الأخيرة مؤشرات لتقييم مستويات الحوكمة لدى الشركات . كانت الدراسات التي تقيم الحوكمة سابقاً تركز على مكون معين للحوكمة ولكن مؤخراً ومع ظهور قواعد بيانات كبيرة مثل تلك المزودة من قبل شركة خدمات المساهمين المؤسسية (ISS) ومركز أبحاث مسؤولية المستثمر (IRRC) تم استخدام المؤشرات المركبة بشكل أوسع ، حيث كان من الصعب أن تستطيع واحدة

للحوكمة أن تقيس الحوكمة وجودتها في الشركة بشكل شامل، وبالتالي سيكون من الأفضل استخدام مؤشر مركب .

وستتناول الباحثة بعض مؤشرات الحوكمة التالية :

1.6.3 مؤشر (GIM) (Gompers ,Ishli, and Metrick,2003)

قدم هذا المؤشر من قبل (Gompers ,Ishli, and Metrick,2003) يستخدم هذا المؤشر لقياس جودة الحوكمة للشركات ، وعلى وجه التحديد الشركات العاملة في الأسواق الأمريكية . هذا المؤشر مكون من 24 بند حوكمي يطلق عليه مؤشر G أو GIM تشير القيمة العالية لهذا المؤشر إلى ضعف قوة حملة الاسهم ،بحسب المؤشر على أساس نقطة لكل عنصر ضمن المؤشر لغرض التمييز بين الحوكمة الرشيدة وغير الرشيدة . فالشركات التي تجمع 5 نقاط او أقل توفر حوكمة رشيدة وتوفر حماية أفضل لحملة أسهم ، أما الشركات التي لا توفر حوكمة رشيدة فهي الشركات التي تجمع 14 نقطة فأكثر حيث للإدارة دور أكبر في التصرفات والقرارات . وقسموا شركات العينة الى عشرة محافظ، وقارنوا بين محافظ مؤشر (G) الأعلى والأدنى والذي ما يسمى المحافظ (الديكتاتورية) والمحافظ (الديمقراطية)، ووجدوا علاقة معنوية بين مؤشر الحوكمة وعوائد الأسهم و Tobin'S Q والشركات ذات الحوكمة الأقل أبدت أداءً منخفضاً مقارنةً بالشركات ذات الحوكمة العالية .

ينقسم المؤشر إلى خمس مجالات أساسية وهي :

- بنود مؤشر GIM

1- المهلة (Delay) : أربعة بنود لمنع الاستيلاء العدائي على الشركة (وجود الأسهم المفضلة

شيك على بياض ، المجلس المصنف ، قيود على قدرة حملة الأسهم للدعوة للاجتماعات

الخاصة ، قيوداً على قدرة المساهمين للتمثيل بموافقة خطية) .

2- التصويت : بنود متضمنة حقوق التصويت لحامل السهم (وجود التصويت التراكمي و

التصويت السري ، تصويت الأغلبية العظمى بالنسبة لاندماج الأعمال ، القيود على قدرة

حملة الأسهم لتعديل اللائحة الداخلية .

3- الحماية: ستة بنود لحماية المدراء والموظفين من المسؤولية القانونية وتعويضاتهم لإنهاء الخدمة

(بنود المسؤولية المقيدة ، بنود التعويض في الموائيق أو اللوائح ، عقود التعويض ، المظلات

الذهبية ، عقود المكافأة الغير مشروطة ، خطط التعويضات بالتغيرات في بنود السيطرة.

4- الحالة : وهي تتعلق بمجموعة القوانين والتشريعات التنظيمية المقررة من قبل حكومة الولاية

5- (الأخرى) : تتعلق بحماية الإدارة كبنود دفاعات ضد الاستيلاء، المظلات الفضية ، مظلات

التقاعد ، أقراص السم

2.6.3 مؤشر درجة الحوكمة (The Gov – Score Index) :

إنّ مؤشر درجة الحوكمة هو مؤشر الحماية المضادة للاستحواذ . يستند هذا المؤشر على

بيانات شركة خدمات المساهمين المؤسسية (ISS) وهو المجموع المرجح لـ 51 خاصية تعكس

آليات الحوكمة الداخلية والخارجية تضمنت (بنود متعلقة بالتدقيق – مجلس الإدارة – الدستور

تعلم المدير – تعويض المدير والمدير التنفيذي – الملكية – الممارسات التقديمية – حالة

الاندماج) فوضع وزنٍ نسبي متساوٍ لكل عنصرٍ حيث افترضوا أن عناصر الحوكمة متكاملة مع بعضها وليست بدائل ,أي لها نفس الأهمية .

شرحوا العلاقة بين (Gov-Score) و Tobin's Q أحد مقاييس الأداء ,ووجدوا بأن المؤشر يرتبط بعلاقة إيجابية ومعنوية مع Tobin's Q ,فالأداء المتفوق هو مرتبط بنوعية حوكمة عالية . ووجدوا بأن عوامل المجلس والتعويضات في مؤشرهم مرتبطتين بشكل أكبر مع الأداء الجيد (Brown and caylor ,2006).

3.6.3 مؤشر (CGQ)(Corporate Governance Quotient) :

تقدم مجموعة Risk Metrics للمستثمرين المؤسسيين مجموعة من أدوات تصنيف الحوكمة . تساعد هذه الخدمات المحللين ومدراء المحافظ والباحثين وآخرون في تقييم أثر هيكل حوكمة الشركات للشركة على أداء المحفظة .

يقيس (CGQ)(Corporate Governance Quotient) قوة وأوجه القصور والجودة الشاملة لممارسات حوكمة الشركات للشركة ومجلس الإدارة . يزود CGQ بالتصنيف العالمي لحوكمة الشركات لأكثر من 8000 شركة عبر 31 بلد بنقاط البيانات الأساسية بالنسبة 67 متغير لحوكمة الشركات .

النقطة الأساسية تتغير فقط عندما يتغير أداء الشركة اتجاه أحد المتغيرات الأساسية .

المؤشر مكون من أربع فئات فرعية هي المجلس - التدقيق - التعويض /الملكية - والاستيلاء والدفاعات ، و تعطى كل فئة خمس نقاط فيكون المؤشر من 20 نقطة توزع النقاط الخمس الخاصة بكل فئة على البنود الفرعية الخاصة بكل فئة .

الجدول (3)

المؤشرات الفرعية لمؤشر CGQ			
مجلس الادارة	التدقيق	التعويضات / الملكية	دفاعات الاستيلاء
- تركيبة	- لجنة تدقيق	- تكلفة خطط	- الأحكام
المجلس	- تعويضات	الخيار	المضادة
- لجنة الترشيح	التدقيق	- إعادة تسعير	للاستيلاء
- لجنة	- دوران المراجع	الخيار	الواجبة
التعويض	- تصديق	- موافقة	التطبيق
- لجنة الحوكمة	المدقق	المساهمين	بموجب قوانين
- هيكل المجلس		على خطط	البلد
- حجم المجلس		الخيار	
- التغير في		- تعويض لجنة	
حجم المجلس		المشابك	
- التصويت		- تعويض	
التراكمي		المدير	
- المدراء		- خطط التقاعد	
التنفيذيين		لغير موظفي	
- المدراء غير		الإدارة	

	- قروض		التففيذين
	الشركة		- الرئيس
	- ملكية المدير		التففيذي
	- لوائح ملكية		السابق
	أسهم		- فصل منصب
	التففيذين		رئيس مجلس
	- لوائح ملكية		الإدارة عن
	أسهم المدير		منصب
	- ملكية أسهم		المدير
	المدير		التففيذي
	والرئيس		- المبادئ
			التوجيهية
			للمجلس
			- الاستجابة
			لمقترحات
			المساهمين
			- حضور
			المجلس (عدد
			المجتمعين)

			- وظائف المجلس - المعاملات مع الأطراف ذات العلاقة
--	--	--	---

الجدول من اعداد الباحثة

الفصل الرابع : تحليل البيانات واختبار الفرضيات

1.4 منهجية البحث

تعتبر هذه الدراسة مسحاً شاملاً للشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية للفترة بين 2011 و 2015، وتراوح عدد الشركات بين 17 الى 20 بعدد مشاهدات (96) مشاهدة .

تم تشكيل مؤشر الحوكمة في هذا البحث بالاعتماد على أسلوب تشكيل مؤشر CGQ المقدم من مجموعة Risk Metrics المكون من أربع مؤشرات فرعية هي (مجلس - التدقيق - التعويض/ الملكية - دفاعات الاستيلاء) حيث يغطي كل مؤشر فرعي خمس نقاط فيكون المؤشر من 20 نقطة.

يتكون المؤشر الحوكمة في هذا البحث من أربع مؤشرات حوكمية تتضمن (مجلس الإدارة - التدقيق - الإفصاح - هيكل الملكية) النقاط الكلية للمؤشر هي 20 نقطة حيث يغطي كل مؤشر فرعي 5 نقاط وداخل كل مؤشر فرعي تقسم النقاط الخمس على البنود الرئيسية وتشتك البنود المرتبطة مع بعضها بنفس عدد النقاط المعطاة كلما ازداد تطبيق بنود المؤشر ارتفعت قيمة المؤشر .

يحتوي كل مؤشر فرعي على عدة بنود تفصيلية بعضها الزامي بناءً على ما نص عليه نظام الممارسات السليمة ، وبعضها غير الزامية تم وضعها باعتبارها بنوداً للحوكمة لها تأثير أكدت عليها البحوث ويتوفر عنها البيانات اللازمة .

عند اختيار هذه البنود لتشكيل المؤشر تم الأخذ بعين الاعتبار عدم التطبيق الشامل لأي بند من قبل جميع الشركات لتتمكن هذه البنود من تفسير التباين في عوائد الأسهم

تم الحصول على البيانات الخاصة بالبنود التفصيلية للمؤشر للشركات المدروسة بالاعتماد على البيانات المتوفرة في تقارير الحوكمة الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بالإضافة إلى الزيارة الميدانية لدائرة الإفصاح ، والرجوع للتقارير السنوية للشركات.

المؤشر الفرعي الأول هو " مجلس الإدارة" نقاط هذا المؤشر مستندة على عدد الأعضاء المستقلين غير تنفيذيين، ازدواجية المدير التنفيذي ، عدد اجتماعات مجلس الإدارة (بند غير الزامي) ، لجان المجلس كلجنة التعويضات والترشيحات ولجنة الحوكمة (بند غير الزامي) ، رئيس مجلس الإدارة لا يخدم في أكثر من شركتين كرئيس للمجلس ، ولا توجد صلة قرابة بين أعضاء مجلس الإدارة .

المؤشر الثاني هو "التدقيق " نحلل تدقيق الشركة من حيث وجود لجنة تدقيق وشروط تشكيلها واجتماعاتها ، وجود مدقق خارجي ، مدققون داخليون متفرغين ومؤهلين ،أحد أعضاء لجنة التدقيق يملك الخبرة المالية والمحاسبية ، عدد اجتماعات لجنة التدقيق واجتماعاتها مع المدقق الخارجي ، المدقق الخارجي من شركات Big4 (بند غير الزامي) ، والمدقق الخارجي لا يدقق أكثر من أربع شركات ولا أكثر من شركتين بالنسبة لشركات التأمين .

المؤشر الثالث هو " الافصاح " حيث يتم تقييم الشركات في هذا المؤشر فيما إذا كانت حملة الأسهم قادرين على الحصول على المعلومات، وأيضاً من حيث وجود متحدثين رسميين للشركة ووجود سياسة للإفصاح .

المؤشر الرابع هو "هيكل الملكية " يقيم الشركات من حيث الملكية الإدارية المركزة ووجود الملكية الأجنبية وينود هذا المؤشر غير الزاميين حيث أن تركيز الملكية سمة واضحة لدى الشركات المساهمة السورية كما أن طبيعة تأسيسها في معظمها يعود لشركات أم أجنبية كان مبرراً لوضع هذا المؤشر ودراسته.

