



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أم البواقي

كلية العلوم الاقتصادية، والعلوم التجارية وعلوم التسيير

## أطروحة

مقدمة لنيل شهادة

## دكتوراه علوم

الشعبة : علوم اقتصادية

التخصص : العلوم المالية والمصرفية

من طرف :

مدفوني فيروز

عنوان الأطروحة:

### أثر حوكمة الشركات على قرار الاستثمار

- دراسة [?]الة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي -

أطروحة مناقشة بتاريخ 06 ماي 2025 أمام لجنة المناقشة المشكلة من :

رئيسا	جامعة أم البواقي	أستاذ	أ.د. شنيخر عبد الوهاب
مشرفا ومقررا	جامعة أم البواقي	أستاذ	أ.د. كواشي مراد
ممتحنا	جامعة أم البواقي	أستاذ	أ.د. دردور أسماء
ممتحنا	المركز الجامعي ميله	أستاذ	أ.د. عقون شراف
ممتحنا	جامعة قسنطينة 2	أستاذ محاضر-أ	د. فيلاي محمد الأمين
ممتحنا	جامعة قسنطينة 2	أستاذ محاضر-أ	د. بوشلوش عبد الحليم

السنة الجامعية: 2024-2025



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا

إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ

الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ ﴾

الآية 32 من سورة البقرة

# إهداء

إلى اللذين لولا دعواتهما لما كنت اليوم في هذا المقام؛

إلى والديا طال الله في عمرهما ودامهما وزادهما صحة وعافية؛

إلى سندي زوجي شكرا لوجودك معي في أصعب الأوقات؛

إلى بنائي: نورسين معاذ ومنصف؛

إلى اختي ریحانة قلبي شكرا لدعمك؛

إلى إخوتي...

إلى كل من دعمني ولو بكلمة طيبة

لكم جميعا أهدي ثمرة جهدي

# شكر وامتنان

الحمد لله الذي لا يحمد على شيء سواه؟ الحمد لله حتى يرضى؟ والحمد لله بعد الرضا؟ الحمد لله الذي

من علي؟ إن؟ تمت هذا العمل وإن لم يكن كما كنت؟ تمنى؟ وبعد

من لا يشكر الناس لا يشكر الله

من هذا المنبر؟ أقدم جزيل شكري وامتناني للـاستاذ الدكتور مراد كواشي الذي كان له الفضل

الكبير في اتمام هذه الأطروحة؟ شكرا على التوجيهات التي لم تبخل علي بها؟ وجزيل الشكر على

الدعم النفسي.

كما لا أنسى اللجنة الفاضلة على تكريمها بمناقشة هذا العمل وإثرائه.

شكرا لكل من كان له جزء من الفضل في خروج هذا العمل إلى حيز الوجود.

الملخص

### الملخص باللغة العربية

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر [١]وكمة الشركات على قرار الاستثمار لعينة مكونة من 32 شركة [٢]نوعية مدرجة في سوق عمان المالي للفترة الممتدة بين 2010 و 2021، باستخدام أسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Analysis ، وبالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) Generalized Least Squares Method ، وقد خلصت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لكل من عدد اجتماعات مجلس الإدارة و وجود لجنة التدقيق، وتأثير سلبي للملكية المركزة وحجم الشركة على قرار الاستثمار. في [٣]بين لم تكشف الدراسة عن أي أثر لحجم مجلس الإدارة، ازدواجية المدير التنفيذي، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، ونسبة الرفع المالي على قرار الاستثمار لتلك الشركات.

وبناء على النتائج التي تم التوصل إليها، توصي الدراسة الشركات الصناعية الأردنية بالتركيز على الاستثمار في الفرص الاستثمارية طويلة الأجل التي رغم مخاطرها إلا أنها تحقق عوائد أكبر على المدى الطويل، وتضمن استقرار الشركة واستمرارها خا [٤]لة إذا كانت مبنية على أسس علمية. مع التأكيد على ضرورة توعية الجهات المسؤولة عن اتخاذ القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية الأردنية وتدريبها على إدارة الأ [٥]ول الثابتة، بهدف تزويدهم بالمعارف والخبرات اللازمة لتخصيص الموارد المالية المتأ [٦]لة في الاستخدامات المثلى التي تؤدي إلى التوسع الرأسمالي. كما توصي الدراسة الجهات الو [٧]لية على التأكيد على التزام الشركات بتعليمات الحوكمة، خا [٨]لة فيما يتعلق بازدواجية المدير التنفيذي، [٩]يث أنه [١٠]تق في [١١]ال الفصل بين منصبه ومنصب رئيس مجلس الإدارة إلا أن طابع الملكية العائلية الذي يغلب على الشركات الأردنية، يؤثر على استخدام هذا الفصل كآلية رقابية وخا [١٢]لية من خصائص مجلس الإدارة التي من شأنها أن تضمن استقلاليته.

الكلمات المفتاحية: [١٣]وكمة الشركات، قرار الاستثمار، خصائص مجلس الإدارة، هيكل الملكية، الشركات الصناعية، سوق عمان المالي.

#### **Résumé :**

Cette étude vise à tester l'impact de la gouvernance d'entreprise sur la décision d'investissement pour un échantillon de 32 entreprises industrielles cotées sur le marché financier d'Amman pour la période allant de 2010 à 2021, en utilisant la méthode d'analyse des données de panel et en s'appuyant sur la méthode des moindres carrés généralisés (GLS), l'étude a révélé un effet positif du nombre de réunions du conseil d'administration et de la présence du comité d'audit, et un effet négatif de la concentration de la propriété et de la taille de l'entreprise sur la décision d'investissement. L'étude n'a révélé aucun effet de la taille du conseil d'administration, de la dualité des PDG, de la propriété managériale, de la propriété institutionnelle et du ratio d'endettement sur la décision d'investissement de ces entreprises.

Sur la base de ces résultats, l'étude recommande aux entreprises industrielles jordaniennes de se concentrer sur l'investissement dans des opportunités d'investissement à long terme qui, malgré leurs risques, permettent d'obtenir de meilleurs rendements à long terme et d'assurer la stabilité et la continuité de l'entreprise, en particulier si elles sont basées sur des fondements scientifiques. L'étude souligne la nécessité d'éduquer et de former les responsables des décisions d'investissement dans les entreprises industrielles jordaniennes à la gestion des actifs fixes, dans le but de leur fournir les connaissances et l'expertise nécessaires pour allouer les ressources financières disponibles à des utilisations optimales qui conduisent à l'expansion du capital. L'étude recommande également aux régulateurs de s'assurer que les entreprises adhèrent aux directives de gouvernance d'entreprise, notamment en ce qui concerne la dualité du PDG, car même si son poste est séparé de celui du

président du conseil d'administration, la nature essentiellement familiale des entreprises jordaniennes affecte l'utilisation de cette séparation comme mécanisme de contrôle et comme caractéristique du conseil d'administration qui garantirait son indépendance.

**Mots-clés :** Gouvernance d'entreprise, décision d'investissement, caractéristiques du conseil d'administration, structure de la propriété, entreprises industrielles, Bourse d'Amman.

الملخص باللغة الانجليزية

**Abstract:**

This study aimed to test the impact of corporate governance on the investment decision for a sample of 32 industrial companies listed on the Amman Financial Market for the period between 2010 and 2021, using the Panel Data Analysis method, and relying on the Generalized Least Squares Method (GLS), the study found a positive effect of the number of board meetings and the presence of the audit committee, and a negative effect of concentrated ownership and company size on the investment decision. The study did not reveal any effect of board size, CEO duality, managerial ownership, institutional ownership, and leverage ratio on the investment decision of these companies.

Based on the findings, the study recommends Jordanian industrial companies to focus on investing in long-term investment opportunities that, despite their risks, achieve greater returns in the long term and ensure the stability and continuity of the company, especially if they are based on scientific foundations. The study emphasizes the need to educate and train those responsible for making investment decisions in Jordanian industrial companies on fixed asset management, in order to provide them with the necessary knowledge and expertise to allocate the available financial resources in the

optimal uses that lead to capital expansion. The study also recommends that regulators should ensure that companies adhere to corporate governance instructions, especially with regard to the duality of the CEO, as even if his position is separated from that of the chairman of the board of directors, the nature of family ownership that prevails in Jordanian companies affects the use of this separation as a control mechanism and a characteristic of the board of directors that would ensure its independence.

**Keywords:** Corporate governance, investment decision, board characteristics, ownership structure, industrial companies, Amman Stock Exchange.

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	إهداء
	شكر وامتنان
	الملخص
I, II	فهرس المحتويات
IV	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال
VIII	قائمة المختصرات
X	قائمة الملاحق
أ، ع	مقدمة
<b>الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات</b>	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات
03	المطلب الأول: كرونولوجيا <sup>2</sup> لوكمة الشركات وعوامل الاهتمام بها
10	المطلب الثاني: مفهوم <sup>2</sup> لوكمة الشركات
18	المطلب الثالث: أهمية وأهداف <sup>2</sup> لوكمة الشركات
22	المبحث الثاني: النظريات المفسرة لحوكمة للشركات
22	المطلب الأول: نظرية الوكالة
27	المطلب الثاني: نظرية <sup>2</sup> قوق الملكية
29	المطلب الثالث: نظرية تكاليف الصفقات ( المعاملات)
33	المطلب الرابع: نظرية أصحاب المصلحة
37	المبحث الثالث: <sup>2</sup> لوكمة الشركات: المبادئ والآليات
37	المطلب الأول: مبادئ <sup>2</sup> لوكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
46	المطلب الثاني: الآليات الداخلية لحوكمة الشركات
58	المطلب الثالث: الآليات الخارجية لحوكمة الشركات
61	خلا <sup>2</sup> ة الفصل الأول
<b>الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته <sup>2</sup> بحوكمة الشركات</b>	
63	تمهيد
64	المبحث الأول: الاستثمار وعملية اتخاذ القرار
64	المطلب الأول: ماهية الاستثمار
71	المطلب الثاني: ماهية عملية اتخاذ القرار
78	المطلب الثالث: مراح <sup>2</sup> ل عملية اتخاذ القرار والعوامل المؤثرة فيها
82	المبحث الثاني: الإطار العام لقرار الاستثمار
82	المطلب الأول: مفهوم قرار الاستثمار
90	المطلب الثاني: مقومات ومبادئ قرار الاستثمار

## فهرس المحتويات

94	المطلب الثالث: سيرورة قرار الاستثمار والعوامل المؤثرة فيه
98	المبحث الثالث: تأثير <sup>2</sup> وكمة الشركات في قرار الاستثمار
98	المطلب الأول: تأثير الشفافية، المساءلة وإدارة المخاطر في قرار الاستثمار
104	المطلب الثاني: تأثير خصائص مجلس الإدارة في قرار الاستثمار
110	المطلب الثالث: تأثير هيكل الملكية في قرار الاستثمار
118	خلا <sup>2</sup> ة الفصل الثاني
الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي	
120	تمهيد
121	المبحث الأول: لمحة عن سوق عمان المالي
121	المطلب الأول: نشأة سوق عمان المالي
128	المطلب الثاني: <sup>2</sup> وكمة الشركات في الأردن
137	المبحث الثاني: منهجية الدراسة
138	المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة وأدوات جمع البيانات
139	المطلب الثاني: أدوات التحليل الإحصائية
145	المطلب الثالث: متغيرات ونموذج الدراسة القياسي
150	المبحث الثالث: تحليل البيانات واختبار الفرضيات
151	المطلب الأول: تحليل البيانات
154	المطلب الثاني: تقدير واختبار نموذج الدراسة القياسي
161	المطلب الثالث: عرض النتائج واختبار الفرضيات
169	خلا <sup>2</sup> ة الفصل الثالث
171	الخاتمة
177	قائمة المراجع
198	الملا <sup>2</sup> ق

# قائمة الجداول

## قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
24	نظرة عامة عن نظرية الوكالة	(1)
138	عينة الدراسة	(2)
149	متغيرات الدراسة وقياسها	(3)
150	التحليل الواسع في متغيرات الدراسة	(4)
154	نتائج التقدير للنماذج الثلاثة	(5)
155	نتائج اختبار Redundant Fixed Effects Tests	(6)
156	نتائج اختبار Breusch-Pagan	(7)
156	نتائج اختبار Hausman	(8)
158	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات	(9)
158	معامل تضخم التباين VIF للمتغيرات المستقلة	(10)
159	نتائج اختبار Pesaran CD	(11)
159	نتائج اختبار Likelihood ratio	(12)
161	نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة	(13)

# قائمة الأشكال

## قائمة الأشكال

---

الصفحة	العنوان	الرقم
هـ	نموذج الدراسة	(1)
50	أهمية إنشاء لجنة التدقيق	(2)
160	اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة بواقي النموذج	(3)

# قائمة المختصرات

## قائمة المختصرات

معنى المختصر باللغة العربية	معنى المختصر باللغة الأصلية	المختصر
المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين	American Institute of Certified Public Accountants	AICPA
سوق عمان المالي	Amman Stock Exchange	ASE
لجنة التدقيق	Audit Committee	AudCom
عدد اجتماعات مجلس الإدارة	Board of Directors Meetings	BMeet
حجم مجلس الإدارة	Board of Directors Size	BZ
لجنة التنظيمات الإدارية	The Committee of Sponsoring Organization	COSO
دائرة مراقبة الشركات	Corporate Control Department	CCD
الملكية المركزة	Concentrated Ownership	Con-Own
ازدواجية المدير التنفيذي	CEO Duality	Dual
نموذج الآثار الثابتة	Fixed Effects Model	FEM
طريقة المربعات الصغرى المعممة	Generalized Least Squares Method	GLS
مؤسسة التمويل الدولية	International Finance Corporation	IFC
معهد المدققين الداخليين	Institute of Internal Auditors	IIA
قرار الاستثمار	Investment Decision	Inv-Dec
الملكية المؤسسية	Institutional Ownership	Ins-Own
هيئة الأوراق المالية الأردنية	Jordan Securities Commission	JSC
نسبة الرفع المالي	Leverage	Lev
الملكية الإدارية	Managerial Ownership	Man-Own
منظمة التعاون الاقتصادية والتنمية	Organization for Economic Co-operation and Development	OECD
نموذج الانحدار التجميعي	Pooled Regression Model	PRM
نموذج الآثار العشوائية	Random Effects Model	REM
مركز إيداع الأوراق المالية	Securities Depository Centre	SDC
لجنة تداول الأوراق المالية	Securities Exchange Commission	SEC
حجم الشركة	Firm Size	Size

# قائمة الملاحق

## قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
198	كروولوجيا [?] وكمة الشركات	(1)
202	مؤشرات و [?] لمتغيرات الدراسة	(2)
202	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي	(3)
203	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية	(4)
204	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة	(5)
204	المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة	(6)
205	المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار العشوائية	(7)
205	المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية	(8)
206	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	(9)
206	اختبار الارتباط الذاتي	(10)
207	اختبار تجانس التباين	(11)
208	قائمة الشركات الصناعية الأردنية عينة الدراسة	(12)

# مقدمة

تمهيد

يعد موضوع [1]وكمة الشركات من المواضيع التي لقيت اهتماما كبيرا في الآونة الأخيرة، فقد استرعى انتباه الكثير من الباحثين في هذا المجال من أكاديميين ومنظمات علمية وهيئات رسمية. ولا يمكن أن يحدث أمر مماثل إن لم تثبت أهمية الموضوع البالغة على الصعيدين الجزئي والكلبي، وهو ما [2]لدت فعلا فقد ارتبطت [3]وكمة الشركات بالعديد من المتغيرات الجزئية والكلية من خلال الدراسات التي تناولت الموضوع من جوانب مختلفة. وتعود جذور [4]وكمة الشركات إلى كتابات آدم سميث سنة 1776 أين ظهرت الإشارات الأولى لمفهوم الحوكمة، [5]يث أثبت أن الفصل بين الملكية والإدارة يؤدي بالضرورة إلى خلق [6]راعات بين الملاك والمديرين، نظرا لميول الأفراد لتحقيق مصالحهم الشخصية بدل التركيز على مصلحة الغير، وهو ما يتماشى مع الطبيعة البشرية. ولا يمكن تأطير هذه السلوكيات إلا في إطار ما يطلق عليه [7]وكمة الشركات.

وقد كثر الحديث عن [8]وكمة الشركات إثر أزمة الانهيارات التي شهدتها الاقتصاد العالمي والتي نتج عنها إفلاس العديد من كبريات الشركات و أقواها على الصعيد الاقتصادي، ولعل من أهم مسببات هذه الانهيارات الفساد الذي كانت تعيشه الشركات بسبب ضعف الرقابة داخلها. وتفاديا لتكرار نفس السيناريو جاءت [9]وكمة الشركات بمجموعة من الآليات التي تهدف من خلالها إلى ضمان استمرار الشركات والذي لا يتحقق إلا بتعظيم قيمتها السوقية من خلال تعظيم ثروة المساهمين.

ويعتبر قرار الاستثمار قرارا بالغ الأهمية لارتباطه المباشر باستمرار الشركة [10]يث أنه يؤدي في النهاية إلى تعظيم قيمتها إذا ما تم اتخاذه بشكل رشيد، خا [11]ة أن هذا النوع من القرارات غالبا ما تظهر تأثيراته على المدى البعيد. ويمكن لبعض آليات الحوكمة خا [12]ة منها الداخلية، أن تسهم في ضمان اتخاذ قرارات استثمارية ذات جودة وتحقق الأهداف المرجوة منها، وفي هذا السياق يمكن الاعتماد على مجلس الإدارة كأ [13]د الآليات الرقابية لمتابعة العملية الإدارية ومحاولة التأكيد على أن الإدارة تقوم باتخاذ قرارات

استثمارية تخدم مصلحة جميع الأطراف في الشركة. كما يعتبر هيكل الملكية من الآليات التي تلعب دوراً مهماً في الرقابة على سلوك الإدارة. ولأن نجاح الشركات ينعكس على نجاح الدولة واقتصادها، فإن الدول على اختلاف اقتصادياتها تسعى إلى توفير ما تحتاجه الشركات من دعم ومساندة من خلال بذل الجهود والمساعدات لوضع أطر تنظيمية تضمن تنظيم العلاقات بين مختلف الأطراف في الشركات، وتعزيز الأداء فيها وبالتالي تعزز الاقتصاد الوطني. ولعل المتابع لتاريخ الأردن يلحظ دعمه لقطاع الأعمال عامة وللقطاع الصناعي خاصة، نظراً لمساهمته في ترسيخ أركان التنمية الاقتصادية والاجتماعية، إذ يظهر ذلك جلياً من خلال مساهمته في التوظيف، وجذب الاستثمارات، واكتساح الأسواق العالمية وإبراز هوية المنتجات الأردنية. حيث قامت باعتماد العديد من الآليات من بينها [2] وكمة الشركات التي [2] اغت لها أول دليل سنة 2008 والواجب تطبيقه بداية سنة 2009..

## 1. إشكالية الدراسة

على ضوء ما سبق، تتبلور معالم الإشكالية الرئيسة لهذه الدراسة كما يلي:

ما أثر حوكمة الشركات على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي؟

ولمعالجة هذه الإشكالية وجب الإجابة على التساؤلين الفرعيين التاليين:

- ما أثر خصائص مجلس الإدارة (حجم مجلس الإدارة، عدد اجتماعاته، وجود لجنة التدقيق،

ازدواجية المدير التنفيذي) على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي؟

- ما أثر هيكل الملكية (الملكية المركزة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) على قرار الاستثمار

للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي؟

يندرج تحت كل تساؤل تم طر [2] عدة تساؤلات جزئية هي:

- ما أثر حجم مجلس الإدارة على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي؟

- ما أثر عدد اجتماعات مجلس الإدارة على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق

عمان المالي؟

- ما أثر وجود لجنة التدقيق على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي؟
- ما أثر ازدواجية المدير التنفيذي على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي؟

- ما أثر الملكية المركزة على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي؟
- ما أثر الملكية الإدارية على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي؟
- ما أثر الملكية المؤسسية على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي؟

## 2. فرضيات الدراسة

يهدف التو<sup>2</sup>ل إلى إجابة للإشكالية المطرو<sup>2</sup>ة والتساؤلات المنبثقة عنها، تم<sup>2</sup> ليابة مجموعة من الفرضيات الفرعية والجزئية تماشياً مع الأسئلة الفرعية والجزئية المطرو<sup>2</sup>ة، تمثلت هذه الفرضيات في:

الفرضية الرئيسة: يوجد أثر معنوي لحوكمة الشركات على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

ويندرج تحت هذه الفرضية فرضيتين فرعيتين كما يلي:

- الفرضية الفرعية الأولى: يوجد أثر معنوي لخصائص مجلس الإدارة على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

تنبثق عن هذه الفرضية فرضيات جزئية كما يلي:

- الفرضية الجزئية الأولى: يوجد أثر معنوي لحجم مجلس الإدارة على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

- الفرضية الجزئية الثانية: يوجد أثر معنوي لعدد اجتماعات مجلس الإدارة على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

## مقدمة

- الفرضية الجزئية الثالثة: يوجد أثر معنوي لوجود لجنة التدقيق على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

- الفرضية الجزئية الرابعة: يوجد أثر معنوي لازدواجية المدير التنفيذي على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

- الفرضية الفرعية الثانية: يوجد أثر معنوي لهيكل الملكية على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

وتنبثق عن هذه الفرضية مجموعة من الفرضيات الجزئية كما يلي:

- الفرضية الجزئية الخامسة: يوجد أثر معنوي للملكية المركزة على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

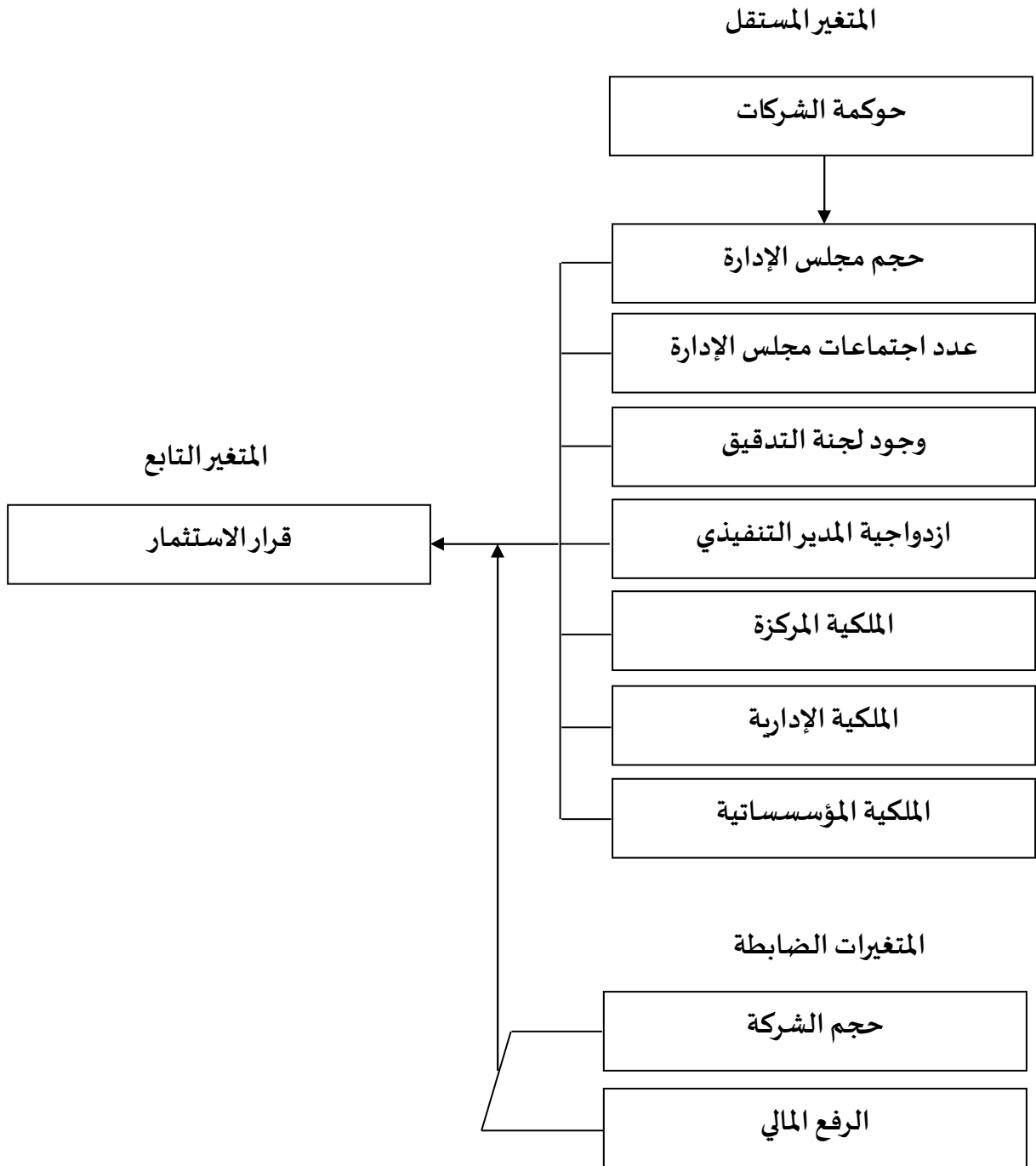
- الفرضية الجزئية السادسة: يوجد أثر معنوي للملكية الإدارية على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

- الفرضية الجزئية السابعة: يوجد أثر معنوي للملكية المؤسسية على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

### 3. نموذج الدراسة

بعد <sup>2</sup>لياغة فرضيات الدراسة فإنه يصبح بالإمكان بناء تصور للعلاقة بين متغيرات الدراسة، وبالتالي يمكن تو <sup>2</sup>يف نموذج الدراسة في الشكل التالي:

الشكل رقم(1): نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث بناء على فرضيات الدراسة

#### 4. أهمية الدراسة

تتجلى أهمية الدراسة في أهمية الموضوع الذي تناوله والعلاقة بين متغيراته، <sup>[1]</sup>يث يعتبر موضوع <sup>[2]</sup>وكمة الشركات من المواضيع ذات الأهمية البالغة الذي جذب اهتمام العديد من الباحثين، لذا جاءت هذه الدراسة مُحاولَةً إكمال ما بدأه الباحثون بالتركيز على بعض آليات <sup>[3]</sup>وكمة الشركات متمثلة في خصائص مجلس الإدارة (حجم مجلس الإدارة، عدد اجتماعاته، وجود لجنة التدقيق، ازدواجية المدير التنفيذي) وهيكل الملكية (الملكية المركزة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية)، وتحليل تأثيرها على قرار الاستثمار الذي يعد من القرارات الاستراتيجية المهمة في الشركة. وبالتالي فإن هذه الدراسة تساعد في تقديم <sup>[4]</sup>قورة واضحة عن أهم الآليات الحوكمية التي يتم استخدامها للرقابة على الإدارة وتوجيه قراراتها الاستثمارية بما يخدم أهداف الشركة ويضمن استمرارها فضلا عن تحقيق مصالح المساهمين والمستثمرين والمتمثلة في تعظيم قيمتهم.

#### 5. أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيس لهذه الدراسة في معرفة أثر حوكمة الشركات على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، ولتحقيق ذلك يجب تحقيق الهدفين الفرعيين التاليين:

- معرفة أثر خصائص مجلس الإدارة ( حجم مجلس الإدارة، عدد اجتماعاته، وجود لجنة التدقيق، ازدواجية المدير التنفيذي) على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

- معرفة أثر هيكل الملكية ( الملكية المركزة، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

6. الدراسات السابقة

بالرغم من أهمية موضوع الدراسة إلا أنه على [2] علم البا [2]ثة لا يوجد عدد كبير من الدراسات التي تطرقت له، [2]يث أن أغلب الدراسات تناولت أثر [2]وكمة الشركات على الأداء سواء في الدول المتقدمة أو النامية، باللغة العربية أو الأجنبية. كما يوجد كم لا بأس به من البا [2]ثين الذين خاضوا في موضوع قرار الاستثمار بربطه بعدة متغيرات، مع هذا فقد [2]اولت البا [2]ثة [2]صر الدراسات التي بحثت في العلاقة بين [2]وكمة الشركات وقرار الاستثمار والتي كان من بينها:

أ. دراسة **Lin and Lin (2021)** والتي كانت بعنوان **"An Examination of the Impact of**

**Corporate Governance on Corporate Investment Decisions**، هدفت إلى استكشاف أثر [2]وكمة الشركات على قرار الاستثمار للشركات الكندية المدرجة للفترة الممتدة من 2009 إلى 2012، وقد تكونت عينة الدراسة من 352 شركة بعد استثناء القطاع المالي. ولاحظت فرضيات الدراسة استخدم البا [2]ثان طريقة المربعات الصغرى على مر [2]لتين 2 SLS بالاعتماد على بيانات Panel، [2]يث استخدم مؤشرين للدلالة على قرار الاستثمار هما نسبة الإنفاق الاستثماري إلى إجمالي الأ [2]ول (CAPEX) ومؤشر توبين Tobin Q، أما فيما يتعلق بحوكمة الشركة فقد اعتمدا على المؤشر الخاص بها والذي تم الحصول عليه من The Globe and Mail، ويعتمد في [2]سابه على مجموعة من المتغيرات على غرار تشكيلة مجلس الإدارة، مكافآت الأعضاء، [2]قوق المساهمين، والإفصاح، كما أدرج البا [2]ثان مجموعة من المتغيرات الضابطة وهي التدفق النقدي، نسبة الرفع المالي، أداء الشركة مقاسا بالعائد على الأ [2]ول ROA والسيولة قصيرة الأجل. وقد خلصت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لحوكمة الشركات على قرار الاستثمار في كلا النموذجين كدلالة على أن [2]وكمة الشركات الجيدة ترتبط بمستوى منخفض من الاستثمار، أي أن [2]وكمة الشركات من شأنها أن تثبط السلوك الانتهازي للمديرين وتؤدي دورا في الرقابة على السلوك الإداري فيما يخص قرار الاستثمار،

يث من المرجح أن تمنع الشركات ذات الممارسات الجيدة في [وكمة الشركات المديرين من المبالغة في الاستثمار (مشكلة فرط الاستثمار).

ب. دراسة Nazar (2021) تحت عنوان "The Dynamic Impact of Corporate

Governance on Investment Decisions of Non-Financial Companies in Sri

Lanka والتي فحصت تأثير [وكمة الشركات على قرار الاستثمار في 198 شركة غير مالية من

أ [ 287 شركة مدرجة في بور [ة كولومبو في سريلانكا خلال الفترة من 2009 إلى 2016، بالاعتماد

على أربعة متغيرات للتعبير عن [وكمة الشركات تمثلت في الملكية الإدارية، حجم مجلس الإدارة،

استقلالية مجلس الإدارة و ازدواجية المدير التنفيذي.. بالإضافة إلى ثلاثة متغيرات ضابطة هي ربحية

الشركة، حجم الشركة والضريبة على الشركات. وباستخدام طريقة اللحظات المعممة

،Panel Generalized methods of moments (GMM) لتقدير نماذج الانحدار في بيانات

[اول البا [ث اختبار تأثير متغيرات الحوكمة على قرارات الاستثمار. وقد تو [لت الدراسة إلى وجود

تأثير إيجابي كبير للملكية الإدارية على قرار الاستثمار الذي تم قياسه بمؤشرين هما التغير في

الأ [ول الثابتة و مؤشر توبين ، في [ين أن تأثير حجم مجلس الإدارة كان ضئيلاً. كما تبين من خلال

النتائج وجود تأثير إيجابي لاستقلالية مجلس الإدارة على التغيرات في الأ [ول الثابتة، بينما كان هناك

تأثير سلبي كبير لنفس المتغير على مؤشر توبين. أما فيما يخص ازدواجية منصب المدير التنفيذي

فترتبط بشكل كبير وسلبي بالتغيرات في الأ [ول الثابتة، وعلى العكس من ذلك ترتبط بشكل كبير

وإيجابي مع مؤشر توبين. لذلك فباستثناء حجم مجلس الإدارة فإن جميع متغيرات [وكمة الشركات

الأخرى لها تأثير على قرارات الاستثمار في الشركة.

ت. دراسة Soliman (2020) بعنوان "Investigating the effect of Corporate

Governance on Audit Quality and its Impact on Investment

Efficiency" هدف من خلالها البا [ث إلى فحص أثر [وكمة الشركات وجودة التدقيق على

كفاءة الاستثمار باستخدام أربعة نماذج قياسية، يختبر النموذج الأول أثر [وكمة الشركات على جودة التدقيق، ويختبر النموذج الثاني أثر جودة التدقيق على كفاءة الاستثمار، فيما يختبر النموذج الثالث الأثر المباشر لحوكمة الشركات على كفاءة الاستثمار، وأخيرا النموذج الرابع الذي يفحص الأثر غير المباشر لحوكمة الشركات على كفاءة الاستثمار باعتماد جودة التدقيق كمتغير وسيط. وقد قاس الباحث كفاءة الاستثمار بانحراف مستوى الاستثمار عن الاستثمار الأمثل [يث إذا كان الانحراف موجبا فهي [الة فرط الاستثمار، وإذا كان الانحراف سالبا فهي [الة نقص الاستثمار، أما فيما يتعلق بالمتغيرين المستقلين فقد تم استخدام مجموعة من المتغيرات للتعبير عن [وكمة الشركات وجودة التدقيق، [يث تم تمثيل [وكمة الشركات بالملكية المركزة، حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، عدد أعضاء لجنة التدقيق و عدد اجتماعاتها، بينما تم الإشارة لجودة التدقيق بعدد سنوات عمل المدقق، حجم شركة التدقيق (Big 4) و أتعابها. وقد تكونت عينة الدراسة من 103 شركة غير مالية مدرجة في البورصة المصرية للفترة الممتدة بين 2013 و 2018، وبالاعتماد على نموذج المعادلات الهيكلية (SEM) Structural Equation Modeling لبيانات Panel، أكدت نتائج الدراسة أن الإدارات التي تمتلك آليات [وكمة جيدة تتمتع بمناخ ملائم لإعداد قوائم مالية شفافة، مما يساعد على تحسين دور المدقق وتعزيز جودة التدقيق، الأمر الذي يؤدي إلى خفض مستوى عدم تماثل المعلومات، وهو ما يزيد من ثقة المستثمرين في قرارات الإدارة و تحسين كفاءة قرارات الاستثمار.

ث. دراسة (2020) Mirza et al بعنوان "The Value of Board Diversity in the Relationship of Corporate Governance and Investment Decisions of Pakistani Firms" [يث تختبر هذه الدراسة تأثير تنوع أعضاء مجلس الإدارة من [يث الجنس، الجنسية، المستوى التعليمي والخبرة باعتبارها متغيرات وسيطة على العلاقة بين [وكمة الشركات وقرارات الاستثمار في الشركات غير المالية المدرجة في البورصة الباكستانية والتي بلغ عددها

175 شركة موزعة على 25 قطاع من أقاليم 36 قطاع للفترة الممتدة بين 2010 و 2017، أيضا سعى الباحث من خلال دراسته إلى استكشاف محددات قرارات الاستثمار في السياق الباكستاني. وقد تم الاعتماد على نماذج البائل لتحليل العلاقة بين المتغيرات باستخدام طريقة الانحدار التدريجي Step-wise Regression وبصياغة أربعة نماذج. وقد أثبتت النتائج أن السيولة قصيرة الأجل والربحية هما العاملان المحددان لقرارات الاستثمار في الشركات الباكستانية مما قد يؤدي إلى فجوة في الاستثمار، كما توالت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي كبير لكل من ازدواجية منصب المدير التنفيذي و استقلالية مجلس الإدارة على قرارات الاستثمار. هذا ويؤثر المستوى التعليمي لأعضاء مجلس الإدارة سلبا على قرار الاستثمار، بينما تحسن خبرتهم من هذا الأخير، وفي الأخير خلص الباحث إلى ان استقلالية مجلس الإدارة وتنوع خبرات أعضائه سينتج عنه إحجام عن الاستثمار، وأن حجم الاستثمار يزيد بوجود مجلس إدارة كبير ذو مستويات تعليمية متنوعة.

ج. دراسة Marughu and Nwaobia (2020) بعنوان "Corporate Governance and Investors' Decision in Quoted Deposit Money Bank in Nigeria". تناولت

الدراسة دور بعض متغيرات وكفاءة الشركات والتي تمثلت في حجم مجلس الإدارة، تشكيلته (استقلاليتها)، جودة التدقيق وخبرة لجنة التدقيق في توجيه قرارات المستثمرين في بنوك الودائع النقدية المدرجة في نيجيريا والتي تم التعبير عنها بعدد الأسهم المتداولة وبالاعتماد على متغيرين ضابطين هما حجم الشركة وربحيتها، وقد تكونت عينة الدراسة من 15 بنكا خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2017، وباستخدام أسلوب الانحدار لتحديد العلاقة السببية بين المتغيرات، أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لمتغيرات وكفاءة الشركات المتمثلة في حجم مجلس الإدارة، تركيبته وجودة التدقيق على حجم الأسهم المتداولة والذي يعبر عن قرار الاستثمار، فيما تؤثر خبرة لجنة التدقيق و الربحية سلبيا على قرار الاستثمار، كما توالت الدراسة إلى عدم وجود تأثير لحجم الشركة على قرارات المستثمرين.

ح. دراسة Shahid (2019) والتي كانت بعنوان "Does Corporate Governance play any role in Investor Confidence, Corporate Investment Decisions Relationship ?" ، سعى الباحث من خلالها إلى البحث في تأثير هوكمة الشركات وثقة المستثمرين على القرارات الاستثمارية للشركات المدرجة في بورصة باكستان وبورصة بومباي والتي بلغ عددها 230 شركة خلال الفترة بين 2008 و 2017. وقد استخدم الباحث مؤشر Persaud(1996) لقياس ثقة المستثمر، في حين تم الاعتماد على عدة متغيرات للدلالة على هوكمة الشركات منها حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، وجود لجنة التدقيق ولجنة المكافآت، إضافة إلى عدد من المتغيرات الضابطة والتي تمثلت في التدفق النقدي، الفرص الاستثمارية، حجم الشركة، أما قرار الاستثمار فقد تم قياسه بحجم الانفاق الاستثماري. وقد أكدت النتائج التي تم التوصل إليها وجود تأثير كبير لثقة المستثمرين على قرارات الاستثمار في الشركات في كلا البلدين، كما أن مستوى الاستثمار كان أعلى في الشركات ذات الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات، حيث تزيد هذه الأخيرة من تأثير ثقة المستثمرين على قرارات الاستثمار في الشركات، بحكم أنها تعمل على تعزيز الدور الرقابي الذي يمارسه مجلس الإدارة، وبالتالي التحكم المعتدل في مصالح المساهمين، مما يسمح للمديرين باتخاذ قراراتهم بفعالية. مع ذلك وفي ظل وجود ممارسات هارمة للحوكمة، يخف أثر ثقة المستثمرين على استثمار الشركات. وفي الأخير خلصت الدراسة إلى أن المستثمر يميل إلى الاستثمار في الشركات التي تدمج هوكمة الشركات في سياستها الاستراتيجية، ولأن الحوكمة تؤثر على ثقة المستثمرين بالإيجاب فإن على المديرين الماليين التركيز على هذا العامل أثناء وضع السياسات الاستراتيجية لاستثمار الشركات من أجل تحفيز المستثمرين وجذبهم للشركة.

خ. دراسة Okere and Ibidunni (2019) بعنوان "Corporate Governance and Investment Decisions in Deposit Money Banks in Nigerian" ، والتي كان الهدف منها فحص أثر متغيرات هوكمة الشركات المتمثلة في حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة،

واستقلالية لجنة التدقيق على قرار الاستثمار للمستثمرين والذي تم التعبير عنه بمجموع قيم أسهم المستثمرين في 8 من بنوك الودائع المدرجة في بورصة نيجيريا للفترة الممتدة بين سنتي 2005 و 2015. وبالاعتماد على بيانات Panel وتحليل الانحدار المتعدد، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية مهمة بين حجم مجلس الإدارة واستقلاليته وقرارات المستثمرين ، بينما تؤثر استقلالية لجنة التدقيق بشكل إيجابي لكن ضعيف على قرارات المستثمرين.

د. دراسة (Azhar(2019) المعنونة بـ **The impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Investment Efficiency : An Empirical Study from Pakistan Stock Exchange(PSX)** والتي هدفت إلى اختبار تأثير هيكل الملكية ولوكمة الشركات على كفاءة الاستثمار باستخدام عينة من 50 شركة غير مالية مدرجة في بورصة باكستان للفترة ما بين 2010-2015، وقد كشفت النتائج المتوقعة إليها إلى أن كفاءة الاستثمار تنخفض كلما زاد تركيز الملكية، بينما تؤثر الملكية الإدارية إيجاباً على كفاءة الاستثمار، فيما لا يوجد تأثير لكل من الملكية المؤسسية وحجم مجلس الإدارة على كفاءة الاستثمار.

د. دراسة (Nor et al (2017) والتي كان عنوانها **“The Influence of Board Independence, Board Size and Managerial Ownership on Firm Investment Efficiency”** ، هدفت إلى فحص العلاقة بين لوكمة الشركات (استقلالية مجلس الإدارة، حجمه، والملكية الإدارية) وكفاءة الاستثمار، وقد تم اختيار أكبر 200 شركة عامة مدرجة في بورصة ماليزيا وفقاً للقيمة السوقية من 2009 إلى 2011 كعينة للدراسة، وتم قياس مستوى كفاءة الاستثمار على أساس الانحراف عن الاستثمار المتوقع باستخدام نموذج التنبؤ بالاستثمار كدالة لنمو الإيرادات. أما فيما يتعلق بمتغيرات الحوكمة فقد تم قياس استقلالية مجلس الإدارة بنسبة الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين، وحجم مجلس الإدارة بإجمالي عدد أعضائه، وتم قياس الملكية الإدارية بنسبة الأسهم التي يمتلكها المدير التنفيذي إلى إجمالي عدد الأسهم التي ألدرتها الشركة، وتم

أسباب حجم الشركة باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأ<sup>2</sup>ول<sup>2</sup> حيث تم استخدامه كمتغير ضابط. ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة استخدم البا<sup>2</sup>ثون تحليل الانحدار اللوجستي ذو الحدين Binomial Logistic Regression Analysis ، وخلصت الدراسة إلى أن حجم مجلس الإدارة فقط هو الذي يؤثر على مستوى استثمار الشركة، في<sup>2</sup>ين أن استقلالية مجلس الإدارة والملكية الإدارية تمنع عدم الكفاءة المتعلقة باتخاذ القرارات الاستثمارية، وتؤكد نتائج الدراسة دور الحوكمة في تعزيز أداء الشركة ولاسيما دور حجم مجلس الإدارة في<sup>2</sup>مماية<sup>2</sup> لقوق المساهمين.

#### 7. موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

بعد الاطلاع على الدراسات التي تم جمعها والتي كانت الأقرب إلى موضوع الدراسة الحالية، نجد أنها قد ساهمت في تغطية بعض الجوانب النظرية للدراسة الحالية.

كما يتضح أن هناك من الدراسات السابقة التي ركزت على العلاقة بين<sup>2</sup>وكمة الشركات وقرار الاستثمار على غرار دراسة (Lin and Lin (2021) ، دراسة (Nazar (2020) ، دراسة (Mirza et al (2020) ، دراسة (Marughu and Nwaobia (2020) ودراسة (Okere and Ibidunni (2019). بينما سعت دراسة (Soliman (2020) ودراسة (Nor et al (2017) إلى معرفة أثر الحوكمة على كفاءة الاستثمار، أما دراسة (Shahid (2019) فقد درست دور<sup>2</sup>وكمة الشركات باعتبارها متغير وسيط في العلاقة بين ثقة المستثمرين والقرار الاستثماري للشركات.

وعلى الرغم من تقارب عنوان الدراسة الحالية مع عناوين بعض الدراسات -كما سلف الذكر- إلا أن طرق قياس المتغيرات قد اختلفت، فنجد أن الدراسة الحالية قد اتفقت مع دراسة (Mirza et al (2020) فقط في قياس قرار الاستثمار، كما أن أيًا من الدراسات السابقة لم تعتمد على المتغيرات المستقلة التي تم اعتمادها في الدراسة الحالية مجتمعة.

إضافة إلى ما سبق فإنه وعلى [2] لد علم الباحثين قد تعتبر الدراسة الحالية من أوائل الدراسات المنشورة في البيئة العربية والأردنية على وجه التحديد، التي [2] اولت بيان أثر آليات [2] وكمة الشركات على قرار الاستثمار.

## 8. حدود الدراسة

بغرض دراسة الموضوع والو [2] لول إلى الأهداف المرجوة سيتم تقسيم [2] دود الدراسة كالتالي:

- الحدود الموضوعية: اقتصرت الدراسة على التعرف على طبيعة تأثير متغيرات [2] وكمة الشركات والمتمثلة أساساً في حجم مجلس الإدارة وعدد اجتماعاته، وجود لجنة التدقيق، ازدواجية المدير التنفيذي، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية والملكية المركزة على قرار الاستثمار للشركات الصناعية الأردنية المدرجة والذي تم قياسه بنسبة [2] لافي الأ [2] ول الثابتة إلى إجمالي الأ [2] ول.
- الحدود المكانية: تختص هذه الدراسة بتناول عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.
- الحدود الزمانية: تم الاعتماد على البيانات المالية التي تم استخراجها من التقارير السنوية وتقارير مجلس الإدارة للشركات عينة الدراسة خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2010 و 2021.

## 9. منهج الدراسة

تدمج الدراسة بين العديد من المناهج، [2] ليث تم الاعتماد على المنهج التاريخي في تتبع التطور الذي مرت به [2] وكمة الشركات خلال عقود من الزمن، إضافة إلى نشأة سوق عمان المالي والتطورات التي مر بها. كما تم استخدام المنهج الو [2] لفي التحليلي عند التعرض لمختلف المفاهيم المتعلقة بحوكمة الشركات وقرار الاستثمار. أما فيما يتعلق بالجانب التطبيقي من الدراسة ولغايات التو [2] ل إلى نتائج من خلاله، كان لابد من استخدام الأسلوب التحليلي بالاعتماد على الأساليب الإ [2] صائية والقياسية لتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة، وقد استخدمت الدراسة نماذج Panel أو ما يسمى ببيانات

السلاسل الزمنية المقطعية بغرض الإجابة على تساؤلات الدراسة و التوصل إلى إثبات فرضياتها أو نفيها.

## 10. عوائق الدراسة

كغيرها من الدراسات، واجهت الباحثة خلال إعدادها لهذا العمل مجموعة من الصعوبات والعراقيل من بينها:

- قلة الدراسات التي بحثت في العلاقة بين [لوكمة الشركات وقرار الاستثمار؛
- رغم توفر التقارير السنوية للشركات الصناعية الأردنية المدرجة، إلا أن عدم وضوحها من الجانب الشكلي خاصة ما يتعلق منها بنسب الملكية وعدد الأسهم، أجبرت الباحثة على اعتماد فترة الدراسة الممتدة بين 2010 و 2021؛

- عدم توفر التقارير على المعلومات المتعلقة باستقلالية مجلس الإدارة ولجنة التدقيق دفع الباحثة إلى اعتماد مؤشرات معينة لقياس [لوكمة الشركات.

## 11. خطة الدراسة

انطلاقاً من فرضيات الدراسة المصاغة والحاجة إلى تأكيدها أو نفيها، وبالتالي التوصل إلى الإجابة على الإشكالية المطروقة، تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول، فصلان نظريان وفصل تطبيقي.

يتناول الفصل الأول والذي جاء بعنوان الإطار النظري لحوكمة الشركات، كل ما يتعلق بهذا المفهوم، حيث يعرض المبحث الأول الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات من خلال العودة إلى نشأتها وتطورها وكذا إبراز أهم العوامل التي أدت إلى الاهتمام بها، إلى جانب مفهومها، أهميتها والأهداف المرجوة من تطبيقها. أما المبحث الثاني فسيفصل أهم النظريات المفسرة لحوكمة الشركات، فيما يتناول المبحث الثالث مبادئ الحوكمة التي أدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، إضافة إلى الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات. وسيتطرق الفصل الثاني إلى قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات من

خلال توضيح أبرز المفاهيم المتعلقة بكل من الاستثمار، عملية اتخاذ القرار، وكذا قرار الاستثمار الذي سيتم تعريفه وإبراز أهم خصائصه، أنواعه، ومراعاة اتخاذ إضافة إلى أبرز العوامل المؤثرة فيه، ليتم الانتقال بعدها إلى تحليل العلاقة التي تربط قرار الاستثمار بحوكمة الشركات من خلال تبيان تأثير كل من الشفافية، المساءلة وإدارة المخاطر في قرار الاستثمار، ثم التطرق لتأثير كل من خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية فيه.

ثم يأتي الفصل التطبيقي ليتم فيه إسقاط ما تناوله الفصلان النظريان على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة الممتدة بين 2010 و 2021، من خلال تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث، يتم في المبحث الأول التعريف بسوق عمان المالي وإلقاء نظرة على مسار حوكمة الشركات في الأردن وتطبيقاتها، ثم الكشف عن منهجية الدراسة التطبيقية من خلال المبحث الثاني باستعراض أدواتها والأساليب الموظفة لإنجازها، ليأتي المبحث الأخير عارضا أهم النتائج التي تم التوصل إليها، ثم مناقشتها، و لولا إلى إثبات فرضيات الدراسة أو نفيها.

الفصل الأول:  
الإطار النظري  
لحوكمة الشركات

---

لقد كان لسلسلة الانهيارات المالية والإفلاس الذي تعرضت له العديد من الشركات الكبرى على المستوى العالمي على غرار **Enron** و **Worldcom** آثارا سلبية كثيرة على مصالح المالكين والدائنين ومختلف الأطراف التي تربطها علاقة بالشركة. هذه المشكلات كانت نتيجة بعض الممارسات الإدارية والفساد الذي تغلغل داخل الشركات آنذاك، مما دفع بالعديد من الجهات الرقابية إلى محاولة إيجاد إجراءات تساعد في منع تكرار مثل تلك الانهيارات أو على الأقل الحد من آثارها .

وقد ظهرت <sup>2</sup>وكمة الشركات كنظام رقابي يسعى لحماية مصالح مالكي الشركات والأطراف الأخرى ذات المصلحة فيها الذين قد يتعرضون للاستغلال والتحايل بسبب فصل الملكية عن الإدارة في الشركات الحديثة، كما أن <sup>2</sup>وكمة الشركات تسعى لحماية الشركات من الممارسات اللامسؤولة التي قد تؤدي إلى الإضرار بأدائها مما قد يتسبب في إفلاسها. إضافة إلى أنها تعتبر <sup>2</sup>لدى مقومات الإدارة الحديثة التي تهدف إلى تقوية العلاقة بين إدارة الشركة وبقية الأطراف، ويمكن اعتبارها مؤشرا و دليلا على نزاهة الإدارة.

ومن أجل إبراز مفهوم <sup>2</sup>وكمة الشركات والوقوف على أهميتها والتنظير لها و <sup>2</sup>لولا إلى مبادئها وأهم ألياتها، تم تقسيم هذا الفصل والمعنون بالإطار النظري لحوكمة الشركات إلى ثلاثة مباحث، جاء أولها تحت عنوان ماهية <sup>2</sup>وكمة الشركات ويتناول أهم المباحث التي مر بها مفهوم <sup>2</sup>وكمة الشركات، تعريفها، أهميتها وأهم أهدافها. فيما يتناول المبحث الثاني أبرز النظريات المفسرة للحوكمة ، أما المبحث الثالث فيتم فيه الحديث عن مبادئ <sup>2</sup>وكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وأبرز الآليات الداخلية والخارجية للحوكمة .

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات

تزايد الاهتمام بموضوع <sup>2</sup>حوكمة الشركات <sup>2</sup>في استرعى اهتمام العديد من الباحثين والجهات الرقابية والحكومية على المستويين العالمي والمحلي في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على <sup>2</sup>مد سواء، خاصة في ظل التغيرات التي شهدتها الأنظمة الاقتصادية بتحولها نحو الرأسمالية الداعمة للخو <sup>2</sup>لصبة، المساعدة على بسط نفوذ الشركات الكبرى وتنميتها. كما كان للأزمات المالية وانهيارات الشركات في شرق آسيا وروسيا والولايات المتحدة دور كبير في ظهور <sup>2</sup>حوكمة الشركات واكتسابها للأهمية التي بلغتها .

### المطلب الأول: كرونولوجيا حوكمة الشركات وعوامل الاهتمام بها

يعود لفظ الحوكمة إلى كلمة إغريقية قديمة تعبر عن قدرة ربان السفينة الإغريقية ومهاراته في قيادة السفينة وسط الأمواج والأعما <sup>2</sup>ير والعوا <sup>2</sup>ف، وما يمتلكه من قيم وأخلاق نبيلة وسلوكيات نزيهة وشريفة، في الحفاظ على أرواح وممتلكات الركاب، ورعايته و<sup>2</sup>لمايته للأمانات والبضاعة التي عهدت إليه، وإيصالها إلى أصحابها ، ودفاعه عنها ضد القرا <sup>2</sup>لنة، وضد الأخطار التي تتعرض لها أثناء الإبحار، فإذا ما و<sup>2</sup>ل بها إلى ميناء الو <sup>2</sup>ول ثم عاد إلى ميناء الإبحار من مهمته سالماً، أطلق عليه التجار وخبراء البحار "القبطان المتحوكم جيداً" (Good Governer). ثم تطور وترعرع هذا المصطلح كما جاء بمعناه باللغة الانجليزية "Governance" مما دفع بعض الدول مثل ألمانيا وفرنسا إلى استخدام نفس المصطلح الانجليزي وبذات الحروف مع تغيير طريقة نطقها ولفظها، إلا أنه في عام 2003 أ <sup>2</sup>لدر مجمع اللغة العربية اعتماده للفظ " <sup>2</sup>حوكمة"، <sup>2</sup>فيث أكد في بيان له : "في رأينا أن الترجمة العربية ( <sup>2</sup>حوكمة) للمصطلح الإنجليزي ترجمة صحيحة مبنى ومعنى فهي أولاً جاءت وفق الصياغة العربية لمحافظة على الجذر والوزن، وهي ثانياً تؤدي إلى المعنى المقصود بالمصطلح الانجليزي وهو تدعيم مراقبة نشاط الشركة ومتابعة أداء القائمين عليها واعتماد هذا المصطلح بصورته تلك من شأنه أن يضيف جديداً إلى الثورة المصطلحية للغة العربية في العصر الحديث" ، ويعد مصطلح الحوكمة هو الترجمة المختصرة التي راجت للمصطلح ( Corporate

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

(Governance)، اما الترجمة العلمية لهذا المصطلح والتي اتفق عليها فهي "أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة"<sup>1</sup>.

### الفرع الأول: كرونولوجيا حوكمة الشركات

يعتقد الكثيرون أن حوكمة الشركات مفهوم جديد وهو اعتقاد خاطئ، لأن جذورها قديمة قدم الإنسان فالمفاهيم الأساسية المتعلقة بحوكمة الشركة تجاوز عمرها 400 سنة، أما المفاهيم الأكثر عمومية للحوكمة فهي أقدم من ذلك بكثير، وقد نوقشت لأكثر من 2000 عام. ومع ذلك فإن التسلسل الزمني يُظهر تصاعدا كبيرا في الاعمال والأبحاث في العقود الأخيرة<sup>2</sup>.

فبالرجوع إلى ما قبل الميلاد، سنة 500 ق م دعت النخب الكونفوشيوسية في الصين إلى تشكيل حوكمة تقوم على الأخلاق والفضيلة، كما سمحت روما لمواطنيها بالاستثمار في شركات الأعمال وقررت على معاقبة من يفشل من الشركات. ثم جاء الاسلام ليأمر بالإخلاص في اتباع مبادئ الشريعة التي تركز على السلوك الأخلاقي. و في سنة 1600 م قامت شركة الهند الشرقية بتنصيب مجلس إدارة لتكون بذلك أول شركة تقوم بالفصل الفعلي بين الملكية والإدارة. أما آدم سميث فقد نذر في كتابه "ثروة الأمم" من ضعف الرقابة على الإدارة وضعف الحوافز مبررا ذلك بأن المديرين الذين ليس لديهم ملكية في الشركة بالتأكد أقل اهتماما لشؤونها من مالكيها.

تشير الأدبيات الاقتصادية لحوكمة الشركات أن الاقتصاديين Berle and Means كانا من أوائل من تناول فصل الملكية عن الإدارة، وذلك في عام 1932 حيث أكدوا قدرة آليات حوكمة الشركات على سد الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري الشركة ومالكيها من جراء الممارسات اللامسؤولة التي من

<sup>1</sup> هشام عمر مودودي عبد، عزيزة بن سميحة، إدراج آليات المحاسبة عن زكاة الأموال ضمن لوائح الحوكمة بهدف تفعيل أداء الشركات، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 19-20 نوفمبر 2013، ص 74.

<sup>2</sup> Tarantino, A. **Governance, Risk, and Compliance Handbook: Technology, Finance, Environment, and International Guidance and Best Practices**, John Wiley & Sons, USA, 2008, p :7

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

الممكن أن تضرر بالشركة وبالصناعة ككل. وفي عام 1937 نشر Ronald Coase أول مقال يبين فيه طريقة التوفيق بين المالكين والمسيرين في الشركة<sup>1</sup>.

لا تقا وبالضبط في عام 1976 تطرق كل من Jensen and Meckling وبعدهما Oliver Williamson في عام 1979 إلى مشكلة الوكالة حيث أشاروا إلى تنمية دوث راع بالشركة ناتج عن الفصل بين الملكية والإدارة، وفي هذا السياق أكدوا على امكانية حل مشكلة الوكالة من خلال التطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات<sup>2</sup>.

أما في سنة 1987 فقد قام المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA) بتشكيل لجنة المنظمات الراعية (COSO) The Committee of Sponsoring Organization المعروفة باسم لجنة تريداوي Treadway Commission، والتي أدرت تقريرها المتضمن مجموعة من التويات الخا بتطبيق قواعد حوكمة الشركات وما يرتبط بها من دوث الغش والتلاعب في إعداد القوائم المالية، وذلك عن طريق وجود بيئة رقابية سليمة، لجان مستقلة للتدقيق وتدقيق داخلي أكثر موضوعية بشكل يدعو لضرورة الافصاح عن مدى فعالية الرقابة الداخلية<sup>3</sup>.

وقد جاء تقرير كادبوري الذي أدرته المملكة المتحدة سنة 1992 بعنوان الأبعاد المالية لحوكمة الشركات The Financial Aspects of Corporate Governance كرد فعل على انهيار شركتي Polly Peck و Maxwell ويعتبر أول قانون قول حوكمة الشركات في العالم. تلاه بعد ذلك تقرير كينغ The King Report الصادر بجنوب افريقيا سنة 1994، وتقرير بريدا Preda Report بإيطاليا سنة 1999، وفي نفس السنة لدر قانون الممارسات المثلى بالمكسيك Best Practices Law. أما في ألمانيا فقد لدر سنة 2002 قانون كون تراغ Kon Trag. كما كان انهيار شركتي Enron و World

<sup>1</sup> جميلة الجوزي، دور الحوكمة في جذب الاستثمار الاجنبي المباشر إلى الدول العربية، ورقة بحث مقدمة للمؤتمر الثاني قول: القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الاعمال الحديثة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 14-15 أبريل 2009، ص: 02.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص: 02.

<sup>3</sup> محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري-دراسة مقارنة-، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2006، ص: 12-13.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

Com في الولايات المتحدة الأمريكية سببا كافيا لإصدار قانون ساربنز أوكسلي Sarbanes Oxley سنة 2002 أيضا وهو قانون إلزامي للشركات المدرجة في بورصة نيويورك. من جهتها قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بإصدار مبادئ حوكمة الشركات التي اعتبرت ولا تزال تعتبر معيارا دوليا للالتزام بالحوكمة و أول اعتراف دولي رسمي بهذا المفهوم.

ثم في عام 2009 اقترح السيناتور تشارلز شومر من نيويورك تشريعا جديدا لكبح هذا المد من انهيار الحوكمة عرف باسم "وثيقة حقوق المساهمين" يشترط على الشركات أن تتبنى تغييرات إجرائية مصممة لإعطاء المساهمين تأثيرا أكبر على انتخابات أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم. تشمل هذه المتطلبات التحول نحو الانتخابات السنوية لجميع أعضاء مجلس الإدارة، وعدم السماح بتفاوت مدة العضوية لبعض الأعضاء، واعتماد معيار التصويت بالأغلبية (بدلا من التصويت الجمعي) الذي يتوجب فيه على الاعضاء في الانتخابات بالتزكية الاستقالة إذا لم يتحصلوا على أغلبية الأصوات، وإعطاء الحق لمساهمين مؤسستين معينين لتسمية مرشحي المجلس مباشرة في توكيل الشركة (الوصول للتوكيل)، وكذلك الفصل بين منصب رئيس المجلس والرئيس التنفيذي مع منح الحق للمساهمين في التصويت الاستشاري على تعويضات التنفيذيين<sup>1</sup>.

ويوضح الملحق رقم (1) أهم المحطات التي مرت بها حوكمة الشركات على المستوى العالمي.

هذا ويمكن تلخيص مراحل تطور ووضوح أبعاد حوكمة الشركات كما يلي:<sup>2</sup>

- التي مرّت على الكساد (ما بعد 1932)، شهدت هذه المرحلة بدء الاعتراف بعمق الفجوة بين الإدارة والملاك وتعارض المصالح بين الطرفين.

<sup>1</sup> ديفيد لاركر، بريان تيان، مسائل حوكمة الشركات نظرة فاحصة على الخيارات التنظيمية وتبعاتها، ترجمة: عبدالله بن نايف أبوثنين، مركز البحوث والدراسات، المملكة العربية السعودية، 2017، ص: 27، 28.

<sup>2</sup> عدنان بن سعيد بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، 2007، ص: 25-27.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- مرّلة ظهور نظرية الوكالة وضبط العلاقات (1976-1990)، تميزت ببروز العديد من الكتابات والأبحاث التي تهدف إلى تنظيم و ضبط العلاقات بين الملاك والإدارة من خلال نظرية الوكالة، وأكدت على أهمية تحديد الواجبات والمسؤوليات لكلا الطرفين.
- مع بداية التسعينات من القرن العشرين، تزايد الاهتمام بالحوكمة عندما اتجهت منظمة التجارة العالمية لوضع معايير تساعد الشركات التي تلتزم بها في تحقيق النمو والاستقرار ودعم قدراتها التنافسية للعمل عبر الحدود الدولية.
- بدء ظهور إ ّلالح الحوكمة (1996- 2000)، والذي كان نتيجة لتزايد الدراسات التي تبحث في أسباب انهيار الشركات العالمية أو اخفاقها في تحقيق أهدافها أو سوء الممارسات الادارية بها واهدار استغلال الامكانيات والموارد، مما استدعى ّلياغة بعض المبادئ العامة للحوكمة.
- قيام منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بإ ّلدار مجموعة من المبادئ لحوكمة الشركات.
- على ضوء ما تم ا ّلداره من المنظمات والهيئات الدولية من معايير بشأن ّلوكمة الشركات، سعت العديد من الهيئات و الاتحادات المهنية والتي كان أغلبها محاسبيا لوضع معايير تهدف لتحقيق أهداف الحوكمة.
- مرّلة التأكيد على ّلتنمية الحوكمة (2001- 2004)، وفي هذه المرّلة كان التركيز على ضرورة توثيق ّلوكمة الشركات، ّليث بذلت جهود جبارة من طرف OECD ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي لمعالجة الفساد المالي والاخلاقي الذي مس العديد من الشركات الكبرى، وذلك بإ ّلدار مجموعة من القواعد العامة والأساسية لدعم الحوكمة في منظمات الاعمال.

