

أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في
سوق فلسطين للأوراق المالية

The Impact of Corporate Governance Effectiveness on Financial Performance for Listed Companies on the Palestine Securities Exchange

إعداد

عدنان عبد المجيد عبد الرحمن قباچه

إشراف

الدكتور: محمد وهيب العلمي

قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات منح درجة دكتوراه الفلسفة في التمويل

كلية الدراسات الإدارية و المالية العليا

جامعة عمان العربية للدراسات العليا

شباط، 2008

التفويض

أنا عدنان عبد المجيد قباجه أفوض جامعة عمان العربية للدراسات العليا بتزويد نسخ من أطروحتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبها.

الأسم: عدنان عبد المجيد عبد الرحمن صباوي

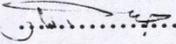
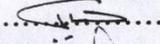
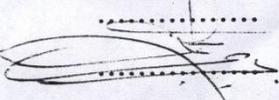
التوقيع: 

التاريخ: ٢٠١٨ / ٤ / ١٤

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الأطروحة و عنوانها أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء
المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية
و أجازت بتاريخ 12/2/2008

أعضاء لجنة المناقشة:

التوقيع	رئيساً	الأستاذ الدكتور حنان النجار
	عضواً	الأستاذ الدكتور هشام غرايبة
	عضواً	الأستاذ الدكتور مؤيد الدوري
	عضواً و مشرفاً	الدكتور محمد وهيب العلمي

شكر وتقدير

أشكر الله سبحانه وتعالى الذي ألهمني الطموح وسدد خطاي.
وأقدم بجزيل الشكر والعرفان للدكتور محمد وهيب العلمي الذي اشرف على هذا العمل ولم يبخل بجهد أو نصيحة وكان مثلاً للعالم المتواضع.
كما أشكر الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المشاركة الأستاذ الدكتور حنان النجار، والأستاذ الدكتور هشام غرايبة، والأستاذ الدكتور مؤيد الدوري على تفضلهم بقبول مناقشة هذه الأطروحة. ولا يفوتني أن اشكر الزوجة رائدة شحدة الدودة لتحملها مشاق طباعة الرسالة والتعديلات الكثيرة، وشكري وامتناني إلى الأستاذ عبد المنعم قباجه الذي قضى من وقته في المراجعة اللغوية للمخطوطة. والأستاذ محمد نعيم قباجه لمساعدته القيمة.

الإهداء

إلى ينبوع الحب والحنان

أبي وأمي

إلى من كان تشجيعهم ودعمهم سراجاً أنار لي الطريق

زوجتي وأبنائي

إلى من كانت نصائحهم ورداً زرعت في دربي

أخوتي وأختي

فهرس المحتويات

ب.....	التفويض
ج.....	قرار لجنة المناقشة
د.....	شكر وتقدير
ه.....	الإهداء
و.....	فهرس المحتويات
ح.....	قائمة الجداول
ك.....	قائمة الأشكال
ل.....	فهرس الملاحق
م.....	ملخص
س.....	Abstract
1.....	الفصل الأول مدخل إلى الدراسة
2.....	1/1 المقدمة
4.....	2/1 مشكلة الدراسة
5.....	3/1 عناصر الدراسة:
6.....	1/4 المفاهيم الرئيسية للدراسة
11.....	5/1 فرضيات الدراسة:
13.....	6/1 تصميم الدراسة والمعالجة الإحصائية:
19.....	7/1 أهمية الدراسة
20.....	8/1 محددات الدراسة:
21.....	9/1 خطة الدراسة
22.....	الفصل الثاني الإطار النظري والدراسات ذات الصلة بنظام الحاكمية المؤسسية
23.....	1/2 المقدمة
25.....	2/2 نشأة الحاكمية المؤسسية وتطورها
39.....	3/2 أهداف الحاكمية المؤسسية
41.....	4/2 الأطراف المعنية بتطبيق الحاكمية المؤسسية
44.....	5/2 المحددات لتطبيق الحاكمية المؤسسية
47.....	6/2 مبادئ الحاكمية المؤسسية
56.....	7/2 مفهوم فاعلية الحاكمية المؤسسية
58.....	8/2 الربط بين الحاكمية المؤسسية والأداء المالي
62.....	9/2 المظاهر السلبية لغياب الحاكمية المؤسسية
64.....	10/2 الحاكمية المؤسسية في الدول العربية

76	11/2 الحاكمية المؤسسية في فلسطين.....
79	12/2 الدراسات السابقة.....
100	الفصل الثالث الطريقة والإجراءات.....
101	1/3 مجتمع الدراسة والعينة:.....
104	2/3 أدوات الدراسة:.....
107	3/3 إجراءات الدراسة:.....
108	الفصل الرابع نتائج الدراسة (Results).....
109	1/4 المقدمة.....
111	2 /4 عرض وتحليل خصائص عينة الدراسة:.....
115	3/4 عرض وتحليل نتائج الدراسة:.....
181	الفصل الخامس الاستنتاجات والتوصيات.....
182	1/5 الاستنتاجات:.....
184	2/5 التوصيات.....
187	قائمة المراجع.....
188	1/6 المراجع العربية.....
192	2/6 المراجع الأجنبية.....
203	الملاحق.....
204	1/7 الاستبانة.....
214	2/7 قائمة الشركات المدرجة في العينة.....

قائمة الجداول

رقم الجدول	المحتوى	الصفحة
1	قطاعات مجتمع الدراسة للعام 2005 .	96
2	معدل النمو في مؤشر القدس للفترة (1997-2006).	97
3	القطاعات في مجتمع وعينة الدراسة.	98
4	المكلفين بممارسة الحاكمية المؤسسية في عينة الدراسة.	99
5	تدرج مستويات ممارسة الحاكمية المؤسسية.	101
6	توزيع عينة الدراسة.	106
7	المؤهل العلمي لعينة الدراسة.	107
8	تخصص عينة الدراسة.	107
9	الخبرة العملية لعينة الدراسة.	108
10	توزيع أفراد العينة حسب المشاركة في الدورات المرتبطة بمبادئ الحاكمية المؤسسية.	109
11	المقياس الخماسي لإجابات عينة الدراسة .	110
12	إجابات عينة الدراسة بخصوص مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة.	111
13	إجابات عينة الدراسة بخصوص الإفصاح والشفافية.	113
14	إجابات عينة الدراسة بخصوص حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم.	115
15	إجابات عينة الدراسة بخصوص دور أصحاب المصالح.	117
16	إجابات عينة الدراسة بخصوص التدقيق والرقابة الداخلية.	119
17	المؤشر الكلي والمؤشرات الفرعية للحاكمية المؤسسية للشركات في العينة.	122
18	مؤشر الحاكمية المؤسسية للقطاعات في العينة (Corporate Governance Index 0~75).	123
19	المؤشر الفرعي لمبدأ مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة (Sub-Index 0~15) على مستوى القطاعات.	124
20	المؤشر الفرعي لمبدأ الإفصاح والشفافية (Sub-Index 0~15) على مستوى القطاعات.	125
21	المؤشر الفرعي لمبدأ حقوق المساهمين والمعاملة العادلة (Sub-Index 0~15) على مستوى القطاعات.	125
22	المؤشر الفرعي لمبدأ دور أصحاب المصالح (Sub-Index 0~15) على مستوى القطاعات.	126
23	المؤشر الفرعي لمبدأ التدقيق والرقابة الداخلية (Sub-Index 0~15) على مستوى القطاعات.	127

128	تدرج فاعلية الحاكمية المؤسسية في العينة.	24
129	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمؤشرات الأداء المالي للشركات في العينة للفترة (2005-2006) .	25
130	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمؤشرات الأداء المالي لأعلى وأدنى 10 شركات في مؤشر الحاكمية المؤسسية للفترة (2005-2006).	26
132	معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية .	27
133	اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	28
134	معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	29
135	اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	30
136	معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	31
137	اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	32
138	معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	33
139	اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	34
140	معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	35
141	اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	36
142	معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وتباين سعر السهم اليومي (Daily Stock Volatility) للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	37
143	اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وتباين سعر السهم اليومي (Daily Stock Volatility) للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	38
146	معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	39
147	اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	40

41	معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	149
42	اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	150
43	معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين سعر السهم الى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	152
44	اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين سعر السهم الى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	153
45	معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين القيمة السوقية الى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية	155
46	اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين القيمة السوقية الى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	156
47	معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين Tobin's q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	158
48	اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين Tobin's q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	159
49	معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و المتغيرات الضابطة وبين تباين سعر السهم اليومي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	161
50	اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين تباين سعر السهم اليومي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	162
51	معامل ارتباط بيرسون بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	164
52	معامل ارتباط بيرسون بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و العائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	165
53	معامل ارتباط بيرسون بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	167
54	معامل ارتباط بيرسون بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	168
55	معامل ارتباط بيرسون بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	170
56	معامل ارتباط بيرسون بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وتباين سعر السهم اليومي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	171

قائمة الأشكال

الصفحة	المحتوى	رقم الشكل
13	المتغيرات المستقلة والتابعة في نموذج الدراسة	1
40	الأطراف المعنية بممارسة الحاكمية المؤسسية	2
44	محددات تطبيق مفهوم الحاكمية المؤسسية	3
48	مبادئ الحاكمية المؤسسية	4

فهرس الملاحق

الصفحة	المحتوى	رقم الملحق
195	الاستبانة	1/7
205	قائمة الشركات المدرجة في العينة	2/7

ملخص

أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

إعداد

عدنان عبد المجيد عبد الرحمن قباچه

إشراف

الدكتور : محمد وهيب العلمي

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. وتم اختيار عينة عشوائية طبقية من عشرين شركة ، أي ما نسبته 71.4 % من مجتمع الدراسة البالغ 28 شركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للعام 2005، واستمرت في التداول حتى نهاية العام 2006. تم استخدام الانحدار البسيط والمتعدد لتحديد أثر التغير في المتغير المستقل ممثلاً في جودة الحاكمية المؤسسية على المتغير التابع (الأداء المالي) مقيساً بالعائد على حق الملكية، والعائد على الاستثمار، وسعر السهم إلى ربحيته، والقيمة السوقية إلى الدفترية ، و Tobin's q ، وتباين سعر السهم اليومي .

وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج الهامة، من أبرزها وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية من جهة وبين العائد على حق الملكية، والعائد على الاستثمار، وسعر السهم إلى ربحيته، والقيمة السوقية إلى الدفترية، و Tobin's q من جهة أخرى . وأن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و تباين سعر السهم اليومي، لهذا فإن هذه الدراسة تضيف إلى ما هو قائم دليلا علميا على أن لفاعلية الحاكمية المؤسسية أثراً لا يستهان به على الأداء المالي للشركات.

وأوصت الدراسة بإمكانية اعتماد المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية على مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية نظرا للعلاقة الوثيقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والأداء المالي.

كما أوصت الدراسة بضرورة اعتماد مؤشر للحاكمية المؤسسية في فلسطين ليتم بشكل مستمر تقييم مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية ومستوى الأداء .

Abstract

The Impact of Corporate Governance Effectiveness on the Financial Performance of the Listed Companies on the Palestine Securities Exchange

Prepared by: Adnan Abdel Majid Abdel Rahman Qubbaja

Supervised by : Dr. Mohammad Waheeb Al-Alami

This study aimed at studying the impact of corporate governance effectiveness on the financial performance of the listed companies on the Palestine Securities Exchange (PSE).

A Stratified random sample of 20 companies was selected which represented 71.4% of the population that is 28 companies listed on the PSE in 2005, which also continued to be listed until the end of 2006.

A simple and multiple regression was used to determine the impact of the independent variable that represented the corporate governance effectiveness on the dependent variable which in turn represented financial performance measured by return on equity, return on investment, price earning ratio, market to book value, Tobin's q and daily stock volatility.

The study reached several important results, the most important of which was the existence of a statistical significant positive relationship between the corporate governance effectiveness on one side and the return on equity, return on investment, price earning ratio, market to book value, Tobin's q and daily stock volatility on the other side. A negative statistical significant relationship between corporate governance effectiveness and daily stock volatility was found .

Thus, this study adds to what has already been known about the corporate governance effectiveness which has real impact on the companies` financial performance.

The researcher recommended that :

investors on the PSE rely on corporate governance effectiveness in investment decision making due to the strong relationship between corporate governance effectiveness and financial performance. In addition, he recommended the necessity of relying on the corporate governance indicator to evaluate the corporate governance effectiveness and the financial performance level.

الفصل الأول مدخل إلى الدراسة

1/1 المقدمة

2/1 مشكلة الدراسة

3/1 عناصر الدراسة

4/1 المفاهيم الرئيسية

5/1 فرضيات الدراسة

6/1 تصميم الدراسة والمعالجة الإحصائية

7/1 أهمية الدراسة

8/1 محددات الدراسة

9/1 خطة الدراسة

1/1 المقدمة

تعاظم الاهتمام بمفهوم الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance) في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال العقود القليلة الماضية، وخاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، وكذلك ما شهده الاقتصاد الأمريكي مؤخراً من تداعيات الانهيارات المالية والمحاسبية لعدد من أقطاب الشركات الأمريكية العالمية خلال عام 2002، حيث عزتها العديد من الدراسات لضعف هياكل الحاكمية المؤسسية. (Asian Development Bank Institute, 2004)

وقد أدت أزمات المالية الأخيرة في دول شرق آسيا وروسيا والولايات المتحدة، التي فجرها الفساد الإداري والمالي وسوء الإدارة والفجوة الكبيرة بين مرتبات ومكافآت المديرين التنفيذيين في الشركات وبين الأداء المالي لتلك الشركات، إلى أن تتسم عملية جذب المستويات الكافية من رأس المال بقدر كبير من الصعوبة. فتكبد كثير من المساهمين خسائر مالية فادحة دفعهم، وخاصة المؤسسات الاستثمارية، إلى أن يعلنوا بوضوح أنهم ليسوا على استعداد لتحمل نتائج الفساد وسوء الإدارة. كما أصبح المستثمرون قبل قيامهم بالاستثمار يطالبون بالأدلة والبراهين على أن الشركات التي ترغب في جذب استثماراتهم، تتم إدارتها وفقاً للممارسات السليمة للأعمال التي تضمن تقليل إمكانات الفساد وسوء الإدارة إلى أقل حد ممكن. ويطلق على هذه الممارسات السليمة للأعمال أو الأساليب العلمية الرشيدة التي تدار من خلالها الشركات مفهوم الحاكمية المؤسسية (سليمان، 2006، ص27).

من هذا المنطلق وعلى مدار أكثر من عشر سنوات كان هناك توجه من أجل حاكمية مؤسسية أفضل للمنظمات وخاصة للشركات المساهمة العامة وقد اتسع هذا التوجه ليشمل نطاقاً أوسع من المنظمات وذلك للأسباب التالية:

1. ظهور حالات عديدة من الاحتياالات والافلاسات في الشركات المساهمة العامة.
 2. أصبح نشاط المستثمرين والمساهمين في السنوات الأخيرة أكثر صراحة ومطالبة بموضوع الحاكمية المؤسسية لما في ذلك من تأثير على طبيعة قراراتهم الاستثمارية ورشدها.
- و تكمن أهمية الحاكمية المؤسسية في الارتباط بين الحاكمية المؤسسية الجيدة أو التي تتحسن في الشركة، وبين تفوق الأداء المالي لها، و ذلك من خلال:

1. أن الحاكمية المؤسسية للشركة هي انعكاس لنوع الإدارة، فالشركات ذات الحاكمية المؤسسية الجيدة تصبح أكثر جذبا للمستثمرين مما يعني زيادة إمكانية الدخول لأسواق رأس المال، ووفرة الائتمان وانخفاض تكلفة التمويل لكل من الدين وحق الملكية من خلال ما تمتلكه الشركة ذات الحاكمية المؤسسية الجيدة من خبرة كافية في خفض التكلفة المرجحة لرأس المال ورفع لقيمتها السوقية و خفض لمخاطرها وزيادة لقدرتها التنافسية و مواجهتها للفساد وهروب رأس المال (Toledo, 2006)

2. أن المستثمرين ليسوا محصورين أو محدودين بأسواق معينة ويمكن أن يتجنبوا الأسهم والأسواق التي تضعف بها الحاكمية المؤسسية، فهم أكثر اهتماماً بالاستثمار في شركات تتمتع بالمستوى المقبول من معايير الحاكمية المؤسسية لتصبح الحاكمية المؤسسية بحد ذاتها معياراً استثمارياً، فقد أصبح المستثمرون يطالبون بمستويات أكثر فاعلية للحاكمية المؤسسية وأصبح على الشركات أن توفر تلك المستويات

3. وإلا أصبحت أسواقها ليست ذات موضوع للمستثمرين (سليمان، 2006، ص24) (Toledo, 2006).

ويمكن للحاكمية المؤسسية السليمة مساعدة المستثمرين في الأسواق المالية (من خلال ما ترسله من إشارات حول الأداء المالي و الأسعار) في اتخاذ قرارات رشيدة ولعل المستثمرين في الأسواق الناشئة أحوج لمثل هذه الإشارات والمعلومات خاصة في فلسطين التي تعاني من حالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي وارتفاع في درجة المخاطرة.

ونظراً لحدثة سوق فلسطين للأوراق المالية ونقص المعلومات وعدم توفر الدراسات حول الحاكمية المؤسسية وأثرها على الأداء المالي، ولما لهذا الموضوع من أهمية قصوى في قرارات المستثمرين؛ تأتي هذه الدراسة للكشف عن أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وتكمن أهمية هذه الدراسة في الكشف عن أثر الممارسات السليمة للحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات لأن قدرة الشركة على توليد الأرباح وتقليل المخاطر وزيادة القيمة السوقية محدد أساسي لقرار المستثمر بالاستثمار وللتنبؤ باستمرار المنشأة أو فشلها على المدى الطويل هذا إلى جانب حداثة الموضوع من الناحية النظرية والتطبيقية.

2/1 مشكلة الدراسة

المشكلة الأساسية التي تعالجها الدراسة أن ثقافة الحاكمية المؤسسية لدى الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ليست بالثقافة الشائعة إضافة لعدم وجود هيئة حكومية تشرف على تطبيقها.

ونظراً لحدثة سوق فلسطين للأوراق المالية

وعدم وفرة المعلومات حول مستوى ممارسة الشركات للحاكمة المؤسسية، ولأن الكشف عن هذه الممارسة وأثرها على الأداء المالي يعد من المحددات الرئيسة لقرار المستثمرين بالاستثمار والتنبيؤ باستمرار الشركة أو فشلها على المدى الطويل ، تأتي هذه الدراسة لغرض بيان أثر فاعلية الحاكمة المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، لتساعد المستثمر في هذا السوق على اتخاذ قراره الاستثماري .

3/1 عناصر الدراسة:

إن الغرض من هذه الدراسة يتحقق من خلال الإجابة عن السؤال المتمثل في: (ما هو أثر فاعلية الحاكمة المؤسسية عن الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؟) .

و يمكن تحقيق ذلك عن طريق الإجابة عن التساؤلات الآتية:

1. ما هو أثر فاعلية الحاكمة المؤسسية على العائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؟
2. ما هو أثر فاعلية الحاكمة المؤسسية على العائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؟
3. ما هو أثر فاعلية الحاكمة المؤسسية على سعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؟

4. ما هو أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على القيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة

في سوق فلسطين للأوراق المالية؟

5. ما هو أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على Tobin's Q للشركات المدرجة في سوق

فلسطين للأوراق المالية؟

6. ما هو أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على التباين في سعر السهم اليومي (التذبذب)

لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؟

1/4 المفاهيم الرئيسية للدراسة

1- تعريفات مفاهيمية

* **الحاكمة المؤسسية:** ويقصد بها مدى نجاح المنظمة في المدى الطويل على حل المشكلات الناجمة عن فصل الملكية عن الإدارة مما يتيح للشركة استقطاب رأس المال والعنصر البشري واستخدامهما الاستخدام الأمثل من أجل إنتاج قيمة اقتصادية طويلة الأجل لمساهميها مع احترام مصالح الجهات ذات الصلة والمجتمع كاملاً (اتحاد المصارف العربية، 2003 (أ)، ص 11). (Center For Financial Stability, 2005)، كما عرفها (Toledo, 2006) على أنها (1-d)، حيث (1): عبارة عن الممارسة السليمة للحاكمة المؤسسية التي تهدف لتعظيم ثروة أصحاب المشروع مع الحفاظ على مصالح كافة الأطراف المرتبطة بالشركة أما d: فهو ذلك الجزء أو الحصة من قيمة الشركة الذي تم تحويله لمكاسب شخصية والذي يشكل سلسلة من نشاطات ذات تأثير متناقص على قيمة الشركة. وقد عرف (Jensen and Meckling, 1976) هذه النشاطات على أنها التحايل والخداع المفرط

الذي يوجه لسلب مصادر الشركة وأصولها الملموسة وغير الملموسة.

* **الأداء المالي:** السمة التي تدل على زيادة الثقة في السوق بتعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار والحفاظ على حقوق صغار المساهمين أو المستثمرين (Institutional Shareholders Services, 2005)، وفيما يلي مجموعة من المؤشرات التي استخدمت لقياس الأداء في هذه الدراسة:

- **العائد على حق الملكية (ROE) Return on Equity**، وهو العائد الذي يجنيه المستثمر جراء استثمار أمواله ويعكس طبيعة ممارسات الشركة (Shapiro, 1990,p.125).
- **العائد على الاستثمار (ROI) Return on Investment** وهو قياس لقدرة المنشأة على تشغيل الموجودات وتحقيق الأرباح. ويعد من النسب المهمة لقياس الكفاءة التشغيلية للشركة.
- **سعر السهم إلى ربحيته (P/E) Price-Earning Ratio**: وهو مضاعف ما يدفعه المستثمر لتحقيق دينار واحد من الأرباح بعد الضرائب. (Frank , and Keith, ,p.388). (2004).
- **القيمة السوقية إلى الدفترية (M/B) Market to Book Ratio**: هي النسبة التي تقيس حجم القيمة التي يخلقها المشروع للمساهمين وإذا كانت هذه النسبة أكبر من واحد فإن ذلك يدل على أن المشروع ناجح في قراراته الاستثمارية، إلا أنه يؤخذ على هذه النسبة استخدامها القيمة الدفترية التي تواجه مشكلة التضخم والتغير في الأسعار (Frank, and Keith,) (2004,p391)

• **Tobin's Q**: وهي إحدى النسب التي تعمد لمقارنة قيمة الشركة السوقية بالقيمة الدفترية لأصول الشركة ، والتي فشلت في مواجهة مسألة التضخم ، وإذا كانت قيمة Tobin's Q أكبر من واحد فإن ذلك يعني أن القيمة السوقية للمشروع أكبر من القيمة الدفترية لأصول الشركة، وهذا يعني أن القيمة السوقية تعكس بعض أصول الشركة غير المسجلة مما يشجع الشركات على الاستثمار بشكل أكبر لأن هذه الاستثمارات ذات قيمة سوقية أكبر من السعر الذي تم دفعه ثمناً لها. و هذا يدل على أن المشروع ناجح في قراراته الاستثمارية، أي أنه يستثمر في مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة (Eric and Ross, 1981) (Wolfgang, D.) (2003).

• **تباين سعر السهم اليومي: Daily Stock Volatility** وهو أحد مقاييس المخاطرة التي يعبر عنها بخاصية التذبذب (التباين) في سعر سهم الشركة وعادة ما تقاس بقيمة الانحراف المعياري (Chance, 2004,p.163).

2- التعريفات الإجرائية:

الحاكمة المؤسسية: لقياس الحاكمة المؤسسية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية تم بناء مؤشر حاكمة (Governance- Index) كمتل (Proxy) لقياس فاعلية الحاكمة المؤسسية تم اختياره من ثلاثة مؤشرات سابقة (klapper and Love, 2003); (Brown and Caylor,) (2004); (Toledo, 2006)،

وقد تم بداية بناء 5 مؤشرات فرعية (Sub-indices 0~15) تشكل في مجموعها المؤشر الكلي للحاكمية المؤسسية، (Corporate Governance Index 0~75) وقيس كل مؤشر من المؤشرات الخمسة بواسطة 15 فقرة من فقرات الاستبانة لتحديد مدى التزام الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لمبادئ الحاكمية المؤسسية الممثلة في الآتية وممارستها :

1. حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بين كبار وصغار المساهمين.
2. دور أصحاب المصالح.
3. الإفصاح والشفافية.
4. مسؤوليات مجلس الإدارة
5. التدقيق والرقابة الداخلية.

* (الأداء المالي):

تم قياس الأداء المالي للشركة من خلال مجموعة من المؤشرات:

- العائد على حق الملكية (Return on Equity (ROE)

Net income/ Shareholders Equity

- العائد على الاستثمار (Return on Investment (ROI)

Net Income / Total assets

- سعر السهم إلى ربحيته (Price earning ratio (P/E)

Current Market Price/ Expect 12 months Earning

- القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم (Market to book ratio (M/B)

Market value per share/Book value per share

• **Tobin's Q**

Book value of Assets – Book value of Equity + Market value of Equity / Book value of Assets (Klapper and Love, 2002).

• **Daily Stock Volatility**: لحساب التباين (التذبذب) اليومي في سعر السهم تم إيجاد

الانحراف المعياري للعوائد المركبة المستمرة للسهم Continuous Compounded

Returns (Chance, 2004, p.165) على النحو التالي:

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{t=1}^j \left(r_t^c - \bar{r}^c \right)^2}{j-1}$$

$$\text{Volatility} = \sigma * \sqrt{\text{عدد أيام التداول}}$$

حيث σ^2 : التباين في العائد.

rt : الفرق بين سعري التداول ليومين متتالين ($p_2 - p_1$)

rt^c : Continuously compounded Return، $\ln(1 + rt)$

\bar{r}^c : متوسط العائد في السلسلة الزمنية

j : طول الفترة الزمنية ويعبر عنها بعدد أيام التداول.

5/1 فرضيات الدراسة:

تأسيساً على عناصر المشكلة سيتم اختبار مدى صحة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى:

H0: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق

الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية الثانية:

H0: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على

الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية الثالثة:

H0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى

ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية الرابعة:

H0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية

إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية الخامسة:

H0: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's Q

للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

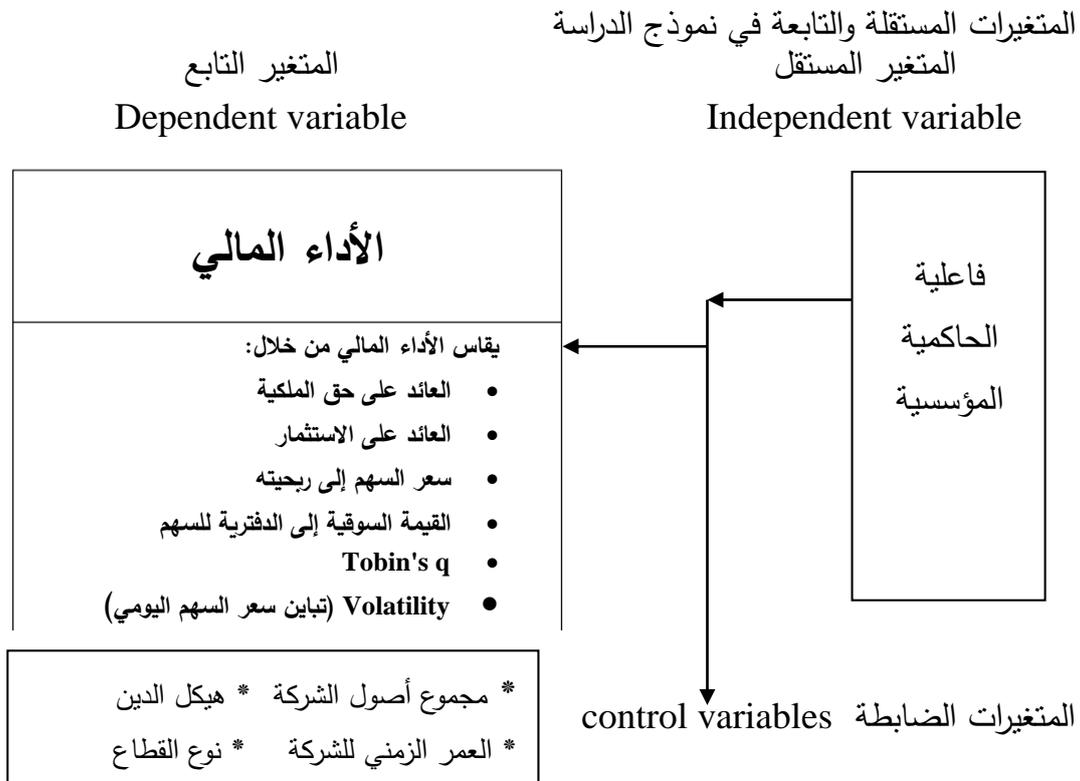
الفرضية السادسة:

H0: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وتباين سعر السهم

اليومي (Daily Stock Volatility) للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وعلى ضوء الفرضيات السابقة فإن نموذج الدراسة يمكن أن يتخذ الشكل التالي:

شكل رقم (1)



6/1 تصميم الدراسة والمعالجة الإحصائية:

إن الهدف الأساسي للدراسات التجريبية في حقل الحاكمية المؤسسية يتمثل في دراسة العلاقة بين الحاكمية المؤسسية والأداء المالي، وللوصول لهذا الهدف فقد بنت الدراسات الحديثة مؤشرات للحاكمية المؤسسية (Corporate Governance - Index) التي وضعت تحت مقياس واحد كافة المعلومات المرتبطة والمتعلقة بسلسلة آليات الحاكمية المؤسسية المتمثلة في هذه الدراسة في: حقوق المساهمين والمساواة بينهم، والإفصاح والشفافية، ودور أصحاب المصالح والأطراف ذات العلاقة، ومسؤوليات مجلس الإدارة، والتدقيق الداخلي والرقابة (Toledo, 2006).

وفي هذه الدراسة فإن مؤشر الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance - Index) الذي استخدم ممثلاً (Proxy) لقياس الحاكمية المؤسسية عبارة عن المتغير المستقل، أما المتغير التابع فهو الأداء المالي للشركات الذي قيس من خلال مجموعة مؤشرات تمثلت في: العائد على حق الملكية، والعائد على الاستثمار، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لسهم الشركة، وسعر السهم على ربحيته، وتباين سعر السهم و Tobin's Q.

أما المتغيرات الضابطة (Control Variables) والتي استخدمت بالتحديد لاختبار ما إذا كانت العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والأداء المالي سببها متغيرات أخرى تم استبعادها يفترض أنها مرتبطة بمستوى الأداء المالي وتمثلت في لوغاريتم قيمة الأصول، ولوغاريتم العمر الزمني للشركة، ونسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول، وهيكل الدين للشركة ممثلاً في مجموع الديون قصيرة الأجل وطويلة إلى مجموع الأصول، إضافة إلى نوع القطاع (Miyajima et al., 2003) أما قضية عدم الموضوعية (Subjectivity) فقد تم التغلب عليها من خلال شمول الاستبانة على عدد كبير ومتنوع من الأسئلة حول مبادئ ممارسة الحاكمية المؤسسية (Asian Development Bank, 2004)

وقد تمثلت المعالجة الأولى وبعد بناء مؤشر الحاكمية في استخدام الانحدار البسيط (Simple Regression) لتحديد أثر التغير في المتغير المستقل ممثلاً في فاعلية الحاكمية المؤسسية على المتغير التابع (الأداء المالي)، بحيث يكون النموذج العام على النحو الآتي:

$$\text{Financial Performance} = \infty + \beta \text{ Gov}_i + e_1$$

$$\text{ROE} = \infty + \beta_1 \text{ Gov}_i + e_2$$

$$\text{ROI} = \infty + \beta_1 \text{ Gov}_i + e_3$$

$$\text{P/E} = \infty + \beta_1 \text{ Gov}_i + e_4$$

$$\text{Tobin's Q} = \infty + \beta_1 \text{ Gov}_i + e_5$$

$$\text{Volatility} = \infty + \beta_1 \text{ Gov}_i + e_6$$

$$\text{M/B} = \infty + \beta_1 \text{ Gov}_i + e_7$$

حيث:

Financial Performance: مؤشرات الأداء المالي (العائد على حق الملكية، والعائد على

الاستثمار، والقيمة السوقية إلى الدفترية للسهم، وسعر السهم إلى ربحيته، وتباين سعر السهم اليومي

و (Tobin's Q)

Gov_i: مؤشر الحاكمية المؤسسية للشركة.

أما المعالجة الثانية فتمثلت في استخدام الانحدار المتعدد (Multiple Regression) نظرا

لإدخال المتغيرات الضابطة في معادلة الانحدار ليصبح الهدف معرفة اثر فاعلية الحاكمية المؤسسية

والمتغيرات الضابطة على المتغير التابع ليكون النموذج المراد اختباره على النحو الآتي:

$$\text{Financial Performance} = \infty + \beta_1 \text{ Gov}_i + \beta_2 \text{ C}_i t + e \dots\dots\dots 8$$

حيث:

C_{it} : عبارة عن متغيرات ضابطة (Control Variables)

و بإدخال المتغيرات الضابطة إلى جانب فاعلية الحاكمية المؤسسية لمعرفة أثر المتغيرات مجتمعة فان النموذج يصبح على النحو الآتي:

$$\text{Financial Performance} = \infty + \beta_1 \text{Gov}_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4 \text{Fixed assets / total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + e \dots\dots\dots 9$$

حيث:

Log assets: عبارة عن لوغريتم مجموع أصول الشركة

Log of Age: لوغريتم العمر الزمني.

Fixed assets: مجموع الأصول الثابتة / مجموع الأصول

Leverage: مجموع الديون / مجموع الأصول

Sector: نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

أما معادلة الانحدار المتعدد لكل مؤشر من مؤشرات الأداء المالي فهي على النحو الآتي:

$$ROE = \infty + \beta_1 \text{Gov}_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4 \text{Fixed assets / total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + e \dots\dots\dots 10$$

$$ROI = \infty + \beta_1 Gov_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4 \text{Fixed assets / total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + e \dots\dots\dots 11$$

$$P/E = \infty + \beta_1 Gov_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4 \text{Fixed assets / total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + e \dots\dots\dots 12$$

$$Tobin's Q = \infty + \beta_1 Gov_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4 \text{Fixed assets / total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + e \dots\dots\dots 13$$

$$Volatility = \infty + \beta_1 Gov_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4 \text{Fixed assets / total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + e \dots\dots\dots 14$$

$$M/B = \infty + \beta_1 Gov_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4 \text{Fixed assets / total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + \dots\dots\dots 15$$

وقد استخدم الباحث الأساليب الإحصائية التالية في تحليل البيانات واختبار الفرضيات:

1. اختبار مصداقية أداة القياس (Reliability Analysis) وقد تم ذلك من خلال:

أ- عرض الاستبانة على عدد من المحكمين في الجامعات.

ب- قياس درجة الثبات الداخلي لمتغيرات الاستبانة والاتساق الداخلي بين ردود المشتركين.

2. الأسلوب الوصفي التحليلي (Descriptive Analysis) من خلال استخدام مقاييس النزعة

المركزية كالوسط ومقاييس التشتت مثل الانحراف المعياري كما تم استخدام حساب التكرارات والنسب المئوية.

3. اختبار التوزيع الطبيعي (Samirnov - Kolmogov) وقد تم من خلال قياس التوزيع

الطبيعي للبيانات.

4. اختبار قوة النموذج (Multicolliniarity) حيث تم استخدامه للتأكد من عدم وجود تداخل

في الفرضيات من خلال مصفوفة الارتباط.

5. اختبار t لاختبار فرضيات الدراسة من حيث القبول أو الرفض.

6. اختبار تحليل التباين (Anova) لاختبار ما إذا كان هناك فرق بالنتائج ذو دلالة إحصائية

تبعاً لاختلاف المتغير ولتحديد مساهمة كل متغير من المتغيرات المستقلة والضابطة في

التأثير على المتغير التابع.

7/1 أهمية الدراسة

لعل أهمية الحاكمية المؤسسية تؤكد الأبحاث التي قامت بها شركة (Mickinsey, 2002) لاستقراء آراء المستثمرين بخصوص ممارسة الحاكمية المؤسسية في الشركات وهم الذين أقرروا أن السعر الذي يقبلون دفعه للحصول على أسهم شركات تمارس الحاكمية المؤسسية بفاعلية أعلى من السعر المستعدون لدفعه لأسهم شركات تمارس الحاكمية المؤسسية بكفاءة أقل لما لهذه الكفاءة من انعكاس على الأداء المالي للشركات وهو ما يمكن قياسه من خلال العائد على حق الملكية، والعائد على الاستثمار، وسعر السهم إلى ربحيته Price/ Earning ratio، والقيمة السوقية إلى الدفترية، Tobin's q، وتباين العائد (Volatility). (Institutional Shareholders Services, 2005) وغيرها من المؤشرات التي تثير اهتمام المستثمرين وكسب ثقتهم في الأسواق المالية وتساعدهم في قراراتهم الاستثمارية، لذا فإن أهمية الدراسة تكمن في:

1. إظهار أثر ممارسة الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي.
2. تزويد المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية بالمعلومات حول مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وعلاقة هذا المستوى من الحاكمية المؤسسية بالأداء المالي لتمكنهم من التنبؤ بمستقبل الشركة وقدرتها على البقاء، علماً بأن سوق فلسطين من الأسواق الناشئة والمستثمر أحوج ما يكون لاتخاذ قرارات رشيدة نظراً لعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي وارتفاع درجة المخاطرة.

3. تزويد سوق فلسطين للأوراق المالية التي تشكل إحدى الجهات الرقابية التي تعنى بمهام الإشراف وتنظيم أعمال الشركات في مختلف القطاعات بتصنيف تدريجي حول ممارسة الحاكمية المؤسسية في الشركات من خلال (Governance -Index) .
4. تزويد الهيئات التشريعية الفلسطينية التي تقوم بإصدار العديد من القوانين والأنظمة بالأساس لتطوير إجراءات نظام حاكمية مؤسسية جيد بعد أن تم عرض مدى اتساق الأنظمة والقوانين المعمول بها في فلسطين مع مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (Organization For Economic Co-operation and Development (OECD)).
5. فتح المجال أمام الدراسات الأخرى للبحث نظراً لحدثة هذا الموضوع على المستوى النظري والتطبيقي وافتقار فلسطين لمثل هذه الدراسات.

8/1 محددات الدراسة:

إن أهم محددات الدراسة تتمثل في ما يلي:

1. غطت الدراسة فترة زمنية قصيرة 2005 – 2006 وهي الفترة ما بعد صدور قانون الأوراق المالية للعام 2004 ونظامي الإفصاح والإدراج المقرين في التاسع من أيار عام 2005 نظراً لضعف التزام الشركات قبل صدور تشريعات وأنظمة توجب الالتزام بها (Aggrawal and Williamson, 2006)، ولعل اقتصار الدراسة على فترة زمنية قصيرة يعود لضرورة حداثة البيانات المالية التي تستخدم في دراسة العلاقة بين الحاكمية المؤسسية والأداء المالي نظراً للتغير والتطور السريع الذي تتعرض له الشركات.

(Ashbaugh et al.,2004); (Kim & Durnev,2005); (Mangena & Taurinigana, 2006)

2. صعوبة ومخاطر التنقل بين المدن الفلسطينية حد من قدرة الباحث على استرداد عدد أكبر من استبانات الدراسة.