وتم استخراج البيانات الخاصة بأسعار الأسهم الشهرية لحساب العائد على السهم من موقع سوق دمشق للأوراق المالية، ومن ثم تم إجراء التحليلات الإحصائية باستخدام برنامج (الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية) (SPSS) ، وتمت الاختبارات العديدة المتعلقة بالإحصاء الوصفي لمعرفة مدى تطبيق قواعد الحوكمة في الشركات المساهمة العامة وذلك بالمتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية وتم اختبار فرضية الدراسة باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد وتحليل التباين One Way ANOVA

2.4 تحليل نتائج الاحصاء الوصفي المتعلقة بمؤشرات الحوكمة الفرعية

ينقسم المؤشر الكلي للحوكمة الخاص بالشركات المساهمة العامة إلى أربع مؤشرات فرعية متعلقة بمجلس الإدارة والتدقيق والافصاح وهيكل الملكية ، وعلى أساس هذه التقسيمات حيث تم حساب المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لكل مؤشر وبوضح الجدول التالي النتائج :

جدول (4) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمؤشرات الحوكمة

المؤشرات الفرعية للحوكمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الترتيب	المؤشر الكلي
مجلس الإدارة	0.82	0.25	2	0.79
التدقيق	0.79	0.15	3	
الإفصاح	0.86	0.25	1	
هيكل الملكية	0.67	0.12	4	

الجدول من إعداد الباحثة حيث تم حساب المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لكافة المؤشرات بحساب النسبة المئوية

لتطبيق كل مؤشر ومن ثم أخذ المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لهذه النسب

يظهر الجدول (4) بأن مؤشر الإفصاح احتل المرتبة الأولى من حيث تطبيق الشركات المساهمة العامة لبنوده بمتوسط (0.86) وانحراف معياري 0.25 ، تعتبر هذه النسبة عالية من حيث التطبيق كون هذين البندين الزاميين ، ويأتي مؤشر المجلس بالمرتبة الثانية من حيث تطبيق بنوده من قبل الشركات بمتوسط حسابي (0.82) وانحراف معياري (0.25) وتعتبر أيضاً هذه النسبة مرتفعة كون معظم بنود هذا المؤشر الزامية ماعداً بنداً واحد غير الزامي ، ويليه بالمرتبة الثالثة مؤشر التدقيق بمتوسط حسابي 0.79 وانحراف معياري 0.15 نسبة التطبيق بهذا المؤشر أدنى من المؤشرين السابقين حيث يتضمن هذا المؤشر ايضاً بند غير الزامي (وجود مدقق خارجي من Big4) فكان هناك تباين ما بين الشركات في تطبيق هذا البند ، وجاء هيكل الملكية بالمرتبة الأخيرة من حيث التطبيق بمتوسط حسابي 0.67 وانحراف معياري 0.12 كون بنود هذا المؤشر هي غير الزامية فكان هناك تباين كبير بين الشركات

من حيث تطبيقها. وتشير نسبة المؤشر الكلي بأن 79% من بنود المؤشر الكلي تنطبق من قبل الشركات المساهمة العامة السورية . ويعتبر هذا التطبيق جيد جداً و يرجع ذلك إلى أن معظم بنود المؤشر هي إلزامية .

1.2.4 تحليل نتائج الاحصاء الوصفي المتعلقة بمؤشر مجلس الادارة

يحتوي مؤشر الحوكمة الفرعي الخاص بمجلس الإدارة على 8 بنود معظم هذه البنود إلزامية مستمدة من قانون الممارسات السليمة وبعضها الآخر تطوعي مستمد من دراسات سابقة ، تم حساب المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية الخاصة ببنود المؤشر وترتيب كل بند من حيث التطبيق ويوضح الجدول التالي النتائج :

جدول (5) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمؤشر مجلس الادارة

البنود	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الترتيب
لا يقل عدد أعضاء المجلس المستقلين عن الثلث	0.98	0.14	3
أغلبية أعضاء المجلس غير تنفيذيين	0.96	0.14	3
فصل منصب المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة	0.94	0.16	4

1	0.07	0.99	لا يتأس رئيس مجلس الإدارة أكثر من مجلسين
7	0.31	0.50	هناك لجنة للتعويضات والمكافآت
5	0.48	0.66	ليس هناك صلة قرابة بين أعضاء مجلس الإدارة
2	0.19	0.96	لا تقل اجتماعات مجلس الإدارة عن أربع اجتماعات بالسنة
6	0.50	0.53	هناك لجنة للحوكمة
	0.25	0.82	مؤشر المجلس الكلي

يظهر الجدول (5) بأن البند المتعلق بأن لا يتأس رئيس مجلس الإدارة أكثر من رئاسة مجلسين أعلى متوسط بحوالي (0.99) بانحراف معياري قدره (0.07) وهذا يشير الى أنه 99% من الشركات المساهمة العامة تطبق هذا البند كونه بنداً إلزامي .

وأيضاً طبق البند المتعلق بوجود لجنة للحوكمة بمعدل 53% وجاء بالمرتبة ما قبل الأخيرة انخفضت نسبة تطبيقه كونه بنداً غير إلزامي طبق فقط في القطاع المصرفي حيث التزمت معظم البنوك بهذا البند كون هذا البند وارد في نظام الممارسات الحوكمة للمصارف . في حين جاء بالمرتبة الاخيرة من حيث الالتزام البند المتعلق بوجود لجنة للتعويضات والمكافآت

بمتوسطٍ حسابيٍّ (0.50) وانحرافٍ معياريٍّ مقداره (0.31) وهذا يشير إلى أنَّ العديد من الشركات المساهمة العامة السورية بمعدل 50% لا تطبق هذا البند .

تشير قيمة المتوسط الحسابي لمؤشر المجلس بأنَّ 82% من الشركات المساهمة العامة السورية تطبق بنود مجلس الادارة وتعتبر هذه النسبة مرتفعة ويعود ذلك إلى أنَّ معظم بنود المؤشر هي بنود الزامية .

2.2.4 تحليل نتائج الاحصاء الوصفي المتعلق بالتدقيق

يحتوي مؤشر الحوكمة الفرعي الخاص بالتدقيق على 9 بنود معظم هذه البنود الزامية مستمدة من قانون الممارسات السليمة ، وهناك بندٌ تطوعيٌّ مستمدٌ من دراساتٍ سابقةٍ تم حساب المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية الخاصة ببنود المؤشر وترتيب كل بندٍ من حيث التطبيق ويوضح الجدول التالي النتائج :

الجدول (6) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمؤشر التدقيق

البنود	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الترتيب
وجود لجنة تدقيق وتحقق شروط تشكيلها	0.60	0.16	5
وجود مدقق داخلي	0.97	0.04	1
مدققون داخليون متفرغون	0.91	0.09	2

1	0.04	0.97	مدققون داخليون مؤهلون
4	0.28	0.80	أحد أعضاء اللجنة يملك الخبرة المالية والمحاسبية
3	0.07	0.88	لا تقل عدد اجتماعات اللجنة عن أربع اجتماعات بالسنة
3	0.07	0.88	تجتمع اللجنة مع المدقق الخارجي على الأقل مرة بالسنة
6	0.38	0.25	المدقق الخارجي من Big 4
3	0.26	0.88	لا يدقق المدقق الخارجي لأكثر من أربع شركات ولا أكثر من شركتين بالنسبة لشركات التأمين
	0.15	0.79	مؤشر التدقيق الكلي

يظهر الجدول (6) بأن البنود المتعلقة بوجود مدقق داخلي ووجود مدققين مؤهلين احتلوا المرتبة الأولى من حيث التطبيق بمتوسط (0.97) بالتالي فإن معظم الشركات المساهمة السورية تطبق هذا البند كونهم بنود الزامية نص عليهم نظام الممارسات السليمة ، بينما احتل البند المتعلق بوجود لجنة تدقيق وتحقق شروط تشكيلها المرتبة ما قبل الأخيرة بمتوسط (0.60) وانحراف معياري مقداره (0.16). في حين جاء في المرتبة الأخيرة من حيث التطبيق البند المتعلق بوجود مدقق خارجي من شركات Big4 بمتوسط (0.25) وانحراف معياري قدره (0.38) لم تكن نسبة التطبيق مرتفعة كون هذا البند لم يرد كبندي إلزامي بنظام الممارسات . وتشير قيمة مؤشر التدقيق بأن 79 % من الشركات المساهمة العامة السورية تطبق هذه البنود تعد هذه النسبة جيدة جداً كون جميع الشركات ملزمة بتطبيق ثمانية بنود لهذا المؤشر من أصل تسعة بنود .

3.2.4 تحليل نتائج الإحصاء الوصفي المتعلق بالإفصاح

يحتوي مؤشر الإفصاح على بندين إلزاميين مستمدين من قانون الممارسات السليمة تم حساب المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لهذين البندين وترتيب هذين البندين من حيث التطبيق وبوضح الجدول التالي النتائج :

الجدول (7) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمؤشر الإفصاح

البنـد	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الترتيب
وجود سياسة للإفصاح	0.76	0.11	2
وجود متحدثين رسميين للشركة	0.96	0.38	1
مؤشر الإفصاح الكلي	0.86	0.25	

يظهر الجدول (7) بأن معظم الشركات تطبق البنـد المتعلق بوجود متحدثين رسميين بمتوسط (0.96) وبانحرافٍ معياري (0.38) وبالتالي يعتبر تطبيق 96% من الشركات لهذا البنـد نسبةً مرتفعةً

في حين تطبق الشركات بنسبةً أقل البنـد المتعلق بوجود سياسةٍ للإفصاح بمتوسط 76% ، كانت نسبة التطبيق لهذا المؤشر مرتفعة حيث تدل قيمة المؤشر الكلي بأن بنود المؤشر مطبقةً بما نسبته 86% وهي نسبةً مرتفعة ويرجع ذلك إلى أن بنود هذا المؤشر هي بنودٌ الزاميةٌ .

4.2.4 تحليل نتائج الاحصاء الوصفي المتعلق بمؤشر هيكل الملكية

يحتوي مؤشر هيكل الملكية على بندين تطوعيين مستمدين من الدراسات السابقة وتم اختبار أثر الملكية الداخلية المركزة على أداء الشركات المساهمة العامة السورية المدرجة بسوق دمشق للأوراق كون تركـز الملكية سمةً واضحةً ومعظم الشركات المساهمة تابعةً لشركاتٍ أجنبيةٍ . تم

حساب المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لهذين البندين وترتيب هذين البندين من حيث التطبيق ويوضح الجدول التالي النتائج :

الجدول (8) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمؤشر هيكل الملكية

البنـد	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الترتيب ب
الملكية الداخلية أكبر من 50%	0.59	0.12	2
وجود ملكية أجنبية	0.75	0.11	1
مؤشر هيكل الملكية الكلي	0.67	0.12	

يظهر الجدول (8) بأنه 67% من الشركات تميل هيكل الملكية فيها إلى التركيز الإداري والملكية الأجنبية جاء هذا المؤشر بالمرتبة الأخيرة من حيث تطبيق الشركات لبنوده كون بنوده لم يلزم بها نظام الممارسات السليمة ، وكان توزع التطبيق بين بنوده كالتالي : 75% من الشركات المساهمة العامة السورية تتضمن في مجالس إدارتها ملكيةً أجنبيةً واحتل هذا البنـد المرتبة الأولى وبلغ الانحراف المعياري (0.11).

59% من الشركات المساهمة العامة السورية نسبة الملكية الإدارية فيها أكثر من 50%
بانحرافٍ معياري قدره (0.12) .

3.4 دراسة أثر الحوكمة في عوائد الأسهم

لدراسة تأثير الحوكمة في عوائد الأسهم تم اتباع أسلوبين :
الأسلوب الأول: هو تقسيم عوائد أسهم الشركات المساهمة إلى محفظتين المحفظة الأولى
(محفظة الحوكمة الجيدة) والمحفظة الثانية (محفظة الحوكمة الضعيفة) لمعرفة ما إذا هناك
فرق هام احصائياً بين عوائد محافظ الحوكمة الجيدة والحوكمة الضعيفة .
الأسلوب الثاني : هو دراسة الانحدار الخطي المتعدد لدراسة تأثير مؤشرات الحوكمة الفرعية
ومؤشر الحوكمة العام ومتغيرات أخرى ضابطةً في عوائد الأسهم لمعرفة ما إذا هناك تأثير
لتطبيق الحوكمة في عوائد الأسهم .