### الفرع الثاني: عوامل الاهتمام بحوكمة الشركات

هناك العديد من العوامل والأسباب التي أدت إلى الاهتمام بحوكمة الشركات منها:<sup>1</sup>

- انعدام أسلوب ممارسة سلطة الإدارة الرشيدة: مما يمكن القائمين على الشركة من الداخل سواء كانوا أعضاء مجلس الإدارة أو الإدارة أو كبار الموظفين من نهب الشركة أو المال العام على حساب المساهمين والدائنين وعموم الجمهور.
- سوء الإدارة: لعجز الشركة عن المنافسة وخروجها من الأسواق تماما وذلك لعدم قدرتها على جلب رؤوس أموال كافية.
- افتقاد الشفافية والوضوح والدقة في الحسابات الختامية للشركات والمشروعات: تجعل المستثمرين غير قادرين على اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح.
- الحوكمة وآليات الإدارة الرشيدة ضرورية ومهمة سواء بالنسبة للاقتصاد الكلي أو الشركات العامة، وكذلك الخفاضة ووضع هيكل يسمح بقدر من الشفافية والحرية في ظل سلطة القانون.
- تنبع الحاجة إلى ممارسة الحوكمة أو سلطة الإدارة الرشيدة للفصل بين الملكية وإدارة الشركات العامة.
- تساهم حوكمة الشركات في تقليل المخاطر وتحسين الأداء، و زيادة ثقة جمهور المستثمرين في عملية الخصخصة، وزيادة عددهم في البورصات وأسواق المال، كما تساعد حوكمة الشركات في تحقيق أفضل عائد للدولة.

<sup>1</sup> مصطفى هارون عز الدين، الشريف بكر أحمد مسين، آليات حوكمة الشركات ودورها في تحقيق فاعلية التحفظ المحاسبي، مجلة العلوم الإدارية، جامعة افريقيا العالمية، العدد(3)، جوان 2019، ص:26

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

هذا وقد كان للعديد من العوامل التي ارتبطت بالمناخ الاقتصادي في الدول الغربية مساهمة دورا

كبيرا في بروز مفهوم [2] حوكمة الشركات نذكر منها:<sup>1</sup>

- منع انفجار الأزمة المالية الآسيوية في عام 1997 ، ونظرة العالم الجديدة إلى [2] حوكمة الشركات والأزمة المالية المشار إليها والتي ولدت أكبر أزمة للثقة في المؤسسات والتشريعات التي تنظم نشاط الأعمال والعلاقات فيما بين منشآت الأعمال والحكومة.
- لقد برزت عديد المشاكل في خضم الأزمة تتضمن عمليات ومعاملات الموظفين والأقارب والأ [2] دقاء بين منشآت الأعمال والحكومة، [2] وصلت إثرها الشركات على مبالغ هائلة من القروض في نفس الوقت الذي [2] ر [2]ت فيه على عدم معرفة المساهمين بذلك، وإخفاء هذه القروض من خلال طرق ونظم محاسبية مبتكرة.
- مع تصاعد قضايا الفساد الشهيرة في كبريات الشركات الأمريكية مثل Enron وغيرها بدأ الحديث عن [2] حوكمة الشركات، [2] يث أن القوائم المالية لهذه الشركات لا تعبر عن الواقع الفعلي لها، و كان ذلك بالتواطؤ مع كبرى الشركات العالمية الخا [2]ة بالمراجعة والمحاسبة وهو ما جعل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية تصدر مجموعة من الارشادات بشأن [2] حوكمة الشركات بشكل عام.
- وقد زادت [2]دة الدعوة إلى [2] حوكمة الشركات نظرا لممارسات الشركات متعددة الجنسيات في اقتصاديات العولمة؛ [2] يث تقوم على الاندماج بين الشركات من أجل السيطرة على الأسواق العالمية. فرغم وجود الآلاف من الشركات متعددة الجنسية، إلا أننا نجد مثلا 100 شركة فقط هي التي تسيطر على التجارة على مستوى العالم من خلال ممارساتها الا [2]تكارية.
- مما سبق يمكن القول بأن أهم مبررات ظهور [2] حوكمة الشركات تتلخص في عدم الافصاح الكامل والشفافية فيما يتعلق بالمعلومات المالية والمحاسبية للعديد من الشركات خا [2]ة في أسواق رأس المال.
- و [2]لص الإدارة في كثير من الأ [2]يان على عدم إطلاع المساهمين على كثير من أنشطتها و إخفاء الديون

<sup>1</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي، حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، الاكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، 2020، ص:13.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

من خلال طرق ونظم محاسبية مبتكرة. إضافة إلى اكتشاف تلاعب الشركات بقوائمها المالية و كذا أخطاء في إعلانات الأرباح، و أزمة الثقة في الشركات والتشريعات التي تنظم نشاط الأعمال وضبط العلاقات بين الشركات والحكومة، وعدم الثقة في بعض أعضاء مجالس الإدارات والمسؤولين التنفيذيين لبعض الشركات.

بعد التعرف على أهم المراحل التي مرت بها حوكمة الشركات أثناء ظهورها، والتطرق إلى أبرز الأسباب التي أدت إلى نشأتها، نأتي الآن إلى توضيح مفهوم حوكمة الشركات.

### المطلب الثاني: مفهوم حوكمة الشركات

سيتم في هذا المطلب إلقاء الضوء على أبرز تعريفات حوكمة الشركات الصادرة عن أهم الهيئات الدولية وبعض الباحثين الاقتصاديين في مجال الادارة المالية، إضافة إلى أهم محدداتها.

### الفرع الأول: تعريف حوكمة الشركات

لا يوجد تعريف موحد ومتفق عليه لمصطلح حوكمة الشركات حيث تختلف التعاريف باختلاف الجهات التي أدرتها، فهي اقتصاديا تلك الآلية التي تساعد الشركة في الحصول على التمويل و تضمن تعظيم قيمة الشركة في الأجل الطويل. أما قانونيا فهي العلاقة التعاقدية بين المساهمين وأصحاب المصالح من جهة، والمديرين من جهة أخرى حيث تحدد لكل طرف واجباته و حقوقه. أما إذا تم النظر إليها من جانب اجتماعي أخلاقي يركز على المسؤولية الاجتماعية فسوف يلاحظ أن حوكمة الشركات تهتم بحماية حقوق الأقلية من المساهمين إضافة إلى سعيها لتحقيق التنمية الاقتصادية و حماية البيئة. وفي هذا الصدد تسابقت العديد من الجهات المهتمة بالمصطلح من اقتصاديين، أكاديميين، ومؤسسات دولية وغيرها إلى إعطاء تعريفات مختلفة لحوكمة الشركات، نورد البعض منها كما يلي:

عرفها (Jensen and Meckling, 1976) بأنها: "مجموعة من المبادئ التي تجعل إدارة الشركة

تتصف بالشفافية تجاه المساهمين بشكل خاص وأصحاب المصلحة بشكل عام"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Jensen M.C and Meckling W. H, (1976), **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics, n°. 3, pp. 305-360

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

عُرف (Shleifer and Vishny, 1997) <sup>2</sup> بحوكمة الشركات بأنها: "الأليات التي تتعامل مع مصادر تمويل (المساهمين، الدائنين) الشركات و ضمان <sup>2</sup> حصولهم على عائد مناسب على استثماراتهم، و تركيز على تحفيز المديرين من أجل تحقيق عائدات أفضل للمساهمين"<sup>1</sup>.

كما عُرفها (Demirag et al, 2000) بأنها: "مجموعة من العلاقات التعاقدية التي تربط بين إدارة الشركات والمساهمين وأصحاب المصالح فيها، وذلك عن طريق الإجراءات والأساليب التي تستخدم لإدارة شؤون الشركة وتوجيه أعمالها من أجل ضمان تطوير الأداء والإفصاح والشفافية والمساءلة بها، وتعظيم فائدة المساهمين على المدى الطويل مع مراعاة مصالح الأطراف المختلفة"<sup>2</sup>.

أما <sup>2</sup>فقد عُرفها بأنها: "النظام الذي يتم من خلاله توجيه أعمال المنظمة ومراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والشفافية"<sup>3</sup>. من جهته عُرفها سليمان بأنها: "مجموعة من القواعد والحوافز التي تقتدي بها إدارة الشركات لتعزيز ربحية الشركة و قيمتها على المدى البعيد لصالح المساهمين"<sup>4</sup>.

فيما عُرفها القطاونة بأنها: "القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وبين الممولين وأصحاب المصالح من ناحية أخرى، لكي يضمن الممولون <sup>2</sup> حسن استغلال الإدارة لأموالهم وتعظيم ربحية وقيمة أسهم الشركة على المدى الطويل، وتحقيق الرقابة الفعالة على الإدارة"<sup>5</sup>.

أيضا تعتبر كل من (Amarneh and Yasseen, 2013) بأن <sup>2</sup>حوكمة الشركات تمثل: "الهيكل الذي يجري من خلاله مراقبة سلوك المديرين التنفيذيين للشركات وتوجيهه في مجالات مختلفة

<sup>1</sup> Shleifer A .and Vishny R. (1997), A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance, LII (2), pp.737-783.

<sup>2</sup> Demirag, I. et al, (2000). Corporate Governance: Overview and Research Agenda, British Accounting Review, n°.32, pp. 341-354.

<sup>3</sup> طارق عبد العال <sup>2</sup>فاد، حوكمة الشركات (المفاهيم-المبادئ-التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005، ص: 03.

<sup>4</sup> محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، 2006، ص: 15

<sup>5</sup> ايمن سليمان القطاونة، مدى تو افر ابعاد وخصائص الحاكمة المؤسسية وأثرها في دافعية العمل في البنوك التجارية العاملة في الاردن، مجلة العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 1، 2011، ص: 102-76.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

كأداة المالية التي يتم تطبيقها من قبل مجلس الإدارة والمستثمرين، كما يمكن أن يمتد تأثير <sup>1</sup>حوكمة الشركات ليشمل الجوانب الإدارية المختلفة للشركة<sup>1</sup>.

أما بالنسبة لمؤسسة التمويل الدولية (IFC) فتعتبر أن <sup>2</sup>حوكمة الشركات الرشيدة هي: "تلك الهياكل والعمليات التي يتم من خلالها توجيه الشركات والمصارف والرقابة عليها، والتي تساعد الشركات على العمل بكفاءة أكبر، وتسهل عليها الوصول إلى رأس المال، وتخفف من المخاطر التي من المحتمل أن تتعرض لها، كما تحميها من سوء الإدارة"<sup>2</sup>، ويختصر هذا التعريف <sup>3</sup>حوكمة الشركات في وجود أنظمة تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر على الأداء، إضافة إلى مقومات تقوي الشركة على المدى البعيد.

<sup>4</sup>وعرفها معهد المدققين الداخليين (IIA) على أنها: "العمليات التي تتم من خلال الاجراءات المستخدمة من ممثلي أصحاب المصالح من أجل توفير إشراف على إدارة المخاطر ومراقبة المؤسسات والتأكيد على كفاية الضوابط لإنجاز الأهداف والمحافظة على قيمة المؤسسة من خلال أداء الحوكمة فيها"<sup>3</sup>.

كما عرفها البنك الدولي بأنها: "الحالة التي من خلالها يتم إدارة الموارد الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع بهدف التنمية"<sup>4</sup>.

ولعل من أكثر التعريفات التي لاقت قبولا وانتشارا دوليا هو التعريف الصادر عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD، <sup>5</sup>يث عرف المنظمة <sup>6</sup>حوكمة الشركات على أنها: "مجموعة العلاقات ما بين إدارة الشركة، مجلس إدارتها، مساهمها، والجهات الأخرى التي لها اهتمام بالمؤسسة (أصحاب

<sup>1</sup> Amarnah. A and Yasseen H, (2013), **Corporate Governance and Leverage: Evidence from Jordanian Stock Market**, Research Journal of finance and accounting, vol.4, n°.19, p.29.

<sup>2</sup> International Finance Corporation (IFC), **Success stories in Europe and Central Asia**, 2015, p.10.

<sup>3</sup> The Institute of Internal Auditors, **The Lessons that lie Beneath, Tone at The Top**, USA, February 2002, p 02.

<sup>4</sup> مجدي محمد سامي، دور لجان المراجعة في <sup>7</sup>حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية، المجلد 46، العدد 02، 2009، ص:15.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

المصالح)، كما انها تبين الآلية التي توضح من خلالها أهداف الشركة والوسائل اللازمة لتحقيق تلك الأهداف ومراقبة تحقيقها<sup>1</sup>.

نخلص إلى أن الحوكمة الجيدة هي التي توفر لكل من مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية الحوافز المناسبة للوقوف إلى الأهداف التي تصب في مصلحة الشركة، وتسهل عملية الرقابة مما يساعد على استغلال مواردها بشكل أفضل<sup>2</sup>.

مما سبق، يمكن القول بأن حوكمة الشركات هي تلك النظم التي تنسق العلاقات بين الأطراف الأساسية في الشركة من المساهمين (المالكين)، الدائنين، أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية بهدف تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حوكمة مساءلة إدارة الشركة من طرف المساهمين لضمان حوكمتهم والتأكد من أن الشركة تسير نحو تحقيق أهدافها.

كما يمكن ملاحظة أن هناك أربعة أطراف رئيسة تتأثر وتتوثر في التطبيق السليم لحوكمة الشركات، وتحدد إلى درجة كبيرة مدى النجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد وهذه الأطراف هي:

1- المساهمون: يقوم المساهمون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق امتلاكهم للأسهم وتعظيم قيمة الشركة على المدى البعيد، الأمر الذي يؤثر على مدى استمراريتهما مقابل حصولهم على الأرباح المناسبة لاستثماراتهم، فعدم الحصول على أرباح مجدية قد يقلص رغبة المساهمين في زيادة أنشطة الشركة مما يؤثر على مستقبلها. ويملك المساهمون الحق في تعيين أعضاء مجلس الإدارة الذين يرون أنهم مناسبين لحماية حوكمتهم إذ أنه يمكن تحقيق أهداف المساهمين بالاختيار الجيد لأعضاء الإدارة العليا<sup>3</sup>.

2- مجلس الإدارة: وهم من يمثلون المساهمين و أيضا الأطراف الأخرى مثل أصحاب المصالح، ويقوم مجلس الإدارة باختيار المديرين التنفيذيين والذين يوكل إليهم سلطة الإدارة اليومية لأعمال

<sup>1</sup> اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، دليل استرشادي حول قواعد حوكمة الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية، دبي، 2017، ص:4

<sup>2</sup> مجلس النقد والتسليف، دليل الحوكمة لدى المصارف الاسلامية العاملة في الجمهورية العربية السورية، مصرف سورية المركزي،

الجمهورية العربية السورية، 2009-4-1، ص:1.

<sup>3</sup> محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص:18

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

الشركة بالإضافة إلى الرقابة على أداءهم، كما يقوم مجلس الإدارة برسم السياسات وكيفية المحافظة على حقوق المساهمين<sup>1</sup>.

ويضطلع مجلس الإدارة بنوعين من الواجبات أثناء أداءه لمهامه هما واجب العناية اللازمة والذي يتطلب اليقظة والحذر، و بذل الجهد والحرص والعناية اللازمة في اتخاذ القرار، مع وجوب توفر ما يكفي من الانظمة والاجراءات السليمة والتزام الشركة بها، هذا إلى جانب واجب الاخلاص في العمل الذي يشمل المعاملة المتساوية للمساهمين والأطراف ذوي المصالح ووضع سياسات مناسبة للرواتب والمكافآت<sup>2</sup>.

3- الإدارة: هي المسؤولة عن الإدارة الفعلية للشركة و تقديم التقارير الخا<sup>3</sup>ة بالأداء إلى مجلس الإدارة، وتعتبر إدارة الشركة هي المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها بالإضافة إلى مسؤولياتها اتجاه الإفصاح و الشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين، بسبب كل هذا يجب الحرص على اختيار أفراد الإدارة بعناية لأنهم<sup>4</sup> لقة الو<sup>5</sup>ال بين المساهمين وبقية الأطراف في الشركة وهم من يسهرون على تنفيذ رغبات المساهمين ومجلس الإدارة<sup>3</sup>.

4- أصحاب المصالح: هم أطراف تربطهم مصالح بالشركة كالدائنين والموردين والموظفين، قد تكون هذه المصالح متعارضة ومختلفة في بعض الأحيان. وجود هذه الأطراف ضروري فهي التي تقوم بأداء المهام التي تسمح للشركة بالإنتاج وتقديم السلع والخدمات، فمن دونها لا يكون بإمكان الإدارة ولا<sup>6</sup>تى مجلس الإدارة والمساهمين تحقيق أهداف الشركة. لذا يجب التعامل معها بدرجة عالية من الدقة والحرص<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> رشيد دريس، دور الحوكمة في إدارة المخاطر، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن<sup>7</sup>ول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة<sup>8</sup>سيية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 19-20 نوفمبر 2013، ص: 212.

<sup>2</sup> محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص: 18.

<sup>3</sup> رشيد دريس، مرجع سابق، ص: 212.

<sup>4</sup> جميلة خرخاش، أثر تطبيق حوكمة الشركات في تفعيل أنظمة الرقابة الداخلية لدى البنوك التجارية الجزائرية-دراسة استشرافية، أطرو<sup>9</sup>ة دكتوراه، تخصص: بنوك، مالية ومحاسبة، جامعة المسيلة، 2018، ص: 54.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

إذن فوجود الشركة واستمرارها مرهون بعدة أطراف تربطهم علاقات ببعضهم البعض،<sup>1</sup> حيث يقوم المساهمون بتوفير رؤوس الأموال، فيما يسهر مجلس الإدارة على تمثيل المساهمين داخل الشركة وضمان حقوقهم وهو<sup>2</sup> لفة الو<sup>3</sup> التي تربطهم بالإدارة التي تتمثل مهمتها في ضمان السير الحسن لأعمال الشركة، وأخيرا نجد أصحاب المصلحة من دائنين، عملاء، موظفين، وموردين... والذين لا يمكن للشركة الاستمرار دونهم.

كما يمكن بالرجوع إلى التعاريف التي تناولت<sup>4</sup> حوكمة الشركات تحديد خصائصها كما يلي:<sup>1</sup>

- الشفافية : التي تضمن الثقة والنزاهة والموضوعية في اجراءات إدارة الشركة والإفصاح السليم وفي الوقت المناسب، عن الموضوعات المهمة كلها المتعلقة بالشركة كالمركز المالي، الأداء،<sup>5</sup> حقوق الملكية، و<sup>6</sup> حوكمة الشركات. وتكفل هذه الخا<sup>7</sup>ئية إيصال المعلومات المحاسبية والإفصاح المالي وغير المالي. ويجب أن تكون المعلومات المفصح عنها إلى كل الأطراف ذات المصلحة صحيحة، واضحة وكاملة، مما يتيح لهذه الأخيرة إعداد تحليل مفيد لوضعية الشركات.
- المساءلة: وتعني محاسبة متخذي القرارات في الشركة، أو الذين ينفذون الأعمال، عن نتائج قراراتهم وأعمالهم تجاه الشركة والمساهمين و إيجاد آلية لتحقيقها.
- المسؤولية: وتكون بتوفير هيكل تنظيمي واضح يحدد نقاط السلطة والمسؤولية، ومحاسبة مجلس الإدارة و متخذي القرارات عن مسؤوليتهم تجاه الشركة والمساهمين. إضافة إلى وجود نظام فعال للرقابة الداخلية،<sup>8</sup> حيث تعمل الشركة في إطار أنظمة وقوانين ولوائح تنظيمية تتم مراجعتها بشكل دوري، كما يجب أن يتوفر نظام سلوك أخلاقي ومهني فعال.
- الوضوح : أي وضوح القوائم المالية والابلاغ المالي، ونظرا لأن إعداد التقارير المالية من مسؤولية إدارة الشركة فإنه من الواجب على مجلس إدارة الشركة اتخاذ الخطوات التي تضمن وضوح

<sup>1</sup> مها محمود رمزي ربحاوي، الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين والتعليمات (حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 24، العدد الأول، 2008، ص: 97، 98.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

وشفافية هذه القوائم والإيضاحات المتعلقة بها، ولغرض تحقيق هذا الهدف يجب على الإدارة وعن طريق لجنة التدقيق أن تتحرى الفهم العام للقوائم المالية.

- الاستقلالية: وهي الآلية التي تقلل أو تلغي تضارب المصالح مثل الهيمنة من رئيس قوي للشركة أو مساهم كبير على مجلس الإدارة، وهذه الآلية تبدأ من كيفية تشكيل المجالس، وتعيين اللجان، إلى تعيين مدقق خارجي مستقل كفاء مؤهل، يقوم بممارسة عمله بما تقتضيه الأتول المهنية في عملية المراجعة، ويقدم تأكيدات خارجية بأن القوائم المالية تمثل بصدق المركز المالي وأداء الشركة.

- العدالة: وتتمثل في ضمان معاملة متساوية للمساهمين كافة بمن فيهم مساهمو الأقلية والمساهمون الأجانب وإدراج نصوص خاصة بحماية مساهمي الأقلية في النظام الأساسي للشركة، والاعتراف والافصاح عن حقوق كل الأطراف ذات المصالح التي ينشئها القانون.

- الانضباط: أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح، وتحقق هذه الآلية بوجود عدة مقومات منها وجود الحافز لدى الإدارة في الالتزام بالأعمال الرئيسية المحددة وتزويد المساهمين بمعلومات صحيحة وكذا التقييم السليم لحقوق الملكية ورأس المال، وتوزيع الفائض من النقد على المساهمين واستخدام الديون لعمليات التوسع في المشاريع التي تعود بالعائد على الشركة<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: محددات حوكمة الشركات

<sup>2</sup>تتحقق حوكمة الشركات الأهداف التي وُجِدَت من أجلها، كان لابد من توفر مجموعة من المحددات الخارجية و الداخلية نلخصها فيما يلي:

1- المحددات الخارجية: وتشير إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة ممثلاً في:

- القوانين واللوائح المنظمة للنشاط الاقتصادي كقوانين سوق المال وقوانين الشركات والقوانين المتعلقة بتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية والافلاس؛

<sup>1</sup> جون سوليفان وآخرون، حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرين، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2003، ص: 65.  
<sup>2</sup> عبد العظيم بن محسن الحمدي، حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، دار الكتب الوطنية، صنعاء، اليمن، 2020، ص: 45، 46.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- كفاءة القطاع المالي (البنوك وسوق المال) في توفير التمويل اللازم للمشروعات بما يشجع الشركات على التوسع والمنافسة الدولية؛
- كفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة) في إكمال الرقابة على الشركات بهدف ضمان دقة وسلامة المعلومات والبيانات المنشورة، إضافة إلى وضع عقوبات مناسبة لحالات عدم الالتزام و ضمان تطبيقها؛
- إضافة إلى بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة (كالجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية وغيرها). وأيضا المؤسسات الخاصة للمهنة الحرة (كمكاتب المحاماة والمراجعة والاستشارات المالية والاستثمارية).
- دور المؤسسات غير الحكومية كجمعيات المحاسبين والمراجعين ونقابات المحامين في ضمان التزام أعضائها بالنواحي السلوكية والمهنية والأخلاقية، والتي تضمن عمل الأسواق بكفاءة ويضمن توفر هذه المحددات تنفيذ القوانين والقواعد التي تحرص على حسن إدارة الشركة وتقلل من التعارض بين العائدين الاجتماعي والخاص.
- 2- المحددات الداخلية: وتشمل القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات والمهام داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدي توفرها وتطبيقها إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة، وهو ما سيؤدي في نهاية المطاف إلى زيادة الثقة في الاقتصاد القومي، ورفع قدرة سوق العمل على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، إضافة إلى العمل على ضمان حقوق الأقلية و لغار المستثمرين<sup>1</sup>.
- تجدر الإشارة إلى أن المحددات سالف الذكر تتأثر بدورها بعدة عوامل ترتبط بالنظام السياسي والاقتصادي للدولة وثقافتها، إضافة إلى بعض الخصائص التي تميز الأفراد كالمستوى

<sup>1</sup> مدّت محمد محمود أبو النصر، الحوكمة الرشيدة فن إدارة المؤسسات عالية الجودة، المجموعة العربية للنشر، القاهرة، مصر،

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

التعليمي والوعي لديهم والتي تختلف من دولة إلى أخرى، أي أنه لا يوجد نظام متفق عليه وموحد يتم تطبيقه في جميع الدول ويؤدي إلى تحقيق نفس النتائج.

### المطلب الثالث: أهمية وأهداف حوكمة الشركات

تكتسي حوكمة الشركات أهمية بالغة بالنسبة للشركات في المقام الأول كما تسعى هذه الأخيرة إلى تحقيق العديد من الغايات من خلالها.

### الفرع الأول: أهمية حوكمة الشركات

اكتسبت حوكمة الشركات أهميتها منذ انفجار الأزمة المالية الآسيوية والتي كانت أزمة ثقة في المؤسسات والتشريعات التي تنظم العلاقات بين منشآت الأعمال والحكومة، والتي تعود أسبابها إلى ظهور عمليات ومعاملات غير صحيحة لموظفين وأقارب وأصدقاء، إضافة إلى وصول بعض الشركات على مبالغ هائلة من الديون قصيرة الأجل دون إعلام أو معرفة المساهمين بذلك من خلال اتباع نظم وطرق محاسبية مضللة ومبتكرة<sup>1</sup>.

ولأن حوكمة الشركات تقوم على تحديد العلاقة بين مجموعة من الأطراف كالمستثمرين، مجالس الإدارة، المديرين، حملة الأسهم وغيرهم، فإنها تكتسي أهمية بالغة بالنسبة للشركات المساهمة، ولعل أكبر دليل على ذلك الأزمات والفضائح التي شهدتها الشركات الأمريكية في بداية الألفية الثانية بداية بشركة Enron التي كانت أسهمها تباع في بداية عام 2000 بما يزيد عن 90 دولارا للسهم الواحد وقد استخدمت الشركة ما يعرف بمصطلح الـ Special Purpose Entities (Special Purpose Entities) بهدف الوال إلى سوق المال والالتقاء من المخاطر، وترتب على ذلك انخفاض قيمة الأوال الذي جعلها تتحمل التزامات أكبر بإدار أسهم إضافية مما أدى إلى انخفاض قيمة

<sup>1</sup> العياشي زرار، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية للشركات، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة: واقع، رهانات و آفاق، جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي، 7-8 ديسمبر 2010، ص:07.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

أسهمها. وفي نهاية عام 2001 أفصحت الشركة عن خسائر في الربع الثالث وعلى أثرها انخفضت قيمة

السهم إلى 33 دولار وتوالى خسائر الشركة لتبلغ 600 مليون دولار ما دفع بها إلى إعلان الإفلاس<sup>1</sup>.

ومن بين الأسباب التي أدت بالشركات إلى تطبيق مبادئ الحوكمة هو عزوف الجهات المقرضة والمانحة للتبرعات والتمويل عن التعامل مع الشركات التي لا تطبق مبادئ<sup>2</sup> حوكمة الشركات مما قد يحد من فرص هذه الأخيرة في الحصول على التبرعات والتمويل، طالما أن بعض المانحين يؤمنون بأن الشركات التي ليس لها هيكل<sup>3</sup> حوكمية أكثر عرضة لخطر الفشل و الانهيار بسبب ضعف المحاسبة فيها<sup>2</sup>.

كما يمكن لحوكمة الشركات تغيير العلاقة بين مجتمع الأعمال والدولة في الأسواق الناشئة وذلك بتركيزها على الشفافية ونبذها للمحاباة والمحسوبية ما يجعل التبادل الحر بين القطاع الخاص والحكومة سهلاً. أيضاً تساهم<sup>4</sup> حوكمة الشركات في بناء أساس متين للنمو الاقتصادي، وخلق الوظائف، وتوجيه القطاع الخاص نحو الحد من الفقر، وذلك بمساعدتها للدول على جذب الاستثمار، وتسهيل الا<sup>5</sup> الاح المؤسسي و تقليص فرص الفساد، وزيادة التنافسية والتركيز على ضمان<sup>6</sup> حقوق<sup>7</sup> لغار المساهمين<sup>3</sup>.

كما تكمن أهمية<sup>8</sup> حوكمة الشركات أيضاً في أن:<sup>4</sup>

- التطبيق السليم لقواعد الحوكمة يحسن من أداء السهم، ويساهم في تعظيم الربحية، كما ينمي الثقة لدى المستثمر و<sup>9</sup> لمة الأسهم، ويزيد من قدرة الشركات على المنافسة في الأجل الطويل بالاعتماد على ما تتمتع به هذه الشركات من الشفافية في معاملاتها، وممارساتها المحاسبية واتباعها المراجعة المالية في جميع عملياتها بما يعزز ثقة المستثمرين.

<sup>1</sup> بتول محمد نوري، علي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد2، العدد2، 2011، ص:30.

<sup>2</sup> راشيل بلاكمان، روتس10: حوكمة المؤسسات، ترجمة: وجدي وهبة، مؤسسة تيرفند للتنمية، 2006، ص: 06.

<sup>3</sup> الكسندر شكولينكوف، أندرو ولسون، من شركات مستدامة إلى اقتصادات مستدامة: حوكمة الشركات كأداة تنمية، مركز المشروعات الدولية الخا<sup>10</sup>ة، مصر الجديدة، القاهرة، ص: 05، تاريخ الاطلاع 2024/3/20 على الرابط:

<https://www.transparency.org.kw.au-ti.org/upload/books/30.pdf>

<sup>4</sup> عمار بن عيشي، سامي عمري، تطبيق قواعد الحوكمة وأثره على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية: دراسة حالة شركات المساهمة الجزئية - حالة ولاية بسكرة-، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول<sup>11</sup> قول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة: واقع، رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 7-8 ديسمبر 2010، ص: 05.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- التزام الشركات بمبادئ الحوكمة يزيد من قدرتها في الحصول على التمويل الذي تحتاجه، ويخفض تكاليف رأس المال، ويحقق أداء أفضل، ويساعد على ضمان معاملة جيدة لمختلف الأطراف أصحاب المصالح.

- حوكمة الشركات توفر الحماية لأصحاب المصالح، وتضمن حقوقهم وخاتمة الأقلية منهم.

- بإمكان الشركات التي تطبق آليات الحوكمة أن تتوصل لحل مشكلة الوكالة والتخفيض من تكاليفها.

من جهة أخرى، تساعد حوكمة الشركات على الاستخدام الكفء للمصادر داخل الشركة وعلى مستوى الاقتصاد ككل، كما تساعد في ضمان التزام الشركة بالقوانين والتعليمات وتطلعات المجتمع، وفي الرقابة على المديرين في استخدامهم لأصول الشركة، إضافة إلى دعم الجهود المبذولة للحد من الفساد<sup>1</sup>.

مما سبق فإنه لا يمكن إغفال أهمية ضرورة الالتزام بحوكمة الشركات لكل من المساهمين، الشركات، الدول والاقتصاد على حد سواء.

### الفرع الثاني: أهداف حوكمة الشركات

تسعى الحوكمة إلى تحقيق عدد من الأهداف أهمها:<sup>2</sup>

- الشفافية: تعتبر الشفافية من المفاهيم الحديثة والمتطورة في الحوكمة، والتي يجب على الإدارة الواعية الأخذ بها لما لها من أهمية تعود على الشركة والأطراف المعنية بها. ويقصد بالشفافية الانفتاح والتخلي عن الغموض والسرية والتضليل، وجعل كل شيء قابلاً للتحقق والرؤية السليمة.

<sup>1</sup> محمد تقوروت، رشيد بوحجر، دور الحوكمة في الإصلاح الإداري والتعليمي للمؤسسات الجامعية، ورقة بحث مقدمة إلى المنتدى الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سيدي بن بوعلي، الشلف، 19-20 نوفمبر 2013، ص: 66.

<sup>2</sup> أساسيات الحوكمة: مصطلحات ومفاهيم، سلسلة النشرات التثقيفية لمركز أبوظبي للحوكمة، غرفة أبوظبي، ص: 11، 10، تاريخ

الإطلاع: 2024/02/13، على الرابط: [https://arabgovernance.net/?page\\_id=468](https://arabgovernance.net/?page_id=468)

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- المساءلة: يحق للمساهمين مساءلة الإدارة التنفيذية عن أداؤها وهذا <sup>2</sup>ق يضمنه لهم القانون وأنظمة الحوكمة. كما تضمن المساءلة مسؤولية الإدارة التنفيذية أمام مجلس الإدارة ومسؤولية المجلس أمام المساهمين.
  - المسؤولية: تهدف أنظمة الحوكمة إلى رفع الحس بالمسؤولية لدى طرفي الإدارة (مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية) وأن يلتزم كل عضو من أعضاء مجلس الإدارة بدرجة عالية من الأخلاق المهنية، كما تقر المسؤولية بالحقوق القانونية للمساهمين وتشجع التعاون بين الشركة والمساهمين في أمور عدة منها الربح وتوفير فرص العمل وتحقيق الاستدامة الاقتصادية.
  - المساواة: والمقصود بها هنا المساواة بين <sup>2</sup>غفار المستثمرين وكبارهم، كما يقصد بها المساواة بين المستثمرين المحليين والأجانب على <sup>2</sup>د سواء.
- هذا وتساهم الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات في جذب الاستثمارات ودعم الأداء الاقتصادي والقدرة على المنافسة في المدى الطويل، إضافة إلى <sup>2</sup>إكام الرقابة على أداء الشركات من خلال تحقيق ما يلي:<sup>1</sup>
- تحسين الإدارة في الشركة والمساهمة في تطوير الاستراتيجيات ورفع كفاءة الأداء.
  - إمكانية مراجعة الأداء المالي للشركة و استغلال أموالها بكفاءة من خلال تكامل نظم المحاسبة والمراجعة.
  - منع المتاجرة بالسلطة في الشركة و يكون ذلك بوجود هياكل إدارية يمكن من خلالها مساءلة الإدارة من طرف المساهمين.
  - <sup>2</sup>إماية المساهمين وتعظيم قيمتهم عن طريق تبني معايير الشفافية في التعامل معهم.
  - محاسبة الإدارة بهدف محاربة الفساد.
  - العدالة والشفافية في معاملات الشركة ومنح <sup>2</sup>ق المساءلة في <sup>2</sup>لدود القانون.

<sup>1</sup> انتصار <sup>2</sup>سين علي عبدالله، لجان المراجعة في ظل حوكمة الشركات وأثرها على جودة التقارير المالية (دراسة ميدانية على عينة من المصارف السودانية)، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، كلية الدراسات العليا والبحث العلمي، جامعة الرباط الوطني، السودان، 2016، ص:

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

مما سبق يمكن القول بأن [2] حوكمة الشركات أضحت ضرورة بالنسبة للشركات، هذا بسبب الدور الذي تلعبه في خلق وتنمية الثقة بين مختلف الأطراف في الشركة في الوقت الذي كثرت فيه الانهيارات وفضائح الفساد المالي والإداري. كما أنها توفر مجموعة من الوسائل تسهل عملية الرقابة وبالتالي ضمان تحقيق أهداف الشركة وكذا أهداف جميع أصحاب المصلحة فيها.

[2] حوكمة الشركات كغيرها من المصطلحات لم تأت من فراغ إذ لا بد من وجود تأويل نظري لها، وهو ما سنأتي الآن على ذكره [2] حيث أن هناك العديد من النظريات التي ساهمت في بروز هذا المصطلح سيتم التطرق لها في المبحث الموالي.

### المبحث الثاني: النظريات المفسرة لحوكمة الشركات

تستند [2] حوكمة الشركات في خلفيتها النظرية إلى أعمال العديد من الباحثين، ويعتبر Berle and Means أول المنظرين لها بدراستهما لتشتت رأسمال الشركات الأمريكية، [2] حيث تو [2] إلى ظهور نمط جديد من الملكية يجعل القدرة على التحكم في الشركة تتركز بشكل كبير على القدرة على التحكم في العلاقات الناتجة عن أشكال الملكية الجديدة، كما [2] ما يتعلق منها بالمساهمين والإدارة<sup>1</sup>. وتعتبر نظرية الوكالة، نظرية [2] حقوق الملكية، نظرية تكاليف المعاملات، ونظرية أصحاب المصالح أهم النظريات التعاقدية التي أسست لحوكمة الشركات.

#### المطلب الأول: نظرية الوكالة

ترتكز نظرية الوكالة على فكرة أن الشركات عند نشأتها تتم إدارتها من طرف مالكيها، ومع مرور الوقت ونظراً لنمو الشركة وكبر حجمها يقوم المالكون بتعيين أشخاص (مديرين) لإدارتها نيابة عنهم وبشكل يخدم مصلحة المالكين. من هنا ينشأ نوع من العلاقات يسمى علاقات الوكالة بين المالكين والمديرين (العلاقة الرئيس-وكيل). من جهة أخرى وبسبب عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية قد تلجأ الشركة إلى

<sup>1</sup> عثمان عثمانية، حوكمة الشركات بالمؤسسة الجزائرية في ضوء التجارب الأمريكية والأوروبية دراسة حالة: شركة أن سي أ نكا روية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص استراتيجية مالية، جامعة يحي فارس، المدية، 2017-2018، ص: 26.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

مصادر التمويل الخارجية لتوفير رأس المال اللازم لمواصلة عملياتها، وفي هذه الحالة تهتم الجهة المقرضة بكيفية إدارة الشركة التي تتأكد من قدرة الشركة على تسديد ديونها والفوائد المستحقة عليها.

### الفرع الأول: ظهور نظرية الوكالة

لقد ركز الاقتصاديون في أبحاثهم خلال سنوات الستينات و السبعينات على تقاسم المخاطر بين الأفراد والمجموعات، حيث اعتبروا هذا المشكل ناتجا عن اختلاف مواقف الأفراد تجاه المخاطر<sup>1</sup>.

وتعتبر نظرية الوكالة الأرض الخصبة التي اعتمدت عليها العديد من الأبحاث والدراسات في مجال حوكمة الشركات، فبالعودة إلى عمل Berle and Means (1932) نجد أن حوكمة الشركات قد ركزت على الفصل بين الملكية والإدارة الذي تنتج عنه مشكلة الرئيس-الوكيل الناجمة عن تشتت الملكية في الشركة الحديثة. وقد اعتبر الباحثان حوكمة الشركات آلية تعتمد على مجلس الإدارة في التقليل من المشاكل الناشئة عن تعارض مصالح المديرين والمالكين<sup>2</sup>.

وفيما بعد قدم كل من Jensen and Meckling (1976) شرحا لمفهوم العلاقة الرئيس-الوكيل، حيث وضحوا علاقة الوكالة بأنها "عقد يقوم بموجبه شخص (الموكل) أو أكثر بإشراك شخص آخر (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم والتي تتضمن تفويض بعض سلطة اتخاذ القرار إلى الوكيل"<sup>3</sup>. ويرى (Gomez & Russell, 2005) أن نظرية الوكالة قد أبحاث النظرية الرئيسية لحوكمة الشركات في الثمانينات، فقد ولدت حوكمة الشركات من حيث موازنة مصالح مديري الشركة، والمساهمين، مع مسؤوليات وخبرات كبار مديري الشركة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Eisenhardt, M. K, (1989), **Agency Theory: Assessment and Review**, The Academy of Management Review, vol. 14, n° 1, pp.57-74.

<sup>2</sup> Wan, F. W. Y et al, (2012), **Insight of Corporate Governance Theories**, Journal of Business and Management, vol.1, n° 1, pp.52-63.

<sup>3</sup> Jensen M.C and Meckling W.H, **Op-Cit**.

<sup>4</sup> Gomez, P-Y, and Russell. D, **Board of Directors in an Era of Corporate Scandals: An Examination of Question of Motivation of Non-Executive Directors**, Euram Conference, Munchen, May, 2005, p :8.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

وتعتبر نظرية الوكالة أن و<sup>2</sup>لدة التحليل في الشركة هي العقد، كما أن الفصل بين الملكية والإدارة هو أ<sup>2</sup>د السمات المميزة للشركة الحديثة، إلا أنه سيؤدي في كثير من الحالات إلى قيام مديري الشركات باستخدام معرفتهم الخا<sup>2</sup>لة بالشركة وخبرتهم الإدارية وما يتوفر لديهم من معلومات لاكتساب ميزة على مالكي الشركة الذين هم في منأى عن التسيير اليومي لشؤون الشركة نظرا لأن المديرين ينوبون عنهم في إدارة شؤونهم، ومن هنا يظهر الخطر الذي قد يتسبب فيه سعي المديرين لتحقيق مصالحهم الخا<sup>2</sup>لة على<sup>2</sup>ساب مصلحة موكلهم<sup>1</sup>.

وتركز نظرية الوكالة على تحديد أهم العقود الكفؤة التي تحكم العلاقة الرئيس-وكيل مع الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من الفرضيات تتمحور أساسا<sup>2</sup>لؤل الأشخاص، المنظمات والمعلومات، وهو ما سيلخصه الجدول الموالي بشكل عام.

### الجدول رقم(1): نظرة عامة عن نظرية الوكالة

العلاقة الرئيس-وكيل يجب أن تعكس كفاءة تنظيم المعلومة وتكاليف تحمل المخاطرة	الفكرة الرئيسة
العقد بين الرئيس والوكيل	وحدة التحليل
- الاهتمام بالمصلحة الخا <sup>2</sup> لة - الرشادة المحدودة - تجنب المخاطرة	الفرضيات المتعلقة بالأشخاص
- تضارب الأهداف الجزئية للأطراف - الكفاءة كمعيار للفعالية - عدم تماثل المعلومات بين الرئيس والوكيل	الفرضيات المتعلقة بالمنظمات

<sup>1</sup> Jensen M.C and Meckling W.H, Op-cit.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

الفرضيات المتعلقة بالمعلومات	- المعلومة سلعة قابلة للشراء
المشاكل التعاقدية	الوكالة(الخطر الاخلاقي، الاختيار المعاكس)، تقاسم المخاطرة
نطاق المشكلة	علاقات تختلف فيها أهداف وتفضيلات أو سلوك الرئيس والوكيل تجاه المخاطرة

Source: Eisenhardt, K.M ,op-cit,1989,p59.

من خلال الجدول تتضح أهم معالم نظرية الوكالة والتي تم توضيحها سابقا، فهي تقوم على فكرة مفادها أن العلاقة الرئيس-وكيل يجب أن تعكس كفاءة تنظيم المعلومة وتكاليف تحمل المخاطرة، كما ان و<sup>2</sup>دة التحليل فيها هي العقد بين الطرفين. أما فيما يتعلق بالفرضيات التي تقوم عليها فتمس ثلاثة أطراف هي الأشخاص، المنظمات والمعلومات، كما تتمثل أهم المشاكل التعاقدية التي من شأنها أن تنشأ نتيجة العلاقة رئيس-وكيل في مشكلة الخطر الأخلاقي، مشكلة الاختيار المعاكس ومشكلة تقاسم المخاطرة، وسيتم في العنصر الموالي التفصيل في أهم مشاكل الوكالة.

### الفرع الثاني: مشاكل الوكالة

لأن المالك (المساهم) والمدير (الوكيل) في الشركة ليسا شخصا و<sup>2</sup>دا فنتيجة لذلك سوف يظهر ما يسمى بمشكلة الوكالة الناتجة عن العلاقة رئيس-وكيل و في هذا السياق تعنى نظرية الوكالة بحل نوعين من المشاكل التي من الممكن أن تنتج عن علاقات الوكالة ، المشكلة الأولى تحدث في <sup>2</sup>الة تعارض أهداف المالك(الرئيس) والمدير(الوكيل)، أو في <sup>2</sup>الة ما كان من الصعب أو المكلف على المالك التأكد إذا ما كان المدير يقوم بمهامه كما يجب أو كما طلب منه. أما النوع الثاني من المشاكل فيتمثل في مشكلة تقاسم المخاطر التي تنشأ نتيجة اختلاف موقف الطرفين تجاه المخاطرة<sup>1</sup>.

و يمكن تلخيص المشكلات التي تنشأ عن علاقة الوكالة في الحالات التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Tosi. H. L, **Theories of Organization**, SAGE Publication, Los Angeles,2009, p :154.

<sup>2</sup> محمد بوهدة وآخرون، حوكمة الشركات في ظل النظريات التعاقدية وسبل ارسائها في بيئة الأعمال الجزائرية، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 10، العدد 2، 2020، ص ص: 419، 420.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- مشكلة عدم تماثل المعلومات **Information Assymetry**: وهنا يستخدم المدير المعلومات المتأصلة له لتعظيم منفعه <sup>2</sup>تو تعارضت مع مصلحة المالك، <sup>2</sup>يث أنه قد يطلع هذا الأخير على بعض المعلومات دون غيرها ويحرص على تقديمها بطريقة تقنع المالك بأنه يبذل مجهوده للقيام بعمله.
- مشكلة الخطر المعنوي **Moral Hazard**: وتظهر نتيجة عدم قدرة المالك على التأكد من قيام المدير بما أوكل إليه بالشكل المطلوب، <sup>2</sup>يث أنه لا يوجد ضمان بأن المدير سيعمل على خدمة مصالح المالك وأهدافه.
- مشكلة الاختيار العكسي **Adverse Selection**: وتنشأ بسبب اختلاف المعلومات والخبرات بين أطراف علاقة الوكالة أي أن المتاح من معلومات للمديرين قد لا يكون متاً <sup>2</sup>ا للمالكين والمستثمرين.
- مشكلة تضارب المصالح **Interest Conflict**: وتنشأ نتيجة الرشادة والعقلانية التي يتميز بها كل من المالك والمدير فكل منهما يهدف إلى تعظيم منفعتة الخا <sup>2</sup>ة.

### الفرع الثالث: تكاليف الوكالة

يخلق <sup>2</sup>راع الوكالة المصحوب بمشاكل الوكالة سألقة الذكر قدرا من الأعباء يتحمله طرفا علاقة الوكالة تعرف بتكاليف الوكالة، و تنشأ هذه التكاليف عن أي موقف ينطوي على جهد تعاوني(علاقات تعاون) من قبل شخصين أول أكثر. وقد أوجزها Jensen and Meckling(1976) في ثلاثة أنواع رئيسية هي:<sup>1</sup>

- تكاليف الرقابة والإشراف **Monitoring Costs**: يتحملها الرئيس محاولة منه للتقليل من التصرفات الاستغلالية للوكيل، ويمكن من خلال هذه التكاليف الحد من اختلاف المصالح والأهداف بين الطرفين ويكون ذلك بوضع الحوافز المناسبة.

<sup>1</sup> Jensen M.C and Meckling W.H, op-cit.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- تكاليف الالتزام أو التعهد **Bonding Costs** : قد يضطر الوكيل في بعض الحالات إلى تحمل تكاليف<sup>[2]</sup> تثبت للرئيس أنه سيلتزم بسلوكيات تخدم مصلحة الرئيس ولن يقوم بالتصرفات التي تضر به.
- الخسارة المتبقية **Residual Loss** : تكاليف تظهر نتيجة التباين في المصالح والأهداف بين الرئيس والوكيل رغم اللجوء إلى الرقابة والتعهد،<sup>[2]</sup> حيث لا يمكن ضبطها نظرياً عند مستوى معين لأن تكاليف الحد منها تكون أكبر من العائد المحقق.
- إذن فجزء من تكاليف الوكالة يتحمله الرئيس، وجزء آخر يتحمله الوكيل، فيما ينتج عن اختلاف مصالح الطرفين نوع آخر من التكاليف والتي تعبر عن الفرق بين ما يتحمله الرئيس وما يتحمله الوكيل.

### المطلب الثاني: نظرية حقوق الملكية

- مع كِبَر حجم الشركات وانفصال الملكية عن الإدارة فيها برزت أهمية كفاءة نظام الحوكمة، وضرورة إدارة الشركات بما يحقق مصالح المالكين ولا يمكن ذلك إلا بتقارب أهداف الإدارة في الشركة مع أهداف المالكين. من هنا جاء الاهتمام بحقوق الملكية ما أدى إلى تطوير نظرية<sup>[2]</sup> حقوق الملكية.
- ويبدو أن Coase Ronald هو رائد نظرية<sup>[2]</sup> حقوق الملكية، التي تم فيما بعد تطويرها على يد Demsetz Harold و Alchian Armen في إطار العلاقة التعاقدية للشركة.
- وتقوم نظرية<sup>[2]</sup> حقوق الملكية على فكرة أن<sup>[2]</sup> الملكية هو المتحكم في فعالية الشركة ونموها، فكلما كانت تلك الحقوق كاملة كلما انعكس ذلك على أداء الشركة.

### الفرع الأول: تعريف حقوق الملكية

- عرف<sup>[2]</sup> Demsetz حقوق الملكية بأنها عبارة عن " أداة مجتمعية تستمد أهميتها من كونها تساعد الأفراد في معرفة ما يمكن توقعه في<sup>[2]</sup> حدود معقولة من علاقاتهم مع الآخرين، وتتجسد هذه التوقعات من

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

خلال مجموعة من القوانين والعادات والتقاليد التي تحكم المجتمع<sup>1</sup>. وفي نفس السياق يعتبر Alchian أن حقوق الملكية "هي حقوق الأشخاص في استخدام الموارد (حقوق الملكية) في أي مجتمع بناء على الآداب والعرف الاجتماعي والقوانين الرسمية التي تسنها وتدعمها قوة المجتمع"<sup>2</sup>. من جهته يرى Fisher Irving أن امتلاك الشخص أي شكل من أشكال الملكية يعطيه الحق في الاستفادة من العوائد المستقبلية الناتجة عن استخدامه<sup>3</sup>.

أما بالنسبة لـ Pejovich فإن "حقوق الملكية ليست مجرد علاقة بين الشخص والمورد بل هي علاقة مُقنَّنة بينهما تتعلق بحق استخدام الشخص لذلك المورد"<sup>4</sup>. وتعتمد كفاءة حقوق الملكية على 3 معايير رئيسية:<sup>5</sup>

- العمومية **Universality** : أي أن كل الموارد متاحة النادرة منها تكون مملوكة لشخص ما.
- الحصرية **Exclusivity** : حق الملكية هو حق حصري.
- إمكانية نقلها **Transferability** : وذلك من أجل ضمان تخصيص الموارد من الاستخدامات الأقل إنتاجية إلى الأعلى إنتاجية.

### الفرع الثاني: أنواع حقوق الملكية

يمكن التمييز بين أنواع عديدة من حقوق الملكية:<sup>6</sup>

- الحقوق الخاصة **Private Rights** : مالك الحق هنا هو الشخص الواعي الذي بيده سلطة تقرير كيفية استخدام الموارد محل الحقوق.
- الحقوق العامة **Communal Rights** : هي حقوق مملوكة لجميع أفراد المجتمع على مورد ما.

<sup>1</sup> Demsetz. H, (1967), **Toward a Theory of Property Rights**, The American Economic Review, vol. 57, n°2, pp.347-359.

<sup>2</sup> Alchian. A. A, (1965), **Some Economics of Property Rights**, Il Politico, vol.30, n°4, pp :816-829.

<sup>3</sup> Fisher. I, **The Elementary Principles of Economics**, The MACMILLAN Company, New York, 1913, p.27.

<sup>4</sup> Yves. S and, Henry. T. M, (1977), **Théorie de la firme et réforme de l'entreprise**. Revue Economique, Vol.28, n°3, p.322

<sup>5</sup> Mahony. K, **Property Rights Theory**, Economic Foundations of Strategy, pp :109-138. Available on: [https://us.sagepub.com/sites/default/files/upm-assets/5030\\_book\\_item\\_5030.pdf](https://us.sagepub.com/sites/default/files/upm-assets/5030_book_item_5030.pdf)

<sup>6</sup> عثمان عثمانية، مرجع سابق، ص:31،30.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- الحقوق الجماعية **Collective Rights** : تعود ملكية الحق إلى مجموعة من الأفراد ويكون قرار استخدام الموارد محل الحقوق بشكل جماعي.

- الحقوق القابلة للتبادل والحقوق غير القابلة للتبادل **Exchangeable and Unexchangeable Rights**: كأن يتصرف شخص يملك منزلا فيه ببيع <sup>2</sup>ققوق ملكيته لشخص آخر وهنا يكون الحق قابلا للتبادل، أما في <sup>2</sup>الة منزل لم يتم استكمال أقساطه فإن <sup>2</sup>ا <sup>2</sup>به له <sup>2</sup>ق الاستعمال لكنه لا يستطيع بيعه وهنا يكون الحق غير قابل للتبادل.

- الحقوق القابلة للنقل والحقوق الثابتة **Alienable and Inalienable Rights** : أما الحقوق الثابتة فهي تلك الحقوق التي لا يمكن نقلها لشخص آخر ، وغير ذلك فهي <sup>2</sup>ققوق قابلة للنقل.

### الفرع الثالث: فرضيات نظرية حقوق الملكية

- تقوم نظرية <sup>2</sup>ققوق الملكية كغيرها من النظريات على مجموعة من الفرضيات هي:<sup>1</sup>
- يهدف الأعوان الاقتصاديون إلى تعظيم منافعهم بغض النظر عن النظام الاقتصادي الذي يعملون في إطاره و<sup>2</sup>ققوق الملكية التي بحوزتهم؛
  - يتبع كل فرد أهدافه الخا <sup>2</sup>ة في ظل القيود التي يضعها النظام الذي ينشط فيه؛
  - تعظيم الربح أو الثروة ليس الهدف الو<sup>2</sup>يد لدالة المنفعة للعون الاقتصادي، بل يسعى أيضا إلى تحسين بعض الظروف كشروط العمل، وتوفير الوقت الحر خلال ساعات العمل،...
  - المعلومات غير متا <sup>2</sup>ة بالكامل وتكاليف المعاملات غير معدومة.

### المطلب الثالث: نظرية تكاليف الصفقات (المعاملات)

ترجع أ <sup>2</sup>ول نظرية تكاليف الصفقات إلى الاقتصادي البريطاني Ronald Coase عندما طرح تساؤله الشهير <sup>2</sup>ول أسباب وجود الشركات في مقاله المعنون بـ "طبيعة المنشأة" «The Nature of the

<sup>1</sup> Yves. S and, Henry. T.M, **op-cit.** pp 323,324

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

« Firm الذي نُشر سنة 1937،<sup>1</sup> يث يري كوز بأن اللجوء إلى السوق من أجل إبرام الصفقات ينتج عنه تكاليف مرتفعة مما يجعل من الأفضل دمج هذه الصفقات (المعاملات) ضمن أنشطة داخلية للشركات. ومنذ 1970 تناول Oliver Williamson هذه الأفكار بالدراسة والتحليل في العديد من أعماله مما أرسى أسس نظرية تكاليف الصفقات.

### الفرع الأول: خصائص الصفقات

تتضمن خصائص الصفقات<sup>2</sup> سبب Williamson عنصرين أساسيين هما الفرضيات (البدهييات) السلوكية وسمات الصفقات. ولأن العنصر البشري هو من يبرم الصفقة (المعاملة) فكان من الواجب أولاً تحديد الفرضيات (البدهييات) السلوكية المرتبطة به، ثم بعدها تحليل سمات الصفقات.

#### 1. الفرضيات (البدهييات) السلوكية

تتمثل الفرضيات السلوكية لنظرية تكاليف الصفقات في نقطتين مهمتين هما:

- العقلانية المحدودة **Bounded Rationality**: وتعني أن هناك<sup>3</sup> حدوداً لقدرات الوكلاء التحليلية ومقدرتهم على معالجة البيانات، وبالتالي فإنهم يواجهون قيوداً في معالجة المعلومات وفي<sup>4</sup> إيابة المشكلات المعقدة<sup>5</sup> متى<sup>6</sup> عندما تكون المعلومات متاحة. ويختلف مفهوم العقلانية المحدودة عن اللاعقلانية والعقلانية اللامحدودة ،<sup>7</sup> يث إذا كان بإمكان الاعوان الاقتصاديين توقع كل<sup>8</sup> الاحتمالات المستقبلية دون تكلفة، فسيتمكنون عندها من كتابة عقود تامة تغطي أي نتيجة<sup>9</sup> محتملة وبالتالي إمكانية إجراء جميع الصفقات عن طريق السوق<sup>1</sup>.
- الانتهازية **Oppurtunism**: ويقصد بها استعداد الأفراد للتصرف بما يخدم مصالحهم الخاصة<sup>10</sup> متى<sup>11</sup> إن كان ذلك عن طريق خداع الآخرين عمدًا. و السلوك الانتهازي قد يكون مسبقاً من خلال

<sup>1</sup> Cuypers. I. et al, **Transaction Cost Theory: past Progress, Current Challenges, and Suggestions for the Future**, Academy of Management Annals, pp.1-90.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

إخفاء المعلومات أو النوايا، أو بعديا من خلال الاستفادة من العنا<sup>1</sup> غير المدونة في العقد أو استغلال الوضع الداخلي للشركة للاستفادة من الأ<sup>2</sup>دات غير المتوقعة<sup>1</sup>.

### 2. سمات الصفقات

تتميز الصفقات بمجموعة من السمات و الخصائص هي:

- خصو<sup>2</sup>ية الأ<sup>2</sup>ل **Asset Specificity** : ويعتبر الأ<sup>2</sup>ل خا<sup>2</sup> في<sup>2</sup> صفقة معينة إذا كانت قيمته في أفضل استخدام موال له ( أي في<sup>2</sup> صفقة مع طرف مختلف) أقل من قيمته في الصفقة الحالية. وكلما كان الفرق بين قيمة الأ<sup>2</sup>ل في أول أفضل استخدام له والاستخدام الافضل الموالي له، كلما زادت درجة خصو<sup>2</sup>يته<sup>2</sup>.

أي أنه يقال عن أ<sup>2</sup>ل أنه ذو خصو<sup>2</sup>ية إذا تم الاستثمار فيه طواعية من طرف الوكيل في<sup>2</sup> صفقة معينة، ولا يمكن إعادة توظيفه في<sup>2</sup> صفقة أخرى دون تكلفة أعلى.

- عدم اليقين **Uncertainty** : وهنا نميز بين نوعين، عدم اليقين الداخلي والذي يتمثل في التعقيد والطبيعة الضمنية للمهام التي تنفذها الشركة. وعدم اليقين الخارجي ويشمل عدم اليقين التكنولوجي، التنظيمي، المالي والتنافسي.

- درجة تكرار الصفقة **Frequency**: ويقصد بها عدد الصفقات التي تجرى بين عونين اقتصاديين أو أكثر، وتكون درجة تكرار الصفقة أعلى في<sup>2</sup> حالة انخفاض خصو<sup>2</sup>ية الأ<sup>2</sup>ل و عدم اليقين الداخلي، أما إذا كانت خصو<sup>2</sup>ية الأ<sup>2</sup>ل وعدم اليقين الداخلي مرتفعة فإن تكرار الصفقة سوف يميل إلى الانخفاض<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Ghertman. M, O, Williamson et La Théorie des coûts de transaction, Revue Française de gestion, Lavoisier Téléchargé le 06/03/2024 : <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2003-1-page-43.htm&wt.src=pdf>.

<sup>2</sup> Cuypers et al, Op-cit

<sup>3</sup> Ghertman. M, O, Op-cit.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

### الفرع الثاني: أسباب نشأة تكاليف الصفقات

تكاليف الصفقات كغيرها من التكاليف لا تنشأ من فراغ، فلا بد من وجود مسببات لها منها:<sup>1</sup>

- محدودية قدرة الأفراد على التخطيط رغم أنهم يبذلون جدهم للتعامل مع التعقيد وظروف عدم التأكد، إضافة إلى عدم قدرتهم على التنبؤ بالظروف المحيطة. كل هذا يمكن إرجاعه إلى افتقارهم للمعارف و/أو المهارات التي تخول لهم القيام بذلك.
- متى لو كان التخطيط المثالي ممكنا، فسيكون من الصعب على الأطراف المتعاقدة التفاوض بشأن هذه الخطط، وقد يرجع ذلك إلى صعوبة تطوير لغة مشتركة لوصف الإجراءات والحالات التي لا يملك فيها الأطراف إلا الحد الأدنى من الخبرات والتجارب السابقة.
- على افتراض أنه بإمكان الأفراد التخطيط والتفاوض من أجل عقد مشروط بالكامل، إلا أنه سيظل من الصعب في كثير من الأحيان إبلاغ تلك الخطط بطريقة تمكن طرفا ثالثا غير مطلع (محكمة مثلا) إنفاذها بشكل معقول. و النتيجة هي أن جميع العقود أو الصفقات (المعاملات) في الواقع غير مكتملة.

### الفرع الثالث: أقسام تكاليف الصفقات

كما تم الإشارة إليه سابقا ، فإن تكاليف الصفقات تنشأ نتيجة عدم اكتمال العقود وهذا ما أكده Williamson ، الذي قسم هذه التكاليف إلى تكاليف قبلية تتمثل في تكلفة البحث و جمع المعلومات، وتكلفة التفاوض والتعاقد وأخرى بعدية تتضمن تكلفة الرقابة على تنفيذ العقد. أما Coase فقد وصف تكاليف الصفقات إلى:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Macher, J.T. and Richman, B. D, **Transaction Cost Economics: An Assessment Empirical Research in the Social Sciences**. Available at: [https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=2287&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=2287&context=faculty_scholarship)

<sup>2</sup> Yousuf, A, (2017), **Transaction Costs: A Conceptual Framework**, International Journal of Engineering and Management Sciences, Vol.2, n°.3, pp.131-139.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- تكاليف البحث وجمع المعلومات: تظهر إذا كان المنتج المطلوب متوافراً في السوق ويتمتع بأقل تكلفة من حيث سعره وفائدته النسبية ووظائفه، وتكاليف الخدمة المحتملة لاستخدام المنتج بشكل مستمر ويؤثر هذا على السلوك العقلاني للمستهلكين الذين سيبحثون عن منتج أو خدمة أفضل متى يحصلوا على أفضل فائدة بأقل سعر. وتنقسم تكاليف البحث والمعلومات إلى تنفيذ داخلية وخارجية، أما الداخلية فتشمل التكاليف المدفوعة للحصول على المعلومات، إضافة إلى تكلفة الفرصة البديلة للوقت المستغرق في البحث. فيما تتضمن التكاليف الخارجية الجهد الذهني المخصص لإجراء البحث وفرز المعلومات الواردة.
- تكاليف التفاوض (المساومة) : وهي تكاليف يتم تحملها في سبيل التوصل إلى اتفاق مناسب مع الطرف الآخر في الصفقة، ومن ثم توقيع عقد مناسب.
- تكاليف الرقابة: و يقصد بها تكاليف التأكد من التزام الطرف الآخر بشروط العقد، واتخاذ الإجراءات المناسبة في حالة عدم التزامه.

### المطلب الرابع: نظرية أصحاب المصلحة

أصبح مفهوم أصحاب المصلحة جزءاً لا يتجزأ من الدراسات والفكر الإداري، منذ أن قام Freeman و Edward سنة 1984 بنشر كتابه التاريخي " الإدارة الاستراتيجية: مقارنة أصحاب المصلحة " « Strategic Management : A Stakeholder Approach ». مع ذلك وبقدر ما أصبح هذا المصطلح شائعاً وبقدر ما أصبح ثرياً من الجانب الواسع إلا أنه لم يكن هناك اتفاق واسع على ما يسميه فريمان "مبدأ من أو ما يهم؟" أي من (ماذا) هم أصحاب المصلحة في الشركة؟ ولمن (لماذا) يهتم المديرون؟<sup>1</sup>.

ومنذ ظهورها أخذت نظرية أصحاب المصلحة مكانها كبديل للنظريات الاقتصادية التقليدية، ففي حين ركزت هذه الأخيرة على المنافسة في السوق باعتبارها المحرك الرئيس للرفاهية الاجتماعية، فإن نظرية

<sup>1</sup> Ronald, K.M, et al, (1997), **Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the principles of who and what really counts**, The Academy of Management Review, Vol.22, n°.4, pp.853-886.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

أصحاب المصلحة تؤكد على ضرورة تعزيز العلاقات التعاونية بين المديرين وأصحاب المصلحة من خلال تحقيق التوازن بين مصالحهم، على عكس النظريات التقليدية وعلى رأسها نظرية الوكالة التي لخصت واجب المديرين في تعظيم ثروة المساهمين فقط. ومن هنا جاءت نظرية أصحاب المصلحة لتوسع دائرة اهتمام المديرين لتشمل أطراف أخرى غير المساهمين من الذين تربطهم علاقة بالشركة.

### الفرع الأول: تعريف أصحاب المصلحة

ظهرت كلمة أصحاب المصلحة بالمعنى الحالي لأول مرة في مذكرة داخلية في معهد ستانفورد للأبحاث في عام 1963. و كان الهدف من المصطلح هو تحدي الفكرة القائلة بأن <sup>[1]</sup>مصلحة الأسهم هم المجموعة الو<sup>[2]</sup>ييدة التي يجب أن تعيرها الإدارة اهتماما.

