

تاريخ الإرسال (2021-01-31)، تاريخ قبول النشر (2021-03-21)

أ. هاني جودت السويركي

اسم الباحث:

قسم الأعمال الإدارية والمالية
كلية فلسطين التقنية - فلسطين

اسم الجامعة والبلد:

البريد الإلكتروني للباحث المرسل:

E-mail address: financialhani@gmail.com

أثر آليات الحوكمة في القيمة السوقية للشركات (دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين)

<https://doi.org/10.33976/IUGJEB.29.3/2021/5>

الملخص:

تهدف هذه الدراسة لفحص أثر آليات حوكمة الشركات في القيمة السوقية للشركات، للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، ولتحقيق ذلك الهدف تم إتباع منهج تحليل المحتوى والقياسي الكمي. تكون مجتمع الدراسة من (12) شركة عن الفترة الممتدة (2015-2019). تم جمع البيانات من التقارير السنوية للشركات. وقد اتبع نموذج التأثيرات المشتركة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data)، وأسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة. وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر معنوي لآليات حوكمة الشركات على القيمة السوقية. أوصت الدراسة بمجموعة من التوصيات من أهمها اختبار أثر آليات أخرى، كازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والملكية المؤسسية على القيمة السوقية للشركات الصناعية، وإعادة اختبار أثر تلك الآليات على القطاعات الأخرى في بورصة فلسطين.

كلمات مفتاحية: حوكمة الشركات، القيمة السوقية، الشركات الصناعية، بورصة فلسطين.

The Impact Of Corporate Governance Mechanisms in The Market Value of Companies (Applied Study on the Industrial Companies listed on Palestine Exchange)

Abstract:

This study aimed to investigate the impact of corporate governance mechanisms in market value for industrial companies listed on Palestine Exchange, In order to achieve this objective this study uses the content analysis methodology and quantitative econometrics. The study population consisted of (12) companies for the years (2015-2019). The data was collected from the annual reports of companies. And used the Pooled Effect Model to analysis of cross sectional data over time (Panel Data), and multiple regression analysis method to test the study hypotheses. The final results of the study found that there is no significant effect for corporate governance mechanisms on market value.

The study recommends a set of recommendations, the most important of which is examine the impact of others mechanisms such as role duality chief executive officer (CEO), institutional ownership on market value for industrial companies, and re-examine the impact of these mechanisms on the others sectors of Palestine Exchange.

Keywords: Corporate Governance, Market Value, Industrial Companies, Palestine Exchange.

المقدمة:

ارتبط مفهوم حوكمة الشركات بالانهيئات المالية للعديد من الشركات الأمريكية خلال الأعوام الأولى من القرن الواحد والعشرين مثل شركة إنرون (Enron) وورلدكوم (WorldCom) وبنك الاعتماد والتجارة الدولي (Bank of Credit and Commerce International (BCCI) (Aboagye-Octhere, et. al., 2012). حيث أدت هذه الانهيئات إلى زعزعة ثقة المساهمين والمستثمرين الحاليين والمرتقبين في الأسواق المالية، مما أبرز أهمية الحوكمة كإطار وقائي يحمي هؤلاء المساهمين والمستثمرين والحفاظ على سمعة الشركة، من خلال مجموعة من الآليات التي تعمل على توفير كافة الاحتياطات ضد سوء استخدام الإدارة واستغلالها لموارد الشركة (المومني، 2018). وفي فلسطين أصدرت اللجنة الوطنية للحوكمة مدونة قواعد حوكمة الشركات في نهاية العام 2009، والتي اعتمدت بصفة أساسية على مبادئ الحوكمة التي أقرتها منظمة التعاون الاقتصادية والتنمية (OECD)، فالمدونة تشمل مجموعة من المبادئ الأساسية ومن أهمها (الإفصاح والشفافية) (مدونة قواعد الحوكمة، 2009). ويأتي إصدار تلك المدونة بمثابة محرك إضافي لإبراز أهمية الحوكمة التي تعمل من خلال آلياتها على الحفاظ على حقوق كافة الأطراف.

يتمثل الهدف الرئيس لإدارة أي الشركة في تعظيم حقوق المالكين، وهذا يتحقق بزيادة القيمة السوقية لثروة المالكين من خلال زيادة سعر السهم المتداول في السوق المالي (البصول، 2018). وتعتبر القيمة السوقية للشركات ذات أهمية لكافة الأطراف المستخدمة للتقارير المالية ومن أهم الأمور الجوهرية التي يعتمد عليها المستثمرين في اتخاذ القرار الاستثماري، والمرتبطة بالقيمة السوقية للسهم الذي يتم تداوله في الأسواق المالية والذي يتغير قيمته باستمرار تبعاً للعديد من العوامل، فالقيمة السوقية للسهم والتي تنعكس على القيمة السوقية للشركة تعتبر وسيلة لترجيح نمو الشركة مستقبلاً، فتعظيم قيمة الأسهم يتبعه تعظيم قيمة الشركة السوقية (الشيخ صالح، 2014).

يشرف على إدارة الشركات مجلس إدارة يكون مسؤول عن ضمان حماية حقوق المساهمين، والتأكد من أن مصالحهم ومصالح الإدارة التنفيذية تسير في نفس الاتجاه ونفس الهدف وهو تعظيم قيمة الشركة (عطا، 2019). فجأت الحاجة إلى الحوكمة التي تؤدي من خلال آلياتها الداخلية كاستقلال مجلس الإدارة وحجم ذلك المجلس وتركز الملكية، إلى التقارب بين وجهات نظر كافة الأطراف ذات العلاقة وإدارة الشركات حول تقييم قيمة الشركة، والتأكد من أن الإجراءات التي تتخذها الإدارة التنفيذية تصب حتماً لصالح المساهمين (Handayani, et. al., 2020)، وباعتبارها أحد الوسائل التي تحد من مشكلة الوكالة، وتقلل من أثرها السلبي على قيمة الشركة، فالإدارة الرشيدة تهدف إلى تعظيم قيمة شركاتها من خلال التعبير عن كفاءتها في إدارة أصول الشركة (حداد، 2017؛ بدوي، 2020؛ Gunawan، 2019). ولذلك يريد الباحث فحص أثر تلك الآليات في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في البيئة الفلسطينية.

مشكلة الدراسة

أن سعي إدارة الشركات إلى تعظيم القيمة السوقية لشركاتهم، يتطلب البحث عن كل العوامل التي من شأنها التأثير إيجابياً أو سلباً على هذه القيمة. ونتيجة لحالة عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية الناشئة كبورصة فلسطين، قد تقوم الإدارة التنفيذية باستغلال المعلومات التي بحوزتها عن الشركة والغير متوفرة للأطراف الأخرى ذات العلاقة، في تحقيق مصالحها بشكل لا ينسجم مع مصالح تلك الأطراف، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة وتكلفة رأس المال والذي يؤثر سلباً على قيمة الشركة (حداد، 2017)، وأشارت الدراسة أيضاً إلى التأثير الإيجابي لآليات حوكمة الشركات في تحسين قيمة الشركة، باعتبارها أحد الوسائل التي تحد من حجم التعارض بين الإدارة والتنفيذية ومجلس الإدارة من جهة والأطراف الأخرى من مساهمين ومستثمرين وغيرهم من جهة أخرى. وقد تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوع أثر آليات الحوكمة على القيمة السوقية للشركات، إلا أنه

تباينت نتائج تلك الدراسات، وقد يعود سبب هذا التباين إلى اختلاف الدليل الإرشادي للحوكمة بين الدول والنتيجة عن الاختلاف في النواحي الاجتماعية والاقتصادية والتنظيمية بينهما (Rouf, 2011).

من هنا جاءت هذه الدراسة للتعرف على أثر آليات حوكمة الشركات في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. من خلال محاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي للدراسة: ما أثر آليات حوكمة الشركات في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟

وينبثق من السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- 1- ما أثر استقلال مجلس الإدارة في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟
- 2- ما أثر حجم مجلس الإدارة في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟
- 3- ما أثر تركيز الملكية في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين؟

أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى تبيان أثر آليات حوكمة الشركات (استقلال مجلس الإدارة وحجم مجلس الإدارة وتركز الملكية)، في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، والتي قد تؤثر إيجاباً في القيمة السوقية لتلك الشركات، كنتيجة لقيام الإدارة التنفيذية بالتطبيق الجيد لآليات الحوكمة.

أهمية الدراسة

يستمد البحث أهميته من أهمية المشكلة التي يتصدى لها والتي تتمثل في تبيان أثر ثلاث من آليات حوكمة الشركات في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك كما يلي:

الأهمية العلمية

تبرز الأهمية العلمية من اعتبار الدراسة الحالية حسب علم الباحث من أول الدراسات التي ربطت بين آليات حوكمة الشركات بالقيمة السوقية للشركات في البيئة الفلسطينية.

الأهمية العملية:

تبرز الأهمية العملية من تلبية حاجة كل الأطراف ذات العلاقة بشركات القطاع الصناعي في البيئة الفلسطينية التي ترغب في تطبيق آليات الحوكمة ومساعدتهم على تحديد ومقارنة تلك الآليات بين عدة شركات من نفس القطاع، الأمر الذي قد يؤثر في القيمة السوقية لتلك الشركات والتي تمثل مؤشراً محورياً لنجاحها ونموها.

فرضيات الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة والإجابة على تساؤلاتها، تم صياغة الفرضية الرئيسة التالية:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لآليات حوكمة الشركات في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. وينبثق منها الفرضيات الفرعية التالية:

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لاستقلال مجلس الإدارة في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتركز الملكية في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

الدراسات السابقة

تناولت العديد من الدراسات في مختلف انحاء العالم موضوع حوكمة الشركات وأثرها على عدة نواحي، ومن بينها قيمة وأداء الشركة. لذلك تم مراجعة العديد منها ذات الصلة بموضوع الدراسة، وحاول الباحث عرضها منهجياً، فبدأ بهدف الدراسة ومن ثم منهجيتها وانتهاً بنتائجها. وفيما يلي أهم هذه الدراسات:

1. دراسة (Al-Ahdal, et. al., 2020) بعنوان:

"The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation"

هدفت الدراسة إلى تقديم نظرة مختصرة عن آليات حوكمة الشركات في الهند ودول مجلس التعاون الخليجي، وأثر استقلال مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على الأداء المالي الذي تم قياسه بنسب ROE & Tobin's Q حيث تم تجميع البيانات من التقارير المالية لعينة مكونة من 53 شركة غير مالية مدرجة في بورصة الهند، و53 شركة غير مالية من دول مجلس التعاون الخليجي مدرجة في بورصات تلك الدول، وذلك عن الفترة 2009 - 2016. وقد استخدم أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data). وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلال مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وبين الأداء المالي. وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الشفافية والإفصاح المحاسبي وبين الأداء المالي. وأن البنية التحتية لقاعدة تطبيق آليات حوكمة الشركات تظهر بشكل أفضل في الهند بالمقارنة مع دول مجلس التعاون الخليجي للشركات محل الدراسة.