1.3.4 أسلوب المحافظ

لدراسة تأثير الحوكمة في عوائد الأسهم تم تقسيم عوائد أسهم الشركات المساهمة إلى محفظتين
المحفظة الأولى (محفظة الحوكمة الجيدة) والمحفظة الثانية (محفظة الحوكمة الضعيفة)
لمعرفة فيما إذا هناك فرق بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظة الحوكمة الجيدة ومحفظة
الحوكمة السيئة حيث تم اتباع أسلوب (Gompers et al (2003 الذين وجدوا أن استراتيجية
الاستثمار التي اشترت أسهم الشركات ذات مؤشر الحوكمة الضعيف (حقوق حملة الأسهم

الأقوى) وباعت أسهم الشركات ذات مؤشر الحوكمة العالي (حقوق حملة الأسهم الضعيفة)
حققت عوائد غير عادية تقدر ب 8.5 % سنوياً .

لغرض حساب عوائد الأسهم تمت مراجعة (60) نشرة تداول المنشورة على موقع سوق دمشق
للأوراق المالية للحصول على أسعار الإغلاق الشهرية للشركات المدروسة ابتداءً من (30 /
6 / 2010) ولغاية (2015/6/30) . وأيضاً تمت مراجعة التقارير السنوية للشركات
ابتداءً من 2010 ولغاية 2015 والتي بلغت حوالي (114) تقريراً للحصول على البيانات
الخاصة بتوزيعات الأرباح. كما تمت مراجعة تقارير الحوكمة من عام 2010 وحتى عام
2015 ، من أجل حساب مؤشر الحوكمة العام ومؤشرات الحوكمة الفرعية والاستعانة بموقع
سوق دمشق للأوراق المالية من أجل حساب عائد السوق.

تم حساب عوائد أسهم الشركات من خلال المعادلة التالية :

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}}{P_{it-1}}$$

سيتم دراسة الفرضيات التالية :

H_{01} : لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة
الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر مجلس الإدارة .

H_{11} : يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة
و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر مجلس الإدارة.

H_{02} : لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة
الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر التدقيق .

H_{12} : يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر التدقيق .

H_{03} : لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر الإفصاح .

H_{13} : يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر الإفصاح .

H_{04} : لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر هيكل الملكية .

H_{14} : يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر هيكل الملكية .

H_{05} : لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر الحوكمة العام .

H_{15} : يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة و متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة وفقاً لمؤشر الحوكمة العام .

الجدول (10) متوسط العوائد الشهرية لمحافظة الحوكمة

مستوى الدلالة لفرق العوائد	الفرق في العوائد	متوسط العوائد الشهرية لمحافظة (الحوكمة) (الضعيفة)	متوسط العوائد الشهرية لمحافظة (الحوكمة) (الجيدة)	
0.049	0.67	0.58	-0.09	مؤشر المجلس
0.977	-0.04	0.20	0.24	مؤشر التدقيق
0.778	-0.01	0.23	0.24	مؤشر الافصاح
0.009	0.29	0.29	0	مؤشر هيكل الملكية
0.127	0.24	0.34	0.10	مؤشر الحوكمة

يتبين من الجدول (10) أن متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة أعلى من متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة لمؤشر مجلس الإدارة ، واستراتيجية الاستثمار التي تتضمن شراء أسهم محافظ الحوكمة الضعيفة وبيع أسهم محافظ الحوكمة الجيدة لمؤشر مجلس الإدارة تحقق عوائد إيجابية ومعنوية بلغت قيمتها (0.67) بمستوى معنوية 0.049 وهو أصغر من 0.05 وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تنص بعدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية ما بين متوسطي عوائد محفظتي الحوكمة الجيدة والضعيفة لمؤشر مجلس الإدارة .

كما أن متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة لمؤشر هيكل الملكية أعلى من متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الجيدة لمؤشر هيكل الملكية ، واستراتيجية الاستثمار التي تتضمن شراء أسهم محافظ الحوكمة الضعيفة وبيع أسهم محافظ الحوكمة الجيدة لمؤشر هيكل الملكية تحقق عوائد إيجابية ومعنوية قيمتها (0.29) بمستوى معنوية 0.009 وهو أصغر من 0.05 وبالتالي نرفض فرضية العدم القائلة بأنه لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطي العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة ومحفظه الحوكمة الجيدة لمؤشر هيكل الملكية . وتتفق النتائج التي تم التوصل إليها فيما يتعلق باستراتيجيتي الاستثمار بأسهم المحافظ الخاصة بمؤشري مجلس الإدارة وهيكل الملكية مع دراسة كل من (2003) Gompers et al ودراسة (2003) Bauer et al بأن محافظ الحوكمة الضعيفة تحقق عوائد أعلى من نظيرتها ذات الحوكمة الجيدة ، وبالتالي يمكننا تفسير ذلك بأن اختلاف الشركات فيما بينها من ناحية التزامها ببنود الحوكمة أدى إلى اختلاف في مستويات الحوكمة بين الشركات. ويبدو من فرق العائد أن المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية يعطون أهميةً لهذين البندين ويرون بهما شركات أقل مخاطرة وهم بالتالي على استعدادٍ لدفع ثمنٍ أعلى للشركات ذات الحوكمة الأعلى مما يخفض عوائد المحافظ ذات مستويات الحوكمة

المرتفعة وفق هذين البندين (مجلس الادارة - هيكل الملكية)، والعكس صحيحٌ بالنسبة للشركات ذات الحوكمة الضعيفة. بالتالي يستطيع المستثمرون في سوق دمشق الذين يرغبون بتحقيق عوائد من استراتيجية استثمار في هذه المحافظ بشراء اسهم المحافظ ذات الحوكمة الضعيفة وبيع أسهم محافظ ذات الحوكمة الجيدة لكن عليهم أن يأخذوا بالحسبان المخاطر المرافقة لهذا النوع من الاستثمار .

يظهر الجدول (9) ايضاً بأن عوائد المحافظ ذات الحوكمة الجيدة تزيد بمقدارٍ ضئيلٍ على عوائد محافظ الحوكمة ذات المستوى الضعيف لمؤشر التدقيق ، حيث بلغ متوسط العوائد الشهرية لمحفظة الحوكمة الجيدة لمؤشر التدقيق (0.24) مقابل محفظة الحوكمة الضعيفة البالغة قيمة متوسط عوائدها الشهرية (0.20). واستراتيجية الاستثمار التي تتضمن شراء أسهم محافظ الحوكمة الضعيفة وبيع أسهم محافظ الحوكمة الجيدة لمؤشر التدقيق تحقق عوائد سلبيةً بلغت قيمتها (-0.04) وهي غير معنويةٍ حيث بلغ مستوى المعنوية (0.977) الذي هو أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تنص على أنه لا يوجد فروق ذات دلالةٍ احصائيةٍ بين متوسطي العوائد الشهرية لمحفظة الحوكمة الضعيفة ومحفظة الحوكمة الجيدة لمؤشر التدقيق .

ونلاحظ من الجدول (9) بأن متوسط العوائد الشهرية لمحفظة الحوكمة الجيدة لمؤشر الإفصاح بلغت (0.24) وهي أعلى بقليلٍ من متوسط العوائد الشهرية لمحفظة الحوكمة الضعيفة البالغة قيمة متوسط عوائدها (0.23). واستراتيجية الاستثمار التي تتضمن شراء أسهم محافظ الحوكمة الضعيفة وبيع أسهم محافظ الحوكمة الجيدة لمؤشر الإفصاح تحقق عوائد سلبيةً بلغت قيمتها (-0.01) لكنها غير معنويةٍ حيث بلغ مستوى الدلالة (0.778) وبالتالي

نقبل فرضية العدم التي تنص على أنه لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة ومحفظه الحوكمة الجيدة لمؤشر الإفصاح.

يبين الجدول (9) بأن استراتيجية الاستثمار التي تتضمن شراء أسهم محافظ الحوكمة الضعيفة وبيع أسهم محافظ الحوكمة الجيدة لمؤشر الحوكمة العام تحقق عوائد إيجابية قيمتها (0.24) لكنها غير هامة إحصائياً حيث بلغ مستوى المعنوية (0.127) وهو أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تنص على أنه لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظه الحوكمة الضعيفة ومحفظه الحوكمة الجيدة لمؤشر الحوكمة العام .

2.3.4 تحليل الانحدار الخطي المتعدد للحوكمة على العوائد:

1.2.3.4 تحليل الانحدار الخطي المتعدد لمؤشرات الحوكمة الفرعية على عوائد الأسهم:

سيتم دراسة الفرضيات التالية :

$H_0 6$: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بمجلس الإدارة في عوائد أسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

$H_1 6$: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بمجلس الإدارة في عوائد أسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

$H_0 7$: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بالتدقيق في عوائد الاسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{17} : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بالتدقيق في عوائد الاسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{08} : لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بالإفصاح في عوائد الاسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{18} : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بالإفصاح في عوائد الاسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{09} : لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بهيكل الملكية في عوائد الاسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{19} : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة الخاص بهيكل الملكية في عوائد الاسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{010} : لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة العام في عوائد أسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

H_{110} : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة العام في عوائد أسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

اختبار الفرضيات المتعلقة بدراسة تأثير مؤشرات الحوكمة في عوائد الأسهم تم من خلال معادلة الانحدار (1) التالية (Mouselli et al., 2014) :

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Board}_{i,t} + \beta_2 \text{Audit}_{i,t} + \beta_3 \text{Disclosure}_{i,t} + \beta_4 \text{Ownership}_{i,t} + \beta_5 \text{Size}_{i,t} + e_{i,t}, i=1 \text{ to } n \quad (1)$$

تم حساب العوائد الشهرية لأسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية من خلال مراجعة نشرات التداول الشهرية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية للفترة من 2010/1/31 ولغاية 2015/12/31 البالغة عددها (72) . وأيضاً تمت مراجعة التقارير السنوية للشركات ابتداءً من 2010 ولغاية 2015 والتي بلغت حوالي (114) تقريراً للحصول على البيانات الخاصة بتوزيعات الأرباح فكان لكل شركة 60 عائداً شهرياً .

تم حساب العوائد الشهرية من خلال المعادلة التالية (Mouselli et al., 2014) :

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}}{P_{it-1}}$$

تم هذا الاختبار باتباع أسلوب (Fama Macbeth (1973 على مرحلتين:

- إجراء انحدار السلاسل الزمنية لعوائد الشهرية لأسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق على العوائد السوقية لحساب معاملات بيتا لجميع الشركات التي بلغت 60 معامل على أساس 12 شهر أخذت بيانات من (2010/1/31 لغاية 2010/12/31) أساس لبداية حساب معاملات بيتا لعام 2011 وعام 2011 أساس لحساب معاملات عام 2012 وهكذا باستخدام برنامج الإكسل .

- إجراء الانحدار المقطعي (1) لجميع الشركات في كل شهر بشكلٍ مستقلٍ من خلال تكرار الانحدار بعدد أشهر الدراسة بحيث نحسب معادلات الانحدار الشهرية من (60) معادلة ومن

ثم نقوم بحساب متوسط المعاملات المقدرة من المعادلات السابقة المتعلقة بالمتغيرات المستقلة على مدى الفترة الزمنية ونختبر الأهمية الإحصائية لها.