عرّف Freeman (1984) أصحاب المصلحة بأنهم " كل شخص أو مجموعة من الأشخاص بإمكانه التأثير أو التأثير بتحقيق أهداف المنظمة"<sup>1</sup>. ويعتبر تعريف فريمان أ<sup>[2]</sup>د أوسع التعريفات بتركه فكرة المصلحة ومجالها مفتو<sup>[3]</sup>لا ليشمل أي شخص تقريبا، كما يمكن ان تكون المصلحة أ<sup>[4]</sup>نادية الاتجاه أو ثنائية الاتجاه (يمكن أن يؤثر أو يتأثر بـ ) مع غياب أي دلالة على ضرورة التأثير المتبادل وهو ما تتطلبه التعريفات التي تتضمن العلاقات أو المعاملات والعقود، وبالتالي فإن تعريف فريمان قد استثنى تلك الفئة من الأشخاص التي لا تستطيع التأثير في الشركة (لا تملك أي سلطة فيها) ولا تتأثر بها (لا تملك أي مطالب أو علاقات بها).

وعرّف Alkhafaji (1989) أصحاب المصلحة بأنهم: " فقط أولئك الأشخاص الذين يهتمون لاستمرار الشركة"<sup>2</sup>.

أما<sup>[3]</sup> Donaldson and Preston (1995) فقد شملا أصحاب المصلحة في " أولئك الأفراد الذين يربطهم عقد <sup>[4]</sup>لربح أو ضمني مع الشركة يحدد الأضرار والمنافع الحالية أو المحتملة،

التي يتم توقعها كنتيجة من تصرفات الشركة"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Ronald, K.M, et al, **Ibid**.

<sup>2</sup> Afza. T, and Nazir. M. S, (2014), **Theoretical Perspective of Corporate Governance: A Review**, European Journal of Scientific Research, Vol. 119, n°. 2, p.259.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

من جهة أخرى شمل Barry(2002) في تعريفه لأصحاب المصلحة كل الأطراف في المجتمع الذي تنشط فيه الشركة من عمال وموردين للمواد الأولية، وقد أضاف Scholl(2002) <sup>2</sup>تقى المنظمات الارهابية والمنافسين باعتبارهم يؤثران على ربحية الشركة ووضعيتها، بينما أدرج Beauchamp and Bowie(2004) في تعريفهما لأصحاب المصلحة الموظفين والمستخدمين ، رجال البيع، الهيئات المحلية و<sup>2</sup>تقى المجتمع<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: جوانب نظرية أصحاب المصلحة

يرى Donaldson and Preston (1995) أن لنظرية أصحاب المصلحة ثلاثة جوانب رئيسة كما

يلي:<sup>2</sup>

- الجانب الو<sup>2</sup>في **Descriptive Aspect** : يدرس هذا الجانب أهمية أصحاب المصلحة، أو أهمية كل مجموعة من أصحاب المصلحة بالنسبة للشركة، ويقر بأن كل مجموعة منهم لها مصالحها الخاصة التي تؤثر على الشركة بطرق مختلفة، ويجب على الشركة تحديد نظام عادل لتحقيق التوازن بين مصالح كل مجموعة.
- الجانب الآلي **Instrumental Aspect** : يستخدم البيانات التجريبية لتحديد الطريقة المناسبة لإدارة أصحاب المصلحة في سبيل تحقيق أهداف الشركة .
- الجانب المعياري **Normative Aspect** : و يتبع المبدأ القائل بأن مصالح جميع مجموعات أصحاب المصلحة لها قيمة خارج نطاق مصلحة الشركة والمساهمين. ويضع الجانب المعياري للنظرية المبادئ الأخلاقية للشركة وهو ما يتماشى بشكل وثيق مع الو<sup>2</sup>ف الأولي لنظرية أصحاب المصلحة التي وضعها Freeman.

<sup>3</sup> Donaldson, T. and Preston, L, E, (1995), **The Stakeholder Theory of the Corporate: Concepts, Evidence, and Implications**, The Academy of Management Review, Vol.20, n°.1, pp.65-91.

<sup>1</sup> Afza.T, and Nazir. M. S, *Op-cit*, p.259.

<sup>2</sup> Donaldson, T. and Preston, L, *Op-cit*, pp. 66,67

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

### الفرع الثالث: تصنيفات أصحاب المصلحة

٢٢٢نف البا ٢٢٢ثون أصحاب المصلحة إلى عدة أنواع، إذ نجد البعض اعتمد في تصنيفه على أساس موقع المجموعة، وهنا نجد أصحاب المصلحة الداخليين الذين تربطهم مشاركة أو علاقة مباشرة بالشركة قد تكون من خلال التوظيف أو الملكية كالمالكين، المديرين والموظفين. أما أصحاب المصلحة الخارجيين فتربطهم علاقة غير مباشرة بالشركة قد تنشأ من خلال اتفاقية عمل، أو مصلحة في المنتجات، أو مصلحة في تأثيرها على المجتمع الأوسع وهنا نذكر على سبيل المثال المقرضين، العملاء، الموردين، المؤسسات الحكومية والمجتمع.

كما يمكن تصنيفهم على أساس المستوى إلى مجموعة رئيسية تسمى أصحاب المصلحة الأساسيون وهم الأطراف التي لا يمكن للشركة الاستمرار والبقاء من دونهم، إذ تربطهم علاقات مباشرة بثروات الشركة كالمساهمين، المستثمرين، الموظفين، العملاء، و الموردين إضافة إلى ما يعرف بأصحاب المصلحة العامة كالحكومات والمجتمعات التي توفر البنى التحتية والأسواق، والتي يجب على الشركة أن تخضع لقوانينها ولوائحها كالضرائب مثلا. أما المجموعة الأخرى فيطلق عليها أصحاب المصلحة الثانويون الذين يؤثرون على الشركة ويتأثرون بها ولكنهم لا يعتبرون ضروريين لبقائها إذ لا يملكون تأثيرا مباشرا عليها أو أنهم يتأثرون بشكل أقل بنشاطاتها. وتعتبر وسائل الإعلام منهم نظرا لمقدرتها على تعبئة الرأي العام لصالح الشركة أو ضدها<sup>1</sup>.

من جهة أخرى ارتأى بعض البا ٢٢٢ثين تقسيم أصحاب المصلحة على أساس الصفة من ٢٢٢يث الشرعية والسلطة والضرورة الملحة إلى ثلاث فئات رئيسية هي الفئة الكامنة والتي تتضمن أصحاب المصلحة المطالبين Demanding والتقديرين Discretionary والكامنين Dormant، فيما تسمى الفئة الثانية بالمتربة وتضم أصحاب المصلحة التابعين Dependent والمهيمنين Dominant والخطرين Dangerous، و يطلق على الفئة الأخيرة الحاسمة وتضم أصحاب المصلحة النهائيين Definitive .

<sup>1</sup> Clarkson, M. B. E, (1995), A Stakeholder Framework for Analyzing Corporate Performance, The Academy of Management Review, Vol.20, n°.1, pp.106,107

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

فأما <sup>2</sup> <sup>2</sup>ب المصلحة المطالب فليس لديه أي سلطة و لا تربطه علاقة شرعية بالشركة لكن لديه مطالب ملحة، قد يكون مزعجا ولكنه لا يمثل خطرا لذا يمكن للإدارة تجاهله، بينما يمتلك التقديري أو كما يسمى الاختياري سمة الشرعية، لكنه لا يتمتع بالسلطة أو المطالب العاجلة، ومن جهته يتمتع <sup>2</sup> <sup>2</sup>ب المصلحة الكامن بالقدرة على فرض إرادته، لكن ليس له أي مطالب عاجلة أو علاقة مشروعة لذا تظل سلطته غير مستخدمة. و على العكس من ذلك يمتلك <sup>2</sup> <sup>2</sup>ب المصلحة التابع مطالبات عاجلة ومشروعة ولكنه لا يتمتع بالسلطة لذا فإنه يعتمد على الآخرين للحصول على السلطة لتنفيذ إرادته. من جهته يُعتبر المهيم قويا وذو نفوذ مؤكد <sup>2</sup> <sup>2</sup>بيث أن توقعاته وآرائه ستكون ذات وزن في الشركة، فيما يمتلك <sup>2</sup> <sup>2</sup>ب المصلحة الخطير القوة والإلحاح مع غياب الشرعية وقد يصل به الأمر أن يصبح قسريا وعنيفا. وأخيرا يتمتع <sup>2</sup> <sup>2</sup>ب المصلحة النهائي بكل السمات ما يجعله بالفعل عضوا في ائتلاف أصحاب المصلحة الفاعلين في الشركة، وفي <sup>2</sup> <sup>2</sup>مال وجود مطالب مُلحّة من طرفه سيكون لدى المديرين تفويض واضح وفوري للنظر فيها وإعطائها الأولوية<sup>1</sup>.

### المبحث الثالث: حوكمة الشركات: المبادئ والآليات

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى الإطار العملي لحوكمة الشركات من خلال إلقاء الضوء على مبادئ الحوكمة الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وأبرز الآليات الداخلية والخارجية للحوكمة .

#### المطلب الأول: مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

لقد كان للأزمة الآسيوية 1997 التي أثرت على أغلب اقتصاديات العالم بالغ الأثر في نشر الوعي بأهمية تبني معايير ومبادئ لتنظيم قطاع الأعمال على المستويين العالمي والمحلي، ما جعل العديد من الدول ممثلة في الشركات، المنظمات والهيئات تسعى إلى <sup>2</sup> <sup>2</sup>لياغة لوائح تنظم و توجه و تراقب عمل الإدارة داخل الشركة وتدفعها إلى العمل على تحقيق مصالح المساهمين وأصحاب المصلحة فيها. ولعل من أبرز

<sup>1</sup> Aapaoja, A. and Haapasalo, H. (2014), *A Framework for Stakeholder Identification and Classification in Construction Projects*, open Journal of Business and Management, 2, p.45

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

هذه الهيئات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD التي كان لها دور فعال في إرساء مجموعة من المبادئ التي تعتبر مرجعا للعديد من الممارسات في مجال [2] حوكمة الشركات.

وقد طلب مجلس منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD في الاجتماع الذي عقد على المستوى الوزاري في الفترة من 27-29 أبريل عام 1998، من المنظمة أن تقوم بالاشتراك مع الحكومات الوطنية وغيرها من المنظمات الدولية والقطاع الخاص، بوضع مجموعة من المعايير والإرشادات عن [2] حوكمة الشركات ولتحقيق هذا الهدف قامت المنظمة بإنشاء فريق عمل مخصص لمهمة وضع مبادئ غير ملزمة لحوكمة الشركات تمثل وجهات نظر الدول الأعضاء في هذا الصدد. وقد قامت المنظمة بإصدار النسخة الأولى من المبادئ سنة 1999، ليتم تعديلها سنة 2004، وفي سبتمبر من سنة 2015 قامت المنظمة بإدخال بعض التعديلات والتنقيحات قدمت في شكل تقرير إلى منتدى مجموعة العشرين G20. وتركز مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية على ستة محاور أساسية هي:

### المبدأ الأول: ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات

- يجب أن يعزز إطار [2] حوكمة الشركات شفافية الأسواق وعدالتها و كذا التخصيص الفعال للموارد، وينبغي أن يكون متسقا مع سيادة القانون وأن يدعم الإشراف و الإنفاذ الفعالين [2] حيث<sup>1</sup>:
- ينبغي تطوير إطار [2] حوكمة الشركات مع مراعاة تأثيره على الأداء الاقتصادي العام، ونزاهة السوق، والحوافز التي يخلقها للمشاركين في السوق، وتعزيز شفافية وكفاءة الأسواق.
- يجب أن تتوافق المتطلبات القانونية والرقابية التي تؤثر على ممارسات [2] حوكمة الشركات مع سيادة القانون، وأن تتسم بالشفافية والقابلية للتنفيذ.
- يجب أن يكون تقسيم المسؤوليات بين السلطات المختلفة واضحا ومحددا بوضوح ومصمما لخدمة المصلحة العامة.

<sup>1</sup> OECD (2015), *G20/OECD, Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris, pp 13-17.  
<http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- يجب أن تدعم تعليمات الأسواق المالية الحوكمة الفعالة للشركات.
- ينبغي أن تتمتع الهيئات الاشرافية والرقابية والتنفيذية بالسلطة والنزاهة والموارد اللازمة لأداء واجباتها بمهنية وموضوعية، ويجب أن تكون أكامها شفافة، واضحة وفي الوقت المناسب.

### المبدأ الثاني: حقوق المساهمين والمعاملة العادلة والوظائف الرئيسة للمالكين

- ينبغي لإطار حوكمة الشركات أن يحمي ويسهل ممارسة حقوق المساهمين، ويضمن المعاملة العادلة لجميع المساهمين، بما في ذلك مساهمي الأقلية والمساهمين الأجانب، كما ينبغي أن تتاح فرصة الحصول على تعويض فعال عن انتهاك حقوقهم<sup>1</sup>:

- تشمل الحقوق الأساسية للمساهمين الحق في: أ- تأمين طرق تسجيل الملكية، ب- نقل أو تحويل ملكية الأسهم، ج- الحصول على المعلومات الجوهرية ذات الصلة بالشركة في الوقت المناسب وبصفة منتظمة، د- المشاركة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين، هـ- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وعزلهم، و- الحصول على نصيب من أرباح الشركة.
- يجب أن يكون المساهمون على اطلاع كاف بالقرارات المتعلقة بالتغيرات الأساسية للشركة مثل: 1- التعديلات على النظام الأساسي، أو مواد التأسيس أو المستندات المنظمة للمماثلة، 2- طرح أسهم إضافية، 3- المعاملات غير العادية بما في ذلك نقل جميع الأصول أو جزء كبير منها والتي قد تؤدي إلى بيع الشركة.

- ينبغي أن تتاح للمساهمين فرصة المشاركة الفعالة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين، كما ينبغي إطلاعهم علماً بالقواعد التي تحكم اجتماعات المساهمين، ومن بينها قواعد التصويت:
- 1. يجب تزويد المساهمين بالمعلومات الكافية في التوقيت المناسب فيما يتعلق بموعد ومكان وجدول أعمال الاجتماعات العامة، بالإضافة إلى توفير المعلومات الكاملة في التوقيت المناسب فيما يتعلق بالقضايا التي سيتم البت فيها في الاجتماع؛

<sup>1</sup> OECD (2015), Op-cit, pp 18-28

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

2. يجب أن تسمح الإجراءات الخاطئة بالاجتماعات العامة للمساهمين بمعاملة كافة المساهمين على قدم المساواة، ويجب ألا تجعل إجراءات الشركة من الصعب أو المكلف بلا مبرر الإدلاء بالأصوات؛

3. يجب إتاحة الفرصة للمساهمين لتوجيه أسئلة إلى مجلس الإدارة بما فيها تلك المتعلقة بالتدقيق الخارجي، وإضافة بنود على جدول أعمال الاجتماعات العامة، واقتراح القرارات في حدود المعقول؛

4. يجب تسهيل عملية المشاركة الفعالة للمساهمين في القرارات الرئيسية لحوكمة الشركات مثل ترشيح وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، ويجب أن يكون المساهمون قادرين على إبداء آرائهم من خلال التصويت؛

5. ينبغي أن يتمكن المساهمون من التصويت بصفة شخصية أو بالنيابة، كما يجب أن يعطى نفس الوزن للأصوات المختلفة، سواء كانت إلزامية أو بالنيابة؛

6. ينبغي إزالة العوائق التي تحول دون التصويت عبر الحدود.

- السماح للمساهمين بمن فيهم المؤسسون بالتشاور فيما بينهم بشأن القضايا المتعلقة بحقوق المساهمين الأساسية على النحو المحدد في المبادئ، مع مراعاة الاستثناءات لمنع إساءة الاستخدام.

- يجب معاملة جميع المساهمين من نفس الفئة معاملة متكافئة، إضافة إلى الإفصاح عن هيكل رأس المال والترتيبات التي تمكن بعض المساهمين من الحصول على درجة من النفوذ أو السيطرة لا تتناسب مع ملكيتهم للأسهم:

1. ينبغي أن يكون للمساهمين-داخل كل فئة- نفس الحقوق التصويتية، فكافة المساهمين ينبغي تمكينهم من الحصول على المعلومات المتعلقة بحقوق التصويت الممنوحة لكل فئة من فئات المساهمين، وذلك قبل قيامهم بشراء الأسهم، كما يجب أن تكون أية تغييرات مقترحة في الحقوق التصويتية موضعاً لعملية تصويت من جانب المساهمين.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

2. الإفصاح عن هياكل رأس المال وإجراءات الرقابة.

- يجب الموافقة على معاملات الأطراف ذات الصلة، وإجرائها بطريقة تضمن عدم وجود تضارب للمصالح وتحمي مصلحة الشركة ومساهميها:

1. ينبغي معالجة تضارب المصالح المتأصل في الأطراف ذات الصلة.

2. ينبغي أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية

مصالح خفية بهم قد تتصل بعمليات أو مسائل تمس بالشركة.

- يجب حماية حقوق الأقلية من الإجراءات التعسفية التي يقوم بها المساهمون المسيطرون.

- يجب السماح لأسواق الرقابة على الشركات بالعمل على نحو فعال و يتسم بالشفافية:

1. يجب ضمان الصياغة الواضحة والإفصاح عن القواعد والإجراءات التي تحكم ممارسة حقوق

الرقابة على الشركات في أسواق رأس المال، ويصدق ذلك أيضا على التعديلات غير العادية،

مثل عمليات الاندماج وبيع نسب كبيرة من أصول الشركة. بحيث يتسنى للمستثمرين فهم

حقوقهم والتعرف على المسارات المتأصلة لهم. كما أن التعاملات المالية ينبغي أن تجرى بأسعار

مفصّل عنها، وأن تتم في ظل ظروف عادلة تستطيع من خلالها حماية حقوق كافة المساهمين

وفقا لفئاتهم المختلفة.

2. يجب أن لا تستخدم الآليات المضادة للاستحواذ لحماية الإدارة ومجلس الإدارة من المساءلة.

المبدأ الثالث: المستثمرون المؤسسيون، أسواق الأسهم والوسطاء الآخرون

ينبغي أن يوفر إطار حوكمة الشركات توافقا مجددا خلال عملية الاستثمار وأن يجعل أسواق

الأسهم تعمل بشكل يساهم في تفعيل حوكمة الشركات:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> OECD (2015), *Op-cit*, pp.28-33.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- يجب على المستثمرين المؤسسيين الذين يعملون بصفة ائتمانية الإفصاح عن سياسات ووكمة الشركات والتصويت الخا<sup>1</sup>ة بهم فيما يتعلق باستثماراتهم، بما في ذلك الإجراءات التي يتبعونها لاتخاذ قرار بشأن استخدام حقوق التصويت الخا<sup>1</sup>ة بهم.
- يجب أن يتم الإدلاء بالأقوات من طرف أمناء الحفظ أو المرشحين بما يتماشى وتوجيهات المالك المستفيد من الأسهم.
- ينبغي على المستثمرين المؤسسيين الذين يعملون بصفة ائتمانية الإفصاح عن كيفية إدارتهم لتضارب المصالح الذي قد يؤثر على ممارسة حقوق الملكية فيما يتعلق باستثماراتهم.
- يجب على المستشارين والمحللين والوسطاء وغيرهم ممن يقدمون خدمات التحليل والاستشارة ذات الصلة بقرارات المستثمرين، الإفصاح عن أي تضارب للمصالح الذي من شأنه أن يقلل من نزاهة تحليلاتهم أو مشورتهم.
- ينبغي النظر التداول الداخلي والتلاعب بالأسواق و إنفاذ القواعد المعمول بها.
- يجب أن تكون معايير الاعتراف بمتطلبات الإدراج الأساسي شفافاً وموثقة.
- يجب أن توفر أسواق الأسهم كشفا عادلاً وفعالاً للأسعار كوسيلة لتعزيز ووكمة فعالة للشركات.

### المبدأ الرابع: دور أصحاب المصلحة في حوكمة الشركات

- يجب أن ينطوي إطار ووكمة الشركات على اعتراف بحقوق أصحاب المصلحة كما يحددها القانون، وأن يعمل أيضاً على تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح في مجال خلق الثروة وفرص العمل وتحقيق الاستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة:<sup>1</sup>
- ينبغي أن يعمل إطار ووكمة الشركات على تأكيد التزام<sup>1</sup> حقوق أصحاب المصالح التي يحميها القانون.

<sup>1</sup> OECD (2004), *Principles of corporate governance*, p:21

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- عندما يحمي القانون حقوق أصحاب المصالح فلهم الحق في الحصول على تعويضات في حال انتهاك تلك الحقوق.

- يجب أن يسمح إطار حوكمة الشركات بوجود آليات لمشاركة أصحاب المصالح وأن تكفل تلك الآليات بدورها تحسين مستويات الأداء.

- عندما يشارك أصحاب المصالح في عملية الحوكمة ، يجب أن تكفل لهم فرصة الحصول على المعلومات المتعلقة بذلك.

### المبدأ الخامس: الإفصاح والشفافية

ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات تحقق الإفصاح الدقيق وفي الوقت الملائم بشأن كافة المسائل المتعلقة بتأسيس الشركة، ومن بينها الموقف المالي، الأداء، الملكية، وأسلوب ممارسة السلطة:<sup>1</sup>

- يجب أن يشمل الإفصاح- دون أن يقتصر- على المعلومات التالية: النتائج المالية والتشغيلية للشركة، أهداف الشركة، حق الأغلبية من هيئته المساهمة وحقوق التصويت، أعضاء مجلس الإدارة، والمديرين التنفيذيين الرئيسيين، والمرتبات والمزايا الممنوحة لهم، عوامل المخاطرة المنظورة، المسائل المادية المتعلقة بالعاملين وغيرهم من أصحاب المصالح، هياكل وسياسات حوكمة الشركات.

- ينبغي إعداد ومراجعة المعلومات، وكذا الإفصاح عنها بأسلوب يتفق ومعايير الجودة المحاسبية والمالية، كما ينبغي أن يفي ذلك بمتطلبات الإفصاح غير المالية وأيضا بمتطلبات عملية المراجعة. يجب الاضطلاع بعملية مراجعة سنوية عن طريق مراجع مستقل بهدف إتاحة التدقيق الخارجي والموضوعي للأسلوب المستخدم في إعداد وتقديم القوائم المالية.

- ينبغي أن تكفل قنوات توزيع المعلومات إمكانية حصول مستخدمي المعلومات عليها في الوقت الملائم وبالتكلفة المناسبة.

<sup>1</sup> OECD (2004), Op-cit, p:22

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

### المبدأ السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة

يجب أن يتيح إطار حوكمة الشركات الخطوط الإرشادية الاستراتيجية لتوجيه الشركات، كما يجب أن يكفل المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة وأن تضمن مساءلة مجلس الإدارة من قبل الشركة والمساهمين<sup>1</sup>:

- يجب أن يعمل أعضاء مجلس الإدارة على أساس توافر كامل للمعلومات، وكذا على أساس النوايا الحسنة، وسلامة القواعد المطبقة، وذلك لتحقيق مصالح الشركة والمساهمين.
- <sup>2</sup>ينما ينتج عن قرارات مجلس الإدارة تأثيرات متباينة على مختلف فئات المساهمين، فإن المجلس ينبغي أن يعمل على تحقيق المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين.
- يجب أن يطبق مجلس الإدارة معايير أخلاقية عالية يراعي فيها مصالح أصحاب المصلحة.
- يتعين على مجلس الإدارة أن يقوم بمجموعة من الوظائف الأساسية من بينها:
  1. مراجعة وتوجيه استراتيجية الشركة، خطط العمل، سياسة وإجراءات إدارة المخاطر، الموازنات السنوية، وخطط العمل، وأن يضع أهداف الأداء ويتابع التنفيذ وأداء الشركة. كما ينبغي أن يتولى الإشراف على الانفاق الرأسمالي وعلى عمليات الاستحواذ وبيع الأصول والتصفية.
  2. مراقبة فعالية ممارسات الحوكمة في الشركة وإجراء التغييرات <sup>3</sup>سبب الحاجة.
  3. اختيار المسؤولين التنفيذيين الرئيسيين وتقرير المرتبات والمزايا الممنوحة لهم، متابعتهم أيضا <sup>4</sup>ينما يقتضي الأمر ذلك و استبدالهم ومتابعة خطط التعاقب الوظيفي.
  4. موازنة مكافآت المسؤولين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة مع المصالح طويلة الأجل للشركة ومساهميها.
  5. ضمان وجود عملية ترشيح وانتخاب رسمية وشفافة لمجلس الإدارة.

<sup>1</sup> OECD (2015), *Op-cit*, pp: 45-54.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

6. متابعة وإدارة <sup>27</sup>تور تعارض المصالح المختلفة بالنسبة للإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة والمساهمين ومن بين تلك الصور سوء استخدام <sup>28</sup>أول الشركة، والمعاملات مع الأطراف ذات الصلة.

7. ضمان سلامة أنظمة المحاسبة والتقارير المالية للشركة، ومن بين متطلبات ذلك: وجود مراجع مستقل، وإيجاد نظم الرقابة الملائمة، وبصفة خاصة <sup>29</sup>أنظمة إدارة المخاطر والرقابة المالية والتشغيلية و الالتزام بأحكام القوانين.

8. الاشراف على عملية الافصاح والاتصالات.

- يجب أن يتمكن مجلس الإدارة من ممارسة التقييم الموضوعي لشؤون الشركة، وأن يجري ذلك على نحو مستقل عن الإدارة التنفيذية.

1. يتعين أن ينظر مجلس الإدارة في إمكانية تعيين عدد كاف من الأعضاء غير التنفيذيين الذين يتصفون بالقدرة على التقييم المستقل للأعمال التي من المحتمل أن يكون فيها تضارب للمصالح ، ومن بين تلك المسؤوليات: ضمان نزاهة التقارير المالية، مراجعة معاملات الأطراف ذات الصلة، ترشيح أعضاء مجلس الإدارة والمسؤولين التنفيذيين وتقرير مكافآت أعضاء مجلس الإدارة.

2. يجب أن تنظر مجالس الإدارة في إنشاء لجان متخصصة لدعمه في أداء مهامه خاصة <sup>30</sup>ما يتعلق بالتدقيق، وإدارة المخاطر والمكافآت. وهذا <sup>31</sup>نسب حجم الشركة ودرجة المخاطر التي تواجهها.

3. يجب أن يكون أعضاء مجلس الإدارة قادرين على الالتزام بمسؤولياتهم بفعالية.

4. يجب على مجلس الإدارة إجراء تقييم منتظم لأدائه .

- من أجل الوفاء بمسؤولياتهم، يجب أن يحصل أعضاء مجلس الإدارة على المعلومات اللازمة والدقيقة في الوقت المناسب.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- عندما يكون تمثيل الموظفين متطلبا في مجلس الإدارة، ينبغي وضع آليات تسهل و <sup>2</sup>تول الممثلين إلى المعلومات، وتدريبهم لممارسة تمثيلهم بفعالية.

من خلال ما تم تفصيله من مبادئ <sup>2</sup>لحوكمة الشركات يتضح أنها عبارة عن مزيج فعال من التنظيم الداخلي والخارجي الذي يعمل على تعزيز الثقة في الشركات من خلال تقليل المخاطر و <sup>2</sup>مماية مصالح المساهمين وأصحاب المصلحة.

### المطلب الثاني: الآليات الداخلية لحوكمة الشركات

يقصد بالآليات <sup>2</sup>لحوكمة الشركات تلك الأدوات التي يتم استخدامها من أجل تحقيق الهدف من نظام الحوكمة والو <sup>2</sup>تول إلى تقليل تضارب المصالح بين مختلف الأطراف في الشركة، أو هي تلك الأدوات الرقابية التي يتم استخدامها خا <sup>2</sup>ة لمتابعة سلوك الإدارة تجاه تحقيق أهداف الشركة والأطراف المرتبطة بها، وقد تكون داخلية نابعة من داخل الشركة كما قد تكون خارجية.

وتتمثل الآليات الداخلية للحوكمة في مجموعة القوى الداخلية للشركة والتي تؤثر بشكل كبير في ممارسات <sup>2</sup>لحوكمة الشركات فيها، وفي هذا السياق نذكر على سبيل المثال لا الحصر مجلس الإدارة وخصائصه، وهيكل الملكية والمراجعة الداخلية.

### الفرع الأول: مجلس الإدارة

يلعب مجلس الإدارة دورا جوهريا في الرقابة على المديرين التنفيذيين باعتباره أ <sup>2</sup>د الآليات الداخلية المهمة لحوكمة الشركات، كما يسهر على السير الحسن للشركة ومحاولة ضمان تحقيق مصلحة المساهمين. و <sup>2</sup>تتي يؤدي مجلس الإدارة دوره الرقابي والإشرافي بفعالية يتطلب ذلك توفر بعض الخصائص الأساسية فيه والتي يؤكد عليها نظام <sup>2</sup>لحوكمة جيد سواء من نا <sup>2</sup>ية الحجم والمهام أو التركيبة أو اللجان ...

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

ويعرف مجلس الإدارة بأنه "مجموعة من الأفراد المنتخبين الذين تتمثل مهمتهم في العمل والسهرة على تحقيق مصالح المالكين، من خلال الرقابة والسيطرة على المديرين في المستوى التنفيذي الأعلى"<sup>1</sup>. أو هو عبارة عن "هيئة أو منظمة داخل المؤسسة مهمتها التخفيض من مشكلة عدم تماثل المعلومات ومراقبة مدى ملاءمتها ومنفعتهم، إضافة إلى الرقابة على سلوك المسيرين الرئيسيين والتقييم والمصادقة على القرارات الاستثمارية على المدى البعيد"<sup>2</sup>.

من جهته يعتبر Jensen (1993) مجلس الإدارة أداة أهم الآليات اللازمة لضمان الرقابة الداخلية التي تُمكن من ضبط تصرفات المديرين والرقابة عليها، وقد أشار في هذا الإطار إلى مجموعة من الشروط التي تزيد من فعالية مجلس الإدارة ومن ضمنها نجد: إمكانية و<sup>3</sup>قول أعضاء مجلس الإدارة إلى كافة المعلومات ذات الصلة وليس فقط ما يريد المدير التنفيذي إيصاله لهم، وأن يكون مجلس الإدارة <sup>4</sup>غير الحجم نسبيا <sup>5</sup>تق يكون أكثر كفاءة و تنخفض <sup>6</sup>تمالية سيطرة المدير التنفيذي عليه، كما يجب أن يكون المدير التنفيذي هو العضو التنفيذي الو<sup>7</sup>يد ضمن مجلس الإدارة لتجنب <sup>8</sup>دو تواطؤ بينهم، كما ركز Jensen على ضرورة وجود الملكية الإدارية مما يقرب بين مصالح المديرين والمساهمين، وأخيرا الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي مما يحد من قدرة هذا الأخير في التأثير على عملية اتخاذ القرار خلال اجتماعات مجلس الإدارة و يضمن الحفاظ على <sup>9</sup>قوق المساهمين<sup>3</sup>.

هذا ويعد مجلس الإدارة أهم أداة رقابية على سلوك الإدارة، ذلك أنه يمنع سوء استغلال هذه الأخيرة لرأسمال المستثمر في الشركة، عن طريق استخدام <sup>10</sup>لا<sup>11</sup>ياته القانونية في تعيين وفصل ومكافأة الإدارة العليا. ويساهم مجلس الإدارة القوي في وضع استراتيجية الشركة، ويقدم الحوافز التي يراها مناسبة

<sup>1</sup> <sup>12</sup>الح بلاسكة، تطبيق مجلس إدارة الشركة لمبادئ الحوكمة-دراسة عينة من شركات المساهمة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 17، 2017، ص: 416.

<sup>2</sup> محمد الصالح فروم، دور الآليات الداخلية للرقابة في تفعيل حوكمة المؤسسات العمومية الاقتصادية لولاية سكيكدة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد الأول/مارس 2019، ص: 254.

<sup>3</sup> ريمة شيبوب، مقارنة تقييمية لمستوى الحوكمة في الشركات المدرجة ببعض الأوق المالية العربية، أطرو<sup>13</sup>ة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد البشير الإبراهيمي-برج بوعرييج، الجزائر، 2021/2022، ص: 50.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

للإدارة، كما يراقب سلوكها ويقوم بتقييم وتقويم أدائها بما يسمح بتعظيم قيمة الشركة ومنها قيمة المساهمين والمالكين. و<sup>1</sup>تتكون مجلس الإدارة قويا وفعالا يجب أن يعمل لمصلحة الشركة ولا يهمل الدور الاجتماعي لها، كما يجب أن يتمتع بالسلطة التي تخوله لممارسة دوره بعيدا عن التدخلات البيروقراطية والسياسية كأن يقوم باختيار أعضاء الإدارة العليا والاشراف على أداء الشركة والافصاح عنه<sup>1</sup>.

كما ينعكس عمل مجلس الإدارة كآلية داخلية لحوكمة الشركات في مجموعة من الأدوار التي يقوم بها سعيا منه لتحقيق أهداف الشركة، تتمثل هذه الأدوار في:<sup>2</sup>

- الدور الرقابي: <sup>3</sup>يث عمل على معالجة أو التقليل من تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين،

إضافة إلى التقليل من عدم تماثل المعلومات مما يرفع من أداء الشركة، كما يساهم في الرقابة

على انضباط المديرين في عملهم عن طريق تحديد السلوكيات الانتهازية.

- الدور الاستراتيجي: باعتبار أن أعضاء مجلس الإدارة يتحملون جزءا من المسؤولية في بناء

الاستراتيجية ورسمها جنبا إلى جنب مع المديرين، هذا ما يؤثر إيجابا على أداء الشركات.

- الدور الخدماتي: و هنا يتمثل دور مجلس الإدارة في تقديم خدمات لجلب وتزويد الشركة بالموارد

القيمة والأساسية، وذلك بتقليل التبعية لشركات أخرى ورفع قدرات الشركة في خلق القيمة.

و<sup>4</sup>تتكون مجلس الإدارة من أداء المهام التي وجد من أجلها من توجيه ورقابة، يقوم بإنشاء

مجموعة من اللجان تتكون من أعضاء غير التنفيذيين، لا تحل محله ولكن دورها هو إعداد تقرير

مفصل ورفع للمجلس مما يجعله <sup>5</sup>القرار الأخير والمسؤولية الكاملة. ويجب أن تتصف اللجان

المنبثقة عن مجلس الإدارة بالاستقلالية والتمثيل الكبير نسبيا ما يزيد من إمكانية ضمها لأكثر عدد ممكن

من الأعضاء غير التنفيذيين، إضافة إلى أن استقلاليتها تجعلها أكثر فعالية في مراقبة سلوك وتصرفات

المديرين التنفيذيين، كما أنها قد تساهم بشكل غير مباشر في التقليل من <sup>6</sup>تأثير عدم تماثل المعلومات<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> أسماء كردوسي، محاضرات في حوكمة الشركات، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2018، ص:18.

<sup>2</sup> محمد نور الدين بن قراش، صحراوي بن شيحة، مجلس الإدارة وإسهامات<sup>7</sup> لحوكمة فعالة للشركات- دراسة نظرية تحليلية-، مجلة الابتكار والتسويق، المجلد 5، العدد1، جانفي 2018، ص ص: 47، 48 .

<sup>3</sup> الزهرة خالدي، أ<sup>8</sup>مد معراج قادري، دور الآليات الداخلية للحوكمة في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية، مجلة أوراق اقتصادية، المجلد 3، العدد2، ديسمبر 2019، ص:85.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

وغالبا ما تتمثل اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة في لجنة التدقيق، لجنة التعيينات، ولجنة المكافآت (التعويضات)،<sup>1</sup> حيث تضم كل لجنة ما لا يقل عن ثلاثة أعضاء من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين (المستقلين) ممن تتوفر فيهم الخبرات والمهارات اللازمة للعمل في تلك اللجنة، كما يمكن لعضو مجلس الإدارة الانضمام لأكثر من لجنة في وقت واحد طالما تتوفر فيه المؤهلات التي تسمح له بذلك<sup>1</sup>.

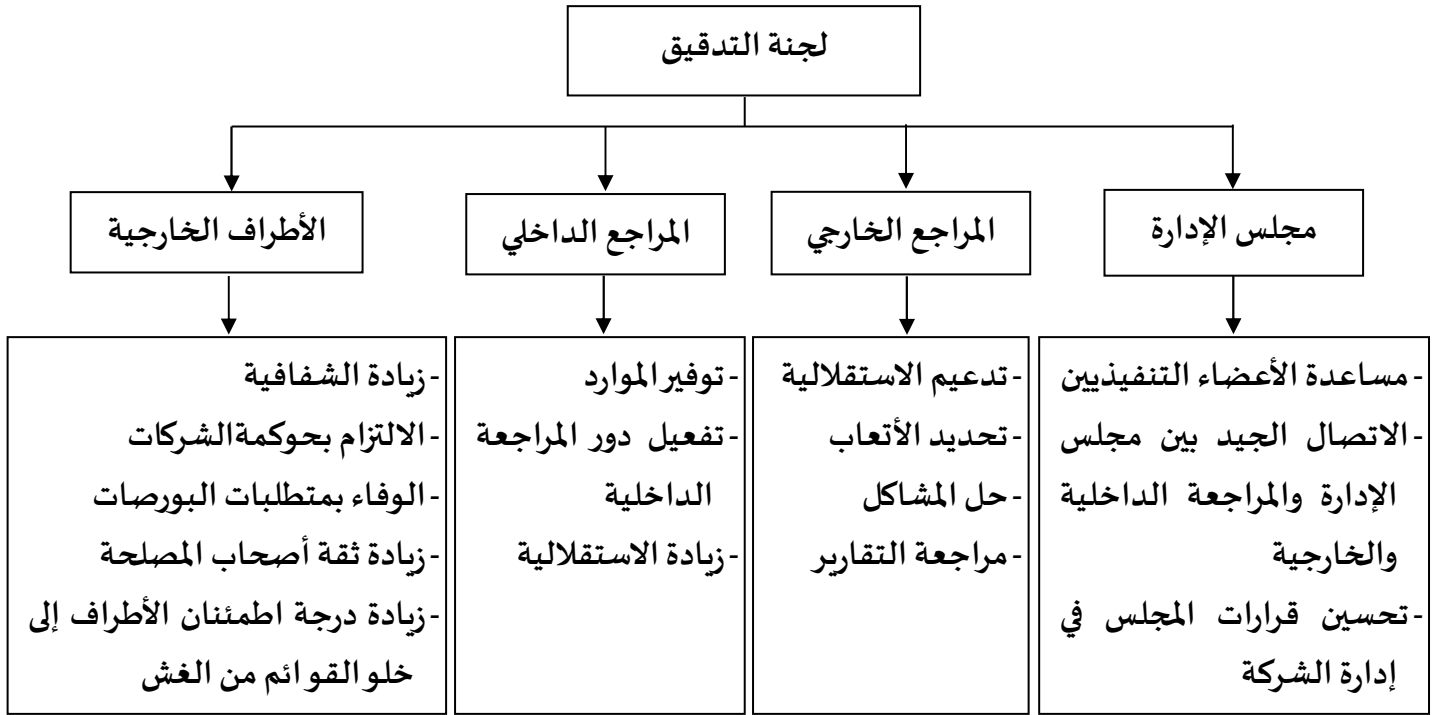
- لجنة التدقيق: هي لجنة منبثقة عن مجلس الإدارة تتكون من أعضاء مستقلين غير تنفيذيين ذوي كفاءة وخبرة مالية، لا يقل عددهم في الغالب عن ثلاثة أعضاء. تساعد مجلس الإدارة على تنفيذ مهامه الرقابية والاشرفية،<sup>2</sup> حيث تعتبر بمثابة لـلقة و لـل بين مجلس الإدارة والمدققين. ويتمثل دورها في متابعة مهام و نتائج التدقيق الداخلي والخارجي ومراجعة القوائم المالية، والتأكد من مدى فعالية نظام الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر، إضافة للتأكد من مدى تطبيق مبادئ الحوكمة ومتابعة مدى الالتزام بالقيم الأخلاقية وترتيبات الحوكمة، كما تعتبر أداة رقابة للمساهمين على أداء الإدارة<sup>2</sup>. وقد برزت أهمية إنشاء هذه اللجنة وضرورة الاهتمام بحيويتها عقب سلسلة الانهيارات التي عصفت بكبريات الشركات في الدول الرأسمالية.

<sup>1</sup> عقبة قطاف، دور حوكمة الشركات في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة شركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2019/2018، ص: 57.

<sup>2</sup> عبد الله عناني، دور لجنة التدقيق في دعم وتعزيز حوكمة المؤسسات، مجلة الباء الاقتصادية، العدد 7، جوان 2017، ص: 244.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

الشكل رقم (2): أهمية إنشاء لجنة التدقيق



المصدر: محمد نور الدين بن قراش، صحراوي بن شيخة، مرجع سابق، ص:51

يتضح من الشكل الدور الحيوي الذي تلعبه لجنة التدقيق لعدة أطراف، <sup>2</sup>يث إنها تضمن الاتصال الجيد بين مجلس الإدارة والمراجع، كما أنها تدعم استقلالية المراجع الخارجي وهي التي تحدد أتعابه وتقوم بمراجعة التقارير الصادرة عنه. كما تسعى لجنة المراجعة إلى ضمان الشفافية والالتزام بحوكمة الشركات، وكسب ثقة أصحاب المصلحة عن طريق زيادة درجة اطمئنانهم إلى خلو القوائم المالية من الغش، كما تهدف أيضا إلى تفعيل دور المراجعة الداخلية ودعم استقلاليتها، بالإضافة إلى توفير الموارد.

- لجنة التعيينات والترشيحات: تتكون مما لا يقل عن ثلاثة أعضاء من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين غير التنفيذيين، تتولى القيام بمجموعة من الواجبات منها دراسة وتحديد الأشخاص المتوقع ترشيحهم لمنصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب المدير العام. كما تقوم بمراجعة الارشادات الخا<sup>2</sup>ة بتطبيق قواعد<sup>2</sup> ووكمة الشركات وتزويد مجلس الإدارة بالتو<sup>2</sup>قيات الخا<sup>2</sup>ة

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

بتطوير وتحديث تلك الإرشادات. كما يتوجب عليها أن توضح في تقريرها السنوي طبيعة عملها والأسس التي بناء عليها تم اختيار مجلس الإدارة<sup>1</sup>.

- لجنة التعويضات والمكافآت: يقوم مجلس الإدارة بتعيين أعضائها والذين لا يقل عددهم عن ثلاثة ولا يزيد عن ستة من بين أعضاء مجلس الإدارة المستقلين غير التنفيذيين، كما يختار أيضا عضوا منهم ليرأسها، ومن مهامها وضع سياسات واضحة لتعويضات ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين مع مراعاة معايير مرتبطة بالأداء، كما تقوم بمراجعة واعتماد الخطط الخاصة بالحوافز التي يتحصل عليها كبار المديرين التنفيذيين بالشركة، هذا وتقوم سنويا بالتقييم الذاتي لأدائها لمعرفة مدى فعاليتها<sup>2</sup>.

وفي سياق آخر، نجد استقلالية مجلس الإدارة والتي تعتبر من الخصائص التي بإمكانها التأثير في فعالية مجلس الإدارة، والتي يكون هذا الأخير فعالا يجب أن يكون أغلب أعضائه من الخارجيين (ليس لهم علاقة بالشركة)، إضافة إلى أهمية الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وهنا تؤكد نظرية الوكالة على ضرورة توفر هذين العاملين بما يؤدي إلى تحقيق استقلالية المجلس وبالتالي زيادة فعاليته في أداء أدواره<sup>3</sup>.

وتتجسد استقلالية مجلس الإدارة من خلال بعدين أساسيين، أولهما أن يضم عددا أكبر من الأعضاء المستقلين (الخارجيين) يتم اعتبارهم كخبراء بنشاط الشركة، كما أنهم يضمنون رقابة أفضل على أنشطة هذه الأخيرة وعمليات اتخاذ القرار مما يساعد على التخفيض من السلوك الانتهازي للإدارة. أما البعد الثاني فيتمثل في الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأمر الذي اعتبرته نظرية الوكالة (ازدواجية المنصب) عائقا أمام فعالية الرقابة.

<sup>1</sup> بلقاسم بوفاتح، لخضر لعروس، دور مجلس الإدارة في إطار حوكمة الشركات، مجلة المقرري للدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 1، العدد 2، ديسمبر 2017، ص: 58، 59.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص: 59.

<sup>3</sup> سناء مالطي، جودة التدقيق الخارجي وآليات حوكمة المؤسسات: دراسة ميدانية في السياق الجزائري، أطروحة دكتوراه، تخصص تدقيق مالي ومحاسبي، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، 2019-2020، ص: 26..

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

بالعودة إلى نظريات [1] ووكمة الشركات ترى نظرية الوكالة أن ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي تعزز سلوكيات الهيمنة والسيطرة من طرفه، كما أنها تعيق الشفافية والمساءلة. في [2] تعتقد نظرية الإشراف أن ازدواجية المنصب من شأنها توفير قيادة عليا مركزة وضرورية من أجل إنجاح الشركة وتحقيق الأداء الذي تصبو إليه.

من جهة أخرى تتأثر فعالية مجالس الإدارة بحجمها وترتبط به، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين وجهتي نظر أساسيتين إذ نجد من الباطن [3] من يفضل أن يكون مجلس الإدارة ذا حجم [4] غير ويعتبره أكثر فعالية في القيام بمهامه، في [5] يميل تيار آخر إلى اعتبار المجالس الكبيرة أفضل. ولا يرجع اختلاف وجهات النظر إلى اختلاف نتائج الدراسات التطبيقية فقط بل يوجد تأويل نظري لذلك.

ولعل من بين أوائل النظريات التي ناقشت هذا الأمر نظرية الوكالة التي تميل إلى تفضيل المجالس الصغيرة إذ ترى أن كبر حجم مجلس الإدارة قد يؤدي إلى فقدان التنسيق بين أعضائه، وزيادة تحديات ومعوقات الاتصال بينهم مما يزيد من تكاليف الوكالة<sup>1</sup>. بينما يعتقد باثون آخرون أن مجالس الإدارة الكبيرة تتميز بضمها لعدد كبير من الأعضاء ذوي مهارات وكفاءات مختلفة مما يوفر مزيجا من الخبرات، كما أن المجالس الكبيرة تكون قادرة على منح وقت وجهد أكبر للرقابة على سلوك الإدارة<sup>2</sup>.

من جهتها أو [6]ت لجنة كادبوري (1992) بحجم مثالي لمجلس الإدارة يتراوح بين 8 و10 أعضاء، مع وجود عدد متساوي من المديرين التنفيذيين وغير التنفيذيين. في [7]ين يجادل Jensen (1993) بأن الحجم المثالي لمجلس الإدارة ينبغي أن يكون بين 7 و8 أعضاء، كما تو [8] Lipton and (1992) Lorsch في دراستهما إلى أن حجم مجلس الإدارة يجب أن يكون [9]غيرا ومحدودا [10]يث

<sup>1</sup> Puni, A. and Anlesinya, A, (2020). **Corporate Governance mechanisms and firm performance in a developing country**, international journal of law and management, vol.62, n°.2, p.151

<sup>2</sup> Salin, A. S. A. P. and Nawawi, A, **Corporate Governance and Investment Efficiency: Malaysian Evidence**, 1<sup>st</sup> International Conference on Religion, Social Sciences and Technological Education, 25-26 September 2018, Universiti Sains Islam Malaysia, Nilai, Malaysia.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

اعتبرا مجلس الإدارة المكون من 8 إلى 9 أعضاء هو الأمثل للتنسيق والتوا<sup>1</sup>ل،<sup>2</sup> حيث كلما زاد حجم المجلس وضم أكثر من 10 أعضاء لن يكون من السهل عليهم أن يطر<sup>2</sup>لوا أفكارهم وبيبنوا آراءهم . ومع هذا يجادل (Dalton and Dalton (2005) بأن ميزة المجالس الأكبر حجما هي انتشار مشورة الخبراء وآراءهم مقارنة بالمجالس الصغيرة، كما أنه من المتوقع أن تزيد المجالس الأكبر حجما من التنوع<sup>2</sup> كما<sup>2</sup> فيما يتعلق بالخبرة والمهارات والجنس و الجنسية<sup>1</sup>.

إضافة الى ما سبق، يمكن أن يتجسد الدور الاشرافي لمجلس الإدارة من خلال الاجتماعات التي يعقدها،<sup>2</sup> حيث أن فعالية مسؤوليات هذا الأخير قد تتحدد بعدد اجتماعاته السنوية. إذ يسود الاعتقاد بأنه كلما زادت قدرة القرارات التي يخرج بها مجلس الادارة من خلال اجتماعاته على التقليل من تضارب المصالح وتكاليف الوكالة، كلما انعكس عدد تلك الاجتماعات ودوريتها ايجابا على تعظيم قيمة الشركة وثروة المساهمين<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: هيكل الملكية

يقصد بهيكل الملكية كيفية توزيع الملكية بين المساهمين في الشركة أي ما يملكه كل طرف من أسهم في الشركة بغض النظر عن طبيعته إن كان فردا، أو شركة، أو عائلة، أو<sup>2</sup>كومة، أو أجنب. ويمكن التمييز بين نوعين من هياكل الملكية المركزة و المشتتة.

وقبل الحديث عن هيكل الملكية وجب التعرّيج أولا على أهم النماذج السائدة لحوكمة الشركات،<sup>2</sup> حيث تختلف هذه الأخيرة باختلاف الدول، طرق التمويل وكذا هيكل الملكية في الدولة. ويمكن في هذا الإطار التمييز بين نموذجين أساسيين هما النموذج الخارجي والذي يسمى أيضا بالنموذج المفتوح أو المشتت، والنموذج الداخلي والذي يطلق عليه النموذج المغلق أو المركز.

<sup>1</sup> Otman, K, A, M, **Corporate Governance and firm Performance in listed Companies in the United Arab Emirates**, PhD Thesis, College of Business, Victoria University of Melbourne, Australia,2014, p76.

<sup>2</sup> Puni, A. and Anlesinya, A. **Op-Cit**, p.154

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

- النموذج الخارجي (المفتوح): يسود هذا النموذج في عدد من الدول أبرزها المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية إضافة إلى استراليا، نيوزلندا، كندا، جنوب إفريقيا وبعض بلدان الكومنولث لذا هناك من يطلق عليه النموذج الأنجلو- ساكسوني. يتميز هذا النموذج بتشتت الملكية، ويقوم على افتراض مؤداه أن <sup>1</sup>حوكمة الشركات تهدف لحماية <sup>2</sup>قوق ومصالح المساهمين باختلاف أنواعهم باعتبارهم الفئة الو<sup>3</sup>يدة التي تتمتع بالقدرة على التأثير في قرارات الإدارة، هذه الأخيرة التي تعتبر <sup>4</sup>سب هذا النموذج وكيلا للمساهمين وأصحاب المال، دورها تعظيم ثروتهم. هذا ويتميز النموذج الخارجي بمجموعة من الخصائص أبرزها تشتت الملكية بين عدد كبير من المساهمين، مع وجود قوانين تحدد نسبة ملكية المستثمر الفرد في أسهم الشركة وتمنع تجاوزها، مما يخلق اختلافا في المصالح بين المديرين و <sup>5</sup>ملة الأسهم. كما يعتبر مجلس الإدارة في ظل هذا النموذج حجر الأساس خا <sup>6</sup>لة فيما يتعلق بعملية الرقابة على الإدارة التنفيذية وتقييم أداء الإدارة بموضوعية كربطه بالمكافآت واعتماد معايير محاسبية تمتاز بالشفافية. ومن جهة أخرى يتميز مجلس الإدارة بوجود أعضاء تنفيذيين وغير تنفيذيين، مع الاتجاه نحو <sup>7</sup>كام الرقابة على الإدارة، إضافة إلى منع شغل نفس الشخص لمنصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير العام، كما تتميز مساهمة البنوك في رأسمال الشركات منخفضة<sup>1</sup>.

- النموذج الداخلي (المغلق): يطبق على وجه الخصوص في ألمانيا، فرنسا، واليابان أين تتصف الأسواق المالية في هذه الدول بعدم التطور، انخفاض درجة السيولة، كما أن الشركات تفضل تحقيق المصلحة الاجتماعية<sup>2</sup>، ومن مميزاته أيضا ارتفاع نسبة ملكية البنوك والمستثمرين المؤسسيين في الشركات ما أدى لتسميته بالنموذج الموجه للبنوك، <sup>3</sup>يث بإمكان هذه الأخيرة أن

<sup>1</sup> نبيل <sup>4</sup>مادي، عبد الصمد عمر علي، النماذج الدولية لحوكمة المؤسسات دراسة مقارنة للولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا، ص ص:

831.832 ص ص: 851-827 موجود على الموقع:

dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bistream/123456789/7627/1/hamadi\_nabil.pdf

<sup>2</sup> عثمان عثمانية، مرجع سابق، ص:45.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

تكون دائنة أو مساهمة في جزء من رأسمال الشركات سواء كان ذلك بصفة مباشرة عن طريق

المشاركة أو تحويل الديون إلى رأسمال أو بصفة غير مباشرة عن طريق التفويض أو التوكيل<sup>1</sup>.

ويطلق أيضا مصطلح نظام الداخليين على هيكل الملكية المركز نظرا لشدة تأثير من تتركز بيدهم

الملكية، والذين عادة ما يكون عددهم قليلا لكنهم يمتلكون حصصا كبيرة في الشركة، ما يجعلهم

قادرين على التأثير على إدارة الشركة وسياستها المالية والتشغيلية.

من مآخذ هذا النظام إمكانية توافق كبار المساهمين مع الإدارة للاستيلاء على أ قول الشركة على

نسب المساهمين الصغار، بالإضافة إلى احتمال أن يكون مدير الشركة أحد كبار المساهمين،

الأمر الذي يسمح له باستخدام سلطته للتأثير على قرارات مجلس الإدارة، وهو ما قد ينعكس

سلبا على أداء الشركة وضياع مواردها وانخفاض مستوى الانتاجية فيها، مما يؤدي إلى إحجام

المستثمرين عن الاستثمار في أسهم تلك الشركة<sup>2</sup>.

ويوجد في إطار هيكل الملكية العديد من انواع الملكية كتركز الملكية بيد كبار المساهمين(ملكية

مركزة)، الملكية الإدارية والملكية المؤسسية،

1. الملكية المركزة: في هذا النوع من هياكل الملكية تسود ملكية كبار المساهمين، ويمكن إرجاع ذلك إلى

ضعف النظام القانوني الذي يحمي حقوق المساهمين في جميع أنحاء العالم. وبالمقارنة مع نظام

المستثمرين يحتاج الكبار إلى حقوق أقل لحماية مصالحهم، في المقابل بإمكانهم أن يكونوا أكثر فعالية

في الرقابة على الإدارة والتحكم فيها وبالتالي التأثير على قراراتها وكنتيجة تنمية لذلك سيتأثر أداء

الشركة. لكن من جهة أخرى نجد أن تركيز الملكية يخلق العديد من التكاليف التي تتمثل أساسا في

إمكانية مصادرة كبار المستثمرين للأقلية ولأصحاب المصلحة في الشركة، كما ان ملكيتهم تجعلهم

يتحملون مخاطر أكبر بسبب انخفاض التنوع<sup>3</sup>، إضافة إلى ذلك فإن ارتفاع تركيز الملكية بشكل مبالغ

<sup>1</sup> نبيل قماي، مرجع سابق، ص: 832، 833.

<sup>2</sup> سميرة جواي، أثر تطبيق الحوكمة على الأداء المالي لشركات التأمين التكافلي، أطروحة دكتوراه علوم اقتصادية، تخصص بنوك

وتأمينات، جامعة ورقلة، 2020/2019، ص:17

<sup>3</sup> Zhaka, V. **Corporate Governance, Ownership Structure and Corporate Efficiency: The case of Ukraine**, Master of Arts in Economics, National University of « Kyiv- Mohyla Academy », 2003, p.9

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

فيه من شأنه أن يؤدي بكبار المساهمين إلى توجيه عملية اتخاذ القرار بالشكل الذي يخدم مصالحهم، مما قد ينتج عنه انخفاض المبادرة الإدارية للقيام بالاستثمارات التي قد تكون لصالح الشركة<sup>1</sup>.

و في هذا الصدد جادل Jensen and Meckling، بأن الشركات التي تتبع نظام ملكية مركزة تحبذ الاقتراض على زيادة حقوق الملكية عن طريق إصدار أسهم جديدة ودخول شركاء جدد، خوفا منهم على تأثير مركزهم في الشركة وفقدانهم السيطرة عليها. بينما يتكون خيار إصدار الأسهم لحالات يكون فيها الوضع المالي للشركة ضعيفا مما يزيد من مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها، الأمر الذي قد يعرضها للإفلاس وفقدان الطاقم الإداري لوظائفهم، كما أن الاعتماد على القروض في هذه الحالة من شأنه تعريض الشركة الى مخاطر الاستحواذ<sup>2</sup>.

2. الملكية الإدارية: يقصد بها امتلاك مجلس الإدارة والمديرين لعدد من أسهم الشركة، ووفقا ل Jensen and Meckling (1976) فإن الملكية الإدارية تساهم في مواءمة الحوافز النقدية بين المديرين والمساهمين، مما يؤدي إلى تحسين الأداء، كما من شأن الملكية الإدارية أن تؤثر سلبا بسبب القوة التي يكتسبها المديرون نتيجة زيادة ملكيتهم في الشركة ما يجعلهم لا يأخذون بعين الاعتبار مصالح أصحاب المصلحة. إضافة إلى إمكانية أن تتسبب الملكية الإدارية في تجذر المديرين، الأمر الذي قد يكون مكلفا وخا<sup>3</sup> إذا كانت مؤهلاتهم محدودة أو إذا كانوا لا يميلون للمخاطرة<sup>3</sup>.

3. الملكية المؤسسية: المستثمر المؤسسي هو عبارة عن مؤسسة مالية تلعب دور وسيط مالي يقوم بتجميع الأموال من الأطراف التي تتوفر لديها مدخرات، ويوجهها إلى الجهات التي تحتاج إلى تمويل. حيث أنه يستثمر تلك الأموال نيابة عن مالكيها من خلال امتلاك أسهم في العديد من الشركات. وقد

<sup>1</sup> Puni, A. and Anlesinya, A. **Op-Cit**, p.155

<sup>2</sup> نعيمة عبيدي، أثر هيكل الملكية في تحقيق فعالية حوكمة الشركات- دراسة حالة الجزائر: بالاسقاط على عينة من المؤسسات المساهمة خلال الفترة 2010-2013، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة قبا<sup>3</sup>دي مرياح، ورقلة، 2015-2016، ص: 64، 65. Zhaka, V. **Op-Cit**, pp 9-10.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

يكون المستثمر المؤسسي عبارة عن بنوك، شركات تأمين، بنوك استثمار، ناديق استثمار، أو ناديق معاشات<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: المراجعة الداخلية

تعتبر المراجعة الداخلية آلية مهمة للرقابة على الإدارة وطريقة للتخفيف من السلوكيات الانتهازية التي قد تمارسها، كما يعتمد المساهمون على المراجع الداخلي في تزويدهم بأدق المعلومات وأدقها. وقد عرفها معهد المراجعين الداخليين بأنها: "نشاط استشاري مستقل وتأكيد موضوعي يهدف إلى إضافة قيمة، وتحسين عمليات الشركة، كما أنها تساعد الشركة في تحقيق أهدافها من خلال طريقة منهجية منظمة لتقييم وتحسين فعالية إجراءات إدارة الرقابة والتحكم"<sup>2</sup>.

هذا ويتمثل عمل المراجع الداخلي في تقديم المشورة للإدارة حول سلامة عملياتها الرئيسية من ناحية إدارة المخاطر والرقابة الداخلية، ولذا فإن المراجع الداخلي يقوم باختبار الصفقات الناتجة للتأكد من تقييم وتحديد نقاط الضعف في النظم التي تمت خصيصا لضمان ازدهار الشركة أكثر من كونها موجهة للمحاسبة عن الأنشطة<sup>3</sup>.

على الرغم من الدور الحيوي الذي تلعبه الآليات الداخلية إلا أنها قد لا تكون كافية لتنظيم العلاقات بين مختلف الأطراف في الشركة وخارجها من إدارة والمساهمين، الأمر الذي يستدعي الاعتماد على نوع آخر من الآليات يتمثل في الآليات الخارجية.

<sup>1</sup> السيد محمود الحناوي، أثر هيكل الملكية على جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، ص: 86 موجود على الموقع:

[https://abj.journals.ekb.eg/article\\_126515\\_427e65aa05302942a731358d80ae07af.pdf](https://abj.journals.ekb.eg/article_126515_427e65aa05302942a731358d80ae07af.pdf)

<sup>2</sup> ابراهيم منصور ابراهيم الطويل، العلاقة التكاملية بين المراجعة الداخلية والخارجية ودورها في تفعيل مبادئ الحوكمة نحو الأداء المالي (دراسة استطلاعية على المصارف التجارية الليبية)، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمحاسبة، جامعة أم البواقي، 2021/2022، ص: 21.

<sup>3</sup> طارق عبد العال، ماد، مرجع سابق، ص: 205.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

### المطلب الثالث: الآليات الخارجية لحوكمة الشركات

إلى جانب آليات الرقابة الداخلية على المديرين هناك نوع آخر من الرقابة التي تهدف إلى [2] النزاعات التي من المحتمل أن تنشأ بين المساهمين والمديرين، وتمارس هذه الرقابة من خلال السوق الخارجية بما فيها سوق العمل الإداري، السوق المالية، التشريع والقوانين إضافة إلى المراجعة الخارجية.

#### الفرع الأول: سوق العمل الإداري

يعرف بأنه مجموع الأفراد الراغبين في أن يصبحوا مديرين، وقد يكون داخليا إذا كان هؤلاء الأفراد موجودين داخل الشركة، وخارجيا إذا كانوا من خارجها. وقد تفضل الشركة التوظيف الداخلي على الخارجي في بعض الحالات كنقص العمالة، و [2]عوبة الحصول على معلومات كافية عن المرشحين ، أو في حالة [2] رغبة الشركة في الاحتفاظ بالمهارات المتوفرة لديها. ومع ذلك فإن التوظيف الداخلي قد يحد من المعروض أمام الشركة، إذ أن البحث خارج الشركة قد يتيح أمامها كما أكبر من المرشحين وبالتالي زيادة [2] احتمال العثور على مدير مناسب<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني: السوق المالي ( الاستحواذ العدائي)

أ [2]بحث الرقابة من خلال السوق المالية أكثر أهمية خاصة بعد التطور الذي عرفته أسواق الأسهم، [2]يث وُجد أن هناك علاقة مباشرة بين فعالية وتنافسية المديرين وبين القيمة السوقية للشركات التي يقومون بإدارتها. فإذا كانت استراتيجية الإدارة تهدف إلى إلحاق الضرر بمصلحة المساهمين فإنهم قد يلجؤون لخيار بيع أسهمهم في السوق المالية، وكنتيجة لذلك ستخفص قيمة الشركة، وهو ما قد يؤدي إلى تعرض المديرين إلى خطر الاستبدال بعد انتقال الملكية إلى المساهم الجديد<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Collin, S-O, et al, **Mechanisms of Corporate Governance Going International: Outlining A Theory and Initial Test of The Performance Effects**, Department of Business Studies, KRISTIANSTAD UNIVERSITY COLLEGE, Sweden, pp. 8-9. Available at: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:640587/FULLTEXT01.pdf>

<sup>2</sup> Damak, S, T, (2013), **The Corporate Governance mechanisms: evidence from Tunisian banks**, IOSR Journal of Business and Management, vol .9, Iss. 6, p.64

لقد أثرت بعض التشريعات على الفاعلين الأساسيين في عملية الحوكمة، ليس فيما يتعلق بدورهم ووظيفتهم في العملية فحسب، بل على كيفية تفاعلهم مع بعضهم أيضا. فعلى سبيل المثال فرض قانون ساربنز-أوكسلي متطلبات جديدة على الشركات المساهمة العامة تتمثل في زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، وتقوية إشراف لجنة المراجعة على عملية إعداد التقارير المالية، والطلب من المدير التنفيذي ومدير الشؤون المالية الشهادة على صحة التقارير المالية وعلى نظام الرقابة الداخلية، ووضع خطوط اتصال فعالة بين المراجع الخارجي ولجنة التدقيق، وتحديد قدرة المسؤولين في الشركة على المصادقة على المعاملات التي تخصهم في الشركة، والتي قد تكون مضرّة بمصالح المالكين وأصحاب المصالح الآخرين في الشركة<sup>1</sup>.