9/1 خطة الدراسة

في إطار المشكلة وأهميتها وطبقاً لهدفها وعلى ضوء حدودها ومنهجها يرى الباحث تقسيم

هذه الدراسة بالإضافة لما ورد في الفصل الأول إلى ما يلي:

الفصل الثاني: الخلفية النظرية لموضوع الدراسة والدراسات ذات الصلة و ما تسهم به هذه الدراسة.

الفصل الثالث: الطريقة والإجراءات شاملاً مجتمع الدراسة، والعينة، وأدوات الدراسة،

والإجراءات، وأخيراً تصميم الدراسة والمعالجة الإحصائية.

الفصل الرابع: نتائج الدراسة.

الفصل الخامس: الاستنتاجات والتوصيات.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات ذات الصلة بنظام الحاكمية المؤسسية

Review of Related Literature

1/2 مقدمة

2/2 نشأة الحاكمية المؤسسية وتطورها.

3/2 أهداف الحاكمية المؤسسية.

4/2 الأطراف المعنية بتطبيق الحاكمية المؤسسية.

5/2 المحددات لتطبيق الحاكمية المؤسسية.

6/2 مبادئ الحاكمية المؤسسية (OECD, 2004).

7/2 مفهوم فاعلية الحاكمية المؤسسية.

8/2 الربط بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والأداء المالي .

9/2 المظاهر السلبية لغياب الحاكمية المؤسسية.

10/2 الحاكمية المؤسسية في الدول العربية.

11/2 نظام الحاكمية المؤسسية في فلسطين.

12/2 الدراسات السابقة.

13/2 ما تساهم به الدراسة.

1/2 المقدمة

أصبحت الحاكمية المؤسسية من الموضوعات الملحة على جدول أعمال المؤسسات والمنظمات الدولية، فهناك سلسلة من الأحداث التي وقعت خلال العقد الماضي وضعت قضية الحاكمية المؤسسية على قمة اهتمامات كل من مجتمع الأعمال الدولي والمؤسسات المالية الدولية، منها انهيار شركة (Enron) وشركة (World Com)، وأزمة المدخرات في الولايات المتحدة، والفجوة القائمة بين مكافآت الإدارة وأداء الشركة وغيرها من الأحداث التي دعت إلى التغيير في الدول المتقدمة. وقد حدثت مؤخراً فضائح كبيرة وأزمات اقتصادية أو حالات فشل مؤسسي في روسيا وآسيا والولايات المتحدة جعلت الحاكمية المؤسسية تطفو على السطح في الدول النامية والاقتصاديات المتحولة والأسواق الناشئة (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005، (ب)، ص. 3)

ونظراً للتزايد المستمر الذي يكتسبه الاهتمام بهذا المفهوم فقد حرص عدد من المؤسسات الدولية على تناول هذا المفهوم بالدراسة والتحليل، وعلى رأس هذه المؤسسات كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD التي أصدرت في عام 1999 مبادئ الحاكمية المؤسسية لكل من الشركات العامة والخاصة سواء المتداولة أو غير المتداولة بأسواق المال من خلال تقديم عدد من الخطوط الإرشادية لتدعيم إدارة الشركات وكفاءة أسواق المال واستقرار الاقتصاد ككل. وعزز هذا الهدف المنظمة العالمية لمشرفي الأوراق المالية (IOSCO) (International Organization For Securities Commission) التي أكدت في مايو 2002 أهمية انتهاج مبادئ OECD للحاكمية المؤسسية، وذلك للحفاظ على سلامة أسواق المال واستقرار الاقتصاديات (IOSCO, 2002).

ولكون آلية الحاكمية المؤسسية إحدى أهم آليات اقتصاد المعرفة فإن الاهتمام بها لم يقتصر فقط على المنظمات والمؤسسات الدولية بل تعداه ليشمل المنظمات والمجامع العلمية والمهنية الدولية (Demirag et al., 2000) نظراً لدورها في تجنب الشركات التعرض لحالات التعثر والفشل والإفلاس المالي والإداري، فضلاً عن دورها في تعظيم قيمة الشركة في السوق، وضمان بقائها ونموها واستمرارها في دنيا الأعمال دولياً وإقليمياً ومحلياً (Reed, 2005).

لذلك تشهد بيئة الأعمال العالمية سباقاً نحو تبني مفهوم الحاكمية المؤسسية كجزء من برامج الإصلاحات الاقتصادية في كل دولة، لأغراض تحسين الأداء الاقتصادي والإداري على المستوى الكلي. لذلك تتعاون جهود واهتمامات منظمات الأعمال بدول العالم المختلفة في ممارسة هذا المفهوم، لأهميته في التأكيد على حسن الأداء المالي والإداري لهذه المنظمات، وأيضاً لأهميته في تعظيم المنافع لكل من أصحاب حقوق الملكية والأقلية والأطراف الأخرى ذات العلاقة والمصالح في كل القطاعات. وبناءً على الحقائق السابقة يعرض الباحث في هذا الفصل تطور الحاكمية المؤسسية وتطور مفهومها، وأهداف الحاكمية المؤسسية والمحددات لتطبيقها، ومبادئ OECD ، والربط بين الحاكمية المؤسسية والأداء المالي، والمظاهر السلبية لغياب الحاكمية المؤسسية، والحاكمة المؤسسية في الدول العربية، ونظام الحاكمية المؤسسية في فلسطين، والدراسات ذات الصلة وأخيراً ما تسهم به هذه الدراسة.

2/2 نشأة الحاكمية المؤسسية وتطورها

إذا بحثنا في الأدبيات الاقتصادية للحاكمية المؤسسية نجد أن شركة Berle and Means في العام 1932 أول من تناول موضوع فصل الملكية عن الإدارة حيث قامت الشركة بنشر دراسة تحت عنوان *The Modern Corporate and Private Property* في الولايات المتحدة. وكانت الدراسة البذرة التي ألقى الضوء على نوعية المشاكل التي يمكن أن تحصل عندما يتم فصل ملكية الشركة عن إدارتها والرقابة عليها. فعلى سبيل المثال كيف يتسنى للممولين التأكد أن مديري الشركة لن يهدروا رأس مال الشركة أو التمويل الذي يقومون باستثماره في الشركة؟ وكيف يستطيع الممولون التأكد من أن أعضاء مجلس إدارة الشركة لا يصبحون ذوي سلطة كبيرة ويستخدمون هذه السلطة بطرق ربما لا تخدم مصالح المنظمة أو الممولين؟ (Berle and Means, 1932). بعد ذلك وفي الأعوام 1976 و 1980 تطرق كل من (Jensen and Meckling, 1976) ؛ (Fama, 1980) إلى مشكلة الوكالة وحتمية الصراع بين الإدارة والمالكين في حالة الفصل بينهما نتيجة الممارسات السلبية التي تضر بالشركة وبالصناعة بشكل عام. ولسد هذه الفجوة فقد رأى (William, , p.78) (1978) أن آليات الحاكمية المؤسسية السليمة تأتي لسد مثل هذه الفجوة بشكل يعظم قيمة المشروع ويحدث التوازن بين كافة أطراف العلاقة في الشركة.

من هنا يمكن القول إن الحاجة للحاكمية المؤسسية تتبع من الفصل بين الملكية والإدارة في الشركات المساهمة العامة. فالمستثمرون يسعون إلى استثمار رؤوس أموالهم في مؤسسات مدرة للربح لكي يتمتعوا بأرباحهم فيما بعد، ولكن كثيراً منهم لا يجدون الوقت ولا يمتلكون الخبرة اللازمة لتشغيل شركة، وضمن الحصول على عائد الاستثمار،

ونتيجة ذلك يوظف المستثمرون موظفين من ذوي الخبرة في الإدارة لتستمر أعمال الشركة اليومية مع الأخذ في الاعتبار زيادة ربحها وتحسين أدائها على المدى الطويل. (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005، (أ)، ص. 12) إلا أن العائق الرئيس في هذا الموضوع أن المديرين أو الإداريين ليسوا هم مالكو الشركة في الغالب وبالتالي لن يتحملوا وطأة ضياع الاستثمارات وفقدان الأرباح في حالة فشل الشركة. ويترتب على ذلك احتمال قيام المديرين و/ أو الإداريين بأعمال تخفض من قيمة استثمارات المساهمين، فقد يكونون أقل اهتماماً مما ينبغي بمراقبة عمليات الشركة الداخلية أو قد يغامرون أكثر من اللازم عندما تتعرض مراكزهم للخطر، وقد لا يميلون إلى المغامرة إذا كانت مراكزهم مضمونة. وقد يحولون دون اندماج الشركة مع أخرى رغم الفائدة على المدى الطويل، وقد يحرصون نشاطهم بالاستثمارات المنهارة التي يجيدون إدارتها لكنها غير مربحة، وكذلك قد يسلب المديرين أموال الشركة من خلال قيامهم بنشاطات لحسابهم (Tirole, 2005) وهذه التصرفات تؤثر بالسلب على الأداء المالي للشركة وتبرز الحاجة إلى تطبيق حاكمية مؤسسية سليمة.

ولكن الحاكمية المؤسسية لم تكن ظاهرة بشكل كبير كظهورها الآن بعد انهيار عدة شركات عملاقة ذات طابع دولي، حيث تعرضت العديد من الشركات (خاصة الأمريكية) لفضائح مالية، ونتيجة للعديد من التحريات المتعاقبة فقد تمكنت الهيئات التشريعية والقانونية من تحديد بعض أسباب الفشل منها فشل الرقابة المالية، وتحديد الإسهامات غير المشروعة مثل تقديم الرشاوى، الأمر الذي دفع الجهات القانونية في الولايات المتحدة إلى إصدار قانون مكافحة الفساد عام 1977 ليتضمن قواعد محدودة الصياغة، ومراجعة نظام الرقابة الداخلية في الشركات (أبو زر، 2006، ص. 34).

وفي العام 1987 قامت اللجنة الوطنية الخاصة بالانحرافات في إعداد القوائم المالية في الولايات المتحدة (National Commission on Fraudulen Financial Reporting) التابعة لـ Security Exchange Commission (SEC) بإصدار تقريرها (Tread way) الذي تضمن مجموعة من التوصيات الخاصة بتطبيق قواعد الحاكمة المؤسسية وما يرتبط بها من منع حدوث الفشل والتلاعب في إعداد القوائم المالية وذلك عن طريق الاهتمام بمفهوم نظام الرقابة الداخلية، وتقوية مهنة المراجعة الخاصة أمام مجالس إدارة الشركات، وضرورة وجود بيئة رقابية سليمة ولجان مستقلة للتدقيق، ومراجعة داخلية أكثر موضوعية، بشكل يدعو لضرورة الإفصاح عن مدى فعالية الرقابة الداخلية (سليمان، 2006، ص. 83).

ونظراً لارتباط الاقتصاد الأمريكي بالاقتصاد في المملكة المتحدة وانهيار الشركات الذي ظهر في أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات، (وأدى إلى زيادة القلق لكل من المساهمين والمصارف على استثماراتهم)، ظهر العديد من التقارير التي تؤكد على أهمية الالتزام بمبادئ الحاكمة المؤسسية في المملكة المتحدة. وكان لبورصة لندن London stock Exchange دور بارز في هذا المجال، حيث صدر تقرير كادبري Cadbury Report عام 1992 ليؤكد أهمية الحاكمة المؤسسية في زيادة ثقة المستثمرين في عملية إعداد القوائم المالي ومراجعتها . وبالرغم من أن التوصيات التي يتبناها هذا التقرير غير ملزمة للشركات المسجلة في بورصة لندن، إلا أن البورصة ترغم الشركات على أن تحدد في تقريرها السنوي مدى التزامها بتلك التوصيات (سليمان، 2006، ص. 76). وقد ساعدت توصيات تقرير كادبري في التأثير على تطورات أساليب ممارسة الحاكمة المؤسسية في المنظمات ليس في بريطانيا فقط

ولكن في بلدان كثيرة من العالم. وقد شمل التقرير مجموعة من المبادئ تتعلق بمجلس الإدارة، وأعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين وغير التنفيذيين والإبلاغ المالي والرقابة (Cadbury, 1992). ومن هذه التوصيات:

- يجب على الشركة أن تنشئ لجاناً رئيسة لمساعدة مجلس الإدارة مثل لجنة تدقيق داخلي تتكون من الأعضاء غير التنفيذيين مسؤولة أمام المجلس، ولجنة تعويضات تكون مسؤولة أمام المجلس عن مستحقات وتعويضات الأعضاء ولجنة التعيين المنوط بها مسؤولية ترشيح واختيار والأعضاء لمجلس الإدارة.
- يجب أن يكون هناك ثلاثة أعضاء على الأقل في المجلس من المحايدين غير التنفيذيين ويجب يكون هناك توازن في تركيبة المجلس من التنفيذيين وغير التنفيذيين حتى لا يكون هناك شخص يستطيع التأثير أو التسلط في اتخاذ القرارات.
- فصل منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير العام.

وفي أكتوبر 1993 ظهر تقرير روتمان (Rutteman, 1993) الذي أوصى بضرورة شمول تقارير الشركات المدرجة على تقرير نظم الرقابة الداخلية التي تقوم الشركة بتطبيقها للمحافظة على أصول وموجودات الشركة. وفي العام 1995 ظهر تقرير (Greenbury, 1995) الذي اهتم بموضوع المكافآت والمزايا التي يحصل عليها أعضاء مجلس إدارة الشركات، وأوصى التقرير بضرورة إنشاء لجنة مكافآت تتكون من ثلاثة أعضاء على الأقل من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين وتكون من ضمن مسؤولياتها مراجعة وتقييم اللوائح والأسس التي يتم على أساسها تحديد تلك المكافآت بحيث تتناسب مع الأداء الخاص بهم.

وفي أعقاب الانهيارات المالية لكبرى الشركات الأمريكية في عام 2002 ثم إصدار Sarbanes-Oxley Act الذي ركز على دور الحاكمية المؤسسية في القضاء على الفساد المالي والإداري الذي يواجه العديد من الشركات من خلال تفعيل الدور الذي يلعبه الأعضاء غير التنفيذيين في مجالس إدارة الشركات، والتركيز على ضرورة أن تكون غالبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين، مع تحديد واضح لمسئولياتهم داخل مجلس الإدارة أو داخل اللجان التابعة له مثل لجنة المراجعة ولجنة المكافآت واللجنة المالية (Sarbanes-Oxley, 2002).

وفي فرنسا نجد مجموعة من العوامل جعلت أطراف السوق أكثر اهتماماً بقواعد الحاكمية المؤسسية وإدارة الشركات. ومن أبرز تلك العوامل زيادة وجود مساهمين أجانب، وظهور مفهوم صناديق المعاشات، والرغبة في تحديث سوق المال بباريس. وقد تولى ذلك أهم منظمين لأصحاب الأعمال في فرنسا هما المجلس الوطني لأصحاب الأعمال، والجمعية الفرنسية للمنشآت الخاصة، حيث قاما بإعداد تقرير (فينو) عام 1995 الذي اشتمل على مجموعة توصيات منها: (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005، (ج)، ص. 5).

- على كل مجلس أن يضم عدداً لا يقل عن عضوين من الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين.
- يجب أن يمتلك المديرين عدداً معقولاً ومناسباً من أسهم الشركة.
- يجب أن يحتوي كل مجلس على لجنة ترشيح تضم عضواً مستقلاً واحداً على الأقل.
- يجب أن تكون لكل مجلس لجان مراجعة ومكافآت وترشيح.
- يجب على الشركات أن تتجنب احتواء مجالسها على عدد كبير من الأعضاء الذين يخدمون في أكثر من 5 شركات.

- على الشركات أن تفصح كل سنة عن كيفية تنظيمها لصنع القرارات.

ولكن المشكلة في هذه التوصيات أن الالتزام كان متروكاً لاختيار الشركات تماماً ولم يكن للبورصة أو لأي جهة تنظيمية أخرى متطلبات خاصة بالإفصاح. وفي العام 1996 قام مجلس الشيوخ بدراسة قواعد الحاكمية المؤسسية، وترتب على هذه الدراسة صدور تقرير ماريني عام 1996 الذي اشتمل على مقترحات بإحداث تغييرات قانونية غطت مجموعة من الموضوعات منها الحاكمية المؤسسية.

أما في روسيا فقد قامت الحكومة بإصدار قانون الحاكمية المؤسسية عام 2003 الذي ساعد في رفع معايير الحاكمية لشركاتها إلى المستويات المقبولة لدى المستثمرين الدوليين، وبعد الإفصاح والشفافية من أبرز مجالات التقدم في مجالات الحاكمية المؤسسية في روسيا. وتكشف تقارير الحكومة الروسية السنوية وربع السنوية المزيد من التفاصيل عن الأداء المالي وغير المالي للشركات الروسية الكبرى، وقد أوضح معهد القانون و الحاكمية المؤسسية ارتفاع درجات ممارسة الشفافية والإفصاح المطبقة لدى الشركات الروسية في تقاريره للعام 2004 (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2004، (1)، ص.45).

وفي اليابان أصدرت اللجنة الحكومية للحاكمية المؤسسية تقريراً بشأن مبادئ الحاكمية المؤسسية عام 1997 تم تعديله عام 2001 وأهم ما تضمنه المساءلة المحاسبية والإفصاح (أبو زر، 2006، ص. 39).

وفي كندا تم تأسيس المجلس العام للمحاسبة عام 2002 حيث عني بتقديم إرشادات جديدة تتعلق بالإجراءات التي يمكن تبنيها من قبل الشركات لتحقيق حاكمية مؤسسية كفؤة ، وقد ركزت هذه الإرشادات على قياس الأداء لمجلس إدارة الشركة وتطويره (الهنيني، 2005، ص. 33).

أما على مستوى منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) ففي عام 1998 طلب مجلس منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في المنظمة أن تقوم المنظمة بالاشتراك مع الحكومات الوطنية لأعضاء المنظمة وغيرها من المنظمات الدولية والقطاع الخاص، بوضع مجموعة من المبادئ والإرشادات الخاصة بالحاكمية المؤسسية، كما تمت الإفادة من مجهودات عدد من الدول غير الأعضاء في المنظمة بالإضافة إلى مجهودات البنك الدولي، وصندوق النقد الدولي، وقطاع الأعمال، وغيرها من الأطراف المعنية بموضوع الحاكمية المؤسسية، بإصدار المبادئ عام 1999، وتعد تلك المبادئ الأساس الذي تستند إليه الدول والشركات عند قيامها بوضع الأسس المناسبة لتطبيق مفهوم الحاكمية المؤسسية. (سليمان، 2006، ص. 42)

وفي العام 2004 وافقت الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) على صياغة معدلة للمبادئ التي تضمنت العديد من التعديلات لمبادئ 1999. أما في الأسواق الناشئة، فإن الممارسة السليمة للحاكمية المؤسسية أكثر تحدياً منها في أسواق الدول المتقدمة وذلك لتركز الملكية في أيدي عدد قليل من المساهمين، وصغر حجم الأسواق أو عدم وجودها، وضعف الأطر القانونية والأدوات الملزمة للشركات لممارسة الحاكمية المؤسسية . وقد حاولت العديد من الأسواق الناشئة اتخاذ مجموعة من الإجراءات لتعزيز ممارسة الحاكمية المؤسسية كانت على النحو الآتي: (Elnaggar,2006)

- في آسيا حيث يمثل الأعضاء المستقلون والمؤهلون الأقلية في مجالس إدارة الشركات، عملت جمعية المستثمرين في الأوراق المالية في سنغافورة وبالتعاون مع الشركات على مواجهة الظاهرة من خلال تعيين أعضاء مجالس إدارة مستقلين والتعاون مع المديرين الماليين لتحسين مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية في الشركات التي تستثمر بها . وفي الصين أجبرت هيئة تنظيم الأوراق المالية الشركات على تغيير مدققيها الخارجيين كل خمس سنوات ، كذلك الأمر في هونغ كونغ وتايلاند والهند. وما قبل إصدار (Sarbanes Oxley) قدم خبراء سلطة النقد في كل من سنغافورة وهونغ كونغ حلولاً لمسائل الحاكمية المؤسسية في القطاع المصرفي ، ففي العام 2000 أصدرت هونغ كونغ دليلاً يلزم البنوك بتكليف لجنة تدقيق مكونة من المديرين غير التنفيذيين على أن يكونوا مستقلين من أجل تعزيز مبدأ الشفافية واستقلالية المدقق. أما سنغافورة فقد اتخذت إجراءات تلزم البنوك الممارسة السليمة للحاكمة المؤسسية ، كفصل الأعمال المالية عن غير المالية ، واستبدال المدقق كل خمس سنوات، وفي ماليزيا عملت الحكومة على تطبيق الأنظمة والقيم الإسلامية من خلال إلزام العاملين بإتباع التعاليم الإسلامية ، إضافة إلى الإفادة من القيم البوذية والمسيحية لحث العاملين على إتباع هذه التعاليم في محاولة لتأسيس نموذج سلوكي يقود للشفافية والمساءلة، إلى جانب سياسات إدارية لمواجهة الخارجيين عن هذه التعاليم.

- في دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا ، أخذت العديد من المجموعات في القطاع الخاص زمام المبادرة منذ العام 2000 لتطبيق الحاكمية المؤسسية في العالم العربي ، حيث قام المنتدى العالمي لحوكمة الشركات في البنك الدولي ، ومركز المشروعات الدولية الخاصة، إلى جانب شركات محلية في مصر، والأردن، والمغرب، لبنان في العام 2003 بإطلاق مبادرة إقليمية لتقييم الحاكمية المؤسسية في دول مختارة في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث عقدت اجتماعات في بيروت، وعمان بمشاركة القطاع العام والخاص، إلى جانب مدققين ومشرعين من هذه الدول. أما اللقاء الإقليمي الثاني للحاكمة المؤسسية فقد عقد في بيروت عام 2004 مركزاً على تحسين الشفافية والإفصاح كأحد أهم التحديات لتطبيق ممارسة حاكمية مؤسسية سليمة في القطاعين العام والخاص، واقترح الملتقى مجموعة توصيات منها: ضرورة اعتبار الحاكمية المؤسسية حجر الأساس للتطور والنمو الاقتصادي في القرن 21 ، وضرورة التفاعل بين الدولة والقطاع الخاص، ومؤسسات المجتمع المدني لإحداث التوازن الضروري للتنمية المستدامة، وضرورة إيجاد أطار مؤسسي للإشراف على تنفيذ الحاكمية المؤسسية.
- وفي أمريكا اللاتينية (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005) نفذ مركز المشروعات الدولية الخاصة برنامجاً شاملاً للشفافية ومكافحة الفساد، إلى جانب برنامج تدريبي لتشجيع الشركات على التمسك بالشفافية والمحاسبة، وأخذ زمام المبادرة لتطوير حوكمة الشركات. كما عمل المركز مع مركز البحوث الاقتصادية في جواتيمالا على تطوير الديمقراطية والقدرة التنافسية في السلفادور، وهندوراس ، ونيكاراغوا من خلال إتباع سياسات اقتصادية سليمة، وتطبيق معايير دولية متكاملة للحاكمة المؤسسية .

وتجدر الملاحظة أنه ليس هناك نموذج منفرد واحد للحاكمية المؤسسية يمكن تطبيقه في جميع دول العالم ويؤدي إلى النتائج نفسها ، ومع ذلك أدى العمل الذي تم القيام به في كل من دول منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية وغيرها من الدول إلى تحديد عدد من العناصر المشتركة التي تعد أساساً لحاكمية مؤسسية جيدة، وتقوم المبادئ على أساس هذه العوامل المشتركة وتم تشكيلها لتضم النماذج المختلفة لهياكل مجلس الإدارة الموجودة في دول المنظمة وغيرها من الدول (OECD, 2004).

وكما هو في حالة النموذج، لا يوجد تعريف موحد لمصطلح (Corporate Governance) متفق عليه من كافة الاقصاديين والقانونيين والمحليين وهذا ما تؤكد موسوعة Corporate Governance Encyclopedia ، وقد يعود لتداخل الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركات (حسين، 2003، ص. 19) وهذا الاختلاف انسحب على الترجمة العربية حيث أطلق عليها عدة تسميات مثل حوكمة الشركات، الإدارة الرشيدة، الإدارة الحكيمة، الإجراءات الحاكمية (أبو زر، 2006). في حين رأى آخرون تسميتها، حكم الشركات، حكمانية الشركات بالإضافة إلى عدد من البدائل مثل: أسلوب ممارسة سلطة الإدارة بالشركة، أسلوب الإدارة المثلى، القواعد الحاكمة للشركات، الإدارة النزيهة وغيرها (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2004، (ب)، ص. 10).

وفي ما يلي أهم المفاهيم المرادفة للحاكمية المؤسسية كما وردت في بعض الدراسات:

1. أنها مرادف لمفهوم " الإجراءات الحاكمة" بالشركات لضمان تحقيق التوازن في حقوق

أصحاب المصالح المتعارضة (المطيري، 2003).

2. أنها بديل لمفهوم " التحكم في المنشأة" لأغراض إحكام الرقابة على مديري منظمات الأعمال من قبل مقدمي الأموال لضمان عدم قيام إدارة هذه المنظمات باستغلال أموالها ذاتياً أو باستثمارها في مشروعات غير رشيدة (الجزيري، 1997).

3. أنها تقابل "الحكم المؤسسي" باعتبارها مجموعة من العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها ومساهميها، بل وكل المهتمين بشؤونها، وهي تتضمن الهيكل الذي من خلاله يتم وضع أهداف الشركة والأدوات التي يتم بها التنفيذ (اتحاد المصارف العربية، 2002).

4. أنها تستخدم كبديل لمفهوم "التحكم المؤسسي" لأغراض معالجة مشكلة الوكالة وحماية حقوق حائزي الأسهم، وحماية حقوق أصحاب الشأن، والتأكيد على ضرورة تفعيل المعايير المحاسبية على المستوى الدولي، فضلاً عن تحقيق القيمة الاقتصادية والرفاهية الاقتصادية من منظور اقتصاد السوق (مطر، 2003).

5. تعامل باحثون آخرون بمفهوم "حوكمة الشركات" نظراً لتناغمها مع لفظي العولمة والخصخصة وشيوع استخدامها في الترجمة المقبولة في جمهورية مصر العربية (يوسف، 2003).

ولدى استعراض المقترحات الموضوعية تم استبعاد "حكم الشركات" لما للكلمة من دلالة على أن الشركات هي الحاكمة أو الفاعلة، مما لا يعكس المعنى المقصود كما تم استبعاد "حكمانية" لما يرتبط في بنائها اللغوي من أنية أو تشابه وتمائل وهو يضيع المعنى المقصود. كذلك تم استبعاد "حاكمة" لما قد يحدثه استخدامها من خلط مع إحدى النظريات الإسلامية المسماة "نظرية الحاكمة" التي تتطرق للحكم والسلطة السياسية للدولة. كما تم استبعاد البدائل المطروحة الأخرى مثلاً "أسلوب ممارسة سلطة الإدارة، بالشركات ،

وأسلوب الإدارة المثلى، والقواعد الحاكمة للشركات، و الإدارة النزيهة" لأنها تبتعد عن جذر الكلمة (ح ك م) فيما تقابل Governance باللغة الإنجليزية حيث تتطوي على معاني الحكم والرقابة من خلال جهة رقابة داخلية Governing Body أو هيئة رقابة خارجية (Regulatory Body). وقد رأى البعض أن حوكمة الشركات هي الأقرب لأنها تحافظ على "جذر" الكلمة المتمثل في (ح ك م) وقد تم اقتراح هذا المصطلح من قبل الأمين العام لمجمع اللغة العربية، وقد استحسن عدد من متخصصي اللغة العربية ومنهم مركز دراسات اللغة العربية بالجامعة الأمريكية بالقاهرة هذا المصطلح. (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2004، (ب) ص. 12).

أما مجمع اللغة العربية الأردني فقد قرر اعتماد مصطلح الحاكمة المؤسسية على أنها المقابل الأنسب لمصطلح (Corporate Governance) بقراره رقم 200406 بتاريخ 1425/5/19 هـ الموافق 2004/6/8 م (أبو زر، 2006، ص. 41).

من هنا فقد تعامل الباحث بمفهوم "الحاكمة المؤسسية" مستنداً لقرار مجمع اللغة العربية الأردني.

وقد حاول العديد من الأفراد والمنظمات والمؤسسات والدراسات تعريف ظاهرة الحاكمة المؤسسية. فقد عرفها المفكر الإنجليزي (Cadbury, 1992) على أنها " الآلية التي تحقق التوازن بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية وبين الأهداف الفردية والمشاركة. ووفقاً لـ (Cadbury): فإن إطار الحاكمة المؤسسية يشجع على الاستخدام الفعال للموارد وأيضاً على امتلاك المحاسبة أو المساءلة عن إدارة هذه الموارد والهدف هو التقريب قدر الإمكان بين مصالح الأفراد والشركات والمجتمع.

أما (Gopalsamy, 1998, p. 3) فقد عرفها على أنها مجموعة من العمليات والأنظمة التي تدير الشركة بأفضل صورة لتحقيق منافع أصحاب المصالح. أما ملتقى الحاكمية المؤسسية في اليابان (Corporate governance Froum in Japan, 1997) فقد عرفها على أنها قيام مجلس إدارة الشركة بتحقيق أهداف الشركة المختلفة من خلال متابعة إدارة الشركة لرفع كفاءتها والحذر من مساءلة المساهمين.

أما (Williamson, 1999, p.3) فقد عرفها على أنها "النظام الذي يقيس مقدرة الشركة على تحقيق أهدافها، ضمن إطار أخلاقي محدد نابع من داخلها باعتبارها هيئة معنوية لها أنظمتها وهيكلها الإدارية، دون الاعتماد على سلطة أي فرد أو نفوذه الشخصي.

أما (Mathiesen, 2003) فقد عرفها على أنها " الأسلوب الذي يبحث في كيفية ضمان أو تحفيز الإدارة الرشيدة والتنبؤ في الشركات المساهمة العامة من خلال آليات مثل العقود، والتشريعات أو تصاميم الهياكل التنظيمية. وغالباً ما يكون ذلك محصوراً في تحسين الأداء المالي، مثل تحقيق أفضل عائد على الاستثمار.

أما (Coleman and Biekpe, 2006) فقد عرف الحاكمية المؤسسية على أنها "مجموعة من النظم والإجراءات التي تعظم المناخ التنظيمي للشركة بما يعظم الأداء المالي ويقوي المركز التنافسي للشركة".

وقدمت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) تعريفاً للحاكمية المؤسسية على أنها: "مجموعة العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس الإدارة والملاك وجميع الأطراف التي لها علاقة مع الشركة. وهو الأسلوب الذي يقدم الهيكل الذي من خلاله يتم تحديد الأهداف وتحقيقها ومراقبة الأداء والنتائج. والأسلوب الناجح لممارسة السلطة الذي يجب أن يقدم الحوافز اللازمة لمجلس الإدارة والإدارة العليا في السعي إلى تحقيق الأهداف الموضوعة لخدمة مصالح الشركة ومساهمتها وتسهيل المراقبة الجيدة لاستخدام موارد الشركة بكفاءة". (OECD, 1999)

ومن خلال التعريفات السابقة تتضح معانٍ أساسية للحاكمية المؤسسية كما يلي:

- مجموعة من الأنظمة الخاصة بالرقابة على أداء الشركات.
- تنظيم العلاقات بين مجلس الإدارة والمديرين والمساهمين وأصحاب المصالح.
- التأكيد على أن الشركات يجب أن تدار لصالح المساهمين وأصحاب المصالح.
- مجموعة من القواعد يتم بموجبها إدارة الشركة والرقابة عليها وفق هيكل معين يتضمن توزيع الحقوق والواجبات بين المشاركين في إدارة الشركة، مثل مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والمساهمين.

ويرى الباحث أن تعريف (OECD) هو الأكثر شمولاً حيث تضمن المفاهيم والأهداف والحوافز والإدارة والرقابة، فوفقاً لـ (OECD) فإن الحاكمية المؤسسية معنية أن تتضمن حوافز مناسبة لمجلس الإدارة والإدارة العليا لكي تتبع الأهداف التي هي في صالح الشركة ومساهمتها، وتحقق المتابعة الفعالة ومن ثم تشجيع الشركة على استخدام مواردها بصورة أكثر كفاءة.

3/2 أهداف الحاكمية المؤسسية

تجدر الإشارة إلى أن الممارسة السليمة للحاكمية المؤسسية ستساعد الشركات في جذب

الاستثمارات، وزيادة القدرة التنافسية، وإيجاد الاحتياطات اللازمة ضد الفساد وسوء الإدارة

وتدعم استقرار أسواق المال والأجهزة المصرفية وتحسن الاقتصاد وذلك من خلال:

1. توجيه اقتصاديات الدول ضمن برنامجها الإصلاحي وإعادة الهيكلة والعناية بالجودة وتحقيق

العوائد الاقتصادية المجدية والتأثير في أداء الشركات في الأسواق المالية من حيث حجم

التداول، وأسعار الأسهم، وزرع الثقة بين الأطراف المتعاملة (بن جمعة، 2006).

2. التأكيد على الشفافية في معاملات الشركة، وفي إجراءات المحاسبة والمراجعة المالية،

فالحاكمية المؤسسية تقف في مواجهة الفساد، والمعروف أن الفساد يؤدي إلى استنزاف موارد

الشركة وتآكل قدرتها التنافسية، وبالتالي انصراف المستثمرين عنها (مركز المشروعات الدولية

الخاصة، 2005، (1) ص. 7)

3. تحسين إدارة الشركة من خلال مساعدة مديري ومجالس إدارة الشركات على تطوير

استراتيجية سليمة للشركة، وضمان اتخاذ قرارات الدمج أو الاستحواذ على أسس سليمة. وهذا

يساعد الشركة على جذب الاستثمارات بشروط جيدة، وعلى تحسين كفاءة إدارة الشركة

(Maureen, 2004).

4. تحسين كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركة بالأسواق، والقدرة على جذب مصادر التمويل المحلية والعالمية اللازمة للتوسع والنمو، بحيث يجعلها قادرة على إيجاد فرص عمل جديدة، مع الحرص على تدعيم استقرار الأسواق والأجهزة المصرفية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة والتنمية الاقتصادية المطلوبة (شوقي، 2002، ص. 8)
5. رفع مستويات الأداء كالربحية، والقيمة السوقية، وتقليل المخاطر مما يترتب عليه دفع عملية التنمية الاقتصادية (Institutional Shareholders Services, 2005).
6. خفض تكلفة رأس المال للمنشأة وضمان استمراريتها في أداء أعمالها، حيث تساعد الحاكمية المؤسسية على الحد من هروب رأس المال ومكافحة الفساد المالي والإداري اللذين يقفان عثرة في طريق التنمية الاقتصادية (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005 (ا)، ص. 7).
7. زيادة ثقة الجمهور في نجاح عملية الخصخصة، مع ضمان تحقيق الدول أفضل عائد على استثمارتها، مما يتيح المزيد من فرص العمل، وزيادة التنمية الاقتصادية.
8. ضمان التعامل بطريقة عادلة بالنسبة للمساهمين، والعاملين، والدائنين والأطراف الأخرى ذوي المصالح في حالة تعرض الشركات للإفلاس.
9. تحقيق المسؤولية الاجتماعية للشركة عن طريق سياسيات وإجراءات مناسبة لنشاطات الشركة، تعمل من خلالها على خدمة البيئة المحيطة والمجتمع (Ontario, 2003).
10. تعد واحدة من أهم الآليات أو المعايير التي تسهم في قياس مدى انتظام وكفاءة أسواق رأس المال الصاعدة والدولية.

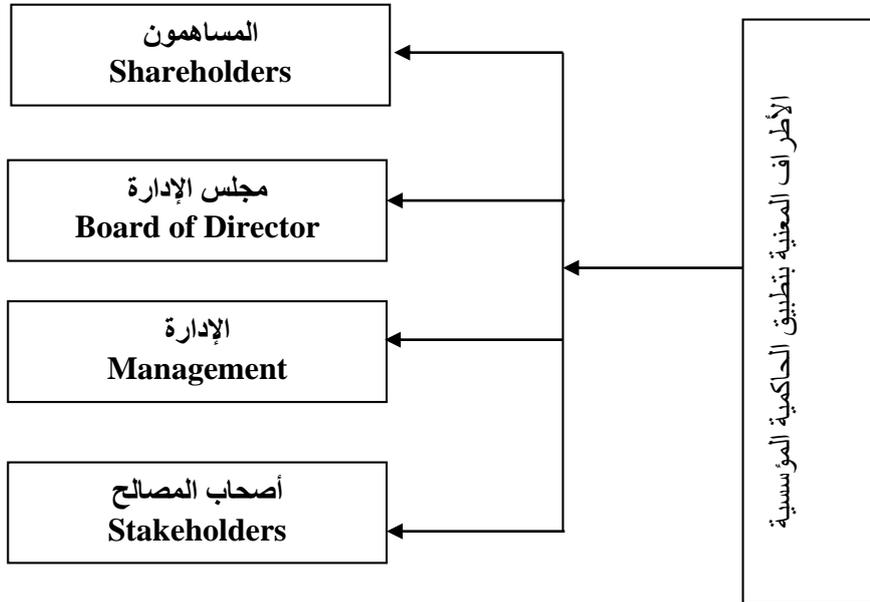
4/2 الأطراف المعنية بتطبيق الحاكمية المؤسسية.

هناك أربعة أطراف رئيسة تتأثر وتتوثر في التطبيق السليم لقواعد الحاكمية المؤسسية، وتحدد

إلى درجة كبيرة مدى النجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد والشكل التالي (2) يوضح هذه الأطراف:

شكل (2)

الأطراف المعنية بتطبيق الحاكمية المؤسسية



1- المساهمون Shareholders:

وهم من يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم، وذلك مقابل الحصول على الأرباح المناسبة لاستثمارتهم، وأيضاً تعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل وهذا يحدد مدى استمرارية الشركة من عدمها. وبالمقابل عدم تحقيق الأرباح المجدية يقلص رغبة المساهمين في زيادة أنشطة الشركة، وقد يغادرونها إلى مشاريع أخرى أجدى نفعاً ومردوداً (حسين، 2005، ص. 48)، ويمكن تحقيق أهداف المساهمين من خلال الأسهم في اختيار أعضاء مجالس الإدارة بصفة جيدة، وحسن الاختيار للإدارة العليا لإدارة شؤون الشركة، ضمن القوانين والسياسيات المطلوبة.

2- مجلس الإدارة Board of Director

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

إن إطار الحاكمية المؤسسية يجب أن يؤمن توجيهاً استراتيجياً للمؤسسة، ورقابة فعالة على الإدارة التنفيذية العليا ومحاسبة أو مساءلة الإدارة تجاه المؤسسة ومساهميها وهذا يعني أن أعضاء مجلس الإدارة يجب أن يعملوا على أساس معلومات شاملة، وبنية حسنة وبحذر شديد، ولصالح المؤسسة ومساهميها كما أن على مجلس الإدارة أن يؤمن الالتزام بالقوانين المرعية آخذين بعين الاعتبار معاملة المساهمين على أساس متساوٍ وممارسة الحكم الموضوعي المستقل عن الإدارة والوصول إلى المعلومات الدقيقة والهامة في الوقت المناسب (اتحاد المصارف، 2003).