1.1.2.3.4 نتائج اختبار الفرضيات

الجدول (10) لنتائج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشرات الحوكمة الفرعية

	M1	M2	M3	M4	M5	M6
Constant	1.01 (0.38)	1.60 (0.33)	1.76 (0.34)	2.04 (0.34)	1.43 (0.04)	-2.78 (0.34)
Board	-0.02 (0.32)	-0.10 (0.04)	-0.22 (0.34)	-0.17 (0.32)	- 0.07** (0.04)	-0.05** (0.04)
Audit		-0.06 (0.46)	-0.05 (0.40)	-0.19 (0.43)	-0.02 (0.99)	-0.02 (0.39)
Disclosure			-0.11 (0.42)	-0.12 (0.41)	0.00 (0.20)	0.15 (0.40)
Ownership				-0.02 (0.38)	- 0.05** (0.04)	-0.07** (0.04)

Beta					0.06** (0.06)	0.01** (0.04)
Size						0.30 (0.36)
Adj-R²	0.04	0.03	0.04	0.05	0.02	0.02

ملاحظات : ** تدل على الأهمية الإحصائية عند مستوى 5%
Board : مجموع نقاط بنود مؤشر مجلس الإدارة . **Audit** : مؤشر الحوكمة المتعلق بالتدقيق.
Disclosure : مجموع نقاط مؤشر الإفصاح . **Ownership** : مؤشر الحوكمة المتعلق بهيكل الملكية

Beta : عامل الخطر المنتظم ، حيث أكد Fama and French (1992) على معنويته في التأثير على عوائد الاسهم. **Size** : حجم الشركة ، حيث أكد أيضاً Fama and French (1992) على أهمية هذا المتغير في التأثير على عوائد الاسهم.

تم ادخال المتغيرات المستقلة واحد تلو الآخر في معادلة الانحدار الخطي المتعدد . ففي النموذج M1 تم ادخال المتغير المستقل الاول (مجلس الادارة) . وفي النموذج M2 تم اجراء الانحدار الخطي المتعدد للمتغير المستقل الاول (مجلس الادارة) بالإضافة الى المتغير المستقل الثاني (التدقيق).وفي النموذج M3 تم اجراء الانحدار الخطي المتعدد للمتغيرات المستقلة السابقة بالإضافة الى المتغير المستقل الثالث (الإفصاح) . وتم اضافة المتغير المستقل الرابع (هيكل الملكية) في النموذج M4.ومن ثم تم ادخال المتغيرين المستقلين الضابطين (بيتا) و(الحجم) في النموذجين (M5) و(M6) على التوالي .وتشير الارقام بالسطر الاول لمعاملات الانحدار والارقام بالسطر الثاني لمستوى المعنوية .

في الجدول (10) أعلاه يتبين بأنه في النموذج 5 أن المؤشر الفرعي للحوكمة الخاص بمجلس الإدارة له تأثير سلبي معنوي في العائد على السهم وبلغت قيمة المعامل -0.07 هو معنوي عند مستوى 5% واستمرت هذه العلاقة الارتباطية معنوية في النموذج 6 بعد إدخال متغير الحجم إلى النموذج .

وبالتالي فإننا نرفض فرضية العدم التي تقضي بعدم وجود تأثيراً لمؤشر مجلس الإدارة في العائد على السهم . فزيادة ما مقداره 1% في قيمة مؤشر مجلس الإدارة يخفض قيمة العوائد بمقدار 7% وهذا يؤكد ما تم التوصل إليه في الجدول 9 بأن هناك فروقاً جوهرية بين متوسطي العوائد الشهرية لمحفظتي الحوكمة الجيدة والضعيفة لمؤشر مجلس الإدارة وكانت عوائد محفظة الحوكمة الضعيفة أكبر من عوائد محفظة الحوكمة الجيدة . وتتفق هذه النتيجة مع نظرية

الوكالة التي تنص على أن الحوكمة تساهم في تخفيض تكاليف الوكالة الناجمة عن تعارض المصالح ما بين إدارة الشركة والمساهمين . كما تتفق هذه النتائج مع بعض جوانب دراسة كل من (2004) Bhagat and Bolton, Muller (2008) حيث يتضح بأن مجالس إدارة الشركات تعمل بكفاءة وتعمل أيضاً على حماية حقوق المساهمين وبالتالي ساهمت في تخفيض المخاطر المرتبطة بالأسهم وبالمحصلة تخفيض العوائد.

وتختلف مع نظرية الإشراف التي تنص على أن مجلس الإدارة الذي يشتمل فقط على المدراء التنفيذيين سيعمل بالشكل الذي يحقق الفائدة والمصلحة لهم ولملك الشركة ولن يرغبوا بتحقيق منافع شخصية على حساب الأطراف الأخرى .

يظهر ايضاً الجدول (10) أنَّ المؤشر الفرعي الخاص بالتدقيق في النموذج الخامس لا يؤثر في العائد على السهم وبالتالي نقبل فرضية العدم بأنه لا يوجد تأثير معنويٍّ لمؤشر الحوكمة المتعلق بالتدقيق في عائد السهم للشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية . يمكن تفسير ذلك إلى أنَّ التباين ما بين الشركات في تطبيق بنود مؤشر التدقيق لم يكن كافياً بالقدر الذي يمكنه من التأثير في عوائد أسهم الشركات . حيث بلغ متوسط نسبة الالتزام بتطبيق هذا المؤشر (0.79) بانحرافٍ معياريٍّ (0.15) كما ظهر في الجدول (5). وهذا ما يؤكد النتيجة التي تم التوصل إليها أعلاه بأنه لا يوجد فروق ذات دلالةٍ إحصائيةٍ ما بين عوائد محفظة الحوكمة الجيدة والضعيفة .

يتبين ايضاً من الجدول (10) لا يوجد أثرٌ لمؤشر الفرعي المتعلق بالإفصاح في العائد على السهم وبالتالي نقبل بفرضية العدم التي تنص بأنه لا يوجد تأثير ذو دلالةٍ إحصائيةٍ لمؤشر الحوكمة الخاص بالإفصاح في عائد السهم

قد تعود هذه النتيجة إلى أنَّ معظم الشركات تطبق بنود هذا المؤشر ، حيث احتل هذا المؤشر المرتبة الأولى من حيث التطبيق ، و بلغ متوسط نسبة التطبيق (0.86) بانحرافٍ معياريٍّ (0.25)، وبالتالي لم يكن هناك تباينٌ كافٍ بين الشركات من حيث تطبيقها لبنود هذا المؤشر بالقدر الذي يمكنه التأثير في عوائد أسهم الشركات المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية . وهذا يؤكد ما توصلنا إليه أعلاه بأنه لا يوجد هناك فروق ذات دلالةٍ إحصائيةٍ بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظتي الحوكمة الجيدة والضعيفة لهذا المؤشر .

بالنسبة لمؤشر هيكل الملكية تبين أنه على تأثيرٍ سلبيٍّ ذو دلالةٍ إحصائيةٍ في العائد على السهم وقد بلغت قيمة المعامل (- 0.05) عند مستوى 5% واستمرت هذه العلاقة معنويةً عند إدخال متغير الحجم إلى النموذج في النموذج 6 . وبالتالي نرفض فرضية العدم

بعدم وجود تأثير لهيكل الملكية في عائد السهم .بالتالي فإن ارتفاع نسبة مؤشر هيكل الملكية بمقدار 1% تخفض عائد السهم بمقدار 5%.

ويتبين بأن المساهمين الكبار في الشركات السورية يمارسون رقابةً جيدةً ولا يتخذون قراراتٍ تضر بمصالح المساهمين وتتوافق هذه النتيجة مع نظرية الوكالة ل (Jensen 1976) and Meckling الذين يرون أن الإدارة المالكة يمكن أن يسيطروا على مشاكل الوكالة ، حيث أنه كلما كانت الملكية الإدارية أكبر قل ميل المدراء لتحويل المصادر بعيداً عن زيادة قيمة الشركة والأقلية من المساهمين لن يقوموا ببذل مزيداً من الجهد في مراقبة سلوك المديرين الأمر الذي يقلل من تكاليف الوكالة والذي بدوره سينعكس سلباً على عوائد الأسهم ، تتفق أيضاً نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Wellage and Locke, 2012) الذين أكدوا على أن العلاقة الإيجابية ما بين الملكية الداخلية واداء الشركات تكون أكثر معنويةً في البلدان ذات الحماية القانونية الضعيفة . حيث أن ارتفاع مستوى الملكية الداخلية في الشركات المساهمة العامة السورية كان نتيجة ردة فعل المستثمرين على ضعف الإجراءات و الحماية القانونية لصغار المستثمرين ، لكن عملوا على تحقيق مصالح المساهمين والذي يعزى إلى قدرة هؤلاء على ممارسة رقابةً جيدةً كونهم مساهمين كبار ولا يتخذون قراراتٍ تضر بمصلحة المساهمين. في حين تتعارض هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Fama and Jensen, 1983) في نظرية التحصن التي تقترح علاقةً سلبيةً ما بين الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة و الأداء حيث أنه كلما ارتفعت نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة قلت إمكانية المساهمين الآخرين على إجبار إدارة الشركة للعمل وفق مصالحهم .

كما أن طريقة تأسيس الشركات في سورية حيث أن معظمها تابعة لشركاتٍ أجنبية التي دخلت وأدخلت معها ممارساتها في الحوكمة وخبراتها الإدارية إلى قلب الشركات والتي كان

لها أثر إيجابي في تخفيض تكاليف الوكالة ، كما أن البيئة والمتطلبات التنظيمية في الشركات ذات المساهمة الأجنبية تختلف عن الشركات ذات المساهمة المحلية فقط حيث أن الشركات ذات المساهمة الأجنبية تكون خاضعة إلى مستوى تنظيمي أفضل لحماية المستثمرين ، ومتطلبات إفصاح وشفافية أكبر ويتفق هذا مع نتائج دراسة كل من Oxelheim and Ferreira and Matos (2008), Chhibber and Randoy (2003) , Gul,Kim,Qiu,(2003)) , Baek et al(2004 (1999)Majumdar .

وتبين أيضاً من الجدول أعلاه أن بيتا الخاص بأسهم الشركات تؤثر إيجابياً وبأهمية إحصائية في العائد على السهم في النموذج 5 بقيمة معامل 0.06 واستمرت هذه العلاقة معنوية في النموذج 6 بعد إدخال متغير الحجم إلى النموذج وهذا يتفق مع دراسة Fama and Macbeth (1973) اللذان أكدا على العلاقة الإيجابية ما بين متوسط العوائد والمخاطر المنتظمة حيث أنه بزيادة المخاطر المنتظمة تزداد العوائد .

2.2.3.4 تحليل الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر الحوكمة العام على عوائد الاسهم :

سيتم دراسة الفرضية التالية:

H_{010} : لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر الحوكمة العام في عوائد أسهم الشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام المعادلة التالية :

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 \text{beta}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + e_{i,t} \quad i=1 \text{ to } n \quad (2)$$

لاختبار هذه الفرضية تم أيضاً استخدام منهجية (1973) Fama MacBeth بإجراء الانحدار المقطعي العرضي باستخدام معادلات الانحدار الشهرية والتي بلغت (60) معادلةً ومن ثم حساب متوسط المعاملات المتعلقة بالمتغيرات المستقلة .

1.2.2.3.4 نتائج اختبار الفرضية

الجدول (11) نتائج تحليل الانحدار الخطي لمؤشر الحوكمة على العائد على السهم

	M1	M2	M3
Constant	0.82 (0.41)	0.15 (0.53)	2.95- (0.58)
CG	0.03- (0.52)	0.02 (0.49)	0.04- (0.47)
Beta		15.44** (0.04)	12.03** (0.03)
Size			0.17 (0.40)
AdjR2	0.00	0.18	0.18

ملاحظات : ** تدل على الأهمية الاحصائية عند مستوى 5%
CG: مؤشر الحوكمة العام . Beta : عامل الخطر المنتظم ، حيث أكد Fama and French (1992) على مغنويته في التأثير على عوائد الاسهم. Size: حجم الشركة ، حيث أكد أيضاً Fama and French (1992) على أهمية هذا المتغير في التأثير على عوائد الاسهم. تم ادخال المتغيرات المستقلة واحد تلو الآخر في معادلة الانحدار الخطي المتعدد . ففي النموذج M1 تم ادخال المتغير المستقل الاول (مؤشر الحوكمة العام) . وفي النموذج M2 تم

اجراء الانحدار الخطي المتعدد للمتغير المستقل الاول (مؤشر الحوكمة العام) بالإضافة الى المتغير المستقل الثاني (بيتا). وفي النموذج M3 تم اجراء الانحدار الخطي المتعدد للمتغيرات المستقلة السابقة بالإضافة الى المتغير المستقل الثالث (الحجم).