### الفرع الرابع: المراجعة الخارجية

تلعب المراجعة الخارجية دورا جوهريا وفعالا في مجال الحوكمة لقدرتها على التقليل من التعارض بين المساهمين والمديرين، إضافة إلى أنه من شأنها أن تخفف من مشكلة عدم تماثل المعلومات. لذا فإن ممارسة المراجعة من طرف مراجع مستقل و<sup>2</sup>يادي يعتبر أ<sup>3</sup>لد أهم الآليات التي تضمن جودة المعلومة المالية المنشورة في القوائم المالية الموجهة لمختلف الأطراف من خلال تقليل ا<sup>4</sup>تمثال وجود أخطاء في تلك المعلومات. ولا يمكن لدور المراجعة الخارجية أن يتحقق ما لم يقتنع المراجع بارتباط دوره الحوكمي باستعداده وقدرته على إثراء الممارسات المهنية العلمية، بل يجب عليه الحرص على الارتقاء بجودة المراجعة والإبلاغ عن رأيه بشكل سليم<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> أمينة فداوي، دوركانز حوكمة الشركات في الحد من ممارسات المحاسبة الابداعية- دراسة عينة من الشركات المساهمة الفرنسية المسجلة بمؤشر SBF 250 -، أطروحة دكتوراه، تخصص: مالية، محاسبة والتسويق في المؤسسة، جامعة عنابة، 2014، ص: 64.

<sup>2</sup> أنوار عباس الهنداوي، وليد محسن عويد، الآليات الخارجية للحوكمة وأهميتها في تعزيز مستوى الإفصاح الاجباري في الجامعات الأهلية العرقية- بحث تطبيقي في عينة من الجامعات الأهلية العرقية، مجلة كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة الكوفة، العدد 68، الجزء 1، 2023، ص: 405.

## الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات

### الفرع الخامس: مراقبة الدائنين

تلجأ الشركات في كثير من الأحيان إلى الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية من أجل تغطية احتياجاتها المالية خاصة في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية، وتستفيد في المقابل من أثر الرفع المالي الذي ينتج عنه زيادة أرباحها، لكن هذا لا يفي أنها قد تكون عرضة للتأثر من طرف دائنيها. وفي هذا الصدد يجادل Jensen (1986) بأن لارتفاع مستوى الاقتراض أثرا إيجابيا نظرا لأنه سوف يقيد سلطة الإدارة، بحيث أن المعدلات المرتفعة للرفع المالي سوف تؤدي إلى ضبط المديرين وخاصة في حالة الانتهازيين ومنعهم من استخدام التدفقات النقدية الحرة للشركة في استثمارات غير مربحة، هذا لأنهم ملزمون بدفع أقساط دورية للفائدة وأقل الدين. وفي نفس السياق أشار Stiglitz (1985) إلى أن الرقابة الفعالة على السلوك الإداري يتم تنفيذها بشكل كبير من طرف المقرضين وليس المساهمين<sup>1</sup>.

مما سبق يمكن القول بأن الهدف من الآليات الخارجية للحوكمة هو ضبط سلوك الإدارة إما بمكافئتها أو معاقبتها وهذا يسبب أدائها، وتتمثل هذه الآليات في السوق الذي يلعب دورا هاما في الضغط على الإدارة لتحقيق أداء أفضل وإلا سيتم الاستحواذ على الشركة أو تغيير طاقمها، والمراجع الخارجي الذي يراقب ويدقق القوائم المالية لضمان صحتها وسلامتها، ومراقبة الدائنين الذين يهدفون إلى استرجاع أموالهم، إضافة إلى القوانين والتشريعات التي من الممكن أن تؤثر في الأطراف المرتبطة بعملية الحوكمة. لكن يجب الإشارة إلى أن الآليات الداخلية لا تقل أهمية عن الخارجية خاصة في الدور الرقابي الذي تمارسه على الإدارة بحيث أن الآليات الخارجية لا تتدخل إلا في حالة فشل الآليات الداخلية في أداء الدور المنوط بها.

<sup>1</sup> Marashdeh, Z M. S, **The Effect of Corporate Governance on Firm Performance in Jordan**, PhD Thesis, University of Central Lancashire, 2014, p102.

### خلاصة الفصل الاول

رغم أن مصطلح <sup>٢٠</sup>لوكمة الشركات ضارب بجذوره في التاريخ كممارسة إذ تعود بداياته إلى ما قبل الميلاد، إلا أن استخدامه الفعلي كان مع بداية التسعينيات. وقد <sup>٢١</sup>ظيت <sup>٢٢</sup>لوكمة الشركات باهتمام لم تكن لتحظى به في العادة، ويمكن إرجاع ذلك إلى <sup>٢٣</sup>الات الافلاس التي تعرضت لها العديد من الشركات على مستوى العالم، وأيضا بسبب أهميتها في إضفاء ودعم الثقة والشفافية والدقة والافصاح بالقوائم المالية للشركات وما يعود به ذلك من فائدة على الشركة وكل من تربطه بها علاقة.

كل ما سبق جعل العديد من الدول تسعى لتطبيق ممارسات <sup>٢٤</sup>لوكمة الشركات خوفا منها على اقتصادها ومصادر قوتها، ولعل من أشهر وأهم ما <sup>٢٥</sup>لدر في هذا المجال تلك المبادئ الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية سنة 1999 والتي تم تعديلها سنة 2004 ، وقد تم اعتمادها كدليل عملي تستعين به الشركات في التطبيق السليم لقواعد الحوكمة، <sup>٢٦</sup>ليث تمكن هذه الأخيرة من خلال مبادئها وآلياتها بإ <sup>٢٧</sup>لكام عملية الرقابة في الشركات مما يساهم في ضمان <sup>٢٨</sup>قوق المساهمين و <sup>٢٩</sup>قوق جميع من له مصلحة في الشركة، وهو ما من شأنه ضمان استمرارية الشركات التي تطبق <sup>٣٠</sup>لوكمة الشركات واستدامتها وهو الأمر الذي يرتبط ارتباطا وثيقا بالقرارات التي تتخذها الشركات خا <sup>٣١</sup>ة ما يتعلق منها بالمجال الاستثماري.

الفصل الثاني: قرار

الاستثمار وعلاقته

بحوكمة الشركات

### تمهيد

يعد قرار الاستثمار من أبرز القرارات المالية إن لم يكن أهمها و أشدها خطورة، إذ به تتم عملية المفاضلة والاختيار بين البدائل الاستثمارية بهدف تعظيم العوائد، في ظل مستويات مقبولة نسبيا من المخاطرة. وهو جزء لا يتجزأ من عمل الشركات، باعتباره وسيلة لصنع وترشيد الاستثمارات التي تعتمد عليه الشركات في اختبار مدى نجاعة وجدوى المشروعات التي تكون طرفا فيها.

ويتطلب اتخاذ القرار الاستثماري الذي يعظم قيمة الشركة ويضمن استمراريته وجود مجموعة من الدعائم التي تمكن من تحقيق أهداف الشركة، وبالتالي أهداف المساهمين والمستثمرين فيها والأطراف ذات المصلحة. ونجد في هذا الإطار آليات حوكمة الشركات التي من شأنها أن تقرب بين أهداف الإدارة والمساهمين، بما يجعلها تقوم باتخاذ قرارات استثمارية مريحة لجميع الأطراف، عن طريق التوجه نحو الاستثمار في الأجل غير الجارية. الأمر الذي يجعل الشركة وإدارتها خاضعة لتبني منظورا طويل الأجل الهدف منه الاستمرار في الصناعة عن طريق تعظيم قيمة الشركة ومساهمتها وليس فقط تحقيق الأرباح في الأجل القصير.

من هذا المنطلق سيتم تخصيص هذا الجزء من البحث للتطرق لمفهوم الاستثمار، مفهوم القرار وأنواعه، عملية اتخاذ القرار ومراعاتها، ثم محاولة توضيح ماهية قرار الاستثمار، محدداته، مبادئه وأهم العوامل المؤثرة فيه وأخيرا تسليط الضوء على العلاقة بين قرار الاستثمار وآليات حوكمة الشركات.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

### المبحث الأول: الاستثمار وعملية اتخاذ القرار

يعد الاستثمار أداة أهم مصادر بناء وتكوين الثروة ورأس المال، ومن بين العوامل المؤثرة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، يثبت إنه المحرك الأول لقيام المشاريع الجديدة، وتجديد القديمة أو توسيعها. ويساهم الاستثمار في تطوير الاقتصاديات والشركات على حد سواء، كما أنه يساعد في خلق وظائف جديدة. وفي إطار العملية الاستثمارية، عادة ما يواجه المستثمر سواء كان فرداً أو خِلافه عدة بدائل استثمارية، مما يحتم عليه الاختيار بينها خاصة في ظل محدودية الموارد، وهو الأمر الذي يتم ضمن ما يطلق عليه عملية اتخاذ القرار.

### المطلب الأول: ماهية الاستثمار

سيتناول هذا المطلب ماهية الاستثمار من خلال تعريفه والتطرق إلى مختلف أنواع وتقسيمات الاستثمارات، ثم إبراز مختلف العوامل المؤثرة فيه.

### الفرع الأول: تعريف الاستثمار

رغم أن مصطلح الاستثمار من المصطلحات الرائجة في الاقتصاد إلا إنه قد تعددت تعاريفه بتعدد العلماء والاقتصاديين، لكن رغماً عن ذلك سنجد لها قواسم مشتركة تجمع بينها. يقوم الاستثمار على "التضحية بإشباع رغبة استهلاكية" اضرة، وليس مجرد تأجيلها فقط كما هو الحال في الادخار، أملاً في الحصول على إشباع أكثر في المستقبل"<sup>1</sup>.

ويعرف الاستثمار من وجهة نظر الاقتصاديين بأنه "التوظيف المنتج لرأس المال من خلال توجيه المدخرات نحو استخدامات تؤدي إلى إنتاج سلع أو خدمات تشبع الحاجات الاقتصادية للمجتمع وزيادة رفاهيته"<sup>2</sup>. أو هو "التضحية بمنفعة مالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك آلي من أجل الحصول

<sup>1</sup> خلفان همد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظة المالية، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص: 46.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009، ص: 17.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

على منفعة مستقبلية يمكن الحصول عليها من استهلاك مستقبلي أكبر وذلك بالتخلي عن الاستهلاك الحالي، أو التخلي عن استخدام أموال عالية لفترة زمنية معينة من أجل الحصول على مزيد من التدفقات النقدية في المستقبل تكون بمثابة التعويض عن الفرقة البديلة<sup>1</sup>.

أما من المنظور المالي فيعرف الاستثمار بأنه " كل النفقات التي تولد مداخيل جديدة على المدى الطويل"<sup>2</sup>، أو هو " اكتساب موجودات مالية أي توظيف الأموال في الأوراق والأدوات المالية"<sup>3</sup>. كما يعرف أيضا بأنه " نفقة تدر إيرادات على فترة طويلة بحيث يجب تمويلها برؤوس أموال دائمة"<sup>4</sup>.

أما المحاسبون فيلخصون الاستثمار في " تلك الوسائل المادية والقيم غير المادية، ذات المبالغ الضخمة، اشترتها المؤسسة أو أنشأتها، لا من أجل بيعها، بل استخدامها في نشاطها لمدة طويلة"<sup>5</sup>. عموما، يمكن تعريف الاستثمار بأنه جزء مقتطع من الدخل موجه لتكوين رأس المال وطاقات إنتاجية جديدة باقتناء وسائل الانتاج والمعدات الرأسمالية، بهدف خلق سلع وخدمات جديدة، أو المحافظة على الطاقات الانتاجية القائمة وتجديدها.

ويهدف أي عمل استثماري إلى تحقيق مجموعة من الأهداف قد تختلف من عمل إلى آخر، لكنها في الغالب تنحصر في أربعة نقاط أساسية هي:<sup>6</sup>

- تحقيق عائد مناسب على رأس المال: ولا يتمثل هذا العائد في مبلغ أو نسبة محددة وثابتة لكل الاستثمارات، بل يختلف معدل العائد حسب طبيعة الاستثمار، حجمه (رأسماله)، وتنوع خطوط الانتاج فيه.

<sup>1</sup> عادل مبروك محمد، نجلاء عبد المنعم إبراهيم، مبادئ التمويل والإدارة المالية من منظور إسلامي، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2024، ص: 28.

<sup>2</sup> خلفان محمد عيسى، مرجع سابق، ص: 48.

<sup>3</sup> عادل مبروك محمد، نجلاء عبد المنعم إبراهيم، مرجع سابق، ص: 28.

<sup>4</sup> محمد غياث شيخة، الاستثمار (المبادئ-الأدوات-المخاطر والتقييم)، دار رسلان للنشر والطباعة والتوزيع، دمشق، سوريا، 2022، ص: 9.

<sup>5</sup> خلفان محمد عيسى، مرجع سابق، ص: 46، 47.

<sup>6</sup> عامر طوقان، الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسات الجدوى، دار البيروني للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص: 15، 16.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

- المحافظة على قيمة الأ<sup>2</sup>ول الحقيقية: إن عدم استثمار أي أ<sup>2</sup>ل من الأ<sup>2</sup>ول هو بمثابة خسارة فر<sup>2</sup>لة استثمارية لم يتم استغلالها، أما عدم استثمار الأموال السائلة فهو يمثل خسارة فر<sup>2</sup>لة مزدوجة، إضافة لخسارة الفر<sup>2</sup>لة الاستثمارية، تتمثل الخسارة الثانية فيما ستعرض له تلك الأموال من انخفاض في القيمة مع مرور الزمن.
- الاستفادة من العائد في زيادة <sup>2</sup>قوق الملكية: إن أول رכיكة لأي عمل استثماري هي رأسماله الذي يعتبر أول بند في <sup>2</sup>قوق الملكية، وأية أرباح يحققها الاستثمار تزيد في <sup>2</sup>قوق الملكية سواء بإضافة الأرباح كلها أو جزء منها، ويتوقف ذلك على سياسة توزيع الأرباح التي يتبناها المستثمر أو الشركة.
- ضمان تدفق نقدي مستمر: يمر أي عمل استثماري مهما كان نوعه بعدة مر<sup>2</sup>ل تنطلق بوضع رأس المال في دورة تشغيلية أين يتم ضخه وتنتهي بعودة تدفقه للمستثمر.
- إذن فإن أي عمل أو مشروع استثماري سيكون الهدف الأساس منه تحقيق عائد معقول، إلى جانب تجنب خسارة الفرص الاستثمارية باستثمار الأ<sup>2</sup>ول والسيولة المت<sup>2</sup>ة، إضافة إلى زيادة <sup>2</sup>قوق الملكية، وضمان التدفقات النقدية المستمرة.

### الفرع الثاني: تصنيفات الاستثمارات

يمكن تصنيف الاستثمارات <sup>2</sup>سب عدة معايير من <sup>2</sup>يث الطبيعة أو المدة أو الموقع الجغرافي أو غيرها من المعايير، وفيما يلي بعض تصنيفات الاستثمارات:<sup>1</sup>

- 1- التصنيف حسب طبيعة الاستثمارات: تقسم الاستثمارات <sup>2</sup>سب هذا المعيار إلى:
  - الاستثمارات الحقيقية أو الانتاجية: هي عبارة عن إنشاء الأ<sup>2</sup>ول الانتاجية التي تهدف إلى تحقيق الربح، أو شراء وتملك الأ<sup>2</sup>ول الرأسمالية، كالاستثمار في الأراضي و المصانع والشركات الانتاجية ومشاريع البنى التحتية. و يساهم هذا النوع من الاستثمارات بزيادة فعلية في الناتج المحلي الإجمالي

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 47-52.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

وتكوين تراكم رأس المال، كما أنها تتميز بدرجة مخاطرة منخفضة لكن في المقابل درجة سيولتها أيضا منخفضة.

- الاستثمارات المالية: ويقصد بها الاستثمار في الأدوات المالية الموجودة في السوق المالي كأسهم والسندات، حيث يتم اقتناؤها لمدة محددة ثم بيعها عند ارتفاع سعرها بهدف الحصول على أرباح إضافية.

2- التصنيف حسب الموقع الجغرافي: ويوجد ضمن هذا التصنيف:

- الاستثمارات المحلية أو الداخلية: وهي ذلك النوع من الاستثمارات الذي يتكون داخل السوق المحلي في البلد، ويكون بعدة أشكال هي:

• الاستثمار في تكوين رأس المال الثابت الذي ينقسم بدوره إلى ثلاثة أنواع هي الاستثمار في

رأس المال الثابت الذي يساهم مباشرة في زيادة الطاقة الانتاجية للاقتصاد القومي

كتأسيس المشاريع. والاستثمار في رأس المال الثابت الذي يساهم بشكل غير مباشر في

زيادة الطاقة الانتاجية، ويساعد في توسيعها في القطاعات الانتاجية المرتبطة بهذا النوع

من الاستثمارات كالطرق والجسور والبنى التحتية الأخرى. و أخيرا الاستثمار في رأس المال

الثابت الذي لا يساهم في زيادة الطاقة الانتاجية كالمثلثات والتمثيل والنصب التذكارية.

• الاستثمار في تكوين المخزون السلعي، ولا يؤدي إلى زيادة الطاقة الانتاجية ولكن الهدف

منه تكوين مخزون سلعي يسهل عملية الانتاج و البيع أي أنه يضمن تأمين استمرارية

عملية الانتاج وعدم توقفها.

• الاستثمار في فائض التصدير الذي يعبر عن الفارق بين قيمة السلع والخدمات الناجمة عن

التعامل مع الاقتصاد الخارجي.

• الاستثمار في الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية المتداولة في

السوق المالية. من مميزات هذا النوع من الاستثمارات أنه لا ينتج عنها زيادة فعلية في

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

الناتج الاجمالي المحلي كونها لا تمثل انتاجا مباشرا. كما أنها لا تؤدي إلى خلق عنا ٢٢ انتاج جديدة، بل هي عبارة عن انتقال ٢٣ حقوق ملكية من خلال تبادلات مالية بين الأفراد، كما تتصف الاستثمارات المالية بدرجة مرتفعة من المخاطرة.

- الاستثمارات الأجنبية أو الخارجية: وهي عبارة عن استخدام الأموال الفائضة في أدوات وفرص استثمارية في الأسواق الأجنبية، وقد تكون استثمارات فردية أو جماعية، مباشرة أو غير مباشرة.

ويرى مصيطفى و بن بوزيان أن العملية الاستثمارية تميز بين نوعين من الاستثمارات لا غير وهما:<sup>1</sup>

- الاستثمار العيني المباشر: وهو الانفاق على شراء أو تكوين الأ ٢٤ول الانتاجية المستخدمة في العمليات الانتاجية مثل اقامة المصانع والعُدّ والآلات مما يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني والتوظيف وينقسم إلى:

• الاستثمار الثابت: يقصد به التجهيزات الثابتة اللازمة للعملية الانتاجية مثل الآلات والمعدات والمصانع وهي تعمل على دعم القدرة الانتاجية في المستقبل.

• الاستثمار في المخزون: يتكون من الإضافات إلى المواد الخام والمنتجات النهائية التي لم تسوق بعد، وما يتم الا ٢٥تفاظ به لمواجهة المستقبل.

• الاستثمار السكني: الاستثمار في العقارات باعتبارها أ ٢٦لا طويل الأجل.

- الاستثمار في الأوراق المالية: وتعتمد قيمة الأ ٢٧ول المالية على قيمة الأ ٢٨ول الحقيقية التي تمتلكها المؤسسة ، ٢٩يث تقوم هذه الأخيرة باستخدام الأ ٢٩ول الحقيقية في العملية الانتاجية، وتستخدم الأ ٣٠ول المالية لتوزيع الدخل بين المستثمرين وذلك الناتج من العملية الانتاجية.

وتوفر الأ ٣١ول المالية المصدر الرئيسي لتمويل العمليات الانتاجية كما تعمل الأدوات المالية على تخصيص الموارد في الاستثمارات الأكثر كفاءة، ومن ثمة تؤدي زيادة الأ ٣٢ول المالية إلى زيادة

<sup>1</sup> عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي و اقتصاديات الأسواق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة ٣٣سن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2015، ص ص: 51، 52.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

الأول العينية وبالتالي زيادة الاستثمار. و تنقسم الاستثمارات في الأول المالية إلى سوق التمويل قصير الأجل وأهم أجهزته البنوك التجارية، وسوق رأس المال طويل الأجل وأهم أجهزته البورصة، والأسواق المستقبلية وتستخدم المشتقات المالية.

هذا ويمكن تصنيف الاستثمارات الرأسمالية وهي نصف من الاستثمارات تهتم باستثمار الأموال المتأهلة في أول طويلة الأجل لتحقيق عوائد مستقبلية لعدد من السنوات القادمة، يصنف هذا النوع من الاستثمارات نصف الهدف منه إلى:<sup>1</sup>

- استثمارات إحلالية: تهدف إلى استبدال المعدات القديمة بأخرى جديدة بسبب استهلاكها أو بسبب التقدم التكنولوجي. ويتخذ قرار الإحلال بناء على المقارنة بين التكاليف المستقبلية في حال الاستمرار في استخدام المعدات القديمة، والتكاليف الناجمة عن استخدام الآلة الجديدة.
- استثمارات ابتكارية أو تطويرية: تعتمد على التغيرات التكنولوجية لتلبية أذواق المستهلكين ومواكبة التطور التكنولوجي وزيادة القدرة على المنافسة، وتتميز هذه الاستثمارات بدرجة مرتفعة من المخاطرة نظرا لتغير طبيعة المنتج نفسه.
- استثمارات توسعية: الهدف منها هو توسيع الطاقة الإنتاجية نظرا لحصول المنتج على حصص سوقية أو أسواق جديدة، ويتخذ مثل هذا القرار الاستثماري بعد المقارنة بين الأيراد الإضافي والتكاليف الإضافية طول حياة المشروع، حيث يمثل نصف في الزيادة في الأيراد العائد على الاستثمار الإضافي. و تنخفض درجة المخاطرة في هذه الاستثمارات نسبيا إذا لم يحصل أي تغير في طبيعة السلعة المنتجة.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009، ص: 272.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

### الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على الاستثمار

تتحقق الاستثمار الهدف منه، لابد من دراسة العوامل المحيطة في البيئة الاستثمارية الداخلية والخارجية،<sup>1</sup> حيث يجب تحليل تلك العوامل بهدف الحفاظ على الأموال المستثمرة وزيادتها. ومن بين العوامل المؤثرة على الاستثمار:<sup>1</sup>

- الاستقرار السياسي: يؤثر الاستقرار السياسي بشكل كبير على الاستثمارات والمستثمرين داخل البلد،<sup>2</sup> حيث أن استقرار النظام السياسي يؤدي إلى استقرار القوانين والأنظمة المؤثرة على الاستثمار مما يؤدي إلى استقرارها وتوسيعها وتنوعها. كما تلعب إيديولوجية الحكومة دورا كبيرا في استقرار الاستثمارات من خلال التشريعات المحفزة ودرجة الانفتاح الاقتصادي وتحقيق استقرار قيمة العملة.
- الاستقرار الاقتصادي: ويقاس بدرجة المخاطر الاقتصادية التي يتعرض لها الاستثمار، ومدى كون هذه المخاطر داخلية تعتمد على عوامل اقتصادية محلية كدرجة النمو ومعدل التضخم والسياسة المالية والنقدية للدولة ومتانة الأسواق المالية وحجم الاستثمارات الممولة محليا. أو كونها مخاطر خارجية نتيجة الانكشاف الاقتصادي وطبيعة العلاقات الاقتصادية مع الدول الأخرى والانضمام إلى المنظمات الدولية أو الإقليمية وشروط التبادل المالي والتجاري بينها.
- معدل أسعار الفائدة: يؤثر سعر الفائدة على كلفة الاستثمار و عوائده، ويعبر سعر الفائدة عن سعر رأس المال وهو ثمن تأجيل الاستهلاك أي التعويض عن هذا الأخير بشكل أموال إضافية تدفع في المستقبل. وقد أثبتت النظرية الاقتصادية وجود علاقة عكسية بين الاستثمار وأسعار الفائدة فكلما ارتفع سعر الفائدة انخفض الانفاق الاستثماري في ظل ثبات باقي العوامل.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص: 26-31.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

- الدخل القومي: كلما ارتفع حجم الدخل أدى إلى ارتفاع الميل الحدي للادخار، مما يؤدي إلى خلق استثمارات ذات طاقات إنتاجية واسعة، وكلما زاد نمو الدخل يعني ارتفاع حجم ومرونة الطلب الكلي، إضافة إلى زيادة الادخارات مما يشجع على زيادة الاستثمار.
- معدلات التضخم: ينعكس ارتفاع معدل التضخم سلبيًا على الاستثمار نظرًا لما يخلقه من عدم الاستقرار في قطاع الأعمال وعدم معرفة المستثمر لحالة الاقتصاد في المستقبل، كما أنه يرفع من درجة المخاطر المرتبطة بالارتفاع العام في الأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود، إضافة إلى تأثيره على تحديد القيمة الحقيقية للدخل والأرباح والقيمة الحقيقية لرأس المال المستثمر، كل هذا ينتج عنه انخفاض الرغبة في الاستثمار.
- توفر البنى التحتية والانفتاح الاقتصادي: وهو الأمر الذي يعتبر ضروريًا للنشاط الاستثماري خاصة منه الانتاجي،<sup>1</sup> حيث يعد من أهم العوامل المؤثرة على الاستثمار. كما يلعب الانفتاح الاقتصادي ومظاهر العولمة دورًا<sup>2</sup> هيويا في زيادة معدلات الاستثمار وخاصة الأجنبي.

### المطلب الثاني: ماهية عملية اتخاذ القرار

عملية اتخاذ القرار هي جوهر العملية الإدارية، فنجاح الشركات والمنظمات وفشلها مرتبط بمدى رشادة القرارات التي تقوم باتخاذها. وقبل الحديث عن اتخاذ القرار كعملية يجب أولاً إعطاء تعريف للقرار، خصائصه وأهم أنواعه.

### الفرع الأول: مفهوم القرار

يواجه الفرد في مختلف مجالات الحياة<sup>3</sup> التي البسيطة منها مشكلات تتطلب منه إيجاد<sup>4</sup> حل لها، وللتو<sup>5</sup> لذلك يتوجب عليه اتخاذ قرار بشأن اختيار الحل الأنسب. وكلمة قرار هي كلمة لاتينية الأ<sup>6</sup> تعني القطع أو الفصل **Cut Off** أي تغليب أ<sup>7</sup> الجانبين على الآخر<sup>1</sup>، كما يقصد بالكلمة البت النهائي

<sup>1</sup> أمل أ<sup>2</sup>مد طعمة، اتخاذ القرار والسلوك القيادي: برنامج تدريبي، الطبعة الثانية، ديونو للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 16.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

والإرادة المحددة لصانع القرار بشأن ما يجب وما لا يجب فعله للو<sup>2</sup>ل لوضع معين وإلى نتيجة محددة ونهائية<sup>1</sup>.

ويعرف القرار بأنه " مسار فعل يختاره الفرد بو<sup>2</sup>لفه أنسب وسيلة متا<sup>2</sup>لة أمامه لإنجاز الهدف أو الأهداف التي يبتغيها لحل المشكلة التي تشغله"<sup>2</sup>. وفي تعريف آخر يقول **Nigro** بأن القرار هو ذلك " الاختيار المدرك (الواعي) بين البدائل المتا<sup>2</sup>لة في موقف معين ..."<sup>3</sup>.

من التعاريف الواردة أعلاه يمكن تعريف القرار بأنه اختيار البديل الأمثل من بين مجموعة من البدائل<sup>2</sup> حسب الأولويات والأهداف ووفق ما يتوفر من معلومات وظروف محيطة، ويتميز القرار بالخصائص التالية:<sup>4</sup>

- وجود الرغبة في التنظيم بإ<sup>2</sup>دداث تغيير إذا تطلبت المشاكل القائمة ذلك، أو تجنب المشاكل المتوقعة مستقبلا أو في<sup>2</sup>الة تحسين الأداء.
- تحديد درجة التغيرات المطلوب إ<sup>2</sup>لدائها والتي غالبا ما تؤثر على مصالح العاملين في التنظيم وطمو<sup>2</sup>لتهم وتوقعاتهم المستقبلية.
- ولهذا فإن التغيير المقترح إ<sup>2</sup>لدائه لابد أن يأخذ بعين الاعتبار الأوضاع الاجتماعية والبيئية للمؤسسة وغاية الأفراد العاملين و رغباتهم. و بالتالي يجب على متخذ القرار أن يحدد المعالم التي يستطيع التأثير بها والتحكم فيها وتلك التغيرات التي تقع خارج بيئته وهذا يجعل عملية اتخاذ القرار تتم تحت قيود وتحدد اتجاه التغيير المتوقع إ<sup>2</sup>لدائه.

<sup>1</sup> نوال عبد الكريم الأشهب، اتخاذ القرارات الإدارية: أنواعها ومراحلها، دار أمجد، عمان، الأردن، 2015، ص: 14.

<sup>2</sup> طارق عبد الرؤوف عامر، إهاب عيسى المصري، صناعة واتخاذ القرار، الطبعة الأولى، مؤسسة طبعة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2015، ص: 9.

<sup>3</sup> نواف كنعان، اتخاذ القرارات الإدارية بين النظرية والتطبيق، الطبعة التاسعة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص: 83.

<sup>4</sup> طارق عبد الرؤوف عامر، إهاب عيسى المصري، مرجع سابق، ص: 11.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

وتنقسم القرارات من <sup>1</sup>ليث البيئة الداخلية التي تتخذها القرارات إلى نوعين أساسيين هما:

- القرارات المبرمجة: يتم اتخاذها بشكل روتيني أو بصورة متكررة ولحالات محددة تماما وبذات المنهج والأسلوب، وهي <sup>2</sup>الات مألوفة لمتخذ القرار وقد تنطبق عليها نفس الموا <sup>3</sup>فات مما يستلزم نفس العمليات الروتينية وينطبق عليها ما هو محدد مسبقا من سياسات وإجراءات.

- القرارات غير المبرمجة: هي ذاك النوع من القرارات الذي يمكن معه تطبيق قواعد وإجراءات محددة مسبقا، نظرا لأن الموقف جديد ولم يسبق التعامل مع مثله أو أن نفس الموقف غير واضح المعالم دائما ومع كل الظروف. و تجدر الإشارة هنا إلى أن معظم القرارات المهمة التي يتم اتخاذها تقع ضمن هذه المجموعة من القرارات، والتي تنطوي على نوع من عدم التأكد <sup>4</sup>ول نتائج كل بديل. كما قد يواجه متخذ القرار هنا بعض المعوقات تتمثل في عدم توفر الكم اللازم من المعلومات الكاملة أو أنها تحتاج وقتا للحصول عليها، كما يمكن أن يرجع ذلك إلى عدم كفاءة عملية الاتصال وتبادل المعلومات بين و <sup>5</sup>حدات المنظمة.

كما تصنف القرارات <sup>6</sup>سب مجموعة من العوامل الأخرى <sup>7</sup>ليث:

يمكن تقسيم القرارات <sup>8</sup>سب درجة أهميتها إلى:

- قرارات استراتيجية: تتعلق بالمنظمة ككل فيما يتعلق بالأهداف والخطط طويلة الأجل.

- قرارات تكتيكية: تتعلق بالإجراءات التنفيذية للخطط قصيرة ومتوسطة الأجل، ويصدر هذا

النوع من القرارات للأمور الروتينية غير الهامة أو الأعمال المتكررة.

و <sup>9</sup>سب درجة تأثير القرار إلى:

- قرارات شخصية: يصدرها المدير بصفته الشخصية ولا تؤثر على سير عمل المنظمة، كتخصيصه

يوما من كل أسبوع يقضيه مع أسرته.

<sup>1</sup> مؤيد عبد الحسين الفضل، نظريات اتخاذ القرارات: منهج كمي، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص:

.48

<sup>2</sup> محسن باعمر، نظم دعم القرار، دار العلوم العربية للنشر والتوزيع والإعلام، القاهرة، مصر، 2016، ص ص: 80-82.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقتهم بحوكمة الشركات

- قرارات تنظيمية: يتخذها المدير بصفته عضواً في المنظمة وتنعكس آثارها على المنظمة ونشاطها كقرار تحديد سعر بيع منتج معين.
- وتنقسم القرارات  $\text{\textcircled{2}}$  حسب عدد الأفراد المشاركين إلى:
  - قرارات فردية: ينفرد المدير باتخاذها دون أن يشارك أو يشاور المعنيين بموضوع القرار ويطلق على هذا الأسلوب بالأسلوب البيروقراطي.
  - قرارات جماعية: وهنا يكون القرار ثمرة جهد ومشاركة جماعية كالقرارات الصادرة عن مجالس الإدارة وهو ما يسمى بالأسلوب الديمقراطي.
- و  $\text{\textcircled{2}}$  حسب طريقة اتخاذ القرار، يمكن أن تقسم القرارات إلى:
  - قرارات ارتجالية: وهي قرارات سريعة تتخذ بشكل عشوائي وغير منطقي و دون الاستناد إلى أبسط القواعد والمقومات الأساسية التي تقتضيها عملية اتخاذ القرارات السليمة.
  - قرارات رشيدة أو عقلانية: هي قرارات واعية ومدروسة وتتضافر في عملية  $\text{\textcircled{2}}$  لتعها واتخاذها كافة المقومات العلمية والمستلزمات الأساسية التي تؤدي إلى تحقيق الأهداف.
- وأخيراً، تصنف القرارات  $\text{\textcircled{2}}$  حسب درجة المخاطرة في اتخاذ القرار إلى:
  - قرارات مؤكدة: تتوافر لمتخذها جميع المعلومات المطلوبة بحيث يمكنهم التنبؤ بالنتائج المستقبلية لها، ولذلك تكون نتائجها مضمونة ومؤكدة إلى  $\text{\textcircled{2}}$  كبير.
  - قرارات ذات مخاطر أو غير مؤكدة: تتخذ في ظل ظروف غامضة، لا تتوافر عنها المعلومات الكافية والدقيقة، بحيث لا يستطيع متخذوها تحديد النتائج المستقبلية و  $\text{\textcircled{2}}$  تمالات  $\text{\textcircled{2}}$  دوثها لكونها غير مؤكدة.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

### الفرع الثاني: مفهوم عملية اتخاذ القرار

قبل التطرق إلى مفهوم عملية اتخاذ القرار، لابد أولاً من التمييز بين مصطلحي **Decision Making** واتخاذ القرار **Decision Taking**، حيث يرى العديد من علماء الإدارة أن اتخاذ القرار هي آخر مرحلة من مراحل عملية اتخاذ القرار والتي تتكون من مجموعة من المراحل المترابطة التي من شأنها أن تؤدي في النهاية إلى اتخاذ القرار. فيما يذهب البعض الآخر إلى إطلاق تسمية اتخاذ القرار على كافة المراحل التي تنطلق من تحديد المشكلة لتنتهي باتخاذ القرار بشأن البديل الأمثل. والرأي الأرجح هو اعتماد مصطلح اتخاذ القرار كونه يدل على مفهوم التوافق المستمر والسلسلة المنتظمة من الخطوات التي تؤدي في النهاية إلى اتخاذ القرار.

وعملية اتخاذ القرار هي "عملية تفكير مركبة، تهدف إلى اختيار أفضل البدائل أو الحلول المتاحة للفرد في موقف معين، من أجل الوصول إلى تحقيق الهدف المرجو"<sup>1</sup>، أو هو "نشاط إنساني مركب يبدأ بشعور من الشك وعدم التأكد من جانب متخذ القرار **قوله** ما يجب عمله **قوله** مشكلة ما، وتنتهي باختيار أحد الحلول التي يتوقع أن تزيل **قوله** الشك وعدم التأكد وهو هكذا يحاول **قوله** إلى **قوله** المشكلة المطروقة"<sup>2</sup>.

هذا ويمكن بيان مفهوم عملية اتخاذ القرارات من خلال تحديد الصفات المميزة لها كما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> أمل أ. محمد طعمة، مرجع سابق، ص: 15

<sup>2</sup> سحر علي عمر، الإدارة واتخاذ القرار، نسخة الكترونية موجودة على الرابط:

[Google.dz/books/edition/القرار\\_واتخاذ\\_الإدارة/yw\\_LEAAAQBAJ?hl=fr&gbpv=1](https://www.google.dz/books/edition/القرار_واتخاذ_الإدارة/yw_LEAAAQBAJ?hl=fr&gbpv=1)

<sup>3</sup> بالاعتماد على:

- نواف كنعان، مرجع سابق، ص: 87-90.

- عباس جواد الركابي وآخرون، اتخاذ القرارات التربوية والإدارية بين الواقع والطموح، دار أمجد للنشر، عمان، الأردن، 2018، ص: 83، 84.

- علي عبد المجيد، الإدارة الحديثة أسس ومبادئ وغايات، وكالة الصحافة العربية، 2021، ص: 116 - 118.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

- عملية قابلة للترشيد: حيث تقوم على افتراض أنه لا يمكن ترشيد القرار بشكل كامل وإنما الوال إلى عد من المعقولية والرشد. كما أن عملية اختيار البديل الملائم تتم على عدة مرات وفي ظل ضغوط وعوامل مختلفة، هذا ما يجعل من الصعب إن لم يكن من غير الممكن توفير معلومات دقيقة وتنبؤ دقيق بالأحداث. من جهة أخرى، ونظرا لتعدد الأهداف وتداخلها وتعارضها في بعض الأحيان فإن عملية اتخاذ القرار تبعد عن كونها عملية سببية قابلة للقياس الدقيق.
- عملية تمتد في الماضي والمستقبل: إذ إنها تتصف بالاستمرارية وتمتد عبر الزمن، فهي تتصل بعوامل وأوضاع وصلت في الماضي ويتم الوال إليها في الحاضر من خلال الأعمال العقلية الهادفة وتمتد في تأثيرها إلى المستقبل. إضافة إلى ذلك فأى قرار هو عبارة عن امتداد لقرارات أخرى سبق اتخاذها، ولا يتخذ بمعزل عن بقية القرارات التي سبقته، ومن هنا فقد يكون من الصعب أيانا تحديد القرار الألى من بين سلسلة القرارات.
- عملية ديناميكية مستمرة: فهي ذات طبيعة تطويرية متغيرة ويظهر ذلك من خلال التغيرات التي تطرأ على المشكلة بتغير مراتل اتخاذ القرار واختلاف نوعية وكمية المعلومات المتوفرة لمتخذ القرار، هذا الأخير الذي سيكون مجبرا على متابعة التغيرات التي يتمكن من تحديد المشكلة بدقة والتمييز بين أسبابها وظواهرها وأعراضها من أجل التوال إلى التشخيص السليم لها وبالتالي التوال إلى اختيار البديل الملائم.
- عملية تتصف بالعمومية والشمول: عامة لأن نوع القرارات وأسس وأساليب اتخاذها تكاد تكون عامة لجميع المنظمات الإدارية، وشاملة لأن القدرة على اتخاذ القرار يجب أن تتوفر في كل من يشغل المناب الإدارية باختلاف مستوياتها.
- عملية تتأثر بعوامل ذات صبغة انسانية واجتماعية: إذ تتأثر عملية اتخاذ القرار بعوامل تتعلق بشخصية متخذ القرار والمرؤوسين وكل من يساهم في اتخاذ القرار أو يتأثر به، كما تتأثر بعوامل اجتماعية ناتجة عن بيئة القرار الداخلية والخارجية.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

- عملية تقوم على الجهود الجماعية المشتركة: لأنها عملية تمر بالعديد من المراحل، فإنها ترتبط بمجموعة من الجهود المشتركة اللازمة لما تتطلبه مراحلها من إعداد وتحضير وجمع معلومات وتحليلها وتقييمها و تولاها الى تنفيذ القرار.
- عملية اتخاذ القرار هي وظيفة إدارية وعملية تنظيمية: هي وظيفة إدارية لأنها من مسؤوليات المدير، وعملية تنظيمية لأن اتخاذ الكثير من القرارات تعتبر عملية أكبر من أن ينفرد بها المدير ولده، فهي نتيجة تضافر جهود عدد كبير من الأفراد في شكل جماعات أو مجالس إدارة، هذا لأن المدير لا يعمل بمعزل عن المحيطين به بل يتأثر بهم وبأفكارهم.
- بناءً على ما سبق، يمكن تعريف عملية اتخاذ القرار بأنها سلسلة من الخطوات التي يتبعها الفرد أو الجماعة لاختيار أفضل بديل من بين مجموعة من البدائل المتاحة.
- و تتكون عملية اتخاذ القرار من ثلاثة عناصر رئيسية هي:<sup>1</sup>
- الاختيار: رغم أن الاختيار يشق وجوده ضمناً عند الحديث عن القرار إلا أن عملية الاختيار نفسها هي عملية نسبية، فقد يتوافر لمتخذ القرار نظرية واسعة في الاختيار في بعض الظروف، وقد تنعدم تماماً في ظروف أخرى. و متى عندما تتوافر تلك الحرية الواسعة إلا إنها ما تزال مقيدة بظروف بيئية وعوامل شخصية.
- البدائل: قد يكون لمشكلة ما طريقة واحدة لحلها، ومثل هذه الحالة لا تحتاج إلى اتخاذ القرار. وقد يرجع الإدعاء بوجود حلول واحدة للمشكلة إلى عدم كفاية التحليل أو العجز في تكوين البدائل. إضافة إلى أنه يوجد الكثير من المشاكل الإدارية تقبل بدائل ثنائية، وهذا لا يعني عدم وجود بدائل أخرى بل تعتبر هذه النظرية الثنائية مجرد تبسيط للمشاكل الإدارية ومحدودية الحلول فيها يرجع إلى أن هذه الأخيرة غير معروفة أو غير مدروسة أو تم استبعادها. أما الحالة الشائعة فهي

<sup>1</sup> علي فلاح الزعبي، أحمد دودين، الأسس والأصول العلمية في إدارة الأعمال، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2016، ص ص: 284، 285.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

التي يواجه فيها متخذ القرار عددا كبيرا من البدائل وعليه تخفيضها إلى أدنى عدد ممكن، فعملية اتخاذ القرار هي عملية تخفيض البدائل المتعددة، ومن هنا يمكن القول بأن البدائل مثلها مثل الاختيار تندرج في عددها بين التعدد والوحدانية.

- الأهداف والدوافع: تأتي أهمية هذا العنصر من ضرورة استخدام معيار محدد لاختيار القرارات، وتحدد الأهداف والدوافع مثل هذا المعيار، فالقرارات الإدارية لا بد أن تساهم في انجاز أهداف واقعية بفعالية وكفاءة. ومن الطبيعي أن لكل قرار دافع معين وتعتمد نتائج القرارات على أهمية الدوافع التي تحرك السلوك وعلى قوتها، فالدافع الواجد يحقق أكثر من هدف واحد، لذلك فإن قوة الدافع تحدد الأهمية النسبية للهدف المرغوب تحقيقه، وقد يكون من الصعب أحيانا تفسير كل قرار باستخدام الأهداف أو الدوافع المحددة مباشرة أو النتائج، وتؤدي في النهاية إلى بلوغ أهداف محددة.

### المطلب الثالث: مراحل عملية اتخاذ القرار والعوامل المؤثرة فيها

سيتم في هذا المطلب إيجاز المراحل التي تمر بها عملية اتخاذ القرار، ثم محاولة إبراز أهم العوامل التي تؤثر فيها.

### الفرع الأول: مراحل عملية اتخاذ القرار

تمر عملية اتخاذ القرار بمجموعة من المراحل - كما تم التطرق إليه سابقا - ويمكن ترتيب هذه الخطوات كما يلي:<sup>1</sup>

- تحديد المشكلة: وتعتبر أهم خطوة للتمييز بين أعراض المشكلة وأسبابها الحقيقية، حيث على متخذ القرار معرفة المشكلة التي تحتاج إلى حل وتحديدتها، مع الأخذ بعين الاعتبار العوامل الحاسمة والاستراتيجية في ذلك، والتي قد تشكل عقبات في طريق إيجاد الحل المناسب. ويجب في

<sup>1</sup> Panpatte. S, and Takale. V. D, (2019), **To Study the Decision-Making Process in an organization for its Effectiveness**, The International Journal of Business, Management and Technology, Vol 3, Issue1, pp.76,77.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

- هذه المرحلة على الأقل التو<sup>2</sup>ل إلى تحديد الأسباب الجذرية و الافتراضات المقيدة و<sup>2</sup>لدود النظام والمنظمة. و<sup>2</sup>تق يمكن المدير من القيام بهذه الخطوة بشكل سليم يجب عليه تحديد الأعراض التي تعتبر علامات تحذيرية للمشاكل، واكتشاف التباين بين الوضع الحالي والوضع المرغوب فيه.
- جمع المعلومات: بمجرد تحديد المشكلة، يتم الانتقال إلى جمع المعلومات المتعلقة بالمشكلة من أجل تطوير<sup>2</sup>لول بديلة، والتي تهدف إلى الو<sup>2</sup>ول إلى أفضل قرار ممكن من بين الخيارات البديلة المتاحة، وفي أثناء تطوير الحلول البديلة قد يحدث أن يصادف متخذ القرار<sup>2</sup>لولاً أو<sup>2</sup>يلة أو إبداعية للمشكلة.
  - تحديد البدائل: مع توفر المعلومات ذات الصلة، يصبح بالإمكان تحديد الحلول الممكنة للمشكلة، وعادة ما يكون هناك أكثر من بديل.
  - تطوير حلول بديلة: الهدف من ذلك هو الحصول على أفضل قرار ممكن من بين البدائل المتاحة، وتساعد تقنيات بحوث العمليات وتطبيقات الكمبيوتر بشكل كبير في تطوير الحلول البديلة.
  - الاختيار: بعد الانتهاء من جمع المعلومات اللازمة ووضع الحلول المحتملة، تأتي مرحلة الاختيار ويكون ذلك بعد القيام بترتيب لخيارات،<sup>2</sup>يث يتم اختيار البديل الذي يسود الاعتقاد بأنه سيحقق الهدف المنشود. ويمكن في بعض الحالات الجمع بين عدة خيارات (بدائل)، لكن في أغلب الأحيان<sup>2</sup>يان سيكون هناك اتجاه واضح يتم سلوكه.
  - متابعة القرار: وهي آخر وأهم خطوة في عملية اتخاذ القرار ويتم من خلالها تقييم فعالية القرار،<sup>2</sup>يث تتيح المتابعة تحديد أوجه القصور أو النتائج السلبية المترتبة عن القرار. كما توفر هذه العملية تغذية عكسية<sup>2</sup>قيمة يمكن على أساسها مراجعة القرار أو إعادة النظر فيه.
- إذا فعلية اتخاذ القرار عبارة عن سلسلة من الخطوات أو المراحل المترابطة والمرتبطة ترتيباً تسلسلياً تبدأ بتحديد المشكلة وفهم أسبابها وتنتهي باختيار الحل الأمثل من بين الحلول المتاحة<sup>2</sup>ثم متابعة تنفيذ القرار.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

### الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في عملية اتخاذ القرار

تتأثر عملية اتخاذ القرار بعدة متغيرات وعوامل قد تكون داخلية أو خارجية، وتتمثل هذه العوامل

فيما يلي:<sup>1</sup>

- أهداف المنظمة: مما لا شك فيه، أن أي قرار يتم اتخاذه أو تنفيذه سيؤدي في النهاية إلى تحقيق عدد من الأهداف التي تعتبر محور التوجيه الأساسي لكل العمليات بالمنظمة. لذلك فإن بؤرة الاهتمام في اتخاذ القرار هي اختيار أنسب الوسائل التي يبدو أنها سوف تحقق الأهداف الاستراتيجية والتكتيكية للمنظمة.
- الثقافة السائدة في المجتمع: تعتبر ثقافة المجتمع وبالأخص نَسَقَ القِيمِ من الأمور الهامة التي تتصل بعملية اتخاذ القرار، فالمنظمة لا تتواجد في فراغ وإنما تباشر نشاطها في المجتمع ولخدمته. ومن ثمة فلا بد من مراعاة الأطر الاجتماعية والثقافية عند اتخاذ القرار.
- الواقع ومكوناته من المعلومات المتاحة: لا يكفي عند اتخاذ القرار المحتوى الأخلاقي فقط، بل يجب أن تؤخذ الحقيقة والواقع وما ترجحه من وسيلة أو بديل بعين الاعتبار. وفي هذا السياق يرى Simon أن القرار أكبر من مجرد افتراض يصف الواقع، لأنه بالتأكيد يصف حالة مستقبلية لها تفضيل على حالة أخرى، ويوجه السلوك نحو البديل المختار. هذا ما يعني أن للقرار محتوى أخلاقي إضافة إلى محتواه الواقعي.
- العوامل السلوكية: يتحدد الإطار السلوكي لمتخذ القرار في ثلاثة جوانب، يتمثل الجانب الأول منها في القيم والمعتقدات التي لها تأثير كبير في عملية اتخاذ القرار، دون أن يتعارض ذلك مع لقاءات وطبيعة النفس البشرية وتفاعلها في الحياة. أما الجانب الثاني فيختص بالمؤثرات الشخصية فلكل

<sup>1</sup> بالاعتماد على:

- علي فلاح الزعبي، أمدد دودين، مرجع سابق، ص: 295، 296.

- نوال عبد الكريم الأشهب، مرجع سابق، ص: 19، 20.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

فرد شخصيته التي ترتبط بالأفكار والمعتقدات التي يحملها والتي تؤثر على القرار الذي سيتخذه، وبالتالي يكون القرار متطابقاً مع تلك الأفكار والتوجهات. بينما يتمثل الجانب الثالث في طموحات الفرد وميوله، والتي لها دور مهم في اتخاذ القرار لذلك يتخذ الفرد القرار النابع من ميوله وطموحاته دون النظر إلى النتائج المادية أو الحسابات الموضوعية المترتبة عن ذلك.

- **العوامل النفسية:** تؤثر العوامل النفسية على اتخاذ القرار ومدى كونه **عائياً** أو غير **عائياً**، فإزالة التوتر النفسي والاضطراب والحيرة والتردد لهما تأثير كبير في انجاز العمل وتحقيق الأهداف والطموحات والأمال التي يسعى إليها الفرد.

من جهته لخص القدومي وآخرون العوامل التي تؤثر في عملية اتخاذ القرار في أربعة عناوين<sup>1</sup> هي:

- **تأثير البيئة الخارجية:** كون المنظمة خلية من المجتمع يجعلها تتأثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة بما يحيط بها من ظروف خارجية كالظروف الاقتصادية، الاجتماعية، السياسية، القيم والعادات،... وغيرها من العوامل.

- **تأثير البيئة الداخلية:** إذ يتأثر القرار بحجم المنظمة ونموها، عدد العاملين فيها، والمتعاملين معها، وغيره من العوامل الداخلية.

- **تأثير متخذ القرار:** يثبت تؤثر شخصية متخذ القرار على نوعية القرار الذي يقوم باتخاذها، فنجد متخذ القرار المجازف، الحذر، المتسرع، والمتهور.

- **تأثير مواقف اتخاذ القرار:** والتي تختلف من **عائياً** درجة تؤكد متخذ القرار من النتائج المتوقعة لقراره..

<sup>1</sup> محمد القدومي وآخرون، المفاهيم الإدارية الحديثة، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص ص: 87، 88.

### المبحث الثاني: الاطار العام لقرار الاستثمار

قرار الاستثمار هو أهم وأخطر قرار مالي قد تقوم الشركة باتخاذها على الإطلاق، لتأثيره الحاسم على قيمة وثروة المساهمين والشركة على حد سواء، فاتخاذ الشركة لقرارات استثمارية سليمة سيكون بمثابة ضمان لاستمرارها، في حين أن القرارات الاستثمارية غير المجدية قد تؤدي بالشركة إلى الإفلاس نتيجة انخفاض قيمتها السوقية وانسحاب المساهمين منها.

#### المطلب الأول: مفهوم قرار الاستثمار

سيتم في هذا المطلب التطرق إلى مفهوم قرار الاستثمار، من خلال تعريفه واستخلاص خصائصه، وذكر مختلف أنواعه.

#### الفرع الأول: تعريف قرار الاستثمار

يعرف قرار الاستثمار بأنه "القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار، وتتم بعدة مرات وتنتهي باختبار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري"<sup>1</sup>.

ويعرف أيضا بأنه "ذلك القرار الذي ينطوي على تخصيص قدر من أموال الشركة في الوقت الراهن على مدار مدة زمنية طويلة بهدف تحقيق ربح في المستقبل، ويكون عرضة لدرجات مختلفة من الخطر وعدم التأكد"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> هوارى معراج وآخرون، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار كنوز المعرفة، عمان، الأردن، 2013، ص: 64.

<sup>2</sup> محمد غياث شيخة، مرجع سابق، ص: 22.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته<sup>2</sup> بحوكمة الشركات

كما يتمحور القرار الاستثماري<sup>2</sup> حول كيفية استخدام الشركة للموارد المالية المتاحة لها في اقتناء الموجودات، وما يميز هذا النوع من القرارات عن غيره هو خصائصه التي قد ترتبط بالبعد الزمني إذ إن تحقيقه للمنافع يكون في المدى المتوسط أو البعيد. ما يجعل من الأهمية بمكان- عند اتخاذ القرار الاستثماري- أخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار وذلك بالتساو القيمة الحالية للتدفقات النقدية<sup>1</sup>.

بناء على التعريفات السابقة فإن قرار الاستثمار ينطوي على التخلي و تخصيص قدر معلوم من الأموال لفترة زمنية طويلة بهدف تحقيق عوائد في المستقبل، ويكون معرضا لدرجات مختلفة من المخاطرة، كما إنه يُحمِلُ الشركة تكاليف ثابتة إضافية لا يمكن التراجع عنها بمجرد تنفيذه. وتجدر الإشارة، إلى أن قرارات الاستثمار يطلق عليها أيضا قرارات الموازنة الرأسمالية أو قرارات الإنفاق الرأسمالي نظرا لارتباطها بالاستثمارات طويلة الأجل وتكوين رأس المال.

### الفرع الثاني: خصائص قرار الاستثمار

يختص قرار الاستثمار دون غيره من القرارات بمجموعة من الخصائص هي:<sup>2</sup>

- أنه قرار استراتيجي يحتاج تخطيطا، دراسة، وقتا، وأداة تركز على المستقبل لا الحاضر.<sup>2</sup>
- قرار غير متكرر، فدراسات الجدوى تتم خلال فترات زمنية متباعدة.
- يُحمِلُ الشركة تكاليف ثابتة ضخمة لا يمكن الرجوع عنها ولا تعديليها كما قد لا تتمكن الشركة من استردادها.

<sup>1</sup> فيروز مدفوني، مراد كواشي، دور هيكل الملكية كأحد آليات حوكمة الشركات في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 10، العدد 01، جوان 2023، ص: 441 .

<sup>2</sup> أميرة دباش، دور مخرجات النظام المحاسبي المالي في ترشيد القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة مؤسسة أن، سي، أروبية-، أطروحة دكتوراه تخصص: مالية وبنوك، جامعة أم البواقي، 2016، ص: 118 .

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

- تتعرض الشركة من خلاله للعديد من الصعوبات والعراقيل، والتي سيكون لزاماً على الشركة العمل للتغلب عليها، نذكر هنا العمل في إطار ظروف عدم التأكد، تغير قيمة النقود، وعدم قابلية بعض المتغيرات للقياس.

- تمتد آثاره إلى المستقبل<sup>1</sup> حيث أن أغلب المشاريع الاستثمارية تستمر لفترة طويلة، ولأن المستقبل محفوف بالمخاطر وظروف عدم التأكد، فإن نجاح أو فشل مثل هكذا قرارات يعتمد أساساً على دقة التنبؤ بما سيكتنفه المستقبل من تغيرات وأحداث<sup>1</sup>.

- غالباً ما تعتمد الشركة على المصادر الخارجية في تمويل استثماراتها خاصة منها طويلة الأجل نظراً لضخامة حجم تلك الاستثمارات، وهو ما يمكن اعتباره قراراً خطيراً بسبب ما قد تواجهه الشركة من مخاطر مالية نتيجة ذلك القرار كما تتمتع أن تقل الإيرادات المتوقعة عن تكلفة رأس المال. وبالتالي يجب التأكد من<sup>2</sup> سن اختيار مصدر التمويل المناسب<sup>2</sup> التي لا تقع الشركة في أي مشكل مستقبلاً، إضافة إلى ضرورة التأكد من أن يفوق العائد المتوقع من الاستثمار تكلفة رأس المال المقترض أو تكلفة الفرصة البديلة<sup>2</sup>.

هذا وقد اتجه بعض الباحثين إلى تبويب الخصائص والسمات المميزة للقرار الاستثماري،<sup>3</sup> حيث يرون أن منها ما يرتبط بالبعد الزمني، ومنها ما يرتبط بحالات الطبيعة، وما يرتبط بالهيكل التمويلي نوضحه فيما يلي:<sup>3</sup>

أما ما يرتبط منها بالبعد الزمني فتتمثل في:

- ارتباط قرارات الاستثمار دائماً بالأجل الطويل، يجعل من الضرورة بمكان أخذ التغير في قيمة النقود بعين الاعتبار عند<sup>3</sup> حساب تكاليف وعوائد هذه الاستثمارات، هذا لأنه بالرغم من ارتباط

<sup>1</sup> عصام فتحي زيد أستاذ، تقييم المشروعات التنموية والاجتماعية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2020، ص: 61.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص: 62.

<sup>3</sup> محمد غياث شيخة، مرجع سابق، ص: 24-26.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

الانفاق الاستثماري بفترة زمنية و<sup>2</sup>لدة تسبق تحقق العوائد منه، إلا إن هذه الأخيرة ترتبط بفتريات زمنية ل<sup>2</sup>لقة.

- تخطيط قرارات الاستثمار يمتد إلى فترة زمنية طويلة، فقرار الاستثمار له أهمية بالغة خا<sup>2</sup> مع التطور التكنولوجي الذي يشهده العصر الحديث والذي ساهم في تطوير وسائل الانتاج والتسويق مما يزيد من <sup>2</sup>لعبوة اتخاذ قرار الاستثمار والتخطيط له.

أما الخصائص المتعلقة بحالات الطبيعة فتتمثل في أنه:

- نظرا لارتباط قرارات الاستثمار بالأجل الطويل فإنها تحتوي عادة على عنصري المخاطرة وعدم التأكد مما يجعل العائد المتوقع منها غير مؤكد.

- من الصعب الرجوع عن قرار الاستثمار دون تحمل خسائر، لذا من الضروري أن يخضع للدراسة العلمية المتخصصة قبل اتخاذه والتي قد تضمن نجا<sup>2</sup> له.

- في ظل ظروف المخاطرة وعدم التأكد التي تكتنف قرار الاستثمار، فإنه قد يواجه بعض المشاكل كالتنبؤ بالمبيعات وتقدير التكاليف.

إضافة لما سبق، هناك بعض الخصائص التي ترتبط بالهيكل التمويلي وتتمثل في أن:

- قرار الاستثمار يشتمل على تخصيص جزء من الموارد الاقتصادية المتأ<sup>2</sup>ة <sup>2</sup>اليا من أجل خلق طاقات انتاجية جديدة، أو توسيع الطاقات الانتاجية الموجودة أو المحافظة عليها، بهدف الحصول على عوائد في فترات زمنية طويلة ل<sup>2</sup>لقة .

- قرار الاستثمار يحتاج إلى مبالغ ضخمة، مما قد يؤثر على <sup>2</sup>لياة المشروع أو الاستثمار إذ إن العائد منه يمتد لفتريات زمنية طويلة، وهو الأمر الذي يتطلب التنبؤ بالإيرادات والتكاليف المتوقعة لفترة طويلة.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

- قرار الاستثمار ينتج عنه ربط جزء من الأموال في أ <sup>27</sup> قول ثابتة متخصصة لفترة طويلة من الزمن، مما قد يحتم البحث عن مصادر أخرى للتمويل كاللجوء إلى الاقتراض.
  - قرار الاستثمار في فر <sup>28</sup> اة استثمارية معينة من الممكن أن يؤدي إلى تفويت فرص استثمارية أخرى.
- من خلال الخصائص المذكورة يتضح أن القرار الاستثماري هو قرار استراتيجي يهدف إلى تعظيم قيمة الشركة مستقبلا ولا يركز فقط على الأرباح قصيرة الأجل، كما إنه من أخطر القرارات نظرا لحجم الأموال التي يتطلبها والتي لا يمكن الرجوع عنها أو تغييرها خا <sup>29</sup> اة في ظل ظروف عدم التأكد التي تعمل في ظلها الشركة، كل هذا يجعل من الضروري على المستثمر قبل الإقدام عليه التأني وأخذ ما يكفي من الوقت وإجراء الدراسات اللازمة من أجل التو <sup>30</sup> ل إلى القرار المناسب.
- ومن أهم خصائص قرار الاستثمار التي يكثر الحديث عنها خطورته والتي يمكن إرجاعها إلى عاملين رئيسين هما:<sup>1</sup>
- اعتماد القرار الاستثماري بشكل كلي على التنبؤات، إذ يعتبر إعداد التقديرات من أ <sup>31</sup> لعب مرا <sup>32</sup> ل دراسات الجدوى للمشروعات، ولا تكمن الصعوبة في إعداد التقديرات لمختلف التدفقات النقدية، وإنما تتعلق بمراعاة دقة هذه التدفقات على مر الزمن. ويعود السبب في ذلك لاختلاف القيمة الزمنية للنقود، إضافة إلى <sup>33</sup> عوبة التقدير في ظل التطورات التكنولوجية التي قد تحدث في المستقبل وتغير الأوضاع الاقتصادية.
  - أن يكون الاستثمار الجديد متماشيا مع أنشطة الشركة وأهدافها وسياستها، أي محاولة ضمان التجانس بين قرار الاستثمار وأهداف المشروع، وهي عملية تعتبر <sup>34</sup> لعبة نوعا ما نظرا لأن الأهداف في بعض الأ <sup>35</sup> بيان قد لا تكون معلنة بشكل واضح، مما قد ينتج عنه تعارض بين سياسة الاستثمار وأهداف الشركة والذي يؤثر على مستقبل هذه الأخيرة.

<sup>1</sup> كريمة بوكرومة، أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2000-2018)، أطرو <sup>36</sup> اة دكتوراه علوم، تخصص مالية، جامعة أم البواقي، 2018-2019، ص: 27.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

### الفرع الثالث: أنواع قرار الاستثمار

يمكن تصنيف قرارات الاستثمار <sup>2</sup>سب العديد من المعايير، <sup>3</sup>ليث إنها تصنف <sup>4</sup>سب البعد الزمني

إلى:<sup>1</sup>

- قرارات استثمارية قصيرة الأجل: يهتم هذا النوع من القرارات الاستثمارية بالاستثمار في الأ <sup>5</sup>ول المتداولة والتي تشكل جزءاً مهماً من <sup>6</sup>ركة الاستثمار الداخلي كالنقد والذمم المدينة والمخزون السلعي، لارتباط هذا الجزء بقدرة الشركة على تحقيق العوائد وتعظيمها وتحديد وضمان السيولة المطلوبة.

- قرارات استثمارية طويلة الأجل: تركز على الانفاق الاستثماري طويل الأجل والمتمثل بالاستثمار في الأ <sup>7</sup>ول الثابتة، والمعروف عنه بأنه أ <sup>8</sup>عب القرارات المالية نظراً لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بضخامة المبالغ التي يحتاجها، ويحقق عوائد سنوية لفترات طويلة في المستقبل، إضافة إلى أن هذا النوع من الاستثمارات يرسم <sup>9</sup>لدود العملية الانتاجية في الشركات.

- قرارات استثمارية استراتيجية: تهتم بالتخطيط الاستراتيجي والمتمثل في التوسع والنمو والثبات في سيطرتها على الأسواق المحلية أو التفكير في الأسواق العالمية.

كما يمكن تصنيف قرارات الاستثمار <sup>10</sup>سب الظروف المحيطة إلى:<sup>2</sup>

- قرارات الاستثمار في حالة المستقبل الأكيد: وفي هذه الحالة يكون متخذ القرار على دراية تامة بالمعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية، <sup>11</sup>ليث بإمكانه تحديد العائد المتوقع من كل بديل بدقة متناهية، إضافة إلى تيقُّنه من النتائج الإيجابية وتأكُّده مما سيحصل عليه وبأفضل التوقعات.

