

2019

## أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

جبر ابراهيم الداغور استاذ دكتور  
جامعة الأزهر-غزة, jabr531@hotmail.com

علاء محمد الحوراني ماجستير  
جامعة الأزهر-غزة

Follow this and additional works at: <https://digitalcommons.aaru.edu.jo/alazhar>

 Part of the [Accounting Commons](#)

### Recommended Citation

الحوراني, علاء محمد ماجستير (2019) "أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة and الداغور, جبر ابراهيم استاذ دكتور *Journal of Al-Azhar University – Gaza (Humanities)*: Vol. 21 : Iss. 1 , Article 12.

Available at: <https://digitalcommons.aaru.edu.jo/alazhar/vol21/iss1/12>

This Article is brought to you for free and open access by Arab Journals Platform. It has been accepted for inclusion in Journal of Al-Azhar University – Gaza (Humanities) by an authorized editor. The journal is hosted on [Digital Commons](#), an Elsevier platform. For more information, please contact [rakan@aar.edu.jo](mailto:rakan@aar.edu.jo), [marah@aar.edu.jo](mailto:marah@aar.edu.jo), [u.murad@aar.edu.jo](mailto:u.murad@aar.edu.jo).

---

## **أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**

Cover Page Footnote

مجلة جامعة الأزهر- غزة، سلسلة العلوم الإنسانية 2019، المجلد 21، العدد 1

## أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

علاء محمد الحوارني<sup>(2)</sup>

جبر إبراهيم الداغور<sup>(1)</sup>

جامعة الأزهر-غزة<sup>(1)</sup>

جامعة عمان الأهلية<sup>(2)</sup>

2019/6/23

تاريخ القبول

2018/9/3

تاريخ الاستلام

### المخلص:

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أهمية الحوكمة وتأثيرها على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال التعرف على مدى تطبيق قواعد الحوكمة في الشركات المساهمة المدرجة في هذه البورصة والتي قامت بنشر تقاريرها المالية السنوية لعام 2015 قبل نهاية الربع الأول من عام 2016م، والبالغ عددها (45) شركة، وذلك من خلال استخدام مقياس الحوكمة الذي صممه (Brown and Caylor, 2004) ومن ثم قياس العلاقة بين تطبيق كل شركة من شركات الدراسة لقواعد حوكمة الشركات والقيمة السوقية المضافة، وقد أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية المضافة، وقد أوصت الدراسة بالعمل على زيادة فاعلية دور مجلس الإدارة في اختيار المدراء التنفيذيين وممارسة دورهم في تطبيق القوانين والأنظمة، وكذلك ضرورة قيام بورصة فلسطين للأوراق المالية بإصدار دليل حوكمة الشركات ليكون إلزامياً لجميع الشركات المدرجة.

### Abstract:

*The Study aimed To identify the importance of the Corporate Governance and its impact on Market Value Added of (45) companies listed on (PEX) over the period (2015-2016.)*

*(Brown and Taylor, 2004) has the proxy to determine the level of Corporate Governance ,Which was adopted in this Study to verify the relationship between the variables.*

*The study revealed that there is a significant relation between Corporate Governance and Market Value Added.*

*The study has recommended to work on promoting the Board of Director roles when selecting relevant directors and enforcing the law and regulations.*

جبر الداعور ، علاء الحوراني

مقدمة :

تعتبر حوكمة الشركات من المفاهيم الحديثة التي زادت أهميتها في قطاع الأعمال مع الاهتمام بحماية حقوق المساهمين، حيث برزت حوكمة الشركات لمعالجة تضارب العلاقة بين إدارة الشركات والمستثمرين بعد التوسع الذي حصل في القاعدة الاستثمارية وزيادة عدد ملاك الشركة الواحدة، حيث يضمن تفعيل ممارسات حوكمة الشركات سلامة العلاقة بين المستثمرين والشركات من خلال التحكم المالي وحقوق التصويت للملاك بغض النظر عن كمية أسهمهم، لذلك أصبح للحوكمة دور كبير على نتائج الشركة وأنشطتها.

هذا وقد تعددت الاتجاهات الفكرية في أهمية حوكمة الشركات حتى غدت موضوع نقاش بين القطاعات الأكاديمية والمهنية سواء في الدول المتقدمة أو النامية، وساد الاعتقاد بتأثيرها على أداء الشركات وحمايتها لمصالح المساهمين، كما شملت قواعد الحوكمة بعض المعايير الخاصة بعملية التدقيق مما من شأنه زيادة ثقة المستثمرين بتقرير مدققي الحسابات، وبالتالي بالقوائم المالية، الأمر الذي من شأنه تقليص الفجوة المعلوماتية بين الإدارة والمستثمرين، وما يترتب عليه الحد من حالة عدم التأكد وبالتالي تخفيض المخاطر الاستثمارية، وزيادة الثقة في أسهم تلك الشركات وزيادة الاقبال على تداولها.

ونتيجة التزايد المستمر بالاهتمام بمفهوم الحوكمة وزيادة الاهتمام بالدور الذي يؤديه مفهوم الحوكمة في تأكيد الالتزام بالسياسات والإجراءات الرقابية وعلى دورها في جذب المستثمرين، فقد جاءت هذه الدراسة لتسليط الضوء على دور الالتزام بقواعد الحوكمة في الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين على زيادة قيمتها السوقية المضافة.

مشكلة الدراسة:

حيث تواجه الشركات الفلسطينية، مثل باقي الشركات العالمية، تحديات كبيرة تتعلق بموضوع تطبيق نظام فعال للحوكمة يتيح لها الاندماج بالاقتصاد العالمي بشكل سلس، ولا يتم ذلك إلا من خلال زيادة الوعي لدى الشركات بضرورة تطبيق قواعد الحوكمة. فقد جاءت هذه الدراسة للكشف عن مدى تطبيق الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين لقواعد الحوكمة وأثرها على قيمتها السوقية المضافة فإن مشكلة الدراسة تدور حول الإجابة عن السؤال الرئيس الآتي:

- ما مدى تأثير التزام إدارة شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين بقواعد الحوكمة على دعيم القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات؟

ومن هذا السؤال تتفرع الأسئلة الآتية:

1. ما مدى تأثير تطابق أنظمة التدقيق لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين

مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات؟

### أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

2. ما مدى تأثير تطابق صلاحيات مجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات؟
3. ما مدى تأثير تطابق اللوائح والقوانين الداخلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات؟
4. ما مدى تأثير تطابق نظام المكافآت لأعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات؟
5. ما مدى تأثير تطابق نظام توزيع ملكية الأسهم لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات؟
6. ما مدى تأثير تطابق السياسات المستقبلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات؟

#### أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من حيث تناولها موضوعا معاصرا حيث تسهم الحوكمة في العديد من الجوانب الاقتصادية المتمثلة في رفع مستوى الكفاءة الاقتصادية للشركات التي أصبحت المكون الأساسي لاقتصاديات الدول العظمى المبنية أصلا على الاستثمار في شتى المجالات حيث تعتبر شركات المساهمة صاحبة اليد العليا في بناء اقتصاد الدول، وان النهوض بهذا الشركات وتعزيز ادائها سينعكس حتما على الاقتصاد الوطني الفلسطيني، وكذلك تسهم الحوكمة في تقليل المخاطر وبناء الثقة مع المساهمين وحماية استثماراتهم من التعرض للخسارة بسبب سوء استخدام السلطة في مجلس الإدارة، فالشركات لن تحقق أهدافها في النمو والنهوض الا اذا تأكد المستثمرون من انهم يوجهون أموالهم إلى المكان المناسب والنشاط الأمثل الذي يحقق لهم أفضل عائد ممكن، كما تتبع أهمية هذه الدراسة من أهمية الطريقة المتبعة في القياس حيث تم استخدام طريقة التحليل المالي لقياس الحوكمة والقيمة السوقية المضافة.

#### اهداف الدراسة:

- تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أهمية الحوكمة وتأثيرها على القيمة السوقية المضافة، ويمكن صياغة الأهداف المحددة لهذه الدراسة بالنقاط الآتية:
1. التعرف على مدى تطبيق قواعد الحوكمة في الشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين.
  2. قياس أداء الشركات الفلسطينية من خلال القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
  3. التعرف على أثر حوكمة الشركات على القيمة السوقية المضافة.

جبر الداعور ، علاء الحوراني

### فرضيات الدراسة:

- للإجابة عن التساؤلات المكونة لمشكلة الدراسة، تم وضع الفرضيات الآتية:
1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق أنظمة التدقيق لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات.
  2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق صلاحيات مجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات.
  3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق اللوائح والقوانين الداخلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات.
  4. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق نظام المكافآت لأعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات.
  5. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق نظام توزيع ملكية الأسهم لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات.
  6. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق السياسات المستقبلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لتلك الشركات.

### حوكمة الشركات:

لحوكمة الشركات مكانة خاصة في أجندة المال والاعمال في الوقت الراهن لما تعود به من نفع على الشركات والمؤسسات في القطاعين العام والخاص بل على المجتمع بأسره، حتى عدت أحد متطلبات الإدارة الناجحة والدواء الشافي لعدة فقدان ثقة المستثمرين، وقد برزت أهمية الحوكمة في الآونة الأخيرة عندما أطاحت الازمات المالية العالمية باقتصاديات عدد كبير من الدول المتقدمة والنامية، نتيجة الفساد الإداري والمحاسبي بصفة عامة والفساد المالي بصفة خاصة بالإضافة الي غياب النزاهة والشفافية والمساءلة والافتقار الي الحوكمة.

ويعبر مفهوم الحوكمة عن مجموعة من الإجراءات والعمليات التي يتم من خلالها توجيه الشركات، حيث يتضمن الإطار العام للحوكمة تحديد وتوزيع المسؤوليات على مختلف الأطراف في المؤسسة من مجلس إدارة ومدراء تنفيذيين ومساهمين وغيرهم من أصحاب المصلحة، إضافة إلى أنه يعمل على بلورة وإرساء قواعد وإجراءات صناعة القرار في تلك الشركة (غادر، 2012).