2. دراسة (Lutz, et. al., 2020) بعنوان:

"International ownership and firm performance in Arab economies"

هدفت الدراسة إلى فحص ما إذا كان هناك علاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في (تركز الملكية والملكية الأجنبية والملكية المؤسسية وحجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وعدد اجتماعات مجلس الإدارة والملكية الإدارية وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول) كمتغيرات مستقلة، وحجم الشركة ودرجة الرفع ودرجة السيولة كمتغيرات ضابطة، على الأداء المالي مقاساً بنسب ROA و ROE و Tobin's Q ومتوسط سعر اغلاق السهم. حيث تم تجميع البيانات من التقارير المالية لـ 199 شركة (القطاع الصناعي والخدمي) مدرجة في سوق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال افريقيا (MENA Region) المصري والتونسي والمغربي والليبي والأردني ودول مجلس التعاون الخليجي، وذلك عن الفترة 2009 - 2013. وقد استخدم أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data). نسبة ROA: توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وحجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وبين أداء المنشأة. نسبة ROE: توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وحجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وبين أداء المنشأة. نسبة Tobin's Q : توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وبين أداء المنشأة، وإلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وبين أداء المنشأة، وإلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلال مجلس الإدارة وبين أداء المنشأة. متوسط سعر اغلاق السهم: توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية واستقلال مجلس الإدارة وبين أداء المنشأة، وإلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وبين أداء المنشأة.

3. دراسة (Malelak, et. al., 2020) بعنوان:

"Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: Indonesia Evidence"

هدفت الدراسة إلى فحص ما إذا كان هناك علاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في (الملكية العائلية والملكية المؤسسية وحجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة والملكية الإدارية وتشتت الملكية) كمتغيرات مستقلة، على قيمة الشركة

مقاسة بنسبة القيمة السوقية للأسهم على القيمة الدفترية للأسهم. حيث تم تجميع البيانات من التقارير المالية لـ 30 شركة غير مالية مدرجة في سوق الأوراق المالية الاندونيسي، وذلك عن الفترة 2008 – 2018. وقد أستخدم أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data). توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة والملكية الإدارية والملكية العائلية وقيمة الشركة. وإلى علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين استقلال مجلس الإدارة والملكية المؤسسية وتشقت الملكية وقيمة الشركة.

4. دراسة (Bajaher, 2020)

"Corporate Governance and Financial Performance: An Empirical Study on Cement Companies Listed in Saudi Stock Market"

هدفت الدراسة إلى فحص ما إذا كان هناك علاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في (حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وعدد اجتماعات مجلس الإدارة والملكية الإدارية) كمتغيرات مستقلة، وحجم الشركة والمراجع الخارجي ما إذا كان (BIG4) أم لا كمتغيرات ضابطة، على الأداء المالي مقاساً بنسبة العائد على الأصول ROA. حيث تم تجميع البيانات من التقارير المالية لـ 12 شركة أسمنت مدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي وذلك عن الفترة 2012 – 2016. وقد أستخدم أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data). وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وعدد اجتماعات مجلس الإدارة والمراجع الخارجي ما إذا كان (BIG4) أم لا، والأداء المالي. وإلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية وحجم الشركة، والأداء المالي.

5. دراسة (Saha & Kabra, 2019) بعنوان:

"Does corporate governance influence firm performance? Evidence from India"

هدفت الدراسة إلى فحص ما إذا كان هناك علاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في (حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وجنس عضو المجلس وتركز الملكية واستقلال عضو لجنة المراجعة) كمتغيرات مستقلة، وحجم وعمر الشركة والرفع المالي ونسبة البحث والتطوير ونسبة الإعلانات والمراجع الخارجي ما إذا كان (BIG4) أم لا كمتغيرات ضابطة، على أداء الشركات مقاسة بنسب القيمة السوقية للأسهم و ROA و ROE. حيث تم تجميع البيانات من التقارير المالية لـ 100 شركة (شركة غير مالية وشركات المنافع الخاصة non-utility) من مؤشر سينسيكس (BSE SENSEX) مدرجة في سوق بومباي للأوراق المالية وذلك من مارس 2013 وحتى مارس 2018 (5 سنوات). وقد أستخدم أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data). القيمة السوقية للسهم: توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلال مجلس الإدارة، وأداء الشركات، وإلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وتركز الملكية، وأداء الشركات. نسبة ROA: توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة، وأداء الشركات، وإلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين استقلال مجلس الإدارة وتركز الملكية، وأداء الشركات. نسبة ROE: توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة، وأداء الشركات. وإلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين استقلال مجلس الإدارة وتركز الملكية، وأداء الشركات.

6. دراسة (Ahlu & MacCarthy, 2019) بعنوان:

"Does Corporate Governance Structures Predict Firm's Market Value? Empirical Evidence from Ghana"

هدفت الدراسة إلى فحص ما إذا كان هناك علاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في (حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول) كمتغيرات مستقلة، ونسبة النمو ونسبة الدين كمتغيرات ضابطة، على القيمة السوقية للشركات مقاسة بنسبة Tobin's Q. حيث تم تجميع البيانات من التقارير المالية لـ 31 شركة مدرجة في سوق غانا للأوراق المالية وذلك عن الفترة 2009 - 2018. وقد أستخدم أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data). وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة، والقيمة السوقية للشركات. وإلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، والقيمة السوقية للشركات.

7. دراسة (المومني، 2018) بعنوان:

"أثر حوكمة الشركات على أداء البنوك التجارية الأردنية"

هدفت الدراسة إلى فحص ما إذا كان هناك علاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في (استقلال مجلس الإدارة وحجم مجلس الإدارة وحجم لجنة المراجعة ونسبة كفاية رأس المال) كمتغيرات مستقلة، وبين أداء الشركة مقاسه بنسب ROA & ROE & EPS. حيث تم تجميع البيانات من التقارير المالية السنوية عن الفترة 2007 - 2016، لعينة مكونة من 11 بنك تجاري مدرج في بورصة عمان للأوراق المالية. وقد أستخدم أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data). نسبة ROA: توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وأداء الشركة. نسبة ROE: توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وأداء الشركة. نسبة EPS: توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة وأداء الشركة، وإلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية لاستقلال مجلس الإدارة وأداء الشركة.

8. دراسة (Khan, et. al., 2017) بعنوان:

"An empirical analysis of corporate governance and firm value: Evidence from KSE-100 Index"

هدفت الدراسة إلى فحص ما إذا كان هناك علاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في (استقلال مجلس الإدارة وحجم مجلس الإدارة وحجم لجنة المراجعة وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول) كمتغيرات مستقلة، وحجم الشركة كمتغير ضابط، وبين قيمة الشركة مقاسه بنسبة Tobin's Q. حيث تم تجميع البيانات من التقارير المالية السنوية عن الفترة 2010 - 2014، لعينة مكونة من 91 شركة غير مالية مدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية. وقد أستخدم أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data). وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وقيمة الشركة. وإلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وقيمة الشركة. وإلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين استقلال مجلس الإدارة وحجم لجنة المراجعة، وقيمة الشركة.

9. دراسة (Zabri, et. al., 2016) بعنوان:

"Corporate governance practices and firm performance: Evidence from top 100 public listed companies in Malaysia"

هدفت الدراسة إلى فحص ما إذا كان هناك علاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في (استقلال مجلس الإدارة وحجم مجلس الإدارة)، وبين إداء المنشأة مقاسه بنسب ROA و ROE. حيث تم تجميع البيانات من التقارير المالية السنوية من

العام 2008 وحتى 2012، لعينة مكونة من 86 شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية. وقد أستخدم أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data). وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وبين إداء المنشأة مقاسه بنسب ROA و ROE.

10. دراسة (السرطاوي، 2015) بعنوان:

"أثر الحاكمية المؤسسية على أداء الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي"

هدفت الدراسة إلى فحص ما إذا كان هناك علاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في (استقلال مجلس الإدارة وحجم مجلس الإدارة وتركز الملكية وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والملكية الإدارية) كمتغيرات مستقلة، و(حجم الشركة والرافعة المالية ونوع القطاع الاقتصادي) كمتغيرات ضابطة، وبين إداء الشركة مقاسه بنسب MVA و ROA و ROI و EPS وهامش صافي الربح (NPM). حيث تم تجميع البيانات من التقارير المالية السنوية للعام 2013، لعينة مكونة من 240 شركة مدرجة (من القطاع المالي) في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي. نسبة MVA: توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية واستقلال مجلس الإدارة وبين أداء الشركة، وإلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة وبين إداء الشركة. نسبة ROI: توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وبين أداء الشركة، وإلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وبين إداء الشركة. نسبة EPS: توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وبين إداء الشركة. نسبة NPM: توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وبين إداء الشركة. نسبة ROA: توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وبين إداء الشركة، وإلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وبين إداء الشركة. نسبة EPS: توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية وحجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وبين إداء الشركة.