<sup>1</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي، التمويل والاستثمار في الاسلام، الطبعة الأولى، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، 2018، ص: 61، 62.

<sup>2</sup> محمد سا <sup>12</sup>ل، التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2019، ص: 28، 29.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

- قرارات استثمارية في حالة المخاطرة: في هذه الحالة يكون بالإمكان وضع توزيع احتمالي موضوعي للتدفقات النقدية المستقبلية بفضل توفر معلومات تاريخية كافية للقيام بذلك.
  - قرارات استثمارية في حالة عدم التأكد: وهنا يكون من الصعب على متخذ القرار وضع توزيع احتمالي موضوعي للتدفقات النقدية بسبب عدم توفر ما يكفي من المعلومات التاريخية. مما يدفع به إلى الاعتماد على خبرته الشخصية في وضع ما يسمى التوزيع الاحتمالي الشخصي.
- أما فيما يتعلق بقرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية فتقسم إلى:<sup>1</sup>
- قرار الشراء: يتمثل هذا القرار في الرغبة في  $\Delta$ يازة أو  $\Delta$ ل مالي، ويلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما يرى بأن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة- مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات النقدية- تفوق القيمة السوقية الحالية للـ  $\Delta$ ل محل التداول، فهذه المعادلة تُكوّن الرغبة والحافز لدى المستثمر لاتخاذ قرار الشراء.
  - قرار عدم التداول: في هذا النوع من القرارات يكون المستثمر أمام  $\Delta$ ل مالي تكون قيمته السوقية الحالية مساوية للقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة، وفي هذه الوضعية لا تكون هناك عوائد ينتظرها المستثمر، وبالتالي لا يقوم بأي قرار سواء كان شراءً أو بيعاً.
  - قرار البيع: يلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما تكون القيمة السوقية للـ  $\Delta$ ل المالي الذي بحوزته أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة، وبالتالي في هذه الحالة يرى المستثمر بأن الفرصة مواتية لتحقيق أرباح، وعندها يتخذ قرار البيع وينتظر الوضعيات الجديدة التي تفرزها قوى العرض والطلب في السوق، ليعيد من جديد اتخاذ قرار الشراء أو عدمه، وهكذا تدور الدورة الاستثمارية.

<sup>1</sup> سليم بن ريمون، أثر الافصاح المحاسبي على جودة القرارات الاستثمارية دراسة حالة: مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2018-2019، ص: 47.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

إضافة إلى التصنيفات السابقة يمكن تقسيم قرارات الاستثمار إلى:<sup>1</sup>

- قرارات تحديد أولويات الاستثمار: وهنا يقوم المستثمر بترتيب الاستثمارات أو الفرص المتاحة أمامه حسب الأولويات التي يحددها في شكل برنامج استثماري يرتب فيه أولويات تنفيذ المشاريع طبقا لمعيار أو أكثر.
- قرارات قبول أو رفض الاستثمار: وهي الحالة العكسية للحالة السابقة فيما يتعلق بتعدد البدائل، ففي هذه الحالة يكون المستثمر أمام بديل واحد وتمت دراسة جدواه وتقييمه وعليه فقط قبول تنفيذه أو رفضه. وهذا ما يجعل مسألة الاختيار أكثر ضيقا ومحدودية.
- قرارات الاستثمار المانعة تبادليا: وهنا يكون لدى المستثمر عدة فرص استثمارية إلا إنه لا يستطيع اتخاذ القرار إلا في نشاط واحد منها، وهو الأمر الذي يحتم عليه الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة الضائعة (البديلة) نتيجة عدم إمكانية تنفيذ البدائل الأخرى.

وبموجب التصنيف الشائع تصنف قرارات الاستثمار إلى:<sup>2</sup>

- قرارات الاحلال: يعتبر هذا النوع من القرارات أبسطها إذ تتوفر الشركة على فكرة جديدة عن التكاليف، حيث تتنبأ الشركة بقراراتها المستبدلة بدرجة عالية من الدقة، ويتم اتخاذ مثل هذه القرارات عند تآكل الموجودات وتقادمها.
- قرارات التوسع: تتم هذه القرارات في ظل درجة عالية من عدم التأكد كونها ترتبط بقرارات شراء موجودات إضافية، وبإمكان الشركة التخفيف من مسألة عدم التأكد من خلال بناء قراراتها الاستثمارية على أساس البيانات التاريخية عن الانتاج والمبيعات.

<sup>1</sup> نان طرطار، علي اليازيد، فعالية القرار الاستثماري في ترشيد الاستثمارات، مجلة العلوم الانسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 8، العدد 3، ديسمبر 2021، ص: 64.

<sup>2</sup> حسين عبد الحسن علي الضرب، أثر العائد والمخاطرة وقرار الاستثمار في الاداء المالي للمصرف (دراسة تحليلية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، رسالة ماجستير في علوم إدارة الأعمال، جامعة كربلاء، العراق، 2017، ص: 55.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

- قرارات التحديث: تتضمن درجة عالية من المخاطرة كونها تبنى على أساس تقديرات وافتراسات لعدم توفر أي بيانات لدى الشركة<sup>2</sup> حول هذه القرارات.

### المطلب الثاني: مقومات ومبادئ قرار الاستثمار

<sup>2</sup> يمكن للمستثمر من اتخاذ قرار استثماري صحيح واختيار البديل أو الفرقة الاستثمارية الأمثل، لا بد أن يولي أهمية للمقومات التي يبني عليها هذا القرار، والمبادئ التي يقوم عليها.

### الفرع الأول: المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

يبني القرار الاستثماري الناجح على مجموعة من المقومات التي تتمحور<sup>2</sup> حول الاستراتيجية الملائمة للاستثمار وبعض الأسس العلمية التي تساعد في اتخاذ هكذا قرار.

#### 1- الاستراتيجية الملائمة للاستثمار

تتوقف هذه الاستراتيجية بشكل أساسي على أولويات المستثمر، والتي يعبر عنها منحى تفضيله الاستثماري والذي يتكون من رغباته وميوله تجاه كل من الربحية، السيولة والأمان. هذه المتغيرات تحدد في الوقت نفسه ميل هذا المنحى، إضافة إلى مجموعة أخرى من العوامل الذاتية التي تتعلق بالمستثمر كالعمر، الوظيفة، الدخل، الحالة الاجتماعية، الحالة الصحية، ...

ويمكن التعبير عن الربحية من خلال معدل العائد على الاستثمار، بينما السيولة والأمان فيعبر عنهما بالمخاطرة التي يكون المستثمر على استعداد لقبولها في ضوء معدل العائد المتوقع من الاستثمار<sup>1</sup>.

وبناء على منحى التفضيل الاستثماري، يصنف المستثمرون إلى ثلاثة أنواع هي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 17.

<sup>2</sup> كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات: تحليل نظري وتطبيقي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص: 30، 31.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

- المستثمر المتحفظ: يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما سواه، وبالتالي فإن ذلك لا بد وأن ينعكس على قراراته الاستثمارية، <sup>2</sup>يث يكون <sup>2</sup>ساسا جدا تجاه عنصر المخاطرة. وغالبا ما يتمثل هذا النوع من المستثمرين في كبار السن و أصحاب الأموال المحدودة.
- المستثمر المضارب: على عكس النمط السابق، يعطي هذا النوع من المستثمرين الأولوية لعنصر الربحية على باقي العنا <sup>2</sup>ر، لذا تكون <sup>2</sup>ساسيته ضعيفة تجاه عنصر المخاطرة، <sup>2</sup>يث يكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعا منه في الحصول على معدلات عالية من العوائد في المقابل. ويظهر ضمن هذه الفئة عادة <sup>2</sup>غار السن والذين يتصرفون بمحافظ استثمارية كبيرة.
- المستثمر المتوازن: يمثل الفئة الأكثر عقلانية، يعطي أهمية للموازنة بين العائد المتوقع من جهة ودرجة المخاطرة التي سيتحملها من جهة أخرى، لذا تكون <sup>2</sup>ساسيته وتقبله لدرجة مخاطرة مقبولة تمكنه من اتخاذ قرار استثماري مدروس بعناية يراعي فيه تنوع الاستثمارات بالطريقة التي تعظم العائد وتقلل درجة المخاطرة. ويندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين.

### 2- الأسس العلمية في اتخاذ قرار الاستثمار

يتوقع أن يتبع متخذ القرار ما يطلق عليه بالمدخل العلمي لاتخاذ القرار، والذي يقوم على خطوات معينة أهمها تحديد الهدف الأساسي من الاستثمار، تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار، تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحكمة في القرار وتقييم العوائد المتوقعة واختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف المحددة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمد غياث شيخة، مرجع سابق، ص: 23.

### 3- المبادلة بين العائد والمخاطرة

يرتبط قبول المستثمر لمعدل عائد معين بسلوكه تجاه الخطر الذي يتعرض له، لهذا فلكل مستثمر تفضيل لدرجة خطر معينة، فيوجد المستثمر المتجنب للخطر وهو السلوك الذي يربط بين زيادة العائد وارتفاع درجة الخطر. ويوجد المستثمر المحايد وهو السلوك الذي لا يربط بين العائد والخطر أي أن الزيادة في العائد لا تتطلب زيادة في الخطر. كما يوجد المستثمر المحب للخطر وهو السلوك الذي يمكن من خلاله قبول نقصان في العائد مقابل الزيادة في الخطر، هذا يعني أن الخطر ا<sup>2</sup>تمالي يرتبط بمقدار انخفاض العائد الحقيقي عن العائد المتوقع الذي يقبل به المستثمر مقابل الخطر الذي يتحمله<sup>1</sup>. وترتبط درجة قبول المستثمر للمخاطرة بعوامل عديدة منها نوعية المستثمر هل هو متحفظ أم مقامر، الهدف من عملية الاستثمار، وحجم الأموال المتاحة لأغراض الاستثمار<sup>2</sup>. وهنا يمكن القول أن عملية المبادلة بين العائد والمخاطرة ترتبط بتوقعات المستثمرين المستقبلية والتي تُبنى قبل عملية اتخاذ القرار، الأمر الذي يؤكد <sup>3</sup>عقوبة اتجاه قرارات الاستثمار.

### الفرع الثاني: المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار

بالإضافة إلى اختيار الاستراتيجية الملائمة للاستثمار ومراعاة الأسس العلمية عند اتخاذ قرار الاستثمار، فإنه يجب على متخذ القرار أخذ بعين الاعتبار بعض المبادئ والمعايير من أهمها:

#### - مبدأ تعدد الخيارات أو البدائل الاستثمارية

<sup>2</sup>تتمثل في إمكانية المستثمر من المفاضلة بين البدائل واختيار البديل الأمثل من بينها، والذي يتماشى مع الهدف الذي يسعى لتحقيقه من الاستثمار. وكلما تعددت البدائل وكان عددها أكبر كلما منحت المستثمر مرونة أكبر لاتخاذ القرار الصائب<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص:165

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص:71.

<sup>3</sup> طلال كداوي، مرجع سابق، ص:19.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

### - مبدأ الخبرة والتأهيل

حتى يتمكن المستثمر من الوفاء بقراراته الاستثمارية سليمة، فإن ذلك يستوجب توفر قدر من المعرفة والخبرة. الأمر الذي لا يتوفر في جميع فئات المستثمرين، حيث نجد منهم من يمتلك الأموال ويرغب في استثمارها لكنه لا يمتلك الخبرة التي تؤهله لاختيار الفرص الاستثمارية المناسبة. وفي المقابل هناك من المستثمرين من يتمتع بمستوى أعلى من المعرفة والخبرة يسمح لهم باتخاذ القرار الاستثماري المناسب. إضافة إلى فئة أخرى يمثل عملهم في تقديم الاستشارة الاقتصادية للمستثمرين وخاصة من فئة منهم الفئة الأولى<sup>1</sup>.

لذا ونظراً لأهمية القرار الاستثماري وما يتميز به من خطورة، فإنه يجدر بالمستثمر - الذي لا يتمتع بمستوى كافٍ من الخبرة والمعرفة - الاستعانة بخبراء في مجال الاستثمار ومحللين مختصين، يقدمون له النصيحة حتى لو تطلب الأمر تقديم مقابل مادي.

### - مبدأ الملاءمة

على المستثمر عند قيامه باختيار المجال الاستثماري المناسب أن يأخذ بعين الاعتبار منحى التفضيل الاستثماري الخاص به، والذي قد يتأثر بمجموعة من العوامل الذاتية كعمره، وظيفته، دخله، اهتماماته، خبرته،... ونسب منحى التفضيل الاستثماري يصنف المستثمرون إلى أنواع يتأثر كل منهم بدرجة معينة من المخاطرة والأمان والسيولة إضافة إلى العائد المتوقع<sup>2</sup>.

### - مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية

للتخفيف من درجة المخاطرة المصاحبة لعملية الاستثمار خاصة منها المرتبطة بالاستثمارات طويلة الأجل أو الاستثمارات الحقيقية، ويهدف ضمان مستوى معين من الأمان، لا بد على المستثمر أن يقوم بتنوع استثماراته أي أن لا يستثمر ما بحوزته من أموال في مجال استثماري

<sup>1</sup> كاظم جاسم العيساوي، مرجع سابق، ص: 32.

<sup>2</sup> محمد سائل، مرجع سابق، ص: 31.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقتة بحوكمة الشركات

والمدة<sup>1</sup>. من هنا فإن التنوع استراتيجية لإدارة المخاطر تتضمن زيادة الأدوات الاستثمارية المكونة

للمحفظة الاستثمارية، يلجأ إليها المستثمرون للتخلص من بعض المخاطر وليس كلها<sup>2</sup>.

المطلب الثالث: سيرورة قرار الاستثمار، محدداتة والعوامل المؤثرة فيه<sup>3</sup>

يمر قرار الاستثمار كغيره من القرارات بعدة مراحل<sup>4</sup> ليتم اتخاذه، كما أنه يتأثر بمجموعة من

العوامل منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي.

### الفرع الأول: سيرورة قرار الاستثمار

تتو<sup>5</sup> إلى المستثمر أو متخذ قرار الاستثمار إلى البديل الاستثماري الأمثل الذي يحقق له ما يهدف

إليه، لا بد أن يقوم بجملة من الخطوات نوجزها فيما يلي<sup>3</sup>:

- تحديد المشكلة الاستثمارية: من خلال اخضاع الفرقة الاستثمارية التي تظهر في مجال استثماري معين في أمد الأنشطة الاقتصادية المختلفة للتفكير وتبيين مدى جدواها كفكرة استثمارية<sup>6</sup> ليث يتحدد الهدف من المشروع بأبعاده المختلفة.
- تحديد البدائل الممكنة: أي جرد الحلول الممكنة المرتبطة بمحتوى المشروع الاستثماري.
- تقييم البدائل الاستثمارية كل على<sup>7</sup> لدى بتحديد تكلفة الاستثمار وعمر المشروع المناسب وهي المدة المثلى لتحقيق الأعباء التي يتحملها المشروع، كما يتم مقارنة تكلفة الاستثمار بالنواتج المتأتية من استغلال المشروع.
- الأخذ بعين الاعتبار الآثار الجانبية والعنا<sup>8</sup> التي لا يمكن تفاديها أو تقييمها لأن لها آثارا على جدوى المشاريع كالأثار البيئية مثلا..
- اختيار الحل (البديل) القابل للإنجاز والذي يجب أن يكون الحل الأمثل.

<sup>1</sup> كاظم جاسم العيساوي، مرجع سابق، ص: 34.

<sup>2</sup> محمد س<sup>9</sup>، مرجع سابق، ص: 31.

<sup>3</sup> هوارى معراج وآخرون، مرجع سابق، ص: 65.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

### الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في قرار الاستثمار

هناك العديد من العوامل التي من شأنها أن تؤثر على قرار الاستثمار بالسلب أو الايجاب، وقد أوجزها الباثون في أربعة عشر عاملاً يجب أن ينال كل واحد منها عناية والاهتمام لما لها من آثار بالغة على قبول أو رفض الفرصة الاستثمارية المتاحة. وتتمثل هذه العوامل في:<sup>1</sup>

- 1- الإدارة: تمثل أحد العوامل المؤثرة على نجاح العديد من الفرص الاستثمارية، إذ إن توفر الامكانيات المادية ولديها لا يضمن نجاح المشروعات الاستثمارية. بل إن الفضل في ذلك يعود بالدرجة الأولى إلى وعي الإدارة والتزامها بالأسلوب العلمي في التسيير والرقابة وسن إدارة الموارد.
  - 2- الظروف الاقتصادية: يمر النشاط الاقتصادي في إطار ما يطلق عليه بالدورة الاقتصادية بفترات من الراج تليها فترات من الانكماش، وهو ما يؤثر على عملية الاستثمار إيجاباً وسلباً. فنجد أن دخول الأفراد تزيد في فترات الراج وتزيد معها رغبتهم في الانفاق على اقتناء السلع والخدمات فيرتفع بذلك الطلب عليها، أو قد يُقدمون على طلب واستهلاك سلع وخدمات جديدة نتيجة تغير يطرأ على عاداتهم وسلوكياتهم، الأمر الذي يشجع المستثمرين على دراسة فرص الاستثمار في مشروعات جديدة أو إجراء توسعات استثمارية لمشاريع موجودة.
- بينما يحدث العكس في فترات الانكماش فيقل الطلب على السلع والخدمات فيحدث الركود الاقتصادي، مما يؤدي إلى إحجام المستثمرين الجدد عن استثمار المزيد من الأموال. وقد يصل الأمر إلى خروجهم من السوق إذا استمرت ظروف الانكماش لفترة طويلة وهذا بسبب عدم قدرتهم على تصريف منتجاتهم وارتفاع التكاليف التي يتحملونها والتي قد تؤدي إلى عجزهم عن الوفاء بالتزاماتهم. وبالتالي يجب على المستثمر دراسة وتحليل الظروف الاقتصادية بشكل دقيق لتتضمن نجاح استثماره واستمراره.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص ص: 58-62.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

3- الظروف السياسية: يؤثر الاستقرار السياسي الذي تتميز به البيئة الاستثمارية على نجاح المشروعات أو فشلها، نظرا لامتداد العمر الاقتصادي لهذه الأخيرة لفترات طويلة، فيكون من المخاطرة أن يتم الاستثمار في بيئة تتسم بعدم الاستقرار السياسي أو في ظل وجود قوانين لا تضمن حماية حقوق المستثمر وملكيته. إضافة إلى أن توفر الأمن يسهل حركة السلع والأشخاص ورؤوس الأموال.

4- الامكانيات والموارد المتاحة: متى يتحقق الهدف من الاستثمار يجب أن تتوفر مجموعة من العوامل المادية وغير المادية، وكلما توفرت الموارد المادية كلما شجع ذلك على القيام بالاستثمارات. لذلك يجب على المستثمر قبل الاقدام على الاستثمار في أي مجال التحقق أولا من مدى توفر الحد الأدنى من الإمكانيات اللازمة لنجاح مشروعه، وفي حالة ندرة أو عدم كفاية هذه الموارد محليا يتم البحث عن مصادر خارجية لتوفيرها.

5- أسعار الفائدة: بالنظر لضخامة رؤوس الأموال التي يتطلبها المشروع الاستثماري و طول الفترة التي يتم استردادها فيها، فإن المستثمر في أغلب الحالات يكون مجبرا على اللجوء إلى الاقتراض كأحد مصادر التمويل، على أن يدفع مقابل الحصول على الأموال فوائد سنوية إضافة إلى أقساط من أصل القرض. و يتوقع أن يكون لسعر الفائدة أثرا قويا على مستوى الاستثمار بحيث يتناسب الطلب على القروض الاستثمارية عكسيا مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

6- التوقعات: على المستثمر أن يتوخى الحذر والدقة في التنبؤ حول مدى توسع السوق في المستقبل ومحاولة معرفة المجالات الأكثر ربحية للاستثمار فيها، هذا لأن القرار الاستثماري الذي يقوم باتخاذها الآن ما هو إلا تصرف ينم عن الثقة في المستقبل الذي في الغالب يكتنفه الغموض، وبالتالي فإن أي خطأ في الحس الذي على أساسه تم اتخاذ قرار الاستثمار سوف يكبده خسائر كبيرة، لذا فإن التوقعات تلعب دورا هاما في اتجاهات السلوك الاستثماري سواء كانت صحيحة أو خاطئة.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

7- الأرباح: قد يحدث أن تعتمد الشركة في تمويل استثماراتها على الأرباح المحتجزة نظرا لعدم قدرتها على الاقتراض أو لعدم رغبتها فيه، و<sup>275</sup>تتمكن الشركة من القيام بذلك يجب عليها أن تحقق مستوى مقبولا من الأرباح <sup>276</sup>تتم ا<sup>277</sup>تجاوز جزء منه.

8- التشريعات الضريبية: على المستثمر التعرف على المجالات التي تحظى بالإعفاءات أو التخفيضات الجمركية، والاطلاع على التشريعات الضريبية التي تحكم أرباح المشروعات <sup>278</sup>تستغل المزايا والتحفيزات في زيادة فرص نمو وازدهار مشروعاته وترشيد قراراته الاستثمارية.

هذا ويمكن تلخيص العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار في:<sup>1</sup>

- نوعية الاستثمار الملائم لاستراتيجية المشروع في تحقيق معدلات النمو المطلوبة.
- حجم الأموال اللازمة ومصادر تمويلها التي يجب أن تكون بأقل التكاليف بهدف زيادة ربحية الاستثمار.
- درجة الخطر الذي تتعرض له التدفقات النقدية في المستقبل وطبيعته، ومدى ارتباط الاستثمار بغيره من الاستثمارات، واستقلاليتها عنها، وأثر كل ذلك على درجة المخاطرة الكلية للاستثمار.
- إذن فيجب على متخذ القرار قبل الاقدام على اتخاذ قرار الاستثمار الأخذ بعين الاعتبار عددا من العوامل التي قد تؤثر على هذا الأخير، هذه العوامل قد تتعلق بالبيئة الخارجية كالأوضاع الاقتصادية والسياسية للبلد، والقوانين الضريبية التي تتغير من <sup>279</sup>بين لآخر وأسعار الفوائد السائدة في السوق، كما يتأثر متخذ القرار بمجموعة من القيود الداخلية كالموارد المت<sup>280</sup>ة وقدرة الإدارة على التسيير الجيد لها.
- من جهة أخرى، تتأثر الشركات - باعتبارها متخذ قرار- أثناء اتخاذها للقرار الاستثماري ببعض الخصائص الداخلية التي تميزها والتي تختلف من شركة إلى أخرى كمجلس الإدارة الذي يختلف من <sup>281</sup>يث

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص: 275، 276.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

الحجم والتركيبية والاستقلالية وغيرها من الخصائص ، إضافة إلى طريقة توزيع أسهم الشركة والذي من شأنه أيضا أن يؤثر على عملية اتخاذ القرار الاستثماري، وهو ما سيتم التفصيل فيه في المبحث الموالي.

### المبحث الثالث: تأثير حوكمة الشركات في قرار الاستثمار

تعد حوكمة الشركات بمثابة حجر الزاوية الذي يتيح للشركات اتخاذ قرارات استثمارية سليمة، مما يؤكد على التوازن الحاسم بين تعزيز الممارسات الشفافة وضمان آليات مساءلة قوية. ومع ازدياد تعقيد الأسواق العالمية وتنافسيتها على نحو متزايد، أصبح الطلب على ضرورة وجود إطار حوكمة لا يخفف من المخاطر فحسب، بل يدفع بالأداء المالي إلى الأمام أكثر من أي وقت مضى. إذ يتجاوز تأثير حوكمة الشركات الحدود التقليدية، مما يدفع الشركات إلى مواءمة أهدافها الاستراتيجية مع الممارسات المستدامة. ومع ذلك، فإن الأمر لا يتعلق فقط بالالتزام باللوائح التنظيمية أو تحقيق توقعات المساهمين. فالحوكمة الفعالة تشمل نهجا استشرافيا يعترف بالأهداف المالية الفورية وضرورات الاستدامة طويلة الأجل.

### المطلب الأول: تأثير الشفافية، المساءلة وإدارة المخاطر في قرار الاستثمار

غالبا ما تعزز أطر الحوكمة القوية عمليات حوكمة القرار، مما يؤدي إلى خيارات استثمارية كريمة تعزز المرونة وتدفع عجلة النمو، من خلال تعزيز الشفافية، حيث تضمن هذه الأطر وصول جميع أصحاب المصلحة على معلومات دقيقة وفي الوقت المناسب تتيح لهم اتخاذ قرارات سليمة ومستنيرة تتماشى مع أهداف الشركة. وتعمل المساءلة كمحفز للثقة، مما يعزز لثقافة تعطي الأولوية للاعتبارات الاخلاقية وتقلل من الأخطاء المالية. علاوة على ذلك، فإن إدارة المخاطر جزء لا يتجزأ من نسيج حوكمة الشركات، مما يجعل الشركات جاهزة لتوقع التحديات والتكيف معها بشكل استباقي. وفي نهاية المطاف، تنير العلاقة بين الحوكمة الفعالة وقرارات الاستثمار خاتمة الاستراتيجية الطريق نحو النجاح المستدام،

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

ما يؤكد أن الإدارة المسؤولة ليست مجرد ضرورة تشغيلية بل هي محرك محوري للازدهار الدائم والاستمرارية.

يتضح مما سبق أن هناك تأثيرا عميقا ومتعدد الأوجه لحوكمة الشركات على قرارات الاستثمار،<sup>1</sup> حيث أكد Wahyudi and Chairunesia أن حوكمة الشركات تعزز الشفافية التي تعتبر عنصرا أساسيا يسمح للشركات بالمشاركة في عمليات<sup>2</sup> تنع القرار السليمة،<sup>3</sup> حيث تضمن<sup>4</sup> وصول جميع أصحاب المصلحة على معلومات واضحة ودقيقة وفي الوقت المناسب. ولا تعمل الشفافية على تعزيز ثقة المستثمرين فحسب، بل تعمل أيضا على تعزيز مصداقية تقييمات الأداء المالي هذا من جهة. ومن جهة أخرى، تدفع المساءلة ضمن أطر حوكمة الشركات إلى اعتماد معايير أخلاقية ترفع من جودة عملية اتخاذ القرار، مما يقلل من التكاليف<sup>5</sup> لدوثر أخطاء مالية، ويعزز الثقة بين أصحاب المصلحة. ويحفز هذا المستوى من المساءلة الشركات على متابعة الاستثمارات التي تتماشى مع أهدافها الاستراتيجية والاعتبارات الأخلاقية على حد سواء، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى تحقيق النمو المستدام. وعلاوة على ذلك، فإن إدارة المخاطر هي سمة متأصلة<sup>6</sup> في الحوكمة السليمة للشركات، مما يمكن الشركات من توقع التحديات المحتملة والتوجه بمهارة استجابةً لديناميكيات السوق المتغيرة. وكما أوضح Wahyudi and Chairunesia فإن هياكل الحوكمة القوية تمكن الشركات من إدارة المخاطر بفعالية، وبالتالي حماية<sup>7</sup> الاستثمار على المدى الطويل.

يؤكد التفاعل بين الشفافية والمساءلة وإدارة المخاطر على الدور الحاسم الذي تلعبه الحوكمة في تشكيل قرارات الاستثمار التي لا تلبى الأهداف المالية الفورية فحسب، بل تُرسِي أيضا الأساس للنجاح الاقتصادي الدائم.

<sup>1</sup> Wahyudi, S. M., and Chairunesia, W. (2019). **The Effect of good corporate governance on investment decisions and profitability and its impact on corporate value.** International journal of academic research in accounting, finance and management sciences, vol.9, n°.3, pp. 140-149.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

وبناء على هذه الرؤية، يمتد تأثير الحوكمة ليشمل تعزيز إطار عمل شامل يؤثر بشكل منهجي على قرارات الاستثمار من خلال تعزيز بيئة من النزاهة، فكما أوضح Cohen et al<sup>1</sup> في دراستهم أن الشفافية تعمل كركيزة تدعم استراتيجيات الاستثمار السليمة من خلال ضمان إمكانية الوصول إلى جميع المعلومات ذات الصلة وموثوقيتها، وبالتالي تحفيز مشاركة أصحاب المصالح المعنية على تلك المعلومات. كما أن محافظة الشركات على خطوط اتصال مفتوحة ومشاركة البيانات ذات الصلة باستمرار يعزز الثقة، هذه الأخيرة التي تعتبر أمرا ضروريا لجذب المستثمرين ذوي الرؤى طويلة الأجل والالتزام بهم. وإضافة إلى ذلك، فإن آليات المساءلة المتأصلة في ممارسات حوكمة الشركات تضع معايير للسلوك والمسؤولية الأخلاقية، مما يشجع الإدارة على مواصلة الاستثمارات مع الالتزامات الأوسع نطاقا في مجال الاستدامة والالتزامات الأخلاقية. غالبا ما تؤدي هذه المواءمة إلى اتخاذ قرارات استراتيجية لا تعزز الأداء المالي الفوري فحسب، بل تضمن أيضا سمعة الشركة وقدرتها على الاستمرار مع مرور الوقت. إضافة إلى أن أطر الحوكمة القوية تتضمن إدارة المخاطر الاستباقية التي تمكن الشركات من التعامل مع التحديات عدم اليقين بفعالية من خلال تقييم المخاطر المحتملة بجدية واتخاذ تدابير استباقية، وهو ما يجعلها قادرة على حماية أصولها من ظروف السوق المتقلبة، مما يجعلها في وضع موات لتحقيق أهدافها طويلة الأجل. وبالتالي، تبرز حوكمة الشركات كقوة تحويلية تصقل عمليات اتخاذ القرارات الاستثمارية إلى سبل النمو والاستمرار، مما يدعم في الأخير الأداء المالي المستدام والنجاح الدائم.

ويقدم عمل Shahid and Abbas<sup>2</sup> أدلة واضحة عن كيفية تشكيل أطر الحوكمة لقرارات الاستثمار في الشركات من خلال تضمين الممارسات التي تعطي الأولوية للشفافية والمساءلة وإدارة المخاطر. ليث تشير دراستهم عن الشركات المدرجة في بورصة باكستان و بومباي إلى أن الحوكمة الفعالة تعمل كمحفز لخيارات الاستثمار الاستراتيجي من خلال ضمان الإفصاح الصارم عن المعلومات المالية. ولا

<sup>1</sup> Cohen, J., et al. (2017). **A further examination of the impact of corporate social responsibility and governance on investment decisions.** Journal of Business Ethics, issue.146, pp. 203-218.

<sup>2</sup> Shahid, M. S., and Abbas, M. (2019). **Does corporate governance play any role in investor confidence, corporate investment decisions relationship? Evidence from Pakistan and India.** Journal of Economics and Business, 105, 105839.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

يعزز هذا الأمر ثقة المستثمرين فحسب، بل يضمن أيضا وصول <sup>[2]</sup> لناعي القرار على البيانات المهمة التي توجه تخصيص الموارد بشكل أمثل. وتماشيا مع هذا المنظور، فإن إضفاء الطابع المؤسسي على المساءلة داخل هياكل الحوكمة هو بمثابة دليل استرشادي لاستراتيجيات الاستثمار الاخلاقي، وتشجع الشركات على اعتماد معايير أخلاقية تتماشى مع أهدافها طويلة الأجل وقيمها المجتمعية، وبالتالي التخفيف من المخاطر المرتبطة بالسلوك غير الأخلاقي أو التحريف المالي. إضافة إلى ما سبق، يجادل Shahid and Abbas بأن بيئة النزاهة هذه تعزز بشكل كبير مصداقية الشركة وثقة أصحاب المصالح، كما أن دمج عمليات إدارة المخاطر المتطورة ضمن سياسات الحوكمة يُمكن الشركات من التعامل بمهارة مع تقلبات السوق و <sup>[2]</sup> مائة أ <sup>[2]</sup> ولها من التقلبات المحتملة، من خلال اتخاذ اجراءات وتدابير استباقية تمكن الشركات من الحفاظ على رأس المال للمشاريع المستقبلية وهو ما يتيح المجال أكثر لتحويل قرارات الاستثمار الى فرص استراتيجية لتحقيق الاستدامة على المدى الطويل.

من جهته قدم <sup>1</sup> Chen تحليلا لدور الشفافية والمساءلة في التخفيف من <sup>[2]</sup> لدة مشاعر المستثمرين السلبية على قرارات الاستثمار، <sup>[2]</sup> يث يُبرز من خلال مؤشر قام بتطويره كيف تشجع ممارسات الحوكمة الشركة على اعتماد قنوات اتصال واضحة وشفافة، والتي لا غنى عنها في الواقع لكسب ثقة أصحاب المصلحة والحفاظ عليها وجذب الاستثمارات. من خلال ضمان وضوح الإفصاحات المالية واضحة و إتاحتها في الوقت المناسب، فإن الشركات لا تعزز مصداقيتها فحسب، بل تعزز أيضا ثقة المستثمرين وهو أمر ضروري لتأمين تدفق رأس المال المستدام. ويرى Chen أن المساءلة المتضمنة في هياكل الحوكمة تدفع استراتيجيات الاستثمار، وتوائم تخصيص الموارد مع الأهداف طويلة الأجل. كما يؤكد أن الحوكمة الفعالة تحول عملية <sup>[2]</sup> نع القرار الاستثماري إلى مسعى استراتيجي يركز على الاستقرار والمرونة على المدى الطويل، وهو ما يؤكد بأن <sup>[2]</sup> ووكمة الشركات أمر محوري للنجاح والاستدامة.

<sup>1</sup> Chen, W. J. (2013). Can corporate governance mitigate the adverse impact of investor sentiment on corporate investment decisions? Evidence from Taiwan. Asian Journal of Finance and Accounting, vol.5, n°.2, pp.101-126.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

في سياق مختلف، تعمقت دراسة<sup>1</sup> Nasrum في آثار الحوكمة وركزت على عملية<sup>2</sup> القرار في الشركات من خلال هيكل الملكية وبروتوكولات إدارة المخاطر. <sup>3</sup>يث يوضح البا<sup>4</sup> كيف تعمل<sup>5</sup> حوكمة الشركات كإطار عمل لا غنى عنه في توجيه الاستثمارات الاستراتيجية و<sup>6</sup>قلها من خلال تضمين الممارسات التي تعطي الأولوية للشفافية والمساءلة. ويضمن هذا الوضوح تزويد أصحاب المصلحة بما فيهم المستثمرين والمدبرين، بالمعلومات الدقيقة اللازمة لاتخاذ قرارات واضحة مبنية على أسس سليمة تتماشى مع أهداف الشركة. كما أن التأكيد على الدور المحوري للشفافية في<sup>7</sup> حوكمة الشركات ليس مبالغاً فيه لأنه يعزز الثقة والمصادقية بين المستثمرين مع الحماية من المعلومات المضللة المحتملة التي يمكن أن تعرقل جهود الاستثمار. إضافة إلى أن البا<sup>8</sup> يؤكد على الأهمية الكبيرة لآليات المساءلة التي تعمل بمثابة مبادئ توجيهية أخلاقية للشركات، بحيث توجهها<sup>9</sup> نحو الاستثمارات المستدامة التي تتوافق مع قيم الشركة والتوقعات المجتمعية. ولا تقتصر هذه المبادئ على تعزيز الأداء المالي الفوري فحسب، بل ترسي أساساً مرناً للاستدامة على المدى الطويل. كما أن دمج استراتيجيات متطورة لإدارة المخاطر ضمن هيكل الحوكمة من شأنه أن يضمن التخصيص الاستراتيجي والالتزام للموارد.

أما النتائج التي تو<sup>10</sup>ل إليها<sup>11</sup> Mirza et al<sup>12</sup> فقد كانت واضحة فيما يتعلق بتأثير<sup>13</sup> حوكمة الشركات على استراتيجيات الاستثمار، إذ يمكن أن يؤدي تنوع تركيبة مجالس الإدارة باعتبارها<sup>14</sup> أهم آليات الحوكمة إلى تعزيز عملية<sup>15</sup> القرار وجعلها أكثر فعالية، من خلال دمج وجهات النظر والخلفيات والخبرات المتنوعة، فتصبح الشركات أكثر قدرة على تعزيز الأساليب المبتكرة للاستثمار والتي تتماشى مع مبادئ الشفافية والمساءلة. هذا التنوع في مجلس الإدارة لا يحسب<sup>16</sup> فقط من جودة الخيارات الاستراتيجية، بل يضمن أيضاً إطاراً أكثر قوة لإدارة المخاطر يمكن من خلاله توقع التحديات غير المتوقعة ويخفف من<sup>17</sup> لدتها. إضافة إلى أن البا<sup>18</sup> يوضح من خلال دراسته أن تنوع مجالس الإدارة يعمل كمحفز

<sup>1</sup> Nasrum, M. (2013). **The influence of ownership structure, corporate governance, investment decision, financial decision and dividend policy on the value of the firm manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange.** Journal Managerial, vol.1, n°.1. ssn-2286074.pdf

<sup>2</sup> Mirza, N. I., et al. (2020). **Op-Cit**, p.146.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

لتنمية ثقافة اتخاذ القرارات الشاملة التي تقدر الاعتبارات الأخلاقية إلى جانب الأهداف المالية، ومنه محاولة تحقيق النمو المستدام للشركات.

واستنادا إلى أساس التنوع والشمول في هياكل الحوكمة، تعمق Soliman<sup>1</sup> في استكشاف تأثير حوكمة الشركات على جودة التدقيق ثم على كفاءة الاستثمار من خلال ركائز الشفافية والمساءلة، حيث يجادل الباث بأن الشفافية المتضمنة في الشركات ذات ممارسات الحوكمة الجيدة لا تضع مخططا تشغيليا واضحا فحسب، بل تتعدى ذلك إلى تمكين أصحاب المصالح من التعامل مع بيانات موثوقة يتم اعتمادها كأساس لاتخاذ قرارات الاستثمار الاستراتيجية. هذا الأسلوب الدقيق في نشر المعلومات يخفف إلى حد كبير من التناقضات المحتملة ويبني ثقة ثابتة بين المستثمرين والمساهمين على حد سواء. وفي الوقت نفسه، تضمن آليات المساءلة أن تتعامل الشركات مع مسؤولياتها الائتمانية بشكل أخلاقي، وتكثيف الموارد مع كل من الضرورات المالية والأهداف المجتمعية. وفي الأخير أكد Soliman أن حوكمة الشركات تعمل كنقطة ارتكاز تدور حولها استراتيجيات الاستثمار، مما يرسخ الأساس للربحية والاستدامة على المدى الطويل من خلال موازنة الشفافية والمساءلة الأخلاقية وإدارة المخاطر.

وتأكيدا على أهمية الدور المحوري الذي تلعبه حوكمة الشركات، جاءت دراسة Hawas and Tse<sup>2</sup> بأدلة تجريبية توضح التأثير الكبير لآليات الحوكمة على قرارات الاستثمار التي يتخذها كبار المساهمين. وتؤكد الدراسة على أن المساءلة والشفافية وإدارة المخاطر عوامل أساسية متداخلة فيما بينها ضمن إطار حوكمة الشركات تلعب دورا مهما في تشكيل الاستثمارات الاستراتيجية التي تعزز الأداء المالي والاستدامة على المدى الطويل. ووفقا للباثين فإن الشفافية تعتبر عامل تمكين بالغ الأهمية، حيث تضمن وجود بيئة يستطيع فيها أصحاب المصلحة الوالدون إلى بيانات دقيقة وشاملة، مما يجعل من السهل بالنسبة لهم اتخاذ قرارات استثمارية سليمة. و يساعد هذا الوضوح على التخفيف من المخاطر

<sup>1</sup> Soliman, W. S. M. K. (2020). Op-Cit.

<sup>2</sup> Hawas, A., and Tse, C. B. (2016). **How corporate governance affects investment decisions of major shareholders in UK listed companies: has the recent credit crunch changed the game?**. Journal of accounting, auditing & finance, vol.31, n°.1, pp. 100-133.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

المرتبطة بالمعلومات الخاطئة ويوائم بين توقعات أصحاب المصلحة وأهداف الشركة. وفي ذات الوقت، تعمل آليات المساءلة كحواجز لحماية أساسية تضمن الوفاء بالالتزامات الائتمانية بنزاهة وأخلاقية، وتوجيه الموارد نحو استثمارات مستدامة.

### المطلب الثاني: تأثير خصائص مجلس الإدارة في قرار الاستثمار

تهدف حوكمة الشركات للتقليل من تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين والذي ينتج عن الفصل بين الملكية والإدارة في الشركات. ويعتبر مجلس إدارة الشركة من آليات الحوكمة الداخلية والرئيسة المصممة للتخفيف من مدة مشاكل الوكالة، حيث تقوم مجالس الإدارة بمراقبة الإدارة العليا وتقديم المشورة لها لحماية مصالح المساهمين خاصة ومصالح بقية الأطراف عامة، كما يشرف أعضاء مجلس الإدارة على عملية إعداد التقارير المالية، واتخاذ القرارات الاستراتيجية والهامة في الشركة، وإقرار تعويضات المديرين<sup>1</sup>. هذا ويؤثر حجم مجلس الإدارة بشكل جوهري على فعالية المجلس وقدرته على أداء المهام المنوطة به<sup>2</sup>.

### الفرع الأول: حجم مجلس الإدارة

تعرضت العديد من الأبحاث السابقة لكيفية تأثير حجم مجلس الإدارة، وهو أحد الخصائص المهمة لمجلس الإدارة، على فعاليته. فانقسم الباحثون بين مؤيدين للمجالس الكبيرة ومعارضين لها. يرى Jensen أن المجالس الكبيرة قد تكون أكثر فعالية نظراً لأنها تتمتع بفرص أكبر لأن تضم عدداً أكبر من المديرين الخارجيين أو غير التنفيذيين المستقلين، الأمر الذي يمنح المجلس استقلالية أكبر<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>Monks, R.A.G and Minnow, A., *Corporate Governance for the 21<sup>st</sup> century: watching the watchers*, Cambridge, MA: Black-well publishers, 1995.

<sup>2</sup> Jensen, M, C. (1993). *The Modern Industrial Revolution, exit, and the failure of internal control systems*. The Journal of Finance, vol.48, n°.3, pp.831-880. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>

<sup>3</sup> Jensen, M, C. (1993). *Ibid*

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

كما يؤكد <sup>1</sup> Kajola على أن كبر حجم مجلس الإدارة مفيد للشركة بحيث يزودها بخبرات ومهارات أكثر تنوعاً. من جهته أكد <sup>2</sup> Elmagrhi et al على أن كبر حجم مجلس الإدارة يعزز من مستوى الرقابة، حيث يصبح من الصعب على المدير التنفيذي المهيمن السيطرة عن طريق التأثير على قرارات مجلس الإدارة نظراً لكبر عدد أعضائه.

هذا وتشير نظرية الوكالة إلى أن الشركة ذات مجلس الإدارة الواسع ينظر إليها على أنها شركة ذات إدارة جيدة تسهل الوصول إلى التمويل الخارجي، ومن أجل تقييم أداء الشركة، يسعى مجلس الإدارة الكبير إلى الحصول على رافعة مالية أعلى حيث تصبح تكاليف الديون منخفضة لأن المقرضين يرون أن هذه الشركات تتمتع بألية رقابية فعالة تتمثل في كبر حجم مجلس الإدارة<sup>3</sup>.

جادل Lipton and Lorsch بأن المجالس الكبيرة يمكن التحكم فيها بسهولة من قبل المدير التنفيذي، وفي الواقع عندما يكون المجلس كبيراً جداً يصبح من الصعب التنسيق بين أعضائه و تصبح عملية اتخاذ القرار والمشاركة الاستراتيجية للشركة والتعامل معها، إضافة إلى تزايد عدد المشاكل التي تواجهها الوكالة الناتجة عن التجاوزات التي يرتكبها المديرون داخل المجلس فيصبح هذا الأخير رمزياً أكثر وأقل فعالية في العملية الإدارية<sup>4</sup>. من جهته يعتقد Yermack أن عملية اتخاذ القرار ستصبح أبطأ بسبب تباين وجهات النظر الناتج عن العدد الكبير لأعضاء مجلس الإدارة<sup>5</sup>. نفس الأمر أكده Abdeljawad et

<sup>1</sup> Kajola, S. O. (2008). **Corporate governance and firm's performance: The case of Nigerian listed firms.** European Journal of Economic, Finance and Administrative Sciences, 14, pp.16-28.

<sup>2</sup> Elmagrhi, M. H. et al (2016), **Antecedents of voluntary Corporate Governance Disclosure: a post-2007/08 Financial Crisis evidence from the influential UK Combined Code,** Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, vol.16, n°.3, pp. 507-538.

<sup>3</sup> Alwawi, M, **The Impact of Corporate Governance on financial performance for Jordanian Industrial Listed Corporations.** Master's Thesis, Near East University, Institute of graduate studies, Banking and Accounting Program, Nicosia, 2021, p.19.

<sup>4</sup> Lipton, M. and Lorsch, J. W. (1992). **A modest proposal for improved corporate governance.** Business Lawyer, vol. 48, n°.1, pp. 59-77.

<sup>5</sup> Yermack, D. (1996). **Higher market valuation of companies with a small board of directors.** Journal of Financial Economics, vol. 40, n°.2, pp. 185-211.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

al بأن المجالس الكبيرة تكون أكثر عرضة لتضارب المصالح ووجهات النظر، و بالتالي فإن المجالس <sup>2</sup> لغيرة

الحجم أفضل من نا <sup>2</sup> لية سهولة التوا <sup>2</sup> ل ، وتنسيق أنشطة المجلس مما يعزز عملية اتخاذ القرارات<sup>1</sup>.

إذن فميزة كبر حجم مجلس الإدارة هي زيادة المعلومات والخبرات التي يمتلكها أعضاؤه مما قد ينتج عنه لا <sup>2</sup> لقا تحقيق أداء أعلى، الذي ينتج عن اختيار استثمارات تعظم قيمة الشركة وتضمن استمراريتهما على المدى البعيد.

في المقابل، يوجد فريق آخر يرى بأن الشركات ستكون أفضل بوجود مجالس إدارة أ <sup>2</sup> لغر حجما، إذ من المرجح أن يؤدي كبر حجم المجلس وزيادة عدد أعضائه إلى خلق <sup>2</sup> لعوبة في التوا <sup>2</sup> ل والتنسيق بينهم، مما سينعكس سلبا على عملية اتخاذ القرار وهو ما قد يضيع على الشركة فر <sup>2</sup> ل استثمارية جيدة وبالتالي سيؤثر ذلك سلبا على استثماراتها طويلة الأجل ثم على أداء الشركات ومنه على مصلحة المساهمين.

من جهته عدّد كل من Jensen و Surya المشاكل التي من الممكن أن تواجه المجالس الكبيرة لتشمل تكلفة التنسيق والتأخير في اتخاذ القرارات لأن ترتيب عقد اجتماعات المجلس يستغرق وقتا طويلا، كما أن عملية اتخاذ القرار في <sup>2</sup> لد ذاتها والاتفاق على رأي وا <sup>2</sup> لد في ظل العدد الكبير للأعضاء تصبح أكثر <sup>2</sup> لعوبة و أبطأ، إضافة إلى ظهور <sup>2</sup> لتمال تشكيل الائتلافات والتحالفات داخل المجلس الذي من شأنه ان يؤثر على دوره الرقابي<sup>2</sup>.

يمكن القول أنه ومن أجل تعزيز كفاءة وفعالية مجلس الإدارة، يجب أن يتناسب حجمه مع حجم الشركة، ومع ذلك، فإن تحديد عدد أعضاء المجلس يبقى مرهونا بالشركة التي تقرره بناء على خبراتها.

<sup>1</sup> Abdeljawad, I et al (2020), **Audit Committee versus other Governance mechanisms and the effect of investment opportunities: evidence from Palestine**. Corporate Governance. Vol.20 n°.3, pp. 527-544

<sup>2</sup>Jensen, M. C. (1993). **Op-Cit**.

Surya, B. G. (2016), **Corporate governance and firm performance: empirical evidence from India**. Journal of Business and Management Research, vol.1, n°.2, pp. 48-65.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

### الفرع الثاني: عدد اجتماعات مجلس الإدارة

تُعد اجتماعات مجلس الإدارة المظهر الرئيس لألية مجلس الإدارة وأهم أداة يلعب فيها المجلس دوره في حوكمة الشركات، أي أن قوة مجلس الإدارة وفعاليتها تنعكس من خلال عدد اجتماعاته. وقد ركزت معظم الدراسات على تأثير عدد اجتماعات مجلس الإدارة على أداء الشركات، حيث تتمثل إحدى وجهات النظر في أن الهدف من اجتماعات مجلس الإدارة هو تحسين أداء الشركة، حيث يعتقد Lipton and Lorsch أن الاجتماع بشكل دوري يجعل أعضاء المجلس يتواكبون فيما بينهم بشكل كاف يتيح لهم الاطلاع على مزيد من المعلومات المتعلقة بالشركة، مما يمكنهم من اتخاذ قرارات أكثر كفاءة، كما يعتقد الباشان أن المشكلة التي قد تواجه أعضاء مجلس الإدارة هي عدم كفاية الوقت من أجل الأداء الفعلي لمهامهم، فإذا زادت فرص الاجتماع فإن وقت التواكب وتبادل الآراء سيزداد تبعاً لذلك، مما سيؤدي بالضرورة إلى تحسين نوعية النقاشات وتحسين فعالية مجلس الإدارة خاصة في عملية اتخاذ القرارات<sup>1</sup>.

فيما يرى تيار آخر من الباحثين ومن بينهم Vafeas و Jensen أن اجتماعات مجلس الإدارة غير مجدية، لأنها لا تهدف لتبادل المعلومات المفيدة بين أعضاء المجلس في الوقت المحدود الذي يجتمعون فيه جميعاً<sup>2</sup>. ويعتقد باشان وآخرون على غرار Schwartz-Ziv and Weisbach أن ارتفاع عدد اجتماعات مجلس الإدارة من المرجح أن يكون استجابة للأداء الضعيف للشركة، وأن اجتماعات مجلس الإدارة في هذه الحالة هي بمثابة مطفأة حريق وليست أجهزة وقائية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Lipton M, and Lorsch J W, (1992), **Op-Cit**.

<sup>2</sup> Vafeas N. (1999), **Board meeting frequency and firm performance**, Journal of Financial Economics, vol. 53, n°.1, pp.113–142.

- Jensen M C, (1986), **Agency costs of free cash flow-corporate finance and takeovers**, American Economic Review, issue.6, pp.323–329.

<sup>3</sup> Schwartz-Ziv M, and Weisbach M S, (2013), **What do boards really do: evidence from minutes of board meeting**, Journal of Financial Economics, vol.108, n°.2, pp.349–366

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

تلعب فعالية اجتماعات مجلس الإدارة دوراً هاماً في تطوير الشركة واستمرارها، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض تكلفة اجتماعات التوا<sup>1</sup> التي يمكن أن تضمن حضور جميع أعضاء المجلس شخصياً والمشاركة في التصويت. ومع ذلك، فإن كثرة الاجتماعات قد يضر بالتوا<sup>2</sup> بين أعضاء المجلس، ويقلل من فعالية قراراته<sup>1</sup>.

وبالتالي يمكن القول بأن التوا<sup>2</sup> وجهاً لوجه بين أعضاء مجلس الإدارة والذي يتم من خلال الاجتماعات الدورية، سيمنحهم وقتاً أكبر للتحليل والاستدلال، وبالتالي فهم أفضل وأوضح لظروف الشركة واتخاذ قرارات استثمارية أفضل.

### الفرع الثالث: وجود لجنة التدقيق

تقوم مجالس الإدارة بتفويض بعض مهامها إلى لجان محددة، وهذه الطريقة يمكنها تحقيق أهدافها بطريقة أكثر كفاءة. ولا تعدو هذه اللجان أن تكون مجرد هيئات مفضولة تابعة لمجلس الإدارة، ولها وظائف محددة في بعض المسائل المعرفية. ولا يتمثل الهدف من ورائها في أن تحل محل المجلس في وظائف معينة. بل إن دورها الأساس هو دور إعلامي واستشاري، ولن يكون لهذه الهيئات القدرة على اتخاذ القرارات في ذاتها، بل مهمتها أن تقدم المشورة لمجلس الإدارة<sup>2</sup> التي يتمكن من تطوير وظيفته الاشرافية بشكل أكثر فعالية.

تو<sup>2</sup> Al-Hadrami et al من خلال دراستهم إلى وجود تأثير إيجابي لاستقلالية وكفاءة لجنة التدقيق على عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالشركات البحرينية المدرجة،<sup>2</sup> حيث أن استقلالية لجنة التدقيق وكفاءتها أمران مهمان للغاية بالنسبة لصانعي القرار في تحسين جودة التقارير المالية، وعملية الرقابة الداخلية، مما قد يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في التقارير المالية والشركات وبالتالي اتخاذ قرارات استثمارية سليمة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Bhatt R R, and Bhattacharya S, (2015). **Do board characteristics impact firm performance? an agency and resource dependency theory perspective.** Asia Pacific Journal of Management Research & Innovation, vol.11, n°.4, pp.274–287.

<sup>2</sup> Al-Hadrami, A. et al, (2020), **The Impact of an audit committee's independence and competence on investment decision: a study in Bahrain,** Asian Journal of Accounting Research, vol.5, n°.2, pp.299-313.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

من جهة أخرى أثبتت النتائج التي توصل إليها Agyemang-Mintah and Schadewitz أن وجود لجنة التدقيق ضمن الهيكل التنظيمي للشركات المالية في المملكة المتحدة له تأثير إيجابي هام على قيمة الشركة<sup>1</sup>.

### الفرع الرابع: ازدواجية المدير التنفيذي

تشير ازدواجية منصب المدير التنفيذي إلى الحالة التي يشغل فيها المدير التنفيذي منصبه ومنصب رئيس مجلس الإدارة في نفس الوقت، وهنا يظهر فريقان لكل منهما رأي مختلف، حيث يساند داعمو نظرية الوكالة فكرة الفصل بين المنصبين وهو ما سيؤدي نظرياً على الأقل إلى تحسين الأداء بسبب تعزيز الدور الرقابي والإشرافي لمجلس الإدارة. أما داعمو نظرية الإشراف فيرون أن الإدارة الفعالة تقوم على مبدأ وحدة القيادة، ويعود ذلك لسبب اعتقادهم لأن صر المسؤوليات والقرارات في شخص واحد من شأنه أن يسهل فهم عمليات الشركة ويسمح باطلاع ومعرفة أكبر بها، وأيضاً يدعم اتخاذ قرارات أفضل<sup>2</sup>.

ويختلف دور المدير التنفيذي اختلافاً كبيراً عن دور رئيس مجلس الإدارة، وبموجب سياسة ازدواجية المدير التنفيذي يتعين على شخص واحد القيام بهذين الدورين في آن واحد. وغالباً ما يضطلع رئيس مجلس الإدارة بدور قيادة هذا المجلس وإدارته بوضع توقعات واضحة لثقافة الشركة وقيمتها وسلوكياتها، فيما يضع المدير التنفيذي استراتيجية الشركة وينفذها، ويخصص رأس المال، ويكون مسؤولاً في النهاية أمام مجلس الإدارة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>Agyemang-Mintah. P. and Schadewitz. H. J, (2018), **Audit committee adoption and firm value: evidence from UK financial institutions**, International Journal of Accounting and Information Management, vol.26, Issue.3, pp.1-26

<sup>2</sup>Marashdeh. Z. M. S, **The Effect of Corporate Governance on Firm Performance in Jordan**, PhD Thesis, University of Central Lancashire, 2014, p.50

<sup>3</sup>Wangio. C, **The Impact of CEO Duality on Governance**, available on:

<https://www.linkedin.com/pulse/impact-ceo-duality-governance-bellmac-consulting-llp>

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

من منظور نظرية الوكالة، فإن رئيس مجلس الإدارة له دور وواجبات مهمة في المجلس تتمثل في المراقبة، وإدارة اجتماعات المجلس، والتأكد من إدراج جميع القضايا المتعلقة بالشركة في جدول الأعمال الذي ستتم مناقشته في اجتماع مجلس الإدارة، إضافة إلى التوظيف والإقالة، واستبدال المدير التنفيذي إذا ما ثبت إهماله في خدمة مصالح المساهمين.

يرى Hill and Snell (1989) بأنه في الشركات التي يتحكم بها المديرون التنفيذيون - جراء ازدواجية منصبهم- لا يتم <sup>2</sup> صرف مبالغ كبيرة على البحث والتطوير، رغم أن هذا النوع من الاستثمارات ملائم لمصالح المساهمين، ويتسم بمخاطرة مرتفعة وربحية عالية، فهذه الاستثمارات أقل جاذبية للمدير التنفيذي، لأن أفق الإبداع بعيد المدى مقارنة بأفقه الحالي، ولكون تكاليف الاستثمار في البحث والتطوير قد لا ينتج عنها عوائد، ما ينعكس سلباً على سمعته ومساره المهني<sup>1</sup>.

وبالتالي فإن الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب المدير التنفيذي أفضل للشركات فيما يتعلق بفعالية الدور الرقابي لمجلس الإدارة.

### المطلب الثالث: تأثير هيكل الملكية في قرار الاستثمار

<sup>2</sup>أولت بعض النظريات شرح التفاعل الحا <sup>2</sup>ل بين قرار الاستثمار وهيكل الملكية، ومن أبرزها نظريتان هما نظرية الوكالة ونظرية أولويات التمويل Pecking Order Theory. تشير نظرية الوكالة إلى أن هيكل الملكية يؤثر على قرارات الاستثمار التي يتخذها المديرون في الشركة، ففي <sup>2</sup>الة الملكية المشتتة يصبح بإمكان المديرين التمتع بسلطة تقديرية أكبر في اتخاذ قرارات الاستثمار، مما قد يخلق تضارباً بينهم وبين المساهمين، <sup>2</sup>يث من الأرجح أن يميل المديرون إلى تحقيق مصالحهم الخاصة <sup>2</sup>ة على <sup>2</sup>ساب مصلحة المساهمين. وعلى كل<sup>2</sup>، إذا كانت الشركة ذات هيكل ملكية مركزة، فسيكتسب المساهمون قدرة أكبر للسيطرة، مما يؤدي <sup>2</sup> إلى استخدام أكثر كفاءة للموارد. لذلك، تشير نظرية الوكالة إلى أن هيكل الملكية

<sup>1</sup> مهدي شرقي، مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة- حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري-، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، عدد 01، 2015، ص: 142.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

المركزة من شأنه أن يؤدي إلى قرارات استثمارية أكثر كفاءة. في المقابل، ترى نظرية أولويات التمويل أن قرارات التمويل تتأثر بهيكل ملكية الشركة، فتعتمد الشركات ذات هياكل الملكية المركزة على المصادر الداخلية للتمويل أكثر من اعتمادها على التمويل الخارجي، ويرجع السبب في ذلك إلى أن التمويل الخارجي قد يقلص من ملكية المساهمين الحاليين، وهو أمر غير مرغوب فيه في حالة الهياكل المركزة. لذا سبب نظرية أولويات الترتيب فإن هيكل الملكية يؤثر على قرارات التمويل ومن ثمة تأثيره أيضا على قرارات الاستثمار<sup>1</sup>.

ويعد هيكل الملكية آلية للحد من الصراع بين الإدارة و المساهمين الناتج عن مشكلة الوكالة، وله دوافع مختلفة في مراقبة وإدارة الشركات ومجالس إدارتها، حيث يسود الاعتقاد أن لهيكل الملكية القدرة على التأثير على المسار المستقبلي للشركة الذي من شأنه أن يؤثر على أداء الشركة.

تشير دراسة Gyamfi and Adjei إلى أن هيكل الملكية قضية بالغة الأهمية لقرارات الاستثمار لأن اختيار المساهمين الذين هم مقدمو رأس المال، يؤثر بشكل كبير على الطريقة التي يتم بها استخدام الأموال المقدمة، إذ إن المساهمين هم أصحاب المصلحة الرئيسيون في الشركة وبالتالي يكون لهم تأثير كبير على الخيارات الاستثمارية للشركة<sup>2</sup>.

### الفرع الأول: الملكية الإدارية

سبب نظرية الوكالة، تحدث مشكلة الوكالة عندما تكون نسبة ملكية الإدارة للأسهم أقل من 100%، مما يجعل المديرين يتصرفون بما يحقق مصالحهم الخاصة<sup>3</sup>. وبافتراض أن الإدارة انتهائية، فإنه

<sup>1</sup> Shubita, D. F. S, **The Impact of Ownership Structure and Investment Decisions on Capital Structure An Empirical Study from Jordan**, PhD thesis in Finance, University of Bedfordshire, UK, 2023, pp :47,48.

<sup>2</sup> Chinanu, E and Monisola, A, E, (2023), **Ownership Structure and Investment Decisions of Listed Consumer Goods Firms in Nigeria**, Current Trends in Social and Management Sciences Research, vol.2, issue.1, pp.44-58.

<sup>3</sup> Jensen, M. C and Meckling, W. H, **Op-Cit**.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

بإمكانها استخدام التدفقات النقدية الزائدة و استغلال عدم تماثل المعلومات بينها وبين المساهمين في أمور غير منتجة اقتصاديا و اتخاذ قرارات من شأنها أن تضر برأس المال<sup>1</sup>.

أكد<sup>2</sup> Ross et al في دراستهم أنه كلما زادت نسبة الأسهم التي تملكها الإدارة في الشركة، فإنها تجعلها تميل أكثر إلى بذل جهد أكبر من أجل مصالح المساهمين،<sup>3</sup> حيث تساعد الملكية الإدارية على مواءمة المصالح بين المديرين والمساهمين، فالمدبر بصفته<sup>4</sup> لا يهتم في الشركة ومالكا فيها فإنه سوف يتأثر مباشرة بالقرارات التي يتم اتخاذها سلبا أو إيجابا.

نفس الأمر أكده<sup>3</sup> Jensen and Meckling بأن زيادة الملكية الإدارية إلى جانب الملكية المؤسسية هو أحد متطلبات تخفيض تكلفة الوكالة، مما سيدفع بالإدارة إلى العمل بجدية أكبر باعتبارها جزءاً من المساهمين في الشركة.

وبمعانيمة مجموعة من الشركات الصينية المدرجة في البورصة على مدى الفترة 2003-2010، توصل<sup>4</sup> Vijayakumaran إلى أن قرارات الاستثمار ترتبط بالملكية الإدارية بطريقتين. فمن ناحية، تؤثر الملكية الإدارية تأثيرا إيجابيا مباشرا على قرارات الاستثمار من خلال مواءمة<sup>5</sup> ووافز المديرين مع مصالح المساهمين. ومن ناحية أخرى، تعد الملكية الإدارية شكلا من أشكال الضمانات للمقرضين،<sup>6</sup> حيث تساعد على تقليل القيود المالية التي قد تواجهها الشركات والتي تم قياسها بحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، وبالتالي ستكون أمام الشركات التي ترتفع فيها نسبة الملكية الإدارية فرص أكثر للحصول على مصادر التمويل.

<sup>1</sup> Eisenhardt, M. K, **Op-Cit**.

<sup>2</sup> Ross, S.A, (1977). **The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach**, Journal of Economics, Spring, n°. 8, pp 23-40.

<sup>3</sup> Jensen, M. C and Meckling, W. H., **Op-Cit**.

<sup>4</sup> Vijayakumaran. R, (2021), **Impact of managerial ownership on investment and liquidity constraints: evidence from Chinese listed companies**. Research in International Business and Finance, vol.55.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

إذن يمكن القول أن الملكية الإدارية تؤثر بشكل إيجابي على قرارات الشركة الاستثمارية،<sup>1</sup> حيث إن تقارب المصالح بين المساهمين والإدارة يدفع هذه الأخيرة إلى التركيز على الاستدامة والعوائد على المدى البعيد، وبالتالي فإنها ستركز أكثر على الفرص الاستثمارية طويلة الأجل التي من شأنها أن تضمن ذلك.