ان ما يطمئن المستثمر بأن الشركة التي استثمر مدخراته فيها تعمل حسب المصلحة العليا للشركة وأنه سيحصل على عائد على استثماره وأن التقارير المالية التي تنشرها الشركة تبين الوضع المالي الحقيقي لها، وكذلك المقرض بانه سيسترد قيمة قرضه، وأيضا الموظف بان الشركة التي

### أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

يعمل لديها ستستمر في العمل وتؤمن له لقمة العيش في المستقبل المنظور، وكذلك المجتمع بأن الشركة ستستمر في التوظيف، وإنتاج الخدمات والسلع وتوليد قيمة مضافة تدعم الوضع الاقتصادي في الدولة وتعزز الحوكمة، فبدون الحوكمة فإن جميع الأطراف المعنية معرضة للضرر (مركز أبو ظبي للحوكمة، 2013).

ان الهدف من حوكمة الشركات هو المساعدة في بناء جو من الثقة والشفافية والمساءلة اللازمة لتشجيع الاستثمار على المدى الطويل والاستقرار المالي ونزاهة العمل، والذي يؤدي بالنتيجة الي تحقيق النمو المستدام. ونظرا للاهتمام الدولي المتزايد الذي يكتسبه مفهوم الحوكمة، فقد حرصت المؤسسات الدولية على تناول هذا المفهوم وتحليله وعلى رأس هذه المؤسسات كل من صندوق النقد الدولي "IFC" والبنك الدولي "IB" ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "OECD" التي أصدرت في عام 1999م مبادئ الحوكمة والتي تم إعادة صياغتها عام 2004، وتم إعادة صياغتها من جديد عام 2015، وتم الإقرار عليها من قبل وزراء مالية دول مجموعة العشرين ليطلق عليها مبادئ OECD/G20 للحوكمة، وكذلك بنك التسويات الدولية ممثلا في لجنة بازل.

#### مفهوم حوكمة الشركات:

يعود لفظ الحوكمة إلى كلمة إغريقية قديمة تعبر عن قدرة ريان السفينة الإغريقية ومهاراته في قيادة السفينة وسط الأمواج والأعاصير والعواصف وما يمتلكه من قيم وأخلاق نبيلة وسلوكيات نزيهة شريفة في الحفاظ على أرواح وممتلكات الركاب ورعايته وحمايته للأمانات والبضاعة التي في عهده وإيصالها لأصحابها ودفاعه عنها ضد القرصنة وضد الاخطار التي تتعرض لها في أثناء الإبحار فإذا ما وصل بها إلي ميناء الوصول ثم عاد إلي ميناء الإبحار من مهمته سالما، اطلق على هذا الريان (Good Governor) والتي تعني المتحكم الجيد (الخضيري، 2005)، كما انه لا يوجد ترجمة عربية تتطبق تماما على كلمة (الحوكمة) كما جاء بمعناها باللغة الإنجليزية (Governance) مما دفع مجمع اللغة العربية عام 2003م اعتماد هذا مصطلح (الحوكمة) حيث أكد في بيان له "في رأينا أن الترجمة العربية (حوكمة) للمصطلح الإنجليزي ترجمة صحيحة مبنية ومعنى (يوسف، 2009).

لا يوجد اجماع في الأدبيات على تعريف موحد لمصطلح الحوكمة، فقد قامت العديد من المنظمات العالمية المهنية وغير المهنية بتقديم شرح لمفهوم حوكمة الشركات، فعرفت مؤسسة التمويل الدولية (IFC) الحوكمة بأنها: "النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها". (Alamgir, 2007)، ويعتبر مفهوم حوكمة الشركات الصادر عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) من أكثر مفاهيم حوكمة الشركات انتشارا وقبولاً بين الأطراف المهتمة بقضية حوكمة الشركات حيث تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) بانها: "مجموعة

## جبر الداغور ، علاء الحوراني

من العلاقات التي تربط بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من أصحاب المصالح (OECD,2004).

أما معهد المدققين الداخليين IIA فقد عرفها بأنها "العمليات التي تتم من خلال الإجراءات المستخدمة من قبل ممثلي أصحاب المصالح، لتوفير الاشراف على المخاطر، وإدارتها ومراقبتها والتأكد من كفاية الضوابط الرقابية لإنجاز أهداف الشركة والمحافظة على قيمتها من خلال الحوكمة (IIA,2003). حيث يؤكد هذا التعريف الدور الرقابي في تحقيق أهداف الشركة من خلال تطبيق مبادئ الحوكمة وألياتها. أما لجنة Cadbury البريطانية فقد عرفت في تقريرها الصادر عام 1992 بانها "النظام الذي يتم بواسطته توجيه ورقابة الشركة"

ومن أهم التعاريف التي قدمت لحوكمة الشركات، تعريف الباحث الفرنسي (pige, 2010) الذي يرى ان حوكمة الشركات هي "مجموعة الاليات التي تسعى لتقيد واقع نشاط المؤسسة بأهدافها المسطرة، وكذلك تعريف الباحث الكندي (rezaee,2010) الذي يحدد مفهوم حوكمة الشركات بأنها "مجموعة التفاعلات بين إدارة الشركة ومساهميها من أجل تخفيض احتمالات مشاكل الوكالة الناجمة عن تعارض المصالح بين الإدارة وملاك الشركة".

كما عرفها (أسعد، 2015) بأنها: "مجموعة القواعد والأنظمة التي تحدد العلاقة بين الإدارة والمساهمين والأطراف الأخرى بهدف حماية مصالح الشركاء من خلال فرض الرقابة على الشركات والتحكم بها، لتعزيز أدائها وضمان استمراريتها". وعرفها (السحار، 2015) بأنها: "تتمثل حوكمة الشركات في وجود وتطبيق مجموعة الأنظمة والقواعد والمبادئ الخاصة بالرقابة على أداء الشركات، وكيفية اتخاذ تلك الشركات لقراراتها وتنظيم العلاقة بين الإدارة وأصحاب المصالح، والإفصاح والشفافية في المعلومات باعتبارها مطلباً أساسياً للمستثمرين فضلاً عن أنها تعد حماية لصغار المساهمين الذين لا يسعون الي ممارسة حقوقهم في الحوكمة، بل يكونون مهتمين بالحصول على معاملة عادلة من المساهمين ومن إدارة الشركة"، كما عرفها (الغزالي، 2015): "الحوكمة هي تطبيق مجموعة من القواعد والنظم الإدارية والمحاسبية التي تعمل على ضبط العمل في الشركة بزيادة وكفاءة وموضوعية وشفافية ضامنة في ذلك الحقوق للموظفين والإدارة والمساهمين والأطراف الخارجية المتعاملة مع الشركة". وعرفها (صهيون، 2015) بأنها: "مجموعة من الضوابط والالتزامات التي يتم وضعها لتنظيم العلاقة بين أصحاب المصالح المتعددة من مجلس الإدارة والمساهمين والإدارة التنفيذية وذلك لضمان المحافظة على أصول الشركة بكل أمانة وشفافية".

ويتبين من خلال ما سبق من تعاريف حوكمة الشركات، تعدد وجهات نظر مختلف الباحثين والمهتمين فيها، وكذلك المجالس واللجان ذات الصلة. وبالتالي يمكن تعريف حوكمة الشركات بأنها "النظم التي تحدد وتحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية في الشركة (أعضاء مجلس الإدارة، الإدارة



### أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

التنفيذية، المساهمين، إلخ) من أجل ضمان رفع مستوى الأداء والإفصاح والشفافية والمساءلة بالشركة مما ينتج عنه تعظيم لفائدة المستثمرين على المدى الطويل ودفع عجلة التنمية والتقدم الاقتصادي للدول التي تنتمي إليها تلك الشركات".

#### الاطار الفكري لحوكمة الشركات:

مرت حوكمة الشركات بالعديد من المراحل التي أثرت على اطارها الفكري ، ومرت بدايتها بتنبؤات ادم سميث عام 1776 التي ذكرها في كتابه لثورة الأمم حيث قال: "إن مديري الشركات المساهمة لا يمكن ان يتوقع منهم مراقبتها بنفس الحماس الذي يراقب فيه الشركاء في شركة خاصة مصالحهم، ذلك لأن هؤلاء المديرين يقومون بإدارة أموال الغير وليس أموالهم الشخصية الخاصة، ومن الطبيعي أن يستتبع هذا الشيوخ الإهمال والتفريط بشكل او بآخر في إدارة شؤون هذه الشركة، ان الاهتمام الملحوظ بمصطلح الحوكمة يرجع إلى نهاية الثمانينات وبداية عقد التسعينات من القرن الماضي، بأن تزايد استخدامه بشكل واسع من قبل الخبراء ، ولاسيما العاملون في منظمات الدولية والإقليمية (خلف، 2016) ، ويبدأ الاهتمام به يأخذ حيزاً أكبر في أدبيات الاقتصاد اثر افلاس بعض الشركات الدولية الكبرى مثل انرون للطاقة وورلد كوم وتعرض شركات أخرى إلى مصطلحات دولية حسب تقرير صدر عام 2000 في سويسرا" (Hibling and Sullivan, 2003).

تم تفعيل حوكمة الشركات لعدم الاكتفاء بالمعلومات المتوفرة عن المخاطرة من خلال المؤشرات المالية والسوقية وتحليلها بمفهومها الجزئي وبشكل مستقل. فلا بد من إعادة الثقة في المعلومات المتوفرة واختبارها بالمفهوم الشامل، باعتبار أن هذه المعلومات التي توفرها المؤشرات المالية والسوقية هي من أهم الركائز التي يمكن الاعتماد عليها لتجاوز حجم المخاطر الأخرى مثل مخاطر الإفلاس التي طالت الكثير من الشركات من أجل الوصول الى كفاءة اداء الشركات وثقة المستثمرين لذلك فإن الدقة والموضوعية في المعلومات وفق المؤشرات المالية والسوقية بشكل جزئي وشامل والالتزام بالقوانين والتشريعات يكون لها أثر في تنشيط حركة الشركات وزيادة تداول أسعار اسهمها وتحسين مؤشر أسعارها وبما يمكن الوصول إلى فرضية كفاءة الاسواق(خلف، 2016).

ويتضح من خلال التطور التاريخي لحوكمة الشركات حرص القائمين على الجمعيات المهنية المحلية والدولية الوصول إلى قواعد من شأنها تضييق الفجوة المعلوماتية بين كل من الإدارة والمستثمرين، الناتجة عن تضارب المصالح بينهما، وصولاً إلى حماية المستثمرين والمساهمين من أي احتمال تلاعب في البيانات المالية المقدمة لهم من قبل الإدارة.