11. دراسة (Müller, 2014) بعنوان:

"The impact of board composition on the financial performance of FTSE100 constituents"

هدفت الدراسة إلى فحص ما إذا كان هناك علاقة بين آليات حوكمة الشركات متمثلة في (حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وملكية المستثمرين الأجانب وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وجنس عضو مجلس الإدارة ومتوسط الخدمة المقدمة من أعضاء مجلس الإدارة وأعمار أعضاء مجلس الإدارة وأعمار أعضاء الإدارة التنفيذية وعدد سنوات الخدمة لرئيس مجلس الإدارة وحجم الشركة) على قيمة المنشأة مقاسه بنسبة العائد على الأصول ROA للعام الجاري ونسبة العائد على الأصول ROA للعام القادم. حيث تم تجميع البيانات من التقارير المالية لعينة مكونة من أول 100 شركة في مؤشر (FTSE 100) والتي تمثل الأكثر تداولاً من كافة القطاعات في سوق لندن للأوراق المالية وذلك عن الفترة 2010 - 2011. وتوصلت الدراسة (قيمة المنشأة للعام الجاري) إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة وملكية المستثمرين الأجانب وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وعدد أعضاء مجلس الإدارة من الإناث ومتوسط الخدمة المقدمة من أعضاء مجلس الإدارة، وبين قيمة المنشأة مقاسه بنسبة العائد على الأصول ROA. وإلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة مقاسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وبين قيمة المنشأة مقاسه بنسبة العائد على الأصول ROA. بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لأعمار أعضاء مجلس الإدارة وأعمار أعضاء الإدارة التنفيذية وعدد سنوات الخدمة لرئيس مجلس الإدارة وبين قيمة المنشأة مقاسه بنسبة العائد على الأصول ROA للعام الجاري. كما توصلت الدراسة (قيمة المنشأة للعام القادم) إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين استقلال مجلس الإدارة وملكية المستثمرين الأجانب، وبين قيمة المنشأة مقاسه بنسبة العائد على الأصول ROA. وإلى وجود علاقة

سالبة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة مقاسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وبين قيمة المنشأة مقاسه بنسبة العائد على الأصول ROA. بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وحجم مجلس الإدارة وعدد أعضاء مجلس الإدارة من الإناث ومتوسط الخدمة المقدمة من أعضاء مجلس الإدارة، أعمار أعضاء مجلس الإدارة وأعمار أعضاء الإدارة التنفيذية وعدد سنوات الخدمة لرئيس مجلس الإدارة وبين قيمة المنشأة مقاسه بنسبة العائد على الأصول ROA للعام القادم.

التعقيب على الدراسات السابقة

من استقراء الدراسات السابقة اتضح الآتي:

1. وجود أكثر من متغير يرتبط بالمشكلة البحثية وذلك كما يلي: استقلال مجلس الإدارة، وحجم هذا المجلس، وتركز الملكية. وقد اعتبرت تلك الدراسات قيمة الشركة المتغير التابع، في حين اعتبرت المتغيرات الأخرى متغيرات مستقلة.
2. اتفقت معظم تلك الدراسات على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة كأحد آليات الحوكمة مع قيمة وأداء الشركة، باستثناء بعض تلك الدراسات التي توصلت إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية، كدراسة (Lutz, et. al., 2020) عندما قيست قيمة الشركة بنسبة Tobin's Q، ودراسة (Saha & Kabra, 2019) عندما قيست قيمة الشركة بالسعر السوقي للسهم، ودراسة (Müller, 2014) عندما قيست قيمة الشركة بنسبة ROA للعام الحالي، ودراسة (المومني، 2018) عندما قيس أداء الشركة بنسبة ROA. ودراسات أخرى توصلت إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية عندما قيست قيمة الشركة بمتوسط سعر اغلاق السهم، كدراسة (Lutz, et. al., 2020).
3. اتفقت معظم تلك الدراسات على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لاستقلال مجلس الإدارة كأحد آليات الحوكمة مع قيمة وأداء الشركة، باستثناء بعض تلك الدراسات التي توصلت إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية، كدراسة (Malelak, et. al., 2020) ودراسة (Khan, et. al., 2017) ودراسة (السرطاوي، 2015) عندما قيست قيمة الشركة بنسب MVA&ROA&NPM، ودراسة (Müller, 2014)، ودراسة (المومني، 2018) عندما قيس أداء الشركة بنسبة ROA&EPS. ودراسات أخرى توصلت إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية عندما قيست قيمة الشركة بنسبة ROE، كدراسة (Saha & Kabra, 2019).
4. اتفقت معظم تلك الدراسات على وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية لتركز الملكية كأحد آليات الحوكمة مع قيمة وأداء الشركة، باستثناء بعض تلك الدراسات التي توصلت إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية، كدراسة (Malelak, et. al., 2020)، ودراسة (Saha & Kabra, 2019) عندما قيست قيمة الشركة بالسعر السوقي للسهم، ودراسة (السرطاوي، 2015) عندما قيست قيمة الشركة بنسب NPM&ROA&MVA، ودراسات أخرى توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عندما قيست قيمة الشركة بمتوسط سعر اغلاق السهم ونسب ROA&ROE كدراسة (Lutz, et. al., 2020).
5. يتمثل وجه الاستفادة، من تلك الدراسات في أنها ساعدت الباحث في التعرف على اهم المؤشرات المستخدمة لقياس قيمة الشركات من واقع التقارير المالية لتلك الشركات، وتحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، بالإضافة إلى مقارنة بعض النتائج التي وردت في الدراسات السابقة بما سوف تسفر عنه الدراسة الحالية.
6. أن تلك الدراسات السابقة تم تطبيقها في بيئة مختلفة عن البيئة الفلسطينية، لذلك تمثل الدراسة الأولى على حد علم الباحث، الأمر الذي يجعل النتائج التي ستفسر عنها الدراسة الحالية أكثر قابلية للاستفادة منها والاعتماد عليها داخل سوق الأوراق المالية الفلسطيني.

الإطار النظري للدراسة

القيمة السوقية للشركات:

أُرتبط مفهوم القيمة السوقية بهدف الإدارة الاستراتيجي والمتمثل في تعظيم ثروة المساهمين أو تعظيم القيمة السوقية للشركة، وذلك من خلال التركيز على زيادة سعر السهم المتداول في سوق الأوراق المالية، والذي يرتبط طردياً مع القيمة السوقية للشركة. إلا أن سعر السهم الواحد لا يبين مقدار ما تساويه الشركة ككل، فقد يكون سعر سهم إحدى الشركات منخفضاً بينما قيمتها فعلياً أكبر من شركة أخرى تكون قيمة أسهمها مرتفعة، وذلك إذا كان عدد أسهم الشركة الأولى أكبر من الثانية (أبو زر، 2016).

حيث عرفت (الحيل، 2016) القيمة السوقية للشركة بأنها "مجموع الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية في متوسط أسعار اغلاقها في نهاية الفترة، وبذلك تمثل مؤشراً هاماً لقياس كفاءة السوق وتطور نموه". كما عرفها (المواس، 2017) بأنها "القيمة النظرية للأسهم المعلن عنها أثناء جلسة البورصة، وتم تسجيلها ضمن جداول بعد الجلسة المنعقدة، وفي ظل السوق الكفء تتساوى مع قيمتها الحقيقية". كما عرفها (Suffah and Riduwan, 2016) بأنها "تصور المستثمرين المرتقبين عن الشركة، والتي غالباً ما ترتبط بأسعار إغلاق أسهم تلك الشركة".

حوكمة الشركات

أن السبب الرئيسي للاهتمام بتطبيق الحوكمة هو إعادة ثقة المستثمرين الحاليين والمرتقبين في أسواق الأوراق المالية، وذلك لما لحق ببعض الشركات العملاقة من انهيارات مالية والتي ترجع في معظمها إلى تعمد القائمين على تلك الشركات في إظهار واقع غير حقيقي عن أدائهم، فجاءت الحوكمة بما تفرزه من إجراءات تعمل على تدني المخاطر التي تحيط بالاستثمارات في الأسواق المالية، من خلال توفيرها للمعلومات من أجل الحكم والتقييم الفعال لأداء الشركة.

على الرغم من أهمية مفهوم حوكمة الشركات، إلا لما يتفق الباحثون على تعريف محدد لها، إذ تنوعت تعريفات هذه المفهوم نتيجة للتداخل في العديد من الجوانب المحيطة بالشركات، وارتباط هذا المفهوم بالعديد من الأطراف، لكن جميعها توافقت على أن الغاية منها هو تحقيق الفائدة لكافة الأطراف. فعرف (عطا، 2019) حوكمة الشركات بأنها "مجموعة من القواعد والإجراءات التي تضبط أعمال إدارة الشركات، والتي تعمل على توفير كافة الأدوات والوسائل لكل من مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية التي تمكنهم من اتخاذ القرارات الكفوة، مما ينعكس إيجاباً على الشركة وتساهم في تحقيق أهدافها". كما عرفها (الزعيبي، 2019) بأنها "مجموعة من الإجراءات التي تضبط العمل الإداري في الشركة، وتعمل على ضبط صلاحيات الإدارة التنفيذية والقيام بكافة الجوانب التي تدعم الرقابة على كافة الجوانب التشغيلية وصناعة القرار، ومن ثم العمل على التقليل من المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة، والقيام بتعزيز الإفصاح الاختياري ودور أصحاب العلاقة في الرقابة على أداء الشركة".

آليات حوكمة الشركات:

أن تطبيق قواعد أو مبادئ حوكمة الشركات يستلزم وجود آليات تعتمدها إدارة الشركة للتأكد من أن أصولها تستخدم بكفاءة وتكفل للمساهمين عوائد على استثماراتهم، حيث تعمل آليات حوكمة الشركات بصفة أساسية على حماية كافة الأطراف ذوي العلاقة من خلال أحكام الرقابة على أداء إدارة تلك الشركة ومدقق الحسابات الخارجي (رضا، 2011). وعرف (صالح، 2006) تلك الآليات بأنها "مجموعة الممارسات التي تضمن للشركة السيطرة على متغيرات بيئتها الداخلية، والتكيف مع متغيرات بيئتها الخارجية بإفصاح عالٍ وشفافية واضحة، لتحقيق مطالب أصحاب المصالح كافة". كما عرفتها (خضير، 2009) بأنها "مجموعة

الممارسات التي تسهم بصورة مباشرة أو غير مباشرة في التطبيق السليم لقواعد الشركات التي تحدد طبيعة العلاقة بين حملة الأسهم وأصحاب المصالح كافة، والتي تضمن للشركة إدارة سليمة ومستقرة في بيئة الأعمال". وتتقسم آليات الحوكمة إلى آليات داخلية وآليات خارجية وذلك على النحو التالي (الزحيم، 2015):

- **الآليات الداخلية:** تتمثل في مجموعة الأنشطة والمتغيرات الموجودة في البيئة الداخلية للمنشأة، والتي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على أدائها، وبالتالي على تحقيق أهدافها.
- **الآليات الخارجية:** تتمثل بالرقابة التي يمارسها أصحاب المصالح الخارجيين على المنشأة، والضغوط التي تمارسها المنظمات الدولية ذات العلاقة، من أجل تطبيق قواعد الحوكمة، ومنها: منافسة سوق المنتجات أو الخدمات وسوق العمل الإداري وعمليات الاندماج والاستحواذ والتدقيق الخارجي والتشريع والقوانين.