### الفرع الثاني: الملكية المؤسسية

تعرف الملكية المؤسسية بأنها النسبة المئوية للأسهم التي يمتلكها المستثمرون المؤسسيون من الشركات الأخرى في شركة معينة في فترة زمنية محددة.<sup>1</sup> ويعتمد حجم الملكية المؤسسية إلى حد كبير على سمعة الشركة وأدائها العالي. كما أن وجود المستثمرين المؤسسيين وهيمنتهم على الشركة له تأثير قوي على الممارسات الأخلاقية وعلى القرارات الاستثمارية للشركة<sup>2</sup>، إذ إنهم ليسوا مقامرين ولا يميلون للاستثمار في الشركات ذات الأداء المنخفض والتاريخ غير الأخلاقي و المخالفة للوائح التنظيمية والبعيدة عن ممارسات<sup>3</sup> حوكمة الشركات في الصناعة التي ينتمون إليها<sup>3</sup>. وبالتالي، يتضح أن الملكية المؤسسية لها تأثير قوي على قرارات الاستثمار في الشركات،<sup>4</sup> حيث يبدو أن الكفاءة والمهارة والسوابق الإدارية للإدارة أهم ما يتم التركيز عليه.

لا يشارك المستثمرون المؤسسيون بشكل مباشر في قرارات إدارة الشركة. لكن في حالة عدم رضاهم عن أداء الإدارة وأسهم الشركة، بإمكانهم اللجوء إلى<sup>5</sup> لسهل وهو بيع<sup>6</sup> أسهمهم. وخلاصة بالنسبة للمستثمرين المؤسسيين الذين يمتلكون نسبة كبيرة من أسهم الشركة، يعتبر بيع الأسهم أقل تكلفة من الدخول في جدل مع الإدارة في<sup>7</sup> حالة ضعف الأداء<sup>4</sup>. ويعد حجم الملكية المؤسسية أحد العوامل المحفزة للمستثمر المؤسسي لمساءلة الإدارة، فإذا كانت<sup>8</sup> نصبة المستثمر المؤسسي في الشركة مرتفعة

<sup>1</sup> Alexander, N. (2019). **Ownership structure and earnings management**. Accounting and Finance Review, vol.4, n°.2, pp. 38-42.

<sup>2</sup> Bajaj, Y., et al (2021). **Application of capital structure theories: A systematic review**. Journal of Advance Management Resources, vol.18, n°.2, pp. 173-199.

<sup>3</sup> Alom, K., (2013). **Capital structure choice of Bangladeshi firms: An empirical investigation**. Asian Journal of Finance and Accounting. Vol.5, n°.1, pp. 320-333.

<sup>4</sup> Charfeddine, L. and Elmarzougui, A. (2010). **Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France**. The IUP Journal of Behavioral Finance, issue.7, pp.35-46.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

سيكون لديه <sup>1</sup>أفز أقوى لمراقبة إدارة الشركة وأداءها، وعلى العكس من ذلك، إذا كان المستثمر يمتلك أسهما قليلة في الشركة فإن الحافز لديه سيكون أقل وسيكون بإمكانه بسهولة تصفية محفظته عندما يكون أداء الشركة ضعيفا<sup>1</sup>. وعند مقارنة المستثمرين المؤسسيين بغيرهم من المستثمرين، يتضح أنهم يبدون اهتماما أكثر بأداء إدارة الشركة والرقابة عليها، خاصة في حالة امتلاكهم حصصا كبيرة من أسهم الشركة، ويحاولون التأثير على الإدارة لتحقيق مصالح المساهمين على المدى البعيد<sup>2</sup>، وبالتالي فإنهم يركزون أكثر على استدامة الشركة واستمراريتها، الأمر الذي يتحقق باتخاذ قرارات استثمارية سليمة ومجدية تركز على المدى البعيد.

في دراسة أجراها Pound سنة 1988 قام من خلالها بدراسة آثار الملكية المؤسسية على أداء الشركات، <sup>3</sup> حيث عرض في دراسته ثلاث فرضيات بشأن المستثمرين المؤسسيين و الأداء و هي فرضية الرقابة الفعالة « Efficient-Monitoring Hypothesis » ، فرضية تضارب المصالح « Conflict of Interest Hypothesis » ، وفرضية المواءمة الاستراتيجية « Strategic- Alignment Hypothesis » . <sup>4</sup> حيث ترى فرضية الرقابة الفعالة أن المستثمرين المؤسسيين يمتلكون خبرة أكبر وبإمكانهم مراقبة الإدارة بتكاليف أقل من تلك التي يتحملها المساهمون الأقلية، ولذلك تتنبأ هذه الفرضية بوجود علاقة إيجابية بين الملكية المؤسسية وأداء الشركة، كما تفترض بشكل غير مباشر أن العلاقة الواسطة التي تربط المساهمين المؤسسيين بالشركة هي الاستثمار. أما فرضية تضارب المصالح فيقصد بها أن المستثمرين المؤسسيين سيضطرون إلى التصويت لصالح الإدارة بسبب الأعمال المربحة التي تربطهم بها، كأن تملك شركة تأمين جزءا كبيرا من أسهم شركة ما وتعمل في نفس الوقت كشركة تأمين لها، فإذا <sup>5</sup>لوتت الشركة عكس القرارات التي تتخذها الإدارة فإن ذلك قد يكون له تأثير <sup>6</sup>اسم و سلبي على العلاقات التجارية للشركة. بينما تعني فرضية المواءمة الاستراتيجية أن المؤسسات الاستثمارية

<sup>1</sup>: Doğan, M, (2020), **Institutional Ownership and Firm Value: A Study on the Bist Manufacturing Index**, Ekonomika, ISSN 2424-6166, Vilnius University Press, Vilnius, Vol. 99, Issue.2, pp.59-75.

<sup>2</sup> Brickley, J. A, et al. (1998). **Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments**. Journal of Financial Economics, vol.20, n°.1, pp. 267-291.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

والمديرين يتعاونون فيما بينهم على أساس المنافع المتبادلة، وهو ما يؤدي إلى تقليل الآثار الإيجابية المترتبة عن عملية الرقابة التي يمارسها كبار المساهمين. وبالتالي فإن كل من فرضية تضارب المصالح وفرضية المواءمة الاستراتيجية تقترن<sup>1</sup> بوجود علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية وأداء الشركة<sup>1</sup>.

على اعتبار أن أداء الشركة يعكس قراراتها فإنه في ظل فرضية الرقابة الفعالة هناك تأثير إيجابي لوجود الملكية المؤسسية على قرارات الاستثمار التي تقوم بها الشركة، أما من منظور فرضية تضارب المصالح وفرضية المواءمة الاستراتيجية فسيؤدي وجود الملكية المؤسسية إلى تأثير سلبي على قرارات الشركة خاصة منها الاستثمارية.

في المقابل، جادل Modigliani and Miller في كون قيمة الشركة تتحدد بقدرتها على تحقيق ربحية مرتفعة إلى جانب استثماراتها، لكن عند مستويات مرتفعة من الملكية المؤسسية قد يظهر ميل المستثمرين لفرض سياسات معينة تخدم مصالحهم، على أساس إهمال مصالح مساهمي الأقلية من خلال القوة التصويتية التي يمتلكها المستثمرون المؤسسيون<sup>2</sup>. فإذا كان هدفهم تحقيق أرباح سريعة فسينصب تركيزهم على الاستثمارات قصيرة الأجل، أما إذا كانوا يميلون إلى العوائد طويلة الأجل والاستدامة فسيركزون على الاستثمارات طويلة الأجل.

### الفرع الثالث: الملكية المركزة

تشير الملكية المركزة إلى وجود عدد من المساهمين الذين يمتلكون أسهما في الشركة تشكل على الأقل 5% من إجمالي أسهم الشركة، وليس من الضروري أن تتركز الملكية بيد الأفراد، بل قد تكون في<sup>3</sup>لورة مؤسسات استثمارية أو مالية.

<sup>1</sup> Doğan, M, *Op-cit*, p.40

<sup>2</sup> Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*. American Economic Review, vol.48, n°.13, pp. 261-297.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقتهم بحوكمة الشركات

سبب Berle and Means (1932) فإن انتشار الملكية وتشتتها على نطاق واسع سيجعل المساهم غير قادر على الإشراف على الإدارة بشكل صحيح. ويؤكد Jensen and Meckling (1976) أن مديري الشركات يهدفون إلى تحقيق الثروة على حساب المساهمين من خلال التهرب من دفع الامتيازات وجمعها. و نتيجة لذلك، فإن تركيز الملكية من شأنه أن يعزز الرقابة ويقلل من تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين التنفيذيين ويعزز الأداء المالي للشركات. ووفقا لنظرية الوكالة، يمتلك كبار المساهمين دافعا ماليا قويا لمراقبة استثماراتهم واستخدام قدرتهم على التصويت للتأثير على القرارات الاستراتيجية، مما يمنع انتهازية الإدارة ويقلل من عدم تماثل المعلومات. وعلاوة على ذلك، فإن التركيز العالي للملكية هو نهجٌ ووكمةٍ يمنع إدارة الشركة من الانحراف عن مصالح المساهمين، لأن كبار المساهمين يراقبون الإدارة أكثر من تغار المساهمين<sup>1</sup>.

وتسود ملكية كبار المساهمين في العالم بشكل واضح بسبب ضعف النظام القانوني الذي يحمي حقوق المستثمرين في جميع أنحاء العالم. وبالمقارنة مع تغار المساهمين، يحتاج كبار المساهمين إلى حقوق أقل لحماية مصالحهم. ويمكن لكبار المالكين أن يكونوا أكثر فعالية في مراقبة الإدارة والتحكم فيها وبالتالي التأثير على قراراتها بالسلب أو الإيجاب. لكن من جهة أخرى، فللملكية المركزة تكاليفها والتي تتمثل أساسا في إمكانية مصادرة كبار المساهمين لحقوق المساهمين الآخرين وأصحاب المصلحة في الشركة. كما قد ينتج عن تركيز الملكية المركزة تكلفة أخرى نتيجة تحمل كبار المساهمين لمخاطر مفرطة بسبب انخفاض التنوع. كما قد تؤدي الملكية المركزة إلى رقابة مفرطة على الإدارة مما يقلل المبادرة الإدارية للقيام باستثمارات جيدة للشركة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Hyarat. H.I.et al, (2023), **The impact of audit quality on firm performance: the moderating role of ownership concentration**, International Journal of Professional Business Review, vol.8, n°.4, pp.01-22.

<sup>2</sup> Zhaka.V., Op-Cit.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

من ناحية أخرى، قد ينتج عن تركيز الملكية وبسبب هيمنة كبار المساهمين على [2] سبب مساهمي الأقلية، عدم تماثل المعلومات بين الطرفين وبالتالي فإن كبار المساهمين سيكون لديهم [2] موافز أكبر لتحويل الموارد نحو تحقيق منافعهم الشخصية على [2] سبب مساهمي الأقلية<sup>1</sup>.

إذن يمكن القول بأنه وبالرغم من محاسن تركيز الملكية إلا أن آثارها السلبية قد تكون أكثر، أي أن زيادة الملكية المركزة من شأنه أن يؤدي إلى اتخاذ الإدارة لقرارات استثمارية تعزز الأداء قصير الأجل، دون التركيز على الاستثمارات طويلة الأجل والتي بإمكانها ضمان استدامة الشركة، كل هذا يحدث بسبب الرقابة والتأثير الذي يمارسه كبار المساهمين على الإدارة.

### خلاصة الفصل الثاني

بما أن قرار الاستثمار هو [2] أهم القرارات المالية، والذي من شأنه أن يحدد استدامة الشركة من عدمها، بحكم الخصائص التي تميزه عن غيره من القرارات المالية. ولأن الاستدامة تعني تعظيم قيمة الشركة وقيمة مساهميها، فإنه من الضروري الاعتماد على بعض الأدوات التي تتيح للمساهمين الرقابة والاطلاع على سلوك الإدارة باعتبارها المتحكم في عملية اتخاذ القرار، وتنبثق هذه الأدوات عن نظام [2] حوكمة الشركات.

وبالتالي فقد تناول هذا الفصل -والذي عُنون بقرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات- بعض المفاهيم المتعلقة بالاستثمار، القرار وعملية اتخاذ القرار، ثم تفصيلاً لمفهوم قرار الاستثمار، و [2] لولا في الأخير إلى محاولة إبراز العلاقة بينه وبين [2] حوكمة الشركات باعتبارها من العوامل التي من شأنها التأثير على اتخاذ القرار الاستثماري للشركات، والتي تبين من خلال تحليلها أن [2] حوكمة الشركات لها دور كبير في

<sup>1</sup> Azhar, A.B., et al, (2019), **The Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Investment Efficiency: An Empirical Study from Pakistan Stock Exchange (PSX)**. Pakistan Administrative Review, vol.3, n°.2, pp.84-98.

## الفصل الثاني: قرار الاستثمار وعلاقته بحوكمة الشركات

---

عملية اتخاذ قرار الاستثمار. إذ أن الاستخدام الجيد للآليات <sup>٢٤</sup> ووكمة الشركات سيؤدي بالشركة إلى اتخاذ قرارات استثمارية تعظم قيمة الشركة وقيمة مساهميها، وبالتالي ضمان استدامة الشركة خاصة إذا تم التركيز على الاستثمار في المشروعات طويلة الأجل.

الفصل الثالث: دراسة

حالة الشركات الصناعية

المدرجة في سوق عمان المالي

بعد الإفاطة بالجانب النظري لحوكمة الشركات والتي تعتبر أفاًد العوامل المؤثرة على قرارات الاستثمار، وبعد عرض الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع وتحليلها، سيتم تخصيص هذا الفصل لاختبار مدى تطابق الجانب النظري مع الواقع التطبيقي، من خلال دراسة أثر افاًد حوكمة الشركات على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 2010-2021.

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحا، خصص المبحث الأول للتعريف بسوق عمان المالي، وإلقاء الضوء على تجربة الحوكمة في الأردن. بينما يتناول المبحث الثاني منهجية الدراسة بالتفصيل، أما المبحث الثالث فسيتم من خلاله عرض وتفسير النتائج التي تم التوصل إليها.

## المبحث الأول: لمحة عن سوق عمان المالي

يعتبر السوق المالي الأردني من بين الأسواق التي تعرف نشاطا كبيرا فضلا عن التطور الملحوظ الذي شهده خلال السنوات الأخيرة، وسيتم في هذا المبحث التعريف به انطلاقا من نشأته وإبراز أهم شروط الإدراج فيه، ثم محاولة إلقاء الضوء على واقع [٢] وكمة الشركات في الأردن من خلال التطرق لمختلف تطبيقاتها وأبعادها.

### المطلب الأول: نشأة سوق عمان المالي

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى إعطاء لمحة عن سوق عمان، شروط الإدراج فيه وأهم الأدوات الاستثمارية في هذا السوق.

### الفرع الأول: لمحة عن سوق عمان المالي

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردني . [٢] يث بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، فقد تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931، وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938، وشركة مصانع الاسمنت الأردنية عام 1951<sup>1</sup>. ونتيجة لهذا فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية من خلال مكاتب غير متخصصة، الأمر الذي دفع إلى التفكير جديا في ضرورة إنشاء سوق منظمة للأوراق المالية تضمن التعامل السليم والسريع.

تأسس سوق عمان المالي سنة 1976 كمؤسسة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي وتخضع للإشراف الحكومي وقد كان ذلك بموجب القانون رقم (31) لسنة 1976. وقد ضم في

<sup>1</sup> الموقع الرسمي للحكومة الالكترونية/ المؤسسات الحكومية/ بور [٢] عمان على الرابط

<https://portal.jordan.gov.jo/wps/portal/Home/GovernmentEntities/Agencies/Agency/Amman%20Stock%20Exchange?nameEntity=Amman%20Stock%20Exchange&entityType=otherEntity> ، تاريخ الاطلاع: 2024/03/15.

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

عضويته إلزاما البنك المركزي والبنوك المرخصة و مؤسسات الإقراض المتخصصة وكل شركة مساهمة عامة أردنية يبلغ رأسمالها 100.000 دينار أردني أو أكثر، إضافة إلى الوسطاء المقبولين وفق أحكام القانون. وقد باشر السوق عمله لأول مرة في 1 جانفي 1978. وفي سنة 1997، وبموجب القانون رقم(23) لنفس السنة تم الفصل بين مؤسسات سوق رأس المال <sup>1</sup> ليث تم إنشاء ثلاث مؤسسات رئيسية هي: بور <sup>2</sup> عمان وهي سوق الأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية، وهيئة الأوراق المالية كجهة رقابية وتشريعية ذات استقلال مالي وإداري هدفها تنظيم ومراقبة إ <sup>3</sup> تداول الأوراق المالية والتعامل بها<sup>1</sup>.

تأسست بور <sup>2</sup> عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح و مصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظمة لتداول الأوراق المالية في المملكة تحت رقابة هيئة الأوراق المالية، كما أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة تدار من طرف القطاع الخاص. وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بور <sup>2</sup> عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة كلياً للحكومة، وتعتبر شركة بور <sup>2</sup> عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبور <sup>2</sup> عمان. وتدار من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء، ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبور <sup>2</sup> عمان. وتقوم شركة بور <sup>2</sup> عمان بممارسة كل أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات، وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها البور <sup>2</sup> عمان<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية/ البطاقة التعريفية/ نشأة هيئة الأوراق المالية ومراحل تطورها، على الرابط:

<https://www.jsc.gov.jo/page/ar/identitycard> ، تاريخ الاطلاع: 2024/01/13

<sup>2</sup> بور <sup>2</sup> عمان/ من نحن، على الرابط: <https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-albwrst/mn-nhn/mn-nhn> ، تاريخ الاطلاع:

2024/03/11.

الفرع الثاني: متطلبات الإدراج في سوق عمان المالي

يشترط لإدراج أسهم الشركات في سوق عمان المالي ما يلي:<sup>1</sup>

1. تسجيل الأسهم لدى الهيئة أو المركز؛
  2. عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأسهم المعنية باستثناء القيود الواردة في التشريعات المعمول بها؛
  3. توقيع الشركة اتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد الحقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج الأسهم؛
  4. إقرار الشركة لبيانات مالية مدققة لسنة مالية وإفادة على الأقل تظهر نشاطا تشغيليا؛
  5. أن لا يقل %50 من رأسمالها المدفوع كما هو في التقرير السنوي لآخر سنة مالية؛
  6. أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ سنتها المالية عن 5% من رأسمالها المدفوع للشركات التي يقل رأسمالها عن 10 مليون دينار أردني.
- كما يشترط على الشركة التي تتقدم بطلب إدراج أسهمها في البورصة تزويد هذه الأخيرة بالبيانات والمعلومات التالية على شكل نسخة ورقية وأخرى إلكترونية:
1. عقد تأسيس والنظام الأساسي ونشرة إقرار الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة إن وجدت؛
  2. شهادة تسجيل الشركة لدى وزارة الصناعة والتجارة وفتح المشروع بالعمل؛
  3. موافقة هيئة الأوراق المالية على تسجيل أسهم الشركة؛

<sup>1</sup> بورصة عمان/ متطلبات الإدراج على الرابط: <https://www.ase.com.jo/ar/almntjat-w-alkhdmak/khdmak-aladraj/mttlbat>

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

4. تقرير [١] ادر عن مجلس إدارة الشركة يتضمن المعلومات التالية: نبذة مختصرة عن الشركة وغاياتها وعلاقتها بالشركات الأخرى، و [٢] لفا للأوراق المالية المصدرة من طرف الشركة وتلك التي ترغب بإدراجها، أسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء ورتب أشخاص الإدارة التنفيذية العليا والأوراق المملوكة من طرف أي منهم أو أقربائهم وعضوية أي منهم في مجالس إدارة شركات أخرى، الخطة المستقبلية للشركة، الأ [٣] لداث الهامة التي مرت بها الشركة و أثرت عليها، تقييم مجلس الإدارة لأداء الشركة مدعما بالأرقام؛
5. كشف يتضمن أسماء لمساهمي الشركة وجنسياتهم وعدد الأسهم المملوكة من طرف كل منهم؛
6. التقرير السنوي للشركة لآخر سنة مالية والذي يتضمن تقرير مجلس الإدارة والبيانات المالية المدققة و تقرير مدقق الحسابات؛
7. تقرير الحوكمة لآخر سنة والمعد وفقا لمتطلبات الهيئة (إن وجد)؛
8. البيانات المالية المر [٤] للية مراجعة من طرف مدقق [٥] لسابات الشركة والتي تغطي الفترة من نهاية السنة المالية السابقة لتاريخ تقديم طلب الإدراج و [٦] لتى نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ تقديم طلب الإدراج (إن وجدت)؛
9. تقرير المدقق الخارجي لحسابات الشركة والمتعلق بأ [٧] لداث بيانات مالية على أن يتضمن شكوكا [٨] لول قدرة الشركة على الاستمرار في ممارسة نشاطها؛
10. محاضر اجتماعات الهيئة العامة للشركة للسنتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الإدراج (إن وجدت)؛
11. تقرير يبين الأسهم الحرة في الشركة وتفا [٩] ليل ا [١٠] لتسائها كما هي في نهاية السنة المالية التي تسبق تاريخ تقديم طلب الإدراج؛
12. أي معلومات أخرى تراها البور [١١] لة ضرورية لاتخاذ قرار الادراج.

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

هذا وتجدر الإشارة إلى أن عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان قد بلغ 172 شركة نهاية سنة 2021 مقابل 179 شركة نهاية سنة 2010، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأول 49 شركة، وعدد الشركات المدرجة في السوق الثاني 123 شركة. ونتيجة ذلك انخفضت نسبة رأوس أموال الشركات المدرجة في البورصة إلى نحو 6.3 مليار دينار/سهم في نهاية العام 2021 مقارنة مع نحو 6.4 مليار دينار/سهم في نهاية 2020. هذا الانخفاض في عدد الشركات المدرجة نتج عن إلغاء إدراج أسهم 10 شركات، ويتعلق الأمر بشركة الجنوب للإلكترونيات، شركة الإنماء العربية للتجارة والاستثمارات العالمية والشركة الأردنية للصناعات الخشبية/جوايكو وكان ذلك بسبب عدم قيام هذه الشركات بتصويب أوضاعها وتحقيق شروط الإدراج في السوق الثاني. أما شركة الصناعات البتروكيمياوية الوسيطة وشركة الترافرتين فتم استبعادهما لعدم قيامهما بتزويد البورصة بالبيانات المالية السنوية لعام 2020 خلال مهلة تصويب الأوضاع. فيما استبعدت كل من شركة الاقبال للاستثمار وشركة الأردن لتطوير المشاريع السياحية والمؤسسة الصحفية الأردنية/الرأي إضافة إلى العربية للصناعات الكهربائية نتيجة إيقاف الشركة لمدة تزيد عن سنة. وأخيراً تم إلغاء إدراج أسهم الشركة الدولية للاستثمارات الطبية نظراً لموافقة وزارة الصناعة والتجارة على تحويل الصفة القانونية لها<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: تقسيمات السوق وأنواع الأوراق المالية المتداولة فيها

سيتم في هذا الجزء التطرق إلى أقسام السوق المالي، إضافة إلى شروط الإدراج في كل فئة منه،

وكذا أنواع الأوراق المالية

#### 1. تقسيمات السوق

ينقسم السوق المالي إلى سوق ثانوي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفقاً لأحكام القوانين

والأنظمة والتعليمات المعمول بها، ويضم سوقاً أولاً وسوقاً ثانياً وسوقاً للأوراق المالية غير المدرجة.

<sup>1</sup> بورصة عمان، التقرير السنوي لسنة 2021، ص: 63، 62. على الرابط:

<https://ase.com.jo/sites/default/files/202209/Final%20Annual%20Report.pdf> ، تاريخ الاطلاع: 2024/03/15

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

و إضافة إلى السوق الثانوي يوجد سوق السندات وهو ذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالسندات الحكومية وإسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات. وأخيرا التحويلات المستثناة من التداول أين يتم إجراء التحويلات الناتجة عن الميراث والعائلية والأخرى.

ويتم التداول بأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي من خلال السوق الأول والثاني،<sup>7</sup> حيث اعتمد هذا التقسيم<sup>8</sup> سب معيار السيولة والربحية، ولكل سوق منهما شروط ومتطلبات للإدراج فيها كما يلي:<sup>1</sup>

### 1.1. شروط الادراج في السوق الأول: تتمثل هذه الشروط في:

- أن لا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 5 مليون دينار أردني؛
- أن لا يقل<sup>9</sup> في<sup>10</sup> حقوق المساهمين في الشركة عن 100% من رأسمالها المدفوع؛
- أن تكون الشركة قد<sup>11</sup> ققت أربا<sup>12</sup> ا<sup>13</sup> ا<sup>14</sup> ا<sup>15</sup> ا<sup>16</sup> ا<sup>17</sup> ا<sup>18</sup> ا<sup>19</sup> ا<sup>20</sup> ا<sup>21</sup> ا<sup>22</sup> ا<sup>23</sup> ا<sup>24</sup> ا<sup>25</sup> ا<sup>26</sup> ا<sup>27</sup> ا<sup>28</sup> ا<sup>29</sup> ا<sup>30</sup> ا<sup>31</sup> ا<sup>32</sup> ا<sup>33</sup> ا<sup>34</sup> ا<sup>35</sup> ا<sup>36</sup> ا<sup>37</sup> ا<sup>38</sup> ا<sup>39</sup> ا<sup>40</sup> ا<sup>41</sup> ا<sup>42</sup> ا<sup>43</sup> ا<sup>44</sup> ا<sup>45</sup> ا<sup>46</sup> ا<sup>47</sup> ا<sup>48</sup> ا<sup>49</sup> ا<sup>50</sup> ا<sup>51</sup> ا<sup>52</sup> ا<sup>53</sup> ا<sup>54</sup> ا<sup>55</sup> ا<sup>56</sup> ا<sup>57</sup> ا<sup>58</sup> ا<sup>59</sup> ا<sup>60</sup> ا<sup>61</sup> ا<sup>62</sup> ا<sup>63</sup> ا<sup>64</sup> ا<sup>65</sup> ا<sup>66</sup> ا<sup>67</sup> ا<sup>68</sup> ا<sup>69</sup> ا<sup>70</sup> ا<sup>71</sup> ا<sup>72</sup> ا<sup>73</sup> ا<sup>74</sup> ا<sup>75</sup> ا<sup>76</sup> ا<sup>77</sup> ا<sup>78</sup> ا<sup>79</sup> ا<sup>80</sup> ا<sup>81</sup> ا<sup>82</sup> ا<sup>83</sup> ا<sup>84</sup> ا<sup>85</sup> ا<sup>86</sup> ا<sup>87</sup> ا<sup>88</sup> ا<sup>89</sup> ا<sup>90</sup> ا<sup>91</sup> ا<sup>92</sup> ا<sup>93</sup> ا<sup>94</sup> ا<sup>95</sup> ا<sup>96</sup> ا<sup>97</sup> ا<sup>98</sup> ا<sup>99</sup> ا<sup>100</sup> ا<sup>101</sup> ا<sup>102</sup> ا<sup>103</sup> ا<sup>104</sup> ا<sup>105</sup> ا<sup>106</sup> ا<sup>107</sup> ا<sup>108</sup> ا<sup>109</sup> ا<sup>110</sup> ا<sup>111</sup> ا<sup>112</sup> ا<sup>113</sup> ا<sup>114</sup> ا<sup>115</sup> ا<sup>116</sup> ا<sup>117</sup> ا<sup>118</sup> ا<sup>119</sup> ا<sup>120</sup> ا<sup>121</sup> ا<sup>122</sup> ا<sup>123</sup> ا<sup>124</sup> ا<sup>125</sup> ا<sup>126</sup> ا<sup>127</sup> ا<sup>128</sup> ا<sup>129</sup> ا<sup>130</sup> ا<sup>131</sup> ا<sup>132</sup> ا<sup>133</sup> ا<sup>134</sup> ا<sup>135</sup> ا<sup>136</sup> ا<sup>137</sup> ا<sup>138</sup> ا<sup>139</sup> ا<sup>140</sup> ا<sup>141</sup> ا<sup>142</sup> ا<sup>143</sup> ا<sup>144</sup> ا<sup>145</sup> ا<sup>146</sup> ا<sup>147</sup> ا<sup>148</sup> ا<sup>149</sup> ا<sup>150</sup> ا<sup>151</sup> ا<sup>152</sup> ا<sup>153</sup> ا<sup>154</sup> ا<sup>155</sup> ا<sup>156</sup> ا<sup>157</sup> ا<sup>158</sup> ا<sup>159</sup> ا<sup>160</sup> ا<sup>161</sup> ا<sup>162</sup> ا<sup>163</sup> ا<sup>164</sup> ا<sup>165</sup> ا<sup>166</sup> ا<sup>167</sup> ا<sup>168</sup> ا<sup>169</sup> ا<sup>170</sup> ا<sup>171</sup> ا<sup>172</sup> ا<sup>173</sup> ا<sup>174</sup> ا<sup>175</sup> ا<sup>176</sup> ا<sup>177</sup> ا<sup>178</sup> ا<sup>179</sup> ا<sup>180</sup> ا<sup>181</sup> ا<sup>182</sup> ا<sup>183</sup> ا<sup>184</sup> ا<sup>185</sup> ا<sup>186</sup> ا<sup>187</sup> ا<sup>188</sup> ا<sup>189</sup> ا<sup>190</sup> ا<sup>191</sup> ا<sup>192</sup> ا<sup>193</sup> ا<sup>194</sup> ا<sup>195</sup> ا<sup>196</sup> ا<sup>197</sup> ا<sup>198</sup> ا<sup>199</sup> ا<sup>200</sup> ا<sup>201</sup> ا<sup>202</sup> ا<sup>203</sup> ا<sup>204</sup> ا<sup>205</sup> ا<sup>206</sup> ا<sup>207</sup> ا<sup>208</sup> ا<sup>209</sup> ا<sup>210</sup> ا<sup>211</sup> ا<sup>212</sup> ا<sup>213</sup> ا<sup>214</sup> ا<sup>215</sup> ا<sup>216</sup> ا<sup>217</sup> ا<sup>218</sup> ا<sup>219</sup> ا<sup>220</sup> ا<sup>221</sup> ا<sup>222</sup> ا<sup>223</sup> ا<sup>224</sup> ا<sup>225</sup> ا<sup>226</sup> ا<sup>227</sup> ا<sup>228</sup> ا<sup>229</sup> ا<sup>230</sup> ا<sup>231</sup> ا<sup>232</sup> ا<sup>233</sup> ا<sup>234</sup> ا<sup>235</sup> ا<sup>236</sup> ا<sup>237</sup> ا<sup>238</sup> ا<sup>239</sup> ا<sup>240</sup> ا<sup>241</sup> ا<sup>242</sup> ا<sup>243</sup> ا<sup>244</sup> ا<sup>245</sup> ا<sup>246</sup> ا<sup>247</sup> ا<sup>248</sup> ا<sup>249</sup> ا<sup>250</sup> ا<sup>251</sup> ا<sup>252</sup> ا<sup>253</sup> ا<sup>254</sup> ا<sup>255</sup> ا<sup>256</sup> ا<sup>257</sup> ا<sup>258</sup> ا<sup>259</sup> ا<sup>260</sup> ا<sup>261</sup> ا<sup>262</sup> ا<sup>263</sup> ا<sup>264</sup> ا<sup>265</sup> ا<sup>266</sup> ا<sup>267</sup> ا<sup>268</sup> ا<sup>269</sup> ا<sup>270</sup> ا<sup>271</sup> ا<sup>272</sup> ا<sup>273</sup> ا<sup>274</sup> ا<sup>275</sup> ا<sup>276</sup> ا<sup>277</sup> ا<sup>278</sup> ا<sup>279</sup> ا<sup>280</sup> ا<sup>281</sup> ا<sup>282</sup> ا<sup>283</sup> ا<sup>284</sup> ا<sup>285</sup> ا<sup>286</sup> ا<sup>287</sup> ا<sup>288</sup> ا<sup>289</sup> ا<sup>290</sup> ا<sup>291</sup> ا<sup>292</sup> ا<sup>293</sup> ا<sup>294</sup> ا<sup>295</sup> ا<sup>296</sup> ا<sup>297</sup> ا<sup>298</sup> ا<sup>299</sup> ا<sup>300</sup> ا<sup>301</sup> ا<sup>302</sup> ا<sup>303</sup> ا<sup>304</sup> ا<sup>305</sup> ا<sup>306</sup> ا<sup>307</sup> ا<sup>308</sup> ا<sup>309</sup> ا<sup>310</sup> ا<sup>311</sup> ا<sup>312</sup> ا<sup>313</sup> ا<sup>314</sup> ا<sup>315</sup> ا<sup>316</sup> ا<sup>317</sup> ا<sup>318</sup> ا<sup>319</sup> ا<sup>320</sup> ا<sup>321</sup> ا<sup>322</sup> ا<sup>323</sup> ا<sup>324</sup> ا<sup>325</sup> ا<sup>326</sup> ا<sup>327</sup> ا<sup>328</sup> ا<sup>329</sup> ا<sup>330</sup> ا<sup>331</sup> ا<sup>332</sup> ا<sup>333</sup> ا<sup>334</sup> ا<sup>335</sup> ا<sup>336</sup> ا<sup>337</sup> ا<sup>338</sup> ا<sup>339</sup> ا<sup>340</sup> ا<sup>341</sup> ا<sup>342</sup> ا<sup>343</sup> ا<sup>344</sup> ا<sup>345</sup> ا<sup>346</sup> ا<sup>347</sup> ا<sup>348</sup> ا<sup>349</sup> ا<sup>350</sup> ا<sup>351</sup> ا<sup>352</sup> ا<sup>353</sup> ا<sup>354</sup> ا<sup>355</sup> ا<sup>356</sup> ا<sup>357</sup> ا<sup>358</sup> ا<sup>359</sup> ا<sup>360</sup> ا<sup>361</sup> ا<sup>362</sup> ا<sup>363</sup> ا<sup>364</sup> ا<sup>365</sup> ا<sup>366</sup> ا<sup>367</sup> ا<sup>368</sup> ا<sup>369</sup> ا<sup>370</sup> ا<sup>371</sup> ا<sup>372</sup> ا<sup>373</sup> ا<sup>374</sup> ا<sup>375</sup> ا<sup>376</sup> ا<sup>377</sup> ا<sup>378</sup> ا<sup>379</sup> ا<sup>380</sup> ا<sup>381</sup> ا<sup>382</sup> ا<sup>383</sup> ا<sup>384</sup> ا<sup>385</sup> ا<sup>386</sup> ا<sup>387</sup> ا<sup>388</sup> ا<sup>389</sup> ا<sup>390</sup> ا<sup>391</sup> ا<sup>392</sup> ا<sup>393</sup> ا<sup>394</sup> ا<sup>395</sup> ا<sup>396</sup> ا<sup>397</sup> ا<sup>398</sup> ا<sup>399</sup> ا<sup>400</sup> ا<sup>401</sup> ا<sup>402</sup> ا<sup>403</sup> ا<sup>404</sup> ا<sup>405</sup> ا<sup>406</sup> ا<sup>407</sup> ا<sup>408</sup> ا<sup>409</sup> ا<sup>410</sup> ا<sup>411</sup> ا<sup>412</sup> ا<sup>413</sup> ا<sup>414</sup> ا<sup>415</sup> ا<sup>416</sup> ا<sup>417</sup> ا<sup>418</sup> ا<sup>419</sup> ا<sup>420</sup> ا<sup>421</sup> ا<sup>422</sup> ا<sup>423</sup> ا<sup>424</sup> ا<sup>425</sup> ا<sup>426</sup> ا<sup>427</sup> ا<sup>428</sup> ا<sup>429</sup> ا<sup>430</sup> ا<sup>431</sup> ا<sup>432</sup> ا<sup>433</sup> ا<sup>434</sup> ا<sup>435</sup> ا<sup>436</sup> ا<sup>437</sup> ا<sup>438</sup> ا<sup>439</sup> ا<sup>440</sup> ا<sup>441</sup> ا<sup>442</sup> ا<sup>443</sup> ا<sup>444</sup> ا<sup>445</sup> ا<sup>446</sup> ا<sup>447</sup> ا<sup>448</sup> ا<sup>449</sup> ا<sup>450</sup> ا<sup>451</sup> ا<sup>452</sup> ا<sup>453</sup> ا<sup>454</sup> ا<sup>455</sup> ا<sup>456</sup> ا<sup>457</sup> ا<sup>458</sup> ا<sup>459</sup> ا<sup>460</sup> ا<sup>461</sup> ا<sup>462</sup> ا<sup>463</sup> ا<sup>464</sup> ا<sup>465</sup> ا<sup>466</sup> ا<sup>467</sup> ا<sup>468</sup> ا<sup>469</sup> ا<sup>470</sup> ا<sup>471</sup> ا<sup>472</sup> ا<sup>473</sup> ا<sup>474</sup> ا<sup>475</sup> ا<sup>476</sup> ا<sup>477</sup> ا<sup>478</sup> ا<sup>479</sup> ا<sup>480</sup> ا<sup>481</sup> ا<sup>482</sup> ا<sup>483</sup> ا<sup>484</sup> ا<sup>485</sup> ا<sup>486</sup> ا<sup>487</sup> ا<sup>488</sup> ا<sup>489</sup> ا<sup>490</sup> ا<sup>491</sup> ا<sup>492</sup> ا<sup>493</sup> ا<sup>494</sup> ا<sup>495</sup> ا<sup>496</sup> ا<sup>497</sup> ا<sup>498</sup> ا<sup>499</sup> ا<sup>500</sup> ا<sup>501</sup> ا<sup>502</sup> ا<sup>503</sup> ا<sup>504</sup> ا<sup>505</sup> ا<sup>506</sup> ا<sup>507</sup> ا<sup>508</sup> ا<sup>509</sup> ا<sup>510</sup> ا<sup>511</sup> ا<sup>512</sup> ا<sup>513</sup> ا<sup>514</sup> ا<sup>515</sup> ا<sup>516</sup> ا<sup>517</sup> ا<sup>518</sup> ا<sup>519</sup> ا<sup>520</sup> ا<sup>521</sup> ا<sup>522</sup> ا<sup>523</sup> ا<sup>524</sup> ا<sup>525</sup> ا<sup>526</sup> ا<sup>527</sup> ا<sup>528</sup> ا<sup>529</sup> ا<sup>530</sup> ا<sup>531</sup> ا<sup>532</sup> ا<sup>533</sup> ا<sup>534</sup> ا<sup>535</sup> ا<sup>536</sup> ا<sup>537</sup> ا<sup>538</sup> ا<sup>539</sup> ا<sup>540</sup> ا<sup>541</sup> ا<sup>542</sup> ا<sup>543</sup> ا<sup>544</sup> ا<sup>545</sup> ا<sup>546</sup> ا<sup>547</sup> ا<sup>548</sup> ا<sup>549</sup> ا<sup>550</sup> ا<sup>551</sup> ا<sup>552</sup> ا<sup>553</sup> ا<sup>554</sup> ا<sup>555</sup> ا<sup>556</sup> ا<sup>557</sup> ا<sup>558</sup> ا<sup>559</sup> ا<sup>560</sup> ا<sup>561</sup> ا<sup>562</sup> ا<sup>563</sup> ا<sup>564</sup> ا<sup>565</sup> ا<sup>566</sup> ا<sup>567</sup> ا<sup>568</sup> ا<sup>569</sup> ا<sup>570</sup> ا<sup>571</sup> ا<sup>572</sup> ا<sup>573</sup> ا<sup>574</sup> ا<sup>575</sup> ا<sup>576</sup> ا<sup>577</sup> ا<sup>578</sup> ا<sup>579</sup> ا<sup>580</sup> ا<sup>581</sup> ا<sup>582</sup> ا<sup>583</sup> ا<sup>584</sup> ا<sup>585</sup> ا<sup>586</sup> ا<sup>587</sup> ا<sup>588</sup> ا<sup>589</sup> ا<sup>590</sup> ا<sup>591</sup> ا<sup>592</sup> ا<sup>593</sup> ا<sup>594</sup> ا<sup>595</sup> ا<sup>596</sup> ا<sup>597</sup> ا<sup>598</sup> ا<sup>599</sup> ا<sup>600</sup> ا<sup>601</sup> ا<sup>602</sup> ا<sup>603</sup> ا<sup>604</sup> ا<sup>605</sup> ا<sup>606</sup> ا<sup>607</sup> ا<sup>608</sup> ا<sup>609</sup> ا<sup>610</sup> ا<sup>611</sup> ا<sup>612</sup> ا<sup>613</sup> ا<sup>614</sup> ا<sup>615</sup> ا<sup>616</sup> ا<sup>617</sup> ا<sup>618</sup> ا<sup>619</sup> ا<sup>620</sup> ا<sup>621</sup> ا<sup>622</sup> ا<sup>623</sup> ا<sup>624</sup> ا<sup>625</sup> ا<sup>626</sup> ا<sup>627</sup> ا<sup>628</sup> ا<sup>629</sup> ا<sup>630</sup> ا<sup>631</sup> ا<sup>632</sup> ا<sup>633</sup> ا<sup>634</sup> ا<sup>635</sup> ا<sup>636</sup> ا<sup>637</sup> ا<sup>638</sup> ا<sup>639</sup> ا<sup>640</sup> ا<sup>641</sup> ا<sup>642</sup> ا<sup>643</sup> ا<sup>644</sup> ا<sup>645</sup> ا<sup>646</sup> ا<sup>647</sup> ا<sup>648</sup> ا<sup>649</sup> ا<sup>650</sup> ا<sup>651</sup> ا<sup>652</sup> ا<sup>653</sup> ا<sup>654</sup> ا<sup>655</sup> ا<sup>656</sup> ا<sup>657</sup> ا<sup>658</sup> ا<sup>659</sup> ا<sup>660</sup> ا<sup>661</sup> ا<sup>662</sup> ا<sup>663</sup> ا<sup>664</sup> ا<sup>665</sup> ا<sup>666</sup> ا<sup>667</sup> ا<sup>668</sup> ا<sup>669</sup> ا<sup>670</sup> ا<sup>671</sup> ا<sup>672</sup> ا<sup>673</sup> ا<sup>674</sup> ا<sup>675</sup> ا<sup>676</sup> ا<sup>677</sup> ا<sup>678</sup> ا<sup>679</sup> ا<sup>680</sup> ا<sup>681</sup> ا<sup>682</sup> ا<sup>683</sup> ا<sup>684</sup> ا<sup>685</sup> ا<sup>686</sup> ا<sup>687</sup> ا<sup>688</sup> ا<sup>689</sup> ا<sup>690</sup> ا<sup>691</sup> ا<sup>692</sup> ا<sup>693</sup> ا<sup>694</sup> ا<sup>695</sup> ا<sup>696</sup> ا<sup>697</sup> ا<sup>698</sup> ا<sup>699</sup> ا<sup>700</sup> ا<sup>701</sup> ا<sup>702</sup> ا<sup>703</sup> ا<sup>704</sup> ا<sup>705</sup> ا<sup>706</sup> ا<sup>707</sup> ا<sup>708</sup> ا<sup>709</sup> ا<sup>710</sup> ا<sup>711</sup> ا<sup>712</sup> ا<sup>713</sup> ا<sup>714</sup> ا<sup>715</sup> ا<sup>716</sup> ا<sup>717</sup> ا<sup>718</sup> ا<sup>719</sup> ا<sup>720</sup> ا<sup>721</sup> ا<sup>722</sup> ا<sup>723</sup> ا<sup>724</sup> ا<sup>725</sup> ا<sup>726</sup> ا<sup>727</sup> ا<sup>728</sup> ا<sup>729</sup> ا<sup>730</sup> ا<sup>731</sup> ا<sup>732</sup> ا<sup>733</sup> ا<sup>734</sup> ا<sup>735</sup> ا<sup>736</sup> ا<sup>737</sup> ا<sup>738</sup> ا<sup>739</sup> ا<sup>740</sup> ا<sup>741</sup> ا<sup>742</sup> ا<sup>743</sup> ا<sup>744</sup> ا<sup>745</sup> ا<sup>746</sup> ا<sup>747</sup> ا<sup>748</sup> ا<sup>749</sup> ا<sup>750</sup> ا<sup>751</sup> ا<sup>752</sup> ا<sup>753</sup> ا<sup>754</sup> ا<sup>755</sup> ا<sup>756</sup> ا<sup>757</sup> ا<sup>758</sup> ا<sup>759</sup> ا<sup>760</sup> ا<sup>761</sup> ا<sup>762</sup> ا<sup>763</sup> ا<sup>764</sup> ا<sup>765</sup> ا<sup>766</sup> ا<sup>767</sup> ا<sup>768</sup> ا<sup>769</sup> ا<sup>770</sup> ا<sup>771</sup> ا<sup>772</sup> ا<sup>773</sup> ا<sup>774</sup> ا<sup>775</sup> ا<sup>776</sup> ا<sup>777</sup> ا<sup>778</sup> ا<sup>779</sup> ا<sup>780</sup> ا<sup>781</sup> ا<sup>782</sup> ا<sup>783</sup> ا<sup>784</sup> ا<sup>785</sup> ا<sup>786</sup> ا<sup>787</sup> ا<sup>788</sup> ا<sup>789</sup> ا<sup>790</sup> ا<sup>791</sup> ا<sup>792</sup> ا<sup>793</sup> ا<sup>794</sup> ا<sup>795</sup> ا<sup>796</sup> ا<sup>797</sup> ا<sup>798</sup> ا<sup>799</sup> ا<sup>800</sup> ا<sup>801</sup> ا<sup>802</sup> ا<sup>803</sup> ا<sup>804</sup> ا<sup>805</sup> ا<sup>806</sup> ا<sup>807</sup> ا<sup>808</sup> ا<sup>809</sup> ا<sup>810</sup> ا<sup>811</sup> ا<sup>812</sup> ا<sup>813</sup> ا<sup>814</sup> ا<sup>815</sup> ا<sup>816</sup> ا<sup>817</sup> ا<sup>818</sup> ا<sup>819</sup> ا<sup>820</sup> ا<sup>821</sup> ا<sup>822</sup> ا<sup>823</sup> ا<sup>824</sup> ا<sup>825</sup> ا<sup>826</sup> ا<sup>827</sup> ا<sup>828</sup> ا<sup>829</sup> ا<sup>830</sup> ا<sup>831</sup> ا<sup>832</sup> ا<sup>833</sup> ا<sup>834</sup> ا<sup>835</sup> ا<sup>836</sup> ا<sup>837</sup> ا<sup>838</sup> ا<sup>839</sup> ا<sup>840</sup> ا<sup>841</sup> ا<sup>842</sup> ا<sup>843</sup> ا<sup>844</sup> ا<sup>845</sup> ا<sup>846</sup> ا<sup>847</sup> ا<sup>848</sup> ا<sup>849</sup> ا<sup>850</sup> ا<sup>851</sup> ا<sup>852</sup> ا<sup>853</sup> ا<sup>854</sup> ا<sup>855</sup> ا<sup>856</sup> ا<sup>857</sup> ا<sup>858</sup> ا<sup>859</sup> ا<sup>860</sup> ا<sup>861</sup> ا<sup>862</sup> ا<sup>863</sup> ا<sup>864</sup> ا<sup>865</sup> ا<sup>866</sup> ا<sup>867</sup> ا<sup>868</sup> ا<sup>869</sup> ا<sup>870</sup> ا<sup>871</sup> ا<sup>872</sup> ا<sup>873</sup> ا<sup>874</sup> ا<sup>875</sup> ا<sup>876</sup> ا<sup>877</sup> ا<sup>878</sup> ا<sup>879</sup> ا<sup>880</sup> ا<sup>881</sup> ا<sup>882</sup> ا<sup>883</sup> ا<sup>884</sup> ا<sup>885</sup> ا<sup>886</sup> ا<sup>887</sup> ا<sup>888</sup> ا<sup>889</sup> ا<sup>890</sup> ا<sup>891</sup> ا<sup>892</sup> ا<sup>893</sup> ا<sup>894</sup> ا<sup>895</sup> ا<sup>896</sup> ا<sup>897</sup> ا<sup>898</sup> ا<sup>899</sup> ا<sup>900</sup> ا<sup>901</sup> ا<sup>902</sup> ا<sup>903</sup> ا<sup>904</sup> ا<sup>905</sup> ا<sup>906</sup> ا<sup>907</sup> ا<sup>908</sup> ا<sup>909</sup> ا<sup>910</sup> ا<sup>911</sup> ا<sup>912</sup> ا<sup>913</sup> ا<sup>914</sup> ا<sup>915</sup> ا<sup>916</sup> ا<sup>917</sup> ا<sup>918</sup> ا<sup>919</sup> ا<sup>920</sup> ا<sup>921</sup> ا<sup>922</sup> ا<sup>923</sup> ا<sup>924</sup> ا<sup>925</sup> ا<sup>926</sup> ا<sup>927</sup> ا<sup>928</sup> ا<sup>929</sup> ا<sup>930</sup> ا<sup>931</sup> ا<sup>932</sup> ا<sup>933</sup> ا<sup>934</sup> ا<sup>935</sup> ا<sup>936</sup> ا<sup>937</sup> ا<sup>938</sup> ا<sup>939</sup> ا<sup>940</sup> ا<sup>941</sup> ا<sup>942</sup> ا<sup>943</sup> ا<sup>944</sup> ا<sup>945</sup> ا<sup>946</sup> ا<sup>947</sup> ا<sup>948</sup> ا<sup>949</sup> ا<sup>950</sup> ا<sup>951</sup> ا<sup>952</sup> ا<sup>953</sup> ا<sup>954</sup> ا<sup>955</sup> ا<sup>956</sup> ا<sup>957</sup> ا<sup>958</sup> ا<sup>959</sup> ا<sup>960</sup> ا<sup>961</sup> ا<sup>962</sup> ا<sup>963</sup> ا<sup>964</sup> ا<sup>965</sup> ا<sup>966</sup> ا<sup>967</sup> ا<sup>968</sup> ا<sup>969</sup> ا<sup>970</sup> ا<sup>971</sup> ا<sup>972</sup> ا<sup>973</sup> ا<sup>974</sup> ا<sup>975</sup> ا<sup>976</sup> ا<sup>977</sup> ا<sup>978</sup> ا<sup>979</sup> ا<sup>980</sup> ا<sup>981</sup> ا<sup>982</sup> ا<sup>983</sup> ا<sup>984</sup> ا<sup>985</sup> ا<sup>986</sup> ا<sup>987</sup> ا<sup>988</sup> ا<sup>989</sup> ا<sup>990</sup> ا<sup>991</sup> ا<sup>992</sup> ا<sup>993</sup> ا<sup>994</sup> ا<sup>995</sup> ا<sup>996</sup> ا<sup>997</sup> ا<sup>998</sup> ا<sup>999</sup> ا<sup>1000</sup> ا<sup>1001</sup> ا<sup>1002</sup> ا<sup>1003</sup> ا<sup>1004</sup> ا<sup>1005</sup> ا<sup>1006</sup> ا<sup>1007</sup> ا<sup>1008</sup> ا<sup>1009</sup> ا<sup>1010</sup> ا<sup>1011</sup> ا<sup>1012</sup> ا<sup>1013</sup> ا<sup>1014</sup> ا<sup>1015</sup> ا<sup>1016</sup> ا<sup>1017</sup> ا<sup>1018</sup> ا<sup>1019</sup> ا<sup>1020</sup> ا<sup>1021</sup> ا<sup>1022</sup> ا<sup>1023</sup> ا<sup>1024</sup> ا<sup>1025</sup> ا<sup>1026</sup> ا<sup>1027</sup> ا<sup>1028</sup> ا<sup>1029</sup> ا<sup>1030</sup> ا<sup>1031</sup> ا<sup>1032</sup> ا<sup>1033</sup> ا<sup>1034</sup> ا<sup>1035</sup> ا<sup>1036</sup> ا<sup>1037</sup> ا<sup>1038</sup> ا<sup>1039</sup> ا<sup>1040</sup> ا<sup>1041</sup> ا<sup>1042</sup> ا<sup>1043</sup> ا<sup>1044</sup> ا<sup>1045</sup> ا<sup>1046</sup> ا<sup>1047</sup> ا<sup>1048</sup> ا<sup>1049</sup> ا<sup>1050</sup> ا<sup>1051</sup> ا<sup>1052</sup> ا<sup>1053</sup> ا<sup>1054</sup> ا<sup>1055</sup> ا<sup>1056</sup> ا<sup>1057</sup> ا<sup>1058</sup> ا<sup>1059</sup> ا<sup>1060</sup> ا<sup>1061</sup> ا<sup>1062</sup> ا<sup>1063</sup> ا<sup>1064</sup> ا<sup>1065</sup> ا<sup>1066</sup> ا<sup>1067</sup> ا<sup>1068</sup> ا<sup>1069</sup> ا<sup>1070</sup> ا<sup>1071</sup> ا<sup>1072</sup> ا<sup>1073</sup> ا<sup>1074</sup> ا<sup>1075</sup> ا<sup>1076</sup> ا<sup>1077</sup> ا<sup>1078</sup> ا<sup>1079</sup> ا<sup>1080</sup> ا<sup>1081</sup> ا<sup>1082</sup> ا<sup>1083</sup> ا<sup>1084</sup> ا<sup>1085</sup> ا<sup>1086</sup> ا<sup>1087</sup> ا<sup>1088</sup> ا<sup>1089</sup> ا<sup>1090</sup> ا<sup>1091</sup> ا<sup>1092</sup> ا<sup>1093</sup> ا<sup>1094</sup> ا<sup>1095</sup> ا<sup>1096</sup> ا<sup>1097</sup> ا<sup>1098</sup> ا<sup>1099</sup> ا<sup>1100</sup> ا<sup>1101</sup> ا<sup>1102</sup> ا<sup>1103</sup> ا<sup>1104</sup> ا<sup>1105</sup> ا<sup>1106</sup> ا<sup>1107</sup> ا<sup>1108</sup> ا<sup>1109</sup> ا<sup>1110</sup> ا<sup>1111</sup> ا<sup>1112</sup> ا<sup>1113</sup> ا<sup>1114</sup> ا<sup>1115</sup> ا<sup>1116</sup> ا<sup>1117</sup> ا<sup>1118</sup> ا<sup>1119</sup> ا<sup>1120</sup> ا<sup>1121</sup> ا<sup>1122</sup> ا<sup>1123</sup> ا<sup>1124</sup> ا<sup>1125</sup> ا<sup>1126</sup> ا<sup>1127</sup> ا<sup>1128</sup> ا<sup>1129</sup> ا<sup>1130</sup> ا<sup>1131</sup> ا<sup>1132</sup> ا<sup>1133</sup> ا<sup>1134</sup> ا<sup>1135</sup> ا<sup>1136</sup> ا<sup>1137</sup> ا<sup>1138</sup> ا<sup>1139</sup> ا<sup>1140</sup> ا<sup>1141</sup> ا<sup>1142</sup> ا<sup>1143</sup> ا<sup>1144</sup> ا<sup>1145</sup> ا<sup>1146</sup> ا<sup>1147</sup> ا<sup>1148</sup> ا<sup>1149</sup> ا<sup>1150</sup> ا<sup>1151</sup> ا<sup>1152</sup> ا<sup>1153</sup> ا<sup>1154</sup> ا<sup>1155</sup> ا<sup>1156</sup> ا<sup>1157</sup> ا<sup>1158</sup> ا<sup>1159</sup> ا<sup>1160</sup> ا<sup>1161</sup> ا<sup>1162</sup> ا<sup>1163</sup> ا<sup>1164</sup> ا<sup>1165</sup> ا<sup>1166</sup> ا<sup>1167</sup> ا<sup>1168</sup> ا<sup>1169</sup> ا<sup>1170</sup> ا<sup>1171</sup> ا<sup>1172</sup> ا<sup>1173</sup> ا<sup>1174</sup> ا<sup>1175</sup> ا<sup>1176</sup> ا<sup>1177</sup> ا<sup>1178</sup> ا<sup>1179</sup> ا<sup>1180</sup> ا<sup>1181</sup> ا<sup>1182</sup> ا<sup>1183</sup> ا<sup>1184</sup> ا<sup>1185</sup> ا<sup>1186</sup> ا<sup>1187</sup> ا<sup>1188</sup> ا<sup>1189</sup> ا<sup>1190</sup> ا<sup>1191</sup> ا<sup>1192</sup> ا<sup>1193</sup> ا<sup>1194</sup> ا<sup>1195</sup> ا<sup>1196</sup> ا<sup>1197</</sup>

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

- عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأسهم المعنية باستثناء القيود الواردة في التشريعات المعمول بها؛

- توقيع الشركة اتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج أسهمها؛

- إمداد الشركة لبيانات مالية مدققة لسنة مالية واقلدلة على الأقل تظهر نشاطا تشغيليا؛

- أن لا يقل في حقوق المساهمين في الشركة عن 50% من رأسمالها المدفوع كما هو في التقرير السنوي لآخر سنة مالية؛

- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة\* في الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 5% من رأسمالها المدفوع للشركات التي يقل رأسمالها عن 10 مليون دينار أردني.

يتضح من خلال ما سبق اختلاف الشروط اللازم توفرها في الشركة التي يتم إدراجها في السوق الأول عن تلك المطلوبة للإدراج في السوق الثاني، ويرجع هذا لاختلاف درجة الربحية والسيولة في السوقين.

### 2. أنواع الأوراق المتداولة في

يتم تداول العديد من الأوراق المالية في السوق المالي، وبموجب قانون الأوراق المالية رقم (76)

لسنة 2002 فإن تعريف الأوراق المالية يشمل<sup>1</sup>:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل و التداول؛
- إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات؛

\* الأسهم الحرة يقصد بها عدد أسهم الشركة مطروقة منها تلك المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة وأقربائهم، و تلك المملوكة من طرف الشركة الأم أو التابعة أو الحليفة، والأسهم المملوكة للمساهمين الذين يملكون 5% أو أكثر من رأسمال الشركة، والأسهم المملوكة للحكومات والمؤسسات العامة، والأسهم المملوكة للشركة نفسها (أسهم خزينة).

<sup>1</sup> بورصة عمان/ انواع الاوراق المالية، على الرابط: <https://exchange.jo/ar/almntjat-w-alkhdmak/khdmak-altawl/anwa-> تاريخ الاطلاع: 2024/03/16 [alawraq-almalyt](http://alawraq-almalyt)

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية؛
- الوكالات الاستثمارية الصادرة عن [شركات] الاستثمار؛
- إسناد خيار المساهمة؛
- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية؛
- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع؛
- أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

وهو ما يبرز التنوع في الأوراق المالية التي من الممكن التداول فيها في سوق عمان المالي.

### المطلب الثاني: حوكمة الشركات في الأردن

في الأردن، كغيره من البلدان، كان هناك اهتمام متزايد بين مختلف أصحاب المصلحة بما في ذلك الحكومة والمستثمرون تجاه الا [شركات] والممارسات التي من شأنها تعزيز قيمة الشركات و زيادة موثوقية ومصداقية القوائم التي تنشرها والمعلومات التي تفصح عنها، كما جذبت نقاط الضعف في نظم الحوكمة في البلدان النامية الكثير من الاهتمام.

### الفرع الأول: ظهور حوكمة الشركات في الأردن

دفعت الأزمات المالية العالمية التي ألمت بالشركات في مختلف أنحاء العالم، أصحاب المصلحة في الأردن كغيره من الدول، إلى إعادة التفكير فيما يتعلق بمصداقية ما يتم نشره من قوائم مالية في السوق المالي. كما سعى المشرع الأردني إلى تعزيز القطاع المالي من خلال إ [شركات] قوانين مختلفة، إضافة إلى تعليمات [شركات] الشركات، وقد أدى تعزيز اللوائح التنظيمية إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البور [شركات] [شركات] أ [شركات] 247 شركة سنة 2013 بعد أن كان عددها 161 سنة 2000، هذا ما انعكس على

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

تنامي حجم التجارة والرسملة السوقية، الأمر الذي يعكس التقدم والتحرر الاقتصادي الناتج عن إصلاحات الحوكمة وتشجيع الاستثمار الأجنبي التي سنتها الحكومة الأردنية منذ أواخر التسعينات.

وتشير العديد من الدراسات إلى أن مفهوم ومبادئ حوكمة الشركات في الأردن قد وردت في العديد من القوانين وعلى رأسها قانون الشركات رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته، وقانون الأوراق المالية رقم (67)، وقانون البنوك رقم (28) لسنة 2000، وقانون تنظيم مهنة المحاسبة القانونية رقم (73) لسنة 2003، وغيرها من القوانين والأنظمة التي ترتبط بحوكمة الشركات في الأردن سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة. و قد أشار قانون الشركات المعدل رقم (30) لسنة 2018 والذي حل محل قانون الشركات المؤقت والمعدل رقم (74) لسنة 2002 في المادة 151 منه إلى ما يلي:<sup>1</sup>

1- تلتزم الشركات المساهمة العامة بتطبيق تعليمات قواعد الحوكمة الصادرة عن الوزير بناء على تنسيب المراقب؛

2- تنظم الأمور المالية والمحاسبية والإدارية للشركة المساهمة العامة بموجب أنظمة خاصة يحددها مجلس إدارة الشركة ويحدد فيها بصورة مفصلة واجبات المجلس وواجباته ومسؤولياته وعلاقته بالإدارة التنفيذية وبين اللجان الواجب تأليفها وبما يتماشى ودليل قواعد حوكمة الشركات المشار إليه في الفقرة (أ) من هذه المادة؛

3- ترسل نسخة من الأنظمة الداخلية للمراقب وللوزير بناء على تنسيب المراقب ادخال أي تعديل يراه ضروريا عليها وبما يحقق مصلحة الشركة والمساهمين فيها؛

4- لا تكون الأنظمة الداخلية الخاصة نافذة ما لم يوافق عليها الوزير خلال ثلاثين يوما من تاريخ تقديمها للمراقب، وفي حال عدم الرد من قبل الوزير أو المراقب تعتبر هذه الأنظمة سارية المفعول ولمجلس الإدارة مباشرة العمل.

<sup>1</sup> خالد الطراونة، حوكمة الشركات في الأردن، ورقة بحثية صادرة عن غرفة تجارة عمان، 2018/08/16، ص: 05، على الرابط: <https://www.ammanchamber.org.jo/studies/details>، تاريخ الاطلاع: 2024/05/20.

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

وعلى غرار الكثير من الدول انتهج الأردن نفس الطريقة في إنشائه لدليل [٢]وكمة الشركات الخاص به، إذ اعتمد على قواعد الحوكمة الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (2004) و تقرير كادبوري (1992) كأساس له. ويتضمن الدليل الأردني لحوكمة الشركات الصادر سنة 2008 وبعده النسخة المعدلة من تعليمات [٢]وكمة الشركات المساهمة المدرجة لسنة 2017 مجموعة من التوجيهات التي تتماشى مع أفضل الممارسات الدولية في هذا المجال.

### الفرع الثاني: تطبيقات الحوكمة في الأردن

نظرا للاهتمام المتنامي بقواعد و تطبيقات [٢]وكمة الشركات في الأردن، وبمبادرة من البنك الدولي تم تشكيل فريق وطني من المستشارين بهدف إجراء دراسة تقييمية للبيئة التشريعية في البلد، ومدى التزام الأطر القانونية والتنظيمية والرقابية للقوانين الأردنية بالقواعد والمعايير الدولية لحوكمة الشركات. وقد توالت الدراسة إلى مجموعة من نقاط الضعف والقوة في مناخ [٢]وكمة الشركات بقطاعي المال والشركات في الأردن<sup>1</sup>.