3- الإدارة Management:

وإدارة الشركة هي المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها بالإضافة إلى مسؤوليتها تجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين. (سليمان، 2006، ص.18) والإدارة حلقة الوصل بين مجلس الإدارة وبقية الأطراف المتعاملة مع الشركة، فهم الذين ينفذون توصيات المجلس والاستراتيجيات والأهداف الموضوعية. لذا يجب الحرص على اختيار أفراد الإدارة بعناية لأنهم في نهاية الأمر هم الجهة المنوط بها تنفيذ رغبات المساهمين ومجلس الإدارة. وحتى يتم التأكد من قيامهم بواجباتهم، يتحتم على مجلس الإدارة أن يوجد الآلية التي من خلالها يتم متابعة أدائهم، ومقارنة الأداء المحقق مقابل الأهداف الموضوعية، وعمل الخطط البديلة اللازمة كلما تطلب الأمر.

4- أصحاب المصالح Stakeholders:

وهم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة مثل العملاء، والدائنين، والموردين، والعمال، والموظفين. ويجب ملاحظة أن هؤلاء الأطراف لديهم مصالح قد تكون متضاربة ومختلفة في بعض الأحيان، فالدائنون على سبيل المثال يهتمون بقدرة الشركة على السداد، في حين يهتم العمال والموظفون بقدرة الشركة على الاستمرار (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005(ا)، ص.

(22)

هذه الأطراف مهمة في معادلة العلاقة بالشركة، فهم الذين يقومون فعلاً بأداء المهام التي تساعد الشركة على الإنتاج وتقديم السلع والخدمات، وبدونهم لا تستطيع الإدارة ولا حتى مجلس الإدارة والمساهمون تحقيق الاستراتيجيات الموضوعية للشركة، فهم الأداة التي تحرك المنظمة.

فالعملاء هم الطرف الذي يشتري الخدمة أو المنتج، وبدونه لا داعٍ لوجود شركة أو مؤسسة، لذا يجب أن يكون مجلس الإدارة مدركاً لهذه الحقائق، وأن يتأكد من حسن إدارة الشركة لخدمة العميل وإرضائه، وأن يرسخ في الشركة أهمية العميل، أما إذا أغفل هذا الجانب من قبل الشركة فهذا دليل قاطع على عدم وجود النظام الإداري القادر على تسير الشركة بالطريقة الصحيحة.

أما الموردون فهم جميع من يبيع الشركة المواد الخام والسلع والبضائع والخدمات الأخرى، لذلك تعتمد الشركة اعتماداً كلياً على كفاءة هؤلاء الموردين على توريد المواد والسلع والخدمات في الوقت المناسب وبالجودة المناسبة وأي تأخير في تسليم هذه المواد والخدمات ينتج عنه تأخير في عمليات الإنتاج في الشركة، وبالتالي يؤثر على خدمة العميل.

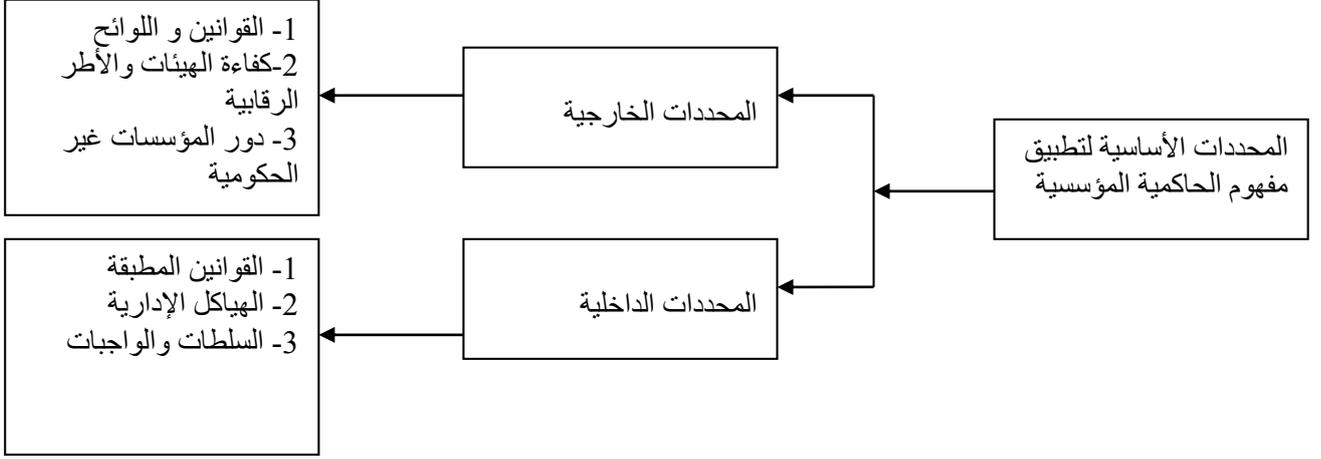
أما فيما يتعلق بالمولين كالمصارف، والشركات المالية، وجميع الأطراف التي تمنح الشركة تسهيلات ائتمانية، ومنهم الموردون الذين يمنحون الشركة مهلة من الوقت لدفع المبالغ المستحقة على الشركة نتيجة الخدمات أو المواد التي يبيعونها للشركة، فينبغي أن يكون التعامل مع هذه الأطراف بمنتهى الحرص والدقة. فالمعلومات المضللة للممولين قد تقطع مستقبلاً خطوط التمويل مما يؤثر سلباً على أعمال الشركة وخططها المستقبلية (حسين، 2003، ص. 18).

5/2 المحددات لتطبيق الحاكمية المؤسسية.

لكي تتمكن الشركات بل الدول من الاستفادة من مزايا تطبيق الحاكمية المؤسسية يجب أن تتوفر مجموعة من المحددات التي تضمن التطبيق السليم لمبادئ الحاكمية المؤسسية ويوضح الشكل (3) هذه المحددات، وفي حالة عدم توافر تلك العوامل فإن تطبيق هذا المفهوم والحصول على مزاياه يعد أمراً مشكوكاً فيه، وتشتمل هذه المحددات على مجموعتين (سليمان، 2006، ص. 19).

شكل (3)

محددات تطبيق مفهوم الحاكمية المؤسسية



1- المحددات الخارجية:

وتشير إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة ويشمل القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي

الذي تعمل من خلاله الشركات وقد يختلف من دولة لأخرى وهي عبارة عن:

أ- القوانين واللوائح التي تنظم العمل بالأسواق، مثل قوانين الشركات، وقوانين رأس المال والقوانين المتعلقة بالإفلاس، والمنافسة، ومنع الاحتكار.

ب- وجود نظام مالي جيد يضمن توافر التمويل اللازم للمشروعات بالشكل المناسب الذي يشجع الشركات على التوسع والمنافسة الدولية.

ت- كفاءة الهيئات والأجهزة الرقابية مثل هيئات سوق المال والبورصات وذلك عن طريق إحكام الرقابة على الشركات والتحقق من دقة وسلامة البيانات والمعلومات التي تنشرها، وأيضاً وضع العقوبات المناسبة والتطبيق الفعلي لها في حالة عدم التزام الشركات.

ث- دور المؤسسات غير الحكومية في ضمان التزام أعضائها بالنواحي السلوكية والمهنية والأخلاقية، التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة، وتشمل هذه المؤسسات جمعيات المحاسبين والمراجعين، ونقابات المحامين، بالإضافة إلى المؤسسات التصنيف الائتماني، والاستشارات المالية. وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين أو القواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة والى تقليل التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص.

(Baltic International Center for Economic Studies, 2005)

2- المجموعة الثانية وهي المحددات الداخلية:

وتشتمل على القواعد والأساليب التي تطبق داخل الشركات وتتضمن وضع هياكل إدارية سليمة توضح كيفية اتخاذ القرارات داخل الشركة، وتوزيع مناسب للسلطات والواجبات بين الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم الحاكمية المؤسسية، مثل مجلس الإدارة، والإدارة والمساهمين، وأصحاب المصالح، وذلك بالشكل الذي يؤدي إلى عدم وجود تعارض في المصالح بين هذه الأطراف، بل يؤدي إلى تحقيق مصالح المستثمرين على المدى الطويل (سليمان، 2006، ص. 20).

وتجب الملاحظة أن هذه المحددات سواء أكانت داخلية أم خارجية فإنها تتأثر بمجموعة أخرى من العوامل المرتبطة بثقافة الدولة، والنظام السياسي، والاقتصادي ومستوى التعليم، والوعي لدى الأفراد. فالحاكمة ليست سوى جزء من محيط اقتصادي أكبر ضخامة تعمل في نطاقه الشركات، ويضم على سبيل المثال سياسات الاقتصاد الكلي، ودرجة المنافسة في أسواق المنتج وأسواق العوامل الإنتاجية. ويعتمد إطار الحاكمية المؤسسية أيضاً على البيئة القانونية والتنظيمية والمؤسسية، بالإضافة إلى عوامل أخلاقيات العمل، ومدى إدراك الشركة للمصالح البيئية والاجتماعية للمجتمعات التي تعمل فيها الشركة، ويمكن أن يكون لها أثر على سمعتها ونجاحها على المدى الطويل.

إلا أنه عند تطبيق هذه المبادئ يجب الأخذ في الاعتبار ثقافة الدولة المراد التطبيق بها وما يرتبط بها من نظم سياسية واقتصادية وقانونية وثقافية. ففكرة ووعي المستثمرين على ممارسة حقوقهم في الشركات التي يمتلكون أسهماً بها، يتأثر بدرجة كبيرة بالظروف التي تعيشها الدولة. (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005، (ا)، ص. 42)

6/2 مبادئ الحاكمية المؤسسية

تم وضع مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية حول الحاكمية المؤسسية، استجابة لدعوة من اجتماع مجلس (OECD) في 27-28 أبريل عام 1998 لتطوير مجموعة من الإرشادات ومعايير الحاكمية المؤسسية، وذلك بالاقتران مع الحكومات الوطنية والمنظمات العالمية ذات العلاقة والقطاع الخاص، ومنذ الموافقة على المبادئ في عام 1999 أصبحت هذه المبادئ تشكل أساساً لمبادرات الحاكمية المؤسسية في كل من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وغيرها من الدول على حد سواء.

وقد تمت الموافقة عليها من جانب منتدى الاستقرار المالي كواحد من المعايير الإثني عشر للمنظمة المالية السليمة، كما أنها تشكل الأساس لعنصر الحاكمية المؤسسية في تقارير البنك الدولي وصندوق النقد الدولي.

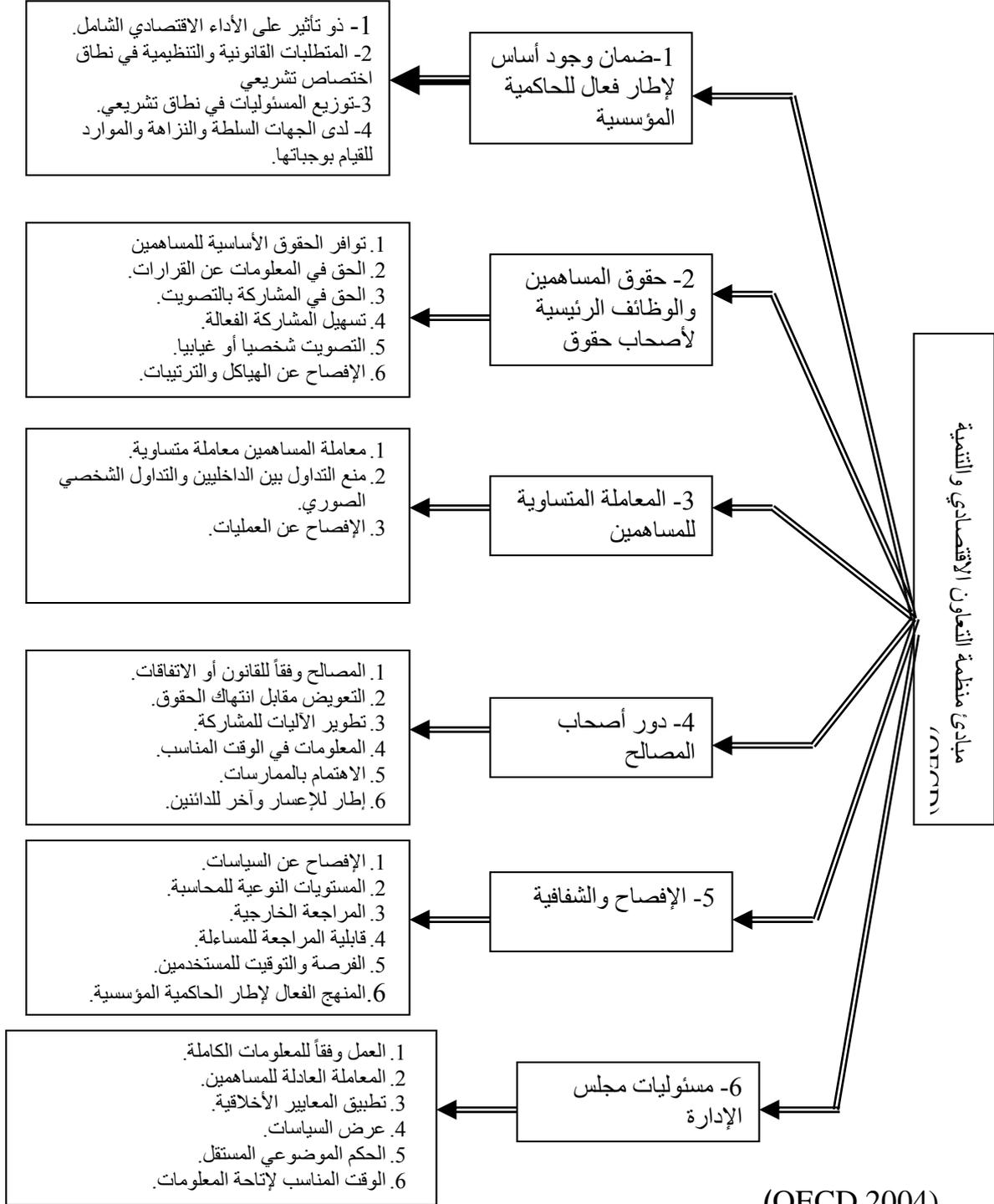
وقد وافق اجتماع مجلس التعاون الاقتصادي والتنمية على المستوى الوزاري في عام 2002 على القيام بمسح للتطورات في بلدان OECD وتقييم مبادئ الحاكمية المؤسسية على ضوء التطورات التي حصلت عليها وقد عهد بهذه المهمة للمجموعة القيادية للحاكمية المؤسسية بمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، التي تضم ممثلين من دول المنظمة، والبنك الدولي، وبنك التسويات، وصندوق النقد الدولي كمراقبين.

وقد قامت اللجنة القيادية بمشاورات شاملة، كما قامت بمساعدة الأعضاء بعملية مسح في دول المنظمة، وقد ضمت المشاورات خبراء من عدد من الدول التي شاركت في اللقاءات الإقليمية للحاكمية المؤسسية التي تنظمها منظمة التعاون الاقتصادي، بدعم من المنتدى العالمي للحاكمية المؤسسية. وكانت النتيجة النظر في مبادئ الحاكمية المؤسسية لعام 1999 لكي تأخذ بعين الاعتبار الاهتمامات والتطورات الجديدة. وقد بنيت المبادئ المعدلة في الوثيقة على نطاق واسع من الخبرة ليست فقط من بلدان OECD، ولكن أيضاً من خبرة بلدان غير مشمولة في بلدان OECD، وهدفت لمساعدة كل من الدول الأعضاء وغير الأعضاء بالمنظمة لتطوير الأطر القانونية والمؤسسية لتطبيق الحاكمية المؤسسية بكل من الشركات العامة أو الخاصة، سواء المتداولة أو غير المتداولة بأسواق المال . (اتحاد المصارف العربية، 2003)؛ (سليمان، 2006، ص. 42).

وسوف نتناول في هذا الجزء عرض المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية باعتبارها المرجع الأساسي للعديد من الممارسات المتعلقة بالحاكمية المؤسسية والذي تم إصداره في عام 2004.

وتتقسم الوثيقة الخاصة بمبادئ الحاكمية المؤسسية حسب (OECD) إلى قسمين حيث يغطي الجزء الأول منها مبادئ الحاكمية المؤسسية، أما الجزء الثاني من الوثيقة فيضم تعليقات على المبادئ، ويقصد بها مساعدة القارئ لفهم مبرراتها، وتضم هذه الشروح أوصافاً للاتجاهات السائدة، وتقدم طرقاً بديلة وأمثلة قد تكون مفيدة في جعل المبادئ قابلة للتطبيق عملياً. والشكل التالي (4) يوضح ملخصاً لتلك المبادئ والإرشادات المتعلقة بها.

مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) للحاكمة المؤسسية



1- ضمان وجود أساس لإطار فعال للحاكمية المؤسسية

ينص المبدأ الأول من مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن الحاكمية المؤسسية

على التالي:

"ينبغي على إطار الحاكمية المؤسسية أن يشجع على شفافية وكفاءة الأسواق، وأن يكون متوافقاً مع أحكام القانون، وأن يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية"

ولكي يتم ضمان وضع إطار فعال للحاكمية المؤسسية، فمن الضروري وجود أساس قانوني وتنظيمي ومؤسسي فعلاً يمكن كافة المشاركين في السوق من الاعتماد عليه في إنشاء علاقاتهم التعاقدية الخاصة، وعادة ما يضم إطار الحاكمية المؤسسية على عناصر تشريعية وتنظيمية، وترتيبات للتنظيم الذاتي، والالتزامات الاختيارية، وممارسات الأعمال التي هي نتاج الظروف الخاصة بالدولة وتاريخها وتقاليدها.

2- حقوق المساهمين والوظائف الرئيسة لأصحاب حقوق الملكية.

ينص المبدأ الثاني من مبادئ الحاكمية المؤسسية على الآتي:

"ينبغي على إطار الحاكمية المؤسسية أن يوفر الحماية للمساهمين وأن يسهل لهم ممارسة حقوقهم" تتركز حقوق المساهمين في الشركة على موضوعات أساسية مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، أو الوسائل الأخرى للتأثير على تكوين مجلس الإدارة والموافقة، على العمليات الاستثنائية، وبعض الموضوعات الأساسية الأخرى كما يحددها قانون الشركات واللوائح الداخلية للشركة.

ويمكن النظر إلى هذا القسم باعتباره بياناً لمعظم الحقوق الأساسية للمساهمين التي تم الاعتراف بها قانوناً في جميع دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وهناك حقوق إضافية مثل الموافقة على انتخاب المراجعين والتعيين المباشر لأعضاء مجلس الإدارة والقدرة على رهن الأسهم والموافقة على توزيعات الأرباح.

3- المعاملة العادلة للمساهمين

ينص المبدأ الثالث من مبادئ الحاكمية المؤسسية على الآتي:

"ينبغي على إطار الحاكمية المؤسسية أن يضمن معاملة عادلة لكافة المساهمين بما في ذلك مساهمين الأقلية والمساهمين الأجانب وينبغي أن تتاح الفرص لكافة المساهمين للحصول على تعويض فعال عن انتهاك حقوقهم"

وبصفة عامة هناك مجموعة من الإرشادات التي يجب الأخذ بها عند الالتزام بتطبيق المبدأ

الثالث المتعلق بالمعاملة المتساوية لجميع المستثمرين وهي:

أ- معاملة كافة المساهمين "حملة نفس طبقة الأسهم" معاملة متساوية وفي هذا المجال، ذكرت المبادئ العديد من التوجيهات والإرشادات لضمان معاملة كافة المساهمين حملة نفس الطبقة معاملة متساوية .

ب- منع التداول بين الداخليين في الشركة والتداول الشخصي الصوري.

ج- أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين بالشركة أن يفصحوا لمجلس الإدارة

عما إذا كانت لهم سواء، بشكل مباشر أم غير مباشر أم بالتعاون عن طريق طرف ثالث، أي

مصلحة مادية، أو أي عملية، أو موضوع يمس الشركة بطريقة مباشرة.

4- دور أصحاب المصالح في الحاكمية المؤسسية

تهتم إحدى النواحي الرئيسية في الحاكمية المؤسسية بتأمين تدفق رأس المال الخارجي إلى الشركات سواء في شكل حقوق ملكية أو ائتمان، وتهتم الحاكمية المؤسسية كذلك بإيجاد طرق لتشجيع مختلف أصحاب المصالح في المنشأة، على القيام بالاستثمار في رأس المال البشري والمادي، الخاص بالمنشأة، وفقاً للمستويات الاقتصادية المثلى. والقدرة التنافسية ونجاحها في النهاية ما هي إلا نتيجة لعمل الفريق الذي يجسد الإسهامات المقدمة في مختلف الموارد التي تتضمن المستثمرين والعاملين، والدائنين والموردين. وينبغي على الشركات أن تعترف بأن إسهامات أصحاب المصالح يشكل أحد الموارد القيمة لبناء شركات تنافسية ومرحة، ومن ثم فإن المصالح طويلة الأجل للشركات تقتضي ضرورة تعزيز التعاون المنتج للثروة مع أصحاب المصالح. وينبغي في إطار الحاكمية المؤسسية أن يعترف بأن مصالح الشركة تجري خدمتها عن طريق الاعتراف بمصلحة أصحاب المصالح، وإسهامهم في نجاح الشركة في الأجل الطويل.

وبصفة عامة هناك مجموعة من الإرشادات التي يجب الأخذ بها عند الالتزام بتطبيق المبدأ

الرابع المتعلق بالالتزام بحقوق أصحاب المصالح وهي:

1. احترام أصحاب المصالح التي ينشئها القانون، أو تكون نتيجة الاتفاقات.
2. عندما يكفل القانون أصحاب المصالح، ينبغي أن تكون لأصحاب المصالح فرصة الحصول على تعويض فعال مقابل انتهاك حقوقهم.
3. السماح بوضع وتطوير آليات لتعزيز الأداء من أجل مشاركة العاملين.

4. عندما يشارك أصحاب المصالح في عملية الحاكمية المؤسسية، ينبغي السماح لهم بالحصول على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي، ويمكن الاعتماد عليها في الوقت المناسب وعلى أساس منتظم.

5. أن يتمكن أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملون وهيئات تمثيلهم من الاتصال بمجلس الإدارة للإعراب عن اهتمامهم بشأن الممارسات غير القانونية وغير الأخلاقية، وينبغي عدم الانتقاص من حقوقهم إذا فعلوا ذلك.

5- الإفصاح والشفافية

يعد وجود نظام إفصاح قوي يشجع على الشفافية الحقيقية، أحد البرامج المحورية للإشراف على الشركات القائمة على أساس السوق، ويعد أمراً رئيساً لقدرة المساهمين على ممارسة حقوق ملكياتهم على أسس مدروسة. وتظهر التجارب في الدول ذات الأسواق الضخمة والنشطة، أن الإفصاح ممكن أيضاً أن يكون أداة قوية للتأكيد على سلوك الشركات وحماية المستثمرين. ويمكن لنظام الإفصاح القوي أن يساعد على اجتذاب رأس المال، والحفاظ على الثقة في أسواق رأس المال، وعلى النقيض فإن ضعف الإفصاح والممارسات غير الشفافة على أن يسهم في السلوك غير الأخلاقي، وفي ضياع نزاهة السوق، وبتكلفة ضخمة ليست بالنسبة للشركة ومساهميها فحسب، بل وللاقتصاد في مجموعه أيضاً. ويطلب المساهمون والمستثمرون المحتملون الوصول إلى معلومات منتظمة موثوق بها

وقابلة للمقارنة بتفصيلات كافية عنها تمكنهم من اتخاذ قرارات مدروسة، عند تقييم الشركة، والملكية وتصويت الأسهم، ويؤدي عدم كفاية المعلومات أو عدم وضوحها إلى إعاقة قدرة الأسواق على العمل، وزيادة تكلفة رأس المال.

ويساعد الإفصاح في تحسين فهم الجمهور لهيكل ونواحي نشاط الشركة وأدائها فيما يتعلق بالمعايير البيئية والأخلاقية وعلاقات الشركات مع المجتمعات التي تعمل فيها.

6- مسؤوليات مجلس الإدارة

ينص المبدأ السادس والأخير على الآتي:

"ينبغي في إطار الحاكمية المؤسسية أن يضمن التوجيه الإرشاد الاستراتيجي للشركة ومحاسبة مجلس الإدارة عن مسؤوليته أمام الشركة والمساهمين"

هناك تباين في هياكل وإجراءات مجلس الإدارة سواء داخل أو فيما بين الدول في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، ويقصد بالمبادئ أن تكون عامة بالدرجة الكافية لتطبيقها على أي هيكل لمجالس الإدارة الذي يعهد إليه بوظائف الحاكمية المؤسسية أو الإشراف على إدارتها. ومع قيامه بتوجيه إستراتيجية الشركة فإن مجلس الإدارة مسؤول بصفة رئيسة عن الإشراف على الأداء الإداري والقيام بمسؤولياته في ممارسة حاكمية موضوعية ومستقلة.

ومجلس الإدارة ليس خاضعاً للمساءلة أمام الشركة ومساهميها فحسب ولكن أيضاً عليه واجب بالعمل لتحقيق ما هو أفضل مصالحهم،

وبالإضافة إلى هذا فإنه يتوقع من مجالس الإدارة أن تأخذ في حسابها أن تتعامل بشكل عادل مع اهتمامات أصحاب المصالح الآخرين، بما في ذلك مصالح العاملين، والدائنين، والمعلماء، والموردين، والمجتمعات المحلية وتعتبر مراعاة المعايير البيئية والاجتماعية ذات صلة في هذا الصدد.

و هناك مجموعة من الإرشادات التي يجب الأخذ بها عند الالتزام بتطبيق المبدأ السادس المتعلق بمسؤوليات مجلس الإدارة وهي:

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

7/2 مفهوم فاعلية الحاكمية المؤسسية

يعد توافر التمويل عنصراً أساسياً لاستمرار وبقاء الشركات في اقتصاديات السوق، إلا أن توافره يعتمد على كفاءة تخصيص الموارد من خلال الوسطاء في الأسواق المالية لغايات استثمارية وإنتاجية. و تعتمد عملية التخصيص على العائد المتوقع من قبل المستثمرين، إضافة إلى اعتقادهم ورؤيتهم لمستوى الحاكمية المؤسسية لتلك الشركات الموظفة لهذه الأموال. وقابلية هذه الشركات لاستمرار والبقاء والذي يمكن تقييمه من خلال أساليب تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة. إضافة إلى درجة ثقة المستثمر التي تعتمد على مجموعة واسعة من العوامل القانونية والمؤسسية والتشريعية التي تضمن له حماية استثماراته. (Toledo, 2006)

من هنا تأتي الحاكمية المؤسسية لتتعامل مع الطرق التي من خلالها : (1) يطمئن الممولون على الحصول على عائد استثماراتهم. (2) يتمكن الممولون من جعل المديرين يعيدون إليهم بعض الأرباح. (3) يتأكد المستثمرون أن المديرين لن يهدروا المال الذي يستثمرونه في الشركة. (4) التأكد من أن الشركة لا تستثمر في مشاريع فاشلة. (5) كيف يقوم الممولون بمراقبة عمل المديرين؟ (Shleifer and Vishny, 1997)، ولتحقيق ذلك ينبغي أن يمتاز هيكل الحاكمية المؤسسية بالآتي:

(Jensen and Mecling, 1979)

1. القدرة على منح الضمان بأن الوكيل يأخذ القرارات التي تتوافق والعقد الذي تم تأسيسه بين الوكيل والمالك (المساهمين)، وضمان استمرار تدفق رأس مال ذي دلالة لغاية تمويل الشركات، والحد من الآثار المترتبة على عدم اتساق المعلومات بين المديرين ومزودي رأس المال والذي يمكن أن يؤدي إلى ضياع ثروة المقرضين (الممولين).

2. القدرة على حماية مصالح المساهمين والحد من التلاعب المالي والإداري ومواجهة التحايل والخداع الذي يوجه لسلب مصادر وأموال الشركة الملموسة وغير الملموسة في الشركة.

وقد عرف (Fox and Heller, 2006) فاعلية الحاكمية المؤسسية على أنها مجموعة النشاطات التي تهدف إلى تعظيم الثروة التي يتم الحصول عليها من العمليات الحقيقية للشركة، إضافة إلى توزيع الثروة بشكل حصصي بين المساهمين في الشركة. وقد أوضح (Klapper and Love, 2003) أن الشركات تتمتع بمستويات مختلفة من فاعلية الحاكمية المؤسسية ذلك لتأثر الحاكمية المؤسسية بالإضافة إلى عوامل خارجية بعوامل داخلية. وتتمثل هذه العوامل كما يرى (Himmelberg et al., 1999) في (تركيبية أصول الشركة، فرص النمو).

ففيما يتعلق بتركيبة الأصول فمن الأسهل رقابة الأصول الثابتة (الملموسة) مقارنة بالأصول غير الملموسة، حيث يصعب اختلاس الأصول الثابتة مقارنة بالسائلة منها، لذا فإن الشركات التي تمتلك مستوى مرتفعاً من الأصول غير الملموسة، من الأفضل لها تبني مستوى حاكمية مؤسسية أكثر فاعلية، أما فيما يتعلق بفرص النمو فإن الشركات ذات فرص النمو الجيدة لا بد لها من ممارسة مستوى حاكمية مؤسسية مرتفع الفاعلية يمكنها من الوصول إلى هيكل أمثل لرأس المال، لغاية خفض تكلفة التمويل.

8/2 الربط بين الحاكمية المؤسسية والأداء المالي

إن الممارسات السليمة للحاكمية المؤسسية ستساعد الشركات والاقتصاد بشكل عام على جذب الاستثمارات، ودعم الأداء الاقتصادي، والقدرة على المنافسة على المدى الطويل، من خلال عدة طرق وأساليب: (المشروعات الدولية الخاصة، 2005، (ا)، ص ص. 6-11).

أولاً: من خلال التأكيد على الشفافية في معاملات الشركة، وفي إجراءات المحاسبة والمراجعة المالية وفي المشتريات فإن الحاكمية تقف في مواجهة أحد طرفي علاقة الفساد الذي يؤدي إلى استنزاف موارد الشركة، وتآكل قدرتها التنافسية، وبالتالي انصراف المستثمرين عنها.

ثانياً: إن إجراءات الحاكمية تؤدي إلى تحسين إدارة الشركة من خلال مساعدة المديرين ومجلس إدارة الشركة على تطوير استراتيجية سليمة للشركة، وضمان اتخاذ قرارات الدمج أو الاستحواذ بناء على أسس سليمة وهذا سيساعد الشركات على جذب الاستثمارات بشروط جيدة وعلى تحسين كفاءة أداء الشركة.

ثالثاً: بتبني معايير الشفافية في التعامل مع المستثمرين ومع الموظفين فإن الحاكمية المؤسسية السليمة تساعد على منع حدوث الأزمات المصرفية حتى في الدول التي لا يوجد تعامل نشط على معظم شركاتها في أسواق الأوراق المالية.

رابعاً: تشير البحوث إلى أن الدول التي تطبق الحاكمية المؤسسية لحماية الأقليات من حملة الأسهم تفتح أمامها أبواب عدد أكبر من أسواق رأس المال.

وفي العلاقة بين الحاكمية المؤسسية والأداء فقد أوضح (Coles, et al., 2003) بأن الأدب المالي حدد مجموعة قنوات من خلالها يمكن للحاكمية المؤسسية الفاعلة أن تؤثر على الأداء وتتمثل هذه القنوات في:

1. زيادة فرص الوصول لمصادر التمويل الخارجي الذي يقود بدوره إلى فرص استثمارية أكبر، ونمو أعلى، وارتفاع في نسب الاستخدام للعمالة.
2. تكلفة رأس مال أقل مرتبطة بارتفاع في قيمة الشركة مما يجعل الاستثمار أكثر جذباً للمستثمرين.
3. أداء تشغيلي أفضل ناجم عن تخصيص أفضل للموارد، مما يعني أداءً أفضل وتعظيماً للثروة.
4. خفض مخاطر الأزمات المالية.
5. علاقة أفضل مع كل من أصحاب المصالح مما يساعد على تحسين العلاقات مع كل من المجتمع المحلي، والعمالة، وحماية البيئة.

وقد تناول العديد من الكتاب هذه القنوات بشكل منفصل في دراستهم فقد أوضح كل من (Rajan and Zingales, 2003) أن المدى الواسع للبحث في الحاكمية المؤسسية يُبرر أسهامها في زيادة فرص دخول أسواق رأس المال وبالتالي خفض تكلفة التمويل في النظام الاقتصادي حيث رأى الباحثان أن هناك عائقين أمام فرص الوصول للتمويل يشكل مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية مركبات هذه العوائق وتتمثل في:

1. عدم اتساق المعلومات بين الممولين والمقترضين نتيجة ضعف عوامل الإفصاح.
2. عدم قيام المقترض بالعمل لمصلحة المقرض بالشكل الأفضل مما يعني إهمال ذوي المصالح المرتبطين بالشركة.

وفي العلاقة بين الحاكمية المؤسسية السليمة وقيمة الشركة فقد أوضح (La porta, et al, 2002) أن زيادة فاعلية الحاكمية المؤسسية لا تؤثر فقط على زيادة إمكانية الوصول لمصادر التمويل الخارجية وبالتالي خفض تكلفة التمويل فقط وإنما في ارتفاع قيمة الشركة وميل المستثمرين لدفع أثمان أعلى لأسهم الشركات التي تمتاز بها الحاكمية المؤسسية بالفاعلية. كما أن انخفاض كلفة رأس المال يترجم بانخفاض الكلفة الاقتصادية في القطر، بحيث تجعل منه قطراً أكثر جذباً للاستثمار.

وفي العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وخفض المخاطر فقد أوضح (Lemmon and Lins, 2003) أن الحاكمية المؤسسية تؤثر على السلوك للمشروعات خلال الأزمات المالية، فخلال الأزمة الآسيوية انخفض عائد الأسهم للشركات الأقل ممارسة للحاكمية المؤسسية بمقدار 10-20% زيادة عن انخفاض عوائد أسهم الشركات الأفضل ممارسة للحاكمية المؤسسية ،

وهذا الخفض لعب دوراً أساسياً في تحديد سلوك المشروعات على المستوى الفردي وبالتحديد في تحفيز الداخلين على مصادرة حقوق أقلية المساهمين خلال الأزمة الآسيوية.

وفي نفس السياق أوضح (Johnson et al, 2000) أن الانهيارات في الأسواق خلال الأزمة الآسيوية تعزى بشكل محوري إلى ضعف التشريعات، وبالتالي ضعف الحماية للمستثمرين مما جعل صافي التدفقات النقدية أكثر حساسية للأحداث ذات الأثر السلبي التي تؤثر على مستوى ثقة المستثمر في الأسواق، بحيث ينخفض العائد على الاستثمار بشكل قد يقود إلى انهيار العملة وأسعار الأسهم. من جانب آخر أوضح (Lel, 2003)؛ (Bae et al, 2004) أن عوائد المشروعات في الأسواق الناشئة أكثر تذبذباً عنها في الأسواق المتطورة، وقد عزاه الباحثان إلى أن المديرين كانوا أقل تعقلاً وممارسة للحاكمة المؤسسية في هذه الأسواق.

وفي العلاقة مع ذوي المصالح مثل البنوك، والعمال، والحكومة وأثرها على أداء الشركات فقد أوضحت (الهيني، 2004) أن كل طرف يراقب ويؤثر على الإدارة للمشروعات بعدة طرق في محاولة للحصول على مكاسب، سواء في إدارة ومراقبة الشركة، أو في التدفقات النقدية، وتحسين وضع الشركة وتزداد ثروة المساهمين إذا قامت الشركة بتأدية الخدمات إلى عملائها بالشكل المطلوب وكذلك إذا حافظت على علاقات جيدة مع الموردين وعلى سمعة جيدة بالنسبة للالتزامها القانوني مع ضرورة تواصلها مع المستثمرين من خلال القوائم المالية والاجتماعات المستمرة مع ضرورة الصراحة والابتعاد عن التضليل وتقديم الإفصاحات اللازمة في الوقت المناسب.

9/2 المظاهر السلبية لغياب الحاكمية المؤسسية

رغم ما في الحاكمية المؤسسية من فوائد واضحة للشركات والدول، إلا أن السرعة الشديدة التي تتسم بها العولمة جعلت الحاجة إليها عاجلة، وهذا يتطلب من الشركات ومن الحكومات إدخال تعديلات أساسية، فعلى الشركات أن تغير من طريقة عملها، بينما ينبغي على الحكومات تأسيس وصيانة إطار مؤسسي مناسب، وإلا ستعم الفوضى إذا لم يكن هناك قواعد وهياكل ملائمة، وفي ظل الفوضى تصبح الشركات عبارة عن "رأسمالية الملاهي"، حيث تصبح الاستثمارات مجرد مراهنات يراهن فيها على أن الناس سيوفون بوعودهم، وأن الشركات لا تقول إلا الحق، وأن العاملين فيها سيحصلون على أجورهم وأن الشركات ستفي بديونها. (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005، (1) ، ص. 8)

لقد أشارت الدراسات إلى وجود العديد من المظاهر السلبية لغياب الحاكمية المؤسسية منها: التعثر والفساد المالي والإداري، ومخاطر الائتمان، وضعف نظام الرقابة الداخلية، وتدني إدارة الشركات. وقد أكد ذلك مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE) في تحديده الأسباب التي أدت إلى وجود الفساد في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وهي: (سليمان، 2006، ص.

(31)

1. غياب الشفافية.

1. ضعف السلطة القضائية وسيادة القانون.

2. عدم القابلية للمساءلة.

3. انحياز المجتمع للنخب الحاكمة.

4. الافتقار للحاكمية المؤسسية.

5. التحديات السياسية لممارسة الفساد.

كما أن انعدام ممارسة الحاكمية المؤسسية السليمة في الشركات تعني: (مركز

المشروعات الدولية الخاصة، 2005 (ا)، ص ص 14-31).

1. تمكين الداخلين سواءً أكانوا من مجلس الإدارة أم من المديرين أم الموظفين من اختلاس

الشركة و/أو المال العام على حساب المساهمين والدائنين وأصحاب المصالح الأخرى.

2. تصبح الشركات بل والدول التي تضعف فيها الحاكمية المؤسسية أكثر عرضة لنتائج وخيمة

تفوق بكثير مجرد الفضائح والأزمات المالية، بحيث يحدد مستوى الحاكمية مصير الشركات،

ومصير الاقتصاديات كلها في عصر العولمة.

3. الإخفاق في جذب مستويات كافية من رأس المال، مما يهدد كيان الشركة، وقد يؤدي إلى

نتائج خطيرة بالنسبة للاقتصاد ككل، لأن نقص رأس المال يؤدي إلى ضعف القدرة التنافسية،

والاستغناء عن بعض العاملين، والقضاء على المكاسب الاجتماعية والاقتصادية و بالتالي

تفاقم مشكلة الفقر.

4. هروب المستثمرين لأن المستثمر وقبل أن يلتزم بأي مبلغ أصبح يطلب إثباتاً أن الشركة تدار وفق ممارسات حاكمة مؤسسية سليمة تقلل إلى أدنى حد احتمالات الفساد، كما أن المستثمرين يريدون أن يكونوا قادرين على تحليل ومقارنة فرص الاستثمار المختلفة بنفس معايير الشفافية والوضوح والدقة المتبعة في الحسابات، قبل الشروع في الاستثمار في أي دولة من الدول

10/2 الحاكمية المؤسسية في الدول العربية.