أثر آليات حوكمة الشركات في القيمة السوقية للشركات:

أوضح (Daniri, 2014) الهدف من آليات الحوكمة في أنها تمثل قيمة مضافة لجميع الأطراف ذات العلاقة في الشركة، من خلال تعظيم دور الهيكل التنظيمي المكون للشركة (الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة والجمعية العمومية للمساهمين)، والكيفية التي تقوم بها الشركة بإدارة أعمالها. ومن الممكن أن تكون لتلك الآليات أثر في قيمة الشركة كما يلي:

استقلال أعضاء مجلس الإدارة

يعتبر مجلس الإدارة من أكثر آليات الحوكمة أهمية، لأنه يمثل قمة إطار الحوكمة، كونه يتولى إدارة أمور الشركة بناءً على تفويض الجمعية العامة للمساهمين. فالوظيفة الرئيسية لمجلس الإدارة هي التقليل من التكاليف التي تنشأ نتيجة الفصل بين الملكية والإدارة (بافير، 2006). فالمدراء التنفيذيون (أعضاء مجلس الإدارة غير المستقلين) هم موظفون بالشركة ولهم دور مباشر في إدارتها، أما المدراء غير التنفيذيون لا يشاركون بشكل مباشر بإدارة الشركة ولهم دور رقابي موضوعي مستقل بشأن الكيفية التي يجب أن يتم فيها إدارة الشركة. وفقاً لنظرية الوكالة، يساهم الأعضاء المستقلين بخبرتهم الذي يمتلكونها في حماية مصالح الشركة ضد التصرفات الانتهازية المحتملة والتي سيستفيد منها عدد محدود من المساهمين (Barros, et. al., 2013). وتوصلت دراسات (Solomon, 2007; Azzoz and Khamees, 2016) إلى أن استقلالية مجلس الإدارة من شأنه تحسين أداء الشركة ككل، ويحسن من آليات الرصد والمتابعة الذي يتوقع منه أن يزيد من عائد السهم في الشركات، فعندما تزداد نسبة استقلال مجلس الإدارة، ينخفض تضارب المصالح بين الإدارة التنفيذية والمساهمين، بسبب دورهم الرقابي المستقل في الشركة والذي يؤثر في زيادة الموضوعية، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة إلى أقل درجة ممكنة، هذا يؤدي بدوره إلى أن تكون الآلية التي تدار بها الشركات أكثر كفاءة، مما ينعكس إيجاباً على قيمة الشركات السوقية.

حجم مجلس الإدارة

يقصد بحجم مجلس الإدارة، عدد أعضاء المجلس التنفيذي وغير التنفيذيين الذين يكونون مجلس إدارة شركة ما (Samaha, et. al., 2012). حيث تباينت نتائج الدراسات التي تناولت حجم مجلس الإدارة كونه عامل حاسم ومهم لفاعلية حوكمة الشركات، حيث أوضح (Kolsi, 2017; Buniamin, et. al., 2008) أن المجالس الكبيرة تقدم منفعة وقيمة كبيرة للشركات من خلال تنوع خبرات أعضائه وقدرتهم على التعامل مع البيئة بشكل أفضل. بينما توصلت دراسات أخرى (Fathi, 2012; Samaha, et. al., 2013) إلى أن المجالس الكبيرة قد تسبب صعوبات ومشاكل في الاتصال والتنسيق بين أعضاء المجلس، ويخفض من قدرة أعضاء المجلس على متابعة سير العملية الإدارية، وبالتالي انخفاض فاعلية المجلس، وكذلك من المرجح أن يكونوا أقل تحفيزاً في المشاركة في اتخاذ القرارات الإستراتيجية، علاوة على ذلك إلى احتمالية التلاعب في الأرباح، وأن تكون المعلومات الخاصة بالإنتاج لا تتصف بالجودة، وإمكانية أن يتم التلاعب بأعضاء المجلس من قبل الإدارة التنفيذية وهذا قد

يؤدي إلى استحكام الإدارة (**management entrenchment**) والتي تعني حصول الإدارة التنفيذية على مزيد من السلطة ومن ثم يكون لها مجال أوسع للعمل بشكل نفعي واتخاذ القرارات الاستثمارية لتعزيز مصالحهم الخاصة. وتوصلت دراسات (Coles, et.al, 2008; Khanh, et.al, 2020) إلى أن في المجالس الصغيرة سوف تزداد الكفاءة والفعالية في عملية الإشراف على عمل الإدارة التنفيذية، وبالتالي اتخاذ أفضل القرارات بسبب سهولة التنسيق بين أعضائه وقلة مشاكل التواصل فيما بينهم، وبذلك تزداد قيمة الشركة السوقية، كما أن في المجالس الصغيرة تتخفض مشكلة (**Free riding**) الأمر الذي ينتج عنه كفاءة إدارة الشركات وزيادة قيمة الشركات السوقية. بينما توصلت دراسات (Hasan and Khamees, 2016; صفاء, 2018) إلى أن في المجالس الكبيرة تنشأ مشاكل في التواصل فيما بين الأعضاء أنفسهم، وبالتالي ضعف متابعة التقارير المالية مما يؤثر سلباً على أداء الشركة ككل وعائد أسهمها بشكل خاص، وبذلك تتخفض قيمة الشركة السوقية، كما أن الكيفية التي يتم بها التعامل ومعالجة المشكلات في المجالس الكبيرة، تؤدي إلى ارتفاع التكاليف وصعوبة في عملية اتخاذ القرارات، وهذا بدوره ينعكس سلباً على قيمة الشركة السوقية.

تركز الملكية

يقصد بتركز الملكية، امتلاك فئة ممثلة بعدد محدود من المساهمين لنسبة كبيرة من أسهم الشركة، حيث يطلق عليها بالملكية المؤثرة داخلياً (**Insider Systems**)، لكون هذه الفئة من المساهمين تقوم بإدارة الشركة التي تسيطر عليها من خلال التمثيل المباشر بمجلس الإدارة (هلال، 2012). وتتميز الشركات ذات الملكية المركزة بعدة مزايا منها: امتلاك القوة والحافز على مراقبة الإدارة، تقليل احتمالات حدوث سوء الإدارة والخداع، الميل إلى القرارات التي تطور أداء الشركة على المدى الطويل دون القرارات المصممة لتنظيم المكاسب على المدى القصير، ولكن قد يعاب عليها: احتمال التواطؤ مع الإدارة لتحقيق مصالح شخصية لهذه الفئة على حساب صغار المستثمرين، عدم تمتع مساهمي الأقلية بحقوقهم القانونية في أغلب الأحيان، وإهدار موارد الشركة وإضعاف قدرتها الإنتاجية (الخيال، 2009). أما تشتت الملكية فيقصد بها، الحالة التي يوجد بها عدد كبير من المساهمين المالكين لعدد صغير من الأسهم. حيث يطلق عليها الملكية للخارجيين (**Outsider Systems**) نظراً لعدم اشتراك صغار المساهمين في اتخاذ القرارات أو صنع السياسات الإدارية، بالإضافة إلى انخفاض قدرتهم ومحفزاتهم لرقابة المديرين (علي، 2011). وأشارت العديد من الدراسات (التهامي، 2010; Liu and Lu, 2007; Fathi, 2013) إلى أهمية تركيز الملكية لما لها من تأثير واضح في تفعيل دور هيكل الملكية كآلية لحوكمة الشركات وأداء دور رقابي أكثر فعالية مقارنة بتشتت الملكية في عدد كبير من المساهمين، فعندما تتشتت الملكية تزداد احتمالية تعارض المصالح بين الأطراف المختلفة ذات الصلة بالشركة في ظل تباين الاهتمامات بين تلك الأطراف، وعند تعيين مدراء يمتلكون عدد قليل من الأسهم في الإدارة التنفيذية يترتب عليه أن يكون تعويضهم الرئيسي من خلال رواتبهم ونتيجة لذلك فإن هؤلاء المدراء لن يكون لهم نفس الحافز لتعظيم قيمة ثروة المساهمين، في حين عندما تتركز الملكية في أيدي قلة من كبار المساهمين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات وما يترتب على ذلك في تمثيلهم المباشر كأعضاء بمجلس الإدارة سوف يتصف عملهم بالسهولة ويكون لديهم الحافز والسلطة لمراقبة عمل وكفاءة الإدارة التنفيذية وذلك لحماية استثماراتهم الأمر الذي ينعكس على تحسين الأداء، إلا أنه قد يؤدي تركيز الملكية إلى زيادة أنشطة تسرب موارد الشركة لمنفعة كبار مساهميها أو ما يسمى بأنشطة **Tunneling** التي تعد من دوافع إدارة الأرباح. وتوصلت دراسات (Sahrul and Navita, 2020; Mertzanis, et.al, 2019) إلى أن تركيز الملكية في عدد قليل من حاملي الأسهم، يُمكن حاملي تلك الأسهم من التدخل في كافة الأمور المتعلقة بإدارة الشركات، بسبب عدد الأسهم الذين يمتلكونها، ولتحقيق مصالح هؤلاء الفئة من المساهمين، ستعمل الإدارة التنفيذية على النحو الأمثل لزيادة كفاءتهم في إدارة تلك الشركات، كما أن تركيز الملكية سوف يزيد من عملية الإشراف على عمل الإدارة التنفيذية، هذا الإشراف سوف يمنع تلك الإدارة من سوء التصرف، وهذا بدوره ينعكس إيجاباً على قيمة الشركة السوقية.

حدود الدراسة:

الحد الموضوعي: تركز هذه الدراسة على ثلاث من آليات الحوكمة (استقلال مجلس الإدارة، وحجم هذا المجلس، وتركز الملكية)، وذلك لتناولها في معظم الدراسات السابقة، باعتبارها أهم آليات الحوكمة وأكثرها تأثيراً على المتغير التابع والخاص بالدراسة (القيمة السوقية للشركة).

الحد المكاني: أجريت هذه الدراسة على شركات القطاع الصناعي والمدرجة ببورصة فلسطين، بسبب كبر عدد شركات القطاع بالمقارنة مع القطاعات الأخرى المدرجة في البورصة الفلسطينية.

الحد الزمني: يقتصر تطبيق هذه الدراسة على التقارير السنوية المنشورة للشركات الصناعية المدرجة ببورصة فلسطين للفترة الزمنية والتي تمتد من بداية 2015 وحتى نهاية عام 2019 (خمس سنوات). وتم اختيار بداية الفترة من العام (2015) لأنها تأتي بعد اعتماد هيئة سوق رأس المال الفلسطينية لمذونة قواعد حوكمة الشركات في نهاية عام 2009، وتمكن الباحث من الحصول على بيانات التقارير السنوية للشركات الصناعية لتلك الفترة، وخاصة أن تاريخ إدراج شركة بيت جالا لصناعة الأدوية في بورصة فلسطين كان 2015/05/03م. وتم اختيار نهاية الفترة العام (2019) لأنها تمثل أحدث مصدر تمكن الباحث من الحصول على بياناته حتى تاريخ أعداد الدراسة.