#### فلسفة حوكمة الشركات:

هناك ميزتان تتميز بهما الشركات المعاصرة مما يستدعي وجود ضوابط للحوكمة (مركز أبو ظبي للحوكمة، 2013):

جبر الداعور ، علاء الحوراني

**الميزة الأولى:** حقيقة أن الشركات الحديثة تتميز بالفصل بين ملكية الشركة وإدارتها، وهو ما يطلق عليه بنظرية الوكالة

**الميزة الثانية:** النفوذ الذي يتمتع به كبار المساهمين على حساب صغار المساهمين. دفعت هاتان الميزتان الدول إلى وضع نظام رقابي يضمن لأصحاب المصالح في الشركة بأن تقوم الإدارة بمهامها على أفضل وجه؛ في الوقت الذي يحمي هذا النظام صغار المساهمين من تسلط كبار المساهمين ومن ثم، أتت حوكمة الشركات نظاماً يضبط عمل جميع الأطراف المعنية في الشركة من مساهمين وإدارة تنفيذية ومجلس إدارة، ويمكن أن تفسر هذه الإشكالية أيضاً من خلال ما يسمى بمعضلة الطرف الرئيس والوكيل، الطرف الرئيس في هذه المعادلة هو مالك الشركة (المساهم) بينما تمثل الإدارة التنفيذية (الوكيل)، وفي هذه المعادلة ثنائية الأطراف، فإن الطرف الرئيس والوكيل كل معني بمصلحته الخاصة على حساب مصلحة الشركة. وبسبب التباين الواضح في المعلومات لصالح الوكيل الذي يدير أعمال الشركة بشكل يومي كان لابد للطرف الرئيس من تعيين جهة رقابية لمتابعة أعمال الوكيل ممثلاً في مجلس الإدارة.

#### خصائص حوكمة الشركات:

تمثل الخصائص التالية السمات التي يجب أن تتوفر في حوكمة الشركات وتساعد على تكامل الجوانب الفكرية الخاصة بها، كما تساعد على تحقيق أهدافها ومزاياها المتعددة، وهي:

**الانضباط:** أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح. ويتحقق الانضباط بوجود مفاهيم عدة منها وجود الحافز لدى الإدارة في الالتزام بالأعمال الرئيسية المحددة وتزويد المساهمين بمعلومات صحيحة والتقويم السليم لحقوق الملكية ورأس المال، ولابد من إدراج مدى تطبيق الحوكمة في التقرير السنوي، وتوزيع الفائض من النقد على المساهمين واستخدام الديون لعمليات التوسع في المشاريع التي تعود بالعائد على الشركة (سوليفيان، 2003).

**الشفافية:** تعتبر الشفافية العنصر الأساسي في الحوكمة لأنها تتضمن مفاهيم متعددة مثل نزاهة التقارير المالية والإفصاح والصراحة (لطفي، 2007)، وتلتزم الشركة بالإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بالمركز المالي وأداء الشركة في التوقيت المناسب والدقة التامة (سليمان، 2008)، ولغياب الشفافية أثر سلبي على النمو الاقتصادي، إذ أن عدم الإفصاح عن المعلومات بدقة وشفافية سيؤدي إلى خروج الاستثمار الأجنبي من الدولة إلى الدول التي لا تحجب أي معلومات عن مساهميها. وهنا يجب التمييز بين الإفصاح والشفافية وذلك إن الأخيرة تعد أكثر شمولية لمختلف الجوانب السياسية، والاجتماعية، والاقتصادية في المجتمع (يوسف، 2009)، وتتحقق الشفافية من خلال نشر التقارير السنوية والربع سنوية في الوقت المناسب والإفصاح عن النتائج والمعلومات السوقية بشكل فوري دون

### أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

تسريبها، والالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية، ومن أجل سلامة تحقيق الشفافية يجب توفير قنوات يستطيع من خلالها المستثمر الوصول إلى الإدارة العليا (سوليفيان، 2003).

**الاستقلالية:** يُعد تحقيق الاستقلالية من القواعد الرئيسة لتطبيق الحوكمة، وقد ركزت الحوكمة على تحقيق استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، والمراجعين الخارجيين، ووجود لجان مجلس الإدارة مستقلة عن عمل الإدارة التنفيذية، مثل لجنة الترشيحات، لجنة المراجعة، لجنة المكافآت والتعويضات والرواتب، ولجنة الإدارة التنفيذية (سوليفيان، 2003).

**المساءلة:** يسمح نظام الحوكمة مساهمة مجلس الإدارة أمام المساهمين، ومراقبة الإدارة، وتقديم النصائح والإرشادات لمجلس الإدارة في كيفية وضع الاستراتيجيات والأهداف (سليمان، 2008)، ولتحقيق ذلك لابد من وجود آليات فعالة تسمح بمساءلة ومعاينة الأعضاء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة، وتحقيق الشفافية وعدالة التعامل في الأسهم من قبل أعضاء مجلس الإدارة (سوليفيان، 2003). **المسؤولية:** ويقصد بها "توفير هيكل واضح يحدد نقاط السلطة والمسؤولية ومحاسبة مجلس الإدارة ومتخذي القرار عن مسؤوليتهم تجاه الشركة والمساهمين" ويقع على عاتق مجلس الإدارة القيام بدور إشرافي أكثر من قيامه بدور تنفيذي، وقيامهم بالتحقيق الفعال على أداء العاملين. ولابد من وجود لجان مراجعة ترشح المراجعين الخارجيين وتشرف على عملهم وتشرف كذلك على المراجعة الداخلية والإجراءات المحاسبية (ريحاوي، 2008).

**العدالة:** يتم تحققها من خلال المعاملة العادلة للمساهمين وخاصة الأقلية وتقديم كافة المعلومات المطلوبة للمساهمين سواء بحضور الاجتماعات أو التزامهم بنتائجها، والتصويت سواء شخصياً أو بالتوكيل، وألا تتجاوز نسبة المساهمين الحاكمة عن 40% من الشركة (سوليفيان، 2003).

**المسؤولية الاجتماعية:** المسؤولية الاجتماعية تعني الالتزام الذاتي والقانوني، وعلى الإدارة عند وضع استراتيجيتها ان تأخذ بالاعتبار المسؤولية الاجتماعية التي جانب المسؤولية الاستثمارية، لأن المساهمة في تحقيق الرفاهية الاجتماعية وحماية البيئة وتحقيق رضا الزبائن يعزز من مكانة المنظمة في المجتمع ([www.socpa.org](http://www.socpa.org)). ويلخص (حماد، 2007) من وجهة نظره خصائص حوكمة الشركات بالشكل الآتي:

الشكل (1) خصائص نظام حوكمة الشركات



ويمكن ملاحظة أن كافة الخصائص التي يجب أن تتوفر في حوكمة الشركات من شأنها تحقيق الهدف الرئيس من قواعد الحوكمة وهي حماية أصحاب المصالح، وزيادة الثقة بينهم وبين إدارة

جبر الداعور ، علاء الحوراني

الشركة. ويمكن القول بان التكامل بين خصائص الحوكمة السابقة سيساعد الشركات على تحقيق الهدف من وجود الحوكمة مما ينتج عن ذلك زيادة ثقة المستثمرين في الشركة، وجذب الاستثمارات الجديدة.

#### الدراسات السابقة

1. دراسة (Srivastava, 2019)، بعنوان: " **Impact of corporate governance**

"attributes on cost of equity: Evidence from an emerging economy

"أثر حوكمة الشركات على تكلفة الأسهم: دليل من الاقتصاد الناشئ"

هدفت هذه الدراسة إلى إنشاء مؤشر شامل لحوكمة الشركات الهندية في ضوء قانون الشركات الهندي لعام 2013 ، والذي تم التحقق من صحته من خلال تحليل تأثيره على تكلفة حقوق ملكية الشركة. وذلك استناداً إلى البيانات التي تم جمعها يدوياً من الشركات المدرجة في S&P BSE 500 من 2001 إلى 2016 ، يشتمل هذا المؤشر على سبعة مؤشرات فرعية موزونة بالتساوي ، تضم ما مجموعه 43 سمة من سمات حوكمة الشركات. وفيها تم قياس أثر هذا المؤشر والمؤشرات الفرعية على تكلفة الأسهم للشركة. وتشير النتائج إلى وجود علاقة سلبية مهمة بين الحوكمة الكلية للشركة وتكلفة الأسهم. وتشير الدراسة أيضاً إلى أنه وبخلاف جميع المؤشرات الفرعية فإن المؤشر الفرعي للجنة التدقيق له علاقة سلبية مهمة بتكلفة الأسهم. وتشير النتائج إلى أن الشركة ذات الإدارة الجيدة تتمتع بسهولة الحصول على التمويل من خلال الأسهم. وقد أوصت الدراسة بتطبيق المؤشر بعد إجراء التغييرات المناسبة لكل حالة على الاقتصادات الناشئة المماثلة للاقتصاد الهندي.

2. دراسة (Lamichhane, 2018)، بعنوان: " **Corporate Governance and**

"Financial Performance in Nepal " حوكمة الشركات والأداء المالي في نيبال"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العوامل التي تؤثر على حوكمة الشركات وأثرها على الأداء المالي (هامش الربح والعائد على الأصول) للشركات النيبالية، خلال الفترة من السنة المالية 2010/2009 إلى 2016/2015 باستخدام تصميم بحث وصفي مقارنة. كما تم خصر بعض العوامل المؤثرة في حوكمة الشركات وهي (عمر الشركات وحجم الأصول ونسبة الدين ونسبة السوق إلى القيمة السوقية وتركيز الملكية) وتعتبر متغيرات توضيحية. ومن أهم نتائج هذه الدراسة أن الهامش الربحي والعائد على أصول الشركات مرتبطان إيجابياً بعمر الشركة ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية ومؤشر حوكمة الشركات، كما أظهرت نتائج الانحدار للدراسة أن حجم الأصول ونسبة الدين لها تأثير سلبي، وأن تركيز الملكية لا علاقة له بالأداء المالي للشركات. أخيراً ، تستنتج هذه الدراسة أن حوكمة الشركات ، ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية والعمر وحجم الأصول ونسبة الدين لها قوة تفسيرية قوية للأداء المالي للشركات النيبالية.

أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

3. دراسة (Alfraih & Almutawa, 2017)، بعنوان: "Voluntary disclosure and corporate governance: Empirical evidence from Kuwait" الإفصاح

الاختياري وحوكمة الشركات: دراسة اختبارية في الكويت"

هدفت الدراسة إلى كشف ممارسات الإفصاح الاختياري للشركات غير المالية المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة من 2005 إلى 2008، وذلك بتتبع التغيرات في مستوى الإفصاح الاختياري خلال فترة الدراسة. كما هدفت إلى كشف تأثير متغيرات حوكمة الشركات على مستوى الإفصاح الاختياري. وقد شملت عينة الدراسة التقارير المالية السنوية لـ (52) شركة مدرجة في بورصة الكويت لمدة أربع سنوات. وقد توصلت الدراسة إلى أن متوسط مستوى الإفصاح الاختياري خلال الأربع سنوات كان منخفضاً نسبياً، على الرغم من وجود تحسن تدريجي في مستوى الإفصاح الاختياري خلال فترة الدراسة. كما أظهرت الدراسة وجود اختلافات ملموسة في ممارسات الإفصاح بين تصنيفات المعلومات. وتبين أيضاً، أن هناك تأثيراً إيجابياً لحجم مجلس الإدارة على الإفصاح الاختياري، وعلى نحوٍ معاكس فقد تبين وجود أثر سلبي ذي دلالة إحصائية لازدواجية دور المدير التنفيذي على مستوى الإفصاح الاختياري. وقد أوصت الدراسة بإعداد أبحاث مستقبلية للمقارنة بين الكويت ودول الخليج الأخرى، أو بينها وبين دول الشرق الأوسط باستخدام متغيرات ثقافية وسياسية واقتصادية متشابهة، كما أوصت الدراسة بإعداد المزيد من الأبحاث حتى يتم فهم سلوك الإفصاح الاختياري في الشركات المالية.

4. دراسة (نوي، 2017) بعنوان: " أثر تطبيق الحوكمة المؤسسية على تحسين أداء البنوك الجزائرية"

هدفت هذه الدراسة إلى معالجة الإشكالية المتعلقة بالربط بين تحسين الأداء المالي للبنوك الجزائرية وتطبيق آليات الحوكمة المؤسسية، وذلك خلال الفترة 2004-2014 لعينة تتكون من سبعة بنوك جزائرية، أربعة منها عامة وثلاثة خاصة. وللوصول إلى أهداف هذه الدراسة قامت الباحثة بدراسة إحصائية باستعمال برنامج SPSS، وذلك للقيام بدراسة إحصائية وصفية لمتغيرات النماذج، وقامت كذلك بمجموعة من الاختبارات للتأكد من قوة ومصداقية نماذج الدراسة، منها تحليل التباين الأحادي ANOVA، كما قامت بتحليل الانحدار المتعدد بهدف معرفة نوع العلاقة التي تربط بين آليات الحوكمة والأداء المالي. وقد خلصت الدراسة إلى أن هناك أثراً سلبياً ذو دلالة إحصائية بين هيكل الملكية كآلية داخلية للحوكمة وبين الأداء المالي، وذلك لسيطرة الدولة على ملكية معظم العينة محل الدراسة، أما بالنسبة للآليات حجم مجلس الإدارة وازدواجية المدير التنفيذي، فقد تبين أنهما لا يؤثران على الأداء المالي، وقد أوصت الدراسة البنوك الجزائرية بذل جهود كبيرة لتبني مفهوم الحوكمة،

جبر الداعور ، علاء الحوراني

وذلك للمزايا التي قد تعود عليها خاصة في المرحلة القادمة التي قد تفرض تحديات كبيرة على البنوك الجزائرية يجب مواجهتها.

##### 5. دراسة (محمد، 2016) بعنوان: "تأثير مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في التعرف على تأثير مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية المقاسة بكل من نموذج GARCH ونموذج EGARCH ونموذج Random Walk فضلاً عن التعرف على أكثر هذه المبادئ تأثيراً على كفاءة السوق. وقد تم الاعتماد على البيانات التي تم الحصول عليها من الاستبيان الذي تم إجراؤه على مجتمع الدراسة المتمثل في المسؤولين بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية والتي يتضمنها مؤشر EGX30 وكذلك تم الاعتماد على البيانات اليومية للمؤشر خلال الفترة من 2004/1/4 حتى 2015/7/30 بواقع 2806 مشاهدة وتم توزيع قوائم الاستقصاء على مفردات مجتمع البحث الذين تم تحديدهم على أساس الحصر الشامل، وبلغ معدل استجابة مجتمع البحث 96.7%. وتشير اهم نتائج الدراسة إلى أنه يوجد تأثير معنوي لمبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية وتتمثل هذه المبادئ في ضمان وجود أساس إطار فعال لحوكمة الشركات. وحقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية. والمعاملة المتساوية للمساهمين. ودور أصحاب المصلحة في حوكمة الشركات. والإفصاح والشفافية. ومسئوليات مجلس الإدارة. إن أكثر مبادئ حوكمة الشركات تأثيراً على كفاءة سوق الأوراق المالية مبدأ الإفصاح والشفافية خاصة الإفصاح غير المالي الذي يأتي في المرتبة الأولى. يليه في الأهمية المعاملة المتساوية للمساهمين، يليه حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب الملكية، يليه دور أصحاب المصلحة، ثم يأتي في النهاية ضمان وجود أساس إطار فعال لحوكمة الشركات، ومسؤوليات مجلس الإدارة.

##### 6. دراسة (خلف، 2016): "أثر تطبيق حوكمة الشركات على كفاءة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"

استهدف البحث أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المدرجة على كفاءة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبلغة 77 شركة، حيث اختبرت كفاءة الشركات للتنبؤ في الفشل وعن طريق خمس نسب المالية باستخدام نموذج التمان، وكذلك دور الشركات المدرجة في تحسين مؤشر سوق العراق للأوراق المالية واطهرت الدراسة ان تطبيق الحوكمة للشركات العراقية كان له دور في رفع كفاءة الشركات والتخلص من حالة الفشل. ومن اهم توصيات الدراسة: ضرورة تبني نماذج الفشل المالي ومنها نموذج التمان، ليساعد كل شركة على التنبؤ السنوي، وان يتم الإفصاح عنه في تقرير خاص بالشركة يسمى (موقع الشركات المدرجة من الافلاس المالي). وان تسعى ادارة

### أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

السوق وهيئة الأوراق المالية الى تنظيم دورات تدريبية مكثفة تخصص في مجال قضايا الحوكمة المتعددة لارتباطها بكفاءة الشركات وتجاوزها مخاطر الفشل والسوق.

### 7. دراسة (الغزالي، 2015) بعنوان: " دور تطبيق قواعد حوكمة الشركات في منع حدوث التعثر المالي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين".

هدفت هذه الدراسة إلى قياس درجة تطبيق الشركات المدرجة في بورصة فلسطين لقواعد الحوكمة من خلال ستة مؤشرات وهي (أنظمة التدقيق المتبعة من قبل الشركات، صلاحيات مجلس الإدارة، اللوائح والقوانين الداخلية، المكافآت لأعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين، توزيع ملكية الأسهم، السياسات المستقبلية) وأثرها على الحد من تعرض تلك الشركات للتعثر المالي حسب النماذج Springate، Kida، Sherrord . بالتطبيق على جميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين البالغ عددها (49) شركة حيث تم جمع البيانات اللازمة من خلال القوائم المالية الصادرة عن بورصة فلسطين لعام 2014 ولغرض القيام بهذه الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي. وقد توصلت الدراسة إلى أن نسبة التزام الشركات بتطبيق معايير حوكمة 63.987% وهي نسبة مقبولة لتطبيق حوكمة الشركات، كما أظهرت النتائج وجود أثر ذي دلالة إحصائية لتطبيق الشركات المدرجة في بورصة فلسطين لقواعد حوكمة الشركات في منع حدوث التعثر المالي حسب النماذج. وقد أوصت الدراسة بضرورة قيام بورصة فلسطين بعمل مقياس سنوي لمدى التزام الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة، وأن يكون هذا التصنيف متداولاً وميسراً لجميع الأطراف ذات العلاقة، وإدراج مقياس للتعثر المالي في القوائم المالية للشركات المدرجة يظهر في التقرير السنوي للشركات.

### 8. دراسة (أبو جراد، 2015) بعنوان: " العلاقة بين التحفظ في السياسات المحاسبية وتطبيق الحوكمة وأثرهما على جودة الإفصاح في البنوك التجارية العاملة في فلسطين"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين التحفظ في السياسات المحاسبية وتطبيق الحوكمة وأثرهما على جودة الإفصاح في البنوك التجارية العاملة في فلسطين، لذلك فقد اتبعت هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، من خلال الاعتماد على القوائم المالية لاستخدام بيانات (7) بنوك وعلى مدى (7) سنوات لكل بنك من واقع قاعدة بيانات بورصة فلسطين، وقد أظهرت النتائج أن المتوسط الحسابي العام للحاكمية المؤسسية (62.23%)، وهذا يمثل درجة مرتفعة من الحاكمية المؤسسية، ويلاحظ كذلك أن نتائج السنوات الخمس جاءت متقاربة، مما يعني أن هناك ثباتاً في مستوى الحاكمية المؤسسية. كما أظهرت النتائج أيضاً أن أكثر قواعد الحوكمة المطبقة يتمثل في تلك المتعلقة بأنظمة التدقيق بنسبة (81.63%) يليها تطابق اللوائح والقوانين الداخلية للبنوك التجارية الفلسطينية مع قواعد الحوكمة بنسبة (69.05%) أما أقلها فتطابق السياسات المستقبلية للبنوك التجارية الفلسطينية مع قواعد الحوكمة بنسبة (45.83%)، كما أظهرت النتائج وجود أثر واضح

جبر الداعور ، علاء الحوراني

لنسبة تطابق المؤشرات الكلية للشركة مع قواعد الحوكمة على جودة الإفصاح عن البيانات المالية في البنوك التجارية على جودة الإفصاح عن البيانات المالية في البنوك التجارية، لذلك فقد أوصت الدراسة بضرورة التزام الشركات الفلسطينية بقواعد حوكمة الشركات خاصة تلك المنصوص عليها في قوانين سلطة النقد الفلسطينية.