من أهم المظاهر الإيجابية التي تم التوصل إليها، أن القانون يكفل الحقوق الأساسية لحملة الأسهم كمشاركتهم في توزيعات الأرباح، والتصويت في الجمعية العامة، إضافة إلى [٢]قهم في الاطلاع على المعلومات الخاصة بالشركة وغيرها من الميزات. أما فيما يخص المظاهر السلبية، فتتمثل في [٢]اجة بعض البنود إلى التعديل كعدم الفصل بين مسؤوليات المديرين التنفيذيين داخل مجلس الإدارة والمديرين غير التنفيذيين. علاوة على أن مفهوم المدير المستقل غير متوفر في التشريعات الأردنية ذات العلاقة، إلى جانب افتقار الاجراءات المتبعة في تعيين أعضاء مختلف اللجان في الشركة إلى الشفافية والمصداقية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عمر مشهور [٢]ديثة الجازي، [٢]وكمة الشركات في الأردن، ص ص:4،5، على الرابط:

[https://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/07/hawkamat\\_alsherkat.pdf](https://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/07/hawkamat_alsherkat.pdf) ، تاريخ الاطلاع: 2024/05/25

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص: 5

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

ولتعزيز [وكمة الشركات اعتمدت هيئة الأوراق المالية الاردنية في عام 2009 قانون [وكمة الشركات العامة الذي ينظم عمل الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي والذي تم تعديله سنة 2017 ، والذي يحدد ويشدد على مسؤوليات وتشكيل مجلس الإدارة ولجانته وأدوارها الرقابية على الإدارة . وعلى وجه التحديد، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة في:<sup>1</sup>

- وضع الاستراتيجيات والسياسات والخطط والإجراءات التي تحقق أهداف الشركة، وتعظم [قوق مساهمها وتخدم المجتمع المحلي؛
- وضع الاجراءات اللازمة لضمان [صول كافة المساهمين بمن فيهم غير الأردنيين على [قوقهم ومعاملتهم بما يحقق المساواة والعدالة دون تمييز؛
- اتخاذ الاجراءات اللازمة لضمان الالتزام بالقوانين النافذة؛
- وضع سياسة ادارة المخاطر لمعالجة المخاطر التي قد تواجه الشركة؛
- تنظيم الأمور المالية والمحاسبية والإدارية للشركة بموجب أنظمة داخلية خا [ة؛
- إعداد التقرير السنوي وربح السنوي وتقرير عن نتائج الأعمال الأولية وفقا للقوانين النافذة؛
- اعتماد تقرير الحوكمة وتضمينه للتقرير السنوي؛
- تعيين المدير العام للشركة وانهاء خدماته؛
- توفير موقع الكتروني للشركة يتضمن أهم البيانات الخا [ة بها مع ضمان تحديثها باستمرار؛
- وضع الاجراءات التي تحظر على المطلعين في الشركة استخدام المعلومات الداخلية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية؛
- اتخاذ الخطوات اللازمة لضمان الرقابة الداخلية على أعمال الشركة الجارية بما في ذلك ضمان الالتزام بالقوانين النافذة؛

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية الاردنية، تعليمات حوكمة الشركات المساهمة المدرجة، 2017، ص ص:8-10، على الرابط:

[https://www.ase.com.jo/sites/default/files/2018-11/Corporate\\_Governance\\_Regulations.pdf](https://www.ase.com.jo/sites/default/files/2018-11/Corporate_Governance_Regulations.pdf) ، تاريخ الاطلاع:

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

- مراجعة وتقييم أداء الإدارة التنفيذية للشركة ووضع قواعد للسلوك المهني لها وللمجلس الإدارة؛
  - اعتماد معايير لمنح الحوافز والتعويضات والامتيازات لأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية؛
  - وضع سياسة لتنظيم العلاقات مع أصحاب المصالح بما يضمن الوفاء بالتزامات الشركة تجاههم، ويصون حقوقهم، ويوفر لهم المعلومات الكافية، ويحافظ على علاقات جيدة معهم؛
  - وضع آلية تتيح للمساهمين الذين يمتلكون ما لا يقل عن 5% من أسهم الشركة إضافة بنود على جدول أعمال اجتماع الهيئة العامة العادي قبل ارساله للمساهمين، على أن يتم تزويد الهيئة بهذه الآلية؛
  - اعتماد سياسة الإفصاح والشفافية الخا<sup>٢</sup>ة بالشركة ومتابعة تطبيقها<sup>٢</sup>سب ما تتطلبه الجهات الرقابية والقوانين والتشريعات النافذة؛
  - تعيين ضابط ارتباط يعهد اليه متابعة الأمور المتعلقة بتطبيقات الحوكمة في الشركة مع الهيئة.
- هذا ويتولى إدارة الشركة مجلس إدارة لا يقل عدد أعضائه عن خمسة أعضاء ولا يزيد عن ثلاثة عشر عضوا وفقا لما يحدده نظام الشركة<sup>٢</sup>سب ما ورد من المادة (4) من تعليمات الحوكمة لسنة 2017، ويتم انتخاب أعضاء مجلس الإدارة من طرف الهيئة العامة بالاقتراع السري وفق أسلوب التصويت التراكمي. كما يجب أن يكون ثلث الأعضاء على الأقل مستقلين\*، ويقوم مجلس الإدارة بمهام إدارة الشركة لمدة أربعة سنوات، وعليه بذل كافة العناية في تمثيل جميع المساهمين وتخصيص الوقت اللازم لأداء عمله بنزاهة وشفافية، كما يتم تمثيل الأشخاص الاعتباريين من طرف شخص طبيعي طيلة عهدة المجلس مع امكانية استبداله بأخر إذا اقتضى الامر ذلك. هذا وتؤكد تعليمات الحوكمة الصادرة سنة 2017 في نفس المادة على منع الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة وأي

\* العضو المستقل هو الذي لا تربطه بالشركة أو بأي من أعضاء مجلس الإدارة أو موظفي الإدارة العليا أو بأي شركة<sup>٢</sup>ليفة أو تابعة أو بمدقق الحسابات الخارجي أي مصلحة مادية أو أي علاقة غير تلك المتعلقة بملكيته لأسهم في الشركة، قد يتكون بسببها شبهة بجلب أي منفعة مادية أو معنوية لذلك العضو قد تؤدي للتأثير على قراراته أو استغلاله لمنصبه في الشركة.

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

منصب تنفيذي آخر في الشركة، كما لا يجوز أن يشغل أًلد أقرباء رئيس مجلس الإدارة منصب المدير العام في الشركة.

أما المادة (6) من نفس التعليمات فقد تطرقت للجان التي يشكلها مجلس الإدارة، <sup>2</sup>يث <sup>2</sup>سب ما جاء فيها فإنه تنبثق عن مجلس الإدارة أربعة لجان دائمة هي لجنة التدقيق، ولجنة الترشيحات والمكافآت، ولجنة الحوكمة، ولجنة إدارة المخاطر. وتتألف اللجان الثلاثة الأولى مما لا يقل عن ثلاثة أعضاء من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين\*، ويشترط أن يكون اثنان منهم على الأقل من الأعضاء المستقلين، وأن يتأسس أًدهما اللجنة.

وتلتزم لجنة التدقيق بالاجتماع دوريا، على أن لا يقل عدد اجتماعاتها عن أربعة اجتماعات في السنة، أما باقي اللجان فيجب أن تجتمع مرتين في السنة على الأقل.

### الفرع الثالث: أبعاد الحوكمة في الأردن

يمكن تحليل <sup>2</sup>وكمة الشركات في الأردن وفق ستة أبعاد، هذه الأخيرة مذكورة بإسهاب في قانون الشركات لعام 1997 وتعديلاته لعام 2002، وبعضها في قانون الأوراق المالية لعام 2002. وفيما يلي اختصار لهذه الأبعاد:<sup>1</sup>

#### - الإطار التشريعي والإشراف الحكومي

لقد كانت البيئة التشريعية في الأردن هي الأساس لتطوير إجراءات الحوكمة الرشيدة للشركات، <sup>2</sup>يث تم تطبيق عدد من القوانين على غرار قانون الشركات، قانون الأوراق المالية، قانون المصارف، قانون التأمين، القانون التجاري، قانون المنافسة والالا<sup>2</sup>تكار، قانون تشجيع الاستثمار وقانون الخصخصة. وتركز مجمل هذه القوانين على المسائل المتعلقة بحوكمة الشركات التالية:

\* عضو مجلس الإدارة غير التنفيذي هو العضو الذي لا يكون متفرغا لإدارة الشركة أو موظفا فيها ولا يتقاضى راتباً منها.

<sup>1</sup> Shanikat .M, and Abbadi. S.S, (2011), **Assessment of corporate governance in Jordan: An Empirical Study**, Australian Accounting, Business and Finance Journal, Vol 5, n°.3, pp. 96-98.

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

- استقلال الشخصية الاعتبارية للشركة عن مساهمها، كما ان الافصاح المالي للشركة أيضا مستقل عن الافصاح المالي لمساهمها؛

- تشمل حقوق الملكية بالنسبة للشركات والأفراد التصرف في الأصول ونقل ملكيتها أو رهنها أو نقلها (في حالة الممتلكات المنقولة). وتخضع حقوق الملكية لأحكام القوانين المذكورة سابقا؛

- يشمل الهيكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة الهيئات التالية: مجلس الإدارة، عموم المساهمين، ولجنة التدقيق.

كما ينص قانون الشركات على بعض قواعد حوكمة الشركات فيما يتعلق بمراجع الحسابات الشركة، فهو ينص على متطلبات و ما ينبغي أن يتضمنه تقرير مراجع الحسابات وطريقة تعيينه. ويسمح قانون الشركات بتعيين مراجع الحسابات في اجتماع سنوي عام للمساهمين لمدة سنة واحدة، ولا يجوز عزله خلال فترة عمله إلا لأسباب يحددها القانون. كما أن استقلالته محمية بموجب القانون، إذ يقوم بإبلاغ رأيه حول البيانات المالية إلى عموم المساهمين بناء على القانون وعلى المعايير الدولية لمراجعة الحسابات.

### - الإطار المؤسسي وسوق رأس المال

يعتبر بناء إطار مؤسسي الأساس لممارسات أفضل لحوكمة الشركات، وقد أنشأ قانون الأوراق المالية المالية في الأردن ثلاث هيئات مهمة كما تم ذكرها آنفا وهي هيئة الأوراق المالية (JSC)، بورصة عمان (ASE)، ومركز إيداع الأوراق المالية (SDC). وتتمتع هذه الهيئات بالاستقلال المالي والإداري. وتتألف هيئة الأوراق المالية الأردنية من خمسة أعضاء مستقلين من ذوي الخبرة والكفاءة المتفرغين. ووفقا لقانون الأوراق المالية، فإن الغرض منها هو حماية المستثمرين من الاحتيال والتلاعب، وتوفير بيئة مناسبة للتداول الآمن في الأوراق المالية، وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية. من جهتها وتسبب نفس القانون، تخضع الشركات المدرجة في البورصة للرقابة على الأوراق المالية متعددة الأطراف، مثل الأوراق المالية المرخصة، والأوراق المالية المعتمدة والمصدرة.

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

علاوة على ذلك، يوفر قانون الأوراق المالية منهجا لتفعيل قواعد الحوكمة، من خلال تحديد لوائح السوق، وإصدار الأسهم أو السنجات وتداولها وإجراءات التداول كما يوضح أيضا مسؤولية والتزامات مصدري الأوراق المالية والوسطاء ومدققي الحسابات، فضلا عن متطلبات الإدراج في سوق الأوراق المالية، وإجراءات حماية حقوق الأقلية، ومتطلبات الإفصاح عن المعلومات المهمة. ومن أجل الحفاظ على الشفافية يمنع القانون معاملات الأطراف وترويج الشائعات وتضليل المستثمرين و الإفصاح عن ما قد يؤثر سلبا على سوق رأس المال.

### - الإفصاح والمعايير المحاسبية

الإفصاح الكامل والمعايير المحاسبية الواضحة ضروريان لحوكمة الشركات المتينة والقوية، لهذا يفرض قانون الشركات، وقانون المصارف، وقانون التأمين وقانون الأوراق المالية من الشركات اتباع معايير المحاسبة والمراجعة المقبولة دوليا، والتي قام الأردن بتبنيها بالكامل عام 1994، والتي يطلق عليها المعايير الدولية للإبلاغ المالي.

### - الشفافية في الخصخصة

تبنت الحكومة الأردنية خلال تسعينات القرن الماضي إجراءات اقتصادية تهدف إلى زيادة مشاركة القطاع الخاص في الاقتصاد، وشملت هذه الإجراءات خصخصة بعض الشركات والمؤسسات الحكومية.

وتتطلب طبيعة أنشطة هذه الشركات والمؤسسات الحكومية أن يتم تنفيذها على أساس تجاري من أجل تحسين مستوى الخدمات المقدمة ورفع كفاءة الشركات التي يتم خصخصتها. وقد نص قانون الخصخصة رقم 25 الذي صدر في عام 2000 على تشكيل مجلس للخصخصة له سلطة تحديد قيمة مساهمة الحكومة في الشركات. ويعتبر هذا القانون أحد مولدات الحوكمة الرشيدة للشركات، إذ ينص على شفافية عملية البيع والتصرف في عائدات الخصخصة والالتزام بقواعد الشفافية والإفصاح والمنافسة العادلة.

- الإشراف الفعال لمجلس الإدارة

يعتبر إشراف مجلس الإدارة مسألة بالغة الأهمية في [٢٠] وكمة الشركات، بحكم أنه مكلف بتقديم المشورة والمراجعة والتقييم للإدارة. و يعني ذلك في الأردن على [٢١]د سواء، أن مجلس الإدارة يقوم بالواجبات التي يحددها قانون الشركات، بما في ذلك وضع السياسات والتخطيط لإدارة الشركة وتعيين المدير التنفيذي. ويمنح قانون الشركات إدارة الشركة سلطة و التزامات واسعة النطاق، بما في ذلك:

- إعداد القوائم المالية للشركة خلال ثلاثة أشهر من نهاية السنة المالية للشركة، وإعداد التقارير

السنوية لأداء السنة الماضية والتوقعات للسنة القادمة، ونشر القوائم المالية والتقارير السنوية

خلال 30 يوما من تاريخ انعقاد الجمعية العامة العادية؛

- المحافظة على أنظمة الرقابة الداخلية للمساءلة المالية و الإدارية؛

- دعوة مساهمي الشركة لحضور اجتماع الجمعية العامة العادية.

ولتعزيز [٢٢]وكمة الشركات ومراقبة وظائف مجلس الإدارة بكفاءة، ينظم قانون الشركات سير

الاجتماعات، على سبيل المثال بموجب القانون يفقد أي من أعضاء مجلس الإدارة، بما في ذلك الرؤساء

عضويتهم في المجلس إذا تخلفوا عن [٢٣]ضور اربعة اجتماعات متتالية دون عذر مقبول للمجلس، أو إذا

تغيبوا عن اجتماعات المجلس لمدة ستة أشهر متتالية [٢٤]تى ولو بعذر مقبول للتغيب. إضافة إلى أنه يجوز

للسلطة العامة عزل المجلس أو أي عضو فيه بناء على طلب المساهمين الحائزين على 30% على الأقل من

أسهم الشركة.

وقد تناول قانون الأوراق المالية إنشاء لجنة التدقيق منبثقة عن أعضاء مجلس الإدارة، وينص على أن

اللجنة ترفع تقريرها إلى مجلس الإدارة وتقدم له تو [٢٥]ليات، كما تمارس الصلا[٢٦]ليات والوظائف التالية:

- ممارسة الرقابة على التدقيق الشامل؛

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

- استعراض تقارير المراجعة الخارجية للحسابات وإجراءات المتابعة، والخطة السنوية للمراجعة الداخلية للحسابات وتقارير التفتيش؛
  - مراجعة البيانات المالية قبل تقديمها لمجلس الإدارة؛
  - التأكد من دقة الإجراءات المحاسبية والرقابية؛
  - التأكد من الامتثال العام للقوانين و اللوائح.
- إضافة لما سبق، ينظم القانون اجتماعات لجنة التدقيق، بحيث تجتمع اللجنة مرة واحدة كل ثلاثة أشهر أو أكثر إذا دعت الحاجة إلى ذلك. ومن أجل تفعيل الاجتماع، يدعو مدير المراجعة الداخلية الحضور المناسب لحضور اجتماع لجنة التدقيق.

### - حماية حقوق الأقلية

يسمح قانون الشركات لجميع المساهمين بالتعويض عن انتهاكات حقوقهم بحيث يمكن للمساهمين الذين يمتلكون 15% على الأقل من رأس المال أن يطلبوا من دائرة مراقبة الشركات (CCD) مراجعة الشركة. كما يمكنهم التماس الإنصاف لدى الدائرة والمحكمة عن أي انتهاكات يرتكبها مجلس إدارة الشركة ومديرها العام ومراجعو الحسابات.

### المبحث الثاني: منهجية الدراسة

سيتم في هذا المبحث التطرق للطريقة والأدوات والإجراءات التي تم الاعتماد عليها في الدراسة، بحيث يعطي المبحث و لفا لعينة الدراسة ومصادر جمع بياناتها، وكذلك تو لفا للنموذج القياسي وكيفية تقديره، بالإضافة إلى التعريف بمتغيرات الدراسة وأهم الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات.

المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة وأدوات جمع البيانات

سيتم من خلال هذا المطلب التفصيل في مجتمع الدراسة والعينة المختارة، إضافة إلى أدوات جمع البيانات المستخدمة في الدراسة القياسية.

الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

بغض النظر عن طبيعة البحث ونوعه، فإن له مجتمعا يتضمن المفردات محل الدراسة، وبالنظر لما يواجهه الباحثون عادة من عراقيل و تعقبات فإنه يتعذر عليهم الإلمام بجميع المفردات، مما يحتم عليهم الاعتماد فقط على جزء منها يتم اختياره بطريقة معينة، بحيث يمكن فيما بعد تعميم النتائج المتوصل إليها على مجتمع الدراسة الأوسع، ويسمى الجزء المختار من المفردات والذي يمثل مجتمع الدراسة بالعينة.

تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي والبالغ عددها 33 شركة موزعة على 8 قطاعات فرعية حتى نهاية سنة 2021، وقد تم استبعاد شركة واحدة لم يتم تداول أسهمها خلال فترة الدراسة كاملة والممتدة من سنة 2010 إلى غاية سنة 2021، وبالتالي فقد ضمت عينة الدراسة والتي تم الحصول عليها عن طريق القيام بمسح كلي لمجتمع الدراسة 32 شركة صناعية قامت بنشر تقاريرها السنوية وقوائمها المالية خلال مدة إجراء الدراسة، وقد تضمنت تلك التقارير معلومات كافية عن آليات الحوكمة التي ركزت عليها الدراسة الحالية والتي وردت في تقرير الحوكمة المتضمن في التقرير السنوي للشركات.

والجدول الموالي يوضح توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات الصناعية الفرعية.

جدول رقم (2) : عينة الدراسة

النسبة %	عدد الشركات	القطاع الصناعي الفرعي	الرقم
12.5	04	الأدوية والصناعات الطبية	01
12.5	04	الصناعات الكيماوية	02
25	08	الأغذية والمشروبات	03
3.125	01	التبغ والسجائر	04
21.875	07	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	05
15.625	05	الصناعات الهندسية والانشائية	06
6.25	02	الصناعات الكهربائية	07
3.125	01	صناعة الملابس والجلود والنسيج	08
100	32	المجموع	

المصدر: من إعداد البانة بالاعتماد على موقع سوق عمان المالي [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo)، شهر أوت

2023

الفرع الثاني: أدوات جمع البيانات

- لجمع بيانات الدراسة القياسية والتي تعد بيانات ثانوية للشركات محل الدراسة متاحة على مواقعها الإلكترونية، تم اعتماد مسح عبر الانترنت لسجلاتها المتمثلة في:
- التقارير السنوية، لتجميع البيانات الخاصة بالمتغير المستقل (وكمة الشركات) والمتعلقة بخصائص مجلس الإدارة و هيكل الملكية;
  - والقوائم المالية وبالضبط الميزانية لجمع البيانات المتعلقة بالمتغير التابع (قرار الاستثمار) والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة ونسبة الرفع المالي).

المطلب الثاني: أدوات التحليل الإحصائية

تحتاج الدراسة الى جملة من الأدوات الإحصائية والتي يتيحها برنامج الـ Eviews (V:12) لتحليل البيانات وتقدير النموذج القياسي وتقييمه من الناحية الاقتصادية والإحصائية، ومن ثمة اختبار فرضيات الدراسة، تمثلت هذه الأدوات في أدوات التحليل الواسفي، وأدوات تقدير وتشخيص النموذج.

الفرع الأول: أدوات التحليل الواسفي

تم الاعتماد في هذه الدراسة على العديد من المقاييس الإحصائية من بينها:

- المتوسط الحسابي Mean: وهو أشهر مقاييس النزعة المركزية، والذي يتم استخدامه لقياس القيمة المتوسطة لمجموعة من البيانات، ويحسب بقسمة مجموع المشاهدات على عددها؛
- الوسيط Median: وهو تلك القيمة التي تقسم المشاهدات إلى نصفين، ويتم استخدامه في حال اتواء البيانات على قيم متطرفة؛
- الانحراف المعياري Standard Deviation: أمد مقاييس التشتت، يقيس تشتت البيانات حول المتوسط ويعطي فكرة أوضح عن مدى تباعد القيم عن بعضها البعض؛
- معامل التفلطح Kurtosis: هو مقياس إحصائي يستخدم لوصف شكل توزيع البيانات، ويعكس مدى تركزها حول المتوسط مقارنة بالتوزيع الطبيعي، ويعتبر أمد الخصائص المهمة للبيانات إلى جانب المتوسط الحسابي والانحراف المعياري؛
- معامل التناظر Skewness: يستخدم لوصف توزيع البيانات وكيفية انحرافها عن التوزيع الطبيعي، حيث يقيم معامل الالتواء ما إذا كان التوزيع مائلاً إلى اليسار أو إلى اليمين.
- معامل التحديد  $R^2$ : الذي يوضح قوة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع.

### الفرع الثاني: أدوات تقدير وتشخيص نموذج الدراسة القياسي

يهدف تقدير وتشخيص نموذج الدراسة، يجب أولاً التعريف بالطريقة المتبعة في تقديره، ثم التفصيل في الاختبارات التي تتيح لنا المفاضلة بين النماذج، وأخيراً الاختبارات التشخيصية التي يجب أن يخضع لها النموذج المختار<sup>1</sup> حتى يثبت إمكانية اعتماد نتائجه.

#### 1- طريقة التقدير

يعتمد التقدير في هذا النموذج على طريقة السلاسل الزمنية المقطعية (panel-data) والتي تقوم على دمج بيانات السلاسل الزمنية مع البيانات المقطعية للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان وعددها 32 شركة، عبر فترة زمنية ممتدة من 2010 إلى 2021، وقد تم اختيار طريقة (panel-data) نظراً لكونها تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلاسل الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، وبالإضافة إلى ذلك فهي تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية المؤشرات المستعملة وعلى مفردات متعددة، كما أن تحليل البيانات باستخدام هذه الطريقة يتميز عن التحليل الفردي للسلاسل الزمنية أو البيانات المقطعية بمفردها بالعديد من المميزات، ومنها ما يلي:<sup>1</sup>

- التحكم في التباين الفردي، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة.
- إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى عند استخدام طريقة (panel-data)، نظراً لتضمن بياناتها محتوى معلوماتي أكثر، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل<sup>2</sup> في بيانات السلاسل الزمنية،

<sup>1</sup> Gujarati, D, *Econometrics by example*, Palgrave Macmillan, New York, 2011, p.279.

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

- تُوفّر نماذج (panel-data) إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية، كما يمكن من خلالها الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى،
  - تسهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة (Omitted Variables)، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة في الانحدارات المفردة.
- وبشكل عام يمكن كتابة نموذج Panel بالصيغة التالية:

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

حيث أن:  $y_{it}$  : قيمة متغير الاستجابة في المشاهدة  $i$  عند فترة زمنية  $t$ ,

$\beta_{0(i)}$  : قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة  $i$ ,

$\beta_j$  : قيمة ميل خط الانحدار،

$X_{j(it)}$  : قيمة المتغير التفسيري  $z$  في المشاهدة  $i$  عند فترة زمنية  $t$ ,

$\varepsilon_{it}$  : قيمة الخطأ في المشاهدة  $i$  عند فترة زمنية  $t$ .

ويتم في نماذج (panel-data) التعامل مع الآثار المقطعية المتعلقة بالمفردات أو تلك الخا<sup>1</sup>ة بالزمن، وفقاً لأحد النماذج الثلاثة التالية:

### • نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model

يعتبر من أبسط نماذج Panel، و يقصد بالنموذج التجميعي النموذج الذي له نفس المعلمات (معلمات المتغيرات التفسيرية ومعلمة الحد الثابت) بالنسبة لجميع الأفراد (الشركات)، لذلك نقوم بتجميع بيانات الشركات ونقدر بها معادلة وا<sup>1</sup>دة تكتب بالصيغة التالية:

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

<sup>1</sup> Gujarati, D, *Op-Cit*, p.281.

يثبت أن  $E(\varepsilon_{it}) = 0$  و  $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \delta^2$ ، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج في المعادلة (2).

### • نموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model

في ظل هذا النموذج يتم التعامل مع الآثار المقطعية الخا  $i$  بالأفراد (الشركات) أو تلك الخا  $t$  بالزمن على اعتبار أنها قواطع تمثل الاختلافات الفردية لكل شركة من الشركات محل الدراسة، أو بحسب كل زمنية لفترة الدراسة، ويكتب النموذج بالصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} , i = 1, 2, \dots, N, t = 1, 2, \dots, T \dots (3)$$

يثبت أن  $E(\varepsilon_{it}) = 0$  و  $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \delta^2$ ، و لتقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) (من أجل تصحيح مشكلة عدم ثبات تباين الأخطاء العشوائية). كما يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية.

### • نموذج الآثار العشوائية Random Effects Model

يتعامل نموذج الآثار العشوائية مع العوامل والآثار غير الملحوظة الخا  $i$  بالأفراد أو تلك الخا  $t$  بالزمن على أنها معالم عشوائية وليست ثابتة، ويعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجاً ملائماً في حالة وجود خلل في أحد الفروض الأساسية، ويكتب النموذج بالصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$y_{it} = \mu + V_i + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} , i = 1, 2, \dots, N, t = 1, 2, \dots, T \dots (3)$$

يثبت أن  $V_i$  يمثل الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية  $i$ ، ويطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحياناً، نموذج مكونات الخطأ، بسبب أن النموذج يحوي مركبين للخطأ هما  $V_i$  و  $\varepsilon_{it}$ ، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS في تقدير معاملات النموذج في المعادلة (3).

<sup>1</sup> Idem, p.283.

<sup>2</sup> Idem, p.288.

## 2- اختبارات المفاضلة بين النماذج

تتم المفاضلة بين النماذج الثلاثة المذكورة آنفا باستخدام الاختبارات التالية:

### 1-2 اختبار Redundant Fixed Effects Tests

اختبار Redundant Fixed Effects Tests هو اختبار إحصائي يُستخدم في تحليل البيانات الطولية (Panel Data) لتحديد ما إذا كان نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) أفضل من نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Model)، وذلك لمعرفة ما إذا كانت التأثيرات الثابتة للوحدات المختلفة (مثل الشركات أو الأفراد) تضيف معلومات هامة إلى النموذج عكس نموذج الانحدار التجميعي.

### 2-2 اختبار Breusch-Pagan

هو اختبار إحصائي يُستخدم في تحليل البيانات الطولية (Panel Data) لتحديد ما إذا كانت التأثيرات العشوائية (Random Effects Model) أفضل من نموذج الانحدار التجميعي، وذلك لمعرفة ما إذا كانت التأثيرات العشوائية للوحدات المختلفة (مثل الشركات أو الأفراد) تضيف معلومات هامة إلى النموذج عكس نموذج الانحدار التجميعي.

### 3-2 اختبار هوسمان (Hausman)

يقارن اختبار هوسمان بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، وذلك بالاعتماد على قيمة إحصائية (chi-square)، فإذا كانت قيمته الاحتمالية أكبر من 0.05 فإنها غير معنوية وبالتالي سنقبل الفرضية الصفرية  $H_0: \mu_1 = \mu_2 \dots = \mu_n$  بأنه لا يوجد ارتباط بين الآثار المقطعية (الخاصة بالشركات) والآثار الزمنية مع المتغيرات المستقلة في النموذج، أي أن:  $COV(x_{it}, \mu_t \text{ and } y_t) = 0$  وفي هذه الحالة فلن يكون نموذج الآثار الثابتة كفوًا للتعبير عن التأثيرات العشوائية المقطعية أو الزمنية فيما بين الشركات أو الفترة نفسها وفيما بين الشركات والفترات المختلفة، ويكون نموذج الآثار العشوائية هو الأفضل لتقدير النموذج، أما لو كانت قيمة الإحصائية

(chi-square) معنوية أي أقل من 0.05 ، فإننا سنقبل الفرض البديل، وبالتالي فإن نموذج

الآثار الثابتة هو الأفضل لتقدير النموذج<sup>1</sup>.

### 3- اختبارات تشخيص النموذج

من أجل الاعتماد على نتائج النموذج المقدر يجب أن يكون خالٍ من المشاكل القياسية وذا معنوية

كلية وجزئية، لذلك وجب إخضاعه للاختبارات التالية:

- المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة: والمتعلقة بكل من المعنوية الكلية للنموذج عن طريق

اختبار فيشر F والمعنوية الجزئية عن طريق اختبار ستودنت t؛

- عدم وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات التفسيرية أي عدم وجود مشكلة

Multicollinearity، وذلك باستخدام معامل تضخم التباين (VIF)، فإذا كانت قيمته تزيد عن 5

( $VIF < 5$ ) فإن هذا المتغير يعاني من مشكلة امتداد خطي متعدد<sup>2</sup>.

- عدم وجود ارتباط ذاتي Autocorrolation لبواقي النموذج عن طريق اختبار Pesaran CD.

- عدم وجود مشكلة عدم ثبات (تساوي) تباين بواقي النموذج Heteroscedasticity عن طريق

اختبار Likelihood ratio.

- التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج عن طريق Jarque-bera J Normality test (JB)، حيث

يمكن رفض أو قبول فرضية عدم القائلة بأن بواقي معادلة الانحدار موزعة توزيعاً طبيعياً انطلاقاً من

إحصائية هذا الاختبار، فيرفض فرض عدم إذا كانت قيمة إحصائية JB أكبر من القيمة الجدولية

لتوزيع كاي مربع ( $\chi^2$ ).

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الاختبارات تتم بدرجة ثقة 95% أي عند مستوى معنوية 5%.

<sup>1</sup> Hurlin, C, L'économétrie des Données de Panel Modèles Linéaires Simples, Ecole Doctorale Edocif, Séminaire Méthodologique, 2012, p.44.

<sup>2</sup> كمال سلطان محمد سالم، الاقتصاد القياسي، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2018، ص: 226.

المطلب الثالث: متغيرات ونموذج الدراسة القياسي

خصص هذا الجزء للتعريف بمتغيرات الدراسة ونموذجها، <sup>[2]</sup> حيث قسم إلى فرعين يصف الفرع الأول متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، أما الفرع الثاني فيقدم النموذج الذي من خلاله تم الربط بين المتغيرات المستقلة، والضابطة والمتغير التابع.

الفرع الأول: متغيرات الدراسة

لقد تم اختيار متغيرات الدراسة وطريقة قياسها بالاعتماد على الدراسات السابقة، <sup>[2]</sup> حيث تنقسم إلى متغير تابع، متغيرات مستقلة وأخرى ضابطة.

1- المتغير التابع: تتضمن الدراسة متغيرا تابعا و <sup>[2]</sup> لذا هو قرار الاستثمار (Investment Decision):

يعتبر قرار الاستثمار من أهم القرارات التي تقوم إدارة الشركة باتخاذها نظرا لأنها تسعى إلى ضمان الاستمرارية وتحقيق عوائد أكبر على المدى البعيد، هذه العوائد هي التي تضمن زيادة ثروة المساهمين والمالكين والتي لا تتحقق الا بزيادة حجم الأ <sup>[2]</sup>ول الثابتة، في المقابل ترتبط الأ <sup>[2]</sup>ول المتداولة بالربحية التي تسعى الإدارة للاستفادة منها في المدى القصير. لذا سيتم قياس هذا المتغير بقسمة <sup>[2]</sup>افي الأ <sup>[2]</sup>ول الثابتة إلى إجمالي أ <sup>[2]</sup>ول الشركة وهي النسبة التي تم اعتمادها في دراسة (Chinanu and Esther Monisola,2023) ودراسة (Mirza et al (2020) ، والتي خلصت إلى أن الشركات التي تكون فيها هذه النسبة مرتفعة تميل إلى النمو على المدى البعيد أي أنها تهتم بالاستثمارات طويلة الأجل، الأمر الذي قد يجعلها تميل إلى الاعتماد على التمويل عن طريق الديون لتمويل استثماراتها، بينما تركز الشركات التي تكون فيها نسبة <sup>[2]</sup>افي الأ <sup>[2]</sup>ول الثابتة إلى إجمالي الأ <sup>[2]</sup>ول منخفضة على تحقيق معدلات ربحية مرتفعة في الأجل القصير كما أنها لا تفضل اللجوء الى الاستدانة.

2- المتغيرات المستقلة: يضم نموذج الدراسة مجموعة من المتغيرات المستقلة التي تعبر عن <sup>20</sup>وكمة الشركات والتي تتعلق بمجلس الإدارة وهيكل الملكية وهي:

2-1- خصائص مجلس الإدارة: يمكن اعتبار مجلس الإدارة أهم آلية رقابية يعتمد عليها المساهمون والمالكون للرقابة على أداء الإدارة وتصرفاتها، التي تنعكس على القرارات الاستثمارية التي تقوم باتخاذها والتي من المفروض أن يكون الهدف منها هو ضمان استمرارية الشركة وتعظيم ثروة المساهمين والمالكين. و<sup>21</sup>تتكون مجلس الإدارة فعالا ويقوم بالدور الذي وجد من أجله على أكمل وجه يجب أن تتوفر فيه بعض الخصائص منها:

2-1-1- حجم مجلس الإدارة (Board Size): ويقصد به عدد أعضاء المجلس، وقد تم قياسه بعدد الأعضاء في مجلس إدارة الشركة، وكان ذلك بالرجوع إلى مجموعة من الدراسات التي اعتمدت هذه الطريقة في قياسه منها دراسة Soliman(2020) ، دراسة Nazar(2021)، دراسة Shahid(2019) و دراسة Okere and Ibidunni(2019).

و<sup>22</sup>سبب قانون الشركات الأردني وتعليمات <sup>23</sup>وكمة الشركات المساهمة المدرجة لسنة 2017 يجب ان يتراوح حجم مجلس الإدارة بين 5 و13 عضوا.

2-1-2- عدد إجتماعات<sup>24</sup> (Board Meetings): يعتبر من المقاييس الأساسية لفعالية مجلس الإدارة، <sup>25</sup>يث أنه خلال هذه الاجتماعات تتم مناقشة القضايا المتعلقة بالشركة، فاجتماع أعضاء مجلس الإدارة بصفة دورية يساعد على اكتشاف الأخطاء، مما يزيد من فعالية الرقابة ويساهم في تحسين الأداء. ويقاس بعدد الاجتماعات التي يقوم مجلس الإدارة بعقدتها سنويا .  
<sup>26</sup>يث يجب أن لا يقل عدد الاجتماعات العادية عن 6 اجتماعات سنويا <sup>27</sup>سبب ما تم الإشارة إليه في تعليمات <sup>28</sup>وكمة الشركات المساهمة المدرجة لسنة 2017.

2-1-3- وجود لجنة التدقيق (Audit Committee): إحدى أهم الآليات الرقابية لحوكمة الشركات إذ يعد وجودها ضمن هيكل الشركة دليلا على أن الشركة تتبع ممارسات الحوكمة. وتقاس بمتغير وهي يأخذ القيمة 1 في <sup>29</sup>الة وجودها و القيمة 0 في <sup>30</sup>الة غياب لجنة التدقيق،

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

وقد اتبعت الدراسة نفس طريقة القياس المعتمدة في دراسة Agyemang-Mintah, and (2018) ودراسة (2019) Shahid.

وتنص لائحة الحوكمة للشركات المساهمة المدرجة الأردنية على أن لجنة التدقيق من اللجان الدائمة لمجلس الإدارة لذا فمن الضروري وجودها.

4-1-2- ازدواجية المدير التنفيذي (Duality): وتعني أن يجمع نفس الشخص بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة و المدير التنفيذي، وهو متغير وهمي يأخذ القيمة 1 في حال كان رئيس مجلس الإدارة هو نفسه المدير العام، والقيمة 0 إن لم يكن. اعتمدت كل من دراسة (2021) Nazar ودراسة (2020) Mirza et al نفس الطريقة للقياس.

والمسبب لائحة الحوكمة للشركات المساهمة المدرجة الأردنية يجب الفصل بين المنصبين المتعلقين بتحقيق استقلالية مجلس الإدارة.

2-2- هيكل الملكية: يعتبر من الآليات المهمة لحوكمة الشركات التي من شأنها التأثير على قرارات الاستثمار الخاطئة بالشركة وتوجيهها نحو زيادة الاستثمار في الأصول الثابتة، الذي من شأنه أن يساهم في استمرارية الشركة وتحقيق عوائد أكبر على المدى البعيد للمساهمين والمالكين، وسيتم تحليل هيكل ملكية الشركات عينة الدراسة لتحديد أثر هيكل الملكية على قرار الاستثمار، من خلال دراسة الملكية المركزة، الملكية الإدارية والملكية المؤسسية، وقد تم قياس كل نوع كما يلي:

2-2-1- الملكية المركزة (Concentrated Ownership): ويقصد بها تركيز ملكية أسهم الشركة في يد عدد قليل من المساهمين بدل توزيعها على عدد كبير منهم، ويتم قياسها بمجموع نسب الأسهم التي يمتلكها المساهمون الذين يملكون 5% فأكثر من أسهم الشركة.

وقد تم اعتماد نسبة 5% لأن الشركات الأردنية تقوم بالإفصاح ضمن تقاريرها السنوية عن أسماء المساهمين الذين تبلغ ملكيتهم أو تتجاوز هذه النسبة. وقد تم اعتماد هذه الطريقة في القياس في دراسة (2020) Soliman.

2-2-2- الملكية الإدارية (Managerial Ownership): ويقصد بها امتلاك أعضاء مجلس الإدارة أسهما في الشركة وهي إحدى الآليات الفعالة في التقريب بين مصالح الإدارة والمساهمين.

### الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

وتقاس بمجموع الأسهم التي تملكها الإدارة إلى مجموع الأسهم المصدرة وهي الطريقة التي اعتمدها دراسة (Nazar(2021).

3-2-2- الملكية المؤسسية (Institutional Ownership): ويقصد بها مجموع الأسهم التي تمتلكها المؤسسات في الشركة كالمؤسسات المالية، مؤسسة الضمان الاجتماعي، ناديق الاستثمار، المؤسسات الاستثمارية، شركات التأمين... إلى إجمالي أسهم الشركة. وقد تم قياس نسبة الملكية المؤسسية بنفس الطريقة في دراسة (Alexander(2019).

#### 3- المتغيرات الضابطة: وتمثل في:

3-1- نسبة الرفع المالي (Leverage): هي آلية للرقابة على أداء الإدارة، حيث عند لجوء الشركة إلى الاقتراض من أجل تمويل أصولها واستثماراتها، فإن الإدارة ستحرص على بذل أقصى جهدها لتثبيت جدارتها وتبرز في أفضل صورة أمام الدائنين لكي تضمن إمكانية الحصول على القروض عند حاجتها لذلك. كما أن الرافعة المالية تساهم في الحد من قدرة الإدارة على استخدام التدفقات النقدية الحرة في مشاريع غير مجدية نظرا لارتباطها بديون يجب عليها سدادها مع فوائدها في آجال استحقاق محددة.

وسيتم قياس نسبة الرفع المالي من خلال قسمة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وهي النسبة التي تم استخدامها في دراسة (Mirza et al (2020 ودراسة Lin and Lin(2021).

3-2- حجم الشركة (Size): تخضع الشركات الكبيرة لرقابة المساهمين نظرا لضخامة الأصول التي تتعامل بها والتي يقوم بتمويلها المساهمون والمالكون في الأصل. سيتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة وهي الطريقة التي تم استخدامها في دراسة (Nazar(2021 ودراسة (Shahid(2019، دراسة (Nor e al (2017 ودراسة (Marughu and Nwaobia(2020).

وفيما يلي جدول يوضح مختلف متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

جدول رقم(3): متغيرات الدراسة وقياسها

الرمز	اسم المتغير	قياسها
المتغير التابع		
Inv- Dec	قرار الاستثمار	نفي الأبول الثابتة/مجموع الأبول
المتغيرات المستقلة		
BZ	حجم مجلس الإدارة	عدد أعضاء: بين 5 و 13 عضوا
BMeet	عدد اجتماعات مجلس الإدارة	6 اجتماعات سنويا على الأقل
Aud-Com	وجود لجنة التدقيق	1: موجودة، 0: غير موجودة
Dual	ازدواجية المنصب	1: توجد، 0: لا توجد
Con-Own	الملكية المركزة	مجموع نسب الأسهم التي يمتلكها المساهمون الذين يملكون 5% فأكثر من أسهم الشركة
Man-Own	الملكية الإدارية	مجموع أسهم مجلس الإدارة/مجموع الأسهم
Ins-Own	الملكية المؤسسية	مجموع أسهم المؤسسات/مجموع الأسهم
المتغيرات الضابطة		
Lev	نسبة الرفع المالي	مجموع الديون/مجموع الأبول
Size	حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأبول

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على الدراسات السابقة

الفرع الثاني: التمثيل الكمي لنموذج الدراسة

بعد ضبط متغيرات الدراسة، سيتم اقتراح النموذج التالي والذي يلخص علاقة تأثير المتغيرات

المستقلة على المتغير التابع في ضوء المتغيرات الضابطة.

$$\text{Inv-Dec} = c + \beta_1 \text{BZ} + \beta_2 \text{BMeet} + \beta_3 \text{Aud-Com} + \beta_4 \text{Dual} + \beta_5 \text{Con-Own} \\ + \beta_6 \text{Ins-Own} + \beta_7 \text{Man-Own} + \beta_8 \text{Lev} + \beta_9 \text{Size} + \varepsilon$$

نبيث:

C: الحد الثابت

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$ : معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة

$\beta_8, \beta_9$ : معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة

$\varepsilon$ : الخطأ العشوائي

المبحث الثالث: تحليل البيانات واختبار الفرضيات

سيخصص هذا المبحث لتوضيف بيانات الدراسة كجزئية أولى، ثم سيتم تقدير النموذج القياسي المصاغ واختبار الأنسب بعد المفاضلة المحدثه، ليختم بعدها باختبار فرضيات الدراسة.

المطلب الاول: تحليل البيانات

سيتم في هذا المطلب التطرق لدراسة الخصائص الإحصائية للبيانات من خلال بعض المؤشرات الإحصائية بهدف الاستكشاف الأولي للعلاقات المتبادلة بين المتغيرات التفسيرية وذلك باستخدام مصفوفة الارتباط، ثم القيام باختبار التجانس لمعرفة النموذج الانحداري المناسب لبيانات الدراسة.

الفرع الأول: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سنقوم باكتشاف الخصائص الإحصائية للبيانات ونوع التوزيع الاحتمالي الذي تخضع له، من خلال حساب المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، معامل التناظر (Skewness) ومعامل التفلطح (Kurtosis)، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (4): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

	INV-DEC	BZ	B-Meet	Con-Own	Inst-Own	Man-Own	Lev	Size
Mean	32,70	7,91	7,09	57,56	42,53	46,27	33,60	7,48
Median	30,47	7,00	6,00	62,10	40,98	41,33	30,83	7,39
Maximum	82,98	14,00	17,00	97,39	97,39	100,00	99,83	9,18
Minimum	0,12	5,00	3,00	4,21	0,00	0,48	1,88	6,35
Std. Dev.	17,71	2,23	1,76	26,01	29,65	28,94	19,41	0,56
Skewness	0,72	0,52	1,95	-0,33	0,21	0,41	0,70	1,07
Kurtosis	3,27	2,76	8,22	2,00	2,00	1,96	3,09	4,27
Sum	12557,81	3039,00	2722,00	22103,51	16333,01	17767,70	12902,46	2871,54
Sum Sq. Dev.	120119,50	1896,16	1184,99	259020,90	336626,10	320669,90	144364,20	121,44
Observations	384,00	384,00	384,00	384,00	384,00	384,00	384,00	384,00

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews (الملحق رقم 2)

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

نلاحظ من خلال الجدول أن عدد مشاهدات جميع المتغيرات هو: 384 (32 x 12) مما يعني غياب القيم المفقودة.

كما يلاحظ من خلال الإحصاءات الوصفية أن:

- المتوسط الحسابي لمتغير قرار الاستثمار قد بلغ 32.7 مع تفاوت كبير داخل العينة وعبر السنوات، فاقل قيمة كانت 0.12 واكبر قيمة 82.98 ، كما أن قيمتي معامل التناظر ومعامل التفلطح 0.72 و 3.27 كانتا قريبتين من القيم المعيارية للتوزيع الطبيعي (0 و 3 على الترتيب) ، وهذا ما يجعل سلسلة بواقي النموذج - المستخدم لاختبار - تتبع التوزيع الطبيعي.
- نفس الملاحظة بالنسبة للمتغيرات: الملكية المركزة ، الملكية المؤسسية ، الملكية الإدارية ، ونسبة الرفع المالي ، حيث نلاحظ من خلال القيمة الصغرى والقيمة الكبرى وجود تفاوت كبير داخل العينة وعبر السنوات ، كما أن معاملات التناظر والتفلطح متقاربة مع قيم التوزيع الطبيعي.
- تراوحت نسبة قرار الاستثمار ممثلة في نسبة التوافي الأبول الثابتة إلى إجمالي الأبول بين 0.12 % كحد أدنى و 82.98 % كحد أقصى كدلالة على وجود تفاوت كبير بين الشركات في ميلها نحو استثمار أموالها في الأبول الثابتة، حيث بلغ متوسط النسبة 32.7 % وهي نسبة منخفضة نوعا ما، قد تكون مؤشرا على اتجاه أغلبية الشركات الصناعية نحو تحقيق الأرباح في الأجل القصير.
- أما فيما يخص حجم مجلس الإدارة فقد بلغ في المتوسط تقريبا 8 أعضاء، محققا أدنى قيمة بـ 5 أعضاء وأعلى قيمة بـ 14 عضوا\*، والملاحظ هو التزام الشركات عينة الدراسة بعدد أعضاء مجلس الإدارة المسموح به في تعليمات وكمة الشركات المدرجة الأردنية والمحدد بـ 13 عضوا كحد أقصى وأن لا يقل عن 5 أعضاء.

\* ضم مجلس إدارة شركة مصانع الأجواخ الأردنية 14 عضوا سنة 2012، 2013 و 2019.

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

- تراوح عدد اجتماعات مجلس الإدارة بين 3 اجتماعات سنوية وهو أقل من المطلوب \* (6 اجتماعات) و 17 اجتماعاً\*\* وهو رقم مرتفع بعض الشيء ، بمتوسط 7 اجتماعات سنويا وهو عدد مقبول. و يمكن إرجاع سبب ارتفاع عدد الاجتماعات في بعض الحالات إلى اعتماد تقنية الاجتماع عن بعد التي تخفف من التكاليف الناجمة عن كثرة الاجتماعات، كما قد يعود السبب في ارتفاع عددها إلى ضرورة مناقشة الأمور المتعلقة بحسن سير أعمال الشركات مما يستلزم عقد اجتماعات إضافية قد تكون غير عادية أو طارئة. ويمكن القول بأن الشركات الصناعية الأردنية في الغالب ملتزمة بما جاء في دليل [2]وكمة الشركات المدرجة فيما يتعلق بعدد الاجتماعات الواجب انعقادها سنويا . والجدير بالذكر أن تعليمات [2]وكمة الشركات المساهمة الأردنية لسنة 2017 لم تحدد [2]لدا أقصى لعدد اجتماعات مجالس الإدارة بل تركت الحرية في عقد ما يلزم منها لمجلس الإدارة [2]لسب ما تقتضيه قضايا الشركة ومستجداتها.
- ارتفاع نسبة الملكية المركزة [2]يث بلغت القيمة القصوى لها 97.39 % أما القيمة الدنيا فبلغت 4.21%، و هذا قد يرجع إلى قلة عدد الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، وللإشارة فإن أغلبية أسواق الدول النامية تتميز بتركز الملكية بما فيها السوق المالي الأردني.
- أما فيما يتعلق بالملكية المؤسسية فقد بلغت في المتوسط 42.53 % وبانحراف معياري قدره 29.65، و قد تراوحت هذه النسبة بين 0 % كأدنى قيمة والتي تدل على انعدام الملكية المؤسسية في بعض الشركات والتي تتميز في الغالب بطابع الملكية العائلية، و97.39 % كأعلى قيمة. والملاحظ هنا تطابق النسبة الأخيرة مع القيمة القصوى للملكية المركزة وهو دليل على أن أكبر مساهم عادة ما يكون عبارة عن مؤسسة مالية أو شركة أخرى.
- أما بالنسبة لمتوسط نسبة الملكية الإدارية فقد بلغ 46.27 % وبانحراف معياري قدره 28.94، وقد تراوحت قيمها بين 0.48 % كأدنى قيمة و 100 % كأقصى قيمة وهو ما يشير إلى وجود تفاوت كبير في نسبة الملكية الإدارية في الشركات عينة الدراسة، يمكن تفسيره باختلاف طبيعة

\* عقدت مجلس إدارة شركة فيلادلفيا 3 اجتماعات فقط خلال سنة 2020.

\*\* عقدت شركة دار الغذاء 17 اجتماعا خلال سنة 2014.

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

الشركات <sup>٢٤</sup> حيث تطغى الملكية الإدارية عادة في الشركات العائلية التي يكون فيها أعضاء مجلس الإدارة هم نفسهم المالكون.

• يتضح من خلال الجدول أن متوسط نسبة الرفع المالي قد بلغ 33.60%، وهو ما يدل على أن الشركات الصناعية الأردنية لا تتمتع بقدرة عالية على الاستدانة، الأمر الذي يمكن تفسيره بغياب سوق للسندات، إضافة إلى السياسة الائتمانية التي تتبناها البنوك الأردنية. وبالرغم من ذلك فإن هناك تفاوتاً كبيراً بين نسبة الرفع المالي بين الشركات، <sup>٢٥</sup> حيث بلغت أقصى قيمة لها 99.83% وأدنى قيمة كانت 1.88%، وقد يرجع هذا التفاوت إلى اختلاف حجم الشركات، <sup>٢٦</sup> حيث بإمكان الشركات كبيرة الحجم الاستفادة من الرفع المالي بتكاليف منخفضة، على خلاف الشركات الصغيرة التي تخضع لقيود مالية تحد من قدرتها في الحصول على مصادر تمويل خارجية كونها تعاني من مشكلة الوكالة أو عدم تماثل المعلومات.

• يبين الجدول أن متوسط حجم الشركات الصناعية الأردنية هو 7.48 بانحراف معياري قدره 0.56، وقد تراوح حجمها بين 6.35 كأقل نسبة و9.18 كأعلى نسبة، ويمكن إرجاع هذا التفاوت إلى اختلاف حجم أ <sup>٢٧</sup> لول الشركات.

### المطلب الثاني: تقدير واختبار نموذج الدراسة القياسي

سيتم في هذا المطلب اختبار النموذج المناسب للدراسة، لكن قبل ذلك يجب تقدير النماذج الخا <sup>٢٨</sup> ببيانات Panel <sup>٢٩</sup> التي تتم عملية المفاضلة بينها في الأخير والتو <sup>٣٠</sup> إلى أفضل نموذج.

### الفرع الأول: تقدير النماذج

سيتم أولاً تقدير النماذج الثلاثة الخا <sup>٣١</sup> ببيانات Panel ( النموذج التجميعي، نموذج الآثار الفردية الثابتة، نموذج الآثار الفردية العشوائية) ثم بعد ذلك المفاضلة بين هذه النماذج باستخدام الاختبارات الإحصائية المذكورة سابقاً، وقد تم التو <sup>٣٢</sup> إلى النتائج التالية:

الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

الجدول رقم (5) : نتائج تقدير النماذج الثلاثة (REM,FEM,PRM)

نماذج التقدير			المتغيرات المستقلة	
REM	FEM	PRM		
142.3157	228.6342	29.54922	Coefficient	الحد الثابت C
0.0000	0.0000	0.1354	Prob	
-0.111842	0.126375	-3.598621	Coefficient	BZ
0.764	0.4921	0.0000	Prob	
0.075834	0.326427	-1.781412	Coefficient	BMeet
0.7597	0.0255	0.0002	Prob	
10.56542	19.91055	6.267204	Coefficient	Aud-Com
0.1448	0.0315	0.6883	Prob	
-3.423777	-1.532729	-1.113661	Coefficient	Dual
0.0365	0.2915	0.6645	Prob	
-0.122932	-0.086195	-0.196953	Coefficient	Con-Own
0.0185	0.0038	0.0006	Prob	
0.013258	-0.02049	0.048741	Coefficient	Inst-Own
0.6790	0.4133	0.2099	Prob	
0.024128	0.019315	0.087313	Coefficient	Man-Own
0.3700	0.3486	0.0353	Prob	
-0.068666	-0.019316	0.230691	Coefficient	Lev
0.0562	0.4421	0.0000	Prob	
-14.93471	-27.72795	4.763142	Coefficient	Size
0.0000	0.0000	0.0092	Prob	
0.104904	0.960042	0.258824	معامل التحديد $R^2$	
0.000004	0.00000	0.000000	الاحتمالية فيشر (prob F)	
FGLS	GLS	OLS	طريقة التقدير	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews (انظر الملاحق 3،4،5)

يمثل الجدول نتائج تقدير النماذج الثلاثة الخاصة ببيانات Panel، ويتضح منه أن القيم

الاحتمالية الكلية للنماذج الثلاثة أقل من (0.05) وهو دليل على أنها مقبولة إحصائياً، كما يبرز الاختلاف

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

بين نتائج النماذج لذا وقبل الاعتماد على هذه النتائج يجب اختيار النموذج الانسب لبيانات الدراسة وبعد ذلك تفسير النتائج المتحصل عليها بعد التأكد من خلوها من المشاكل القياسية.

### الفرع الثاني: المفاضلة بين النماذج

سيتم أولاً اختبار وجود الآثار الفردية أي المفاضلة بين نموذج الآثار الفردية الثابتة ونموذج الآثار الفردية العشوائية مع النموذج التجميعي، ثم بعد ذلك المفاضلة بين نموذج الآثار الفردية الثابتة و نموذج الآثار الفردية العشوائية.

#### 1- اختبار وجود آثار فردية ثابتة

ويقصد بذلك المفاضلة بين النموذج التجميعي مع نموذج الآثار الفردية الثابتة ، أي معرفة فيما إذا كانت الشركات تسلك سلوكاً متشابهاً (هناك تجانس) فيما يخص الحد الثابت (الحد الثابت يفسر تشابه الموضوع الدراسة) أم أن لكل شركة سلوكها الخاص ، وللقيام بهذه المفاضلة تم استخدام الاختبار الذي يوفره برنامج Eviews12 وهو اختبار- Redundant Fixed Effects Tests- الذي يعتمد أيضاً على اختبار فيشر، وقد أعطى النتائج التالية:

#### الجدول رقم(6): نتائج اختبار Redundant Fixed Effects Tests

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	P-value
اختبار Redundant Fixed Effects Tests	654.134780	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews (أنظر الملحق رقم 6)

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن احتمالية الاختبار تساوي 0.0000 وهي أقل من 0,05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية البديلة التي تنص على وجود آثار فردية ثابتة، أي أن النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية الثابتة مقارنة مع نموذج الانحدار التجميعي.

2- اختبار وجود آثار فردية عشوائية

ويتم في هذه الخطوة المفاضلة بين النموذج التجميعي مع نموذج الآثار الفردية العشوائية، وللقيام بهذه المفاضلة سيتم اعتماد الاختبار الذي يوفره برنامج Eviews وهو اختبار Breusch-Pagan والذي أعطى النتائج التالية:

الجدول رقم(7): نتائج اختبار Breusch-Pagan

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	P-value
إختبار Breusch-Pagan	794.8167	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews (أنظر الملحق رقم 7)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار Breusch-Pagan تساوي 0.0000 وهي أقل من 0,05 مما يعني قبول فرضية وجود الآثار الفردية العشوائية، أي النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية العشوائية مقارنة بالنموذج التجميعي .

إذن بعد القيام بهذين الاختبارين (Breusch-Pagan و Redundant Fixed Effects Tests) تبين أن نموذج الآثار الفردية (سواء العشوائية أو الثابتة) أفضل من النموذج التجميعي، وستتم الآن المفاضلة بين كل من نموذج الآثار الفردية الثابتة و نموذج الآثار الفردية العشوائية وذلك باستخدام اختبار هوسمان Hausman Test .

3- اختبار هوسمان (Hausman Test)

للمفاضلة بين نموذج الآثار الفردية الثابتة و نموذج الآثار الفردية العشوائية تم استخدام اختبار هوسمان الذي أعطى النتائج التالية:

الجدول رقم(8): نتائج اختبار Hausman

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	P-value
اختبار Hausman	64.592764	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews (أنظر الملحق رقم 8)

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية اختبار Hausman (0.0000) أقل من 0.05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية و قبول الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار الفردية الثابتة أفضل من نموذج الآثار الفردية العشوائية.

يتضح من النتائج السابقة، أن النموذج الأفضل لتقدير نموذج Panel هو نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)، مقارنة مع النموذج التجميعي (PRM) حيث نجد أن إحصائية فيشر معنوية عند مستوى الدلالة 0.05 ، وبالتالي رفض فرضية العدم، التي تحكم بتجانس قواطع الشركات، ومن أجل المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، تم الاعتماد على اختبار (Breusch and Pagan)، حيث تبين من نتيجة الاختبار رفض فرضية العدم وبالتالي فنموذج الآثار الفردية الثابتة أفضل من نموذج الانحدار التجميعي، ومن ثم نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل مقارنة مع نموذج الانحدار التجميعي.

في حين لمقارنة نموذج التأثيرات الثابتة مع نموذج التأثيرات العشوائية، وباستخدام اختبار (Hausman) يتضح أن قيمة القيمة الاحتمالية هذا الأخير تساوي (0.0000) وهي أقل من 0.05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية و قبول الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار الفردية الثابتة أفضل من نموذج الآثار الفردية العشوائية.

وبالتالي فإن أفضل نموذج لتقدير نموذج الدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة (FEM).

### الفرع الثالث: الاختبارات التشخيصية للنموذج الأنسب

من أجل الاعتماد على نتائج النموذج يجب أن يكون النموذج المقدر خال من المشاكل القياسية التالية:

#### 1- اختبار مشكلة التعدد الخطي

من المناسب حساب معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها من أجل معرفة ما إذا كانت البيانات تعاني من مشكلة التعدد الخطي، والجدول التالي يوضح مصفوفة الارتباط بينها

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

### الجدول رقم (9) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	Inv-Dec	BZ	BMeet	Aud-Com	Dual	Con-Own	Inst-Own	Man-Own	Lev	Size
Inv-Dec	1,000									
BZ	-0,340	1,000								
BMeet	-0,042	-0,222	1,000							
Aud-Com	-0,009	0,067	0,032	1,000						
Dual	-0,045	0,075	-0,069	0,019	1,000					
Con-Own	0,043	-0,266	0,042	-0,015	-0,327	1,000				
Inst-Own	0,108	-0,043	0,014	-0,022	-0,273	0,662	1,000			
Man-Own	0,062	0,082	-0,009	0,079	-0,238	0,671	0,536	1,000		
Lev	0,365	-0,245	0,168	-0,033	-0,034	0,018	0,224	0,102	1,000	
Size	-0,002	0,335	0,016	0,026	-0,215	0,388	0,411	0,484	0,020	1,000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews (الملحق رقم 9)

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن الارتباطات المتقاطعة بين المتغيرات المستقلة غير مرتفعة ما عدا بين الملكية المركزة وكل من الملكية المؤسسية والملكية الإدارية (Inst-Own و Man-Own) أين بلغت قيمة معامل الارتباط 0.66 و 0.67 على التوالي مما يستدعي القيام بالكشف عن مشكلة التعدد الخطي من خلال حساب معامل تضخيم التباين VIF الذي يدل على وجود تعدد أو ازدواج خطي إذا كانت قيمته أكبر من 5. ونتائج هذا المعيار موضحة في الجدول التالي :

### الجدول رقم (10) : معامل تضخم التباين VIF للمتغيرات المستقلة

Variable	Inst-Own	BZ	BMeet	Aud-Com	Dual	Own-Con	Man-Own	Lev	Size
VIF	2,13	1,83	1,09	1,02	1,14	3,56	2,30	1,29	1,69

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

من خلال نتائج الجدول أعلاه يتضح أن جميع المتغيرات المستقلة لها معامل تضخم اقل من 5 ،

$VIF < 5$  ، مما يعني غياب تام لمشكلة التعدد الخطي.

### 2- اختبار مشكلة الارتباط الذاتي

من أجل اختبار وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية تم استخدام اختبار Pesaran

CD الذي أعطى النتائج التالية :

الجدول رقم(11): نتائج اختبار Pesaran CD

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	P-value
اختبار pesaran CD	-1.807201	0.0707

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews (الملحق رقم 10)

من خلال الجدول أعلاه يلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار Pesaran CD تساوي (0,0707) أكبر من 0,05 مما يعني قبول الفرضية الصفرية التي تنص على غياب مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية.

3- اختبار ثبات التباين

للتحقق من فرضية ثبات تباين سلسلة البواقي تم استخدام اختبار Likelihood ratio الذي أعطى النتائج التالية:

الجدول رقم(12): نتائج اختبار Likelihood ratio

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	P-value
Likelihood ratio	18.35209	0.9743

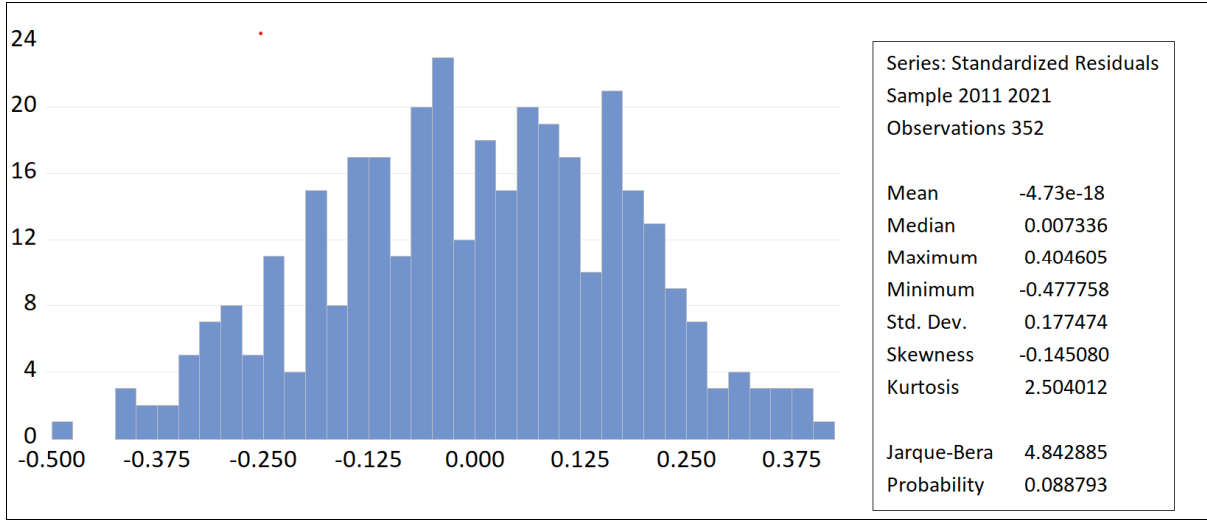
المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews (الملحق رقم 11)

من خلال نتائج اختبار Likelihood ratio يتبين ثبات تباين سلسلة البواقي وذلك لأن مستوى المعنوية يساوي 0.9743 وهو أكبر من 0,05، وبالتالي قبول الفرضية الصفرية التي تنص على غياب مشكلة عدم ثبات التباين.

4- اختبار التوزيع الطبيعي

للتحقق من فرضية التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي تم استخدام اختبار Jarque-Bera الذي أعطى النتائج التالية :

الشكل رقم (3) : اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة بواقي النموذج



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews

من خلال نتائج اختبار جاك بيرا وبالنظر إلى احتمالية الاختبار 0.088 التي كانت أكبر من 0.05 يتأكد أن بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي.

### المطلب الثالث: عرض النتائج واختبار الفرضيات

فسيتم هذا المطلب إلى جزأين يتناول الجزء الأول بالتفصيل نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة وهو النموذج الأنسب لبيانات الدراسة، بينما سيتم في الجزء الثاني مناقشة النتائج التي توصل إليها النموذج وتفسيرها اقتصادياً.