منهجية الدراسة

1. مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات الصناعية خلال الفترة الزمنية 2015 – 2019 وعددها (13) شركة مدرجة في بورصة فلسطين، ولاختيار عينة الدراسة تم وضع مجموعة محددات تمثلت في: توافر التقارير السنوية للشركات الصناعية خلال تلك الفترة، وأن تشتمل على جميع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة، وبعد تطبيق المحددات السابقة، بلغت حجم عينة الدراسة (12) شركة وذلك بنسبة (92%) من مجتمع الدراسة. حيث تم استبعاد شركة واحدة وهي شركة دار الشفاء لعدم مقدرة الباحث من الحصول على تقاريرها السنوية لتلك الفترة واللازمة لأجراء التحليل الإحصائي.

2. منهج الدراسة وطرق جمع البيانات:

اعتمدت الدراسة الحالية على منهج تحليل المحتوى والقياسي الكمي، حيث تم جمع كافة البيانات اللازمة والخاصة بمتغيرات الدراسة من التقرير السنوي لشركات مجتمع الدراسة، وتم الحصول على بيانات تلك التقارير السنوية من خلال موقع بورصة فلسطين والشركة المتحدة للأوراق المالية. تم استخدام البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data)، حيث أنها تجمع بين بيانات الشركة الصناعية الواحدة (Cross-Section)، ولفترة زمنية محددة (Time Series). وتم استخدام برنامج (E-Views9) الإحصائي لتحليل البيانات واختبار فرضيات الدراسة.

3. متغيرات الدراسة وأسلوب قياسها:

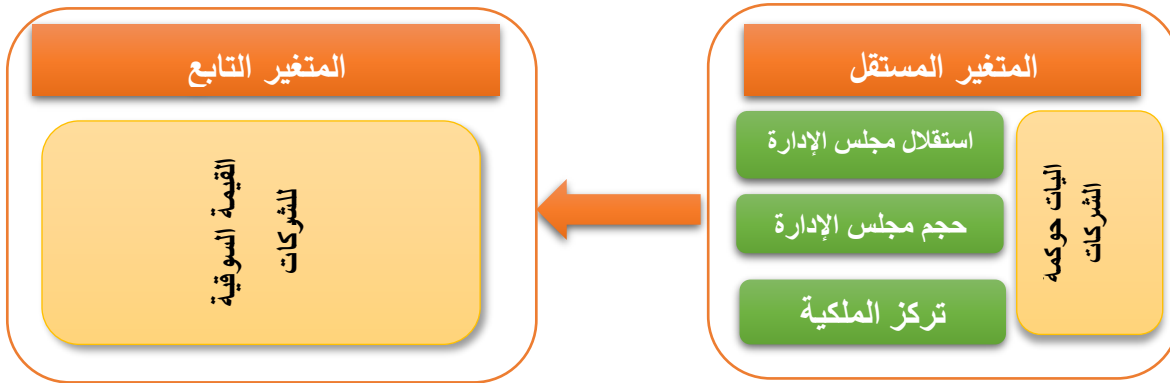
المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة):

تم قياسها عن طريق ضرب أسعار أغلاق الأسهم بعدد الأسهم المكتتب بها في تاريخ نشر التقارير المالية (عبيد، 2017؛ الصرايرة، 2015؛ الشرقطلي، 2015؛ Kohli & Saha, 2008). ولغايات التخلص من مشاكل اختلاف القيمة السوقية بين الشركات، ولتحقيق التجانس مع المتغيرات المستقلة الأخرى الواردة في نموذج الدراسة فسيتم اعتماد اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية للشركة.

المتغيرات المستقلة (آليات حوكمة الشركات):

- استقلال مجلس الإدارة: تم قياس هذا المتغير من خلال حساب نسبة الأعضاء المستقلين في المجلس (عدد أعضاء المديرين غير التنفيذيين في المجلس إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس)، وذلك في نهاية العام (Habbash, 2015; Ngwakwe, et. al., 2014).
 - حجم مجلس الإدارة: تم قياس هذا المتغير من خلال حساب عدد أعضاء مجلس الإدارة، وذلك في نهاية العام (Johl, et. al., 2015).
 - تركيز الملكية: تم قياس هذا المتغير من خلال حساب إجمالي عدد الأسهم التي يمتلكها المساهمون بنسبة (5%) أو أكثر إلى إجمالي عدد الأسهم، وذلك في نهاية العام (Fathi, 2013).
4. نموذج الدراسة:

يوضح الشكل رقم (1) العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة:



الشكل رقم (1)، نموذج الدراسة، من أعداد الباحث بالاعتماد على الدراسات السابقة

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

$$MV = \beta_0 + \beta_1(BINDEP) + \beta_2(BSIZE) + \beta_3(OCONE) + \varepsilon$$

حيث أن:

MV: يعبر عن القيمة السوقية للشركة.

BINDEP: استقلال مجلس الإدارة.

BSIZE: حجم مجلس الإدارة.

OCONE: تركيز الملكية.

β_0 : قيمة الثابت في معادلة الانحدار.

$\beta_1 - \beta_3$: معاملات الانحدار لآليات حوكمة الشركات.

ε : الخطأ العشوائي.

5. تحليل بيانات الدراسة:

اعتمد تحليل نتائج الدراسة التطبيقية على أربع مراحل، بدأت بوصف لبيانات الدراسة، ومن ثم التحقق من ملائمة نموذج الدراسة، ومن ثم تقدير نموذج الدراسة، وانتهاءً باختبار فرضياتها، وفيما يلي تحليل لهذه المراحل:

التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

بالاعتماد على بيانات الشركات الصناعية للفترة (2015-2019) وعددها (12) شركة، يعرض الجدول رقم (1) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، وذلك كما يلي:

الجدول رقم (1) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	لوغاريتم القيمة السوقية MV	استقلال مجلس الإدارة BINDEP %	حجم مجلس الإدارة BSIZE	تركز الملكية OCONCE %
المقياس				
المتوسط الحسابي	16.170	90.727	7.983	57.111
القيمة العليا	18.063	100.000	11.000	88.600
القيمة الدنيا	14.221	66.667	4.000	15.150
الانحراف المعياري	1.199	12.169	1.882	23.614

يعرض الجدول رقم (1) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، وعلى النحو التالي:

- القيمة السوقية: يلاحظ أن المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للشركات الصناعية قد بلغ (16.170) لوغاريتم والتي تعادل (19440512) دينار، وبانحراف معياري مقداره (1.199) لوغاريتم بما يعادل (19992376) دينار، وقد تراوحت القيمة السوقية لتلك الشركات من (14.221) لوغاريتم والتي تعادل (1500000) دينار إلى (18.063) لوغاريتم والتي تعادل (69928836) دينار، وهذا يشير إلى تباين واختلاف كبير في القيمة السوقية من شركة لأخرى.
- استقلال مجلس الإدارة: يلاحظ أن معدل استقلال مجلس الإدارة قد بلغ (90.727%) وبانحراف معياري (12.169%)، وبلغت أعلى نسبة (100%) وأدنى نسبة (66.667%)، مما يشير إلى امتثال جميع الشركات لعينة الدراسة لمدونة قواعد حوكمة الشركات الفلسطينية، حيث أنه ووفقاً لمدونة قواعد الحوكمة يحبذ أن لا يقل عدد الأعضاء المستقلين (غير التنفيذيين) عن أثنان.
- حجم مجلس الإدارة: يلاحظ أن معدل حجم مجلس الإدارة قد بلغ (7.983) وبانحراف معياري (1.882)، وبلغت أعلى قيمة (11) وأدنى قيمة (4)، مما يشير إلى امتثال جميع الشركات لعينة الدراسة لمدونة قواعد حوكمة الشركات الفلسطينية، باستثناء شركة فلسطين لصناعة اللدائن التي قامت بتقليص عدد أعضاء مجلس إدارتها من (6 إلى 4) في عام (2019). حيث أنه ووفقاً للمدونة يجب أن يتولى إدارة شركة المساهمة العامة مجلس إدارة لا يقل عدد أعضائه عن (5) ولا يزيد عن (11).
- تركز الملكية: يلاحظ أنه معدل الانحراف المعياري قد بلغ (23.614%)، وبلغت أعلى نسبة (88.6%) وأدنى نسبة (15.15%)، وأن معدل تركيز الملكية قد بلغ (57.111%) والتي تتعدى (50%) من إجمالي الملكية، مما يشير إلى حد ما وجود تركيز مرتفع في الملكية، وهي نسبة تبين مقدرة كبار المساهمين على التحكم في قرارات الشركة وتوجيهها إلى مصالحهم الخاصة.

اختبار ملائمة النموذج:

أ. اختبار التوزيع الطبيعي (Normality Test):

بالاعتماد على نظرية النهاية المركزية Central Limit Theory، والتي تنص على أنه من الممكن افتراض تحقق شرط التوزيع الطبيعي للعينات الكبيرة ($n > 30$)، وبما أن مجتمع الدراسة يتكون من (60) مشاهدة، فإننا نستطيع افتراض التوزيع الطبيعي للبيانات بصرف النظر عن توزيع المجتمع الأصلي (Gujarati, 2004). وقد كانت نتائج اختبار التوزيع الطبيعي على النحو التالي:

جدول رقم (2): اختبار (Jarque-Bera) للتوزيع الطبيعي

متغيرات الدراسة	Jarque-Bera	Probability
القيمة السوقية MV	3.296	0.192
استقلال مجلس الإدارة BINDEP	9.163	0.01
حجم مجلس الإدارة BSIZE	1.896	0.388
تركز الملكية OCONCE	5.657	0.059

يتضح من الجدول رقم (2) أن القيم الاحتمالية للمتغيرات كانت أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يدل على أنها تتبع للتوزيع الطبيعي، ما عدا استقلال مجلس الإدارة كانت أقل من (0.05)، مما يشير إلى أنه بيانات هذا المتغير لا تتبع التوزيع الطبيعي، وحيث أن مجتمع الدراسة يتكون من (60) مشاهدة ($n > 30$) فلن تكون مشكلة عدم توزيع البيانات طبيعياً لهذا المتغير مؤثرة على صحة نتائج نموذج الانحدار للدراسة.

ب. اختبار الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity Test):

تم فحص التداخل الخطي المتعدد بالاعتماد على قيمة معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor – VIF)، وكانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (3) اختبار الارتباط الخطي المتعدد

المتغيرات المستقلة	Tolerance	VIF
استقلال مجلس الإدارة BINDEP	0.832	1.202
حجم مجلس الإدارة BSIZE	0.986	1.014
تركز الملكية OCONCE	0.840	1.191

يتضح من الجدول رقم (3) أن قيمة (VIF) لكافة متغيرات الدراسة المستقلة، أكبر من العدد (1)، وأقل من العدد (10) (عرفة وعبدالحكيم، 2015). هذا يعني خلو البيانات من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد.