9. دراسة (اسعد، 2015)، بعنوان: "أثر تطبيق آليات الحوكمة المفصّل عنها على الاداء المالي" هدفت الدراسة إلى التحقيق في تأثير آليات الحوكمة المفصّل عنها على الاداء المالي للشركات المساهمة السعودية، ولتحقيق هدف الدراسة قام الباحث بتحليل محتوى القوائم المالية للشركات، حيث شملت الدراسة سبع آليات للحوكمة، وتم قياس الاداء المالي بالنسب المالية (معدل العائد على حقوق المساهمين ، معدل القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية)، وشملت الدراسة كافة الشركات السعودية المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي، عن العامين 2011-2012، والبالغ عددها 167 شركة في ذلك التاريخ وتم استثناء 22 شركة لعدم وجود الحد الأدنى المقبول من البيانات، ومن أبرز نتائج الدراسة: وجود علاقة جوهريّة عكسية بين حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، وبين معدل القيمة السوقية للسهم على القيمة الدفترية، ووجود علاقة جوهريّة طردية بين الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة، ونسبة كبار المساهمين، وبين معدل العائد على حقوق المساهمين، ووجدت أيضا علاقة جوهريّة عكسية بين وجود ملكية أجنبية 5% فأكثر، وبين معدل العائد على حقوق المساهمين، وأوصت الدراسة بضرورة ان تعطي الآليات التي لها تأثير مباشر على الاداء المالي للاهتمام الكافي والأولوية من قبل الجهات المختصة.

10. دراسة (Flodberg, & Nadjari, 2013)، بعنوان: " The relationship between corporate governance and performance in the Nordic countries"

"العلاقة بين حوكمة الشركات والاداء في بلدان شمال أوروبا"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين حوكمة الشركات وأدائها على مستوى دول شمال أوروبا، وتم ذلك من خلال إجراء التحليل المالي للعينة المكونة من 190 شركة أخذت الحوكمة كمتغير مستقل ومقارنتها بنسبة صافي الأصول وحجم النمو والمخاطر الغير عادية وظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين حوكمة الشركات وأدائها على المستوى الربحي من خلال ازدياد العوائد التي تحقّقها تلك الشركات المطبقة لقواعد الحوكمة على مدى السنوات التي تم عمل العينة فيها، وظهرت أيضا كيفية النمو في أرباح الشركات التي طبقت مستويات من الحوكمة، حيث كانت الزيادة مطردة من سنة لأخرى، ومن خلال التحليل المالي للأرقام.



أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

11. دراسة (Heenetigala and Armstrong ,2012) بعنوان "The Impact of Corporate Governance on Firm Performance in an Unstable Economic and Political Environment: Evidence from Sri Lank"

"تأثير حوكمة الشركات على أداء الشركات في البيئات السياسية والاقتصادية غير المستقرة: حالة سيريلانكا"

جاءت هذه الدراسة بعدما وضعت الحكومة السيريلانكية القواعد الإرشادية لحكومة الشركات في عام 2003، والتي تطبق على الشركات المدرجة في السوق المالي، وتناولت هذه الدراسة العلاقة بين قواعد حوكمة الشركات وأداء الشركات، وتم تجميع البيانات من العينة المكونة من 30 شركة من أفضل 50 شركة مدرجة في السوق في الفترة 2003\_2007، وتم قياس الحوكمة من خلال (الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وتشكيل مجلس الإدارة، واللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة) وتم قياس الأداء المالي من خلال: (العائد على الأصول، والعائد على حقوق المالكين)، وتوصلت الدراسة الي وجود علاقة إيجابية بين قواعد حوكمة الشركات (الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وتشكيل مجلس الإدارة)، واللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة وبين أداء الشركات من هلال العائد على حقوق المالكين وإن هذه العلاقات تشير إلى ان هذه تنفيذ الشركات استراتيجيات حوكمة الشركات أدت الي ارتفاع الربحية وأداء سعر السهم.

التعليق على الدراسات السابقة:

تقاطعت الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة التي تناولت متغيرات الدراسة التي قامت الدراسة بفحصها وهي الحوكمة وثقة المستثمرين، وكشفت الدراسات السابقة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة العلاقة بين حوكمة الشركات، وكثير من العوامل التي تؤثر على ثقة المستثمرين، سواء تحسن الأداء المالي، وجودة التقارير المالية، أو الحد من الغش، والتعثر المالي، كما كونت الدراسات السابقة التي خلفية نظرية لمفهوم ودور حوكمة الشركات وأثرها في زيادة ثقة المستثمرين، والتي من خلالها استطاع الباحث أن يحدد مشاكل وفرضيات دراسته بشكل واضح ودقيق، بالإضافة إلى إثراء الاطار النظري من خلال مراجعة ما تناولته جميع تلك الدراسات ذات العلاقة، وبالتالي استفادة الجهات المعنية سواء الإدارة أو المستثمرين والمحللين لقوائم تلك الشركات.

وقد تم الاستفادة من الدراسات السابقة في الوقوف على النماذج المختلفة لقياس درجة التزام الشركات بقواعد الحوكمة، إضافة إلى الاستعانة بالدراسات الأجنبية والعربية والمحلية السابقة لدعم التأسيس النظري لحوكمة الشركات وثقة المستثمرين والعلاقة بينهما، وإجراء مقارنات بين نتائج الدراسات السابقة ونتائج الدراسة الحالية للحكم على الاتساق والاختلاف فيما بينهم، وتقدير التفسير المناسب لكل من الموضوعين السابقين.

جبر الداور ، علاء الحوراني

**منهجية الدراسة:**

حيث إنه قد تم تحديد جوانب وأبعاد الظاهرة موضع الدراسة مسبقاً من خلال مراجعة الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة فقد اتبعت هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي الذي يهدف إلى توفير البيانات والحقائق عن المشكلة موضوع الدراسة لتفسيرها والوقوف على دلالاتها، وقد تم جمع بيانات الدراسة من خلال التقارير المالية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

**مجتمع الدراسة:**

يتكون مجتمع الدراسة من شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين كافة والتي يبلغ عددها 49 شركة حسب الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة فلسطين ([www.p-s-e.com](http://www.p-s-e.com)). موزعة على خمسة قطاعات وهي قطاع (الاستثمار، البنوك، التأمين، الخدمات، وقطاع الصناعة)، وقد شملت الدراسة الشركات التي مازالت أسهمها متداولة خلال العام 2015م، والبالغ عددها 45 شركة، ويوضح جدول رقم (1) أن أكبر القطاعات تمثيلاً في هذه الدراسة هما قطاعا الخدمات والصناعة بنسبة 26.67% و 24.44% على التوالي، وهذا يتناسب مع نسبتها الفعلية في المجتمع، يليهما قطاع الاستثمار بنسبة 20.00%، أما أقل القطاعات تمثيلاً وهو قطاع التأمين بنسبة بلغت 13.33%. وقد شملت الدراسة شركات المجتمع كافة التي تم تداول أسهمها خلال العام 2015م.

جدول رقم (1): توزيع عينة الدراسة حسب القطاع الاقتصادي

النسبة المئوية	التكرار	القطاع الاقتصادي
26.67	12	قطاع الخدمات
24.44	11	قطاع الصناعة
20.00	9	قطاع الاستثمار
15.56	7	قطاع البنوك والخدمات المالية
13.33	6	قطاع التأمين
100.00	45	المجموع

**متغيرات الدراسة:**

**المتغير المستقل:** يتمثل المتغير المستقل في قياس قواعد الحوكمة والمتمثلة في:

1. أنظمة التدقيق المتبعة في الشركات وسوف يرمز لها بالرمز ( $X_1$ )
2. صلاحيات مجلس الإدارة وسوف يرمز لها بالرمز ( $X_2$ )
3. اللوائح والقوانين الداخلية وسوف يرمز لها بالرمز ( $X_3$ )
4. المكافآت لأعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين وسوف يرمز لها بالرمز ( $X_4$ )
5. توزيع ملكية الأسهم وسوف يرمز لها بالرمز ( $X_5$ )
6. السياسات المستقبلية وسوف يرمز لها بالرمز ( $X_6$ )

(340) مجلة جامعة الأزهر - غزة، سلسلة العلوم الإنسانية 2019، المجلد 21، العدد 1

### أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

بينما رمز لقواعد الحوكمة بشكل عام بالرمز (X)، والتي تم قياسها باستخدام مقياس الحوكمة الذي صممه (Brown and Caylor, 2004) لمعرفة درجة تطبيق شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين لقواعد الحوكمة، حيث يحتوي هذا المقياس مجموعة من المعايير الخاصة بكل محور من محاور الحوكمة، وقد أعطيت قيمة (1) لكل معيار تبين التزام الشركة به من خلال تقاريرها السنوية، وقيمة (0) لعدم الالتزام، وقد تم استثناء المستوى التعليمي لمجلس الإدارة وقانون التأسيس لعدم الإفصاح عنهما من كافة الشركات وفيما يأتي تحليل فقرات هذا المقياس.

ويوضح جدول (2) مستوى تطابق كل مؤشر من المؤشرات السابقة لكل شركة من شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة، ويتبين من خلال هذا الجدول أن أكثر هذه المؤشرات تطابقاً هو المؤشر الخاص باللوائح والقوانين الداخلية للشركة، حيث بلغت نسبة التطابق لهذا المؤشر مع قواعد الحوكمة المؤسسية (77%)، وهذا يشير إلى اهتمام الشركات بتطابق لوائحها وقوانينها الداخلية مع قواعد الحوكمة المؤسسية وربما يعود ذلك إلى أن كافة شركات الدراسة هي شركات مساهمة عامة، بحاجة إلى ثقة المستثمرين بها مما يجعل من المفيد لها هذا التطابق، ويأتي في المرتبة الثانية من حيث التطابق المؤشر الخاص بصلاحيات مجلس الإدارة حيث نال نسبة تطابق (69%) مع قواعد الحوكمة المؤسسية، يليه مؤشر المكافآت لأعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين بنسبة (62%) مما يؤكد اهتمام الشركة بثقة المستثمرين، ومحاولتها إظهار مؤشرات دالة على الحد من مشاكل الوكالة، وتعارض المصالح، كما بلغت نسبة التطابق الكلي للمؤشرات مع قواعد حوكمة الشركات (64%) وهي نسبة مقبولة من الحوكمة المؤسسية، ويشير ذلك إلى التزام شركات المساهمة بالتعليمات الصادرة عن سلطة النقد والتي تتسجم مع تعليمات لجنة بازل 2، علماً بأن هذه التعليمات حديثة ولم يجر تطوير عليها حتى نهاية فترة الدراسة.