زاد اهتمام كثير من الدول العربية في الآونة الأخيرة بتطبيق مفهوم الحاكمية المؤسسية خاصة بعد الانهيارات المالية التي شهدتها الأوساط المالية التي شملت العديد من دول العالم. وتتشابه الحاكمية المؤسسية في الدول العربية مع الحاكمية المؤسسية في الكثير من الدول ذات الاقتصاديات الناشئة، في أن هنالك فجوة كبيرة بينها وبين الدول الصناعية في مجال تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية، وفي توفير الظروف والمناخ المناسب الذي يضمن التطبيق السليم لتلك المبادئ، بالشكل الذي يؤدي إلى تشجيع الاستثمار بتلك الدول، وجذب رأس المال الأجنبي لها، وقد أدى ذلك إلى قيام الكثير من الهيئات والمنظمات الدولية بالعمل على إرساء تلك المبادئ في الدول العربية، التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادية والتنمية (OECD)

وذلك عن طريق قيام كل من المنتدى الدولي للحاكمية المؤسسية. Global Corporate Governance Form ومركز المشروعات الدول الخاصة (CIPE) وكثير من المهتمين بمفهوم الحاكمية المؤسسية في العديد من الدول العربية، بتنظيم مجموعة من المؤتمرات والندوات والنشرات التي تهدف إلى وضع التوصيات الخاصة بالتطبيق السليم لتلك المبادئ، بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية والثقافية والسياسية التي تمر بها الدول العربية في الوقت الحالي، والحث على توافر البيئة المناسبة لعملية التطبيق، ونشر الوعي لدى الأفراد، والمستثمرين، ومتخذي القرارات بالدور الهام الذي تلعبه الحاكمية المؤسسية على مستوى الشركات، والاقتصاد القومي بصفة عامة (سليمان، 2006، ص. 224). و هو ما لم تحققه الدول العربية بالمنطقة العربية فشلت في جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية اللازمة للتصدي لمشاكلها الديموغرافية والاقتصادية الصاعدة، الذي عزته الكثير من الدراسات في الدول النامية والعربية إلى ضعف هياكل الحاكمية المؤسسية في هذه الدول (السعيد، 2004، ص. 223).

وتتمثل جوانب ضعف الحاكمية المؤسسية في معظم الأقطار العربية بالآتي: (Musa,)

; (2003, p. 61); (Union of Arab Banks, 2005, p. 62)

1. فشل مجالس إدارة الشركات في العديد من هذه الأقطار بالعمل كجسم نيابة عن حملة الأسهم،

وتحديداً مصلحة أقلية المساهمين من خلال توفير الحماية لهم.

2. مشاركة أقلية المساهمين في القرارات والرقابة محدودة نظراً للعوائق الكثيرة من قبل الداخلين

وكبار المساهمين.

3. ضعف معايير الإفصاح والشفافية مما شكل عائقاً أمام أقلية المساهمين والمقرضين لممارسة

الرقابة على الشركات.

4. ضعف الحماية القانونية اللازمة للحفاظ على مصالح صغار المساهمين.

5. الفصل بين الملكية والإدارة (السيطرة) ما هي إلا اسمية فكبار المالكين إما أنهم أعضاء في

مجلس إدارة الشركات، أو إنهم من يقومون بتعيينهم.

6. ضعف أسس تقييم الائتمان من قبل الدائنين، بحيث تتجه المؤسسات المقرضة للاعتماد على

ضمانات وليس على أسس علمية لتقييم المشروعات أو استناداً للتدفقات النقدية المتوقعة.

وقد لعبت عدة عوامل دوراً مهماً في تكوين صورة الحاكمية المؤسسية في المنطقة العربية ومؤسساتها

تمثلت في: (إتحاد المصارف العربية، 2003، ص ص 32- 40).

1. معظم الشركات الرئيسية في الدول العربية بدأت كمؤسسات مداره من قبل عائلات ولا تزال

هذه المؤسسات تحت سيطرة مؤسسها أو وراثتها.

2. خلال الفترات الماضية قامت حكومات هذه الدول بلعب دور أساسي في تنمية بعض الصناعات، وفي تحويل الموارد إليها، وفي تحديد درجة المنافسة.
3. معظم هذه الدول أفرطت منذ عقد التسعينات في سياسات الإصلاح والتحرير المالي والاقتصادي، وتنمية أسواق المال لكن هذه الأسواق لا تزال غير متطورة بالمقاييس العالمية.
4. وجود الفساد والإهمال والرشوة وغياب الشفافية.
5. ارتفاع عدد المشروعات الصغيرة والمتوسطة في العالم العربي مقارنة بالكبيرة التي تجد صعوبة في تنفيذ معايير الحاكمية المؤسسية، نظراً لارتفاع تكلفة تطبيق الحاكمية.
6. أن الحاكمية المؤسسية في نهاية المطاف تعتمد على التعاون بين القطاعين العام والخاص لتطبيقها، ومدى قوة السلطة التشريعية على إرغام تلك الشركات على تطبيقها، لذا من المتوقع أن يكون هناك نوع من عدم التجاوب مع الشركات الخاسرة، إلا أن ما شهده العالم العربي هو تدخل السلطات في كثير من الأحيان لمساعدة الشركات الخاسرة مما يؤثر سلباً على ممارسة الحاكمية المؤسسية السليمة.
7. إعاقة المستثمرين المضاربين تنفيذ إصلاحات الحاكمية المؤسسية ويعتبرونها عثرة في طريقهم، لأنها قد تحرمهم من استغلال المعلومات، وتضعف ربحيتهم في الأسواق، فهم يسعون دائماً إلى الاستثمار في أصول تقيم بأقل من قيمتها الحقيقية، وتدر عائداً كبيراً على المدى القصير.
8. سيطرة المنشآت المملوكة للدولة على الرغم من أن هذه الخصيصة لا تتعارض مع ممارسة الحاكمية المؤسسية الجيدة.

9. ضعف ثقافة الحاكمية المؤسسية إلى جانب عدم وجود برامج تدريبية للقطاع الخاص ليكون داعماً ومسانداً للتغيير.

ورغم الجهود المبذولة لإعادة هيكلة الاقتصاديات العربية، وتنظيم أسواق رأس المال في العالم العربي، إلا أن هذه الأسواق لاتزال تسودها ممارسات غير مقننة، إلى جانب ضعف السيولة، وانخفاض مستوى الإفصاح والشفافية وصغر حجمها، وضعف البيئة القانونية التشريعية المناسبة للاستثمار، وامتلاك كبار المستثمرين نسبة هامة من الشركات، وعدم التزام الشركات بالمعايير المحاسبية عند إعداد بياناتها المالية، وانخفاض مستوى جودة التقارير، والتأخير في صدورها كل ذلك من شأنه أن يسهم سلباً في تطبيق مفهوم الحاكمية المؤسسية(رشيمي، 2004).

وعلى الرغم أن الكثير من الشركات العربية شرعت في نهاية التسعينات ممارسة منح المساهمين حق مناقشة الموضوعات المدرجة في أعمال الجمعية ومساءلة أعضاء مجلس الإدارة ومراقبة أعمال سير الشركة ومركزها المالي، إلا أن الكثير من الشركات لاتزال تتعرض لانتقاد حول تدمير المساهمين من سيطرة كبار المساهمين وضعف أنظمة الرقابة (شوقي، 2002). وفي مجال الشفافية والإفصاح التي يتم بموجبها توفير المعلومات الهامة والضرورية التي يحتاجها المستفيدون من القوائم المالية، فإنه يندر أن تفصح الشركات المساهمة في العالم العربي ضمن تقاريرها السنوية عن تفاصيل المكافآت لأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، ومعايير الأداء المالي التي تعتبر نتاجاً لممارسة الحاكمية المؤسسية، حتى يتمكن المساهمون من إجراء مقارنة مع الشركات الأخرى المماثلة، إضافة إلى ندرة الإفصاح عن عوامل المخاطرة المتوقعة (CIPE،2005).

ونظراً لأن مفهوم الحاكمية المؤسسية أصبح مطلباً ضرورياً، وذلك للإسهام في إنجاح ونمو سوق رأس المال بما يعود على تنمية الاقتصاد الوطني الناتج عن نجاح الشركات في أدائها المالي والإداري، ولتعزيز مبدأ الشفافية، فإن الكثير من الدول العربية عملت على إصدار قوانين تحكم: (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005 (ا)، ص ص. 31-41).

1. إصدار الأوراق المالية والاتجار بها، وتحديد مسؤوليات والتزامات مصدري الأوراق المالية والوسطاء على أساس من الشفافية.
2. شروط الإدراج للشركات على أساس معايير شفافية وإفصاح.
3. وضع سجلات مستقلة للأسهم.
4. حماية حقوق الأقلية من المساهمين والمعاملة العادلة.
5. جهاز حكومي مزود بعدد من المستقلين والمؤهلين وتخويلهم سلطة تنظيم عمليات الأوراق المالية.
6. حماية أصحاب المصالح، وخلق التعاون بما يعمل على استدامة الشركات السليمة مالياً.
7. دور لجان المراجعة كأحد الإدارات الفاعلة في رقابة الشركات الخاصة.

وفيما يلي استعراض تطور أوضاع الحاكمية المؤسسية في بعض الدول العربية، ففي دراسة قام بها

(CIPE, 2003) تم تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات:

المجموعة الأولى: وهي مجموعة الدول التي قامت بعمليات ساعدت في تطبيق برامج الخصخصة والإصلاح الاقتصادي منذ منتصف الثمانيات، وهي مصر والأردن والمغرب وتعد هذه الدول من الدول الجاذبة والمستوردة لرأس المال، وتمتاز بأنها قامت بإنشاء أسواق للأسهم لكي تكون أداة رئيسة لجذب الاستثمار المتوسط وطويل الأجل.

المجموعة الثانية: مجموعة الدول المصدرة للبترول، وبصفة عامة مجموعة الدول الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي، وهذه الدول تمكنت من تحقيق استقرار في اقتصاديتها يرجع لارتفاع أسعار النفط، وهي من الدول المصدرة لرأس المال، ومن الملاحظ أن الاستثمار في تلك الدول كان مقصوراً في الماضي على المواطنين الذين ينتمون لدول المجلس، ومنذ عام 2000 فتحت هذه الدول باب الاستثمار أمام رأس المال الأجنبي.

المجموعة الثالثة: وهي الدول التي لديها عدم استقرار اقتصادي ناجم عن عدم الاستقرار السياسي مثل فلسطين والعراق، وأيضاً الدول التي لاتزال في بداية الإصلاح الاقتصادي مثل لبنان، وسوريا، والجزائر، والسودان، واليمن، فأسواق رأس المال بتلك الدول غير موجودة وإن وجدت فهي صغيرة.

فعلى مستوى الأردن فإن بيئة الأعمال الأردنية تتطوي نسبياً على أسس وقواعد مناسبة لاعتماد نظام حاكمية مؤسسية فعال نظراً لتوافر البيئة التشريعية، والنظام المصرفي السليم وسوق رأس المال المنظم، ومعايير الإفصاح والشفافية، ومعايير المحاسبة الدولية، والمعايير الدولية للتدقيق، وإفصاح وشفافية عملية الخصخصة، وتوفير حماية لحقوق الملكية، ونظام قضائي متطور، ورقابة صادقة على غسل الأموال (الهنيني، 2005).

وفي المؤتمر الخاص بالحاكمية المؤسسية الذي انعقد في عمان يوم 14 شباط 2005 ورعته هيئة الأوراق المالية تناول البنك الدولي حالة الحاكمية المؤسسية في الشركات الأردنية بالذات من حيث مقارنتها بالمستويات المعمول بها في دول (OECD) وبالمتوسط العالمي كانت النتائج:

(World Bank, 2005)

- أن الأردن متفوق على المتوسط العالمي في خمسة عشر معياراً للبنك الدولي ومعادل لمنظمة الدول الصناعية في أحدها، إلا أن هناك مجالات لاتزال بحاجة إلى تطوير فيما يتعلق بقانون الشركات، وحقوق المساهمين، ومسؤوليات أعضاء مجلس الإدارة.

- في مجال البيئة التنظيمية تم تحقيق تقدم واسع، وجرى تعزيز سلطة هيئة الأوراق المالية بموجب القانون الصادر في 2002، وبدأت الهيئة فعلاً بممارسة تلك السلطات لرفع مستوى الإفصاح.

- اقترح البنك الدولي وضع قانون (كود) للحاكمية المؤسسية، وتدريب المديرين وأعضاء مجالس الإدارة بشكل يحدد أدوارهم وواجباتهم، ويوضح مسؤولياتهم القانونية، وإيجاد معهد للإدارة العليا، وتنظيم تدقيق الحسابات.

أما في مصر فقد بدأ الاهتمام بالحاكمة المؤسسية عام 2001 بمبادرة وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، حيث وجد أن برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ في مصر منذ أوائل التسعينيات لا يكتمل إلا بوضع إطار تنظيمي ورقابي، يحكم عمل القطاع الخاص في ظل السوق الحر، وقد أعد البنك الدولي بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية بالإضافة إلى عدد من المراكز البحثية، وشركات المحاسبة والمراجعة، والمهتمين من الاقتصاديين، والقانونيين أول تقرير لتقييم الحاكمة المؤسسية في مصر وكان من أهم نتائج التقرير: (World Bank، 2004).

- أن القواعد المنظمة لإدارة الشركات المطبقة في مصر تتماشى مع المبادئ الدولية في سياق 39 مبدأ من إجمالي 48 مبدأ من مبادئ الحاكمة المؤسسية استخدمها فريق العمل الدولي.

- لا يتم تطبيق بعض المبادئ الواردة في الحاكمة المؤسسية في السوق المصري بشكل عملي وقد يرجع ذلك إلى ضعف وعي المساهمين أو إدارات الشركات بتلك المعايير. كذلك لا تتماشى هذه القواعد عملياً مع سبعة مبادئ من إجمالي 48 مبدأ وهناك اثنان من المبادئ لا تطبق نهائياً في السوق المصرية.

وفي عام 2005 تم نشر قواعد الحاكمة المؤسسية للشركات المصرية وذلك في الندوة التي عقدت بمشاركة 400 مشارك حول الحاكمة المؤسسية والخصخصة وهي أولى النسخ التي تم كتابتها باللغة العربية وتتنطبق على الشركات المقيدة بالبورصة، والشركات العائلية والمؤسسات المالية والشركات المساهمة (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005 (د)، ص ص 7-9).

أما في لبنان وعلى الرغم من أن بورصة بيروت تم إنشاؤها عام 1918 إلا أن الأحداث التي ألمت بلبنان قد ضربت هذه البورصة، فالشركات المدرجة لم تتجاوز 13 شركة في العام 2003 و 15 شركة في العام 2006. ولدى استعراض البيئة المحيطة بالشركات العاملة في لبنان يلاحظ: (أليافي، 2003، ص12).

- تركيز كبير في بنية الملكية، ففي العام 2001 امتلك كبار المساهمين المسيطرين 65% من إجمالي أسهم الشركات غير المالية المدرجة في بورصة بيروت، وفي العام 1999 شكلت مساهمات البنوك 40%، ومساهمات الشركات غير المالية 12%، ومساهمات المؤسسات المالية 13%، أما مساهمات الأفراد 14%، في حين شكلت المساهمات الأخرى 21% من أسهم الشركات المدرجة في بورصة بيروت.

- في مجال مجالس الإدارة يسيطر المساهمون على مجالس إدارة الشركات، وهم غالباً ما يمثلون مصالح العائلات وأقرباء لهم مع إغفال صغار المساهمين.

- في العام 2004 نظم مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE) مؤتمراً في العاصمة اللبنانية بيروت بالاشتراك مع المنتدى العالمي لحوكمة الشركات (GCGF) ومجموعة عمل الحاكمة المؤسسية في القطاع الخاص اللبناني، وجمعية الشفافية اللبنانية وتم تبني اثني عشر معياراً من المعايير الدولية العامة المعترف بها في الأنظمة المالية السليمة وتندرج هذه المعايير تحت ثلاثة مجالات عريضة:

1. سياسية الاقتصاد الكلي وشفافية البيانات.

2. البيئة السياسية للمؤسسات والأسواق.

3. اللوائح المالية والإشراف المالي.

وفي العام 2006 قامت جمعية الشفافية اللبنانية بإصدار دليل الحاكمية المؤسسية للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم في لبنان التي تشكل من 90% - 95% من شركات القطاع الخاص في لبنان. وقد تضمن الدليل حقوق المساهمين والتزاماتهم، وسجلات الملكية، والمعلومات ذات الصلة بالشركة في التوقيت المناسب، والمعلومات عن خطط الشركة قبل التصويت، ومسؤوليات وصلاحيات مجالس الإدارة، وصلاحيات التنفيذيين، وواجبات لجان مجلس الإدارة.

وفي المغرب بدأت الحاكمية المؤسسية في العام 1993 عندما تم خصخصة بورصة كازابلانكا وتحديثها، وفي العام 1995 صدر قانون الشركات الذي قضى بضرورة وجود مجلس إدارة مستقل، ووجود هيكل مزدوج ذي مجلس إشرافي ولجنة إدارة وزيادة الشفافية، والإفصاح وإعطاء حماية أكبر لمساهمي الأقلية. وقد أصبح المغرب أكثر اهتماماً بالمعايير الدولية منذ عام 1997 عندما تم إنشاء شركة إيداع مركزية للأوراق المالية لمراقبة وتنفيذ المعايير الدولية (CIPE, 2003).

في العام 2004 قام الاتحاد العام للمنشآت المغربية بإجراء دراسة حول الحاكمية المؤسسية لغاية مراجعة واستعراض ممارسة الحاكمية المؤسسية وفقاً لمبادئ (OECD) وقياس مدى الفهم الحالي للحاكمة المؤسسية، وقد أجريت الدراسة على 40 شركة مغربية من عدة قطاعات ولم يستجب للدراسة سوى 45% فقط من الشركات في العينة كان من بينها 14 من الشركات المدرجة بالبورصة.

وقد لوحظ: (مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005، (هـ)، ص ص.6-5).

1. أن أغلب تلك الشركات لم تحصل على معلومات صحيحة عن مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي حول الحاكمية المؤسسية.
2. هناك احترام لحق المساهمين في الحصول على معلومات عن حقوقهم.
3. عدم قيام مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين بالإفصاح عن مصالحهم المادية في أي عملية أو موضوع يؤثر على الشركة بشكل مباشر.
4. ضعف الشفافية فيما يتعلق بعمليات الترشيح والانتخابات ومكافآت مجالس الإدارة.
5. فيما يتعلق بدور أصحاب المصالح وجد أن الشركات الرئيسة تقوم بتنفيذ قانون العمل، ولديها آليات لحماية البيئة وحقوق المستهلكين.

أما في دول الخليج العربي نجد أن: (Saidi, 2005).

1. الشركات العائلية تشكل 85% من حجم الشركات وهي تمتاز بقصر العمر إذا ما قورنت بالشركات في دول (OECD)
2. أغلب قوانين الشركات لا تسمح بالفصل بين رئيس مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية.
3. محدودية الوعي الاستثماري الذي يؤدي إلى حالة عدم استقرار الأسواق وتحول عدد كبير من المستثمرين إلى مضاربين.

4. تعاني الأسواق من تراجع الاستثمارات الأجنبية بالرغم من رفع القيود بشكل كامل

في بعض الأسواق، وجزئي في بعضها الآخر، إلا أنها لاتزال تمتاز بانخفاض

مستوى الإفصاح والشفافية وصغر الحجم وعدم وجود خدمات مالية متطورة.

5. ضعف البيئة القانونية والتشريعية المناسبة للاستثمار.

وفي مسح تم إجراؤه من قبل معهد حوكمة التابع لمركز دبي المالي العالمي، ومعهد التمويل

الدولي عام 2005: وجد أن شركات دول مجلس التعاون الخليجي تطبق 50% من المعايير الدولية

المتعلقة بالحاكمية المؤسسية متوقعاً أن ترتفع هذه النسبة إلى 85% خلال السنوات القادمة. وعلى

الرغم من أن نتائج المسح سجلت تحسناً ملحوظاً في معايير الحاكمية المؤسسية في دول الخليج

العربي، إلا أنها رصدت فروقاً من كل دولة خليجية وأخرى، إذ جاءت عمان في مقدمة الدول الخليجية

الأفضل في تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية، ونفذت 70% منها على خلفية إصدارها قانوناً يخص

الحاكمية المؤسسية في العام 2002. (Saidi, 2005)

11/2 الحاكمية المؤسسية في فلسطين

بعد استعراض مفهوم ومبادئ الحاكمية المؤسسية، والربط بين الحاكمية المؤسسية والأداء

المالي والمظاهر السلبية لغياب الحاكمية المؤسسية، فإن السؤال الذي يتبادر للأذهان هو: أين نقف

نحن في فلسطين من اتباع نظام حاكمية مؤسسية جيد وفعال؟

على الرغم أن الكثير من منشآت القطاع الخاص في كثير من الدول العربية أدركت أهمية إتباع

نظام حاكمية مؤسسية جيد وفعال كما في الأردن ولبنان ومصر والمغرب، بالإضافة إلى الخليج

العربي، إلا أن عملية التطوير في الضفة الغربية كانت بطيئة بشكل لافت سواءً خلال فترة الاحتلال

أو بعد إقامة السلطة الوطنية الفلسطينية.

ونظراً لتأثر الحاكمية المؤسسية في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية بالعديد من التشريعات والأنظمة الصادرة من جهات مختلفة، فقد قام الباحث بداية بمراجعة قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964، وقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004 ونظام الإفصاح والإدراج المقرين في التاسع من أيار عام 2005 لدراسة مدى اتساقها مع مبادئ الحاكمية المؤسسية الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لاحظ الباحث:

1. أن هناك اتساقاً كبيراً في القوانين والتشريعات الفلسطينية مع قواعد ومبادئ الحاكمية المؤسسية الصادرة عن (OECD)، إلا أن الأمر يتطلب إعادة النظر في التشريعات من أجل توحيدها وذلك للتكرار المتواجد فيها، بحيث تذكر بعض المبادئ في قانون الشركات ثم تكرر مرة أخرى في نظامي الإفصاح والإدراج

2. عدم وجود نصوص قانونية وصريحة بشأن الموضوعات الآتية:

أ- ما يتعلق بعدم استخدام طرق ووسائل ضد حالات الاستيلاء كدفع واق للإدارة ومجلس الإدارة ضد المساءلة.

ب- ما يتعلق بإزالة العوائق لعملية التصويت عبر الحدود.

ت- ما يتعلق بأن تقدم قنوات نشر المعلومات ذات الصلة والعلاقة لمستخدميها بشكل متساو وبالوقت المناسب وبكفاءة في الحصول عليها.

ث- ما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات الهامة والجوهرية التي تتعلق بالموظفين وأصحاب المصالح الآخرين.

ج- ما يتعلق بأن تسمح العمليات والإجراءات المتعلقة بالاجتماعات العمومية للمساهمين المعاملة العادلة.

ح- ما يتعلق بالإفصاح عن الحاكمية المؤسسية في التقارير السنوية للشركات.

وعلى الرغم من أن البيئة القانونية تنطوي نسبياً على أسس وقواعد مناسبة لاعتماد نظام حاكمية مؤسسية فعال، إلا أن بيئة الأعمال الفلسطينية من الناحية العملية، تنطوي على مجموعة خصائص تعكس نفسها سلباً على الممارسة السليمة للحاكمية المؤسسية منها: (عورتاني، 2003، ص ص-4 (8).

- لا تزال الغالبية الساحقة من المنشآت التجارية عبارة عن مشاريع فردية أو شركات خاصة يسهم بها بعض أشخاص، أما عدد الشركات المسجلة كمساهمة عامة فهي قليلة.
- هناك طابع عائلي قوي جداً لغالبية المنشآت التجارية سواء من الناحية الإدارية أو التمويلية.
- أن أكثر من 63% من المنشآت التجارية الفلسطينية لا تتوافر لديها النية للتحويل إلى شركات مساهمة عامة في المستقبل.
- أن 23% فقط من الشركات تلتزم بعقد اجتماعات الهيئة العامة في مواعيدها حسب القانون.
- أن 38% من الشركات تتيح للمساهمين الإطلاع على النظام الداخلي وشروط التسجيل.
- أن 14% من الشركات تعد تقارير سنوية عن عملها وتوزعها على المساهمين.
- لا تزال في فلسطين مهنة محاسبة متواضعة لا تزال معايير المراجعة بعيدة تماماً عن المعايير الدولية المعترف بها، وهو ما يؤثر سلباً على القطاع الخاص.
- أظهر تقرير منظمة الشفافية العالمية حول الفساد أن فلسطين تحتل مرتبة متدنية في مكافحة الفساد لتمثل المرتبة 107 على المستوى العالمي والخامسة عشرة على مستوى العالم العربي (منظمة الشفافية العالمية، 2005، ص. 2).
- عدم وجود قواعد و معايير للحاكمية المؤسسية في فلسطين

- لا توجد تعليمات ملزمة الإفصاح عن الحاكمية المؤسسية في التقارير السنوية للشركات ولمحاولة بناء حالة متينة على صعيد الحاكمية المؤسسة، عقدت في شهر سبتمبر 2005 ورشة العمل الأولى حول الحاكمية المؤسسة في الضفة الغربية وغزة، بحضور كل من سلطة النقد الفلسطيني، وهيئة سوق رأس المال، ومؤسسة التمويل الدولية (IFC) وبمشاركة منظمة التعاون والتنمية (OECD)، وجمعية البنوك، واتحاد رجال الأعمال الفلسطينيين، التي هدفت إلى نشر ثقافة الحاكمية المؤسسة، وبناء قدرة محلية من خلال تنفيذ مشاريع الحاكمية، وتحسينها عبر سلسلة من المشاريع تشمل منطقة الشرق الأوسط، وشمال إفريقيا، وسترکز على الورش التدريبية والاستشارات في مجال الحاكمية المؤسسية.

12/2 الدراسات السابقة

1- دراسة (Klapper and Love, 2003)، بعنوان:

"Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets".

أعدت الدراسة من قبل البنك الدولي هادفة لاستكشاف الاختلاف بين آليات الحاكمية المؤسسية على مستوى الشركة، وعلاقتها بالبيئة القانونية على مستوى القطر، والعلاقة بين الحاكمية المؤسسية والأداء المالي مقيساً بـ Tobin's q، القيمة السوقية للشركة.

وباستخدام البيانات المالية من التقارير المعدة من قبل (CISA) Credit Lyonnais وSecurities Asia تم إنشاء تدرج للحاكمية المؤسسية لـ 495 شركة من 25 سوقاً من الأسواق الناشئة في 18 قطاعاً من القطاعات الاقتصادية، حيث وجدت الدراسة:

- أن شركات الدول ذات الأنظمة القانونية الضعيفة لديها تدرج منخفض في مستوى الحاكمية مقاسه بـ (الانضباط الإداري، والشفافية، والاستقلالية، والمساءلة، والمسؤولية، والنزاهة، والوعي المجتمعي)
- ارتبط مستوى الحاكمية المؤسسية للشركة ارتباطاً موجباً باتساق المعلومات، حجم المشروع، ونمو المبيعات، وحجم الأصول غير الملموسة.
- الحاكمية المؤسسية ترتبط ارتباطاً موجباً مع القيمة السوقية، والأداء التشغيلي.

2- دراسة (Guenster and Bauer, 2003)، بعنوان:

"Good corporate Governance Pay off! Well- governed companies perform better on the stock market".

هدفت الدراسة لاختبار أثر الحاكمية المؤسسية على عائد السهم وقيمتها في دول الاتحاد النقدي الأوروبي. ولتحديد مستوى الحاكمية المؤسسية في الشركات تم استخدام نظام التدرج (Corporate Governance Rating) على أساس ما تحصل عليه الشركة من علامة من المجموع العام البالغ 300 علامة ممنوحة لـ 300 مؤشر من مؤشرات ممارسة الحاكمية المؤسسية، وقد كانت النتائج على النحو الآتي:

- أظهرت نتيجة البحث التجريبي علاقة موجبة بين مستوى جودة الحاكمية المؤسسية والتطور في الأداء المالي باستخدام مؤشرات الربحية، وقيمة الشركة، وأسعار الأسهم.
- أظهرت الدراسة أن التحسن في تدرج في ممارسة الحاكمية المؤسسية (Rating) بمقدار 1% أدى إلى زيادة القيمة السوقية لأصول الشركة بواقع 14%.

3- دراسة (Drobetz et al, 2003)، بعنوان:

"Corporate Governance and Expected Stock Return: The Case of Germany".

هدفت الدراسة لاستكشاف العلاقة بين الحاكمية المؤسسية والأداء المالي لعينة شملت

253 شركة ألمانية، حيث تم قياس جودة الحاكمية بالاعتماد على 30 مؤشراً من مبادئ الحاكمية

المؤسسية، وتمثل التساؤل الجوهرى فيما إذا كان اختلاف مستوى جودة الحاكمية المؤسسية يفسر

اختلاف مستويات الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي مقيساً بـ (Tobin's q, M/B).

استخدمت الدراسة استبانته مكونة من 30 مبدأً من مبادئ الممارسة السليمة للحاكمية

المؤسسية و خلصت إلى:

- هناك علاقة موجبة بين مستوى جودة الحاكمية المؤسسية وقيمة المشروع.
- الشركات ذات الحاكمية المؤسسية الأفضل لديها نمو مبيعات أعلى.
- الشركات ذات الحاكمية المؤسسية الأفضل ارتبطت بوضع أفضل من حيث استعداد المستثمرين لدفع أسعار أعلى لأسهم هذه الشركات.

4- دراسة (Gompers et al, 2003)، بعنوان:

"Corporate Governance and Equity Prices."

وقد هدفت لاختبار العلاقة بين الحاكمية المؤسسية والأداء المالي لعينة شملت 1500 شركة من الشركات الأمريكية المدرجة للفترة من 1990-1996 باستخدام 24 مبدأ من مبادئ الحاكمية المؤسسية لإيجاد مؤشر للحاكمية (Governance Index) ليكون بمثابة ممثل (Proxy) لجودة الحاكمية المؤسسية. وقد شملت المبادئ: (حقوق المساهمين مثل حق التعويض، والوصول للمعلومات، والحق في التوزيعات، والحماية من المساهمين الكبار، وحضور الاجتماعات، أما الأداء المالي فقد تم قياسه بحجم العائد، والأداء التشغيلي، وقيمة المشروع وقد خلصت الدراسة إلى:

- هناك ارتباط قوي بين عائد السهم ومستوى جودة الحاكمية المؤسسية.
- يزداد مستوى Tobin's q للشركات ذات الحاكمية المؤسسية الأفضل بمقدار 56 نقطة عن الشركات الأقل جودة
- كل زيادة بمقدار نقطة واحدة من الحفاظ على حقوق المساهمين تزداد قيمة الشركة بمقدار 11.4 نقطة.
- تنخفض تكلفة رأس المال للشركات بزيادة جودة الحاكمية المؤسسية للشركة.

5- دراسة (Jinarat, 2003)، بعنوان:

"The Impact of Good Governance on Organization Performance After the Asian Crisis in Thailand".

هدفت الدراسة لاختبار العلاقة بين نوع الملكية ودرجة التركيز فيها والأداء المالي للشركات اليابانية المدرجة في السوق المالي، وشملت كافة القطاعات الاقتصادية وقد تم قياس الأداء المالي بكل من العائد على الاستثمار والانحراف المعياري لعوائد الشركات وقد خلصت الدراسة إلى أن الإسهامات الكبيرة للبنوك لم تساعد في تحسين الأداء على الرغم من العلاقات المميزة مع البنوك. وقد عزت الدراسة ذلك إلى عدم الاهتمام بأقلية المساهمين في الشركات اليابانية، وسيطرة البنوك على إدارة الشركات وضعف الحاكمية المؤسسية.

6- دراسة (Drobetz, 2003)، بعنوان:

"Corporate Governance- Legal Fiction or Economic Reality?"

انطلقت الدراسة من افتراض أساسي يتمثل في أن الحاكمية المؤسسية الأفضل ستؤدي إلى خفض العائد المطلوب على الاستثمار، وبالتالي تكلفة رأس المال (تكلفة التمويل). وقد هدفت الدراسة لاختبار العلاقة بين ممارسة الحاكمية المؤسسية وعائد السهم، وقيمة المشروع، والأرباح، ونمو المبيعات والإنفاق الرأسمالي لعينة شملت 63 مشروعاً مدرجاً في السوق المالي الألماني للعام 2001.

وقد خلصت الدراسة إلى:

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين جودة الحاكمية المؤسسية وحجم الأرباح للمشروع بحيث تزيد الأرباح بزيادة مستوى الحاكمية المؤسسية في الشركة.
- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى جودة الحاكمية المؤسسية والنمو في المبيعات للشركة بحيث تزداد نسب النمو بازدياد مستوى جودة الحاكمية المؤسسية في الشركة.
- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى جودة الحاكمية المؤسسية في الشركة وبين السعر إلى ربحيته بحيث ترتفع أسعار الأسهم بارتفاع مستوى جودة الحاكمية المؤسسية في الشركة.
- أظهرت الدراسة أن العائد المطلوب على حق الملكية required return on equity في الشركات ذات الحاكمية المؤسسية الجيدة أقل منه في الشركات الأقل جودة نظراً لانخفاض درجة المخاطرة.

7- دراسة (Black et al, 2003)، بعنوان:

"Does Corporate Governance affect Firm Value?"

شملت هذه الدراسة الشركات الكورية الجنوبية المدرجة في السوق المالي بهدف إيجاد مؤشر

للحاكمة المؤسسية (Corporate Governance Index) للعام 2001 وقد تكون المؤشر من 6

مؤشرات فرعية تشكل في مجموعها مقياساً للحاكمية المؤسسية، وهي حقوق المساهمين، ومجلس

الإدارة، والمديرون الخارجون، ولجنة التدقيق والرقابة، والإفصاح، وتركز الملكية.

ولغاية اختبار أثر التباين في ممارسة الحاكمية المؤسسية في الشركات الكورية المدرجة في سوق كوريا للأوراق المالية، على الأداء المالي للشركات ممثلاً في القيمة السوقية إلى الدفترية و Tobin's Q باستخدام تحليل الانحدار كانت النتائج على النحو الآتي:

- هناك علاقة موجبة قوية بين مستوى الحاكمية المؤسسية في الشركة والقيمة السوقية للشركة.
- الزيادة بمقدار 10 نقاط في مؤشر الحاكمية المؤسسية قاد لزيادة قدرها 5% في قيمة Tobin's Q و 14% في القيمة السوقية لسهم الشركة.
- الانتقال من المستوى الأسوأ إلى المستوى الأفضل في ممارسة الحاكمية المؤسسية للشركة قاد لزيادة قدرها 38% في Tobin's Q و 15% في القيمة السوقية إلى الدفترية للشركة.

8- دراسة (Mir and Nishat, 2004)، بعنوان:

"Corporate Governance Structure and Firm Performance in Pakistan. An Empirical study".

في محاولة لاختبار العلاقة بين الحاكمية المؤسسية المرتبطة بكل من (الإدارة، و المساهمين، و أصحاب المصالح ومجلس الإدارة) والأداء المالي للشركات الباكستانية مقيساً، يـ Tobin's Q باستخدام تحليل الانحدار لعينة من 248 شركة مدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية خلال العام 2003، خلصت الدراسة إلى:

- هناك علاقة ذات دلالة بين هيكل الملكية للشركات وأدائها المالي فكلما قلت درجة التركيز في الشركات زاد مستوى الأداء المالي لها.

- يرتبط الأداء المالي للشركات إيجابياً مع مستوى جودة الحوكمة المؤسسية.
- ينخفض أداء الشركات المالي في حال جمع المديرين التنفيذيين بين وظيفة الإدارة وعضوية مجلس الإدارة.
- تتخضع جودة الأداء المالي بارتفاع نسب الرفع المالي للشركات. وعلل الباحثان ذلك بانخفاض رقابة وإدارة الجهات الدائنة لديونها الممنوحة للشركات، مما يدفع المديرين للاستغلال السيئ لهذه الأموال في ظل انخفاض مستوى جودة الحوكمة المؤسسية في مجال الرقابة والتدقيق الداخلي.

9- دراسة (Asian Development Bank Institute, 2004)، بعنوان:

"Corporate Governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand".

وقد انطلقت الدراسة من افتراض اتسع انتشاره استند إلى أن ضعف الحوكمة المؤسسية أحد العناصر الأساسية المسؤولة عن الأزمة المالية الآسيوية في العام 1997، ولاختبار هذا الافتراض وأثر ممارسة الشركات العائلية لمظاهر الحوكمة المؤسسية خاصة معاملة أصحاب الأقلية على الأداء المالي للمشروعات خلال الأزمة، تم دراسة عينة شملت 307 شركة في كل من اندونيسيا، وجمهورية كوريا، وماليزيا، وتايلاند، مدرجة في الأسواق المالية لهذه الدول، عبر استبانته شارك فيها 596 مديراً منهم 286 مديراً تنفيذياً و310 مديريين مستقلين وخلصت الدراسة إلى:

- هناك علاقة ذات دلالة بين الممارسة الجيدة للحاكمة المؤسسية وقيمة المشروع، فالانتقال من فئة الشركات المتوسطة من حيث جودة الحاكمة إلى شركة أعلى ارتبط بزيادة قدرها 13-15% في القيمة السوقية لهذه الشركات.
- ينخفض مستوى جودة الحاكمة بمقدار 30% في حالة إدارة المشروع بشكل فردي نتيجة لعدم مراعاة مصالح أقلية المساهمين.
- ظهرت مسألة ضعف الحاكمة المؤسسية بشكل واضح في الأقطار التي تمتاز أنظمتها بالضعف في حماية المستثمرين مما شكل صعوبة لدخول المساهمين للمعلومات وتقييم المدراء.
- يلعب أصحاب المصالح دوراً بسيطاً في التأثير على الشركات لإلزامها بممارسة الحاكمة المؤسسية الجيدة.

10- دراسة (Park, 2004)، بعنوان

"Assessing the Impact of Corporate Governance on Productivity and Growth In Korea".

لغاية تحليل أثر ممارسة الحاكمية المؤسسية على الإنتاجية والنمو (كمقياس للأداء) في كوريا الجنوبية قام الباحث باختبار العلاقة معتمداً على أربعة مبادئ كإطار لقياس الحاكمية المؤسسية (الملكية، والإدارة، والمسئولية الاجتماعية، والبيئة المؤسسية) وعلى كل من (هامش الربح، وعائد الأصول، والعائد على حق الملكية، ونمو المبيعات، وهامش صافي الربح) كمقاييس للأداء المالي. وبالاستناد لبيانات الشركات المالية للعام 2000، قدمت الدراسة بعض النتائج بعد التحليل تمثلت في:

- أظهرت الشركات التي تقرضها البنوك ارتفاعاً في العائد على الأصول، والعائد على حق الملكية، وهامش صافي الربح، ونمو المبيعات. وقد عزت الدراسة ذلك إلى ممارسة الحاكمية السليمة لهذه الشركات نظراً لرقابة وتقييم القطاع المصرفي لهذه الشركات قبل وبعد القيام بإقراضها.
- يزداد الأداء المالي للشركات في الشركات التي يتوفر لديها سياسة إفصاح.
- يزداد الأداء المالي للشركات التي تتبنى معايير بيئية عنها في الشركات التي لا تتبنى مثل هذه المعايير.