ت. اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test):

يتم التأكد من خلو البيانات من مشكلة الارتباط الذاتي، بإجراء اختبار (Durbin-Watson). ويعتمد هذا الاختبار على مقارنة قيمة (DW) الناتجة من نموذج الانحدار المتعدد، مع قيم (dl;du) الجدولية لعينة حجمها (n) وعدد متغيراتها (k). حيث يتم رفض وجود مشكلة الارتباط الذاتي إذا كانت قيمة DW تقع في المجال (du;4-du) (أبن الضب، شخي، 2017; الوشاح، 2020; Gujarati, et. al., 2017). كانت قيمة (DW) المحسوبة = (2.184). ومن جدول القيم الحرجة لاختبار (DW) عند (k=3) و (n=60)، كانت القيم الحرجة (dl=1.317) و (du=1.520). مما يعني غياب مشكلة الارتباط الذاتي، لأنه قيمة DW تقع في المجال (1.520;2.48).

■ تقدير نموذج الدراسة:

لكون بيانات الدراسة من البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data)، هناك عدة نماذج خاصة بها، ينبغي الاختيار فيما بينها لتقدير النموذج الملائم لفرضية الدراسة الرئيسية، وذلك كما يلي:

(a) نموذج الانحدار المشترك أو التجميعي (Pooled Regression Model).

(b) نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effect Model).

(c) نموذج الآثار العشوائية (Random Effect Model).

ولتحديد أي من هذه النماذج يتم اختياره واستخدامه في التحليل، سيتم استخدام اختبار (Lagrange Multiplier (Breusch-Pagan)) من أجل الاختيار بين نموذج الانحدار المشترك ونموذج الآثار العشوائية. كما سيتم استخدام اختبار (Hausman Test) في حالة معنوية اختبار (Breusch-Pagan)، من أجل الاختيار بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة (زكي، 2019؛ نصر، 2019؛ شبيطة، الشطناوي، 2020). وكانت النتائج على النحو التالي:

جدول رقم (4) اختبار النموذج الملائم لفرضية الدراسة الرئيسية

Hausman Test		Lagrange Multiplier (Breusch-Pagan)	
Sig	Chi ²	Sig	Chi ²
–	–	0.052	3.784

تشير نتائج اختبار (Breusch-Pagan)، أن نموذج الانحدار المشترك يعتبر الملائم في تقدير نموذج الدراسة للفرضية الرئيسية، حيث كانت قيمة (Chi²) غير معنوية وكانت بمستوى دلالة أكبر من (0.05). ولذلك لا داعي لإجراء اختبار (Hausman Test).

■ اختبار فرضيات الدراسة:

لتحديد أي من آليات حوكمة الشركات (استقلال مجلس الإدارة، حجم مجلس الإدارة، تركيز الملكية)، لها أثر في القيمة السوقية، تم عرض نتائج اختبار الفرضية الرئيسية، حيث يعرض الجدول رقم (5) نتيجة اختبار الانحدار المتعدد وفقاً لطريقة المربعات الصغرى (Panel Least Squares)، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (5) اختبار نموذج الدراسة بالاعتماد على نموذج الآثار المشترك

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	معامل الانحدار	قيمة t المحسوبة	الدلالة الإحصائية. Sig
القيمة السوقية MV	استقلال مجلس الإدارة BINDEP	-0.051	-0.108	0.914
	حجم مجلس الإدارة BSIZE	0.049	0.992	0.327
	تركيز الملكية OCONCE	1.519	1.607	0.115
	ثابت الانحدار	0.039	1.540	0.131
معامل التحديد R ²		0.090		
معامل التصحيح Adj R ²		0.028		
قيمة F المحسوبة		1.455		
مستوى الدلالة الإحصائية. Sig		0.239		
Durbin-Watson stat		2.184		

اختبار الفرضية الرئيسية:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لآليات حوكمة الشركات في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. نلاحظ من الجدول (5)، عدم وجود أثر معنوي للمتغيرات المستقلة على القيمة السوقية، حيث بلغت قيمة (F=1.455) وبمستوى دلالة (Prob=0.239)، وهو ما يثبت صحة الفرض الرئيسي، وعليه يمكن القول انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لآليات حوكمة الشركات على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين. كما بلغت قيمة معامل التصحيح (Adj

($R^2=0.028$) حيث تفسر هذه المتغيرات المستقلة ما نسبته (2.8%) من التغير الحاصل في المتغير التابع (القيمة السوقية)، والمتمم لهذه النسبة تعني ان هناك متغيرات لم يتم اخذها في الدراسة تفسر ما نسبته (97.2%).

اختبار الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لاستقلال مجلس الإدارة في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

نلاحظ من نتائج الجدول (5)، أن قيمة معامل الانحدار قد بلغ (-0.051) وبمستوى دلالة (Prob=0.914) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى عدم وجود تأثير معنوي لاستقلال مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وهو ما يثبت صحة الفرض الفرعي الأول. ويرى الباحث، وبالرغم من الارتفاع الكبير لنسبة الأعضاء المستقلين في مجلس إدارة الشركات الصناعية المدرجة، والدور المهم الذي يلعبه استقلال مجلس الإدارة في إرسال إشارات إيجابية للمساهمين والمستثمرين بشكل خاص والأطراف ذات العلاقة بشكل عام أن إدارة تلك الشركات تتم بكفاءة وفعالية، مما يزيد من ثقة تلك الأطراف وبالتالي زيادة القيمة السوقية للشركات (Khan, et. al., 2017)، إلا ان نتيجة الدراسة الحالية اتفقت مع نتائج معظم الدراسات السابقة. كدراسة (Al-Ahdal, et. al., 2020) و (Lutz, et. al., 2020) و (Bajaher, 2020) و (Saha & Kabra, 2019) عندما قيست قيمة الشركة بنسبة MV و (Ahulu & MacCarthy, 2019) و (المومني، 2020) عندما قيست قيمة الشركة بنسبة ROE و (Zabri, et. al., 2016) و (السرطاوي، 2015) عندما قيست قيمة الشركة بنسب ROI&EPS، والتي اشارت بأنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لاستقلال مجلس الإدارة على قيمة وأداء الشركة.

اختبار الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

نلاحظ من نتائج الجدول (5)، أن قيمة معامل الانحدار قد بلغ (0.049) وبمستوى دلالة (Prob=0.327) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى عدم وجود تأثير معنوي لحجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وهو ما يثبت صحة الفرض الفرعي الثاني. ويعزو الباحث هذه النتيجة، إلى حجم مجلس الإدارة في الشركات الصناعية مرتفع نوعاً ما، حيث توصلت دراسة (Yasser, et. al., 2011) إلى ان حجم المجلس عندما يكون صغير يضمن سهولة الاتصال والتنسيق واتخاذ القرارات بشكل أفضل، بما يتعلق بأداء وقيمة الشركات. وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسات (Lutz, et. al., 2020) عندما قيست قيمة الشركة بنسب ROA&ROE و (Malelak, et. al., 2020) و (Bajaher, 2020) و (Saha & Kabra, 2019) عندما قيست قيمة الشركة بنسب ROA&ROE و (Ahulu & MacCarthy, 2019) و (المومني، 2018) عندما قيست قيمة الشركة بنسب ROE&EPS و (Zabri, et. al., 2016) و (السرطاوي، 2015) عندما قيست قيمة الشركة بنسب MVA&ROA&ROI&EPS و (Müller, 2014) عندما قيست قيمة الشركة بنسبة ROA للعام القادم، والتي اشارت بأنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة على قيمة وأداء الشركة.

اختبار الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتركز الملكية في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

نلاحظ من نتائج الجدول (5)، أن قيمة معامل الانحدار قد بلغ (1.519) وبمستوى دلالة (Prob=0.115) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى عدم وجود تأثير معنوي لتركز الملكية على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، وهو ما يثبت صحة الفرض الفرعي الثالث. ويرى الباحث، وعلى الرغم من ارتفاع معدل تركيز الملكية للشركات الصناعية المدرجة والبالغ (57.111%) والتي تتعدى (50%) من أجمالي الملكية، وما يترتب على ذلك احتمال التواطؤ مع الإدارة التنفيذية لتحقيق مصالح شخصية لهذه الفئة على حساب صغار المستثمرين مما ينعكس سلباً على قيمة

الشركة (الخيال، 2009). إلا أن نتيجة الدراسة الحالية جاءت عكس المتوقع، وقد يعزو الباحث هذه النتيجة، إلى اختلاف القطاع أو البيئة أو الفترة الزمنية التي أجريت عليها الدراسة. وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسات (Lutz, et. al., 2020) عندما قيست قيمة الشركة بنسب ROA&ROE ومتوسط أسعار اغلاق الأسهم ودراسة (السرطاوي، 2015) عندما قيست قيمة الشركة بنسبة EPS، والتي اشارت بأنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتركز الملكية على قيمة وأداء الشركة.

النتائج والتوصيات

أولاً-النتائج:

تتمثل أهم نتائج الدراسة على النحو التالي:

1. لا يوجد تأثير لآليات حوكمة الشركات (استقلال مجلس الإدارة وحجم مجلس الإدارة وتركز الملكية) في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، حيث فسرت ما نسبته (2.8%) من التغير الحاصل في القيمة السوقية.
2. لا يوجد تأثير لاستقلال مجلس الإدارة في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
3. لا يوجد تأثير لحجم مجلس الإدارة في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.
4. لا يوجد تأثير لتركز الملكية في القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين.

ثانياً-التوصيات:

في ضوء نتائج الدراسة يوصي الباحث بما يلي:

1. أهمية استمرار تحفيز جميع الشركات المدرجة ببورصة فلسطين على زيادة مستوى تطبيقها لمبادئ مدونة قواعد حوكمة الشركات والتي أصدرتها اللجنة الوطنية للحوكمة في فلسطين في نهاية عام 2009، للحد من العوامل التي قد تؤثر سلباً في الطلب على أسهمها من المستثمرين المرتقبين.
2. ضرورة توفير كافة المعلومات والتي تساهم في زيادة فهم العلاقة بين تطبيق آليات حوكمة الشركات وأداء وقيمة الشركات.
3. اقتصرت هذه الدراسة على بعض آليات حوكمة الشركات وأثرها في القيمة السوقية والتي حققت الهدف المنشود من هذه الدراسة، مع العلم بأنه هناك العديد من الآليات الأخرى التي لم يتم دراستها، كازدواجية دور المدير التنفيذي الأول والملكية المؤسسية، قد تكون مشجعة ليطم دراسة أثرها مستقبلياً على القيمة السوقية.
4. إعادة تطبيق الدراسة على القطاعات الأخرى المدرجة ببورصة فلسطين، للتعرف إلى أثر آليات حوكمة الشركات على القيمة السوقية لهذه القطاعات.