يتبين من الجدول (12) من خلال قيم مستوى الدلالة لتطبيق قواعد حوكمة الشركات كانت أكبر من 5% مما يعني عدم مساهمة وارتباط هذا المؤشر بعوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية ، وهذه النتيجة تؤكد ما تم التوصل إليه أعلاه في فرضية اختبار متوسطات العوائد لمحفظتي الحوكمة الجيدة والضعيفة لمؤشر الحوكمة العام أن ليس هناك فروقاً جوهرية ذات دلالة إحصائية بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظتي مؤشر الحوكمة العام. وتتشابه نتائج هذه الدراسة مع بعض جوانب نتائج دراسة كل من

Bahgat and Black(2002)وEzzine (2011) ويمكن أن تعزى هذه النتيجة إلى حداثة تطبيق قواعد الحوكمة في سوق دمشق للأوراق المالية بالإضافة إلى الظروف التي تمر بها سورية ، قد تكون هذه النتيجة أيضاً بسبب عدم تأثير مؤشر الخاص بالتدقيق ومؤشر الإفصاح على العوائد بسبب تطبيق معظم الشركات لهذه البنود فربما ألغى هذان المؤشران تأثير مؤشري الحوكمة الخاصين بمجلس الإدارة و هيكل الملكية وبالتالي انعكس ذلك على عدم تأثير المؤشر العام للحوكمة في عوائد اسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية .

في حين أن معامل بيتا الخاص بأسهم الشركات على علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية مع العائد على السهم في النموذج 2 بقيمة معامل 15.44 واستمرت هذه العلاقة معنوية في النموذج 3 بعد إدخال متغير الحجم إلى النموذج وهذا يتفق مع ما توصل إليه Fama and Macbeth (1973) .

نتائج الدراسة

من خلال تحليل البيانات المتعلقة بقواعد الحوكمة واختبار الفرضيات , أمكن للباحثة التوصل إلى النتائج التالية :

1- احتلت مجموعة قواعد الحوكمة المتعلقة بالإفصاح المرتبة الأولى بين مجموعات قواعد الحوكمة للشركات المساهمة العامة السورية من حيث الالتزام بتطبيقها بمتوسط (86%) وتعتبر هذه النسبة عاليةً من حيث التطبيق كون البنود الواردة في هذا المؤشر (وجود سياسة مكتوبة للإفصاح , وجود متحدثين رسميين للشركة) هي بنود الزامية , تلاها بالمرتبة الثانية القواعد المتعلقة بمجلس الإدارة حيث طبقت 82% من الشركات المساهمة العامة السورية بنود مجلس الإدارة وتعتبر هذه النسبة مرتفعةً ويعود ذلك إلى أن معظم بنود المؤشر هي بنود الزامية , ثم القواعد المتعلقة بالتدقيق بالمرتبة الثالثة بمتوسط (79%) وتعد هذه النسبة جيدةً جداً كون جميع الشركات ملتزمةً بتطبيق ثمانية بنودٍ لهذا المؤشر من أصل تسعة بنود , بينما جاءت قواعد هيكل الملكية بالمرتبة الأخيرة من حيث التطبيق كون بندي هذا المؤشر غير الزاميين حيث بلغ متوسط التطبيق (67%)

2- أن ما نسبته 79% من الشركات المساهمة العامة السورية المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية تطبق بنود مؤشر الحوكمة العام .

3- أن البند المتعلق بأن لا يتراأس رئيس مجلس الإدارة رئاسة أكثر من مجلسين حاز على أعلى نسبة تطبيق من قبل الشركات السورية المساهمة المدرجة بسوق دمشق بمتوسط 99% من بين البنود الشاملة لمؤشر الحوكمة كونه بندٌ ملزمٌ بتطبيقه جميع الشركات في حين لم يلتزم

بتطبيق هذا البند بنك بيمو حيث ترأس رئيس مجلس الإدارة رئاسة أكثر من شركتين في عام 2013 .

4- إن البند المتعلق بوجود مدققٍ خارجيٍّ من شركات Big4 احتل المرتبة الأخيرة من حيث الالتزام بنسبة 25% من بين بنود مؤشر الحوكمة وكانت النسبة منخفضة كون هذا البند غير الزامي ولأن كثيراً من الشركات تلجأ الى شركات تدقيقٍ من غير (Big4) ربما بسبب انخفاض أتعابها.

5- يوجد فروقٌ ذات دلالة احصائية ما بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظتي الحوكمة الجيدة والمنخفضة لمؤشر مجلس الإدارة حيث تفوقت عوائد محفظة الحوكمة الضعيفة على عوائد محفظة الحوكمة الجيدة نتيجة انخفاض أسعار أسهم محفظة الحوكمة الضعيفة ذات المخاطر العالية وارتفاع أسعار أسهم محفظة الحوكمة الجيدة ذات المخاطر الأقل ، وجاء اختبار تأثير مؤشر الحوكمة الخاص بمجلس الإدارة في عوائد الأسهم ليؤكد هذه النتيجة حيث تبين بأنه يوجد أثر ذو دلالة احصائية لتطبيق بنود الحوكمة الواردة في هذا المؤشر في عائد أسهم للشركات المساهمة العامة السورية .

6- يوجد فروقٌ ذات دلالة احصائية ما بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظتي الحوكمة الجيدة والمنخفضة لمؤشر هيكل الملكية ، حيث تفوقت عوائد محفظة الحوكمة الضعيفة على عوائد محفظة الحوكمة الجيدة وذلك نتيجة ارتفاع مخاطر محفظة أسهم الشركات ذات الحوكمة الضعيفة مقابل محفظة الحوكمة الجيدة (وذلك بسبب ارتفاع أسعار أسهم الشركات ذات الحوكمة الجيدة التي يزيد الطلب عليها لتمتعها بمستويات حوكمة أعلى مقابل أسعار أسهم الشركات ذات الحوكمة الضعيفة) . أيضاً تبين عند اختبار تأثير هذا

المؤشر في عوائد أسهم الشركات المساهمة بأنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطبيق بنود

الحوكمة المتعلقة بهيكل الملكية في عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة السورية.

7- لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية ما بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظتي الحوكمة

الجيدة والمنخفضة لمؤشر التدقيق حيث كانت عوائد محفظة الحوكمة الجيدة أعلى بمقدار

(0.04) والذي لم يكن ذا دلالة إحصائية ، وأيضاً تبين عند اختبار تأثير مؤشر التدقيق

في عوائد الأسهم بأنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لهذا المؤشر في عائد الاسهم .

8- لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية ما بين متوسط العوائد الشهرية لمحفظتي الحوكمة

الجيدة والمنخفضة وفقاً لمؤشر الإفصاح حيث حققت محافظ الحوكمة الجيدة عوائد أعلى

بقليل والتي بلغت (0.24) من عوائد محفظة الحوكمة الضعيفة التي بلغ متوسط عوائدها

(0.23) الذي لم يكن ذا دلالة إحصائية، وأكدت هذه النتيجة أيضاً فرضية اختبار تأثير

مؤشر الإفصاح في عوائد الاسهم فتبين بأنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشر

الإفصاح في عوائد الأسهم للشركات المساهمة .

توصيات الدراسة

توصي الباحثة هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بما يلي :

- تشديد الرقابة على الشركات المساهمة من أجل التزامها بالإفصاح بالتوقيت المطلوب ، حيث كان هناك تأخر في إفصاحات الشركات وهذا ما أخر صدور تقارير الحوكمة لعام 2016 ، حيث لم تفرض هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية أية عقوبات على الشركات نتيجة هذا التأخير .
- العمل على نشر ثقافة الحوكمة وإبراز أهميتها عبر حملاتٍ تستهدف إدارات الشركات والمستثمرين وجميع المهتمين.
- تطوير وإعادة النظر في قواعد الحوكمة في سورية من خلال تطوير قواعد الإفصاح وتوسيع نطاقها لتشتمل على جوانب الحوكمة على سبيل المثال المعلومات المتعلقة بعدد المناصب التي يشغلها أعضاء مجلس الإدارة وإلزام الشركات بتقديم إفصاحات متعلقة بالحوكمة وليس فقط إفصاحات مالية .
- ينبغي أن يكون هناك ربطٌ لبرامج الحوافز والتعويضات لأعضاء مجلس الإدارة بمؤشرات الأداء وإلزام الشركات بالإفصاح عن هذه البرامج .
- العمل على حساب مؤشر للحوكمة قائمٌ على أساس قاعدة بيانات حوكمة واسعة ونشره يسمح هذا المؤشر بالمقارنة بين الشركات من حيث تطبيقها للحوكمة بما يزيد وعي إدارات الشركات والمستثمرين بأهمية الحوكمة ويدفع إدارة الشركات إلى تحسين مستوى التزامها بمتطلبات الحوكمة الإلزامية وتجاوزها إلى الاختيارية ، وسيوفر هذا المؤشر القاعدة التي يمكن أن يعتمد عليها المستثمرون والباحثين والمحللين الماليين في تحليلاتهم وقراراتهم ، وأن يتبنى سوق دمشق

للأوراق المالية هذا المؤشر ، وبالتالي سيساهم هذا المؤشر في تفسير التباين في أداء وعوائد أسهم الشركات بشكل أكبر ، وفي زيادة الثقة في السوق المالي وجذب الاستثمارات .

- تقديم النصح للشركات المساهمة المدرجة بسوق دمشق بأن تعمل على الاهتمام بتطبيق بنود مؤشر الحوكمة المتعلقة بمجلس الإدارة وبنود مؤشر الحوكمة المتعلقة بهيكل الملكية كون المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية يولوا اهتماماً لهذين المؤشرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية .
- العمل على إنشاء لجنة تهتم بشؤون الحوكمة في كل شركة تسمى لجنة حوكمة تنبثق من مجلس الإدارة للإشراف على تطبيق ممارسات الحوكمة .

تم التدقيق اللغوي من قبل الأنسة

براءة عاشور

هـ: 095 942 651

المراجع

الكتب باللغة العربية :

1. الخضيرى محسن أحمد، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005.
2. حماد , طارق عبد العال, حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية ,الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع ، 2009
3. سليمان , محمد , حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والاداري , الإسكندرية , الدار الجامعية , 2006
4. سوليفان , هلبلينج , حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين , مركز المشروعات الدولية (CIPE) , 2003 , الطبعة الثالثة
5. علي , شحاته , مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة , الاسكندرية , الدار الجامعية , 2007
6. طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
7. طارق عبد العال حماد ، " حوكمة الشركات – المفاهيم – المبادئ- التجارب- تطبيقات الحوكمة في المصارف " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2005.

الرسائل والأطروحات الجامعية :

1. نده ، كنان ، " نموذج مقترح لحوكمة الشركات في الاقتصاديات الانتقالية والأسواق الناشئة وإمكانية تطبيقه في سورية " ، أطروحة دكتوراه ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ، سورية ، 2011.
2. طجها ، محمد ، " دور حوكمة الشركات في تفعيل لجان المراجعة وإمكانية التطبيق في سورية " ، أطروحة ماجستير ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ، سورية ، 2009.
3. الشحادات ، باسل ، " دور حوكمة الشركات في تدعيم المركز المالي لشركات التأمين السورية " ، أطروحة دكتوراه ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ، سورية .
4. قباجة ، عدنان ، " أثر فاعلية حوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، جامعة عمان العربية للدارسات العليا ، الأردن ، 2008.

5. المناصير، عمر ،"أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية"، أطروحة ماجستير ، الجامعة الهاشمية ، الأردن ، 2013.