وتتفق نتائج هذه الدراسة في التطابق الكلي للمؤشرات مع دراسة (أبو جراد، 2015)، غير أن الاختلاف بين الدراستين يكمن في ترتيب تطابق المؤشرات، حيث أظهرت دراسة (أبو جراد، 2015)، أن أكثر قواعد الحوكمة المطبقة هي تلك المتعلقة بأنظمة التدقيق بنسبة (81.63%) يليها تطابق اللوائح والقوانين الداخلية بنسبة (69.05%)، ويرجع ذلك الاختلاف إلى اختلاف مجتمع الدراسة حيث ركزت دراسة (أبو جراد، 2015) على قطاع واحد هو قطاع البنوك، والذي لا يشكل إلا نسبة (15.56%) من الشركات التي شملتها هذه الدراسة، بينما تطابقت نتائج هذه الدراسة مع دراسة (غزالي، 2015) حيث شملت هذه الدراسة نفس مجتمع الدراسة الحالية، كما تختلف النتائج مع دراسة (المناصير، 2013) التي توصلت إلى أن تطبيق الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الأردن بلغت 85%، ويرجع ذلك إلى الاختلاف في مجتمع الدراسة، حيث إن بورصة الأردن أكثر



أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

المتغير التابع:

تمثل المتغير التابع في القيمة السوقية المضافة والتي يتم الوصول إليها من خلال المعادلة التالية:  
 القيمة السوقية المضافة = (عدد الأسهم المصدرة × القيمة السوقية للسهم) - مجموع حقوق الملكية  
 والتي تم الحصول عليها من خلال التقارير السنوية المنشورة للشركات المدرجة من خلال الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة فلسطين.

والجدول رقم (3) يوضح القيمة السوقية المضافة لكل شركة من تلك الشركات، ويتبين من خلاله أن أكبر متوسط للقيمة السوقية المضافة كان من نصيب قطاع البنوك بمتوسط (0.76) يليه قطاع الصناعة بمتوسط (0.29)، أما أقلها فهو قطاع الاستثمار بمتوسط (-0.40)، ويرجع ذلك الاختلاف بين القطاعات إلى طبيعة المخاطر المرتبطة بالأعمال، إضافة إلى العوائد المتوقعة منها والتي تختلف من قطاع لآخر، إلا أن تحقيق قطاع البنوك لعوائد مرتفعة يؤدي إلى زيادة قيمة أسهمه وبالتالي القيمة السوقية المضافة لشركاته.

جدول رقم (3): القيمة السوقية المضافة للسهم لكل من شركات المساهمة المكونة لعينة الدراسة

الكلية للقطاع	القيمة السوقية المضافة للسهم	القطاع	رمز الشركة	الكلية للقطاع	القيمة السوقية المضافة للسهم	القطاع	رمز الشركة
0.76	0.1699	البنوك	C24	0.07	-0.0036	الخدمات	C1
	1.2528		C25		-0.1633		C2
	-0.0261		C26		-0.3617		C3
	-0.2751		C27		-0.5310		C4
	3.8795		C28		-0.5284		C5
	-0.0991		C29		0.0341		C6
	0.3924		C30		2.0347		C7
-0.40	-0.7363	الاستثمار	C31	0.29	-0.3475	الصناعة	C9
	-0.0863		C32		0.3494		C10
	-0.2432		C33		0.2161		C11
	-0.3856		C34		0.5798		C12
	-0.9715		C35		-0.4730		C13
	0.7811		C36		2.9554		C14
	-0.0922		C37		0.9880		C15
	-0.9673		C38		0.4454		C16
0.01	-0.9100	البنوك	C39	0.29	-2.9254	الصناعة	C17
	0.0514		C40		-0.4206		C18
	-0.9268		C41		-2.1117		C19
	0.6448		C42		-0.1324		C20
	0.4752		C43		0.2528		C21
	1.0217		C44		-0.9930		C22
-1.2014	C45	-0.1349	C23				
0.1274	0.1274	المتوسط العام			5.2579		

جبر الداعور ، علاء الحوراني

#### اختبار فرضيات الدراسة:

الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لالتزام إدارة شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين لقواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة.

لاختبار هذه الفرضية تم تقسيمها إلى عدد من الفرضيات الفرعية واختبارها فيما يأتي:

1. اختبار الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق أنظمة التدقيق لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة".

استخدام تحليل الارتباط بين كل من درجة تطابق أنظمة التدقيق لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة لأسهمها، ويوضح الجدول رقم (4) أن العلاقة موجبة مما يعني أن العلاقة بين كل من درجة تطابق أنظمة التدقيق لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة لأسهمها طردية، كما مستوى الدلالة الاحصائية لمعامل الارتباط أقل من 0.05، مما يعني وجود علاقة طردية بين درجة تطابق أنظمة التدقيق لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة لأسهمها. حيث إن توافق نظام التدقيق مع قواعد الحوكمة، يخفض من حالات الغش المالي ويجعل الأرقام المالية المعلن عنها من قبل هذه الشركات أكثر واقعية ومصداقية لدى المستثمرين، مما يزيد من اقبالهم على تداول أسهمها، وهذا ما يتوافق مع دراسة (الأغا، 2011)، في دور قواعد الحوكمة في الحد من التأثير الغش في القوائم المالية.

جدول رقم (4): نتائج تحليل الارتباط (Pearson) والانحدار الخطي البسيط

لأثر تطابق أنظمة التدقيق مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة

أنظمة التدقيق والقيمة السوقية المضافة	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية
المقدار الثابت	-0.685	-1.685	0.099
تطابق أنظمة التدقيق مع قواعد الحوكمة	1.507	2.275	0.028
$Y = -0.685 + 1.507x1$			
معامل الارتباط	0.328	معامل التحديد	0.107

ومن خلال نتائج الانحدار يتضح أن معامل التحديد 0.107، وهذا يعني أن 10.7% من التغير في القيمة السوقية المضافة (المتغير التابع) تم تفسيره من خلال درجة تطابق أنظمة التدقيق مع قواعد الحوكمة (المتغير المستقل). كما أن قيمة الاختبار  $T = 2.275$ ، والقيمة الاحتمالية تساوي 0.028 وهي أقل من مستوى الدلالة  $\alpha \leq 0.05$  وهذا يدل على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لدرجة تطابق أنظمة التدقيق لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة على أسهمها، وذلك وفق معادلة الانحدار التالية:  $Y = -0.685 + 1.507x1$

(344) مجلة جامعة الأزهر - غزة، سلسلة العلوم الإنسانية 2019، المجلد 21، العدد 1

**أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**

وبالتالي تم رفض الفرضية الفرعية الأولى، وعليه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق أنظمة التدقيق لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة عند مستوى دلالة 0.05.

2. اختبار الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على: " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق صلاحيات مجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة".

استخدام تحليل الارتباط بين كل من درجة تطابق صلاحيات مجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة لأسهمها، ويوضح الجدول رقم (5) أن العلاقة موجبة مما يعني أن العلاقة بين كل من درجة تطابق صلاحيات مجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة على أسهمها طردية، كما أن مستوى الدلالة الإحصائية لمعامل الارتباط أقل من 0.05، مما يعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين درجة تطابق صلاحيات مجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة لأسهمها، ويمكن إرجاع هذه العلاقة الطردية إلى أن تطابق صلاحيات مجلس الإدارة لدى الشركة مع قواعد حوكمة الشركات يخفض من الفجوة المعلوماتية بين الإدارة والمستثمرين، كما يجد من السلطات الواسعة لمجلس الإدارة، مما يزيد من ثقة المستثمرين اتجاه الأداء الإداري والمالي للشركة، ويخفض من مخاطر فشل الإدارة، مما يزيد من إقبال المستثمرين على تداول أسهمها، وهذا ما تم استنتاجه أيضاً من دراسة (Flodberg, 2013) التي أوضحت وجود علاقة بين الحوكمة والأداء المالي، ودراسة (حسانين، 2009) التي توصلت إلى وجود علاقة بين الحوكمة وتخفيض فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين.

**جدول رقم (5): نتائج تحليل الارتباط (Pearson) والانحدار الخطي البسيط**

لأثر تطابق صلاحيات مجلس الإدارة مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة

صلاحيات مجلس الإدارة والقيمة السوقية المضافة	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية
المقدار الثابت	-2.020	-2.832	0.007
تطابق صلاحيات مجلس الإدارة مع الحوكمة	3.128	3.119	0.003
<b>y = -2.020 + 3.128x2</b>			
معامل الارتباط	0.429	معامل التحديد	0.184

ومن خلال نتائج تحليل الانحدار يتضح أن معامل التحديد المعدّل = 0.184، وهذا يعني أن 18.4% من التغير في القيمة السوقية المضافة (المتغير التابع) تم تفسيره من خلال درجة

## جبر الداعور ، علاء الحوراني

تطابق صلاحيات مجلس الإدارة مع قواعد الحوكمة (المتغير المستقل). كما أن قيمة الاختبار  $T = 3.119$ ، والقيمة الاحتمالية تساوي  $0.003$  وهي أقل من مستوى الدلالة  $\alpha \leq 0.05$  وهذا يدل على وجود أثر ذي دلالة إحصائية لدرجة تطابق صلاحيات مجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لأسهمها، وذلك وفق معادلة الانحدار التالية:  $y = -2.020 + 3.128x2$

وبالتالي تم رفض الفرضية الفرعية الثانية، وعليه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق صلاحيات مجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة عند مستوى دلالة  $0.05$ .

3. اختبار الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على: " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق اللوائح والأنظمة الداخلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة".

استخدام تحليل الارتباط بين كل من درجة تطابق اللوائح والأنظمة الداخلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة لأسهمها، ويوضح الجدول رقم (6) أن العلاقة موجبة مما يعني أن العلاقة بين كل من درجة تطابق اللوائح والأنظمة الداخلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة لأسهمها طردية، ويمكن إرجاع هذه العلاقة الطردية إلى أن اللوائح والقوانين الداخلية للشركة لقواعد الحاكمية المؤسسية، يجعلها أكثر كفاءة ويزيد من كفاءة عمل الشركة بكافة مستوياتها وأقسامها، مما يخفف من خطر العمال وبالتالي زيادة الثقة بأسهمها كما أن مستوى الدلالة الاحصائية لمعامل الارتباط أقل من  $0.05$ ، مما يعني وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين درجة تطابق اللوائح والأنظمة الداخلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة لأسهمها.