11- دراسة (Brown and Caylor, 2004)، بعنوان:

"Corporate Governance and Firm Performance"

والتي هدفت لاختبار العلاقة بين الحاكمية المؤسسية والأداء المالي للشركات الأمريكية لعينة شملت 2327 شركة مدرجة في الأسواق المالية، وقام الباحث ببناء مقاييس للحاكمية المؤسسية (Gov-score) استناداً لـ 51 مبدأ من مبادئ الحاكمية المؤسسية ممثلة في سبع مجموعات هي: التدقيق، ومجلس الإدارة، والمحاسبون القانونيون، ومستوى التعليم، والمكافآت لأعضاء مجلس الإدارة، والمديرون التنفيذيون، وتعاون الحكومة، أما مقاييس الأداء المالي فقد تمثلت في ثلاث مجموعات هي:

- الأداء مقيساً بكل من العائد على حق الملكية، وهامش الربح ونمو المبيعات.
- قيمة الشركة ممثلاً في مقياس Tobin's Q.
- التوزيعات للمساهمين.

وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة بين جودة الحاكمية المؤسسية وبين مؤشرات الأداء المالي جميعاً.

12- دراسة (Drobtz, 2004)، بعنوان:

"The Impact of Corporate Governance on Firm Financial Performance".

انطلاقاً من دراسة Gomper et all, 2003 من أن مشكلة الوكالة هي نقطة البداية للبحث في موضوع الحاكمية المؤسسية، ولما للحاكمية المؤسسية الجيدة من أثر على سعر السهم للشركة وبالتالي على التدفق النقدي الذي يتوقعه المستثمر،

وعلى كلفة رأس المال، جاءت الدراسة محاولة الكشف عن العلاقة بين مستوى جودة الحاكمية المؤسسية والأداء المالي لعينة من الشركات الائتمانية بلغت 253 شركة، وقد تم قياس مستوى الحاكمية عبر استبانة من 30 عاملاً من عوامل ممارسة الحاكمية مقسمة لـ خمس مجموعات هي الالتزام بممارسة الحاكمية المؤسسية، وحقوق المساهمين، والشفافية، ومجلس الإدارة والإشراف والتدقيق وبعد تصنيف الشركات من حيث ممارسة الحاكمية المؤسسية السليمة وفقاً لنتائج الاستبانة من صفر-30 تم استخدام تحليل الانحدار لدراسة العلاقة بين جودة الحاكمية والأداء المالي للمشروعات. وخلصت الدراسة إلى:

1. أن الشركات ذات الترتيب الأفضل من حيث ممارسة الحاكمية المؤسسية تتمتع بمستوى

أعلى من القيمة مقيساً بـ Tobin's Q.

2. أن المستثمر على استعداد لدفع علاوة لسهم الشركة التي تمارس حاكمية مؤسسية أفضل.

13- دراسة (Inter-American Development Bank, 2005) بعنوان:

"Corporate Governance and Value in Brazil and Chile"

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين جودة الحاكمية المؤسسية والأداء المالي للمشروعات.

ولقياس الجودة قام الباحثان بإيجاد مؤشر للحاكمية من خلال استبانة من 24 عاملاً من عوامل

ممارسة الحاكمية (Corporate Governance index) تم الإجابة عنها بنعم أو لا من قبل

المبحوثين في الشركات الكبرى في كلٍ من تشيلي والبرازيل وقد خلصت الدراسة إلى:

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى جودة الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة السوقية.
- الانتقال من مستوى الممارسة الأسوأ للحاكمية نحو المستوى الأفضل في العام 2002 أدى إلى زيادة Tobin's Q بمقدار 38%.
- الزيادة بمقدار نقطة واحدة في مؤشر الحاكمية المؤسسية للشركة أدى إلى زيادة قدرها 6.8% في سعر السهم في العام 2002.
- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الحاكمية المؤسسية وحجم التوزيعات في الشركات.
- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الحاكمية المؤسسية والعائد على الأصول للشركة.
- أظهرت الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الحاكمية المؤسسية وبين درجة (Volatility) للسهم مقيساً بالانحراف المعياري في عائد السهم.

14- دراسة (Center for Financial Stability (Argentina), 2005)،

بعنوان:

"Corporate Governance and Ownership: measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina".

هدفت الدراسة إيجاد مقياس كمي لأول مرة في الأرجنتين لفاعلية الحاكمية المؤسسية لـ 65

شركة غير مالية مدرجة في سوق الأرجنتين المالي للفترة 2003-2004 من خلال بناء

Governance- Index ومن ثم اختبار العلاقة بين جودة الحاكمية المؤسسية، والأداء المالي

للشركات، وقد خلصت الدراسة إلى:

- هناك انخفاض في مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية مقارنة بالممارسات الدولية.
- فيما يتعلق بالنظريات الحديثة حول الربط بين الحاكمية المؤسسية الفاعلة والأداء المالي ، أظهرت الدراسة أن هناك أثراً قوياً لمستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي مقيساً بكلٍ من العائد على الأصول، و Tobin's Q.
- أظهرت الدراسة علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح ومستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية.

15- دراسة (Baltic International Centre for Economic Policy)

(Studies, 2005) ، بعنوان:

"Corporate Governance, Ownership Dynamic and Firm Performance in the central and Eastern European Countries: An Empirical Investigation".

قامت الدراسة بجمع البيانات حول ملكية الشركة، والأداء المالي، والمنافسة، ودرجة الإفصاح لـ

300 شركة مدرجة في أسواق المال في وسط وشرق أوروبا للعام 1997.

وقد هدف الجزء الأول من الدراسة إلى اختبار العلاقة بين أداء الشركة وهيكل الملكية أما

الجزء الثاني فقد حاول اختبار العلاقة بين أداء الشركة المالي ودرجة الإفصاح، وقد خلصت الدراسة

إلى أن هناك علاقة موجبة بين الأداء المالي ودرجة الإفصاح، في حين أظهرت النتائج علاقة سلبية

بين الأداء المالي ودرجة التركيز في الملكية للأسهم، وعلاقة موجبة بين الأداء المالي والموقع التنافسي

للشركة.

16- دراسة (Institutional Shareholders Services, 2005)، بعنوان:

"Better Corporate Governance Result in High Profit and Lower Risk".
 بعد اختيار 77 عاملاً من عوامل الحوكمة المؤسسية و 16 مقياساً من مقاييس الأداء المالي ضمن أربع مجموعات (المخاطرة، والربحية، والقيمة السوقية، والتقييم) قام فريق المؤسسة بتحليل العلاقة بين كل عامل من عوامل الحوكمة المؤسسية مقابل كل مقياس من مقاييس الأداء مستخدمين بيانات للسنوات المالية 2002-2004 وباستخدام اختبار T لتحديد العلاقة بين مستوى الحوكمة المؤسسية بواسطة Governance Index والأداء المالي لعينة من 5200 شركة وبعد إجراء العديد من الاختبارات الإحصائية خلصت الدراسة إلى:

- الشركة ذات الحوكمة المؤسسية الأكثر جودة أقل مخاطرة، وذلك لانخفاض تباين أسعار أسهمها وانخفاض احتمالات إفلاسها.
- الشركات ذات الحوكمة المؤسسية الأكثر جودة أكثر ربحية، حيث وجد الباحثون علاقة ذات دلالة إحصائية بين ارتفاع مستوى جودة الحوكمة المؤسسية وتحسن الأداء المالي لسبعة من مقاييس، الأداء ولسلسلة زمنية من 3 سنوات، وتمثلت المقاييس في العائد على الاستثمار، والتدفق النقدي إلى المبيعات، ودرجة المخاطرة.
- وجد فريق البحث علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى ممارسة الحوكمة المؤسسية وثلاثة من مقاييس التقييم (valuation Measures) ممثلة في القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم، والقيمة السوقية للسهم إلى التدفق النقدي وسعر السهم إلى ربحيته

17- (International Atlantic Economic Conference, 2005)، بعنوان:

"Corporate Governance and Firm Financial Performance of Companies in Poland".

هدفت الدراسة لاختبار العلاقة بين ممارسة الحاكمية المؤسسية والأداء المالي للشركات المدرجة في سوق وارسو للأوراق المالية، حيث تم تصنيف الشركات في العينة وفقاً لممارسة الحاكمية المؤسسية للتراوح بين (A-, B+, B, B-, C+) اعتماداً على تركيبة مجلس الإدارة، واستقلالية الأعضاء فيه، واجتماعات المساهمين، والتدقيق، والشفافية، وهيكل الملكية وتعويضات أعضاء مجلس الإدارة، أما الأداء فقد تم قياسه من خلال ، العائد على حق الملكية ،والعائد على الاستثمار ، و (Tobin's q) والربح التشغيلي (OPM)، وقد خلصت الدراسة إلى:

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية في الشركة والأداء المالي لها.
- أكثر مؤشرات الأداء المالي ارتباطاً بمستوى ممارسة الحاكمية في الشركة تمثل في الربح التشغيلي.
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية في الشركة ودرجة الرفع المالي.

18- دراسة (African Economic Research Consortium, 2005)،

بعنوان:

" Corporate Governance Mechanism and Firm Financial Performance".

حاولت الدراسة اختبار المدى الذي يمكن لآليات ممارسة الحاكمية المؤسسية السليمة أن

تخفض تكلفة الوكالة في الأسواق الناشئة مثل سوق نيجيريا للأوراق المالية وذلك من خلال:

- اختبار أثر تركيبة مجلس الإدارة على الأداء المالي للمشروع.
- اختبار العلاقة بين حجم مجلس الإدارة والأداء المالي للمشروع.
- اختبار أثر تركيز الملكية في الشركات على الأداء المالي للمشروع.
- اختبار فيما إذا كان للفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي أثر في الأداء المالي للمشروع.

ولقياس الأداء المالي تم الاعتماد على كل من العائد على حق الملكية و (Tobin's q) كمؤثرات

للأداء لعينة شملت 93 شركة مدرجة في سوق نيجيريا للأوراق المالية وباستخدام تحليل الانحدار

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديرين الخارجيين في مجلس الإدارة

والأداء المالي للشركة، فالمشروع الذي يدار من قبل مديرين خارجيين (غير مساهمين) ذو أداء مالي

أفضل من المشروع الذي يدار من قبل مديرين داخليين.

19- دراسة (Coleman and Biekpe, 2006)، بعنوان:

"The Relationship between Size, Board Composition, CEO Duality and Firm Performance: Experience From Ghana."

هدفت الدراسة لاختبار أثر ممارسة الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للفترة من 1990-2001 للشركات غير المالية المدرجة في سوق غانا للأوراق المالية مستخدمة نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمستقل وقد خلصت الدراسة إلى:

1. أن وجود مجلس إدارة من طبقتين يؤدي إلى تحسين أداء للمشروعات.
2. الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي عمل على خفض تكلفة الوكالة.
3. زيادة جودة الحاكمية المؤسسية (من حيث الظروف الاقتصادية والقانونية، والإجراءات العملية ووجود رقابة داخلية، جودة المعلومات وإمكانية الحصول عليها بسهولة) أدت إلى تحسن الأداء المالي للمشروعات.

20- دراسة (Rebeiz and Salameh, 2006)، بعنوان:

"Relationship Between Governance Structure and Financial Performance in Construction"

هدفت الدراسة لقياس أثر ممارسة الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للمشروعات الإنشائية في لبنان لعينة من 100 شركة إنشائية من إجماع مختلفة لاختبار فيما إذا كان التكامل في ممارسة الحاكمية المؤسسية بين جميع الأطراف داخل الشركة يقود إلى أداء مالي أفضل للمشروعات الإنشائية.

وقد خلصت الدراسة إلى أن عدم التداخل في الأدوار بين المديرين التنفيذيين ومجلس الإدارة، تترجم أداءً مالياً أفضل للشركة، في حين لم تظهر الدراسة أثراً واضحاً لمتغيرات الحاكمية المؤسسية الأخرى على الأداء المالي للشركة، وقد استخدمت الدراسة الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار العلاقة بين مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية والأداء المالي.

21- دراسة (Toledo, 2006)، بعنوان:

"Quality of Governance and Firm Performance: Evidence from Spain"

بدأت الدراسة بعرض فكرة الارتباط بين الحاكمية المؤسسية والنمو الاقتصادي والأثر المحتمل على أداء الشركات، بحيث يمكن التمييز بين مجتمع الشركات ذات الحاكمية المؤسسية الجيدة، ومجتمع الشركات ذات الحاكمية المؤسسية الأقل جودة، من خلال قدرة المشروعات على جذب المستثمرين وخفض كلفة التمويل، فالشركات ذات الحاكمية المؤسسية الأكثر جودة أكثر قدرة على جذب المستثمرين، وخفض كلفة التمويل لكل من الدين، وحق الملكية ذلك لوفرة الائتمان الناجم عن إمكانية دخول أسواق رأس المال.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين جودة الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة

السوقية.

13/2 ما تسهم به هذه الدراسة

لقد شكّلت الشركات المدرجة في الأسواق المالية أكثر النماذج المعروفة شيوعاً بالنسبة لتحليل الحاكمية المؤسسية، ويتركز اهتمام صانعي السياسات والمستثمرين إلى جانب قدر كبير من الأدبيات الأكاديمية حول الحاكمية المؤسسية للشركات المدرجة بالأسواق المالية.

وبما أن الحاكمية المؤسسية وسيلة تمكن المجتمع من التأكد من حسن إدارة الشركات بطريقة تحمي أموال المستثمرين والمقرضين فقد تبين الآن أكثر من أي وقت مضى أن وجود نظام شفاف وعادل ومعاملة نزيهة لجميع أصحاب المصالح من العوامل المهمة للديمقراطية وللنمو الاقتصادي ومواجهة الفساد، وتمشياً مع تطورات الحاكمية المؤسسية وانعكاسها على أداء الشركات وبالتالي على مستقبل الاقتصاد ونظراً لنقص المكتبة العربية وتباطؤ الخطى نحو ممارسة الحاكمية المؤسسية من قبل الشركات الفلسطينية.

فقد رأى الباحث أن من واجبه الاهتمام بظاهرة الحاكمية المؤسسية وإلقاء الضوء عليها، وإثارة التطبيق بشأنها خاصة في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. وتتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في:

1. لقد تناولت الدراسات السابقة مجموعة من العوامل المكونة لمبادئ الحاكمية المؤسسية كالإفصاح أو هيكل مجالس الإدارة في حين أن هذه الدراسة أكثر عمقا في تناولها لمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي

2. والتنمية المكونة من ضمان وجود أساس لإطار فعال للحاكمة المؤسسية، وحقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم، ودور أصحاب المصالح ، والإفصاح والشفافية ومسؤوليات مجلس الإدارة والتدقيق والرقابة الداخلية.
3. تناولت الدراسات السابقة Tobin's q إلى جانب متغير أو متغيرين لقياس الأداء المالي في حين أن هذه الدراسة أكثر عمقا بتناولها 6 متغيرات لقياس هذا الأداء.
4. حسب علم الباحث فإن هذا الموضوع بشقيه النظري والتطبيقي لم يتم تناوله على مستوى فلسطين، لذا فإن هذه الدراسة هي الأولى التي اختبرت أثر فاعلية الحاكمة المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، كما أنها الدراسة الأولى التي تطرقت لمدى اتساق القوانين والأنظمة المعمول بها في فلسطين مع مبادئ الحاكمة

الفصل الثالث
الطريقة والإجراءات
Method and Procedures

1/3 مجتمع الدراسة والعينة:

2/3 أدوات الدراسة:

3/3 إجراءات الدراسة:

1/3 مجتمع الدراسة والعينة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق

المالية للعام 2005 والتي استمرت في التداول حتى نهاية العام 2006 والبالغ عددها 28 شركة موزعة

قطاعياً على النحو الآتي:

جدول (1)

قطاعات مجتمع الدراسة للعام 2005

القطاع	العدد في مجتمع الدراسة	النسبة المئوية %
الصناعة	9	32
الخدمات	9	32
البنوك	5	18
التأمين	3	11
الاستثمار	2	7
المجموع	28	%100

(نشرة سوق فلسطين للأوراق المالية 2005-2006)

وقد امتاز العام 2005 بأنه أكثر الأعوام نشاطاً من حيث حجم التداول الذي بلغ

369.567.295 سهماً بقيمة سوقية قدرها 4.457.227.305 ديناراً أردنياً خلال 166.807 صفقة

تداول، وبمعدل نمو لمؤشر القدس قدره 306.61% وهو أعلى نمو للمؤشر منذ بداية التداول في

السوق عام 1997. والجدول الآتي يوضح معدل النمو للمؤشر حتى العام 2005.

جدول (2)

معدل نمو مؤشر القدس للفترة (1997-2006)

السنة	المؤشر	معدل النمو في مؤشر القدس
1997	139.13	--
1998	154.98	%11.39
1999	236.76	%52.77
2000	207.62	-%12.31
2001	195.00	-%6.08
2002	151.16	-%22.48
2003	179.81	%18.95
2004	277.56	%54.36
2005	1128.59	%306.61
2006	605.00	-%46.39

(نشرة سوق فلسطين للأوراق المالية 2005-2006)

ولغايات الدراسة فقد تم اختيار عينة عشوائية طبقية من 20 شركة شكلت ما نسبته 71.4% من مجتمع الدراسة لتمثل كافة القطاعات في السوق، وقد تم تحديد حجم العينة (Berenson, et al, 2004,p.268) على النحو الآتي:

$$n_0 = \frac{z^2(p(1-p))}{e^2}$$

$$n = \frac{n_0 \cdot N}{n_0 + (N - 1)}$$

$$n_0 = \frac{(1.644)^2 * 0.5(1-0.5)}{(0.10)^2}$$

$$n_0 = \frac{2.702736 * 0.25}{0.01} = 67.568$$

$$n = \frac{67.5680 * 28}{67.568 * (28 - 1)} = 20$$

حيث z: 1.644 عند مستوى ثقة 90%.

e : خطأ تمثيل العينة للمجتمع المقبول للباحث وهو 10% .

P : 5. وهي أفضل نسبة احتمال مقبولة إحصائياً.

N: حجم المجتمع البالغ 28 شركة.

وقد مثلت القطاعات في العينة على النحو الآتي:

جدول رقم (3)

القطاعات في مجتمع و عينة الدراسة

القطاع	العدد في مجتمع الدراسة	النسبة المئوية %	العدد في العينة
الصناعة	9	32	6
الخدمات	9	32	6
البنوك	5	18	4
التأمين	3	11	2
الاستثمار	2	7	2
المجموع	28	100%	20

(نشرة سوق فلسطين للأوراق المالية 2005-2006)

ولأن الدراسة لم تقتصر على استجواب شخص واحد في الشركة لبناء مؤشر الحاكمية المؤسسية لكل منها، بل شملت الأشخاص المكلفين بممارسة الحاكمية المؤسسية (أعضاء مجلس الإدارة، والمديرين العاميين، والمالكين 10% فأكثر، والمدقق الخارجي، والمدقق الداخلي) تم احتساب الوسط الحسابي لإجابات المشاركين للوصول لمؤشر الحاكمية المؤسسية للشركة (Corporate Governance Index) الذي استخدم كمثل لقياس مدى ممارسة الحاكمية المؤسسية (Jinarat, 2003) والمكلفين بممارسة الحاكمية المؤسسية في العينة هم:

جدول رقم (4)

المكلفون بممارسة الحاكمية المؤسسية في عينة الدراسة

البيان	العدد في عينة الدراسة	النسبة المئوية %	عدد الاستبانات المستردة	نسبة الاستجابة %
مدير عام	20	8	20	100
المساهمون المالكون 10% فأكثر من رأس المال	22	9	20	91
المدقق الداخلي	20	8	20	100
المدقق الخارجي	20	8	20	100
أعضاء مجلس الإدارة	171	67	120	70
المجموع	253	100	200	79

2/3 أدوات الدراسة:

قامت الدراسة بإجراء مراجعة للجهود الدولية والعربية بشأن الحاكمية المؤسسية بشكل عام وفي فلسطين بشكل خاص من خلال دراسة اتساق القوانين والأنظمة المعمول بها في فلسطين مع مبادئ OECD، إضافة إلى إبراز

وتسليط الضوء على إسهامات الحاكمية الجيدة في أداء الشركات، وقد اعتمد الباحث في دراسته على المصادر الآتية:

أ- المصادر الأولية: تم استخدام الاستبانة كمصدر أساسي للمعلومات فيما يتعلق بجودة الحاكمية المؤسسية في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتم استخدام التقارير المالية والإحصائية الصادرة عن الشركات وسوق فلسطين للأوراق المالية كمصدر معلومات حول الأداء المالي.

وقد اشتملت الاستبانة على الأقسام التالية

1. خطاب تم توجيهه للمشاركين يبين موضوع الدراسة وأهدافها والفائدة المرجوة منها.
2. الجزء الأول: الذي تضمن مجموعة من الفقرات المتعلقة بالبيانات الديموغرافية حول المشاركين، بهدف وصف العينة.
3. الجزء الثاني: من الاستبانة: " وهو عبارة عن 75 فقرة لبناء 5 مؤشرات فرعية (Sub indices 0~15) تشكل في مجموعها المؤشر الكلي (Corporate Governance Index 0~75) تم اختياره من دراسة (klapper and Love, 2003); (Brown and Caylor, 2004); (Toledo, 2006) ليكون ممثلاً (Proxy) لقياس مدى ممارسة الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لمبادئ وقواعد الحوكمة المؤسسية ممثلة في:

1. حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بين صغار وكبار المساهمين.
2. مسؤوليات مجلس الإدارة.
3. الإفصاح والشفافية.
4. دور أصحاب المصالح والأطراف ذوي العلاقة.
5. التدقيق والرقابة الداخلية.

وقد بنيت الاستبانة من مقياس لكرت الخماسي: موافق بشدة، وموافق، ومحايد، ومعارض، ومعارض بشدة، حيث تم إضافة 25 نقطة لكل مستوى من مستويات القبول الخمسة المتعلقة بمستويات الإجابة [موافق بشدة (1)، موافق (0.75)، محايد (0.5)، معارض (0.25)، معارض بشدة (0)] وقد شكل المجموع التراكمي للنقاط في الاستبانة الذي يمكن أن يتراوح بين (صفر - 75) مؤشر الحاكمية المؤسسية للشركة. (Drobetz et al, 2003)

ولبناء تدرج للشركات من حيث مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية فقد تم قسمة الوسط الحسابي لإجابات المشاركين لكل شركة على عدد الأسئلة في الاستبانة $X \times 100\%$ لتصنف الشركات إلى ثلاث مجموعات على النحو الآتي:

جدول رقم (5)

تدرج مستويات ممارسة الحاكمية المؤسسية

Category (التصنيف)	Corporate Governance Index (مؤشر الحاكمية المؤسسية)	(مستوى الفاعلية) المؤشر / عدد فقرات الاستبانة X %100
Poor جودة ضعيفة	0 - 25	0% - 33%
Modest جودة متوسطة	26 - 50	34% - 67%
Good quality جودة جيدة	51 - 75	68% - 100%

(Silvia, and Amaro, 2005)

ب- المصادر الثانوية:تمثلت في الأدب النظري والتجريبي حول الحاكمية المؤسسية من مراجع ودراسات سابقة ومؤتمرات، ودوريات ومواقع الكترونية.

3/3 إجراءات الدراسة:

1. بداية تم قياس مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية من خلال بناء مؤشر للحاكمية المؤسسية (Corporate Governance - Index) ليكون ممثلاً (Proxy) لفاعلية الحاكمية المؤسسية عبر استبانة تكونت من 75 فقرة.
2. بناء تدرج (Rating) لمستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية للشركات من خلال قسمة الوسط الحسابي لإجابات المشاركين لكل شركة على عدد الأسئلة $100\% \times X$.
3. تم استخلاص البيانات الخاصة بالأداء المالي من قوائم الشركات في العينة للفترة 2005 – 2006 أي ما بعد صدور قانون الأوراق المالية للعام 2004 ونظامي: الإفصاح والإدراج في التاسع من أيار عام 2005.
4. استخدام المنهج التجريبي لاختبار العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.
5. الوصول إلى النتائج والتوصيات.
6. تعميم النتائج فقط على الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفصل الرابع

نتائج الدراسة (Results)

المقدمة.	1/4
عرض وتحليل خصائص العينة.	2/4
عرض وتحليل نتائج الدراسة.	3/4

1/4 المقدمة

يتناول هذا الفصل عرضاً لخصائص عينة الدراسة، وتحليل النتائج، واختبار الفرضيات بالطرق الإحصائية المحددة في منهجية الدراسة، كما تم استخدام برنامج (SPSS) لإجراء التحليل الإحصائي للبيانات المجمعة من الاستبيانات التي تم توزيعها على أفراد عينة الدراسة.

وقد تم توزيع 253 استبانة، واستردت 200 استبانة صالحة للتحليل أي ما نسبته 79%، وتم اختبار ثبات أداة القياس عن طريق استخدام اختبار (كرونباخ ألفا) حيث بلغت قيمة ألفا $\alpha = 0.937$ و هي نسبة أعلى من النسبة المقبولة 60%، بمعنى إمكانية اعتماد نتائج الاستبانة والاطمئنان إلى ثبات أداة القياس وقدرتها على تحقيق أهداف الدراسة.

ولاختبار قوة النموذج تم استخراج مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، حيث بلغت أعلى قوة ارتباط بين المتغيرات المستقلة وفاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة $R = 0.652$ وبالتعويض في معادلة VIF (Variance Inflationary Factor) نجد ما يلي:

$$\begin{aligned} VIF &= \frac{1}{1-r^2} \\ &= \frac{1}{1-(0.652)^2} \\ &= \frac{1}{0.574896} = 1.739 \end{aligned}$$

وبما أن $VIF > 5$ فإن ذلك يعني عدم وجود تداخل بين المتغيرات المستقلة،

Multicollenarity مما يعكس قوة النموذج (Berenson, M.etal,2004)

ولاختبار التوزيع الطبيعي للبيانات تم استخدام اختبار (Kolmogorov-Smirnov) حيث تبين أن قيمة (Sig) لمتغيرات الدراسة أكبر من مستوى الدلالة 5% مما يدل على اتباع البيانات للتوزيع الطبيعي.

كما تم استخدام الإحصاء الوصفي لعرض إجابات عينة الدراسة عن فقرات الاستبانة باستخدام التكرارات، والنسب المئوية، والوسط الحسابي والانحراف المعياري، كما تم استخدام الانحدار البسيط والمتعدد لدراسة أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي بوجود متغيرات ضابطة، كما تم استخدام اختبار One-Sample T-Test لاختبار فرضيات الدراسة.

2 /4 عرض وتحليل خصائص عينة الدراسة:

عينة الدراسة:

تم استخدام الإحصاء الوصفي لاستخراج التكرارات والنسب المئوية لوصف عينة الدراسة، حيث تم

تلخيص النتائج في الجداول التالية:

جدول رقم (6)

توزيع عينة الدراسة

الوظيفة الحالية	تكرار	نسبة
عضو في مجلس الإدارة	120	60%
مدير عام	20	10%
مدقق داخلي	20	10%
مدقق خارجي	20	10%
المساهمون المالكون 10% فأكثر	20	10%
المجموع	200	100%

يتضح من الجدول أن النسبة الكبرى من أفراد عينة الدراسة هم من أعضاء مجلس الإدارة

المؤهل العلمي:

جدول رقم (7)

المؤهل العلمي لعينة الدراسة

المؤهل	تكرار	نسبته
ثانوية عامة	4	2%
دبلوم (كلية مجتمع)	13	6.5%
بكالوريوس	150	75%
ماجستير	18	9%
دكتوراه	13	6.5%
أخرى	2	1%
المجموع	200	100%

يتضح من الجدول السابق أن 75% من أفراد العينة من حملة البكالوريوس، و6.5% من حملة الدبلوم، و9% من حملة الماجستير و6.5% من حملة الدكتوراه، والباقي من حملة مؤهلات أخرى، مما يدل على أن النسبة الكبرى من أفراد العينة من حملة شهادة البكالوريوس.

التخصص:

جدول رقم (8)

تخصص عينة الدراسة

التخصص	التكرار	نسبته
المحاسبة	69	34.5%
إدارة أعمال	70	35%
تمويل	13	6.5%
اقتصاد	26	13%
أخرى	22	11%
المجموع	200	100%

يتضح من الجدول أن 34.5% من أفراد العينة من حملة تخصص المحاسبة، و35% من حملة تخصص إدارة الأعمال، و13% من حملة تخصص الاقتصاد، و6.5% من حملة تخصص التمويل و11% من حملة التخصصات الأخرى، مما يدل على أن النسبة الكبرى من العينة من حملة تخصص إدارة الأعمال بما يتناسب مع طبيعة أعمال عينة الدراسة ويعود ارتفاع نسبة التخصصات الأخرى لوجود 6 شركات صناعية في عينة الدراسة، مما أدى إلى ارتفاع نسبة المهندسين من تخصصات مختلفة.

الخبرة العملية:

جدول رقم (9)

الخبرة العملية لعينة الدراسة

الفئة	التكرار	نسبته
أقل من 5 سنوات	20	10%
من 5 سنوات وأقل من 10	50	25%
من 10 سنوات وأقل من 15	60	30%
من 15 سنة وأقل من 20	40	20%
من 20 سنة فأكثر	30	15%
المجموع	200	100%

يتضح من الجدول السابق أن 10% من أفراد العينة تبلغ خبرتهم أقل من 5 سنوات، و 25% تتراوح خبرتهم من 5 سنوات وأقل من 10، و 30% تتراوح خبرتهم من 10 سنوات وأقل من 15، و 20% تتراوح خبرتهم من 15 سنة وأقل، و 15% تزيد خبرتهم على 20 سنة. مما يدل على أن الخبرة العملية لأفراد العينة هي في فترة متوسطة تركزت بين 10 إلى 15 سنة.

المشاركة في الدورات التدريبية أو الندوات أو المؤتمرات أو المنتديات أو الحلقات النقاشية ذات العلاقة:

جدول رقم (10)

توزيع أفراد العينة حسب المشاركة في الدورات المرتبطة بمبادئ الحوكمة المؤسسية:

الموضوع	عدد المشاركين	نسبة المشاركة
مهام و مسؤوليات مجلس الإدارة	40	20%
الإفصاح والشفافية	49	24.5%
أصحاب المصالح المرتبطين بالشركة	20	10%
حقوق المساهمين والمساواة بينهم	35	17.5%
التدقيق والرقابة الداخلية	56	28%

يتضح من الجدول السابق أن 28% من أفراد عينة الدراسة شاركوا في دورات تدريبية أو منتديات أو حلقات نقاش خاصة بالتدقيق والرقابة الداخلية، و 24.5% في الإفصاح والشفافية، وأن أقل المبادئ حضوراً أو مشاركة من قبل أفراد العينة كان موضوع أصحاب المصالح المرتبطين بالشركة.

3/4 عرض وتحليل نتائج الدراسة:

لقد تم استخدام مقياس لكرت الخماسي لقياس ردود أفراد عينة الدراسة وتحديد قيمة مؤشر الحوكمة

المؤسسية (Corporate governance index 0~ 75) وقيمة المؤشرات الفرعية (Sub-

indices 0~15) كما يتضح في الجدول اللاحق:

جدول رقم (11)
المقياس الخماسي لإجابات عينة الدراسة

الوزن النسبي	الدرجة المعيارية	المقياس (مستوى الممارسة)
%100	1	عالٍ جداً
%75	0.75	عالٍ
%50	0.50	متوسط
%25	0.25	صغير
%0	0	صغير جداً

كما ورد في الفصل الأول والرابع تم بناء خمسة مؤشرات فرعية (Sub indices 0~15) قيس كل منها خلال 15 فقرة من فقرات الاستبانة لتشكل في مجموعها المؤشر الكلي للحاكمية المؤسسية (Corporate Governance Index 0~75)، لتعكس هذا المؤشرات مدى ممارسة الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية لمبادئ الحاكمية المؤسسية، ممثلة في مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة، والإفصاح والشفافية، وحقوق المساهمين، والمعاملة العادلة بينهم، ودور أصحاب المصالح، وممارسة التدقيق والرقابة الداخلية، وفيما يلي عرض وتحليل لأهم النتائج:

1/3/4 إجابات عينة الدراسة بخصوص محاور مبادئ الحاكمية المؤسسية:

جدول رقم (12)

إجابات عينة الدراسة بخصوص مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة

الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	العبارة	الرقم
0.2051	0.7250	يوجد فصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي.	1
0.2302	0.7283	يوجد قواعد وتوجيهات تحدد دور رئيس مجلس الإدارة.	2
0.2323	0.6813	يشارك مجلس الإدارة بفاعلية في تشكيل الاستراتيجية طويلة الأجل.	3
0.2264	0.6712	يملك أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين والمستقلين الحق والقدرة للحصول على معلومات متعلقة بالعمل بشكل متواصل ومنتظم .	4
0.2307	0.6925	يلعب مجلس الإدارة دورا مهما في اختيار وإدارة وتغيير المدراء التنفيذيين.	5
0.2394	0.6662	يراجع مجلس الإدارة بشكل جدي الإجراءات التنفيذية ومكافآت المدراء.	6
0.2526	0.6579	يراقب مجلس الإدارة بشكل فاعل الصراعات في المصالح بما فيها الصفقات المرتبطة بأصحاب العلاقة.	7
0.2307	0.6938	يتأكد مجلس الإدارة من تكامل التقارير المالية للشركة.	8
0.2440	0.6762	يتأكد مجلس الإدارة من الإفصاح ونشاطات الاتصال مع المساهمين وأصحاب المصالح.	9
0.2529	0.6579	يتأكد مجلس الإدارة من فاعلية ممارسات الحاكمية المؤسسية.	10
0.2695	0.6625	يقوم مجلس الإدارة بتقييم أدائه على أسس منتظمة وبإحداث التغييرات عند الحاجة.	11
0.2347	0.6925	يشجع مجلس الإدارة ثقافة الحوار والنقد ووجهات النظر المختلفة في غرفة الاجتماعات.	12
0.2126	0.6688	لتعزيز فاعلية مجلس الإدارة يتم منح المدراء المستقلين مكافآت ترتبط بانجازاتهم.	13

0.2347	0.6925	تشمل مسؤوليات مجلس الإدارة الإشراف على سياسات إدارة المخاطر.	14
0.2348	0.7088	يتم الحصول على موافقة المساهمين لتغيير عدد أعضاء مجلس الإدارة .	15

يتضح من الجدول أن متوسط ممارسة العينة للمبدأ الأول من مبادئ الحاكمية المؤسسية والمتعلق بمسؤوليات ومهام مجلس الإدارة يقع بين 72.5% - 65.79%، أي أن عينة الدراسة تمارس هذا المبدأ بدرجة تفوق متوسط أداة القياس، وقد كانت أعلى الفقرات من حيث الممارسة الفقرة الخاصة بوجود قواعد وتوجيهات تحدد دور رئيس مجلس الإدارة. أما أقل الفقرات فقد كانت السابعة والعاشر المتعلقة بمراقبة مجلس الإدارة بشكل فاعل الصراعات في المصالح بما فيها الصفقات المرتبطة بأصحاب العلاقة وتؤكد مجلس الإدارة من فاعلية ممارسات الحاكمية المؤسسية.

أما إجابات عينة الدراسة بخصوص المحور الثاني المتعلق بممارسة الإفصاح والشفافية فقد كانت على النحو الآتي في الجدول اللاحق:

جدول رقم (13)

الرقم	العبارة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	تصح الشركة عن قيام أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين ببيع أو شراء أسهم شركتهم.	0.7138	0.2088
2	تقوم الشركة بنشر تقارير مرحلية.	0.7325	0.1950
3	يشمل الإفصاح أي تغيير هام حول الأصول والالتزامات .	0.6875	0.2456

إجابات عينة الدراسة بخصوص الإفصاح والشفافية

0.2248	0.7050	يشمل الإفصاح على المعلومات الهامة بشأن عوامل المخاطر المتوقع حدوثها وسياسة إدارتها.	4
0.2290	0.7113	تفصح الشركة عن التغييرات الجوهرية في الملكية.	5
0.2082	0.6953	التقارير المالية وغير المالية متوافرة مجاناً للمستثمرين.	6
0.2112	0.700	يستطيع حملة الأسهم طلب معلومات إضافية عن الشركة زيادة على المعلومات المتاحة بشكل عام.	7
0.2428	0.6962	يشمل الإفصاح على المعلومات الهامة بخصوص مواضيع تتعلق بالموظفين.	8
0.2358	0.6887	يتم الإفصاح عن الموضوعات التي تتعلق بأصحاب المصالح مثل الدائنين والمستهلكين والمجتمع المحلي في التقرير السنوي.	9
0.2289	0.6787	توجد للشركة صفحة الكترونية بالعربية وتحدث بشكل دائم بما لا يزيد على يوم عمل .	10
0.2478	0.6700	توجد للشركة صفحة الكترونية بالإنجليزية وتحدث بشكل دائم بما لا يزيد على يوم عمل .	11

0.1964	0.7137	يملك حملة الأسهم إمكانية الوصول لمعلومات تتعلق بالملكيات الكبيرة للأسهم وحق التصويت .	12
0.2248	0.6837	تفصح الشركة عن العائد على حق الملكية المنشود لثلاث أو خمس سنوات قادمة.	13
0.2408	0.6950	يتم إيصال المعلومات المتعلقة بالقرارات المتخذة من قبل المديرين للمساهمين ولأصحاب المصالح في الوقت المناسب .	14
0.1964	0.7137	يشمل الإفصاح سياسة المكافآت والتعويضات لأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين.	15

يتضح من الجدول السابق أن متوسط ممارسة العينة لمبدأ الإفصاح والشفافية يقع بين 73.25% - 67% ، أي أن عينة الدراسة تمارس بدرجة تفوق متوسط أداة القياس مبادئ الإفصاح والشفافية، وقد كانت أعلى الفقرات تلك الفقرة المتعلقة بنشر التقارير المرحلية، أما أقل الفقرات فتلك المتعلقة بوجود وتحديث صفحة الكترونية بالإنجليزية تحدث بشكل دائم بما لا يزيد على يوم عمل يليها وجود صفحة الكترونية بالعربية تحدث بشكل دائم بما لا يزيد على يوم عمل.