الكتب باللغة الأجنبية

1. Freeman, R. (2010), "Strategic Management: A stakeholder Approach", Pitman Publishing Inc., Massachusetts
2. Naciri, A.(2013). Internal and External Aspects of Corporate Governance, Rutledge, London .
3. Rashid ,K, Islam,S.(2008). Corporate Governance and Firm Value : Econometric Modeling and Analysis of Emerging and Developed Financial Markets , Emerald Group Publishing Limited.
4. Solomon , Jill.(2004). Corporate Governance and Accountability ,John Wiley & Sons.
5. Williamson, O. (1985). The economic institutions of capitalism. Free Press.
6. Williamson, O. (1996). The mechanisms of governance. Oxford: Oxford University Press.

الدوريات العلمية:

1. ابو السعود, راجحة , ابو قليبين , أثر هيكل الملكية على أداء الشركات الصناعية الاردنية , المجلة العربية للمحاسبة , المجلد 17 العدد 1 , 2014 .
2. القشي , ظاهر , الخطيب , حازم , الحاكمية المؤسسية بين المفهوم وامكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية , مجلة اربد للبحوث العلمية , المجلد 10, العدد 1 , 2006 .

3. المطيري , عبيد بن سعد , تطبيق الإجراءات الحاكمة في السعودية , المجلة العربية للعلوم الادارية , المجلد العاشر , العدد الثالث , جامعة الكويت , 2003 .
4. نده , كنان , مبادئ حوكمة الشركات في سورية (دراسة مقارنة مع مصر والاردن) , مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية , المجلد 26 , العدد الثاني , 2010 .
5. موسى , مصعب , مدى التزام المصارف الخاصة السورية بالمبادئ الدولية للحوكمة من وجهة نظر الأطراف ذوي العلاقة . مجلة جامعة البعث المجلد 36 العدد التاسع 2014.
6. شوقي بورقبة- الحوكمة في المصارف الإسلامية-كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس -سطيف -الجزائر-2009

أخرى:

1. الجليلاتي , محمد , متطلبات تحويل الشركات العائلية الى شركات مساهمة , محاضرة بالمركز الثقافي بالمزة 2007/5/5.
2. سميحة فوزي-تقييم مبادئ حوكمة الشركات –ابريل 2004-المركز المصري للدراسات الاقتصادية

المؤتمرات العلمية

1. زين الدين, جابر دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والاداري, جامعة محمد خيضر , كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير , 2012
2. Chen,Chen , Wei ,(2005) ,” Corporate Governance, Agency Costs, and Expected Stock Returns: Evidence From Analysts’ Earnings Forecasts
4th Asian Corporate Governance Conference, Seoul, Korea , 19-20 May.
3. K.Gujler. et al ,(2003),’Corporate Governance and the Return on Investment “Berlin Meeting Presented Paper at University of Viena
.January From www.ssrn.com

المواقع الالكترونية

1. ابو العطا , نيرمين , حوكمة الشركات سبيل التقدم مع لقاء الضوء على التجربة المصرية , <http://www.oecd.org/> , Accessed date :10/2/2014
2. تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة www.cipe-arabia.org _Accessed date : 21/1/2014
3. سوليفان , ارمسترونج , تشجيع حوكمة الشركات في الشرق الاوسط وشمال افريقيا : تجارب وحلول www.cipe-arabia.org _ Accessed date : 16/4/2015
4. موقع هيئة الاوراق الاسواق المالية السورية <http://scfms.sy> _ Accessed date: 3/3/2016
5. موقع هيئة الاوراق الاسواق المالية الاردنية www.jsc.gov _ Accessed date : 3/3/2016
6. موقع هيئة الاشراف على التأمين www.sisc.sy _ Accessed date: 17/7/2017
7. موقع رئاسة مجلس الوزراء www.Pministry.gov.sy _ Accessed date: 30/10 /2017

1. Blue Ribon .(1999). Blue Ribbon Commission Recommendation Executive Summary.Range Beef Cow Symposium. Paper 107.
<http://digitalcommons.unl.edu/rangebeefcowsymp/107>.
2. Cadbury Committee.(1992). Financial Aspects Of corporate governance, Financial reporting council ,London stock exchange.
<http://www.ecgi.org>.
3. Greenbury .(1995). Directors' remuneration , Report of a study Group chaired by sir Richard . <http://www.ecgi.org>.
4. Hample.(1998) . Committee on Corporate Governance . <http://www.ecgi.org>.

الرسائل العلمية الأجنبية

1. Alenazi,S.(2016).” The Role of Corporate Governance in Enhancing Performance and Reducing Corporate Risk The Case of the UK Banking Sector", Thesis Submitted to the Durham University For the Degree of Doctor of Philosophy.

المقالات الأجنبية

1. Abraham, S., Marston, C., Jones, E. (2015), “Disclosure by Indian companies following corporate governance reform”, Journal of Applied Accounting Research, Vol. 16 No. 1, pp. 114-137.

2. Aldamen, Duncan, Kelly, McNamara, Nagel.(2012).” Audit committee characteristics and firm performance during the global financial crisis”.
Journal of Accounting and Finance , Volume 52, Issue 4 Pages 971–1000 .
3. Anderson, R. & David R(2003).” Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500” , Journal of Finance 58, 1301-1328.
4. Jaafer,A,El Shawa,M.(2014) .” Owneship Concentration ,Board Characteristics and Performance : Evidence From Jordan , Accounting in Emerging Economies, Published online: 2009; 73-95.
Permanent link to this document: [http://dx.doi.org/10.1108/S1479-3563\(2009\)0000009005](http://dx.doi.org/10.1108/S1479-3563(2009)0000009005).
5. Baek, J. S., Kang, J. K., and Park, K. S. (2004), “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis”, Journal of Financial Economics, Vol. 71, pp.265–313.
6. Balasubramanian, George.(2012) . “Corporate governance and the Indian institutional context: Emerging mechanisms and challenges In conversation with K.V. Kamath, Chairman, Infosys and ICICI Bank.
IIMB Management Review , Volume 24, Issue 4, PP. 215-233
7. Bather, A.(2006) “ The Companies Act 1993 and Directors’ Duties
Department of Accounting Working paper Series,University of Waikat.
<https://www.researchgate.net/publication/33051878>

8. Bauer, Guenster, Otten.(2003). “Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance”. Meetings Paper , Journal of Asset Management. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=444543> OR <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.444543> .
9. Benston, G.J. (2005). “The Self-serving Management Hypothesis: Some Evidence”, Journal of Accounting and Economics 7, pp. 67-84.
10. Berger, A. N., Imbierowicz, B., & Rauch, C. (2016). “ The roles of corporate governance in bank failures during the recent financial crisis”. Journal of Money, Credit and Banking, 48(4), 729-770.
11. Bhagat, S. & Black, B. (2002). “The non-correlation between board independence and long-term firm performance”. Journal of Corporation Law 27, pp. 231-273.
12. Bhagat, S. and Bolton, B. (2008), “Corporate governance and firm performance”, Journal of Corporate Finance, Vol. 14 No. 3, pp.257-273.
13. Boyd, B. (1995). “CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model”. Strategic Management Journal, 16 (4), 301–312.
14. Brief. Richard P.(1975) The accountants responsibility historical perspective. The Accounting Review Vol. 50, No. 2, pp. 285-297.

15. Brockmann, E.N., Hoffman, J.J., Dawley, D.D., and Fornaciari, C.J. (2004). "The impact of CEO duality and prestige on a bankrupt organization". *Journal of Management Issues*, 16(2), 178-196.
16. Brown, C. (2004), "Corporate Governance and Firm Performance", *social science research Network (SSRN)*, Working paper 27.
17. Brown, Beekes, Verhoeven, (2011). Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting and Finance* 51, 96–172.
18. Chhibber, P. k., and Majumdar, S. k. (1999), "Foreign ownership and profitability: property rights, control, and the performance of firms in Indian industry", *Journal of Law and Economics*, Vol. 42 No. 1, pp.209-238.
19. Chhaochharia and Grinstein. (2007). Corporate Governance and Firm Value, *The Journal OF The Impact of the 2002 Governance Rules*, Finance. Vol . Lxii, NO. 4.
20. Chi, L. C. (2009), "Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market", *Expert Systems with Applications*, Vol. 36 No. 8, pp. 11198-11203.
21. Core, J., Wayner, G. ,and T, Rusticus .(2006). "Does Weak Governance Firm Operating Cause Weak Stock Returns: an Examination of Performance and Investors' Expectations"? *Jornal of Finance*, Volume 61, 655 – 687.

22. Coles, J.L., Daniels, N.D., Naveen, L.(2008). “Boards: does one size fit all?” *Journal of Financial Economics* 87 (2), 329-356.
23. Cooper, M. J., Gulen, H., & Rau, P. R. (2009). “Performance for pay? The relationship between CEO incentive compensation and future stock price performance”. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1572085>
24. Coughlan , Schmidt.(1985).” Executive Compensation, Management Turnove and Firm Performance An Empirical Investigation”, *Journal of Accounting and Economics* 7 43-66.
25. Datta, S., M. Inskandar-Datta, & Raman, K. (2001). “Executive compensation and corporate acquisition decisions”. *Journal of Finance* 56, 2299 –2336.
26. Daily, C. M., Dalton, D. R. & Canella, A. A. (2003). “Corporate governance: Decades of dialogue and data”. *Academy of Management Review* 28(3), pp. 371-382.
- .
27. Davis, J. H., Schoorman, F. D. & Donaldson, L. (1997). “ Toward a Stewardship Theory of Management”. *Academy of Management Review* 22, pp. 20-47.
- .
28. Dechow ,P, Sloan, R ,Sweeney ,A.(1996). “Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement

Actions by the SEC” Contemporary Accounting Research Vol.13 No. pp. 1-36 .

29. Demsetz , Villalonga. (2001) “Ownership structure and corporate performance”, Journal of Corporate Finance 7. 209–233.

30. Demsetz, H. (1983).” The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”. Journal of Law and Economics, 26, 375–390.

31. Diamond, D.W., and Verrecchia, R.E. (1991), “Disclosure liquidity and the cost of capital”, The Journal of Finance, Vol. 46, pp. 1325-1359.

32. Donaldson, L. & Davis, J. H. (1994). “Boards and company performance – Research challenges the Conventional Wisdom”. Corporate Governance: An International Review 2(3), pp. 151–60.

33. Donaldson. L & Davis. J. (1991). “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO governance and shareholder returns”. Academy Of Management Review 20(1), p. 65.

34. Easley ,Ohra .(2004).”, Information and the Cost of Capital “, The Journal of the American Finance association , 59 P 1447- 1950 .

35. Ezzine, H. (2011), “A cross Saudi firm analysis of the impact of corporate governance on the stock price performance during the recent financial crisis”, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Issue 43.

36. Ellul, A., & Yerramilli, V. (2013). “Stronger risk controls, lower risk: Evidence from US bank holding companies”. *The Journal of Finance*, 68(5), 1757-1803.
37. Fama, E. and K., French, 1992, "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, volume 47, 427-465 .
38. Fama, E. and K., French, 1992, "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, volume 47, 427-465.
39. Fama, Eugene F.; MacBeth, James D. (1973).” Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests’, *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3 pp. 607-636.
40. Fama E F and Jensen M C (1983), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 1, pp. 301-325.
41. Fan, J. P. H., and T. J. Wong.(2002).” Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia “, *Journal of Accounting and Economics* 33 401-425.
42. Fernando, A.C. (2009). “Corporate Governance: Principles, Policies and Practices”. New Delhi: Pearson Education. Final Report Presented to the Biannual Research Workshop of the AERC, Nairobi, Kenya, pp 24-29.