جدول رقم (6): نتائج تحليل الارتباط (Pearson) والانحدار الخطي البسيط

لأثر تطابق اللوائح والأنظمة الداخلية مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة

القيمة الاحتمالية	قيمة اختبار T	معاملات الانحدار	اللوائح والأنظمة الداخلية والقيمة السوقية المضافة
0.051	-2.005	-1.254	المقدار الثابت
0.025	2.323	1.803	تطابق اللوائح والأنظمة الداخلية للحوكمة
$y = -1.254 + 1.803x3$			
0.112	معامل التحديد	0.334	معامل الارتباط



**أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**

ومن خلال نتائج تحليل الانحدار يتضح أن معامل التحديد المعدل = 0.112، وهذا يعني أن 11.2% من التغير في القيمة السوقية المضافة (المتغير التابع) تم تفسيره من خلال درجة تطابق اللوائح والأنظمة الداخلية مع قواعد الحوكمة (المتغير المستقل). كما أن قيمة الاختبار  $T = 1.298$ ، والقيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.025 وهي أقل من مستوى الدلالة  $\alpha \leq 0.05$  وهذا يدل على وجود أثر ذي دلالة إحصائية لدرجة تطابق اللوائح والأنظمة الداخلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لأسهمها، وذلك وفق معادلة الانحدار التالية:  $y = -1.254 + 1.803x3$

وبالتالي تم رفض الفرضية الفرعية الثالثة، وعليه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق اللوائح والأنظمة الداخلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة عند مستوى دلالة 0.05.

4. اختبار الفرضية الفرعية الرابعة التي تنص على: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق أنظمة المكافآت المقدمة لمجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة".

يوضح الجدول رقم (7) من خلا استخدام تحليل الارتباط أن العلاقة بين كل من درجة تطابق أنظمة المكافآت المقدمة لمجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة لأسهمها طردية، غير أن مستوى الدلالة الاحصائية لمعامل الارتباط أكبر من 0.05، مما يعني عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين درجة تطابق أنظمة المكافآت المقدمة لمجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة لأسهمها. ويمكن إرجاع هذه العلاقة الطردية إلى أن وضع نظام مكافآت محدد لمجلس الإدارة يخضع لقواعد حوكمة الشركات من شأنه الحد من مشكلة تعارض المصالح بين المدراء والمستثمرين، والذي من شأنه لجوء المدراء للتلاعب في الأرباح لزيادة مكافآتهم، مما يزيد من القيمة السوقية المضافة على أسهمها.

**جدول رقم (7): نتائج تحليل الارتباط (Pearson) والانحدار الخطي البسيط**

لأثر تطابق أنظمة المكافآت المقدمة لمجلس الإدارة مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة

القيمة الاحتمالية	قيمة اختبار T	معاملات الانحدار	أنظمة المكافآت المقدمة لمجلس الإدارة والقيمة السوقية المضافة
0.146	-1.481	-0.849	المقدار الثابت
0.077	1.815	1.570	تطابق أنظمة المكافآت المقدمة لمجلس الإدارة مع قواعد الحوكمة
$y = -0.849 + 1.570x4$			
0.071	معامل التحديد	0.267	معامل الارتباط

## جبر الداغور ، علاء الحوراني

ومن خلال نتائج تحليل الانحدار يتضح أن معامل التحديد المعدل = 0.071، وهذا يعني أن 7.1% من التغير في القيمة السوقية المضافة (المتغير التابع) تم تفسيره من خلال درجة تطابق أنظمة المكافآت المقدمة لمجلس الإدارة مع قواعد الحوكمة (المتغير المستقل). كما أن قيمة الاختبار  $T = 1.815$ ، والقيمة الاحتمالية تساوي 0.077 وهي أكبر من مستوى الدلالة  $\alpha \leq 0.1$  وهذا يدل على عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لدرجة تطابق أنظمة المكافآت المقدمة لمجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لأسهمها، وذلك وفق معادلة الانحدار التالية:  $y = -0.849 + 1.570x4$

وبالتالي تم قبول الفرضية الفرعية الرابعة، وعليه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق أنظمة المكافآت المقدمة لمجلس الإدارة لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة عند مستوى دلالة 0.05.

5. اختبار الفرضية الفرعية الخامسة التي تنص على: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق أنظمة توزيع الأسهم على الشركاء لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة".

من خلا استخدام تحليل الارتباط يوضح الجدول رقم (8) أن العلاقة بين كل من درجة تطابق أنظمة توزيع الأسهم على الشركاء لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة لأسهمها طردية، كما أن مستوى الدلالة الاحصائية لمعامل الارتباط أقل من 0.05، مما يعني وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين درجة تطابق أنظمة توزيع الأسهم على الشركاء لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة على أسهمها. ويشير ذلك إلى أن تطبيق نظام لتوزيع ملكية الأسهم يتوافق مع قواعد الحوكمة المؤسسية، من شأنه تخفيض تحكم الإدارة بالقرارات التمويلية، وبالتالي يصبح القرار التمويلي أكثر رشاداً، ونابغاً من ظروف الشركة والسوق، مما يزيد من الثقة في أسهمها.

جدول رقم (8): نتائج تحليل الارتباط (Pearson) والانحدار الخطي البسيط

لأثر تطابق أنظمة توزيع الأسهم على الشركاء مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة

القيمة الاحتمالية	قيمة اختبار T	معاملات الانحدار	أنظمة توزيع الأسهم على الشركاء والقيمة السوقية المضافة
0.040	-2.117	-1.084	المقدار الثابت
0.014	2.552	2.018	تطابق أنظمة توزيع الأسهم على الشركاء مع قواعد الحوكمة
$y = -1.084 + 2.018x5$			
0.132	معامل التحديد	0.363	معامل الارتباط

**أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين**

ومن خلال نتائج تحليل الانحدار يتضح أن معامل التحديد المعدل = 0.132، وهذا يعني أن 13.2% من التغير في القيمة السوقية المضافة (المتغير التابع) تم تفسيره من خلال درجة تطابق أنظمة توزيع الأسهم على الشركاء مع قواعد الحوكمة (المتغير المستقل). كما أن قيمة الاختبار  $T = 2.552$ ، والقيمة الاحتمالية (Sig.) تساوي 0.014 وهي أقل من مستوى الدلالة  $\alpha \leq 0.05$  وهذا يدل على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لدرجة تطابق أنظمة توزيع الأسهم على الشركاء لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة على أسهمها، وذلك وفق معادلة الانحدار التالية:  $y = -1.084 + 2.018x5$

وبالتالي تم رفض الفرضية الفرعية الخامسة، وعليه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق أنظمة توزيع الأسهم على الشركاء لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة عند مستوى دلالة 0.05.

6. اختبار الفرضية الفرعية السادسة التي تنص على: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق السياسات المستقبلية على الشركاء لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة".

يتضح من خلال نتائج تحليل الارتباط جدول رقم (9) أن العلاقة موجبة مما يعني أن العلاقة بين كل من درجة تطابق السياسات المستقبلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة على أسهمها طردية، أن مستوى الدلالة الاحصائية لمعامل الارتباط أقل من 0.05، مما يعني وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين درجة تطابق السياسات المستقبلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة على أسهمها. ويمكن إرجاع هذه العلاقة الطردية إلى أن وضع الشركة لسياساته المستقبلية بما يتوافق مع قواعد حوكمة الشركات، التي وضعت أساساً لحماية المستثمرين من شأنه توسيع الثقة بين المالكين والمستثمرين من جهة والإدارة من جهة أخرى.

**جدول رقم (9): نتائج تحليل الارتباط (Pearson) والانحدار الخطي البسيط**

لأثر تطابق السياسات المستقبلية مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة

السياسات المستقبلية والقيمة السوقية المضافة	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية
المقدار الثابت	-1.530	-3.414	0.001
تطابق السياسات المستقبلية مع قواعد الحوكمة	2.794	4.019	0.000
$y = -1.530 + 2.794x6$			
معامل الارتباط	0.523	معامل التحديد	0.273

## جبر الداغور ، علاء الحوراني

ومن خلال نتائج تحليل الانحدار يتضح أن معامل التحديد = 0.273، أي أن 16.0% من التغير في القيمة السوقية المضافة تم تفسيره من خلال درجة تطابق السياسات المستقبلية مع قواعد الحوكمة. كما أن قيمة الاختبار  $T = 4.019$ ، والقيمة الاحتمالية تساوي 0.000 وهي أقل من مستوى الدلالة  $\alpha \leq 0.05$  وهذا يدل على وجود أثر ذي دلالة إحصائية لدرجة تطابق السياسات المستقبلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة لأسهمها، وذلك وفق معادلة الانحدار التالية:  $y = -1.530 + 2.794x6$  وبالتالي تم رفض الفرضية الفرعية السادسة، وعليه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطابق السياسات المستقبلية لدى شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة عند مستوى دلالة 0.05.

وبناء على نتائج الفرضيات الفرعية السابقة وللحكم على الفرضية الرئيسة الأولى تم اختبار أثر قواعد الحوكمة مجتمعة على القيمة السوقية المضافة ويوضح الجدول رقم (10) أن مستوى الدلالة الاحصائية لمعامل الارتباط أقل من 0.05، مما يعني وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين التزام شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين لقواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة لأسهمها.

ومن خلال نتائج تحليل الانحدار يتضح أن معامل التحديد المعدل = 0.339، مما يعني أن 33.9% من التغير في القيمة السوقية المضافة تم تفسيره من خلال التزام إدارة شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة . مما يدل على وجود أثر لدرجة التزام إدارة شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين على القيمة السوقية المضافة، وفق معادلة الانحدار التالية:

$$y = -2.399 + 0.791x1 + 0.777x2 + 0.930x3 - 0.365x4 - 0.528x5 + 2.358x6$$

جدول رقم (4.7): نتائج تحليل الارتباط (Pearson) والانحدار الخطي البسيط لأثر الالتزام بقواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة

قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة	معاملات الانحدار	قيمة اختبار T	القيمة الاحتمالية
المقدار الثابت	-2.399	-3.341	0.002
أنظمة التدقيق	0.791	1.132	0.265
صلاحيات مجلس الإدارة	0.777	0.533	0.597
اللوائح والأنظمة الداخلية	0.930	0.932	0.357
أنظمة المكافآت المقدمة لمجلس الإدارة	-0.365	-0.314	0.755
أنظمة توزيع الأسهم على الشركاء	-0.528	-0.447	0.657

أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

القيمة الاحتمالية	قيمة اختبار T	معاملات الانحدار	قواعد الحوكمة والقيمة السوقية المضافة
0.019	2.445	2.358	السياسات المستقبلية
$y = -2.399 + 0.791x_1 + 0.777x_2 + 0.930x_3 - 0.365x_4 - 0.528x_5 + 2.358x_6$			
0.339	معامل التحديد	0.582	معامل الارتباط

وبالتالي تم رفض الفرضية الرئيسية الأولى، وعليه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لدرجة التزام إدارة شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين على القيمة السوقية المضافة عند مستوى دلالة 0.05. وتتفق هذه النتائج مع كل من دراسة (الخيال، 2010) ودراسة (حسانين، 2009)، في تأثير قواعد الحوكمة على الأداء المالي للشركات. كما تتطابق هذه النتائج مع دراسة كل من دراسة (Lamichhane, 2018)، التي أظهرت أن الهامش الربحي والعائد على أصول الشركات مرتبطان إيجابياً بحوكمة الشركات، وبالتالي فإن التأثير الإيجابي للحوكمة على الأداء المالي من شأنه زيادة الطلب على أسهمها من قبل المستثمرين، مما يخفض من تكلفة تمويلها وهذا ما توصلت إليه دراسة (Srivastava, 2019)، التي أشارت إلى وجود علاقة سلبية مهمة بين الحوكمة الكلية للشركة وتكلفة الأسهم.