أما إجابات عينة الدراسة بخصوص المحور الثالث المتعلق بحقوق المساهمين و المعاملة العادلة بينهم فقد كانت على النحو الآتي:

جدول رقم (14)

إجابات عينة الدراسة بخصوص حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم

الرقم	العبرة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	يستطيع حملة الأسهم الحصول على معلومات ذات علاقة وفي وقت مناسب وبدون تكاليف.	0.6425	0.2163
2	يتمكن صغار المساهمين من اختيار أعضاء مجلس الإدارة من خلال تصويتهم بالتجميع .	0.6312	0.2416
3	تقوم الشركة بمنح أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين مصادقة للاتجار الذاتي بالأسهم.	0.6188	0.2337
4	يملك حملة الأسهم حق تعيين وعزل المديرين والمدققين .	0.6450	0.2275
5	يملك حملة الأسهم حق التصويت على عمليات الشركة الرئيسية مثل الاندماج والاستيلاء والسيطرة تغيير عمل الشركة وأهدافها.	0.6525	0.2142

0.2176	0.6450	يملك حملة الأسهم حق وضع بنود جدول أعمال الاجتماع العام وإلغاء قرارات مجلس الإدارة .	6
0.2212	0.6512	يتم معاملة حملة الأسهم من نفس الفئة بصورة متساوية خلال الاجتماعات العامة.	7
0.2228	0.6263	يمكن للمساهم أن يوكل شخص آخر للاشتراك في اجتماعات الهيئة العامة .	8
0.2609	0.6050	يسمح للمساهم التصويت بالبريد الإلكتروني والفاكس.	9
0.2101	0.6462	يزود المساهمين بمعلومات دقيقة حول أجندة اجتماع الهيئة العامة ويعطى المساهمين الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع.	10
0.2456	0.6262	للمساهمين الأولوية في امتلاك الأسهم المصدرة للحفاظ على نسبتهم في الملكية.	11
0.2351	0.6238	يمكن لصغار المساهمين والذين يملكون مستوى معين من عدد الأسهم أن يرشحوا أعضاء مجلس الإدارة في اجتماع الهيئة العامة .	12
0.2308	0.6363	يمكن للمرشح لعضوية مجلس الإدارة من قبل إدارة الشركة أن يفشل في انتخابات الهيئة العامة .	13
0.2673	0.6125	ينبغي على المساهمين في حال تضارب المصالح بينهم الإفصاح عن هذا التضارب في حال اللجوء للتصويت التجميعي .	14
0.2131	0.6662	توجد صعوبة في معرفة حجم امتلاك كبار المساهمين من أسهم الشركة .	15

يتضح من الجدول السابق أن متوسط ممارسة العينة لمبدأ حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم يقع بين 65.25% - 61.25% ، أي أن عينة الدراسة تمارس بدرجة تفوق متوسط أداة القياس مبدأ المعاملة العادلة بين المساهمين، وقد كانت أعلى الفقرات هي الفقرة الخاصة بامتلاك حملة الأسهم حق التصويت على عمليات الشركة الرئيسية مثل الاندماج والاستيلاء والسيطرة وتغيير عمل الشركة وأهدافها، أما أقل الفقرات فقد كانت الفقرة الخاصة بالسماح للمساهمين التصويت بالبريد الإلكتروني. أما إجابات عينة الدراسة بخصوص المحور الرابع المتعلق بدور أصحاب المصالح فقد كانت الإجابات على النحو الآتي :

جدول رقم (15)

إجابات عينة الدراسة بخصوص دور أصحاب المصالح

الرقم	العبرة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	توجد قدرة لأصحاب المصالح بما في ذلك الموظفين والجهات التي تمثلهم إيصال اهتماماتهم حول الممارسات غير القانونية أو غير الأخلاقية إلى مجلس الإدارة بحرية.	0.6075	0.2345
2	تتنوع المسؤوليات بين الجهات المسؤولة المختلفة في الشركة بوضوح لخدمة أصحاب المصالح.	0.6012	0.2326
3	لدى أصحاب المصالح حرية الحصول على معلومات هامة وملائمة، وذات علاقة وكافية وموثوق بها على أسس منتظمة (دورية) وفي الوقت المناسب.	0.6150	0.2322
4	يتم إعلام أصحاب المصالح بشكل كاف بحقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالشركة .	0.5912	0.2327

0.2286	0.6475	تقوم الإدارة العليا وأعضاء مجلس الإدارة بالكشف عن تجارتهم في الأسهم لأصحاب المصالح.	5
0.2271	0.6488	يتم تدريب المديرين بشكل كافٍ للتعامل مع أصحاب المصالح.	6
0.2195	0.6825	إن زيادة دور العاملين في قرارات الشركة سيؤدي لزيادة الإنتاجية وبالتالي أرباح الشركة.	7
0.2159	0.6912	تستفيد الشركة من نصائح البنوك حول استراتيجية العمل والإستراتيجية المالية.	8
0.2050	0.6963	يتم بناء علاقة طويلة الأجل مع البنك المقرض للشركة لتسهيل الوصول للائتمان وتخفيض أزمات السيولة الطارئة.	9
0.2227	0.6300	تقع على عاتق الشركة مسؤوليات تتعلق بالمحافظة على البيئة والسلامة العامة .	10
0.2282	0.6175	تقوم الشركة بمساعدة أصحاب المصالح في تقييم أداء الشركة.	11
0.1967	0.6775	تقدم الشركة خدمات التأمين للعاملين.	12
0.2239	0.6525	يوجد مجلس مشترك أو لجنة من العاملين والإدارة داخل الشركة.	13
0.1553	0.6385	تقدم الشركة خدمات التقاعد للعاملين.	14
0.2282	0.6175	يقع على عاتق الشركة التزامات اتجاه المجتمع المحلي.	15

يتضح من الجدول السابق أن متوسط الممارسة للمبدأ المتعلق بدور أصحاب المصالح يقع

بين 59.12% - 69.63% ، أي أن عينة الدراسة تمارس بدرجة تفوق متوسط أداة القياس المبدأ

المتعلق بدور أصحاب المصالح.

و قد كانت أعلى الفقرات تلك الفقرة الخاصة ببناء علاقة طويلة الأجل مع البنك المقرض للشركة لتسهيل الوصول للائتمان وتخفيض أزمات السيولة الطارئة. أما أقل الفقرات فقد كانت الفقرة الخاصة بتوزيع المسؤوليات بين الجهات المسؤولة المختلفة في الشركة المهمة بموضوع خدمة أصحاب المصالح.

أما إجابات عينة الدراسة بخصوص المحور الخامس المتعلق بمبدأ ممارسة التدقيق والرقابة الداخلية فقد كانت الإجابات على النحو الآتي:

جدول رقم (16)

إجابات عينة الدراسة بخصوص التدقيق والرقابة الداخلية

الرقم	العبرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
1	تتبنى الشركة تغيير المدقق الخارجي كل عدد معين من السنوات.	0.6825	0.2252
2	المدققون الخارجيون مسؤولون وعرضه للمساءلة من قبل المساهمين.	0.6762	0.2335
3	تتمتع لجنة التدقيق الداخلي بالاستقلال عن الإدارة.	0.6975	0.2236
4	تقوم لجنة التدقيق الداخلي بتقييم المخاطر الحالية والمتوقعة المصاحبة لعمل الشركة.	0.6412	0.2359
5	يقوم المدققون بإبلاغ السلطات و/ أو المساهمين عن أي نشاط غير قانوني واحتيال أو سوء استخدام أعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا لصلاحياتهم.	0.6213	0.2213

0.2105	0.6550	تقوم لجنة التدقيق الداخلي بتطوير السياسات المتعلقة بالخدمات الاستشارية التي يقدمها المدقق الخارجي وتخصص المبالغ لذلك.	6
0.2104	0.6575	تقوم لجنة التدقيق الداخلي بمراجعة نظام الرقابة الداخلية مع المدقق الخارجي لمعرفة مدى دقته ومناسبته.	7
0.2147	0.6788	تقوم لجنة التدقيق الداخلي بمناقشة القوائم المالية مع الإدارة .	8
0.2213	0.6213	هناك قنوات اتصال فعالة مع أعضاء مجلس الإدارة والمدقق الخارجي والموظفين الماليين.	9
0.2327	0.6587	تتضمن وظيفة التدقيق الداخلي فحص وتقييم مدى وفرة المعلومات.	10
0.2208	0.6775	يتم توثيق إجراءات التدقيق والرقابة بشكل منتظم.	11
0.2167	0.6700	يتم بشكل سنوي تقييم عمل لجنة التدقيق الداخلي.	12
0.2202	0.6738	يتم منع المدققين الداخليين من تقديم خدمات غير خدمات التدقيق مثل مسك الدفاتر ونظم المعلومات المالية والخدمات الاستشارية.	13
0.2035	0.7188	تتماشى معايير التدقيق المتبعة بصورة جوهرية مع معايير التدقيق الدولية.	14
0.2268	0.6512	تفصح الشركة عن خصائص خدمات التدقيق المقدمة في تقريرها السنوي.	15

يتضح من الجدول السابق أن مستوى ممارسة العينة لمبدأ التدقيق والرقابة الداخلية يقع بين

71.88% - 62.13%، أي أن الشركات تمارس بدرجة تفوق متوسط أداة القياس مبادئ التدقيق

والرقابة الداخلية. وقد كانت أعلى الفقرات الخاصة بتماشي معايير التدقيق المتبعة بصورة

جوهرية مع معايير التدقيق الدولية،

وأقلها الفقرة الخاصة بإبلاغ السلطات و/ أو المساهمين عن أي نشاط غير قانوني واحتيال أو سوء استخدام أعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا لصلاحياتهم.

4/3/2 عرض وتحليل مؤشر الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance)

:Index)

نظرا لوجود أكثر من مستجوب في الشركة تم إيجاد المؤشر للشركة (Corporate

Governance Index) من خلال:

1. إيجاد المجموع التراكمي للدرجات المعيارية لكل استبانة.

2. حساب الوسط الحسابي للدرجات المعيارية لإجابات المستجوبين في الشركة الواحدة

للوصول إلى مفردة واحدة للشركة يمثل مؤشر الحاكمية المؤسسية لها.

وقد تراوح مؤشر الحاكمية المؤسسية لعينة الدراسة من 66.75 نقطة إلى 36.75 نقطة (75)

~ 0 Corporate Governance Index) والجدول اللاحق رقم (17) يوضح مؤشر الحاكمية

المؤسسية للشركات في العينة:

جدول (17)
المؤشر الكلي والمؤشرات الفرعية للحاكمة المؤسسية للشركات في العينة
(Corporate Governance Index & Sub-Indices)

Sub-5 0~15	Sub -4 0~15	Sub-3 0~15	Sub- 2 0~15	Sub-1 0~15	CGI 0~75	رمز الشركة	الشركة	الرقم
8.00	8.00	7.25	8.50	7.00	38.75	Acpc	الباطون	1
9.25	9.25	9.75	10.00	10.0	48.25	Apc	الدهانات	2
13.0	12.00	12.00	12.25	13.25	62.50	Bpc	بيرزيت	3
9.25	9.00	9.00	9.25	10.00	46.50	Jcc	سجاير القدس	4
9.25	9.00	9.25	13.00	10.00	50.50	Ladaen	اللدائن	5
13.0	12.25	12.25	12.50	14.75	64.75	Voic	الزيوت	6
9.00	9.00	9.50	9.25	9.00	45.75	Ahc	العربية للفنادق	7
9.00	9.00	9.25	9.00	9.00	45.25	Are	العربية العقارية	8
9.25	9.00	9.00	9.25	10.25	46.75	Hotel	جراند بارك	9
8.00	7.50	7.50	8.00	7.00	38.00	Plaza	بلازا	10
14.0	13.5	12.50	12.50	14.25	66.75	Paltel	الاتصالات	11
11.0	10.0	10.25	9.75	10.00	51.00	Pec	الكهرباء	12
9.25	9.00	9.25	12.75	9.75	50.00	Aip	البنك الإسلامي العربي	13
12.0	12.0	11.00	11.00	11.50	57.50	Bop	بنك فلسطين	14
11.0	10.0	10.25	9.75	10.00	51.00	Pibc	بنك الاستثمار الفلسطيني	15
8.00	7.75	7.50	6.50	7.00	36.75	Pib	بنك فلسطين الدولي	16
8.00	7.00	8.00	8.50	7.00	38.50	Aie	العربية للتأمين	17
13.25	12.25	12.00	14.00	14.25	65.75	Aig	المجموعة الأهلية	18
12.75	11.75	12.25	12.00	13.00	61.75	Padico	باديكو	19
9.50	9.00	9.00	9.75	10.00	47.25	Piic	فلسطين للاستثمار الصناعي	20
10.28	9.81	9.83	10.37	10.35	50.71		المتوسط	

حيث CGI : Corporate Governance Index مؤشر الحاكمية المؤسسية للشركة.

Sub Index :Sub -1 ، المؤشر الفرعي لمبدأ مهام ومسؤوليات مجلس الإدارة.

Sub Index :Sub -2 ، المؤشر الفرعي لمبدأ الإفصاح والشفافية.

Sub Index : Sub -3، المؤشر الفرعي لمبدأ حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم.

Sub Index : Sub -4 ، المؤشر الفرعي لمبدأ دور أصحاب المصالح.

Sub Index : Sub -5 ، المؤشر الفرعي لمبدأ ممارسة التدقيق والرقابة الداخلية.

وعلى مستوى القطاعات تم إيجاد المؤشر الكلي والمؤشرات الفرعية لمحاور الحاكمية المؤسسية

من خلال إيجاد الوسط الحسابي لمؤشر الشركات في كل قطاع كما هو في الجداول اللاحقة:

جدول رقم (18)

مؤشر الحاكمية المؤسسية للقطاعات في العينة
(Corporate Governance Index 0 ~75)

القطاع	مؤشر الحاكمية المؤسسية (0 ~75)	(مستوى الممارسة) مؤشر الحاكمية المؤسسية ١ عدد فقرات الاستبانة (75) * 100%
الصناعة	51.9167	69.20
الخدمات	49.0333	65.30
البنوك	48.8125	65.03
التأمين	52.1250	60.95
الاستثمار	54.5000	72.60
المتوسط العام	51.2700	68.36

يتضح من الجدول السابق أن أعلى القطاعات من حيث المؤشر هو قطاع الاستثمار 54.50% يليه قطاع التأمين 52.12%، ثم الصناعة 51.9%، ثم الخدمات 49.03% وأخيرا قطاع البنوك 48.8%.

وعلى مستوى المؤشرات الفرعية (Sub-indices, 0 ~ 15) لمبادئ الحاكمية المؤسسية الخمسة (مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة، والإفصاح والشفافية، وحقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم، ودور أصحاب المصالح، والتدقيق والرقابة الداخلية). كانت النتائج على النحو الآتي:

جدول رقم (19)

المؤشر الفرعي (Sub-index) لمبدأ مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة

القطاع	مؤشر الحاكمية المؤسسية الفرعي (Sub-index) 0 ~ 15	(مستوى الممارسة) مؤشر الحاكمية المؤسسية الفرعي / عدد فقرات المحور (15) * 100%
الصناعة	10.83	72.2
الخدمات	9.91	66.0
البنوك	9.56	63.7
التأمين	10.62	70.8
الاستثمار	11.50	76.6
المتوسط العام	10.48	69.86

يلاحظ من الجدول أن قطاع الاستثمار أعلى القطاعات في المؤشر الفرعي لمسؤوليات ومهام مجلس الإدارة يليه قطاع الصناعة، ثم التأمين، ثم الخدمات وأخيرا قطاع البنوك.

جدول رقم (20)

المؤشر الفرعي (Sub-index) لمبدأ الإفصاح والشفافية

القطاع	مؤشر الحاكمية المؤسسية الفرعي (Sub-index 0 ~ 15)	(مستوى الممارسة) مؤشر الحاكمية المؤسسية الفرعي / عدد فقرات المحور (15) * 100%
الصناعة	10.91	72.7
الخدمات	9.62	64.1
البنوك	10.00	66.6
التأمين	11.25	75.0
الاستثمار	10.87	72.4
المتوسط العام	10.53	70.2

بملاحظة الجدول السابق نجد أن قطاع التأمين أعلى القطاعات في المؤشر الفرعي لمبدأ

الإفصاح والشفافية يليه الاستثمار، ثم الصناعة، ثم البنوك وأخيرا الخدمات.

جدول رقم (21)

المؤشر الفرعي (Sub-index) لمبدأ حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم

القطاع	مؤشر الحاكمية المؤسسية الفرعي (Sub-index 0 ~ 15)	(مستوى الممارسة) مؤشر الحاكمية المؤسسية الفرعي / عدد فقرات المحور (15) * 100%
الصناعة	9.91	66.0
الخدمات	9.66	64.4
البنوك	9.50	63.3
التأمين	10.0	66.6
الاستثمار	10.62	70.8
المتوسط العام	9.93	66.2

بملاحظة الجدول السابق نجد أن قطاع الاستثمار أعلى القطاعات في المؤشر الفرعي لمبدأ حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم يليه قطاعي الصناعة، ثم التأمين، ثم الخدمات وأخيرا البنوك

جدول رقم (22)

المؤشر الفرعي (Sub-index) لمبدأ دور أصحاب المصالح

القطاع	مؤشر الحاكمية المؤسسية الفرعي (Sub-index 0 ~ 15)	(مستوى الممارسة) مؤشر الحاكمية المؤسسية الفرعي / عدد فقرات المحور (15) * 100%
الصناعة	9.91	66.0
الخدمات	9.66	64.4
البنوك	9.68	64.5
التأمين	9.62	64.1
الاستثمار	10.37	69.1
المتوسط العام	9.84	65.3

يلاحظ من الجدول السابق أن قطاع الاستثمار أعلى القطاعات في المؤشر الفرعي لمبدأ دور

أصحاب المصالح يليه قطاع الصناعة، ثم البنوك، ثم الخدمات، وأخيرا التأمين.

جدول رقم (23)

المؤشر الفرعي (Sub-index) لمبدأ التدقيق والرقابة الداخلية

القطاع	مؤشر الحاكمية المؤسسية الفرعي (Sub-index 0 ~ 15)	(مستوى الممارسة) مؤشر الحاكمية المؤسسية الفرعي/عدد فقرات المحور (15) * 100%
الصناعة	10.29	68.6
الخدمات	10.04	66.9
البنوك	10.06	67.0
التأمين	10.62	71.0
الاستثمار	11.12	74.1
المتوسط العام	10.43	69.6

يلاحظ من الجدول السابق أن قطاع الاستثمار أعلى القطاعات في المؤشر الفرعي لمبدأ التدقيق

والرقابة الداخلية، يليه قطاع التأمين، ثم الصناعة، ثم البنوك، وأخيرا الخدمات.

وباستعراض المتوسط العام للمؤشرات الفرعية نجد أن مبدأ الإفصاح والشفافية أكثر المبادئ ممارسة،

يليه مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة، فالتدقيق، ثم الرقابة الداخلية، ثم حقوق المساهمين والمعاملة

العادلة بينهم، وأخيرا دور أصحاب المصالح.

وكما في دراسات (Larker, et al., 2005); (Silvia & Amaro, 2005); (Institute of

Econometrics, 2006) يمكن تقسيم مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية في عينة الدراسة ولغاية

المقارنة إلى ثلاثة مستويات كما في الجدول اللاحق :

جدول رقم (24)

تدرج فاعلية الحاكمية المؤسسية في العينة

قيمة المؤشر	المؤشر / عدد فقرات	تصنيف مستوى الفاعلية	عدد الشركات	النسبة المئوية
0-25	0 - 33 %	ضعيف	0	0
26-50	34 - 66 %	متوسط	11	0.55
51-75	67 - 100 %	جيد	9	0.45

يتضح من الجدول السابق أن 55 % من الشركات في عينة الدراسة لديها مستوى متوسط من الفاعلية، وأن 45% منها لديها مستوى جيد من الفاعلية و لم تظهر أي من الشركات مستوى ضعيف من الفاعلية. وقد تراوح المستوى من 89 % إلى 49%.

ومن خلال الجداول السابقة يمكن القول إن متوسط مؤشر الحاكمية المؤسسية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية (Corporate Governance Index 0 ~75) بلغ 50.71 نقطة، وهذه القيمة تتفق ومتوسط مؤشرات الحاكمية المؤسسية للشركات المدرجة في الأسواق الناشئة، ففي دراسة (World Bank, 2006) حول الحاكمية المؤسسية وحماية المستثمر والأداء المالي في الأسواق الناشئة بلغ متوسط مؤشر الحاكمية المؤسسية في الأرجنتين 30.9 نقطة، و في تشيلي 33.28 نقطة، وفي الهند 28.5 نقطة وفي باكستان 20 نقطة، وفي جنوب إفريقيا 35.9 نقطة علما بأن المؤشر بني من 54 نقطة.

وفي دراسة (Inter-American Development Bank, 2007) حول الحاكمة المؤسسية في دول أمريكا اللاتينية بلغ متوسط المؤشر في الأرجنتين 32 نقطة، وفي البرازيل 24 نقطة، وكولومبيا 65 نقطة، وفي المكسيك 54 نقطة، علماً أن المؤشر بني من 100 نقطة، وفي دراسة (Patel, S.et al., 2002) لقياس الشفافية والإفصاح في العام 2000 على مستوى المشروعات في الأسواق الناشئة بلغ متوسط المؤشر في الصين 44 نقطة، وفي ماليزيا 45 نقطة، وفي باكستان 47 نقطة، في حين بلغ في بولندا 36 نقطة، وفي التشيك 36 نقطة، وفي هنغاريا 43 نقطة، علماً أن المؤشر بني من 100 نقطة.

3/3/4 عرض وتحليل الأداء المالي للشركات في العينة

لقد تم الاعتماد على البيانات المالية المنشورة من قبل الشركات المدرجة في عينة الدراسة، وبيانات سوق فلسطين للأوراق المالية، فيما يتعلق بمؤشرات الأداء المالي (المتغير التابع) وقد تم تلخيص النتائج في الجداول التالية:

جدول رقم (25)

الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمؤشرات الأداء المالي للشركات في العينة للفترة (2005-2006)

Volatility		Tobin's Q		M/B		P/E		ROI		ROE		
الوسط الحسابي	الانحراف المعياري											
0.46	0.20	1.58	1.5	2.25	2.12	12.084	16.5	0.025	0.160	0.060	0.33	عينة الدراسة
0.33	0.15	1.15	1.03	1.7	1.03	23.13	24.9	-0.003	0.152	-0.04	0.34	قطاع الصناعة
0.36	0.19	1.55	2.09	2.28	2.51	6.8	2.5	0.06	0.08	0.13	0.17	قطاع الخدمات
0.50	0.18	1.65	1.42	1.84	1.51	1.84	6.14	-0.077	0.29	-0.06	0.612	قطاع البنوك
0.57	0.44	1.78	2.4	3.48	4.87	3.48	24.8	0.057	0.003	0.143	0.11	قطاع التأمين
0.54	0.06	1.78	1.9	1.99	1.86	1.99	9.9	0.09	0.01	0.13	0.01	قطاع الاستثمار

حيث: ROE العائد على حق الملكية، ROI العائد على الاستثمار، P/E سعر السهم إلى عانده، VOLATILITY تباين سعر السهم اليومي

يتضح من الجدول السابق أن متوسط العائد على حق الملكية في العينة بلغ (0.06)، وكان أعلى القطاعات في هذا المؤشر قطاع التأمين (0.143)، وأقلها قطاع البنوك (-0.06) أما العائد على الاستثمار فقد كان متوسطه في العينة (0.025)، شكل قطاع الاستثمار أعلى القطاعات (0.09) وأقلها قطاع الصناعة (-0.003)، أما سعر السهم إلى ربحيته فقد كان متوسطه في العينة (12.084)، وكان أعلى القطاعات قطاع الصناعة (23.13)، وأقلها قطاع الخدمات (6.8)، أما القيمة السوقية إلى الدفترية فقد كان متوسطها في العينة (2.25)، وقد كان قطاع التأمين أعلى القطاعات (3.48)، وأقلها قطاع الصناعة (1.7)، أما فيما يتعلق ب Tobin's Q فقد كان متوسطه في العينة (1.58)، و كان قطاعا التأمين والاستثمار أعلى القطاعات (1.78)، وأقلها قطاع الصناعة (1.15)، أما فيما يتعلق بتباين سعر السهم اليومي فكان متوسطه في العينة (0.46)، حيث كان قطاع التأمين أعلى القطاعات (0.57)، وأقلها قطاع الصناعة (0.33).

ولإبراز دور التباين في الأداء تبعاً لاختلاف مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية في العينة تم قسمة الشركات إلى مجموعتين: الأولى، تمثل أعلى 10 شركات في مؤشر الحاكمية المؤسسية، والثانية، أدنى 10 شركات في مؤشر الحاكمية المؤسسية وقد تم تلخيص النتائج في الجدول التالي:

جدول رقم (26)

الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمؤشرات الأداء المالي لأعلى وأدنى 10 شركات في مؤشر الحاكمية المؤسسية للفترة (2005-2006)

العينة		المجموعة الثانية: أدنى 10 شركات في مؤشر الحاكمية المؤسسية		المجموعة الأولى: أعلى 10 شركات في مؤشر الحاكمية المؤسسية		مؤشر الأداء
الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	
0.06	0.33	-0.046	0.42	0.1667	0.108	ROE
0.025	0.160	-0.037	0.210	0.0864	0.05	ROI
12.084	16.5	3.328	5.91	23.69	17.7	P/E
2.25	2.12	0.736	0.645	3.76	1.9	M/B
1.5	1.5	0.4445	0.545	2.55	1.48	Tobin`s Q
0.46	0.20	0.3640	0.192	0.553	0.162	Volatility

يتضح من الجدول السابق أن متوسط الأداء للشركات في المجموعة الأولى فاق متوسط الأداء للمجموعة الثانية وبكل المؤشرات، فقد تجاوز متوسط العائد على حق الملكية للمجموعة الأولى متوسط العائد للمجموعة الثانية بمقدار (0.212)، وتجاوز متوسط العائد على الاستثمار للمجموعة الأولى متوسط العائد للمجموعة الثانية بمقدار (0.123)، وتجاوز متوسط سعر السهم إلى ربحيته للمجموعة الأولى متوسط سعر السهم إلى ربحيته للمجموعة الثانية بمقدار (20.3) مره، وتجاوز متوسط القيمة السوقية للدفترية للمجموعة الأولى المتوسط للمجموعة الثانية بمقدار (3.024) مره، كما تجاوز متوسط تباين سعر السهم اليومي للمجموعة الأولى المجموعة الثانية بمقدار (0.189)

4/3/4 عرض وتحليل أثر ممارسة الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي:

1. نتائج الانحدار البسيط (Simple Regression)

$$\text{الأداء المالي (Financial Performance)} = \alpha + \beta \text{ GovI} + e$$

لدراسة العلاقة بين الحاكمية المؤسسية والأداء المالي تم استخدام الانحدار البسيط لتحديد العلاقة، وقد كانت النتائج على النحو الآتي:

أ - أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على العائد على حق الملكية (ROE)

لتحديد العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية فإن معادلة الانحدار

البسيط (simple linear regression) كما هو مبين في الجدول رقم (27) تتمثل في:

$$Y = 0.019 \text{GovI} - 0.948$$

$$\text{حيث } ROE = Y$$

$$\text{GovI} = \text{فاعلية الحاكمية المؤسسية}$$

جدول (27)

معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

R Square	R	t	الخطأ المعياري	B	
0.315	0.562	-2.717	0.349	-.948	الثابت
		2.880	0.007	0.019	فاعلية الحاكمية المؤسسية

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

وتشير المعادلة السابقة إلى وجود علاقة طردية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية، فزيادة مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية بمقدار وحدة واحدة أدى لزيادة العائد على حق الملكية بمقدار 019 وحدة، وبما أن قيمة $R = 0.562$. فهي تشير إلى أن هذه القيمة تفسر وجود علاقة ارتباط خطي متوسطة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية، كما تشير R Square إلى أن 0.315 من التغير في العائد على حق الملكية يعزى إلى التغير في مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية. ويقاس مدى تفسير النموذج والقيم للعلاقة بناء على المستويات التالية.

من 100% - 80% (قوية جدا)، من 79.9% - 60% (قوية)، من 59.9% - 40%

(متوسطة)، من 39.9% - 20% (ضعيفة)، اقل من 20% (ضعيفة جدا)

ولاختبار معنوية الانحدار البسيط تم استخدام تحليل التباين ANOVA، وقد كانت النتائج

كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول (28)

اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

مستوى الدلالة	متوسط قيمة F	مربعات الحرية	مجموع مربعات	مربعات	
0.010	8.293	0.654	1	0.654	الانحدار
		0.079	18	1.419	المتبقي
			19	2.073	المجموع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (28)، أن مستوى الدلالة = 0.010. وبما أن هذه القيمة أصغر من القيمة المحددة في الفرضية أي 0.05، فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول بأنه "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)"، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"

وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسات

(Institutional Shareholder Services, 2005); (Jay, W. etal, 2005); (Brown and Caylor, 2004) ; (Gompers etal, 2003); (Robert, F.etal, 1996)

إلا أن هذه النتائج اختلفت مع نتائج دراسات:

(Black, etal, 2005) (Bhajat and Black, 2002); (Klein, 1998); (Yermack, 1996); (Fosberg, 1989)

والتي توصلت إلى عدم وجود علاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية.

ب - أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على العائد على الاستثمار (ROI)

لتحديد العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على الاستثمار فإن معادلة الانحدار البسيط

(simple linear regression) وكما هو مبين في الجدول رقم (29) تتمثل في:

$$Y=0.009 GOVI -0.452$$

حيث $Y =$ العائد على الاستثمار (ROI)

$GOVI =$ فاعلية الحاكمية المؤسسية

جدول (29)

معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

R Square	R	t	الخطأ المعياري	B	
0.307	0.554	-2.654	0.170	-0.452	الثابت
		2.824	0.003	0.009	فاعلية الحاكمية المؤسسية

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

وتشير المعادلة السابقة إلى وجود علاقة طردية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على الاستثمار،

زيادة مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية بمقدار وحدة واحدة أدى إلى زيادة العائد على حق الاستثمار

بمقدار 0.009 وحدة، وبما أن قيمة $R = 0.554$. فهي تشير إلى أن هذه القيمة تفسر وجود علاقة

ارتباط خطي متوسطة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على الاستثمار، كما تشير R

إلى أن R^2 Square إلى أن 0.307 من التغير في العائد على الاستثمار يعزى للتغير في مستوى ممارسة

الحاكمية المؤسسية.

ولاختبار معنوية الانحدار البسيط تم استخدام تحليل التباين ANOVA ، وقد كانت النتائج

كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول (30)

اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على الاستثمار للشركات المدرجة

في سوق فلسطين للأوراق المالية

مستوى الدلالة	F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
0.011	7.978	0.149	1	0.149	الانحدار
		0.019	18	0.337	المتبقي
			19	0.487	المجموع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (30)، أن مستوى الدلالة = 0.011. وبما أن هذه القيمة أصغر من القيمة المحددة

في الفرضية أي 0.05، فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول بأنه " توجد علاقة ذات دلالة

إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$) ، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على الاستثمار

للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"

و اتفقت هذه النتائج مع نتائج دراسات:

(Institutional Shareholder Services, 2005); (Black etal, 2004); (Veerarak & Truong, 2003); (Institutional Shareholder Services, 2002); (Bhagat and Black, 2002); (Ishi and Matrice, 2001); (Klein, 1998); (Fosberg, 1989).

ج- أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على سعر السهم إلى ربحيته (P/E ratio)

لتحديد العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى ربحيته فإن معادلة الانحدار

البسيط (simple linear regression) وكما هو مبين في الجدول رقم (31) تتمثل في:

$$Y=1.144GOVI -44.553$$

حيث $Y =$ سعر السهم إلى ربحيته

$GOVI =$ فاعلية الحاكمية المؤسسية

جدول (31)

معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

R Square	R	t	الخطأ المعياري	B	
0.432	0.658	-2.795	15.939	-44.553	الثابت
		3.703	.309	1.144	فاعلية الحاكمية المؤسسية

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

تشير المعادلة السابقة إلى وجود علاقة طردية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم

إلى ربحيته، فزيادة مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية بمقدار وحدة واحدة أدى إلى زيادة سعر السهم

إلى ربحيته بمقدار 1.144 ، وبما أن قيمة $R = 0.658$.

فهي تشير إلى أن هذه القيمة تفسر وجود علاقة ارتباط خطي متوسطه بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى ربحيته. كما تشير R Square إلى أن 0.432 من التغير في سعر السهم إلى ربحيته يعزى إلى التغير في مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية ولاختبار معنوية الانحدار البسيط تم استخدام تحليل التباين ANOVA وقد كانت النتائج كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول (32)

اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

مستوى الدلالة	F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
0.002	13.715	2255.114	1	2255.114	الانحدار
		164.428	18	2959.710	المتبقي
			19	5214.824	المجموع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (32) السابق، أن مستوى الدلالة = 0.002 وبما أن هذه القيمة أصغر من القيمة المحددة في الفرضية أي 0.05، فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول بأنه "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية".

و تتفق هذه النتائج مع دراسة (Institutional Shareholder Services, 2005) التي خلصت إلى أن مجموعة الشركات التي تمتاز بارتفاع في ممارسة الحاكمية المؤسسية قد تراوح سعر السهم إلى ربحيته فيها من 15.7-20.1 ، في حين تراوح في الشركات الأقل مستوى من 10.2 - 14.9

د- أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على القيمة السوقية إلى الدفترية (M/B)

لتحديد العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و القيمة السوقية إلى الدفترية فإن معادلة الانحدار البسيط (simple linear regression) و كما هو مبين في الجدول رقم (33) تتمثل في

$$Y = -159.945GOVI$$

حيث $Y =$ القيمة السوقية إلى الدفترية

$GOVI =$ فاعلية الحاكمية المؤسسية

جدول (33)

معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

R Square	R	t	الخطأ المعياري	B	
0.570	0.755	-3.541	1.679	-5.945	الثابت
		4.884	0.033	.159	فاعلية الحاكمية المؤسسية

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

تشير المعادلة السابقة إلى وجود علاقة طردية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية، فزيادة مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية بمقدار وحدة واحدة أدى إلى زيادة القيمة السوقية إلى الدفترية بمقدار 0.159 وحدة، وبما أن قيمة $R = 0.755$ فهي تشير إلى أن هذه القيمة تفسر وجود علاقة ارتباط خطي قوية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية. كما تشير R Square إلى أن 0.570 من التغير في القيمة السوقية إلى الدفترية يعزى إلى تغير في مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية.

ولاختبار معنوية الانحدار البسيط تم استخدام تحليل التباين ANOVA وقد كانت النتائج كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول (34)

اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

مستوى الدلالة	F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
0.000	23.855	43.507	1	43.507	الانحدار
		1.824	18	32.828	المتبقي
			19	76.335	المجموع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$)

يتبين من الجدول رقم (34) السابق، أن مستوى الدلالة =0.000 وبما أن هذه القيمة أصغر من القيمة المحددة في الفرضية أي 0.05، لذلك فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول بأنه " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " وتتفق هذه النتائج مع دراسة (Institutional Shareholder Services, 2005) التي خلصت إلى أن القيمة السوقية للدفترية لأعلى 0.10 من الشركات في العينة في ممارسة الحاكمية المؤسسية تراوحت بين 2.4 - 2.9 ، في حين بلغت لأدنى 0.10 من الشركات من 1.6 - 2.5 . كما اتفقت هذه النتائج مع دراسة (Zhou, L. 2006) التي أثبتت أن الانتقال من المستوى الضعيف إلى المستوى الجيد في ممارسة الحاكمية المؤسسية أدى إلى زيادة القيمة السوقية إلى الدفترية بمقدار 1.66. كما اتفقت هذه النتائج مع دراسة (Anand etal, 2006) في وجود العلاقة الطردية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية .

هـ- أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على (Tobin's q)

لتحديد العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's q فإن معادلة الانحدار البسيط (simple linear regression) وكما هو مبين في الجدول رقم (35) تتمثل في:

$$Y=0.130GOVI -5.113$$

$$\text{حيث } Y = \text{Tobin's q}$$

$$GOVI = \text{فاعلية الحاكمية المؤسسية}$$

جدول (35)

معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's Q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

R Square	R	t	الخطأ المعياري	B	
0.654	0.809	-4.441	1.151	-5.113	الثابت
		5.839	.022	0.130	فاعلية الحاكمية المؤسسية

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

تشير المعادلة السابقة إلى وجود علاقة طردية بين جودة الحاكمية المؤسسية

و Tobin's Q فزيادة مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية بمقدار وحدة واحدة أدى إلى زيادة

Tobin's q بمقدار 0.130 وحدة، وبما أن قيمة $R=0.809$ فهي تشير إلى أن هذه القيمة تفسر

وجود علاقة ارتباط خطي قوية جداً بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's Q ، كما تشير R

إلى أن 0.654 من التغير في Tobin's Q يعزى إلى تغير في مستوى فاعلية الحاكمية

المؤسسية.

و لاختبار معنوية الانحدار البسيط تم استخدام تحليل التباين ANOVA وقد كانت النتائج كما هو

مبين في الجدول التالي

جدول (36)

اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's Q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

مستوى الدلالة	F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
0.00	34.097	29.254	1	29.254	الانحدار
		0.858	18	15.443	المتبقي
			19	44.698	المجموع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (36) السابق، أن مستوى الدلالة =0.00، وبما أن هذه القيمة أصغر من القيمة المحددة في الفرضية أي 0.05، لذلك فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول بأنه: " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's Q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية "

و تتفق هذه النتائج مع دراسة (Black, S. et al, 2006) التي خلصت إلى أن فاعلية الحاكمية المؤسسية عنصر مهم وسبب في تفسير القيمة السوقية للشركات الكورية المدرجة في السوق المالي، فارتفاع قيمة Tobin's Q بمقدار 0.47 وحدة (أي زيادة السعر بمقدار 0.60 من الوحدة) سببه الانتقال من مستوى معين إلى مستوى أفضل من حيث جودة الحاكمية المؤسسية . كما أكدت هذه

النتائج دراسة (Nandelstadth & Rosenberg, 2003); (Brown & Caylor, 2006)

و- أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على تباين سعر السهم اليومي (Daily Stock Volatility)

لتحديد العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والتباين في سعر السهم اليومي فإن معادلة

الانحدار البسيط (simple linear regression) و كما هو مبين في الجدول رقم (37) تتمثل

في:

$$Y=0.011GOVI - 0.145$$

حيث $Y =$ تباين سعر السهم اليومي (Daily Stock Volatility)

$GOVI =$ فاعلية الحاكمية المؤسسية

جدول (37)

معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و تباين سعر السهم اليومي (Daily Stock Volatility) للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

R Square	R	t	الخطأ المعياري	B	
0.281	0.531	-0.661	0.218	-0.145	الثابت
		2.655	0.044	0.011	فاعلية الحاكمية المؤسسية

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

تشير المعادلة السابقة إلى وجود علاقة طردية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وتباين سعر السهم

اليومي، فزيادة مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية بوحدة واحدة أدى إلى زيادة هذا التباين بمقدار

0.011 وبما أن قيمة $R = 0.531$ فهي تشير إلى أن هذه القيمة تفسر وجود علاقة ارتباط خطي

متوسطة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وتباين سعر السهم اليومي. كما تشير

R Square إلى أن 0.281 من تباين سعر السهم اليومي يعزى إلى تغير في مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية.

ولاختبار معنوية الانحدار البسيط تم استخدام تحليل التباين ANOVA وقد كانت النتائج كما هو

مبين في الجدول التالي

جدول (38)

اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وتباين سعر السهم اليومي (Daily Stock Volatility) المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

مستوى الدلالة	F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
0.016	7.052	0.217	1	0.217	الانحدار
		0.031	18	0.553	المتبقي
			19	0.769	المجموع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (38) السابق، أن مستوى الدلالة =0.016. وبما أن هذه القيمة أصغر

من القيمة المحددة في الفرضية أي 0.05، لذلك فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول بأنه "

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$) ، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية

وتباين سعر السهم اليومي (Daily Stock Volatility) للشركات المدرجة في سوق فلسطين

للأوراق المالية "

ونتائج هذه الدراسة اختلفت مع الكثير من الدراسات مثل دراسة (Mork & YU, 2000) التي خلصت إلى أن أسعار أسهم الشركات أقل تذبذباً في الأسواق التي ترتفع فيها مستوى جودة الحاكمية المؤسسية، ذلك لأن ارتفاع مستوى الشفافية يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقة المستثمر في هذه الأسهم. كما اختلفت مع دراسة (Bae, etal, 2003) التي أوضحت أن أسعار أسهم الشركات ذات الحاكمية المرتفعة (الجيدة) لا تظهر تذبذباً كبيراً حتى في حال الأزمات المالية وذلك لارتفاع الثقة في أداء هذه الشركات نظراً لارتفاع مستويات الشفافية. كما اختلفت أيضاً مع دراسة (Baek, etal, 2004) التي أوضحت أن الشركات الأكثر جودة في ممارسة الحاكمية المؤسسية أقل تذبذباً في أسعار أسهمها نظراً لقدرتها على التحوط من المخاطر.