المصادر والمراجع

المراجع العربية:

- أبن الضب، علي وشيخي، محمد. (2017). الاقتصاد القياسي والمالي وتطبيقاته في الأسواق المالية. عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- أبو زر، عمران إسحق. (2016). أثر استخدام نظم المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للشركات الأردنية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية، 41.

- أحمد، صفاء محسن. (2018). أثر تطبيق قواعد الحاكمية المؤسسية على سيولة أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة وعوائدها في بورصة عمان، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا، قسم المحاسبة، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، 20.
- بافقير، سالم محمد. (2009). دور الآليات الداخلية لحوكمة الشركات في ضبط إدارة الأرباح، **جمعية إدارة الأعمال العربية - إدارة الأعمال**، (125)، 42-47.
- بدوي، هبة الله عبد السلام. (2020). أثر هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة، تاريخ الاطلاع: 2020/12/01، 3. الموقع: https://www.researchgate.net/profile/Hebatalah_Badawy/publications
- البصول، عمر فتحي. (2018). أثر مؤشرات الربحية على سعر السهم السوقي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة اربد الأهلية، 2.
- بني عطا، محمود يوسف. (2019). خصائص مجلس الإدارة وأثرها على الأداء المالي: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة جرش، 2، 23.
- بورصة فلسطين. (2020). الأوراق المالية المدرجة. تاريخ الاطلاع: 2020/11/04، الموقع: <https://web.pex.ps>
- التهامي، عبد المنعم أحمد (2010). تأثير آليات حوكمة الشركات على الأداء المالي للبنوك اليمنية - دراسة تطبيقية، **المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية - مصر**، 24(3)، 169.
- حداد، رويدة حنا. (2017). أثر الحاكمية المؤسسية وهيكل الملكية على مستوى الحفاظ بالنقدية وانعكاسها على قيمة الشركة: دراسة ميدانية على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية، 2، 32.
- الحيلن، رزان محمود. (2016). أثر احتجاز الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، 28.
- خضير، بشرى فاضل. (2009). الإفصاح عن المعلومات المحاسبية ودورها في حوكمة الشركات وآلياتها الداخلية: دراسة ميدانية في عينة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية "، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 110.
- الخيال، توفيق عبد المحسن. (2009). تأثير آليات الحوكمة على الأداء المالي لشركات المساهمة السعودية - دراسة تطبيقية، **مجلة الفكر المحاسبي - مصر**، 13(1)، 210-211.
- رضا، سندس ماجد. (2011). آليات حوكمة الشركات ودورها في تقليص فجوة التوقعات بين مراقبي الحسابات ومستخدمي القوائم المالية (دراسة تحليلية لأراء عينة من مراقبي الحسابات ومدراء بعض الدوائر)، **مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية - كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة الكوفة - العراق**، العدد التاسع عشر، 229-274.
- الزحيم، علاء جميل. (2015). دور آليات حوكمة الشركات في الرقابة على تكاليف المسؤولية الاجتماعية - دراسة تطبيقية على عينة من المصارف العراقية الخاصة. **مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية - كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة القادسية - العراق**، 17(1)، 152-180.
- الزعيبي، محمد جمال. (2019). أثر هيكل رأس المال على عوائد الأسهم في ظل الالتزام بمبادئ الحاكمية المؤسسية (كمتغير معدل) في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية، 17.

- السرطاوي، عبدالمطلب محمد. (2015). أثر الحاكمية المؤسسية على أداء الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال* - الاردن، 11(3)، 705-725.
- شبيطة، محمد فوزي والشطناوي، حسن محمود. (2020). أثر خصائص لجان التدقيق على كفاءة رأس المال الفكري في البنوك التجارية الأردنية "دراسة تطبيقية"، *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية - فلسطين*، 1(28)، 204-227.
- الشرقطي، هدى محمد. (2015). أثر التحفظ المحاسبي وعدم تماثل المعلومات على جودة الأرباح المحاسبية وقيمة الشركة السوقية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان عن الفترة (2006-2013)، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية المال والاعمال، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، 88.
- الشركة المتحدة للأوراق المالية. (2020). تقارير التداول. تاريخ الاطلاع: 2020/11/05، الموقع: <http://www.united.ps>
- الشيخ صالح، إيمان توفيق. (2014). أثر تطبيق مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للشركات الصناعية المساهمة الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، 2.
- صالح، أحمد علي. (2006). بناء محافظ رأس المال الفكري من الأنماط العرفية ومدى ملائمتها لحاكمية الشركات - دراسة اختباريه لأراء عينة من مسؤولي بعض الشركات في القطاع الصناعي المختلط في بغداد، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 128.
- الصرايرة، حنان عبدالسلام. (2015). سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة: دراسة تطبيقية على القطاع الصناعي الأردني، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة مؤتة، 48.
- الطعاني، عمار محمد. (2017). دور العوامل المتعلقة بتعزيز الإفصاح الاختياري في التقارير المالية المنشورة لشركات التأمين الأردنية: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والأعمال، جامعة جدارا، 28.
- عبيد، إيمان محمد. (2017). أثر التحفظ المحاسبي في التقارير المالية على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة الزرقاء، 33.
- علي، إلهام محمد. (2011). تقييم تأثير الاختلافات في هياكل ملكية الشركات على جودة التقارير المالية - دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، 11.
- غوجارتي، دامودار. (2019). *الاقتصاد القياسي بالأمثلة*، (ترجمة مها زكي). القاهرة: دار حميثرا للنشر. (العمل الأصلي نشر في عام 2009)، 462-482.
- المواس، عدي أحمد. (2017). أثر التدفقات النقدية على القيمة السوقية للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عمان العربية، 22.
- المومني، هبة سالم. (2018). أثر حوكمة الشركات على أداء البنوك التجارية الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، 26.
- نصر، سناء يوسف. (2019). دور العوامل المرتبطة بجودة التدقيق الخارجي على القيمة السوقية - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية في سوق عمان المالي، *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية - فلسطين*، 1(27)، 120-138.
- هلال، أحمد كمال. (2012). أثر هيكل الملكية وخصائص لجنة المراجعة على ممارسات إدارة الأرباح - دراسة ميدانية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 12.

هيئة سوق رأس المال الفلسطينية. (2020). مدونة قواعد حوكمة الشركات. تاريخ الاطلاع: 2020/11/01م، الموقع:

<https://www.pcma.ps/SitePages/home.aspx>

الوشاح، معاوية وليد. (2020). أثر تكاليف الجودة على الأداء المالي في البنوك الإسلامية الأردنية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، 87.

قائمة المراجع المرومنة:

- Abn Eldb, Ali and Wshekhe, Mohmmmed. (2017). Econometrics and financial and its applications in financial markets (in Arabic). Amman: Dar Al-Hamed for Publishing and Distribution.
- Abu Zer, Omran Ishaq. (2016). The Impact of Using Accounting Information Systems on the Market Value of Jordanian Companies (in Arabic), **A PhD Thesis**, The World Islamic Science & Education University, 41.
- Ahmed, Safaa Mohsen. (2018). The Impact of Applying Corporate Governance Rules on Stock Liquidity of Public Shareholding Industrial Companies and Its Returns on Amman Stock Exchange (in Arabic), **A PhD Thesis**, The World Islamic Science & Education University, 2.
- Bafker, Salm Mohmmmed. (2009). The Role of Internal Corporate Governance Mechanisms in Controlling Earning Management (in Arabic), **Arab Business Administration Association - Business Administration**, (125), 42-47.
- Badawy, Hebatallah Abd El Salam. (2020). The impact of the Ownership Structure and the Level of Disclosure of Social Responsibility on the Company Value, (in Arabic). View date: 01/12/2020, Site: https://www.researchgate.net/profile/Hebatallah_Badawy/publications
- Al-Bsoul, Omar Fathi. (2018). The Impact of Profitability Indicators on The Market Stock Price of the industrial companies listed on The Amman Stock Exchange (in Arabic), **Master Thesis**, Irbid National University, 2.
- Bani-Atta, Mahmoud Yousef. (2019). Characteristics of the Board of Directors and their Impact on Financial Performance: Applied Study on Industrial Companies Listed on The Amman Stock Exchange (in Arabic), **Master Thesis**, Jerash University, 23.
- Palestine Exchange. (2020). Listed Securities (in Arabic). View date: 04/11/2020, Site: <https://web.pex.ps>
- Elthame, Abed Elmnah Ahmed. (2010). The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Financial Performance of Yemeni Banks - An Applied Study (in Arabic), **Scientific Journal of Research and Business Studies SJRBS – Egypt**, 24(3), 169.
- Haddad, Ruwaidah Hanna. (2017). The Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Cash Holdings and their Reflection on Firm Value: Field Study on Manufacturing and Services Companies Listed on the Amman Stock Exchange (in Arabic), **A PhD Thesis**, The World Islamic Science & Education University, 2.
- Al-Helan, Razan Mahmoud. (2016). The Effect of Retained Earnings on the Market Value of Stocks for the Jordanian Manufacturing Companies Listed in Amman Stock Exchange (in Arabic), **Master Thesis**, Al albayt University, 28.
- Khder, Boshra Fadel. (2009). Disclosure of Accounting Information and its Role in Corporate Governance and its Internal Mechanisms (in Arabic), **A PhD Thesis**, Baghdad University, 110.
- Elkheal, Twfek Abed Elmohsen. (2009). The Impact of Governance Mechanisms on the Financial Performance of Saudi Companies - An Applied Study (in Arabic), **Accounting Thought Journal – Egypt**, 13(1), 210-211.
- Reda, Snds Maged. (2011). Corporate Governance Mechanisms and their Role in Reducing the Expectations Gap between the Auditor and the Users of Financial Statements (An Analytical Study of the Views of a Sample of Auditors and Directors of some Departments) (in Arabic),