43. Ferreira, Matos. (2008).” The colors of investors’ money: The role of institutional investors around the world”, *Journal of Financial Economics* 88 499–533.
44. Ghoshal, S. & Moran, P. (1996).” Bad for practice: A critique of the transaction cost theory”. *Academy of Management Review* 21(1), pp. 13–
45. Gomez, P. and Russell, D. (2005).”.Board of Directors in an Era of Corporate Scandal: An Examination of the Question of Motivation of Non-Executive Directors”, Presented at Euram Conference, München, .
46. Gul ,F, Kim , J, Qiu ,A.(2010), “Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China “,*Journal of Financial Economics*, 2010, vol. 95, issue 3, 425-442.
47. Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick,(2003) , “Corporate governance and equity prices, *The Quarterly*”. *Journal of Economics* 118, 107–155.
48. Haniffa, R., and Hudaib, M (2006). “Corporate governance structure and performance of Malaysian Listed companies”. *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(7 and 8), 1034-1062.
49. Hendry, J. (2002). “The principal’s other problems: Honest incompetence and the specifications of objectives”. *Academy of Management Journal* 27, pp. 98-113.
50. Hermalin, B. & Weisbach, M. (2003).” Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of economic literature”e.

Economic Policy Review - Federal Reserve Bank of New York 9 (April), pp. 7-27.

51. Ho, S.S.M., and Wong, K.S. (2001), “A study of corporate disclosure practice and effectiveness in Hong Kong”, *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 12, pp.75-.

52. Jensen, M. and Meckling, W. (1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp.305-360.

53. Johnson, J. L., Daily, C. M. & Ellstrand, A. E. (1996). “Boards of directors: A review of research agenda”. *Journal of Management* 22(3), pp. 409-438.

54. Judge, W. Q., Naoumova, I., & Koutzevol, N. (2003). “Corporate governance and firm performance in Russia: An empirical study”. *Journal of World Business* 38(4), pp. 385–396.

55. Lang, M.H., and Lundholm, R.J. (2000), “Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock? ”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 17, pp. 623-662.

56. La Porta, L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy* 106, pp. 1113-1155.

57. Leventis, S., Dimitropoulos, P., & Owusu-Ansah, S. (2013). Corporate governance and accounting conservatism: Evidence from the banking industry. *Corporate Governance: An International Review*, 21(3), 264-286

58. Loomis, Carol J.(1982), The madness of executive compensation, Fortune Magazine, 42-52.
59. Lundholm, R.J., and Myers, L. A. (2002), “Bringing the future forward: The effect of disclosure on the returns-earnings relation”, Journal of Accounting Research, Vol. 14, pp. 809-839.
- 60.Marris, Robin.(1964).” The economic theory of managerial capitalism (The Free Press, Glencoe, IL). Masson, Robert Tempest, 1971, Executive motivations, earnings, and consequent equity perfor- mance, Journal of Political Economy 79, 1278-1292.
61. Marris, Robin.(1963). A model of the managerial enterprise, Quarterly Journal of Economics 77 ,185-209.
62. Mehran, H. & Anjan, V. Thakor. (2011). Bank Capital and Value in the CrossSection. Review of Financial Studies, 24(4), pp. 1019–67.
63. Metron R. C. (1987). “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information”. Journal of Finance, 42: 483–510.
64. Morck , Vishny. (1988),” Management Ownership and market valuation an empirical analysis”. Journal of financial economics 20 293-315.
65. Morck , Vishny, (1988) .” Management Ownership and market valuation an empirical analysis”. Journal of financial economics 20 293-315.
66. Mouselli, S., Abdul Raoof, R., and Jaafar, A.(2014).” Corporate governance accruals quality, and stock returns”, vol.14 No . 1 PP Emerald Group publishing Limited , ISSN 1472-0701.

67. Müller, V., (2014), “The impact of board composition on the financial performance of FTSE100 constituents”, *Procedia- Social and Behavioral Sciences*, Vol. 109, pp.969-975.
68. Müller, V., (2014), “The impact of board composition on the financial performance of FTSE100 constituents”, *Procedia- Social and Behavioral Sciences*, Vol. 109, pp.969-975.
69. Nanka-Bruce, D. (2011) “Corporate Governance Mechanisms and Firm Efficiency”. *International Journal of Business and Management* 6 (5), 28-40.
70. Nobanee, H., Ellili, N., Abraham, J. (2017). Equity Concentration, Agency Costs and Performance of Non-Financial Firms Listed on the Saudi Stock Market (Tadawul). *Global Business Review*, 18(1), pp 1-9.
71. Ntim, C. G. Osei, K. A. (2011).” The Impact of Corporate Board Meetings on Corporate Performance in South Africa”, *African Review of Economics and Finance*, Vol.-2, No.-2, PP. 83-103.
72. OECD (1999). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris
73. OECD (2010). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris
74. Oxelheim, L., and Brandy, T. (2003), “The impact of foreign board membership on firm value”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27, pp.2369–2392.

75. Omran,M,Bolbol,A,Fatheldin,A.(2008).” Corporate governance and firm performance in Arab equity markets: Does ownership concentration matter?”, *International Review of Law and Economics*, 28 (2008) 32–45.
76. Padilla, A. (2002). “Can agency theory justify the regulation of insider trading”. *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 5(1), pp. 3-38.
77. Pagano, M. & Volpin, P. (2001). “The Political economy of corporate governance”. Center for Studies in Economics and Finance. Working Paper no 29. Universita Degli Studi Di Salerno. csef@unisa.it
78. Palpacuer ,F.. ,(2006). “ Globalization and Corporate Governance : Issues for management researchers , society and Business Review , Vol . 1 ISS .45 -61.
79. Pang MW (2004). “Outside Directors and Firm Performance during Institutional Transitions’. *Strategic Management Journal*, 25: 453–71
80. Pathan, S. and Faff, R. (2013). ‘Does board structure in banks really affect their performance? *Journal of Banking and Finance*, 37(5):1573–1589.
81. Pige, B. (2002). “Stakeholder theory and corporate governance: the nature of the board information”, *Management – Journal of Contemporary Management Issues*7 (1), 1-17.
82. Pound, J. (1993). Proxy contest and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 237-265.

83. Pound, J. (1993).” Proxy contest and the efficiency of shareholder oversight”. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 237-265.
84. Raghunandan, K., Read, W.J. and Rama, D.V.(2001) ‘Audit committee composition, gray directors, and interaction with internal auditing’, *Accounting Horizons*, Vol. 15, No. 2, pp.105–118.
85. Saibaba and Ansari.(2013).” Audit Committees, Board Structures and Firm Performance: A Panel Data Study of BSE 30 Companies”. *Journal of Financial Economics* 88 (2008) 499–533.
86. Sapra, H., Subramanian, A., & Subramanian, K. V. (2014).” Corporate governance and innovation Theory and evidence”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(04), 957-1003.
87. Shleifer, A., and Vishny, R. (1997), “A survey of corporate governance”, *The Journal of Finance*, Vol. 52 No. 2, pp.737-783.
- 88 . Singh , M.;Davidson ,W. ,(2003).”Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms”. *Journal of Banking & Finance* ,Elesvier, vol .27 Is(5) ,P.P.793-816.
89. Tricker, B. (2000). “Editorial: Corporate governance–the subject whose time has come”. *Corporate Governance: An International Review*, 8(4), 289-296.
90. Turnbull, S. (1995b). Innovations in corporate governance: The Mondragón experience. *Corporate Governance: An International Review* 3(3), pp. 167–80.

91. Vafeas, N. (1999). "Board meeting frequency and firm performance". *Journal of Financial Economics* , 53(1) , 113-142.
92. Watts, R. & Zimmerman, J. (1983)." Agency problems, auditing and the theory of the firm, some evidence". *Journal of Law and Economics* 26(3), pp. 613-33.
93. Welch,(2003)." The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies", *Australian Journal of Management*, Vol. 28, No. 3 December.
94. Wellalage, Locke, (2012)."Ownership Structure and Firm Financial Performance: Evidence from Panel Data in Sri Lanka", *Journal of Business Systems, Governance and Ethics*, Vol 7, No 1.
95. Welker, M. (1995), "Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pp.801-827.
96. Williamson, O. (1979), "Transaction-cost economics: The governance of contractual relations", *Journal of Law and Economics*, Vol. 22, pp. 233-261.
97. Williamson, O. (1981), "The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach", *The American Journal of Sociology*, Vol. 87, No. 3, pp.548-577.
98. Williamson, O. (1983), "Credible commitments: Using hostages to support exchange", *The American Economic Review*, Vol. 73 No. 4, pp. 519-540.
99. Williamson, O. (1984), "Corporate governance", *The Yale Law Journal*, Vol. 93, 1197-1230.

100. Yermack, D. (1996).” Higher market valuation of companies with a small board of directors”. Journal of Financial Economics 40, pp. 185-211.
101. Yu, Frank.(2005).,"Corporate Governance and Earnings Management", Working paper.
102. Zahng, I. (2007). “Economic Consequences of the Sarbanes- Oxley Act of 2002” .Journal of Accounting & Economics ,Vol .44 Issue 1/2 ,P7-115

الملاحق

ملحق 1 قيم مؤشرات الحوكمة الفرعية ومؤشر الحوكمة العام

عام 2011					
مؤشر الحوكمة العام	هيكل الملكية	الافصاح	التدقيق	مجلس الإدارة	
18.74	5	5	3.74	5	الدولي
16.865	2.5	5	4.99	4.375	بيمو
18.115	5	5	3.74	4.375	سورية والمهجر
18.115	5	5	3.74	4.375	عودة
18.115	5	5	3.74	4.375	ببيلوس
18.115	5	5	3.74	4.375	العربي
17.49	2.5	5	4.99	5	الاسلامي
18.115	5	5	3.74	4.375	الاردن
19.74	5	5	4.74	5	قطر
9.365	0	2.5	3.74	3.125	اروب
17.74	5	5	3.99	3.75	الوطنية للتأمين
16.24	2.5	5	4.99	3.75	المتحدة للتأمين
12.24	2.5	2.5	3.49	3.75	العقيلة
12.16	2.5	5	3.41	1.25	UG
9.615	0	2.5	3.99	3.125	الاهلية
8.24	2.5	0	1.99	3.75	الاهلية للزيوت
4.75	0	0	1	3.75	نماء
عام 2012					
مؤشر الحوكمة العام	هيكل الملكية	الافصاح	التدقيق	مجلس الإدارة	
18.74	5	5	3.74	5	الدولي
15.865	2.5	5	3.99	4.375	بيمو
19.365	5	5	4.99	4.375	سورية والمهجر
17.24	5	5	3.49	3.75	عودة
18.115	5	5	3.74	4.375	ببيلوس
17.49	5	5	3.74	3.75	العربي
16.49	2.5	5	3.99	5	الخليج
17.49	2.5	5	4.99	5	الاسلامي
16.865	5	5	2.49	4.375	الاردن
17.115	5	5	2.74	4.375	فرنسبنك
18.99	5	5	3.99	5	الشرق
18.74	5	5	3.74	5	قطر
9.365	0	2.5	3.74	3.125	اروب
17.49	5	5	3.74	3.75	الوطنية للتأمين

15.99	2.5	5	4.74	3.75	العقيلة
9.41	0	5	3.16	1.25	UG
9.74	2.5	2.5	3.49	1.25	الاهلية
9.49	2.5	0	3.24	3.75	الاهلية للزيوت
7.25	0	2.5	1	3.75	نماء

عام 2013					
مؤشر الحوكمة العام	هيكل الملكية	الافصاح	التدقيق	مجلس الإدارة	
18.49	5	5	3.49	5	الدولي
14.865	2.5	5	2.99	4.375	بيمو
19.99	5	5	4.99	5	سورية والمهجر
18.365	5	5	3.99	4.375	عودة
19.74	5	5	4.74	5	بيلوس
16.865	5	5	2.49	4.375	العربي
14.615	2.5	5	2.74	4.375	الخليج
12.99	0	5	2.99	5	الاسلامي
19.74	5	5	4.74	5	الاردن
17.74	5	5	2.74	5	فرنسبنك
17.74	5	5	2.74	5	الشرق
18.74	5	5	3.74	5	قطر
9.99	0	2.5	3.74	3.75	اروب
16.49	5	5	2.74	3.75	الوطنية للتأمين
14.99	5	2.5	3.74	3.75	الكويتية
16.49	5	5	2.74	3.75	العقيلة
11.41	0	5	2.66	3.75	UG
9.24	0	2.5	2.99	3.75	الاهلية
12.24	2.5	2.5	3.49	3.75	الاهلية للزيوت
7.25	0	2.5	1	3.75	نماء