وقد حاولت بعض الدراسات تفسير ظاهرة ارتفاع درجة تباين سعر السهم اليومي في ظل ارتفاع مستوى جودة الحاكمية على الرغم من ضرورة انخفاض هذا التباين حيث عزته إلى الترابط العضوي بين حالة عدم الاستقرار السياسي، والتذبذب في أسعار الأسهم في السوق مثل دراسات (Kabir, etal, 2000); (Alesina & Perotti, 1996); (Melvin & Tan, 1996) بفلسطين فقد اتفقت العديد من الدراسات مع نتائج هذه الدراسة، ففي دراسة (Berk and Katan, 2005) خلصت هذه الدراسة إلى أن أحداث العنف في فلسطين وإسرائيل أثرت بشكل قوي ومباشر في عوائد الأسهم في نفس اليوم لتتخفف من 21% إلى 25% في كلا السوقين، كما أوضحت دراسة (Zussman etal, 2007) التي هدفت للتدليل على درجة حساسية أسعار الأصول للأحداث السياسية والدبلوماسية والتطورات العسكرية وأثرها على أسعار الأسهم في كل من سوق فلسطين وسوق نل أبيب،

خلصت الدراسة إلى أن الأحداث السياسية والعسكرية وحالة عدم الاستقرار محدد أساسي للتباين في العوائد في كلا السوقين لتعتبر هذه الأحداث أكثر أهمية من العوامل، والظروف الخاصة بالشركات كممارسات أعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا لمبادئ الشفافية، ومصالح المساهمين . كما أكدت مثل هذه النتائج دراسة : (Berrebi & Klor, 2005), (Guidolin & La Ferrara, 2005).

2 _ نتائج الانحدار المتعدد (Multiple Regression)

لغاية دراسة العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والأداء المالي، وفيما إذا كانت الشركات ذات الحاكمية المؤسسية الفاعلة تظهر أداءً مالياً أفضل في ظل وجود متغيرات ضابطة ممثلة في لوغاريتم الأصول للشركة، ولوغاريتم العمر الزمني للشركة، ولوغاريتم مجموع الديون إلى مجموع الأصول للشركة، ومجموع الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول، ونوع القطاع تم استخدام الانحدار المتعدد لتكون معادلات الانحدار على النحو الآتي:

أ- العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على حق الملكية

للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

لتحديد العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على حق

الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية فإن معادلة الانحدار المتعدد وكما هو

في الجدول اللاحق رقم (39) على النحو الآتي:

$$ROE = \alpha + \beta_1 Gov_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4 \text{Fixed assets / total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + e$$

$$ROE = -1.215 + 0.020 Gov_i + 0.016 \text{Log assets} - 0.016 \text{Log of age} + 0.028 \text{Fixed assets / total assets} + 0.183 \text{Leverage} + 0.023 \text{Sector} + e$$

جدول (39)

معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية:

R Square	R	Sig	t	الخطأ المعياري	B	
0.366	0.605	0.188	-1.388	0.875	-1.215	الثابت
		0.041	2.270	0.009	0.020	فاعلية الحاكمية المؤسسية
		0.893	0.137	0.115	0.016	لوغاريتم مجموع الأصول للشركة
		0.960	-0.051	0.304	-0.016	لوغاريتم العمر الزمني للشركة
		0.424	0.826	0.221	0.183	مجموع الديون إلى مجموع الأصول للشركة (الرفع المالي)
		0.925	0.096	0.290	0.028	مجموع الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول
		0.734	0.347	0.067	0.023	نوع القطاع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتضح من الجدول السابق وجود علاقة طردية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية، ولوغاريتم مجموع

الأصول للشركة، ودرجة الرفع المالي في الشركة، والأصول الثابتة إلى مجموع الأصول للشركة،

ونوع القطاع وبين العائد على حق الملكية،

كما أن هناك علاقة عكسية بين لوغاريتم العمر الزمني للشركة والعائد على حق الملكية، فزيادة فاعلية الحاكمية المؤسسية بوحدة واحدة، أدى إلى زيادة العائد على حق الملكية بمقدار 0.020 وحدة، وزيادة حجم الأصول

بوحدة واحدة، أدى إلى زيادة العائد على حق الملكية بمقدار 0.016 وحدة، و زيادة درجة الرفع المالي بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى زيادة العائد على حق الملكية بمقدار 0.183 وحدة، و زيادة الأصول الثابتة إلى الأصول بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى زيادة العائد على حق الملكية بمقدار 0.028 وحدة وتقدم العمر الزمني للشركة بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى خفض العائد على حق الملكية بمقدار 0.016 وحدة.

وبإعادة معادلة الانحدار لباقي القطاعات يزداد العائد على حق الملكية بمقدار 0.023 وحدة إذا كانت الشركة صناعية، وبمقدار 0.046 وحدة إذا كانت شركة خدمات، وبمقدار 0.069 إذا كانت بنكا ، وبمقدار 0.155 إذا كانت شركة استثمار.

وبما أن قيمة $R = 0.605$ فهي تشير إلى إن هذه القيمة تفسر وجود علاقة ارتباط خطي قوية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة، وبين العائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، كما تشير R Square إلى أن 0.366 من التغير في العائد على حق الملكية يعزى إلى تغير في كل من مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة. ولاختبار معنوية الانحدار تم استخدام تحليل التباين ANOVA و قد كانت النتائج كما في الجدول التالي :

جدول (40)

اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية:

مستوى الدلالة	F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
0.344	1.249	0.126	6	0.758	الانحدار
		0.101	13	1.315	المتبقي
			19	2.073	المجموع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (40) أن مستوى الدلالة = 0.344 وبما أن هذه القيمة أكبر من القيمة المحددة في الفرضية 0.05 ، فإننا نقبل صحة الفرضية الصفرية، ونقول: إنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha=0.05$) بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة، وبين العائد على حق الملكية، علماً أن العلاقة ذات دلالة (Significant) بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية كما هو مبين في الجدول رقم(40):

ب-العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

لتحديد العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن معادلة الانحدار المتعدد وكما هو في

الجدول اللاحق رقم(41) على النحو الآتي:

$$ROE = \infty + \beta_1 Gov_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4 \text{Fixed assets / total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + e$$

$$ROI = -.512 + 0.009 Gov_i + 0.000 \text{Log assets} + 0.011 \text{Log of age} + 0.103 \text{Fixed assets / total assets} + 0.016 \text{Leverage} + 0.005 \text{Sector} + e$$

جدول (41)

معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية:

R Square	R	Sig	t	الخطأ المعياري	B	
0.344	0.587	0.256	-1.188	0.431	-0.512	الثابت.
		0.058	2.082	0.004	0.009	فاعلية الحاكمية المؤسسية.
		0.999	-0.001	0.056	0.000	لوغاريتم مجموع الأصول للشركة.
		0.945	0.070	0.150	0.011	لوغاريتم العمر الزمني للشركة.
		0.888	0.144	0.109	0.016	مجموع الديون إلى مجموع الأصول للشركة (الرفع المالي).
		0.486	0.718	0.143	0.103	مجموع الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول.
		0.892	0.139	0.033	0.005	نوع القطاع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتضح من الجدول السابق وجود علاقة طردية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية، ولوغاريتم الأصول للشركة، ولوغاريتم العمر الزمني للشركة، ودرجة الرفع المالي للشركة، والأصول الثابتة إلى مجموع الأصول، ونوع القطاع وبين العائد على الاستثمار، فزيادة فاعلية الحاكمية المؤسسية بوحدة واحدة أدى إلى زيادة العائد على الاستثمار بمقدار 0.009 وحدة،

وزيادة درجة الرفع المالي بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى زيادة العائد على الاستثمار بمقدار 0.016 وحدة، وزيادة الأصول الثابتة إلى الأصول بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى زيادة العائد على الاستثمار بمقدار 0.103 وحدة، في حين أن تقدم العمر الزمني للشركة بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى زيادة العائد على الاستثمار بمقدار 0.011 وحدة، ولم يظهر مجموع الأصول للشركة أي أثر على العائد. وبإعادة معادلة الانحدار لباقي القطاعات يتضح أن العائد على الاستثمار يزداد بمقدار 0.005 وحدة إذا كانت الشركة صناعية، و بمقدار 0.01 وحدة إذا كانت شركة خدمات، و 0.015 إذا كانت بنكاً ، و بمقدار 0.02 إذا كانت شركة تأمين، و بمقدار 0.025 إذا كانت شركة استثمار.

وبما أن قيمة $R = 0.587$ فهي تشير إلى أن هذه القيمة تفسر وجود علاقة ارتباط خطي متوسطة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، كما تشير R Square إلى أن 0.344 من التغير في العائد على الاستثمار يعزى إلى تغير في كل من مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة.

ولاختبار معنوية الانحدار تم استخدام تحليل التباين ANOVA وقد كانت النتائج كما في الجدول التالي:

جدول رقم (42)

اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين العائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية:

مستوى الدلالة	F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
0.394	1.138	0.028	6	0.168	الانحدار
		0.025	13	0.319	المتبقي
			19	0.487	المجموع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (42) أن مستوى الدلالة = 0.394 وبما أن هذه القيمة أكبر من القيمة المحددة في الفرضية 0.05 ، فإننا نقبل صحة الفرضية الصفرية ونقول بأنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha=0.05$) بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة، وبين العائد على حق الملكية.

ت-العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين سعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

لتحديد العلاقة بين جودة الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين سعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية فإن معادلة الانحدار المتعدد وكما هو في الجدول رقم(43) على النحو الآتي:

$$P/E = \infty + \beta_1 Gov_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4 \text{Fixed assets / total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + e$$

$$P/E = 3.735 + 1.312 Gov_i - 6.953 \text{Log assets} + 0.526 \text{Log of age} - 3.853 \text{Fixed assets / total assets} + 0.472 \text{Leverage} - 1.147 \text{Sector} + e$$

(43) جدول

معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين سعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية:

R Square	R	Sig	t	الخطأ المعياري	B	
0.573	0.757	0.919	0.104	36.001	3.735	الثابت
		0.003	3.679	0.375	1.312	فاعلية الحاكمية المؤسسية
		0.164	-1.474	4.717	-6.953	لوغاريتم مجموع الأصول للشركة
		0.967	0.042	12.511	0.526	لوغاريتم العمر الزمني للشركة
		0.959	0.052	9.952	0.472	مجموع الديون إلى مجموع الأصول للشركة (الرفع المالي)
		0.752	-0.322	11.952	-3.853	مجموع الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول
		0.683	-0.418	2.743	-1.147	نوع القطاع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتضح من الجدول السابق وجود علاقة طردية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية، ولوغاريتم

العمر الزمني للشركة، ودرجة الرفع المالي في الشركة، وبين العائد على حق الملكية، كما أن هناك

علاقة عكسية بين لوغاريتم مجموع الأصول للشركة، ونوع القطاع ومجموع الأصول الثابتة إلى

مجموع الأصول

وبين سعر السهم إلى ربحيته، فزيادة فاعلية الحاكمية المؤسسية بوحدة واحدة، أدى إلى زيادة سعر السهم إلى ربحيته بمقدار 1.312 وحدة، وزيادة حجم الأصول بوحدة واحدة، أدى إلى خفض سعر السهم إلى ربحيته بمقدار 6.95 وحدة، و زيادة درجة الرفع المالي بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى زيادة سعر السهم إلى ربحيته بمقدار 0.472 وحدة، وزيادة الأصول الثابتة إلى الأصول بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى خفض سعر السهم إلى ربحيته بمقدار 3.85 وحدة، وتقدم العمر الزمني للشركة بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى زيادة سعر السهم إلى ربحيته بمقدار 0.526 وحدة.

وبإعادة معادلة الانحدار لباقي القطاعات يتضح أن سعر السهم إلى ربحيته انخفض بمقدار 1.147 وحدة إذا كانت الشركة صناعية، وبمقدار 2.294 وحدة إذا كانت شركة خدمات، وبمقدار 3.441 وحدة إذا كانت بنكاً، وبمقدار 4.588 إذا كانت شركة تأمين، وبمقدار 5.735 إذا كانت شركة استثمار. وبما أن قيمة $R = 0.573$ فهي تشير إلى أن هذه القيمة تفسر وجود علاقة ارتباط خطي متوسطه بين فاعلية الحاكمية المؤسسية، والمتغيرات الضابطة وبين سعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، كما تشير R Square إلى أن 0.757 من التغير في سعر السهم إلى ربحيته يعزى للتغير في كل من مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة.

ولاختبار معنوية الانحدار تم استخدام تحليل التباين ANOVA وقد كانت النتائج كما في الجدول

التالي:

جدول (44)

اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين سعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية:

مستوى الدلالة	F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
0.050	2.908	498.07	6	2988.4	الانحدار
		171.261	13	2226.3	المتبقي
			19	5214.8	المجموع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (44) أن مستوى الدلالة = 0.050 وبما أن هذه القيمة أكبر من القيمة المحددة في الفرضية 0.05، فإننا نقبل صحة الفرضية الصفرية، ونقول: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha=0.05$) بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين سعر السهم إلى ربحيته، علماً أن العلاقة ذات دلالة (Significant) بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى ربحيته كما هو مبين في الجدول رقم (44).

ث- العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين القيمة السوقية إلى الدفترية،

للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

لتحديد العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين القيمة السوقية إلى

الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن معادلة الانحدار المتعدد وكما هو

في الجدول رقم (45) على النحو الآتي:

$$M/B = \infty + \beta_1 \text{Gov}_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4 \text{Fixed assets / total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + e$$

$$M/B = -7.382 + 0.166 \text{Gov}_i + 0.351 \text{Log assets} - 1.638 \text{Log of age} + 0.025 \text{Fixed assets / total assets} + 0.909 \text{Leverage} - 0.028 \text{Sector} + e$$

(45) جدول

معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة، وبين القيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية :

R Square	R	Sig	t	الخطأ المعياري	B	
0.653	0.808	0.083	-1.188	3.927	-7.382	الثابت
		0.001	4.273	0.039	0.166	فاعلية الحاكمية المؤسسية
		0.507	0.683	0.515	0.351	لوغاريتم مجموع الأصول للشركة
		0.251	-1.200	1.365	-1.638	لوغاريتم العمر الزمني للشركة
		0.377	0.915	0.993	0.909	مجموع الديون إلى مجموع الأصول للشركة (الرفع المالي)
		0.985	0.019	1.304	0.025	مجموع الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول
		0.928	-0.093	0.299	-0.028	نوع القطاع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتضح من الجدول السابق وجود علاقة طردية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية، ولوغاريتم الأصول للشركة، ودرجة الرفع المالي للشركة، والأصول الثابتة إلى مجموع الأصول للشركة، وبين القيمة السوقية إلى الدفترية، كما يتضح وجود علاقة عكسية بين لوغاريتم العمر الزمني للشركة، ونوع القطاع و بين القيمة السوقية إلى الدفترية.

إن زيادة فاعلية الحاكمية المؤسسية بوحدة واحدة، أدى إلى زيادة القيمة السوقية إلى الدفترية بمقدار 0.166 وحدة ، وزيادة درجة الرفع المالي بمقدار وحدة واحدة ،أدى إلى زيادة القيمة السوقية إلى الدفترية بمقدار 0.909 وحدة، وزيادة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى زيادة القيمة السوقية إلى الدفترية بمقدار 0.025 وحدة، في حين إن تقدم العمر الزمني للشركة بمقدار وحدة أدى إلى خفض القيمة السوقية إلى الدفترية بمقدار 1.638 وحدة، و زيادة حجم الأصول بوحدة واحدة، أدى إلى زيادة القيمة السوقية إلى الدفترية بمقدار 0.351 وحدة.

وبإعادة معادلة الانحدار لباقي القطاعات يتضح أن القيمة السوقية إلى الدفترية تنخفض بمقدار 0.028 وحدة إذا كانت الشركة صناعية، وبمقدار 0.056 وحدة إذا كانت شركة خدمات، و 0.084 إذا كانت بنكاً، و بمقدار 0.112 إذا كانت شركة تأمين، وبمقدار 0.14 إذا كانت شركة استثمار.

وبما أن قيمة $R = 0.808$ فهي تشير إلى أن هذه القيمة تفسر وجود علاقة ارتباط خطي قوية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية، والمتغيرات الضابطة وبين القيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، كما تشير R Square إلى أن 0.653 من التغير في القيمة السوقية للدفترية يعزى إلى تغير في كل من مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة.

ولاختبار معنوية الانحدار تم استخدام تحليل التباين ANOVA و قد كانت النتائج كما في الجدول التالي :

جدول رقم (46)

اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين القيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية:

مستوى الدلالة	F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
0.016	4.077	8.307	6	49.844	الانحدار
		2.038	13	26.492	المتبقي
			19	76.335	المجموع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (46) أن مستوى الدلالة =0.016 و حيث إن هذه القيمة أصغر من القيمة المحددة في الفرضية 0.05 ، فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha=0.05$) بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة، وبين القيمة السوقية إلى الدفترية، علماً بأن العلاقة ذات دلالة (Significant) فقط بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية كما هو مبين في الجدول رقم (46)

ج - العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين Tobin's q للشركات

المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

لتحديد العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة و بين Tobin's q

للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن معادلة الانحدار المتعدد وكما هو في

الجدول رقم (47) على النحو الآتي:

$$\text{Tobin's } q = \alpha + \beta_1 \text{Gov}_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4 \text{Fixed assets} / \text{total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + e$$

$$\text{Tobin's } q = -6.471 + 0.130 \text{Gov}_i + 0.281 \text{Log assets} - 0.743 \text{Log of age} - 0.006 \text{Fixed assets} / \text{total assets} + 0.215 \text{Leverage} + 0.01 \text{Sector} + e$$

جدول رقم (47)

معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين Tobin's q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية:

R Square	R	Sig	t	الخطأ المعياري	B	
0.696	0.834	0.039	-2.300	2.814	-6.471	الثابت
		0.000	4.672	0.028	0.130	فاعلية الحاكمية المؤسسية
		0.459	0.762	0.369	0.218	لوغاريتم مجموع الأصول للشركة
		0.461	-0.760	0.978	-0.743	لوغاريتم العمر الزمني للشركة
		0.767	0.302	0.712	0.215	مجموع الديون إلى مجموع الأصول للشركة (الرفع المالي)
		0.995	-0.007	0.934	-0.006	مجموع الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول
		0.963	0.047	0.214	0.010	نوع القطاع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتضح من الجدول السابق وجود علاقة طردية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية، ولوغاريتم الأصول للشركة، ودرجة الرفع المالي في الشركة، ونوع القطاع و بين Tobin's q ، كما أن هناك علاقة عكسية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية، ولوغاريتم العمر الزمني للشركة، والأصول الثابتة إلى مجموع الأصول للشركة وبين Tobin's q،

زيادة فاعلية الحاكمية المؤسسية بوحدة واحدة، أدى إلى زيادة و Tobin's q بمقدار 0.130 وحدة، وزيادة حجم الأصول بوحدة واحدة، أدى إلى زيادة و Tobin's q بمقدار 0.218 وحدة، وزيادة درجة الرفع المالي بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى خفض Tobin's q بمقدار 0.215 وحدة، وزيادة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى خفض Tobin's q بمقدار 0.006 وحدة وتقدم العمر الزمني للشركة بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى خفض Tobin's q بمقدار 0.743 وحدة. وبإعادة معادلة الانحدار لباقي القطاعات يتضح أن Tobin's q يزداد بمقدار 0.010 وحدة إذا كانت الشركة صناعية، و بمقدار 0.02 وحدة إذا كانت شركة خدمات، وبمقدار 0.03 إذا كانت بنكاً ، وبمقدار 0.04 إذا كانت شركة تأمين، وبمقدار 0.05 إذا كانت شركة استثمار.

وبما أن قيمة $R=0.834$ فهي تشير إلى أن هذه القيمة تفسر وجود علاقة ارتباط خطي قوية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية، والمتغيرات الضابطة و بين Tobin's q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، كما تشير R Square إلى أن 0.696 من التغير في Tobin's Q يعزى إلى تغير في كل من مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة.

ولاختبار معنوية الانحدار تم استخدام تحليل التباين ANOVA و قد كانت النتائج كما في الجدول التالي:

جدول رقم (48)

اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة و بين Tobin's q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية:

مستوى الدلالة	F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
0.008	4.952	5.182	6	31.094	الانحدار
		0.101	13	13.604	المتبقي
			19	44.698	المجموع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (48) أن مستوى الدلالة = 0.008، وبما أن هذه القيمة أصغر من القيمة المحددة في الفرضية 0.05، فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha=0.05$) بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة من جهة و Tobin's q من جهة أخرى.

ح - العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين تباين سعر السهم اليومي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

لتحديد العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين تباين سعر السهم اليومي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإن معادلة الانحدار المتعدد وكما هو في الجدول اللاحق رقم (49) على النحو الآتي:

$$\text{تباين سعر السهم اليومي} = \alpha + \beta_1 \text{Gov}_i + \beta_2 \text{Log assets} + \beta_3 \text{Log of age} + \beta_4$$

$$\text{Fixed assets / total assets} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Sector} + e$$

$$\text{تباين سعر السهم اليومي} = -.183 + 0.011 \text{Gov}_i + 0.007 \text{Log assets} + 0.001 \text{Log of age} - 0.203 \text{Fixed assets / total assets} - 0.096 \text{Leverage} + 0.059 \text{Sector} + e$$

جدول (49)

معادلة الانحدار بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وتباين سعر السهم اليومي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية:

R Square	R	Sig	t	الخطأ المعياري	B	
0.577	0.760	0.680	-0.422	0.435	-0.183	الثابت
		0.024	2.556	0.004	0.011	فاعلية الحاكمية المؤسسية
		0.906	0.120	0.057	0.007	لوغاريتم مجموع الأصول للشركة
		0.996	0.005	0.151	0.001	لوغاريتم العمر الزمني للشركة
		0.398	-0.874	0.110	-0.096	مجموع الديون إلى مجموع الأصول للشركة (الرفع المالي)
		0.184	-1.402	0.144	-0.203	مجموع الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول
		0.096	1.793	0.033	0.059	نوع القطاع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتضح من الجدول السابق وجود علاقة طردية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية، ولوغاريتم الأصول للشركة ولوغاريتم العمر الزمني، ونوع القطاع، وبين تباين سعر السهم اليومي، كما أن هناك علاقة عكسية بين مجموع الديون إلى مجموع الأصول ومجموع الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول للشركة، وبين تباين سعر السهم اليومي، فزيادة فاعلية الحاكمية المؤسسية بوحدة واحدة، أدى إلى زيادة تباين سعر السهم اليومي بمقدار 0.011 وحدة، وزيادة حجم الأصول بوحدة واحدة، أدى إلى زيادة تباين سعر السهم اليومي بمقدار 0.007 وحدة، وزيادة درجة الرفع المالي بمقدار وحدة واحدة، أدى إلى خفض تباين سعر السهم اليومي بمقدار 0.096 وحدة، وزيادة الأصول الثابتة إلى الأصول بمقدار وحدة واحدة، أدى لخفض تباين سعر السهم اليومي بمقدار 0.203 وحدة وتقدم العمر الزمني للشركة بمقدار وحدة واحدة، أدى لزيادة تباين سعر السهم اليومي بمقدار 0.001 وحدة.

وبإعادة معادلة الانحدار لباقي القطاعات يتضح أن تباين سعر السهم اليومي يزداد بمقدار 0.059 وحدة إذا كانت الشركة صناعية، وبمقدار 0.118 وحدة إذا كانت شركة خدمات، وبمقدار 0.177 إذا كانت بنكاً ، وبمقدار 0.236 إذا كانت شركة تأمين، وبمقدار 0.295 إذا كانت شركة استثمار.

وبما أن قيمة $R = 0.760$ فهي تشير إلى إن هذه القيمة تفسر وجود علاقة ارتباط خطي متوسطة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و المتغيرات الضابطة، وبين تباين سعر السهم اليومي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، كما تشير R Square إلى أن 0.577 من التغير في تباين سعر السهم اليومي يعزى إلى تغير في كل مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة .

ولاختبار معنوية الانحدار تم استخدام تحليل التباين ANOVA وقد كانت النتائج كما في الجدول التالي :

جدول (50)

اختبار ANOVA بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة وبين تباين سعر السهم اليومي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

مستوى الدلالة	F	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
0.048	2.955	0.074	6	0.444	الانحدار
		0.025	13	0.325	المتبقي
			19	0.769	المجموع

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (50) أن مستوى الدلالة = 0.048 وبما أن هذه القيمة أصغر من القيمة المحددة في الفرضية 0.05 ، فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha=0.05$) بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة، وبين تباين سعر السهم اليومي.

5 /3/ 4 عرض و تحليل نتائج اختبار الفرضيات :

تم اختبار الفرضيات باستخدام اختبار One Sample T-test عند مستوى ($\alpha=0.05$)، وقد تم استخدام معامل ارتباط بيرسون (Pearson) لمعرفة قوة الارتباط بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد كانت النتائج على النحو الآتي:

الفرضية الأولى:-

من أجل اختبار صحة الفرضية الصفرية القائلة بأنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية "، تم استخدام معامل ارتباط بيرسون (Pearson) لمعرفة قوة الارتباط بين فاعلية الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance Index) والعائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والنتائج كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول (51)

معامل ارتباط بيرسون بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

المحور الخامس الرقابة والتدقيق الداخلي	المحور الرابع أصحاب المصالح دور المساهمين	المحور الثالث حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم	المحور الثاني الإفصاح والشفافية	المحور الأول مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة	الحاكمية المؤسسية	معامل ارتباط بيرسون
.5130	.4970	0.5830	0.5250	0.5710	0.562	
.0210	.0260	0.007	0.0180	0.009	0.010	مستوى الدلالة

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (51)، أن قيم معاملات ارتباط بيرسون 0.562 ، 0.571 ، 0.525 ، 0.583 ، 0.497 ، 0.513 ، وهذا يدل على قوة ارتباط متوسطة بين كل من فاعلية الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance Index) والمحاور الخمسة في الدراسة (Sub-indices) وهي مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة، الإفصاح والشفافية، حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم، ودور أصحاب المصالح والتدقيق والرقابة الداخلية، وبين العائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية،

وأن مستويات الدلالة = 0.010، 0.009، 0.018، 0.007، 0.026، 0.021، لكل من فاعلية الحاكمية المؤسسية والمحاور الخمسة، وبما أن هذه القيم أصغر من 0.05، فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على حق الملكية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وقد اتفقت هذه النتائج مع نتائج دراسات (Institutional Shareholder Services, 2005); (Shaheen & Nishat, 2005); (Brown & Caylor, 2004); (Bolbol etal, 2004); (Baek etal, 2004); (Drobetz, 2003);

الفرضية الثانية:-

من أجل اختبار صحة الفرضية القائلة بأنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance Index) والعائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، تم استخدام معامل ارتباط بيرسون (Pearson) لمعرفة قوة الارتباط بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والنتائج كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول (52)

معامل ارتباط بيرسون بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

المحور الأول مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة	المحور الثاني الإفصاح والشفافية	المحور الثالث حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم	المحور الرابع دور أصحاب المصالح الداخلية	المحور الخامس الرقابة	الحاكمية المؤسسية	معامل ارتباط بيرسون
0.563	0.573	0.564	0.461	0.482	0.554	معامل ارتباط بيرسون
0.010	0.008	0.010	0.041	0.031	0.011	مستوى الدلالة

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (52) ، أن قيم معاملات ارتباط بيرسون 0.554، 0.563، 0.573، 0.564، 0.461 ، 0.482 وهذا يدل على قوة ارتباط متوسطة بين كل من فاعلية الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance Index) والمحاور الخمسة في الدراسة (Sub-indices) وبين العائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية .

ويتبين أيضا من الجدول أن مستويات الدلالة = 0.011، 0.010، 0.008، 0.010، 0.041، 0.031. لكل من جودة الحاكمية المؤسسية والمحاور الخمسة، وبما أن هذه القيم أصغر من القيمة المحددة في الفرضية أي 0.05، فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعائد على الاستثمار للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وقد اتفقت هذه النتائج مع نتائج دراسات:

(Jinarat,2006); (Institutional Shareholder Services,2005); (Woodward etal,2003); (Gompers,etal, 2003); (Bauer etal,2003); (Institutional Shareholder Service,2002); (Compos etal, 2002) .

الفرضية الثالثة:-

من أجل اختبار الفرضية الصفرية القائلة بأنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ ، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance Index) وسعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، تم استخدام معامل ارتباط بيرسون (Pearson) لمعرفة قوة الارتباط بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والنتائج كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول (53)

معامل ارتباط بيرسون بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

المحور الأول	المحور الثاني	المحور الثالث حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم	المحور الرابع دور أصحاب المصالح	المحور الخامس الرقابة والتدقيق الداخلية	الحاكمة المؤسسية	معامل ارتباط بيرسون
مسؤوليات مجلس الإدارة	ومهام الإفصاح والشفافية	0.505	0.568	0.570	0.658	ارتباط بيرسون
0.001	0.000	0.005	0.013	0.009	0.002	مستوى الدلالة

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $(\alpha = 0.05)$

يتبين من الجدول رقم (53)، أن قيم معاملات ارتباط بيرسون، 0.658، 0.627، 0.710، 0.505،

0.568، 0.570، وهذا يدل على قوة ارتباط قوية بين كل من الإفصاح والشفافية، ومسؤوليات ومهام

مجلس الإدارة، والحاكمة المؤسسية على التوالي،

وبين سعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية بينما قيم معامل الارتباط 0.505 ، 0.568 ، 0.570 لكل من حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم، ودور أصحاب المصالح والتدقيق والرقابة الداخلية وبين سعر السهم إلى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالي، والتي تدل على قوة ارتباط متوسطة.

ويتبين أيضا من الجدول أن مستويات الدلالة = 0.002، 0.001 ، 0.000 ، 0.005 ، 0.013 ، 0.009 لكل من جودة الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance Index) والمحاور الخمسة في الدراسة (Sub-indices)، وبما أن هذه القيم اصغر من القيمة المحددة في الفرضية أي 0.05، فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم الى ربحيته للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وقد اتفقت هذه النتائج مع نتائج دراسات :

(Institutional Shareholder Service,2005); (Shaheen & Nishat,2005);
(International Atlantic Economic Conference,2005); (Brown & Cylor,2004);
(Black,etal, 2003)

الفرضية الرابعة:-

من أجل اختبار الفرضية الصفرية القائلة بأنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند

مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance Index)

والقيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، تم استخدام معامل ارتباط بيرسون (Pearson) لمعرفة قوة الارتباط بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والنتائج كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول (54)

معامل ارتباط بيرسون بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

المحور الأول: مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة	المحور الثاني: الإفصاح والشفافية	المحور الثالث: حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم	المحور الرابع: دور أصحاب التدقيق الداخلي	المحور الخامس: الرقابة	الحاكمية المؤسسية	معامل ارتباط بيرسون
0.680	0.622	0.722	0.758	0.805	0.755	ارتباط
0.001	0.003	0.000	0.000	0.000	0.000	مستوى الدلالة

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (54) السابق، أن قيم معاملات ارتباط بيرسون 0.755، 0.680، 0.622، 0.758، 0.805، وهذا يدل على ارتباط قوي بين كل من فاعلية الحاكمية المؤسسية، ومسؤوليات ومهام مجلس الإدارة، و حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم، والإفصاح والشفافية، ودور أصحاب المصالح على التوالي وبين القيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، و قوة ارتباط قوية جدا بين التدقيق والرقابة الداخلية والقيمة السوقية إلى الدفترية.

ويتبين أيضا من الجدول أن مستويات الدلالة =0.000

لكل من فاعلية الحاكمية المؤسسية وحقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم، ودور أصحاب المصالح والتدقيق، والرقابة الداخلية و 0.001 لمسؤوليات و مهام مجلس الإدارة، و 0.003 للإفصاح والشفافية. وحيث إن هذه القيم أصغر من القيمة المحددة في الفرضية أي 0.05، لذلك فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha=0.05)$ ، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وقد اتفقت هذه النتائج مع نتائج دراسات:

(Anand, 2006); (Institutional Shareholder Services, 2005); (Bolbol etal, 2004); (Black & Kim, 2000)

الفرضية الخامسة:-

من أجل اختبار صحة الفرضية الصفرية القائلة بأنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha=0.05)$ ، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance Index) و Tobin's Q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، تم استخدام معامل ارتباط بيرسون (Pearson) لمعرفة قوة الارتباط بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's Q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والنتائج كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول (55)

معامل ارتباط بيرسون بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's Q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

المحور الخامس التدقيق والرقابة الداخلية	المحور الرابع أصحاب المصالح	المحور الثالث حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم	المحور الثاني الإفصاح والشفافية	المحور الأول مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة	الحاكمية المؤسسية	معامل ارتباط بيرسون
0.842	0.866	0.782	0.661	0.732	0.809	معامل ارتباط بيرسون
0.00	0.004	0.00	0.001	0.00	0.00	مستوى الدلالة

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (55)، أن قيم معاملات ارتباط بيرسون 0.809، 0.723، 0.661، 0.782، 0.866، 0.842 تدل على ارتباط قوي بين كل من مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة، والإفصاح والشفافية، وحقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم، وبين Tobin's Q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وعلى ارتباط قوي جداً بين كل من فاعلية الحاكمية المؤسسية، والتدقيق والرقابة الداخلية، و دور أصحاب المصالح على التوالي، وبين القيمة السوقية إلى الدفترية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

ويتبين أيضاً من الجدول أن مستويات الدلالة =0.00، 0.00، 0.001، 0.00، 0.004، 0.00 لكل من فاعلية الحاكمية المؤسسية والمحاور الخمسة، وحيث إن هذه القيم أصغر من القيمة المحددة في الفرضية أي 0.05، فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's Q للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وقد اتفقت هذه النتائج مع نتائج دراسات:

(Coleman & Biekpe, 2006); (Brown & Caylor, 2006); (African Economic Research Consortium, 2005); (International Atlantic Economic Conference, 2005); (Nandelstadth & Resenberg, 2003).

الفرضية السادسة:-

من أجل اختبار صحة الفرضية الصفرية القائلة بأنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية

عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance

Index) وتباين سعر السهم اليومي (Daily Stock Volatility) للشركات المدرجة في سوق

فلسطين للأوراق المالية "، تم استخدام معامل ارتباط بيرسون (Pearson) لمعرفة قوة الارتباط بين

جودة الحاكمية المؤسسية وتباين سعر السهم اليومي (Daily Stock Volatility) للشركات

المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، والنتائج كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول (56)

معامل ارتباط بيرسون بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وتباين سعر السهم اليومي

(Daily Stock Volatility) للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

المحور الخامس الرقابة والتدقيق والداخلية	المحور الرابع أصحاب المصالح	المحور الثالث المساهمين دور المصالح المعاملة العادلة بينهم	المحور الثاني الإفصاح والشفافية	المحور الأول مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة	الحاكمية المؤسسية	معامل ارتباط بيرسون
0.549	0.522	0.510	0.486	0.483	0.531	معامل ارتباط بيرسون
0.012	0.018	0.022	0.030	0.031	0.016	مستوى الدلالة

*دالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$)

يتبين من الجدول رقم (56)، أن قيم معاملات ارتباط بيرسون 0.531، 0.483، 0.486، 0.510، 0.522، 0.549 تدل على قوة ارتباط متوسطة بين كل من الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance Index) والمحاور الخمسة للحاكمة المؤسسية وبين تباين سعر السهم اليومي (Daily Stock Volatility)

ويتبين أيضا من الجدول أن مستويات الدلالة = 0.016، 0.030، 0.031، 0.022، 0.018، 0.012 لكل من فاعلية الحاكمية المؤسسية والمحاور الخمسة، وحيث إن هذه القيم أصغر من القيمة المحددة في الفرضية أي 0.05، فإننا نرفض صحة الفرضية الصفرية، ونقول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha=0.05$)، بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وتباين سعر السهم اليومي (Daily Stock Volatility) للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

وقد اتفقت نتائج هذه الدراسات مع نتائج دراسات:

(Zussman etal, 2006); (Berk & Kutan, 2005); (Eldor & Melnick, 2004); (Kabir etal, 2000); (Alesina & Perotti, 1996); (Melvin & Tar, 1996)

الفصل الخامس الاستنتاجات والتوصيات

1/5 الاستنتاجات

2/5 التوصيات

1/5 الاستنتاجات:

بعد العرض والتحليل والتقييم توصل الباحث إلى الإستنتاجات التالية:

أولاً: في العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعاقد على حق الملكية جاءت النتيجة متفقة مع دور الممارسة السليمة للحاكمية المؤسسية في تحسين أداء الشركة من خلال مساعدة مديري ومجلس إدارة الشركة على تطوير إستراتيجية سليمة تساعد على جذب الاستثمارات، وتحسين كفاءة أداء الشركة، والتخصيص الأفضل للموارد، وبالتالي خفض تكلفة التمويل، وزيادة الربحية التي تعظم العائد الذي يجنيه المستثمر.

ثانياً: في العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والعاقد على الاستثمار جاءت النتيجة متفقة مع دور الممارسة السليمة للحاكمية المؤسسية في مساعدة الشركات والاقتصاد بشكل عام على جذب الاستثمارات ودعم الأداء المالي، والقدرة على المنافسة في الأجل الطويل، وزيادة فرص الوصول لمصادر التمويل، والتخصيص الأفضل للموارد، وتعظيم العائد على الاستثمار نظراً لانخفاض حساسية التدفقات النقدية للأحداث السلبية في حال الممارسة السليمة للحاكمية المؤسسية.

ثالثاً: في العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وسعر السهم إلى ربحيته جاءت النتيجة متفقة مع دور الممارسة السليمة للحاكمية المؤسسية، في زيادة إمكانية الوصول لمصادر التمويل الخارجي، وبالتالي خفض تكلفة التمويل، ورفع قيمة الشركة، وميل المستثمرين لدفع أثمان أعلى لأسهم الشركات التي تمتاز بها الحاكمية المؤسسية بالفاعلية، لتوفيرها حماية للمساهمين، وشفافية في التقارير المالية، واستقلالية لمجلس الإدارة .

رابعاً: في العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية إلى الدفترية جاءت النتيجة متفقة ودور الممارسة السليمة للحاكمية في رفع القيمة السوقية للشركة ، فالممارسة السليمة للحاكمية المؤسسية تقود إلى شفافية أعلى في الممارسات المالية وغير المالية، وزيادة في الإفصاح، ليؤكد للمستثمرين أن مجلس الإدارة يعمل لصالح المساهمين ويقود بدوره إلى خفض حالة عدم التأكد الناجمة عن الفصل بين الملكية والإدارة، ويعظم حجم القيمة التي يخلقها المشروع للمساهمين، ويحفز المستثمر على دفع قيمة أعلى لسهم الشركة التي تمارس حاكمية مؤسسية أفضل.