جبر الداور ، علاء الحوراني

### النتائج:

- بناء على ما تم بيانه في الفقرات السابقة من تحليل لبيانات الدراسة واختبار الفرضيات فإنه يمكن الخروج بالنتائج الآتية:
1. بلغت نسبة التطابق الكلي للمؤشرات مع قواعد حوكمة الشركات (64%) وهي نسبة مقبولة من تطبيق قواعد الحوكمة، وكانت أكثر المؤشرات تطبيقاً في الشركات (اللوائح والأنظمة الداخلية)، يليها (صلاحيات مجلس الإدارة)، ثم (أنظمة المكافآت المقدمة لمجلس الإدارة)، أما أقلها تطبيقاً فكانت (أنظمة التدقيق) حيث سجلت نسبة تطابق منخفضة نسبياً.
  2. أظهر قطاع البنوك أكبر درجة تطابق مع قواعد حوكمة الشركات، يليه قطاع الاستثمار، فالصناعة، أما أقل القطاعات التزاماً بتطبيق هذه القواعد فهو قطاع التأمين.
  3. فسر التزام إدارة شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين مع قواعد الحوكمة 34% من التغيير في القيمة السوقية المضافة، كما أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين كل من (أنظمة التدقيق، صلاحيات مجلس الإدارة، اللوائح والأنظمة الداخلية، أنظمة توزيع الأسهم على الشركاء، السياسات المستقبلية) والقيمة السوقية المضافة، بينما أظهرت عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين (أنظمة المكافآت المقدمة لمجلس الإدارة والقيمة السوقية المضافة).

### التوصيات:

- بناء على ما توصلت إليه الدراسة يمكن اقتراح بعض التوصيات:
1. العمل على منح صلاحيات ودور أوسع لأصحاب المصالح في ممارسة الدور الرقابي على الإدارة، مع العمل على زيادة مستوى الإفصاح والشفافية في التقارير المالية وإتاحتها لجميع أصحاب المصالح لإعطاء المساهمين والمستثمرين الأمن والأمان لأموالهم.
  2. العمل على زيادة فاعلية دور مجلس الإدارة في اختيار المدراء التنفيذيين وممارسة دورهم في تطبيق القوانين والأنظمة، ضرورة وتوعية الشركات بضرورة الالتزام بقواعد الحوكمة الصادرة من قبل هيئة سوق رأس المال، وجعل تطبيقه إلزامياً لجميع الشركات المدرجة.
  3. ضرورة قيام المؤسسات المعنية كسلطة النقد، ووزارة الاقتصاد، وبورصة فلسطين بدور رقابي فاعل على الشركات المدرجة في البورصة، لضمان التزام هذه الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة. مع إصدار تعليمات خاصة بالحاكمة المؤسسية بدلاً من الإرشادات، لتأخذ طابع الإلزام في التطبيق، وكذلك دراسة خيار الإفصاح عنها بشكل أكثر دورية، كالتقارير النصف السنوية.

أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

المراجع:

أولاً: مراجع عربية:

أبو جراد، رجب، (2015) " العلاقة بين التحفظ في السياسات المحاسبية وتطبيق الحوكمة وأثرهما على جودة الإفصاح في البنوك التجارية العاملة في فلسطين" ، رسالة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية.

اسعد، محمد، (2015)، "أثر تطبيق اليات الحوكمة المفصح عنها على الاداء المالي"، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ام القرى، قسم المحاسبة.

الاغا، عماد(2011)، " دور حوكمة الشركات في الحد من التأثير السلبي للمحاسبة الإيداعية على موثوقية البيانات المالية: دراسة تطبيقية على البنوك الفلسطينية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الأزهر بغزة.

حسانيين، أحمد (2009) "التكامل بين الآليات المحاسبية وغير المحاسبية لنظم الحوكمة وأثره على الأداء وخفض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للمنشأة: دراسة ميدانية على سوق الأسهم السعودي" مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، مجلد 46.

حماد، طارق، (2007)، "حوكمة الشركات (شركات قطاع عام وخاص ومصارف، المفاهيم- المبادئ-التجارب-المتطلبات)" الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر.

الخصيري، محسن، (2005)، " حوكمة الشركات"، مجموعة النيل العربية، مصر، الطبعة الأولى. خلف، ربيع (2016)، "أثر تطبيق حوكمة الشركات على كفاءة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد السابع والاربعون، 51-80. الخيال، توفيق (2009) "تأثير آليات الحوكمة على الأداء المالي للشركات المساهمة السعودية - دراسة تطبيقية، الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، العدد الأول، السنة الثالثة عشر، ص ص 1-54.

ريحاوي، مها، (2008) " الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين التعليمات حالة دراسية للشركات المساهمة العمانية" مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 24، العدد الاول، ص91.

السحار، أكرم صبري (2015)، "العلاقة بين تطبيق إطار حوكمة الشركات وجودة الاداء المهني للمراجع الخارجي دراسة تطبيقية على مكاتب المراجعة في قطاع غزة"، رسالة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية.

جبر الداعور ، علاء الحوراني

- سوليفيان جون، شكولينكوف، ألكسندر، (2003)، "حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين" إصدار مركز المشروعات الدولية الخاصة، القاهرة، مصر.
- صهيون، حسن (2015) "مدى تطبيق قواعد الحوكمة وأثرها المتوقعة على أداء الشركات المساهمة العاملة في فلسطين، دراسة بطريقة النسب المالية"، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- غادر، محمد إياسين، (2012) "محددات الحوكمة ومعاييرها"، المؤتمر العلمي الدولي حول عولمة الإدارة في عصر المعرفة، كلية إدارة الأعمال، جامعة الجنان، لبنان.
- الغزالي، رامي (2015)، " دور تطبيق قواعد حوكمة الشركات في منع حدوث التعثر المالي في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، رسالة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية.
- محمد، السيد خليل، (2016)، "تأثير مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، رسالة دكتوراه، غير منشورة، جامعة المنصورة، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال.
- سليمان، محمد، (2008)، " حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 39.
- مركز أبو ظبي للحوكمة، (2013) "اساسيات الحوكمة: المصطلحات والمفاهيم"، سلسلة النشرات التنقيفية الصادرة عن مركز أبو ظبي للحوكمة، غرفة أبو ظبي.
- سليمان، مصطفى (2009)، " دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والاداري" الدار الجامعية، الاسكندرية، ص 16.
- المناصير، عمر (2013)، " أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات المساهمة الأردنية" رسالة ماجستير، غير منشورة، عمادة البحث العلمي والدراسات العليا، الجامعة الهاشمية.
- نوي، فطيمة (2017)، " أثر تطبيق الحوكمة المؤسسية على تحسين أداء البنوك الجزائرية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر – بسكرة، الجزائر.
- يوسف، محمد طارق، (2009)، " حوكمة الشركات والتشريعات اللازمة لسلامة التطبيق"، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر.



أثر تطبيق قواعد الحوكمة على القيمة السوقية المضافة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

المراجع الأجنبية:

- Alamgir, M. (2007). Corporate Governance: A Risk Perspective, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 –8
- Allen N., Bjorn, Christian, (2015). The Roles of Corporate Governance in Bank Failures During the Recent Financial Crisis.
- Alfraih, Mishari and Almutawa, Abdullah , (2017) "Voluntary disclosure and corporate governance: empirical evidence from Kuwait", International Journal of Law and Management, Vol. 59 Issue: 2, pp.217-236, <https://doi.org/10.1108/IJLMA-10-2015-0052>
- Brown, Lawrence; Caylor, Marcus; (2004).Corporate Governance and Corporate Performance.
- Flodberg, D. &Nadjari, Dayan. (2013).The Link between Corporate Governance and Firm Performance in the Nordic Countries. Master Thesis ,University Of Gothenburg German
- Heenetigala, K. and Armstrong, A., (2012) "The Impact of Corporate Governance on Firm Performance in an Unstable Economic and Political Environment: Evidence from Sri Lanka. Financial Markets & Corporate Governance Conference
- Helbling, C, and J. Sullivan,(2003) "Introduction :Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies", in Search for Good Directors, a Guide to Building Corporate Governance in the 21 Century, Center for International Private Enterprise Washington.
- Lamichhane, Pitambar. (2018). Corporate Governance and Financial Performance in Nepal. NCC Journal, 3(1), 108-120. <https://doi.org/10.3126/nccj.v3i1.20253>
- OECD,( 2004) The Organization for Economic Co-operation and Development Principles of Corporate government, A BOARDROOM PERSPECTIVE, Publication Service, France.
- Pige, Benoit, (2010) Ethique et governance des organizations, Paris, France.
- Rezaee, Zabihollah, Riley, Richard,(2010),Financial Statement Fraud, Prevention & Detection 2nd edition, John Wiley & Sons Inc, New Jersey, Canada, 2010, p: 122

جبر الداعور ، علاء الحوراني

- 
- Srivastava, Varnita (2019), " Impact of corporate governance attributes on cost of equity: Evidence from an emerging economy", Managerial Auditing Journal, vol. 34, issue 2, 142-161
- The Institute of Internal Auditor, (IIA) (2003)"Standard For The Professional Practices of Internal Auditing: Altamonte Spring Florida", www,theiia.org.com