- Al-Ezzi Journal of Economic and Management Sciences - Al Kufa University - Iraq** , (19), 229-274.
- Elzhem, Alaa Jmeel. (2015). The Role of Corporate Governance Mechanisms in Controlling Social Responsibility Costs - An Applied Study on a Sample of Iraqi Banks (in Arabic), **Al- Qadisiyah Journal of Economic and Management Sciences - Al Qadisiyah University – Iraq**, 17(1), 152-180.
- AlZou'bi, Mohammed Jamal. (2019). The Impact of Capital Structure on Stock Returns in View of Commitment in Principles of Corporate Governance (as Modified Variable) in Industrial Jordanian Companies Listed in Amman Stock Exchange. (in Arabic), **A PhD Thesis**, The World Islamic Science & Education University, 17.
- Al-Sartawi, Abdalmutaleb Mohammed. (2015). The Effect of Corporate Governance on the Performance of the Listed Companies in the Gulf Cooperation Council Countries (in Arabic), **Jordan Journal of Business Administration – Jordan**, 11(3), 705-725.
- Shbeta, Mohmmmed and Elshnawe, Hossen. (2020). The Impact of the Audit Committees' Characteristics on Intellectual Capital Efficiency in Jordanian Commercial Banks "An Empirical Study" (in Arabic), **IUG Journal of Economics and Business Studies – Palestine**, 1(28), 204-227.
- Sharkatly, Huda Mohmmmed. (2015). Effect of Accounting Conservatism and Information Asymmetry on Accounting Earnings' Quality and Firm's Market Value: An Applied study on Jordanian Industrial Companies Listed in Amman Stock Exchange for the period (2006-2013) (in Arabic), **A PhD Thesis**, The World Islamic Science & Education University, 88.
- Untied Securities Company. (2020). Trading Reports. (in Arabic). View date: 05/11/2020, Site: <http://www.united.ps/>.
- El-Sheikh Saleh, Eman Tawfiq. (2014). The Impact of Implementing Financial Performance Indicators on Market Value of Jordanian Industrial Corporations (in Arabic), **Master Thesis**, Amman Arab University, 2.
- Saleh, Ahmed Ali. (2006). Building Intellectual Capital Portfolios of Cognitive Styles and Their Relevance to Corporate Governance Testing Study of Sample Opinions of some Companies Officials in Mixed Industrial Sector in Baghdad (in Arabic), **A PhD Thesis**, Baghdad University, 128.
- Al-Sarayrah, Hanan Abdul Salam. (2015). Dividend Policies and their Impact on the Market Value of Corporations: An Empirical Study on the Jordanian Industrial Sector (in Arabic), **Master Thesis**, Mutah University, 48.
- Ta,ani, Ammar Mohammed. (2017). The Role of Factors Related to Enhancing the level of Voluntary Disclosure in the Financial Reports Published by Jordanian Insurance Companies: An Empirical study (in Arabic), **Master Thesis**, Jadara University, 28.
- Obaid, Eman Mohammed. (2017). The Effect of Accounting Conservatism in Financial Reports on Market Value of Jordanian Shareholding Companies Listed on Amman Stock Exchange (in Arabic), **Master Thesis**, Zarqa University, 33.
- Ali, Elham Mohmmmed. (2011). Evaluate the Impact of Differences in Corporate Ownership Structures on the Quality of Financial Reporting (in Arabic), **Master Thesis**, Helwan University, 11.
- Gujarati, D. (2019). **Econometrics by Example** (in Arabic), (Translated by Maha Zaki), Cairo: Homysra Publishing and Distribution. (Original work was published in 2009), 462-482.
- Almawas, Odai Ahmad. (2017). The Impact Of The Cashflows On The Market Value Of The Industrial Companies With Public Shareholding Listed In Amman Stock Exchange (in Arabic), **Master Thesis**, Amman Arab University, 22.
- Almomani, Heba Salem. (2018). Impact of Corporate Governance on Performance of Jordanian Commercial Banks (in Arabic), **Master Thesis**, Al albayt University, 26.

- Naser, Sana Usef. (2019). The Role of Audit Quality on the Market Malue Applied Study on the Industrial Companies Listed on the Amman Stock Exchange (in Arabic), **IUG Journal of Economics and Business Studies – Palestine**, 1(27), 120-138.
- Hilal, Ahmed Kamal. (2012). The Impact of Ownership Structure and Audit Committee Characteristics on Earnings Management - A Field Study (in Arabic), **Master Thesis**, Cairo University, 12.
- Palestine Capital Market Authority. (2020). Code of Corporate Governance in Palestine (in Arabic). View date: 01/11/2020, Site: <https://www.pcma.ps/SitePages/home.aspx>
- Alweshah, Muaweyah Walid. (2020). The Impact of Quality Cost on Financial Performance of Jordanian Islamic Banks (in Arabic), **A PhD Thesis**, The World Islamic Science & Education University, 87.

المراجع الأجنبية:

- Aboagye-Otchere, F., Bedi, I., & Kwakye, T. O. (2012). Corporate governance and disclosure practices of Ghanaian listed companies. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, 2(2), 140-141.
- Ahulu, H., & MacCarthy, J. (2019). Does Corporate Governance Structures Predict Firm's Market Value? Empirical Evidence from Ghana. **International Journal of Economics and Financial Issues**, 10(1), 52-58.
- Al Attar, M., & Jordan, J. (2016). Corporate governance and financial statement disclosure quality in Jordanian commercial banks. **International journal of Economics and Finance**, 8(10), 192-205.
- Al-Ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H. (2020). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. **Research in International Business and Finance**, 51, 101083.
- Azzoz, A. R. A., & Khamees, B. A. (2016). The Impact of Board of Directors and Audit Committees on Stock Return of Jordanian Financial Companies. **Dirasat: Administrative Sciences**, 43(2), 923-942.
- Bajaher, M. (2020). Corporate Governance and Financial Performance: An Empirical Study on Cement Companies Listed in Saudi Stock Market. **Jerash for Research and Studies**, 20(2), 697-711.
- Barros, C. P., Boubaker, S., & Hamrouni, A. (2013). Corporate governance and voluntary disclosure in France. **Journal of Applied Business Research (JABR)**, 29(2), 564.
- Buniamin, S., Alrazi, B., Johari, N. H., & Abd Rahman, N. R. (2008). An investigation of the association between corporate governance and environmental reporting in Malaysia. **Asian Journal of Business and Accounting**, 1(2), 65-99.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all?. **Journal of financial economics**, 87(2), 329-356.
- Fathi, J. (2013). Corporate governance and the level of financial disclosure by Tunisian firm. **Journal of Business Studies Quarterly**, 4(3), 95-111.
- Gujarati, D. N. (2004). **Basic Econometrics**. (4th), New York: McGraw-Hill Companies, 109.
- Gujarati, D., Porter, D., and Sangeetha, G. (2017). **Basic Econometrics**. (5th), New York: McGraw-Hill Companies.
- Gunawan, A. (2019). The Role Of Corporate Governance Mechanism On Voluntary Disclosure. **Jurnal Akuntansi**, 23(1), 127-142.

- Habbash, M. (2015). Corporate governance, ownership, company structure and environmental disclosure: Evidence from Saudi Arabia. **Journal of Governance and Regulation**, 4(4), 460-470.
- Handayani, B. D., Rohman, A., Chariri, A., & Pamungkas, I. D. (2020). Corporate Financial Performance on Corporate Governance Mechanism and Corporate Value: Evidence from Indonesia. **Montenegrin Journal of Economics**, 16(3), 161-171.
- Hasan, D., & Khamees, B. A. (2016). Corporate Governance Mechanisms and Supplementary Commentary on the Primary Financial Statements. **Dirasat, Administrative Sciences**, 43(2), 977.
- Johl, S. K., Kaur, S., & Cooper, B. J. (2015). Board characteristics and firm performance: Evidence from Malaysian public listed firms. **Journal of Economics, Business and Management**, 3(2), 239-243.
- Khan, A., Tanveer, T., & Malik, U. (2017). An empirical analysis of corporate governance and firm value: Evidence from KSE-100 Index. **Accounting**, 3(2), 119-130.
- Khanh, V., Hung, D., Van, V., & Huyen, H. (2020). A study on the effect of corporate governance and capital structure on firm value in Vietnam. **Accounting**, 6(3), 221-230.
- Kohli, N., & Saha, G. C. (2008). Corporate governance and valuations: Evidence from selected Indian companies. **International Journal of Disclosure and Governance**, 5(3), 236-251.
- Liu, Q., & Lu, Z. J. (2007). Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective. **Journal of Corporate Finance**, 13(5), 881-906.
- Lutz, S., Hegazy, K., Mohamed, E. K. A., & Basuony, M. A. K. (2020). International ownership and firm performance in Arab economies [Special issue]. **Corporate Ownership & Control**, 17(4), 308-318.
- Malelak, M. I., Soehono, C., & Eunike, C. (2020). **Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: Indonesia Evidence**. In SHS Web of Conferences (Vol. 76, p. 01027). EDP Sciences.
- Mertzanis, C., Basuony, M. A., & Mohamed, E. K. (2019). Social institutions, corporate governance and firm-performance in the MENA region. **Research in International Business and Finance**, 48, 75-96.
- Müller, V. O. (2014). The impact of board composition on the financial performance of FTSE100 constituents. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, 109(8), 969-975.
- Ngwakwe, C., Ganda, F., & John, O. (2014). Independent Board of Directors and Corporate Sustainability: a South African and Nigerian Perspective. **Journal of Governance and Regulation**, 3(1), 58-68.
- Rouf, D. (2011). The relationship between corporate governance and value of the firm in developing countries: Evidence from Bangladesh. **The International Journal of Applied Economics and Finance**, 5, 237-244.
- Saha, R., & Kabra, K. C. (2019). Does corporate governance influence firm performance? Evidence from India. **Economics and Business Review**, 5(4), 70-89.
- Sahrul, M., & Novita, S. (2020). Ownership Structure, Firm Value and Mediating Effect of Firm Performance. **Jurnal Akuntansi**, 24(2), 219-233.
- Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K., & Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. **Advances in Accounting**, 28(1), 170.
- Song, L. (2015). Accounting disclosure, stock price synchronicity and stock crash risk. **International Journal of Accounting & Information Management**, 23(4), 349-363.
- Suffah, R., & Riduwan, A. (2016). Pengaruh profitabilitas, leverage, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan. **Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)**, 5(2).

- Talpur, S., Lizam, M., & Keerio, N. (2018). Determining firm characteristics and the level of voluntary corporate governance disclosures among Malaysian listed property companies. **In MATEC Web of Conferences**, 150, 1-6.
- Yasser, Q. R., Entebang, H. A., & Mansor, S. A. (2011). Corporate governance and firm performance in Pakistan: The case of Karachi Stock Exchange (KSE)-30. **Journal of economics and international finance**, 3(8), 482-491.
- Zabri, S. M., Ahmad, K., & Wah, K. K. (2016). Corporate governance practices and firm performance: Evidence from top 100 public listed companies in Malaysia. **Procedia Economics and Finance**, 35, 287-296.