خامساً: في العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية و Tobin's q جاءت النتيجة متفقة مع دور الممارسة السليمة للحاكمية المؤسسية في رفع القيمة السوقية للأصول، وإذا ما كانت قيمة Tobin's q أكبر من واحد فان ذلك يعني أن القيمة السوقية للمشروع أكبر من القيمة الدفترية لأصول الشركة وهذا يعني أن القيمة السوقية تعكس بعض أصول الشركة غير المسجلة مما يشجع المستثمرين على الاستثمار بشكل أكبر لأن هذه الاستثمارات ذات قيمة سوقية أكبر من السعر الذي تم دفعه ثمناً لها. وهذا يدل على أن المشروع ناجح في قراراته الاستثمارية، أي أنه يستثمر في مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة.

سادساً: في العلاقة بين فاعلية الحاكمية المؤسسية وتباين سعر السهم اليومي جاءت النتيجة مختلفة مع حقيقة أن الشركات الأكثر جودة في ممارسة الحاكمية المؤسسية أكثر قدرة على التحوط، كما أن الممارسة السليمة للحاكمية المؤسسية تحد من حساسية صافي التدفقات النقدية للأحداث السلبية التي تزيد من ثقة المستثمر في السوق، وبالتالي التقليل من تباين أسعار الأسهم. إلا أن النتيجة العكسية يمكن أن تفسر في أن المخاطر السياسية والاقتصادية التي تعيشها الأراضي الفلسطينية لها الأثر الأكبر في تحديد درجة تباين العائد الذي يعزز حالة الترابط العضوي بين حالة عدم الاستقرار السياسي، والتذبذب في أسعار الأسهم.

2/5 التوصيات

تبين من نتائج الدراسة أن الحاكمية المؤسسية وسيلة تمكن المجتمع من التأكد من حسن إدارة الشركة المساهمة بطريقة تحمي أموال المستثمرين وتساعد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وهي ليس مجرد وسيلة للبقاء وإنما إستراتيجية للازدهار و تحدد بدرجة كبيرة مصير الشركات والاقتصاديات من خلال الأثر المحتمل للحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المساهمة ودورها في خفض تكلفة الوكالة، ووفرة المعلومات، واتساقها بين المالكين والإدارة، لذا توصي الدراسة على ضوء هذه النتائج ما يلي:

1. يوصي الباحث سوق رأس المال بضرورة التنسيق مع سوق فلسطين للأوراق المالية، والجامعات الفلسطينية، والخبراء من أجل إصدار دليل للحاكمية المؤسسية لجميع الشركات المساهمة العامة والخاصة الفلسطينية .

2. يوصي الباحث قيام هيئة حكومية للإشراف على تطبيق الحاكمية المؤسسية في فلسطين.
3. يوصي الباحث سلطة النقد الفلسطينية إصدار تعليمات لجميع المصارف العاملة في فلسطين بأن تتضمن تقاريرها ربع السنوية ونصف السنوية والسنوية تقريراً عن الحاكمية المؤسسية من أجل دخول أسواق المال العالمية وتحقيق الميزة التنافسية.
4. يوصي الباحث مجالس إدارة الشركات الفلسطينية الاهتمام بعمل برامج تدريبية تعزز ثقافة ممارسة الحاكمية المؤسسية.
5. يوصي الباحث المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية الاعتماد على المؤشر الذي توصل إليه الباحث لقياس مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية في الشركات لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
6. يوصي الباحث الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية العمل على تحسين مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية وخاصة مبدأ الإفصاح والشفافية وذلك من خلال مساعدة المديرين ومجالس إدارة الشركات على تطوير إستراتيجية سليمة لحاكمية مؤسسية تساعد على تحسين كفاءة أداء الشركة ، والتخصيص الأفضل للموارد ، وخفض كلفة التمويل ، وتعظيم حجم العائد الذي يجنيه المستثمر لتعزيز ثقة المستثمر في سوق فلسطين للأوراق المالية .

7. يوصي الباحث الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية العمل على رفع مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية للحد من درجة المخاطرة في السوق، وتخفيف الأثر السلبي لحالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي والتي تحد من رغبة المستثمر في الإستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية .

8. يوصي الباحث الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية العمل على رفع مستوى فاعلية الحاكمية المؤسسية لتعكس الأسهم قيمتها العادلة (Fair Value) لحفز المستثمرين على الإستثمار في سوق يعاني من حالة عدم التأكد (ارتفاع درجة المخاطرة) .

9. يوصي الباحث الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية العمل على رفع مستوى ممارسة الحاكمية المؤسسية لتشجيع المستثمرين على تخفيض معدل العائد المطلوب والذي يساعد في رفع قيمة الشركات التي توفر الحماية للمساهمين، والشفافية في التقارير المالية، والاستقلالية لمجالس الإدارة .

10. يوصي الباحث المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية الاعتماد على مستوى ممارسة الشركات المدرجة في السوق لمبدأ الإفصاح والشفافية في قراراتهم الإستثمارية لأنها أحد أكثر مبادئ الحاكمية المؤسسية أثراً على الأداء المالي والذي يهدف المستثمرون لتعظيمه .

11. يوصي الباحث العمل على إجراء الدراسات والأبحاث الخاصة بالحاكمة المؤسسية بشكل عام والعلاقة بين الممارسة السليمة للحاكمة المؤسسية والفضل المالي للمشروعات.

قائمة المراجع

1/6 المراجع العربية

2/6 المراجع الأجنبية

1. اتحاد المصارف العربية (2003). الحكم المؤسسي في القطاع المصرفي العربي ومتطلبات تطوير ممارساته وفق المعايير الدولية: بيروت.
2. أبو زر، عفاف. (2006). استراتيجية مقترحة لتحسين فاعلية الحاكمية المؤسسية في القطاع المصرفي الأردني، أطروحة دكتوراة غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا: عمان
3. بن جمعة، فهد (2006). المضاربون سيعطلون تنفيذ اصلاحات حوكمة الشركات. Available:<http://www.alarabia.net/articlep.aspx?p=26088>
4. الجذيري، خيرى علي. (1997). التحكم في المنشأة من منظور نظرية الوكالة المالية: توصيف المشكلة في المنشأة المصرية ومناقشة التراث العلمي: مجلة آفاق جديدة، جامعة المنوفية، العدد الرابع، ص ص 11-87.
5. حسين، صالح (2003). ممارسة وإدارة السلطة في منظمات الأعمال: التطورات العالمية والوضع القائم في مملكة البحرين. البحرين: المؤلف.
6. حسين، صالح (2005). أساليب الممارسة وإدارة السلطة في الشركات قضايا عامة. بيروت: إتحاد المصارف العربية.
7. درويش، عبد الناصر محمد سعيد، (2003). دور الإفصاح المحاسبي في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات، دراسة تحليلية ميدانية: مجلة الدراسات المالية والتجارية، جامعة القاهرة، العدد الثاني، ص ص 419-471.
8. دهمش، نعيم أبوزر، عفاف (2003). تحسين وتطوير الحاكمية المؤسسية في البنوك. مجلة البنوك في الأردن، المجلد الثالث والعشرين، ص ص 27-30.

9. رشيمي، جواد، (2004). الفساد المؤسسي: هل يصبح وسيلة لتحقيق الحوكمة في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا؟ **الإصلاح الاقتصادي**، العدد العاشر، ص ص 15 - 19.
10. السعيدى، ناصر، (2004). تعبئة القطاع العام العربي من أجل حوكمة الشركات، **الإصلاح الاقتصادي**، المجلد 10، ص ص 2 - 5.
11. سليمان، محمد مصطفى (2006). **حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري (دراسة تطبيقية)**. جمهورية مصر العربية: الدار الجامعية.
12. شوقي، حامد، (2002). **حوكمة الشركات سهلة المنال بالنسبة للأسواق المقدمة صعبة المنال بالنسبة للأسواق الناشئة**. القاهرة: مركز المشروعات الدولية الخاصة.
13. عورتاني، هشام، (2003). **دليل منهجية الإدارة في المنشآت التجارية المعاصرة**، نابلس: مركز تطوير القطاع الخاص.
14. مركز المشروعات الدولية الخاصة (2005) (أ). **تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة**. جمهورية مصر العربية: القاهرة.
15. مركز المشروعات الدولية الخاصة (2005) (ب). **حوكمة الشركات سبيل التقدم**. جمهورية مصر العربية: القاهرة.
16. مركز المشروعات الدولية الخاصة (2004) (ب). **حوكمة الشركات سبيل التقدم مع القاء الضوء على التجربة المصرية**. جمهورية مصر العربية: القاهرة.
17. مركز المشروعات الدولية الخاصة (2005) (ج). **الشفافية والمساءلة رفاهية أم ضرورة؟**. جمهورية مصر العربية: القاهرة.
18. مركز المشروعات الدولية الخاصة (2003) (د). **حوكمة الشركات في روسيا، من الذي سيدفع وكم سيدفع**. الولايات المتحدة: نيويورك.

19. مركز المشروعات الدولية الخاصة (2005) (د). قواعد حوكمة الشركات المصرية. القاهرة، مركز المشروعات الدولية الخاصة.
20. مركز المشروعات الدولية الخاصة (2005) (هـ). حوكمة الشركات في المغرب، واشنطن: مركز المشروعات الدولية الخاصة.
21. مركز المشروعات الدولية الخاص، (2005)، (و). أوضاع حوكمة الشركات في فلسطين، القاهرة: مركز المشروعات الدولية الخاصة.
22. مطر، محمد. (2003). دور الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في تعزيز وتفعيل التحكم المؤسسي. "بحث مقدم في المؤتمر العلمي المهني الخامس، جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، عمان (23-24) أيلول 2003".
23. المطري، عبيد بن سعد. (2003). تطبيق الإجراءات الحاكمة للشركات في المملكة العربية السعودية. *المجلة العربية للعلوم الإدارية*. 10، 281-305.
24. منظمة الشفافية العالمية (2005). الفساد لا يزال مستمراً في 70 دولة، برلين: منظمة الشفافية العالمية.
25. الهنيبي، ايمان. (2004). تطوير نظام الحوكمة المؤسسية في الشركات المساهمة العامة الأردنية لتعزيز استقلالية مدقق الحساب القانوني، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، عمان.
26. اليافي، موفق، (2003). السمات الرئيسية التي تحكم مهنة المحاسبة القوانين في لبنان، بيروت. مركز المشروعات الدولية الخاصة.
27. يوسف أحمد طارق. (2003) حوكمة الشركات. *مجلة المحاسب، جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية، العدد 20، ص ص 11-14*.

ثانياً: القوانين و الأنظمة

- قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964.
- قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004.
- نظام الإفصاح المقر في التاسع من أيار لسنة 2005.
- نظام الإدراج المقر في التاسع من أيار لسنة 2005.
- ثالثاً: التقارير السنوية للعام 2005 و 2006 للشركات المدرجة في العينة .

1. African Economic Research Consortium (2005). **Corporate Governance Mechanism and Firm Financial Performance in Nigeria**. Nairobi: AERC.
2. Aggarwal, R. and Williamson, G. (2006). Did New Regulations Target the Relevant Corporate Governance Attributes. Available: <http://ssrncom./abstract=859264>.
3. Alesina,A. and Perotti, R. (1996). Income Distribution , Political Instability and Investment .**European Economics Review**, 40,1203-1228.
4. Anand, A., Milne, F. and Purda, L. (2005). **Voluntary Vs. Mandatory Corporate Governance Regulation: Theory and Evidence..** Available <http://www.Law.harverd.edu>.
5. Ashbough, H. Lafond, R. and Mayhew, B. (2003). Do Non- Audit Services Compromise Auditor Independence? Further Evidence. **Accounting Review**. 78, 611-639.
6. Asian Development Bank Institute (2004). **Corporate Governance in Asia: Recent Evidence From Indonesia, Korea, Malaysia, and Thailand**: ADBA.
7. Bae, K, H, Chan, K, and Ng, A. (2004) Invisibility and Return Volatility, **Journal of Financial Economics**, 71, 239 – 263.
8. Baek , J . Kang, J. and Park, K. (2004). Corporate Governance and Firm value: Evidence from the Korea Financial Crisis. **Journal of Financial Economics**. 71, 265- 313.
9. Bae,k. , Lim, C and Wei, K. (2003). Corporate Governance and Conditional Skewness In The World Stock Markets. **Working Paper, Korea University**.

10. Bai, C, Liu, Q. and Zhang, j. (2004). Corporate Governance and Market Valuation in China, **Journal of Comparative Economics**. 32, 519 – 616.
11. Baltic International Centre for Economic Policy Studies (2005). **Corporate Governance, Ownership Dynamics and Firm Performance in the Central and Eastern European Countries**. BICEPS.
12. Berenson, M. L. Levine. D. M. and Krehiel , T . C. (2004). **Basic Business Statistics**. Pearson Education: Prentice.
13. Berk, H. and Kutan A. (2002). Middle East Peace Process , violence and Stock Market Development. Available at <http://www.siue.edu/Business/econfin/papers>.
14. Berle, A.A. and G. C. Means (1932). **The Modern corporation and private property**. New York: Macmillan.
15. Bhagat S. and Black, B. (2002). The Non-Correlation between Independent and Long term Firm Performance. **Journal of Corporation Law**, 27,231-273.
16. Bhagat, S and Denis, D. J. (2004). Internal Capital Markets and Investment Policy: Evidence From Corporate Spain Offs. **Journal of Financial Economics**. 71, 489-516.
17. Black, B. Jang, H. and kim, W. (2003). Does Corporate Governance Affect Firm Value? **Working paper 327. Stanford Law School**.
18. Brown, D. and Caylor, L. (2004). Corporate Governance and Firm Performance, "presented at 15th Conference of Financial Economic and Accounting, University of Missouri" Available <http://www.Selene.Vab.es/dep-economic-empresq./Journdas>.
19. Brown, D. and Caylor, L. (2006). Corporate Governance and Firm Valuation. **Journal of accounting and Public Policy**. 25, (July-August), 409- 434.

20. Cadbury Commission (1992). Report of Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. available from <http://www.worldbank.org/html/fpoI/privatesector/cg/codes.htm>
21. Cadbury, S.A. (1992) Report of Committees. **The Committee on Financial Aspects of Corporate Governance** London: Gee.
22. Center for Financial Stability (2005). **Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividends Policies in Argentina**: CFS.
23. Chance, D. M. (2004). **An Introduction to Derivatives and Risk Management**. Louisiana: Thomson
24. CIPE, (2003). **Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies**. Cairo: CIPE.
25. CIPE, (2005). Regional Corporate Governance Forum Report , **Regional Corporate Governance forum – Private sector consultative Meeting** , Amman , 25 January
26. Clude, B., and Esteban, K. (2005). **The Impact of Terrorism across Industries: An Empirical Study**. The Maurice Falk Institute For Economic Research In Israel (Hebrew University), Jerusalem.
27. Coleman, A. and Biekpe, N , (2006). The Relationship Between Board Size Composition , CEO Duality and Firm Performance . **Journal of corporate governance** .6, 909-623.
28. Coles, J.L. m Lemmon, M.L. and Mescke, J.F. (2003). **Structural Models and Endogeneity in Corporate Finance**. Unpublished Working paper. Arizona State University.
29. Demirag, I., Sudi, and Mik, W. (2000). Corporate Governance: Overview and Research Agenda. **British Accounting Review**. 32, 341-354.

30. Drobetz, W. (2004). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance. **Quarterly Journal of Economics**. 118, 107 – 155.
31. Drobetz, W. (2003). **Corporate Governance – Legal Fiction or Economic Reality?** Working Paper No 1 / 0.03 / University of Basel.
32. Drobetz, W. Schillhofer, A. and Zimmermann, H. (2003). **Corporate Governance and Expected Returns: the Case of Germany**, working paper, University of Basel.
33. Durnev, A. and Kim, H. (2005) To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. **The Journal of Finance**. 60, 1461-1493.
34. Eldor, R. and Melnick, R. (2006). Small Investment and Large Returns : Terrorism, Media and The Economy. <http://ssrn.com/abstract=955623>.
35. Elnaggar, H.I.(2006). **Third Regional International Conference – International Institute of Administrative Science, Monterrey, Mexico(16-20) July 2006**.
36. Eric, B. and Ross, s. (1981) Tobin's Q ratio and Industrial Organization. **Journal of Business**. 54, 1-32.
37. Fama, E. F. (1980). Agency problem and the Theory of The Firm. **Journal of Political Economy**. 88, 288-307.
38. Felton, R. (1996). Putting Value On Board Governance; **Mickinsey Quarterly**,1996.
39. Forster, R. and Huen, C. (2004). Does Corporate governance Matter to Canadian Investor? **Canadian Investment Review** (fall): 19 – 25.
40. Fosberg, R. (1989). Outside Directors and Managerial Monitoring. **Akron Business Economic Review**, 20, 24-32.
41. Fox, B.M. and Heller, M. A (2006) **Corporate Governance Lessons From Transition Economy Reforms**. Princeton: Princeton University Press.

42. Reilly, K. and Brown, C. (2003). **Investment Analysis and Portfolio management**. USA: Thomson-South western.
43. Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly journal of Economic**, 118, 107-155.
44. Gopalsamy, N (1998). **Corporate Governance Principles**. Japan: Tokyo.
45. Greenburg, S., R (1995) **Directors Remuneration: Report of Study Group**, London: Gee.
46. Greenbury, S. (1995). **Director's Remuneration**. London: Gee Publishing Ltd.
47. Guenster, N. and Bauer, R. (2003) Good Corporate Governance Pays off ! . **Journal of Financial Quantitative Analysis**. 38, 1-27.
48. Guidolin , M. and Ferrara, E. (2005). The Economic Effects of Violent Conflict: Evidence From Asset Market Reactions. Available: <http://ssrn.com/abstract=825889> .
49. Guidolin , M. and Ferrara, E. (2005). The Economic Effects of Violent Conflict: Evidence From Asset Market Reactions. Available: <http://ssrn.com/abstract=825889>
50. Hampel Report: (1998) **Committee in Corporate Governance: Final Report**, London: Gee.
51. Hampel, S. (1995). **Committee on Corporate Governance, Final Report**. London: Gee Publishing Ltd.
52. Higgs, D. (2003). **Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Directors**, Department of Trade and Industry: UK-London.
53. Himmelberg, P., Hubbard, R. and Palia, D. (1999). Understanding the determinants of Managerial ownership and link between ownership and Performance. **Journal of Financial Economics**, 53, 353-383

54. Institutional Shareholders Services (2005). **An Overview of the ISS CGQ methodology changes**. New York. ISS.
55. Inter – American Development Bank (2005). **Corporate Governance and value in Brazil and Chile**, Washington: IADB.
56. International Atlantic Economic conference. (2005). **Corporate Governance and Firm Financial Performance of Companies in Poland**. Warsaw: IAEC.
57. International Organization for Securities Commission (2002) IOSCO Recommends OECD Principles of corporate Governance for Emerging Market, Available: <http://www.oecd.org>
58. ISS, (2005). **Better Corporate Governance and Lower Risk**. Rockville: ISS.
59. Jay ,W. and Levin, G. (2005). **Does corporate Governance Matter to Investment Return?** Corporate Accountability Report,3, No7,Sep.23.
60. Jensen, M.C. and W. Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership structure. **Journal of Financial Economics**. 3, 305-360.
61. Jinarat, V. (2003). The Impact of Good Governance on Organization Performance After The Asian Crisis in Thailand. **Asia pacific Business Review**. 10, 21-42.
62. Johnson, S. Boon, P. Breach, A. and Friedman, E. (2000). Corporate Overniece in the Financial Crisis. **Journal of Finical Economics** 58,141-186.
63. Kabir, R. (2000). The Price and Volatility Effect of Stock Option Introductions: Are Examination. **Research In Banking and Finance**, 1 , 261-279.
64. Kalpper, L.F, and Love, I, (2003). Corporative Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. **Journal of Corporative Finance**. 195, 1- 26.

65. Klein, S. (1998). Firm performance and Board Committee Structure, **Journal of Economics**, 41, 275-303
66. La Porta, R. , Lopez-de Silanes, F. , Shleifer, A. and Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. **The Journal of Finance**, 57, 1147-1170.
67. La porta, R., Lopez-de Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (1998) Low and Finance. **Journal of Political Economy**. 106, 1113-1155.
68. Larker D., Richardson, S. and Tuna, A. (2005) How Important is Corporate Governance (2005). Available at <http://ssrn.com>.
69. Larker, D., Richardson, S. and Tuna, I. (2005). Ratings Add Fire To The Governance Debate. **Canadian Investment Review**, Fall 2005, 1-25
70. Lee. K. (2002). Linking Corporate Governance to Firm Behavior and Performance: The Case of Korean. **Managerial Finance**. 28, 19-34.
71. Lei, L . and Teen, M. (2005). The Determinants of Corporate Governance and Linkage Between Corporate Governance and Performance: Evidence from the U.K. Available <http://www.niagare.edu/Ciaer/2005/documents>.
72. Lel, U. (2003). Currency Hedging Corporate Governance and Financial Markets Development Available: <http://www.gcgf.org/ifcext/cgf>.
73. Lemmon, M.L, and Lins, K.V. (2003). Ownership Structure, Corporate Governance and firm Value. Evidence from the Asian Financial Crisis. **Journal of finance**, 58 1445 – 1468.
74. Mathiesen, H. (2003) Managerial Ownership and Financial Performance, Unpublished doctoral dissertations, Copenhagen Business School, Available: <http://www.encycogov.com>
75. Maureen, N. (2004) Corporate Governance and Client Investing. **Journal of accountancy**. 197m 120-150.

76. Melvin, M. and Tan, K. (1996). **Foreign Exchange Market Bid-Ask Spread. And The Market Price of Social Unrest.** Oxford Economic Papers. 48, 329-341.
77. Mickinsey and Company (2002). **Global Investor Opinion Survey: key Findings:** Mickinsey and Company.
78. Mitchell, L.E, Cunningham, L.D. and Solomon, L.D (1996). **Corporate Finance and Governance.** Caroling: Academic Press.
79. Miyajima, H., Y. Omi and N. Saito (2003). Corporate Governance and Performance in Twentieth Century. **Japan. Business and Economic History** .1, 1-36.
80. Monks, R. and Minow. L. (2001). **Corporate Governance.** Massachusetts: Blackwell Business.
81. Mork , R, Yeung, B , and Yu , W. (2000), The Information Content of Stock Markets why do Emerging Markets Have Synchronous Pries Movement ? **Journal of Financial Economics** 58, 369 – 396.
82. Musa, T, (2005). **Corporate Governance in Arab Banks,** Beirut, UAB.
83. Nandelstadh, V. and Rosenberg, A. (2003). **Corporate Governance Mechanisms and Firm Financial Performance: Evidence From Finland.** Working paper, Swedish School of Economic and Business Administration ..
84. Nishat, M. and Shaheen, R. (2005). Corporate Governance and Firm Performance. An Exploratory Analysis. **The Bangladesh Development Studies.** 28, 55-64.
85. OECD (1999). Principles of Corporate Governance Available: <http://www.oecd.org>
86. Ontario Teachers Pension (2003). **Good Governance is Good Business.** Ottawa: OTP.

87. Park, S. (2004). **Assessing the Impact of Corporate Governance on Productivity and Growth in Korea**. Tokyo: Asian Productivity Organization.
88. Perotti, E. and Oigen P. (2001). Privatization , Political Risk and Stock Market Development in Emerging Markets. **Journal of International Money and Finance**, 20,43-69.
89. Rajan, G. and Zingales, L. (2003). The Politics of Financial Development in 20th Century. **Journal of Financial Economics**, 69, 5-50.
90. Rebeiz, S. and Salameh, Z. (2006). Relationship Between Governance Structure and Financial Performance In Construction. **Journal Management in Engineering**.22, 20-26.
91. Reed, D. (2003). Corporate Governance Reform on Developing Countries. **Journal of Business Ethics**. 37, 223-247.
92. Romney, M.B. And Seinbart, J.P. (2003). **Accounting Information System**. Prentice Hall. Ninth Edition.
93. Rutteman, P. (1993) **Corporate Governance and the Auditors**, Oxford: Clare don Press.
94. Saidi, N. (2005). Corporate Governance in The Arab Countries : Role of the Banking System in Ensuring Transparency and Disclosure " **Forum on Corporate Governance in Banks and Financial Institutions** , Muscat , January ,2005.
95. Sarbanes, P. and Oxley, M. (2002) The Sarbanes-Oxley Act. Available :<http://www.riahome.com/newlaw/fulltext.pdf>.
96. Shaheen, R. and Nishat, M. (2005). Corporate Governance and Firm Performance: An Exploratory Analysis. **Journal corporate ownership and control**. 4, winter 2006 – 2007.
97. Shapiro, A.C. (1990). **Modern Corporate Finance**. New-York: Macmillan Publishing Company.

98. Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). A survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**. 52, 737-783.
99. Silvia, M. and Amaro, L. (2005). **Framework for Assessing the Quality of Bank Management and Governance**. Central Bank at Brazil.
100. Tirole, J. (2005). Corporate Governance and Firm Performance, **Corporate Governance**. 69, 120-135.
101. Toledo, E. (2006). Quality of governance and Firm Performance: Evidence From Spain. " **Aurum 2006 conference, Oslo** (16) may 2006."
102. Union Arab Bank (2005). **Strengthens Corporate Governance in Arab Banks**, Beirut, UAB.
103. university of Technology Sydney (2003) **Corporate Governance**. Australia: Sydney.
104. William, (1978), **The Modern Corporate**, New York: Macmillan.
105. Williamson, Q (1999). **The Mechanism of Corporate Governance**. Oxford University Press.
106. Winkler, A. (1998) **Financial Development, Economic Growth and Corporate Governance**. Frankfurt: Goethe University
107. Wolfgang, D. (2003). **Corporate Governance - Legal Fiction on Economic Reality?** University of Basel, working paper no. 1/03.
108. World Bank, (2005). Jordan Corporate Governance Assessment **World Bank ROSC Experience in MENA and the World**. Amman, (14 February 2005)."
109. Yau, F. (2003). Corporate Governance and Performance: An analysis of listed Companies in China, **Unpublished Dissertation. PhD in Business and information systems**, Honk Kong, Polytechnic University: China\

110. Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with Small Board of Directors. **Journal of Financial Economics**,40,185-211.
111. Zhou, L. (2006). **Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence From Hong Kong Market** Available: <http://ssrn.com/abstract=680221>.
112. Zussman, A, Zussman, N. and Nielsen, M. (2006). Asset Market Perspectives on The Israeli-Palestinian Conflict. **Economica**, 2, 1-32/

الملاحق.

1/7 الاستبانة.

2/7 قائمة الشركات المدرجة في العينة.

1/7 الاستبانة.
بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة عمان العربية للدراسات العليا
كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا
قسم التمويل

السادة شركة المحترم .

تحية طيبة و بعد

انطلاقاً من الدور التنموي للجامعات في خدمة المجتمع المحلي، أقوم بكتابة أطروحتي لنيل درجة الدكتوراه في موضوع يكتسب أهمية على المستوى الدولي في ظل العولمة وانفتاح الأسواق ، وقد اخترت موضوعاً تحت عنوان:

"أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة

في سوق فلسطين للأوراق المالية"

كلي أمل بالتكرم بتعبئة الاستمارة المرفقة وإعطائها أهمية خاصة لما له من تأثير في نتيجة البحث العلمي و خدمة الاقتصاد الفلسطيني و تشجيع الاستثمار في السوق المالي ، مع الأخذ بعين الاعتبار إن إجاباتكم ستعالج بسرية تامة ولخدمة أغراض البحث العلمي.

شاكرًا لكم تعاونكم

و تقبلوا الاحترام

الباحث

عدنان عبد المجيد قباجة

برنامج دكتوراه التمويل

aqubbaja@yahoo.com

القسم الأول : معلومات عامة

يرجى الإجابة عن الأسئلة التالية والتي تتضمن معلومات عامة تتعلق بالمستجيب

1- الجنس

أ- ذكر	ب- أنثى
--------	---------

2- العمر

	أ- أقل من 25 سنة
	ب- من 25 سنة إلى أقل من 35 سنة
	ج- من 35 سنة إلى أقل من 45 سنة
	د- 45 سنة فأكثر

3- المنصب الوظيفي

مراقب خارجي	مدير التدقيق الداخلي	المدير التنفيذي العام	عضو في مجلس الإدارة

• هل تملك ما نسبته 10% فأكثر من رأس مال الشركة؟

نعم	لا

4- المؤهل العلمي:

أ- الثانوية العامة

ب- دبلوم (كلية مجتمع)

ج- بكالوريوس

د- دراسات عليا

هـ- غير ذلك ، يرجى تحديده

5- التخصص العلمي:

أ- إدارة مالية

ب- محاسبة

ج- إدارة أعمال

د- اقتصاد

هـ- غير ذلك، يرجى تحديده

6- الخبرة العملية :

أ- أقل من 5 سنوات

ب- من 5 سنوات وأقل من 10

ج- من 10 سنوات وأقل من 15

د- من 15 سنة واقل من 20

هـ- من 20 سنة فأكثر

7- هل سبق أن شاركت في دورات أو مؤتمرات أو منتديات أو حلقات نقاش بخصوص :

أ- مهام ومسؤوليات مجالس الإدارة	نعم	لا
ب- الإفصاح والشفافية	نعم	لا
ت- أصحاب المصالح المرتبطين بالشركة	نعم	لا
ث- حقوق المساهمين والمساواة بينهم	نعم	لا
ج- التدقيق والرقابة الداخلية	نعم	لا

القسم الثاني:

فيما يلي مجموعة من العبارات خاصة بمبادئ الحاكمية المؤسسية، يرجى التكرم باختيار الإجابة المناسبة بعد قراءة العبارات الآتية :

المحور الأول: مسؤوليات ومهام مجلس الإدارة

الرقم	موافق بشدة	موافق	محايد	معارض	معارض بشدة
1					
2					
3					
4					
5					
6					
7					
8					
9					

					يتأكد مجلس الإدارة من فاعلية ممارسات الحاكمية المؤسسية.	10
					يقوم مجلس الإدارة بتقييم أدائه على أسس منتظمة وبإحداث التغييرات عند الحاجة.	11
					يشجع مجلس الإدارة ثقافة الحوار والنقد ووجهات النظر المختلفة في غرفة الاجتماعات.	12
					لتعزيز فاعلية مجلس الإدارة يتم منح المدراء المستقلين مكافآت ترتبط بانجازاتهم.	13
					تشمل مسؤوليات مجلس الإدارة الإشراف على سياسات إدارة المخاطر.	14
					يتم الحصول على موافقة المساهمين لتغيير عدد أعضاء مجلس الإدارة.	15

المحور الثاني : الإفصاح و الشفافية

معارض بشدة	معارض	محايد	موافق	موافق بشدة	الرقم
					1 تفصح الشركة عن قيام أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين ببيع أو شراء أسهم شركتهم .
					2 تقوم الشركة بنشر تقارير مرحلية.
					3 يشمل الإفصاح أي تغيير هام حول الأصول والالتزامات.
					4 يشمل الإفصاح المعلومات الهامة بشأن عوامل المخاطر المتوقع حدوثها وسياسة إدارتها.
					5 تفصح الشركة عن التغييرات الجوهرية في الملكية.
					6 التقارير المالية وغير المالية متوفرة مجاناً للمستثمرين.

				يستطيع حملة الأسهم طلب معلومات إضافية عن الشركة زيادة على المعلومات المتاحة بشكل عام.	7
				يشمل الإفصاح على المعلومات الهامة بخصوص مواضيع تتعلق بالموظفين.	8
				يتم الإفصاح عن الموضوعات التي تتعلق بأصحاب المصالح مثل الدائنين والمستهلكين والمجتمع المحلي في التقرير السنوي.	9
				توجد للشركة صفحة الكترونية بالعربية وتحديث بشكل دائم بما لا يزيد عن يوم عمل.	10
				توجد للشركة صفحة الكترونية بالانجليزية وتحديث بشكل دائم بما لا يزيد عن يوم عمل .	11
				يملك حملة الأسهم إمكانية الوصول لمعلومات تتعلق بالملكيات الكبيرة للأسهم وحق التصويت.	12
				تفصح الشركة عن العائد على حق الملكية المنشود لثلاث أو خمس سنوات قادمة .	13
				يتم إيصال المعلومات المتعلقة بالقرارات المتخذة من قبل المدراء للمساهمين ولأصحاب المصالح في الوقت المناسب.	14
				يشمل الإفصاح سياسة المكافآت والتعويضات لأعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين.	15

المحور الثالث: حقوق المساهمين والمعاملة العادلة بينهم

معارض بشدة	معارض	محايد	موافق	موافق بشدة	الرقم
					1 يستطيع حملة الأسهم الحصول على معلومات ذات علاقة وبوقت مناسب وبدون تكاليف.
					2 يتمكن صغار المساهمين من اختيار أعضاء مجلس الإدارة من خلال تصويتهم بالتجميع.
					3 تقوم الشركة بمنح أعضاء مجلس الإدارة أو المدراء مصادقة للاتجار الذاتي بالأسهم.
					4 يملك حملة الأسهم حق تعيين وعزل المدراء والمدققين.
					5 يملك حملة الأسهم حق التصويت على عمليات الشركة الرئيسية مثل الاندماج والاستيلاء والسيطرة وتغيير عمل الشركة وأهدافها.
					6 يملك حملة الأسهم حق وضع بنود جدول أعمال الاجتماع العام وإلغاء قرارات مجلس الإدارة.
					7 يتم معاملة حملة الأسهم من نفس الفئة بصورة متساوية خلال الاجتماعات العامة .
					8 يمكن للمساهم أن يوكل شخص آخر للاشتراك في اجتماعات الهيئة العامة.
					9 يسمح للمساهم التصويت بالبريد الإلكتروني أو الفاكس.
					10 يزود المساهمين بمعلومات دقيقة حول أجندة اجتماع الهيئة العامة ويعطى الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع.
					11 للمساهمين الأولوية في امتلاك الأسهم المصدرة للحفاظ على نسبتهم في الملكية .
					12 يمكن لصغار المساهمين الذين يملكون مستوى معين من عدد الأسهم أن يرشحوا أعضاء مجلس الإدارة في اجتماع الهيئة العامة.

					يمكن للمرشح لعضوية مجلس الإدارة من قبل إدارة الشركة أن يفشل في انتخابات الهيئة العامة .	13
					ينبغي على المساهمين في حال تضارب المصالح بينهم الإفصاح عن هذا التضارب في حال اللجوء للتصويت التجميعي.	14
					يوجد صعوبة في معرفة حجم امتلاك كبار المساهمين من أسهم الشركة.	15

المحور الرابع : دور أصحاب المصالح (العاملون ، الموردون ، الجهات الرسمية ، الزبائن)

معارض بشدة	معارض	محايد	موافق	موافق بشدة	الرقم	
					توجد قدرة لأصحاب المصالح بما في ذلك الموظفين والجهات التي تمثلهم إيصال اهتماماتهم حول الممارسات غير القانونية أو غير الأخلاقية إلى مجلس الإدارة بحرية	1
					تتوزع المسؤوليات بين الجهات المسؤولة المختلفة في الشركة بوضوح لخدمة أصحاب المصالح	2
					لدى أصحاب المصالح حرية الحصول على معلومات هامة وملائمة، وذات علاقة وكافية وموثوق بها على أسس منتظمة (دورية) وفي الوقت المناسب.	3
					يتم إعلام أصحاب المصالح بشكل كاف بحقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالشركة.	4
					تقوم الإدارة العليا وأعضاء مجلس الإدارة بالكشف عن تجارتهم في الأسهم لأصحاب المصالح.	5
					يتم تدريب المدراء بشكل كاف للتعامل مع أصحاب المصالح.	6
					زيادة دور العاملين في قرارات الشركة يؤدي لزيادة الإنتاجية وبالتالي إرباح الشركة .	7

					تستفيد الشركة من نصائح البنوك حول إستراتيجية العمل والإستراتيجية المالية.	8
					يتم بناء علاقة طويلة الأجل مع البنك المقرض للشركة لتسهيل الوصول للائتمان وتخفيض أزمات السيولة الطارئة.	9
					يقع على عاتق الشركة مسؤوليات تتعلق بالمحافظة على البيئة والسلامة العامة.	10
					تقوم الشركة بمساعدة أصحاب المصالح في تقييم أداء الشركة.	11
					تقدم الشركة خدمات التأمين للعاملين.	12
					يوجد مجلس مشترك أو لجنة من العاملين والإدارة داخل الشركة.	13
					تقدم الشركة خدمات التقاعد للعاملين.	14
					يقع على عاتق الشركة التزامات اتجاه المجتمع المحلي.	15

المحور الخامس: التدقيق و الرقابة الداخلية

معارض بشدة	معارض	محايد	موافق	موافق بشدة	الرقم
					1 تتبنى الشركة تغيير المدقق الخارجي كل عدد معين من السنوات.
					2 المدققون الخارجيون مسؤولين وعرضه للمساءلة من قبل المساهمين.
					3 تتمتع لجنة التدقيق الداخلي بالاستقلال عن الإدارة.
					4 تقوم لجنة التدقيق الداخلي بتقييم المخاطر الحالية و المتوقعة المصاحبة لعمل الشركة .

					يقوم المدققون بإبلاغ السلطات و/ أو المساهمين عن أي نشاط غير قانوني و احتيال أو سوء استخدام أعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا لصلاحياتهم.	5
					تقوم لجنة التدقيق الداخلي بتطوير السياسات المتعلقة بالخدمات الاستشارية التي يقدمها المدقق الخارجي و تخصص المبالغ لذلك.	6
					تقوم لجنة التدقيق الداخلي بمراجعة نظام الرقابة الداخلية مع المدقق الخارجي لمعرفة مدى دقته ومناسبته .	7
					تقوم لجنة التدقيق الداخلي بمناقشة القوائم المالية مع الإدارة.	8
					هناك قنوات اتصال فعالة مع أعضاء مجلس الإدارة والمدقق الخارجي والموظفين الماليين.	9
					تتضمن وظيفة التدقيق الداخلي فحص وتقييم مدى وفرة المعلومات.	10
					يتم توثيق إجراءات التدقيق والرقابة بشكل منظم .	11
					يتم بشكل سنوي تقييم عمل لجنة التدقيق الداخلي.	12
					يتم منع المدققين الداخليين تقديم خدمات غير خدمات التدقيق مثل مسك الدفاتر ونظم المعلومات المالية والخدمات الاستشارية.	13
					تتماشى معايير التدقيق المتبعة بصورة جوهرية مع معايير التدقيق الدولية.	14
					تفصح الشركة عن خصائص خدمات التدقيق المقدمة في تقريرها السنوي.	15

2/7 قائمة الشركات المدرجة في العينة.

الرقم	الشركة	رمز الشركة
1	الشركة العربية لمنتجات الباطون	acpc
2	الشركة العربية لصناعة الدهانات	apc
3	شركة بيرزيت للأدوية	bpc
4	شركة سجائر القدس	jcc
5	شركة فلسطين لصناعة اللدائن	ladaen
6	شركة مصانع الزيوت النباتية	voic
7	المؤسسة العربية للفنادق	ahc
8	شركة المؤسسات العقارية العربية	are
9	شركة جراند بارك للفنادق والاستجمام	hotel
10	الشركة العربية الفلسطينية لمراكز التسوق (بلازا)	plaza
11	شركة الاتصالات الفلسطينية	paltel
12	الشركة الفلسطينية للكهرباء	pec
13	البنك الإسلامي العربي	aip
14	بنك فلسطين المحدود	bop
15	بنك الاستثمار الفلسطيني	pibc
16	بنك فلسطين الدولي	pib
17	شركة المؤسسة العربية للتأمين	aie
18	شركة المجموعة الأهلية للتأمين	aig
19	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو)	padico
20	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي	piic