عام 2015					
مؤشر الحكومة العام	هيكل الملكية	الافصاح	التدقيق	مجلس الإدارة	
17.74	5	5	3.99	3.75	الدولي
16.865	2.5	5	4.99	4.375	بيمو
17.74	5	5	3.99	3.75	سورية والمهجر
17.115	5	5	3.99	3.125	عودة
16.49	5	5	2.74	3.75	بييلوس
17.49	5	5	3.74	3.75	العربي
16.24	2.5	5	3.74	5	الخليج
15.865	2.5	5	3.99	4.375	الاسلامي
18.115	5	5	3.74	4.375	الاردن
16.865	5	5	3.74	3.125	فرنسبنك
18.74	5	5	3.74	5	الشرق
13.74		5	3.74	5	قطر
9.365	0	2.5	3.74	3.125	اروب
16.865	5	5	3.74	3.125	الوطنية للتأمين
16.365	5	5	3.24	3.125	الكويتية
11.24	2.5	2.5	2.49	3.75	العقيلة
12.41	0	5	3.66	3.75	UG
12.74	0	5	3.99	3.75	الاهلية
11.615	2.5	2.5	3.49	3.125	الاهلية للزيوت
6.615	0	0	3.49	3.125	نماء

ملحق 2 البيانات المتعلقة بالعوائد الشهرية

عام 2011												
الشهر	الشهر	الشهر	الشهر	الشهر	الشهر	الشهر	الشهر	الشهر	الشهر	الشهر	الشهر	
12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	
11.73	-0.12	0.08	0.01	-0.05	-0.2	-0.83	0.21	0.15	-0.07	-0.03	0	الدولي
1.49	8.73	0.91	0.11	-0.05	-0.18	-0.02	0	0	-0.28	-0.05	-	بيمو
0.8	0	0	0.08	-0.03	0.11	-0.33	-0.02	-0.02	-0.09	-0.01	-	سورية والمهجر
0.72	0	0	0	0	0.01	-0.26	-0.07	-0.06	-0.04	-0.01	-	عودة
1.68	-0.09	0.21	0.15	-0.18	0	-0.09	-0.08	-0.08	-0.07	-0.04	-	بيلوس
2.31	0.03	0.23	0	-0.04	0.12	-0.27	-0.09	-0.08	-0.1	-0.09	-	العربي
17.22	-0.16	0.05	0.03	-0.12	-0.8	-0.26	0.09	0.06	-0.33	-0.06	-	الاسلامي
11.26	0	0.01	0.03	-0.14	-0.78	-0.24	-0.01	-0.01	-0.11	-0.08	-	الاردن
1.83	-0.14	0.05	0	-0.15	-0.06	-0.13	0.07	0.05	-0.16	-0.08	-	قطر
0	0	0	0	0	0	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	-0.05	-	اروب
0.04	0	0	0	0	0	0	0.02	0.02	-0.01	-0.02	-	الوطنية للتأمين
0.13	-0.02	0	0	0	0	0	0.01	0.01	-0.11	0.05	-	المتحدة للتأمين
1.48	-0.09	0	0.02	-0.14	0.01	-0.15	0.07	0.06	-0.15	-0.09	-	العقيلة
0.54	0	0	0.04	-0.17	0.18	-0.09	-0.17	-0.16	1.01	-0.55	-	UG
0.25	0	0	0.08	0.05	0	-0.11	0.16	0.12	0.02	-0.01	-	الاهلية
0.5	-0.09	0.05	0.06	0.01	0.01	-0.1	0.12	0.11	-0.07	-0.04	-	الاهلية للزبوت
0.03	-0.02	0	0	0.74	-0.43	0.01	0.02	0.02	-0.03	-0.06	-	نماء

عام 2012												
الشهر 12	الشهر 11	الشهر 10	الشهر 9	الشهر 8	الشهر 7	الشهر 6	الشهر 5	الشهر 4	الشهر 3	الشهر 2	الشهر 1	
0.19	-0.02	0.07	0	-0.02	-0.12	0	-2.44	0.5	0.13	-0.03	0.02	الدولي
-0.14	0	0	0	-0.02	0	-0.02	21.33	55.48	0.08	0	0.01	بيمو
5.14	0	0	0	0	-0.02	-0.8	-	66.17	-16	-0.04	-0.02	سورية والمهجر
0	0	0	0	0	0	0	0	-25	-0.16	-0.04	0.27	عودة
4.09	0	0	0	0	0	-0.8	-4.5	0	0	0	0	بيلوس
4.06	0	0	-0.8	0	0	0.01	-	24.26	1.67	0.09	-0.04	العربي
0.12	-0.01	-	0.13	0.14	0.01	0.04	-0.07	-4.01	-0.23	0.05	-0.01	الخليج
0.43	-0.08	-	0.08	0.04	-0.03	-0.06	-0.11	-1.17	-1.63	0.08	-0.01	الاسلامي
0.09	-0.01	0	0	0	-0.02	-0.05	-2.2	3.78	-0.03	0.01	-	الاردن
3.91	0	0	0	0	-0.8	-0.02	0	10.7	0.04	-0.02	0	فرنسبنك
10.26	0	0	0	0	-0.9	0	-20	0	0	-0.09	0	الشرق
4.2	0	-	0.01	0	-0.02	-0.05	-0.81	-9.61	1.05	0.08	0.01	قطر
4	0	0	0	0	-0.8	0	0.03	0.03	0	0	0	اروب
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	الوطنية للتأمين
0	0	0	0	0	0	0	0.06	0	0	0	0	العقيلة
4.68	0	-	0.01	-0.8	-0.01	-0.02	-	12.75	-8.25	0	0.02	UG
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	الاهلية
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	الاهلية للزيوت
3.69	-0.13	-	0.02	0	0	-0.8	0	2.73	17.27	0.12	0.07	نماء

عام 2013												
الشهر 12	الشهر 11	الشهر 10	الشهر 9	الشهر 8	الشهر 7	الشهر 6	الشهر 5	الشهر 4	الشهر 3	الشهر 2	الشهر 1	
-0.42	0.02	0.02	0.11	-0.05	0.04	-16.85	0.51	15.8	0.06	-0.07	- 0.03	الدولي
-0.46	0.11	0	0	0.01	0.05	10.28	0.36	22.87	0.05	-0.08	- 0.02	بيمو
-0.32	0.02	0.01	0	0.05	0.03	5.2	0.27	1.88	0	0	0	سورية والمهجر
-0.52	0	0.15	0.01	-0.02	0.01	11	0.35	28.52	0.04	0	- 0.08	عودة
-0.13	0	0	0	0	0	9.25	0.05	0	0.02	-0.03	0	بيلوس
-0.44	0.01	0.02	0	0	0.21	30.31	0.21	2	-0.01	-0.06	0	العربي
-0.35	-0.06	-	0.04	0.07	0.14	-7.05	0.33	6.95	-0.02	-0.02	- 0.01	الخليج
-0.46	-0.04	-	0.04	0.17	-0.06	0.03	-26.5	0.42	21.53	0.06	0.02	الاسلامي
-0.23	0.01	-	0.17	0.02	0	0	0.47	9.23	0	-0.01	- 0.03	الاردن
-0.04	-0.02	0	0.01	-0.02	-0.21	0	0.44	-2	-0.03	0	0	فرنسبك
-0.25	0	0	0.02	0	0	0	0.36	-0.88	0	0	0	الشرق
-0.56	-0.01	-	0.04	0.13	-0.06	0.2	-20.25	0.37	21.57	0.09	0.01	قطر
0.03	0	0	0	0	-0.03	0	0	0	0	0	0	اروب
5.74	0	-	0.02	0	-0.8	30.87	-0.1	-14.5	0	-0.19	0	الوطنية للتأمين
3.14	0	0	0	-0.8	0	103.28	0	0	0	0	0	الكويتية
-0.31	-0.05	-	0.06	0.02	-0.01	0.02	-7.5	0.31	15.63	0.05	- 0.03	العقيلة
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	UG
0	0	0	0	0	0	0	0	0.08	0	0	0	الاهلية
-0.48	0	0	0.11	0	0.08	16.74	0.2	5.56	0.02	0.09	0.05	الاهلية للزيوت
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	- 0.02	نماء

عام 2014												
الشهر 12	الشهر 11	الشهر 10	الشهر 9	الشهر 8	الشهر 7	الشهر 6	الشهر 5	الشهر 4	الشهر 3	الشهر 2	الشهر 1	
0.17	-0.02	0.06	0	0	-3	0	0	-0.04	-0.02	0	0	الدولي
0.04	0	0	0	0	0	0	0	-0.04	0	0	0	بيمو
-0.03	0	0	0	0	0	0	0	0	0.02	0	0	سورية والمهجر
0.02	-0.02	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	عودة
0.02	0	0.02	0	0	0	0	0	0	0	0	0	بيلوس
-0.01	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.01	0	العربي
0.14	0	0.05	0	0	0	-8.66	0	0	0	0	0	الخليج
0.15	-0.02	0.08	0.02	-0.01	-1.17	-3.4	3.1	-0.08	0.01	-0.04	-	الاسلامي
-0.08	0.05	0.1	0.01	0	0	0	0	-0.02	0	-0.03	0	الاردن
-0.01	-0.01	0.07	0	0	-2.25	3.05	-2.05	-0.01	0.01	-0.03	0	فرنسبنك
-0.04	0	0	0	0	0	4.75	0	0	0	0	0	الشرق
0.24	-0.01	0.03	0.02	-0.03	7.37	-6.93	0.24	-0.08	-0.02	-0.05	-	قطر
0.08	0	0	0	0	0.04	-13.11	0	0	0	0	0	اروب
0.21	0	0	0	0	0	0.07	0	-0.17	0	0	0	الوطنية للتأمين
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	الكويتية
0.02	0	0.01	0	0	0	0	-0.75	0	0	0	0	العقيلة
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	UG
0.09	0	0	0	0	0	0	0.09	-0.08	0	0	0	الاهلية
-0.16	0	0	0	0	0	46	10.37	-0.12	-0.02	-0.02	0.09	الاهلية للزيت
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	نماء

عام 2015												
الشهر 12	الشهر 11	الشهر 10	الشهر 9	الشهر 8	الشهر 7	الشهر 6	الشهر 5	الشهر 4	الشهر 3	الشهر 2	الشهر 1	
0	-0.02	0	0	0	-0.02	0	0	-0.04	-0.02	0	0	الدولي
-0.02	0	0	0	0	0	0	0	-0.04	-0.02	0.02	0	بيمو
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.02	0	0	سورية والمهجر
0	-0.02	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	عودة
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	بيلوس
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.01	0	العربي
0	0	0	0	0	0	-0.07	0	0	0	0	0	الخليج
0.03	-0.02	0.08	-	-0.01	0	-0.03	0	-0.08	-0.02	-0.04	-	الاسلامي
0	0.05	0.1	0.01	0	0	0	0	-0.02	0	-0.03	0	الاردن
0	0.04	0.07	0	0	-0.02	0.03	-0.02	0	0	-0.03	0	فرنسبنك
0	0	0	0	0	0	0.04	0	0	0	0	0	الشرق
0.06	0	0.03	-	-0.03	0	-0.07	0	-0.08	-0.02	-0.05	0.04	قطر
0.18	0	0.04	0	0	0.02	-0.02	0.06	-0.13	0	-0.02	0	اروب
0	0	0.06	-	0	0	0	0	0	0	0	0	الوطنية للتأمين
0	0	0	0	-0.1	0	0.05	-0.05	0.08	0	-0.02	0	الكويتية
0	0	0	0	0	0	0	-0.02	0	0	0	0	العقيلة
-0.05	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	UG
0	0	0	0	0	0	0	-0.02	0	0	0	0	الاهلية
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	الاهلية للزيت
0.1	0	0	0	0	0	0.21	0.05	-0.12	-0.02	-0.02	0.09	نماء