#### الفرع الأول: التحليل الإحصائي

مما سبق أثبتت النتائج أن النموذج الأفضل لتمثيل بيانات الدراسة هو نموذج الآثار الفردية الثابتة (FEM)، وبعد دراسة التلاقيته من الناحية القياسية يصبح بالإمكان الاعتماد عليه في تفسير العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ويلخص الجدول الموالي النتائج التي توصل إليها نموذج الآثار الثابتة.

الجدول رقم (13): نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة

FEM		
Prob	Coefficient	
0.0000	228.6342	الحد الثابت c
0.4921	0.126375	Board size
0.0255	0.326427	Board meetings
0.0315	19.91055	Audit Commission
0.2915	-1.532729	Duality
0.0038	-0.086195	Concentrated Ownership
0.4133	-0.02049	Institutional Ownership
0.3486	0.019315	Managerial Ownership
0.4421	-0.019316	Leverage
0.0000	-27.72795	Size
0.960042		معامل التحديد $R^2$
0.0000		الاحتمالية فيشر (prob F)
GLS		طريقة التقدير

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews (الملحق رقم 05)

#### 1- التحليل العام لنتائج نموذج التأثيرات الثابتة

تم تقدير نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة\* (GLS) ، وفيما يلي تحليل النتائج المستخرجة:

- معامل التحديد  $R^2$  : تساوي قيمة معامل التحديد 0.960042 وهذا يشير إلى أن 96% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع يمكن تفسيرها بواسطة المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج أما الباقي (4%) فتعود لعوامل أخرى، وتعتبر قيمة معامل التحديد عالية جداً، مما يعني أن النموذج يفسر البيانات بشكل جيد.

\* GLS هي طريقة تقدير أفضل من طريقة المربعات الصغرى العادية OLS ، تستخدم خاصة في حالة وجود مشكلة عدم ثبات التباين.

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

- اختبار فيشر F: لدينا القيمة المعنوية لاختبار فيشر تساوي (0.0000) والتي تشير إلى أن النموذج ككل معنوي إحصائياً عند مستوى دلالة 0.05، مما يعني أن هناك تأثيرات جماعية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

### 2- تحليل المعاملات الفردية

فيما يلي تفسير للمعاملات الفردية التي توصل إليها النموذج

- الحد الثابت (c): من جدول نتائج تقدير النموذج يتضح أن قيمة التمثالية الحد الثابت تساوي 0.0000 وهي أقل من 0.05 وبالتالي فالحد الثابت معنوي إحصائياً ويعني أن القيمة المتوسطة للمتغير التابع عندما تكون جميع المتغيرات المستقلة تساوي 228.6342.
- حجم مجلس الإدارة (BZ): بقيمة التمثالية مساوية لـ 0.4921 وهذا يعني أنه غير معنوي إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05 مما يعني أن حجم مجلس الإدارة ليس له تأثير على المتغير التابع.
- اجتماعات مجلس الإدارة (BMeet): أظهر المتغير قيمة التمثالية تساوي 0.0255 وهي قيمة معنوية إحصائياً عند مستوى دلالة 0.05، وذا معلمة موجبة الإشارة مما يشير إلى أن زيادة عدد اجتماعات مجلس الإدارة بولدة والدة تؤدي إلى زيادة في المتغير التابع والمتمثل في حجم الاستثمار الثابت بقيمة 0.326427 وولدة.
- وجود لجنة التدقيق (Aud-Com): ظهرت معلمته بإشارة موجبة وذات قيمة التمثالية 0.0315 وهي قيمة معنوية عند مستوى دلالة 0.05، مما يشير إلى أن وجود لجنة تدقيق له تأثير إيجابي معنوي على المتغير التابع بقيمة 19.91055 وولدة.
- ازدواجية المدير التنفيذي (Dual): لديه قيمة التمثالية 0.2915 وهذا يعني أنه غير معنوي إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05، مما يعني أن ازدواجية المدير التنفيذي ليس لها تأثير على المتغير التابع والمتمثل في قرار الاستثمار.

### الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

- الملكية المركزة (Con-Own): لديه قيمة التماثلية مساوية لـ 0.0038 وهي قيمة معنوية عند مستوى دلالة 0.05 ، وانطلاقاً من الإشارة السالبة للمعلمة فإن العلاقة بين المتغيرين هي علاقة عكسية، أي أن زيادة تركيز الملكية بـ  $\Delta$  و  $\Delta$  تؤدي إلى انخفاض في قرار الاستثمار بقيمة 0.086195 و  $\Delta$ .
  - الملكية المؤسساتية (Inst-Own): بقيمة التماثلية تساوي 0.4133 وهذا يعني أنه غير معنوي إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05، أي أن الملكية المؤسساتية ليس لها تأثير على المتغير التابع.
  - الملكية الإدارية (Man- Own): لديه قيمة التماثلية 0.3486 وهذا يعني أنه غير معنوي إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05، بما يفيد الملكية الإدارية ليس لها تأثير على المتغير التابع.
  - نسبة الرفع المالي (Lev): لديه قيمة التماثلية 0.4421 وهذا يعني أنه غير معنوي إحصائياً عند مستوى الدلالة 0.05، أي أن الديون ليس لها تأثير على المتغير التابع.
  - حجم الشركة (Size): ظهرت معلمته سالبة ودالة إحصائياً كون مستوى المعنوية ساوى 0.0000 وهي قيمة تقل عن مستوى الدلالة 0.05، مما يشير إلى أن زيادة حجم الشركة بـ  $\Delta$  و  $\Delta$  يؤدي إلى انخفاض في المتغير التابع بقيمة 27.72795 و  $\Delta$ .
- وعليه فيمكن القول أن بعض المتغيرات في النموذج (اجتماعات مجلس الإدارة، لجنة التدقيق، وتركيز الملكية، وحجم الشركة) لها تأثير معنوي على المتغير التابع، في حين أن البعض الآخر (حجم مجلس الإدارة، ازدواجية المدير التنفيذي، الملكية المؤسساتية، الملكية الإدارية، ونسبة الرفع المالي) ليس له تأثير معنوي، وأن النموذج يفسر نسبة كبيرة من التغير في المتغير التابع، مما يشير إلى جودة النموذج بشكل عام.

بعد التوصل إلى اختيار النموذج الأفضل للدراسة والاطلاع على مخرجاته، نوازل الآن في عرض

النتائج ومحاولة تفسيرها اقتصاديا بهدف اختبار صحة فرضيات الدراسة من عدمها.

#### 1- التحليل الاقتصادي للنتائج

من خلال الجدول رقم (13) والتحليل الالصائي لمحتواه تبين:

- عدم وجود علاقة بين حجم مجلس الإدارة وقرار الاستثمار؛ أي أن حجم مجلس الإدارة سواء كان كبيرا أو صغيرا فإن ليس له أي تأثير على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

- وجود علاقة معنوية موجبة بين عدد اجتماعات مجلس الإدارة وقرار الاستثمار؛ أي أنه كلما زاد عدد اجتماعات مجلس الإدارة فسوف يكون لذلك تأثير إيجابي على القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها، وذلك نتيجة تعزيز التوازل بين أعضاء مجلس الإدارة؛ الذي يتيح تبادل الآراء والخبرات والأفكار مما يساهم في اتخاذ قرارات استثمارية أكثر فعالية، كما أن تواتر اجتماعات المجلس من شأنه أن يؤدي إلى تطوير استراتيجيات استثمارية طويلة الأمد مما يساعد الشركة على التكيف مع التغيرات في السوق و يعزز قدرتها التنافسية واستدامتها.

- وجود علاقة معنوية موجبة بين وجود لجنة التدقيق وقرار الاستثمار؛ وهذا معناه أن وجود لجنة التدقيق ضمن هيكل الشركة من شأنه أن يؤثر إيجابا على قراراتها الاستثمارية، وهو ما قد يعتبر دليلا على فعالية لجنة التدقيق وقوتها، حيث أن كلا من المستثمرين والإدارة يعتمدون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على المعلومات الموجودة في التقارير المالية، ومدى دقتها وموثوقيتها يؤثر بالتأكيد على جودة تلك القرارات التي ترتبط بشكل مباشر بالتحليل المالي الموثوق. كما أن عمل لجنة التدقيق لا يقتصر فقط على التدقيق المالي، بل أيضا على فحص مدى استدامة

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

استراتيجيات الشركة وفعاليتها على المدى الطويل، وهو ما سيساهم في ضمان تماشي القرارات الاستثمارية للشركة مع الأهداف طويلة الأجل، و أن يتم اتخاذها في إطار من الرقابة والمتابعة المستمرة.

- عدم وجود علاقة بين ازدواجية منصب المدير التنفيذي وقرار الاستثمار؛ أي أن كون المدير التنفيذي هو نفسه رئيس مجلس الإدارة لا يؤثر على قرارات الاستثمار في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

- وجود علاقة معنوية سالبة بين تركيز الملكية وقرار الاستثمار؛ أي أن تركيز الملكية في يد عدد قليل من المالكين والمساهمين سوف يؤثر سلبا على قرار الاستثمار، وهو ما يمكن إرجاعه إلى تركيز كبار المساهمين على العوائد قصيرة الأجل واتجاههم نحو تحقيق العوائد الفورية، أي أنهم يفضلون استراتيجيات استثمارية تهدف إلى زيادة الأرباح قصيرة الأجل بدل الاستثمار في الأجل طويلة الأجل التي على الأرجح تحتاج سنوات لاسترداد أموالها. إضافة إلى امكانية تفضيل كبار المساهمين للاحتفاظ بقدر أكبر من السيولة بدلا من تخصيص الأموال في استثمارات رأسمالية طويلة الأجل. أيضا من الممكن تفسير هذه النتيجة بأن تركيز الملكية في أغلب الأحيان يكون بيد العائلات والتي تميل إلى الحصول على توزيعات الأرباح وتركز على الربحية في الأجل القصير وبالتالي لا تهتم بالاستثمار طويل الأجل.

- عدم وجود علاقة بين الملكية المؤسسية وقرار الاستثمار، أي أن امتلاك المؤسسات المالية والشركات الاستثمارية لحصص كبيرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي ليس له تأثير على القرارات الاستثمارية لهذه الأخيرة.

- عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية وقرار الاستثمار؛ أي أن امتلاك الإدارة لأسهم في الشركات الصناعية الأردنية ليس له أي تأثير على قراراتها الاستثمارية.

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

- عدم وجود علاقة بين نسبة الرفع المالي وقرار الاستثمار، أي أن نسبة الاعتماد على الاستدانة في الهيكل التمويلي ليس له أي تأثير على القرار الاستثماري للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي .

- وجود علاقة معنوية سالبة بين حجم الشركة وقرار الاستثمار، قد ينتج هذا التأثير العكسي عن زيادة وتعقيد الاجراءات الناتجة عن زيادة حجم الشركة، مما يؤدي إلى بطئ عملية اتخاذ القرار ، إضافة إلى أن الشركات كبيرة الحجم تتصف بأنها أقل قدرة على التكيف مع التغيرات السريعة في السوق، مما يجعل قدرتها على استغلال الفرص الاستثمارية الجديدة أقل. كما ان كبر حجم الشركة يجعل عملية تحليل المخاطر المتعلقة بالاستثمار تتطلب المزيد من الوقت والموارد ، مما قد يؤثر سلبا على عملية اتخاذ القرار.

### 1- نتائج اختبار الفرضيات

بعد عرض نتائج النموذج ومناقشتها، يمكن توضيح نتائج اختبار الفرضيات كما يلي:

- اختبار الفرضية الجزئية الأولى: والتي تشير إلى أنه: " يوجد أثر معنوي لحجم مجلس الإدارة على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي"، وتشير نتائج نموذج الدراسة إلى أنه و بالرغم من الإشارة الموجبة للعلاقة بين المتغيرين إلا أنها غير معنوية . وبالتالي فقد تم رفض الفرضية الجزئية الأولى.

- اختبار الفرضية الجزئية الثانية: والقائلة بأنه: " يوجد أثر معنوي لعدد اجتماعات مجلس الإدارة على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي"، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي موجب لعدد اجتماعات مجلس الإدارة على قرار الاستثمار ، وبالتالي تم قبول الفرضية الجزئية الثانية.

- اختبار الفرضية الجزئية الثالثة: والتي تشير إلى أنه " يوجد أثر معنوي لوجود لجنة التدقيق على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي"، حيث أثبتت نتائج

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

الدراسة أن هناك تأثير معنوي موجب لوجود لجنة التدقيق على قرار الاستثمار، وعليه فقد تم قبول الفرضية الجزئية الثالثة.

- اختبار الفرضية الجزئية الرابعة: تقول هذه الفرضية بأنه "يوجد أثر معنوي لازدواجية منصب المدير التنفيذي على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي"، وقد أظهرت النتائج عدم وجود أي تأثير لازدواجية المدير التنفيذي على قرار الاستثمار، وبالتالي فقد تم رفض الفرضية الجزئية الرابعة.

- اختبار الفرضية الجزئية الخامسة: القائلة بأنه "يوجد أثر معنوي للملكية المركزة على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي"، قد أثبتت النتائج وجود تأثير سلبي لتركيز الملكية على القرار الاستثماري، وبالتالي فقد تم قبول الفرضية الجزئية الخامسة.

- اختبار الفرضية الجزئية السادسة: والقائلة بأنه "يوجد أثر معنوي للملكية الإدارية على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي"، حيث أثبتت النتائج عدم وجود أي تأثير للملكية الإدارية على قرار الاستثمار، وبالتالي فقد تم رفض الفرضية الجزئية السادسة.

- اختبار الفرضية الجزئية السابعة: "يوجد أثر معنوي للملكية المؤسسية على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي"، وقد توصلت النتائج إلى عدم وجود أي تأثير للملكية المؤسسية على قرار الاستثمار، وبالتالي فقد تم رفض الفرضية الجزئية السابعة.

- من خلال اختبار الفرضيات الجزئية المتعلقة بخصائص مجلس الإدارة والتي تؤكد وجود أثر إيجابي معنوي لكل من عدد اجتماعات مجلس الإدارة ووجود لجنة التدقيق على قرار الاستثمار للشركات محل الدراسة، فإنه يمكن قبول الفرضية الفرعية الأولى والتي تنص على

## الفصل الثالث: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي

أنه: "يوجد أثر معنوي لخصائص مجلس الإدارة على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي"، ولكن ليست جميعها.

- بعد اختبار الفرضيات الجزئية المتعلقة بهيكل الملكية، يتضح أن هناك تأثيرا معنويا سلبيا للملكية المركزة دون باقي أنواع الملكية على قرار الاستثمار للشركات محل الدراسة، وبالتالي قبول الفرضية الفرعية الثانية القائلة بأنه: "يوجد أثر معنوي لهيكل الملكية على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي".

- من خلال قبول الفرضيتين الفرعيتين فإنه يتم قبول الفرضية الرئيسة التي مفادها: "يوجد أثر معنوي لحوكمة الشركات على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي"، حيث كان هذا الأثر من خلال كل من عدد اجتماعات مجلس الإدارة، وجود لجنة التدقيق، وكذا الملكية المركزة دون باقي الآليات.

قبل عرض النتائج التي تم التوصل إليها، ارتأت الباحثة في المقام الأول أن تعرف بسوق عمان المالي من خلال تبيان أبرز المحطات التي مر بها خلال نشأته، ثم التطرق إلى التجربة الأردنية في مجال الحوكمة حيث تطرقت الباحثة إلى أهم القوانين التي كان لها أثر كبير ودور في بلورة تعليمات الحوكمة التي تخضع لها الشركات الأردنية المدرجة على غرار قانون الشركات وقانون الأوراق المالية، إضافة إلى تطبيقات وأبعاد الحوكمة في الأردن.

كما تطرق المبحث الثاني من الفصل إلى منهجية الدراسة، والتي تم التفصيل فيها من خلال التعرض لمجتمع الدراسة وعينتها وكيفية جمع البيانات، مع التعريف بمتغيرات الدراسة وطرق قياسها وولاء إلى بناء نموذج الدراسة. كما أسهبت الباحثة في كيفية اختيار طريقة التقدير في نماذج البانل، ثم بعدها التعريف بأهم الاختبارات التي يجب إخضاع النموذج لها التي يتم التأكد من إمكانية اعتماد نتائجها.

استعرض الفصل التطبيقي نتائج اختبار نموذج الدراسة، حيث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات، كشفت النتائج أن حوكمة الشركات تؤثر على القرارات الاستثمارية للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي من خلال خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية. حيث تبين أن لكل من عدد اجتماعات مجلس الإدارة ووجود لجنة التدقيق ضمن هيكل الشركة تأثير إيجابي على قرار الاستثمار، بينما تؤثر الملكية المركزة وحجم الشركة سلباً على هذا الأخير، فيما لم تثبت النتائج وجود أي أثر لكل من حجم مجلس الإدارة، ازدواجية المدير التنفيذي، الملكية الإدارية والملكية المؤسسية على قرار الاستثمار.

الخاتمة

يعتبر القطاع الصناعي في الأردن من القطاعات المهمة إن لم يكن أهمها على الإطلاق، لما يساهم به في عملية النمو الاقتصادي بشكل مباشر أو غير مباشر من خلال علاقته بباقي القطاعات. كما أنه يتيح العديد من الفرص الاستثمارية، مما جعل الشركات تعيد النظر في قراراتها المالية ولاسيما منها القرارات الاستثمارية، والتي تعد من الأدوات الهامة التي تسعى من خلالها الشركات إلى تحقيق أهدافها والتي تتمحور حول الاستدامة وتعظيم ثروة المساهمين. ويعتبر قرار الاستثمار من أهم وأخطر القرارات التي تتخذها الإدارة، لما يتميز به من خصائص تجعل مجرد الإقدام على اتخاذه خطوة مهمة جدا من الصعب الرجوع فيها.

ونتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المساهمين والإدارة، قد تقوم هذه الأخيرة باتخاذ قرارات لا تركز على تعظيم ثروة المساهمين. مما يجعل من الأهمية بمكان الاعتماد على أدوات تقرب بين مصالح الإدارة والمساهمين، ولعل الاعتماد على آليات لوكمة الشركات هو أفضل ل ذلك. ويعتبر مجلس الإدارة أهم آلية داخلية كونه ينوب عن المساهمين داخل الشركة ويسهر على الحفاظ على حقوقهم ومصالحهم من خلال الرقابة على سلوك الإدارة. إلى جانب هيكل الملكية الذي يمثل بدوره آلية رقابية مهمة يمكن استخدامها لتوجيه قرارات الإدارة نحو ما يخدم مصلحة المساهمين ويعظم قيمتهم.

وقد بحثت الدراسة الحالية أثر لوكمة الشركات على قرار الاستثمار للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، حيث أُجريت على عينة مكونة من 32 شركة للفترة الممتدة بين 2010 و 2021. وقد تم اعتماد نسبة لافي الأ لول الثابتة إلى إجمالي الأ لول كمقياس لقرار الاستثمار، أما لوكمة الشركات فقد تم قياسها بكل من خصائص مجلس الإدارة التي تمثلت في حجم مجلس الإدارة، عدد اجتماعاته، وجود لجنة التدقيق، وازدواجية المدير التنفيذي. إلى جانب هيكل الملكية والذي تمثل في الملكية المركزة، الملكية الإدارية والملكية المؤسسية.

## الخاتمة

وبعد تحليل البيانات التي تم الحصول عليها <sup>٢٧</sup> من الشركات الصناعية عينة الدراسة، نأتي على ذكر أهم النتائج التي تم التوصل إليها بناء على تحليل نموذج الدراسة.

ملخص أهم النتائج: يمكن تلخيص أهم النتائج في النقاط التالية:

- تمثل <sup>٢٨</sup> في الأ <sup>٢٩</sup> من الثابتة إلى إجمالي الأ <sup>٣٠</sup> ما نسبته 33% بالتقريب، كدلالة على أن الشركات محل الدراسة تميل إلى الاستثمار في الأ <sup>٣١</sup> من الجارية بهدف تحقيق الربحية، وهو ما قد يعتبر أيضا مؤشرا على انخفاض الفرص الاستثمارية المتاحة أم الشركات ومحدوديتها.
- بلغ حجم مجلس إدارة الشركات محل الدراسة 8 أعضاء ويمكن اعتباره مثاليا إذ أنه ليس بالحجم الكبير الذي يؤدي إلى خلق <sup>٣٢</sup> في التوافق بين أعضاء المجلس والتي ينتج عنها إعاقة التوافق <sup>٣٣</sup> إلى قرارات، كما أنه ليس بالحجم الصغير الذي يؤثر على تنوع الكفاءات والخبرات.
- وتشكل مجلس إدارة الشركات الصناعية محل الدراسة من 8 أعضاء يتماشى مع ما ورد في تعليمات <sup>٣٤</sup> من الشركات المدرجة لسنة 2017 بأن مجلس الإدارة يجب أن يتكون مما لا يقل عن 5 أعضاء ولا يزيد عن 13 عضوا.
- تعقد الشركات الصناعية الأردنية في المتوسط 7 اجتماعات سنويا، وبالتالي فهي تلتزم بما ورد في تعليمات <sup>٣٥</sup> من الشركات المدرجة لسنة 2017، والتي تنص على وجوب عقد 6 اجتماعات سنوية على الأقل.
- بلغ متوسط الملكية المركزة تقريبا 58% كدليل على أن أغلب الشركات الصناعية الأردنية تعتمد على هيكل الملكية المركز، وهي إحدى مميزات الملكية في دول الشرق الأوسط وشرق آسيا، ويعود ذلك إلى كون أغلبية الشركات في سوق عمان المالي ذات ملكية عائلية.
- قدر متوسط الملكية الإدارية بـ 46% بالتقريب، وهي نسبة قد تعتبر مرتفعة بعض الشيء ويمكن تفسيرها أيضا بكون الملكية في معظم الشركات الأردنية عائلية وهو ما يجعل أعضاء مجلس الإدارة يمتلكون أسهما في الشركة.

## الخاتمة

- بلغت الملكية المؤسسية في المتوسط 43% بالتقريب، وهو ما يعكس ارتفاع نسبة الأسهم التي تملكها المؤسسات المالية والاستثمارية في الشركات الصناعية محل الدراسة.
- تميل الشركات الصناعية محل الدراسة إلى اعتماد سياسة اقتراض محافظة، <sup>٢٧</sup>يث تعتمد في تمويل استثماراتها على 33% من الديون، هذا لأن الاعتماد على الاقتراض بشكل كبير قد يخلق مشاكل وكالة بين المساهمين والدائنين الذين لا يرغبون في تبني سياسة مضغوطة، كما أن ارتفاع نسبة الرفع المالي قد تؤدي إلى ظهور <sup>٢٨</sup>تمتلات الافلاس نتيجة ارتفاع تكلفة الاقتراض.
- وجود أثر إيجابي لعدد اجتماعات مجلس الإدارة على القرارات الاستثمارية للشركات الصناعية الأردنية، وهذا يعني أن عقد اجتماعات دورية من شأنه أن يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية تؤدي إلى استدامة الشركة، وذلك نظرا لتبادل الخبرات و الآراء الذي يحدث خلال تلك اللقاءات.
- وجود أثر إيجابي لوجود لجنة التدقيق ضمن هيكل الشركات على قرارها الاستثماري، <sup>٢٩</sup>يث أن هذا الأخير يتم اتخاذه بناء على المعلومات المالية التي تسهر لجنة التدقيق على شفافيتها، <sup>٣٠</sup>يث تستخدم تلك المعلومات في تحليل المخاطر بهدف اختيار الفرص الاستثمارية التي تحقق أهداف الشركة.
- وجود أثر سلبي للملكية المركزة على قرار الاستثمار، وهو ما يعكس قدرة كبار المساهمين على التأثير في قرارات الإدارة وتوجيهها <sup>٣١</sup>سب مصالحهم الشخصية، وهذا التأثير السلبي ينتج عن ميل كبار المساهمين إلى تحقيق الربحية في الأجل القصير عوض التركيز على استدامة الشركة التي تتحقق بالتركيز على الفرص الاستثمارية طويلة الأجل.
- يؤثر حجم الشركات بشكل سلبي على قرارات الاستثمار، ما يعني أن زيادة حجم الشركة يقابله انخفاض في نسبة الأ <sup>٣٢</sup>ول الثابتة إلى إجمالي الأ <sup>٣٣</sup>ول، لأن الشركات تميل إلى الاستثمار في الأ <sup>٣٤</sup>ول الجارية والأ <sup>٣٥</sup>تفاض بالسيولة أكثر من الاستثمار في الأ <sup>٣٦</sup>ول الثابتة.
- عدم وجود أي تأثير لحجم مجلس الإدارة على القرار الاستثماري للشركات محل الدراسة.

## الخاتمة

- عدم وجود تأثير لازدواجية المدير التنفيذي على قرار الاستثمار للشركات الصناعية الأردنية المدرجة.
  - عدم وجود تأثير للملكية الإدارية على القرار الاستثماري للشركات الصناعية محل الدراسة.
  - عدم وجود تأثير للملكية المؤسسية على قرار الاستثمار للشركات الصناعية الأردنية المدرجة.
  - لا تؤثر نسبة الرفع المالي على القرارات الاستثمارية للشركات الصناعية محل الدراسة.
- التوصيات: بعد إدراج أهم النتائج التي خلصت إليها الدراسة، يمكن إقتراح بعض التوقييات التي من شأنها أن تعزز القرارات الاستثمارية للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي بالاعتماد على آليات التوكمة الشركات:
- التركيز على الاستثمار في الفرص الاستثمارية طويلة الأجل التي رغم مخاطرها إلا أنها تحقق عوائد أكبر على المدى الطويل، وتضمن استقرار الشركة واستمرارها خا التقيية إذا كانت مبنية على أسس علمية.
  - ضرورة توعية الجهات المسؤولة عن اتخاذ القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية الأردنية وتدريبها على إدارة الأؤول الثابتة، بهدف تزويدهم بالمعارف والخبرات اللازمة لتخصيص الموارد المالية المتالتقي في الاستخدامات المثلى التي تؤدي إلى التوسع الرأسمالي.
  - التأكيد على التزام الشركات بتعليمات الحوكمة، خا التقيية فيما يتعلق بازدواجية المدير التنفيذي، التقييث أنه التقي في التقي الفصل بين منصبه ومنصب رئيس مجلس الإدارة إلا أن طابع الملكية العائلية الذي يغلب على الشركات الأردنية، يؤثر على استخدام هذا الفصل كآلية رقابية خا التقيية من خصائص مجلس الإدارة التي من شأنها أن تضمن استقلاليتها.
  - تفعيل دور هيكل الملكية والذي يعتبر آلية رقابية على أداء الإدارة، التقييث أن ارتفاع نسب الملكية في بعض الحالات يعكس دورها، وبالتالي سيكون من الأفضل تحديد نسب للملكية الإدارية، الملكية المؤسسية والملكية المركزة.

- على أن ينعى القرار الموازنة بين العائد والمخاطرة عند اتخاذ قرار الاستثمار بما يخدم أصحاب المصلحة.

- خفض تكلفة الاقتراض لتمكين الشركات من الوفاء إلى مصادر التمويل الخارجي.  
- تشجيع إدارات الشركات على زيادة حجم الاستثمار الرأسمالي نظرا لتأثيره على قيمة الشركة واستدامتها.

### آفاق الدراسة

على ضوء ما انتهت إليه الدراسة من نتائج وتوصيات، فإنه من الضرورة إجراء المزيد من الدراسات المستقبلية التي تربط بين ممارسات الحوكمة وقرار الاستثمار، ولعل من أهم ما يمكن تناوله:

- إجراء المزيد من الدراسات المشابهة مع توسيع عينة الدراسة لتشمل القطاعات الأخرى كالقطاع المالي وقطاع الخدمات.

- إجراء دراسات مشابهة مع قياس قرار الاستثمار من جانب المستثمرين.  
- التعمق في الموضوع أكثر بالتركيز على متغيرات مستقلة أخرى كاستقلالية مجلس الإدارة، مؤهلات أعضائه، واستقلالية لجنة التدقيق.

- دراسة أثر هيكل الملكية على قرار الاستثمار بالاعتماد على أنواع أخرى من الملكية كالملكية العائلية، الأجنبية والحكومية إلى جانب أنواع الملكية المستخدمة في الدراسة الحالية.

- إجراء الدراسة في بيئة أخرى كالبيئة الجزائرية.

- دراسة أثر ووكمة الشركات على أبعاد أخرى للقرار المالي كقرار التمويل وقرار توزيع الأرباح.

- بناء مؤشر لقياس ووكمة الشركات وفحص تأثيرها على قرارات المستثمرين.

- دراسة أثر ووكمة الشركات على قرارات الاستثمار في البحث والتطوير.

# قائمة المراجع

1- الكتب

- 1- أمل أمد طعمة، اتخاذ القرار و السلوك القيادي: برنامج تدريبي، الطبعة الثانية، دبيونو للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 2- جون سوليفان وآخرون، حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرين، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2003.
- 3- خلفان أمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 4- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009.
- 5- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن، 2009.
- 6- ديفيد لاركر، بريان تيان، مسائل حوكمة الشركات نظرة فاحصة على الخيارات التنظيمية وتبعاتها، ترجمة: عبدالله بن نا أبوثنين، مركز البحوث والدراسات، المملكة العربية السعودية، 2017.
- 7- طارق عبد الرؤوف عامر، ايهاب عيسى المصري، صناعة واتخاذ القرار، الطبعة الأولى، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2015.
- 8- طارق عبد العال أمد، حوكمة الشركات (المفاهيم-المبادئ-التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005.
- 9- طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

## قائمة المراجع

- 10- عادل مبروك محمد، نجلاء عبد المنعم إبراهيم، مبادئ التمويل والإدارة المالية من منظور إسلامي، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2024.
- 11- عامر طوقان، الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسات الجدوى، دار البيروني للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.
- 12- عباس جواد الركابي وآخرون، اتخاذ القرارات التربوية والادارية بين الواقع و الطموح، دار أمجد للنشر، عمان، الأردن، 2018.
- 13- عبد العظيم بن محسن الحمدي، حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، دار الكتب الوطنية، 2020، اليمن.
- 14- عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة 21 سن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2015.
- 15- عدنان بن 21يدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، 2007.
- 16- عصام فتحي زيد أ 21مد، تقييم المشروعات التنموية والاجتماعية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2020.
- 17- علي عبد المجيد، الإدارة الحديثة أسس ومبادئ وغايات، وكالة الصحافة العربية، 2021.
- 18- علي فلاح الزعبي، أ 21مد دودين، الأسس والأصول العلمية في إدارة الأعمال، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2016.
- 19- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمارين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 20- كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات: تحليل نظري وتطبيقي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.

## قائمة المراجع

- 21- كمال سلطان محمد سالم، الاقتصاد القياسي، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، 2014.
- 22- مدحت محمد محمود أبو النصر، الحوكمة الرشيدة فن إدارة المؤسسات عالية الجودة، المجموعة العربية للنشر، القاهرة، مصر، 2015.
- 23- محسن باعمر، نظم دعم القرار، دار العلوم العربية للنشر والتوزيع والإعلام، القاهرة، مصر، 2016.
- 24- محمد الفاتح محمود بشير المغربي، التمويل والاستثمار في الاسلام، الطبعة الأولى، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، 2018.
- 25- محمد الفاتح محمود بشير المغربي، حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، 2020.
- 26- محمد القدومي و آخرون، المفاهيم الإدارية الحديثة، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- 27- محمد سائل، التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2019.
- 28- محمد غياث شيخة، الاستثمار (المبادئ-الأدوات-المخاطر والتقييم)، دار رسلان للنشر والطباعة والتوزيع، دمشق، سوريا، 2022.
- 29- محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي والإداري-دراسة مقارنة-، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2006.
- 30- مؤيد عبد الحسين الفضل، نظريات اتخاذ القرارات: منهج كمي، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 31- نواف كنعان، اتخاذ القرارات الإدارية بين النظرية والتطبيق، الطبعة التاسعة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.

## قائمة المراجع

32- نوال عبد الكريم الأشهب، اتخاذ القرارات الإدارية: أنواعها ومراحلها، دار أمجد، عمان، الأردن، 2015.

33- هوارى معراج وآخرون، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار كنوز المعرفة، عمان، الأردن، 2013.

34- راشيل بلاكمان، روتس10: حوكمة المؤسسات، ترجمة: وجدي وهبة، مؤسسة تيرفند للتنمية، 2006.

35- سحر علي عمر، الإدارة واتخاذ القرار، نسخة الكترونية موجودة على الرابط:

[Google.dz/books/edition/اتخاذ\\_القرار/yw\\_LEAAAQBAJ?hl=fr&gbpv=1](https://www.google.dz/books/edition/اتخاذ_القرار/yw_LEAAAQBAJ?hl=fr&gbpv=1)

### 2: المجالات

36- أنوار عباس الهنداوي، وليد محسن عويد، الآليات الخارجية للحكومة وأهميتها في تعزيز مستوى الإفصاح الاجباري في الجامعات الأهلية العراقية- بحث تطبيقي في عينة من الجامعات الأهلية العراقية، مجلة كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة الكوفة، العدد 68، الجزء 1، 2023، ص ص: 391-414.

37- أيمن سليمان القطاونة، مدى توافق ابعاد وخصائص الحاكمية المؤسسية وأثرها في دافعية العمل في البنوك التجارية العاملة في الاردن، مجلة العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 1، 2011، ص ص: 76-102.

38- بلقاسم بوفاتح، لخضر لعروس، دور مجلس الإدارة في إطار حوكمة الشركات، مجلة المقريري للدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 1، العدد 2، ديسمبر 2017، ص ص: 39-61.

39- ننان طرطار، علي اليازيد، فعالية القرار الاستثماري في ترشيد الاستثمارات، مجلة العلوم الانسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 8، العدد 3، ديسمبر 2021، ص ص: 53-69.

## قائمة المراجع

40- السيد محمود الحناوي، أثر هيكل الملكية على جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على

الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، موجود على الموقع:

[https://abj.journals.ekb.eg/article\\_126515\\_427e65aa05302942a731358d80ae07a](https://abj.journals.ekb.eg/article_126515_427e65aa05302942a731358d80ae07a)  
f.pdf

41- فيروز مدفوني، مراد كواشي، دور هيكل الملكية كأحد آليات حوكمة الشركات في ترشيد قرار

الاستثمار، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 10، العدد 01، جوان 2023، ص ص:

448-429.

42- مجدي محمد سامي، دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية

المنشورة في بيئة الأعمال المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية،

المجلد 46، العدد 02، 2009.

43- محمد بوهدة وآخرون، حوكمة الشركات في ظل النظريات التعاقدية وسبل ارسائها في بيئة

الأعمال الجزائرية، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 10، العدد 2، 2020، ص ص: 435-411.

44- محمد نور الدين بن قراش، صحراوي بن شيحة، مجلس الإدارة وإسهاماته في حوكمة فعالة

للشركات- دراسة نظرية تحليلية-، مجلة الابتكار والتسويق، المجلد 5، العدد 1، جانفي 2018،

ص ص: 55-31.

45- مصطفى هارون عز الدين، الشريف بكر أحمد مسين، آليات حوكمة الشركات ودورها في

تحقيق فاعلية التحفظ المحاسبي، مجلة العلوم الإدارية، جامعة افريقيا العالمية، العدد (3)،

جوان 2019، ص ص: 268-217.

46- مها محمود رمزي ربحاوي، الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين والتعليمات (حالة

دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية

والقانونية، المجلد 24، العدد الأول، 2008، ص ص: 125-89.

## قائمة المراجع

47- مهدي شرقي، مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة-حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري-، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، عدد 01، 2015، ص ص: 135-156.

48- نبيل مادي، عبد الصمد عمر علي، النماذج الدولية لحوكمة المؤسسات دراسة مقارنة للولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا، ص ص: 827-851 موجود على الموقع: [dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bistream/123456789/7627/1/hamadi\\_nabil.pdf](http://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bistream/123456789/7627/1/hamadi_nabil.pdf)

### 3: المؤتمرات والملتقيات

49- العياشي زرزار، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الافصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية للشركات، الملتقى الدولي الأول حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة: واقع، رهانات وآفاق، جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي-، 7-8 ديسمبر 2010.

50- بتول محمد نوري، علي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 2، العدد 2، 2011.

51- عمار بن عيشي، سامي عمري، تطبيق قواعد الحوكمة وأثره على الافصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية: دراسة حالة شركات المساهمة الجزائرية – حالة ولاية بسكرة-، الملتقى الدولي الأول حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة: واقع، رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 7-8 ديسمبر 2010.

52- جميلة الجوزي، دور الحوكمة في جذب الاستثمار الاجنبي المباشر إلى الدول العربية، ورقة بحث مقدمة للمؤتمر الثاني حول: القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الاعمال الحديثة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 14-15 أبريل 2009.

## قائمة المراجع

53- رشيد دريس، دور الحوكمة في إدارة المخاطر، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن [قول]:

دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم

التسيير، جامعة [سبية بن بوعللي، الشلف، الجزائر، 19-20 نوفمبر 2013.

54- محمد تقوروت، رشيد بوحجر، دور الحوكمة في الاصلاح الاداري و التعليمي للمؤسسات

الجامعية، الملتقى الدولي الثامن بعنوان: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات و الاقتصاديات،

جامعة الشلف، 19-20 نوفمبر 2013.

55- هشام عمر [مودي عبد، عزيزة بن سمينة، إدراج أليات المحاسبة عن زكاة الأموال ضمن لوائح

الحوكمة بهدف تفعيل أداء الشركات، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن [قول]: دور

الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم

التسيير، جامعة [سبية بن بوعللي، الشلف، الجزائر، 19-20 نوفمبر 2013.

### 4: الأطروحات والرسائل

56- ابراهيم منصور ابراهيم الطويل، العلاقة التكاملية بين المراجعة الداخلية والخارجية ودورها في

تفعيل مبادئ الحوكمة نحو الأداء المالي (دراسة استطلاعية على المصارف التجارية الليبية)،

أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمحاسبة، جامعة أم البواقي، 2021/2022.

57- أميرة دباش، دور مخرجات النظام المحاسبي المالي في ترشيد القرارات الاستثمارية في المؤسسة

الاقتصادية-دراسة حالة مؤسسة أن، سي، أروبية-، أطروحة دكتوراه تخصص: مالية وبنوك،

جامعة أم البواقي، 2016.

58- أمينة فداوي، دور ركائز حوكمة الشركات في الحد من ممارسات المحاسبة الابداعية- دراسة

عينة من الشركات المساهمة الفرنسية المسجلة بمؤشر SBF 250 -، أطروحة دكتوراه،

تخصص: مالية، محاسبة والتسويق في المؤسسة، جامعة عنابة، 2014.

## قائمة المراجع

- 59- انتصار عيسى علي عبدالله، لجان المراجعة في ظل حوكمة الشركات وأثرها على جودة التقارير المالية (دراسة ميدانية على عينة من المصارف السودانية)، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، كلية الدراسات العليا والبحث العلمي، جامعة الرباط الوطني، السودان، 2016.
- 60- جميلة خرخاش، أثر تطبيق حوكمة الشركات في تفعيل أنظمة الرقابة الداخلية لدى البنوك التجارية الجزائرية-دراسة استشرافية-، أطروحة دكتوراه، تخصص: بنوك، مالية ومحاسبة، جامعة المسيلة، 2018.
- 61- عيسى عبد الحسن علي الضرب، أثر العائد والمخاطرة وقرار الاستثمار في الأداء المالي للمصرف (دراسة تحليلية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، رسالة ماجستير في علوم إدارة الأعمال، جامعة كربلاء، العراق، 2017.
- 62- ريم عبد الكريم سعيد، الرفع المالي وأثره على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة في فلسطين، مذكرة ماجستير في برنامج المنازعات الضريبية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2020.
- 63- سليم بن ريمون، أثر الإفصاح المحاسبي على جودة القرارات الاستثمارية دراسة حالة: مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2018-2019.
- 64- سميرة جوادي، أثر تطبيق الحوكمة على الأداء المالي لشركات التأمين التكافلي، أطروحة دكتوراه علوم اقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، جامعة ورقلة، 2019/2020.
- 65- سناء مالطي، جودة التدقيق الخارجي وآليات حوكمة المؤسسات: دراسة ميدانية في السياق الجزائري، أطروحة دكتوراه، تخصص تدقيق مالي ومحاسبي، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، 2019-2020.

## قائمة المراجع

66- عثمان عثمانية، حوكمة الشركات بالمؤسسة الجزائرية في ضوء التجارب الأمريكية والأوروبية

دراسة حالة: شركة أن سي أ NCA روية، أطروقة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص

استراتيجية مالية، جامعة يحي فارس-المدية-، 2017-2018.

67- كريمة بوكرومة، أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية

المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2000-2018)، أطروقة دكتوراه علوم ، تخصص

مالية، جامعة أم البواقي، 2018-2019.

68- نعيمة عبيدي، أثر هيكل الملكية في تحقيق فعالية حوكمة الشركات- دراسة حالة الجزائر:

بالاسقاط على عينة من المؤسسات المساهمة خلال الفترة 2010-2013-، أطروقة دكتوراه في

علوم التسيير، جامعة قا لادي مباح، ورقلة، 2015-2016.

### 5: نشرات وهيئات رسمية

69- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، دليل استرشادي حول قواعد حوكمة الشركات المدرجة

بالأسواق المالية العربية، دبي، 2017.

70- أساسيات الحوكمة: مصطلحات ومفاهيم، سلسلة النشرات التثقيفية لمركز أبوظبي للحوكمة،

غرفة أبوظبي، على الرابط: [https://arabgovernance.net/?page\\_id=468](https://arabgovernance.net/?page_id=468)

71- اوراق المالية/ البطاقة التعريفية/ نشأة هيئة الاوراق المالية ومراقب تطورها، على الرابط:

<https://www.jsc.gov.jo/page/ar/identitycard>

72- بورصة عمان/ انواع الاوراق المالية، على الرابط: <https://exchange.jo/ar/almntjat-w->

[alkhdat/khdat-altawl/anwa-alawraq-almalyt](http://alkhdat/khdat-altawl/anwa-alawraq-almalyt)

73- بورصة عمان/ متطلبات الادراج على الرابط: <https://www.ase.com.jo/ar/almntjat-w->

[alkhdat/khdat-aladraj/mtlbat-aladraj](http://alkhdat/khdat-aladraj/mtlbat-aladraj)

74- بورصة عمان/ من نحن، على الرابط: <https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n->

[albwrst/mn-nhn/mn-nhn](http://albwrst/mn-nhn/mn-nhn)

## قائمة المراجع

75- بورصة عمان، التقرير السنوي لسنة 2021. على الرابط:

<https://ase.com.jo/sites/default/files/202209/Final%20Annual%20Report.pdf>

76- خالد الطراونة، حوكمة الشركات في الاردن، ورقة بحثية مقدمة من غرفة تجارة عمان، 16/08/2018، على الرابط: <https://www.ammanchamber.org.jo/studies/details/>

77- الكسندر شكولينكوف، أندرو ولسون، من شركات مستدامة إلى اقتصادات مستدامة: حوكمة الشركات كأداة تنموية، مركز المشروعات الدولية الخا، مصر الجديدة، القاهرة، ص: 05.

على الرابط: <https://www.transparency.org.kw.au-ti.org/upload/books/30.pdf>

78- مجلس النقد والتسليف، دليل الحوكمة لدى المصارف الاسلامية العاملة في الجمهورية العربية السورية، مصرف سورية المركزي، الجمهورية العربية السورية، 1-4-2009.

79- الموقع الرسمي للحكومة الالكترونية / المؤسسات الحكومية/ بورصة عمان، على الرابط:

<https://portal.jordan.gov.jo/wps/portal/Home/GovernmentEntities/gencies/Agency/Amman%20Stock%20Exchange?nameEntity=Amman%20Stock%20Exchange&entityType=otherEntity>

80- النشرة التعريفية الخا بإدراج أسهم الشركات في بورصة عمان، مقدمة من بورصة عمان،

2022، على الرابط: [https://www.ase.com.jo/ar/library-and-publications?publication\\_category=17](https://www.ase.com.jo/ar/library-and-publications?publication_category=17)

81- هيئة الأوراق المالية الاردنية، تعليمات حوكمة الشركات المساهمة المدرجة، 2017، على الرابط:

[https://www.ase.com.jo/sites/default/files/201811/Corporate\\_Governance\\_Regulations.pdf](https://www.ase.com.jo/sites/default/files/201811/Corporate_Governance_Regulations.pdf)

6: مراجع اخرى

82- أسماء كردوسي، محاضرات في حوكمة الشركات، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة 8 ماي

1945، قالمة، 2018.

ثانيا: المراجع باللغة الاجنبية

**1: Livres**

- 84- Fisher. I, **The Elementary Principles of Economics**, The MACMILLAN Company, New York,1913.
- 85- Gujarati, D, **Econometrics by example**, Palgrave Macmillan, New York, 2011.
- 86- Hurlin, C, **L'économétrie des Données de Panel Modèles Linéaires Simples**, Ecole Doctorale Edocif, Séminaire Méthodologique, 2012.
- 87- Mahony. K, **Property Rights Theory**, Economic Foundations of Strategy, pp :109-138. Available on: [https://us.sagepub.com/sites/default/files/upm-assets/5030\\_book\\_item\\_5030.pdf](https://us.sagepub.com/sites/default/files/upm-assets/5030_book_item_5030.pdf)
- 88- Monks, R.A.G and Minnow, **Corporate Governance for the 21<sup>st</sup> century: watching the watchers**, Cambridge, MA: Black-well publishers,1995.
- 89- Tarantino, A., **Governance, Risk, and Compliance Handbook: Technology, Finance, Environment, and International Guidance and Best Practices**, John Wiley & Sons, USA, 2008.
- 90- Tosi. H. L, **Theories of Organization**, SAGE Publication, Los Angeles, 2009

**2: Revues**

- 91- Aapaoja, A. and Haapasalo, H. (2014), **A Framework for Stakeholder Identification and Classification in Construction Projects**, open Journal of Business and Management, n°.2, pp.43-55

- 92- Agyemang-Mintah. P., and Schadewitz. H. J, (2018), **Audit committee adoption and firm value: evidence from UK financial institutions**, International Journal of Accounting and Information Management, vol.26, Issue.3, pp.1-26.
- 93- Alchian. A.A, (1965), **Some Economics of Property Rights**, Il Politico, vol.30, n°.4, pp :816-829.
- 94- Al-Hadrami, A. et al, (2020), **The Impact of an audit committee's independence and competence on investment decision: a study in Bahrain**, Asian Journal of Accounting Research, vol.5, n°.2, pp.299-313.
- 95- Azhar, A.B., et al, (2019), **The Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Investment Efficiency: An Empirical Study from Pakistan Stock Exchange (PSX)**. Pakistan Administrative Review, vol.3, n°.2, pp.84-98.
- 96- Bajaj, Y., et al (2021). **Application of capital structure theories: A systematic review**. Journal of Advance Management Resources, vol.18, n°.2, pp. 173-199.
- 97- Eisenhardt, M. K, (1989), **Agency Theory: Assessment and Review**, The Academy of Management Review, vol.14, n°.1, pp.57-74.
- 98- Elmagrhi, M. H. et al, (2016), **Antecedents of voluntary Corporate Governance Disclosure: a post-2007/08 Financial Crisis evidence from the influential UK Combined Code**, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, vol.16, n°.3, pp. 507-538.
- 99- Abdeljawad. I et al (2020), **Audit Committee versus other governance mechanisms and the effect of investment opportunities: evidence from Palestine**. Corporate Governance. Vol.20 n°.3, pp 527-544
- 100- Afza. T, and Nazir, M.S, (2014), **Theoretical Perspective of Corporate Governance: A Review**, European Journal of Scientific Research, Vol. 119, n°. 2, pp.255-264.

- 101- Alexander. N, (2019), **Ownership structure and earnings management**. Accounting and Finance Review, vol.4, n°.2, pp. 38- 42.
- 102- Alom, K., (2013), **Capital Structure choice of Bangladeshi firms: An empirical investigation**. Asian Journal of Finance and Accounting, vol.5, n°.1, pp.320-333.
- 103- Amarneh. A and Yasseen. H, (2013), **Corporate Governance and Leverage: Evidence from Jordanian Stock Market**, Research Journal of finance and accounting, vol.4, n°.19, pp.29-36.
- 104- Azhar, A. B., et al, (2019), **The Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Investment Efficiency: An Empirical Study from Pakistan Stock Exchange (PSX)**. Pakistan Administrative Review, vol.3, n°.2, pp.84-98.
- 105- Bhatt R R, and Bhattacharya S, (2015). **Do board characteristics impact firm performance? an agency and resource dependency theory perspective**. Asia Pacific Journal of Management Research and Innovation, vol.20, n°.1, pp.267-291.
- 106- Brickley, J. A, et al. (1998). **Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments**. Journal of Financial Economics, vol.20, n°.1, pp. 267-291.
- 107- Charfeddine, L. and Elmarzougui, A. (2010). **Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France**. The IUP Journal of Behavioral Finance, issue.7, pp.35-46.
- 108- Chen, W. J. (2013). **Can corporate governance mitigate the adverse impact of investor sentiment on corporate investment decisions? Evidence from Taiwan**. Asian Journal of Finance and Accounting, vol.5, n°.2, pp101-126.
- 109- Chinanu, E and Monisola, A, E, (2023), **Ownership Structure and Investment Decisions of Listed Consumer Goods Firms in Nigeria**,

- 
- Current Trends in Social and Management Sciences Research, vol.2, issue.1, pp.44-58.
- 110- Clarkson, M. B. E, (1995), **A Stakeholder Framework for Analyzing Corporate Performance**, The Academy of Management Review, Vol.20, n°.1, pp.92-117
- 111- Cohen, J., et al. (2017). **A further examination of the impact of corporate social responsibility and governance on investment decisions**. Journal of Business Ethics, issue 146, pp. 203-218.
- 112- Cuypers. I. et al, **Transaction Cost Theory: past Progress, Current Challenges, and Suggestions for the Future**, Academy of Management Annals, pp.1-90.
- 113- Damak, S, T, (2013), **The Corporate Governance mechanisms: evidence from Tunisian banks**, IOSR Journal of Business and Management, vol.9, Iss. 6, pp.61-68.
- 114- Demirag, I. et al, (2000). **Corporate Governance: Overview and Research Agenda**, British Accounting Review, n°.32, pp. 341-354.
- 115- Demsetz. H, (1967), **Toward a Theory of Property Rights**, The American Economic Review, vol. 57, n°.2, pp.347-359.
- 116- Doğan, M, (2020), **Institutional Ownership and Firm Value: A Study on the Bist Manufacturing Index**, Ekonomika, Vilnius University Press, Vilnius, Vol. 99, Issue.2, pp.59-75.
- 117- Donaldson, T. and Preston, L, E, (1995), **The Stakeholder Theory of the Corporate: Concepts, Evidence, and Implications**, The Academy of Management Review, Vol.20, n°.1, pp.65-91.
- 118- Ghertman. M, O, **Williamson et La Théorie des couts de transaction**, *Revue Française de gestion*, Lavoisier Téléchargé le 06/03/2024 :  
<https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2003-1-page-43.htm&wt.src=pdf>

- 119- Hawas, A., and Tse, C. B. (2016). **How corporate governance affects investment decisions of major shareholders in UK listed companies: has the recent credit crunch changed the game?**, Journal of accounting, auditing and finance, vol.31,n°.1,pp. 100-133.
- 120- Hyarat. H.I.et al, (2023), **The impact of audit quality on firm performance: the moderating role of ownership concentration**, International Journal of Professional Business Review, vol.8, n°.4, pp.01-22.
- 121- Jensen M C. (1986). **Agency costs of free cash flow-corporate finance and takeovers**. American Economic Review, issue.6, pp.323–329.
- 122- Jensen M.C and Meckling W. H, (1976), **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs & Ownership Structure**, Journal of Financial Economics, n°.3, pp.305-360.
- 123- Jensen, M.C, (1993). **The Modern Industrial Revolution, exit, and the failure of internal control systems**. The Journal of Finance, vol.48, n°.3, pp.831-880. <http://doi.org/10/1111/j.15406261.1993.tb04022.x>
- 124- Kajola, S. O. (2008). **Corporate governance and firm's performance: The case of Nigerian listed firms**. European Journal of Economic, Finance and Administrative Sciences, n°.14, pp.16-28.
- 125- Lin. D., and Lin. L, (2021), **An Examination of the Impact of Corporate Governance on Corporate Investment Decisions**, International journal of Business and Management Studies, Vol 2, n°10, pp.64-70
- 126- Lipton, M. and Lorsch, J. W, (1992), **A modest proposal for improved corporate governance**, Business Lawyer, vol.48, n°.1, pp. 59-77.
- 127- Macher, J.T. and Richman, B. D, **Transaction Cost Economics: An Assessment Empirical Research in the Social Sciences**. Available at:

[https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=2287&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=2287&context=faculty_scholarship)

- 128- Marughu. A. J and Nwaobia. A. N, (2020), **Corporate Governance and Investors' Decision in Quoted Money Bank in Nigeria**, European Journal of Business and Management Research, vol.5, n°.6, pp.1-11
- 129- Mirza, N, I. et al, (2020), **The Value of Board Diversity in the Relationship of Corporate Governance and Investment Decisions of Pakistani Firms**, Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity, vol.6, Iss.4, pp.1-16.
- 130- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). **The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment**. America Economic Review, vol.48, n°.13, pp. 261-297.
- 131- Nasrum, M. (2013). **The influence of ownership structure, corporate governance, investment decision, financial decision and dividend policy on the value of the firm manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange**. Journal Managerial, vol.1, n°.1. ssrn-2286074.pdf
- 132- Nazar. M C A, (2021), **The Dynamic Impact of Corporate Governance on Investment Decisions of Non-Financial Companies in Sri Lanka**, Journal of Contemporary Issues in Business and Government, Vol. 27, n°.1, pp.1401-1413
- 133- Nor, N.H.M. et al, (2017), **The Influence of Board Independence, Board Size and managerial Ownership on Firm Investment Efficiency**, Social Sciences and Humanities, Vol.25, n°.3, pp.1039-1058
- 134- Okere. W and Ibidunni. O.M, (2019), **Corporate Governance and Investment Decisions in Deposit Money Banks in Nigeria**, International Journal of Management, Accounting and Economics, vol.6, n°.3, pp :237-252

- 135- Panpatte. S, and Takale. V. D, (2019), **To Study the Decision-Making Process in an organization for its Effectiveness**, The International Journal of Business, Management and Technology, Vol 3, Issue1, pp :73-78.
- 136- Puni, A. and Anlesinya, A, (2020). **Corporate Governance mechanisms and firm performance in a developing country**, international journal of law and management, vol.62, n°.2, pp.147-169.
- 137- Ronald, K.M, et al, (1997), **Toward a Theory of Stakeholder Identification and Saliency: Defining the principles of who and what really counts**, The Academy of Management Review, Vol.22, n°.4, pp.853-886.
- 138- Ross, S.A, (1977), **The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach**, Journal of Economics, Spring, n°.8, pp.23-40.
- 139- Schwartz-Ziv M, and Weisbach M S, (2013), **What do boards really do: evidence from minutes of board meeting**, Journal of Financial Economics, vol.108, n°.2, pp.349–366
- 140- Shahid. M., (2019), **Does Corporate Governance play any role in Investor Confidence, Corporate Investment Decisions Relationship? Evidence from Pakistan and India**, Journal of Economics and Business, pp.1-27
- 141- Shahid, M. S., and Abbas, M. (2019), **Does corporate governance play any role in investor confidence, corporate investment decisions relationship? Evidence from Pakistan and India**. Journal of Economics and Business, 105, 105839.
- 142- Shanikat .M, and Abbadi. S.S, (2011), **Assessment of corporate governance in Jordan: An Empirical Study**, Australian Accounting, Business and Finance Journal, Vol 5, n°.3, pp. 96-98.
- 143- Shleifer A. and Vishny R,(1997), **A Survey of Corporate Governance**, *Journal of Finance*, LII (2), pp.737-783.

- 
- 144- Soliman. W.S. M K, (2020), **Investigating the effect of Corporate Governance on Audit Quality and its Impact on Investment Efficiency**, Investment and Management and Financial Innovations, Vol 17, n°.3, pp.175-188
- 145- Surya, B. G, (2016), **Corporate governance and firm performance: empirical evidence from India**. Journal of Business and Management Research, vol.1, n°.2, pp.48-65.
- 146- Vafeas N, (1999), **Board meeting frequency and firm performance**. Journal of Financial Economics, vol. 53, n°.1, pp.113-142
- 147- Vijayakumaran. R, (2021), **Impact of managerial ownership on investment and liquidity constraints: evidence from Chinese listed companies**. Research in International Business and Finance, vol.55. <https://doi.org.10.1016/j.rabaf.2020.101321>
- 148- Wahyudi, S. M., and Chairunesia, W. (2019). **The Effect of good corporate governance on investment decisions and profitability and its impact on corporate value**. International journal of academic research in accounting, finance and management sciences, vol.9, n°.3, pp. 140-149.
- 149- Wan. F. W. Y et al, (2012), **Insight of Corporate Governance Theories**, Journal of Business and Management, vol.1, n°.1, pp.52-63.
- 150- Yermack, D. (1996), **Higher market valuation of companies with a small board of directors**. Journal of Financial Economics, vol.40, n°.2, pp. 185-211.
- 151- Yousuf. A, (2017), **Transaction Costs: A Conceptual Framework**, International Journal of Engineering and Management Sciences, Vol.2, n°.3, pp.131-139.
- 152- Yves. S and, Henry. T. M, (1977), **Théorie de la firme et réforme de l'entreprise**. Revue Economique, Vol.28, n°3, pp :321-351.

### 3: Conferences

- 153- Gomez, P-Y, and Russell. D, **Board of Directors in an Era of Corporate Scandals: An Examination of Question of Motivation of Non-Executive Directors**, Euram Conference, Munchen, May, 2005.
- 154- Salin, A. S. A. P, and Nawawi, A, **Corporate Governance and Investment Efficiency: Malayzian Evidence**, 1<sup>st</sup> International Conference on Religion, Social Sciences and Technological Education, 25-26 September 2018, Universiti Sains Islam Malayzia, Nilai, Malayzia.

### 4: Theses

- 155- Alwawi. M, **The Impact of Corporate Governance on financial performance for Jordanian Industrial Listed Corporations**. Master's Thesis, Near East University, Institute of graduate studies, Banking and Accounting Program, Nicosia,2021.
- 156- Collin, S-O, et al, **Mechanisms of Corporate Governance Going International: Outlining A Theory and Initial Test of The Performance Effects**, Department of Business Studies, KRISTIANSTAD UNIVERSITY COLLEGE, Sweden. Available on:  
<https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:640587/FULLTEXT01.pdf>
- 157- Marashdeh, Z M. S, **The Effect of Corporate Governance on Firm Performance in Jordan**, PhD Thesis, University of Central Lancashire, 2014.
- 158- Otman, K, A, M, **Corporate Governance and firm Performance in listed Companies in the United Arab Emirates**, PhD Thesis, College of Business, Victoria University of Melbourne, Australia,2014.
- 159- Shubita, D. F. S, **The Impact of Ownership Structure and Investment Decisions on Capital Structure An Empirical Study from Jordan**, PhD thesis in Finance, University of Bedfordshire, UK,2023.

160- Zheka,V. **Corporate Governance, Ownership Structure and Corporate Efficiency: The case of Ukraine**, Master of Arts in Economics, National University of « Kyiv- Mohyla Academy », 2003.

## **5 : Autres Ouvrages**

161- International Finance Corporate (IFC), **Success stories in Europe and Asia, 2015.**

162- OECD (2004), **Principles of corporate governance.**

163- OECD (2015), **G20/OECD, Principles of Corporate Governance**, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>

164- The Institute of Internal Auditors, **The Lessons that lie Beneath, Tone at The Top**, USA, February2002.

165- Wangio. C, **The Impact of CEO Duality on Governance**, available on: <https://www.linkedin.com/pulse/impact-ceo-duality-governance-bellmac-consulting-llp>

الملاحق

## الملاحق

الملحق رقم (1): كرونولوجيا ٢ وكمة الشركات

السنة	المكان	الحدث
500 ق م	الصين	دعت النخب الكونفوشيوسية إلى ٢ كومة أخلاقية بقيادة الفضيلة والالتزام بقواعد اللياقة.. يدافع كتاب "منسيوس" « Mensius » عن ٢ق المحكومين في الإطاة ٢ة بالحكام الفاسدين.
31 ق م	روما	على الرغم من افتقارها إلى بعض الخصائص الأساسية للشركات الحديثة، إلا أن المواطنين الرومان يستثمرون في شركات الأعمال كمساهمين، كما تفرض الحكومة عقوبات على الشركات.
71 م	كل العالم	يقول العهد الجديد من الكتاب المقدس (الانجيل) (Matt.25:14-30) أن المال يميزنا عن مملكة الحيوان ويجعل التبادلات الطوعية أكثر عدلا وشمولا، وأقل تبذيرا. يوفر الربح والمال فر ٢ا لتمجيد الله من خلال توسيع نطاق الإشراف وتلبية ا ٢تياجاتنا وا ٢تياجات الآخرين، الصدقة، وتعزيز رسالة الكنيسة في العالم.
700 م	كل العالم	يأمر القرآن الكريم المؤمنين باتباع مبادئ الشريعة التي تقتضي التحلي بالأخلاق الفاضلة في السلوك التجاري الأخلاقي واعتبار المال وسيلة لفعل الخير.
1600 م	المملكة المتحدة و هولندا	قامت شركة الهند الشرقية باستحداث مجلس إدارة فا ٢لة بذلك بين الملكية والإدارة
1776 م	المملكة المتحدة	٢ذر آدم سميث في كتابه "ثروة الأمم" من ضعف الضوابط والرقابة على الإدارة و ضعف الحوافز.
1844 م	المملكة المتحدة	سن أول قانون للشركات المساهمة (شركات رأسمال المشترك).
1899 م	اليابان	سن القانون التجاري الياباني المستوحى من القانون التجاري الألماني.
1930 م	دول مجموعة العشرة G10	إنشاء بنك التسويات الدولية (BIS) من أجل تعزيز التعاون النقدي والمالي الدولي و يعتبر أقدم منظمة دولية في العالم.
1931	الوم أ	نشر بيرل ومينز عملهما الشهير بعنوان " الشركة الحديثة والملكية الخا ٢ة".
1933، 1934	الوم أ	قانون الأوراق المالية لعام 1933 هو أول قانون لتنظيم الأوراق المالية، ولا سيما

## الملاحق

الافصاح عن التسجيل. أما قانون 1934 فيفوض مسؤولية التنفيذ للجنة الأوراق المالية والتبادل SEC .		
سن قانون الشركات باعتباره أهد أكثر القوانين شمولاً في العالم.	الهند	1956
اعتماد الاتحاد الأوروبي أول توجيه لقانون الشركات.	الاتحاد الأوروبي	1968
قيام بنك التسويات الدولية بإنشاء لجنة بازل لتحسين وكمة الشركات وتحقق الاستقرار في الأسواق.	مجموعة العشرة G10	1974
سن قانون الممارسات الأجنبية الفاسدة FCPA لمنع رشوة المسؤولين الأجانب.	الو م أ	1977
نشر تقرير فيينو Vienot Report .	فرنسا	1985
خمس منظمات محاسبة ومراجعة تسابات غير ربحية تشكل لجنة المنظمات الراعية COSO من أجل الحد من الائتال في التقارير المالية.	الو م أ والاتحاد الأوروبي	1985
تقارير لجنة تريداوي قول الائتال عن طريق التقارير المالية مؤكدة دور ومكانة لجان المراجعة، ووضع إطار COSO للرقابة الداخلية الذي أدر سنة 1992.	الو م أ والاتحاد الأوروبي	1987
إدار لجنة بازل أول اتفاقية تحدد فيها الحد الأدنى لمتطلبات رأس المال.	مجموعة العشرة G10	1988
انهيار امبراطوريات الأعمال: بولي بك Poly Peck (خسائر بقينة 1.3 مليار جنيهه استرليني)، بنك الاعتماد و التجارة الدولية (BCCI) وماكسويل (480 مليون جنيهه استرليني). ومطالبة بتحسين ممارسات وكمة الشركات لحماية المستثمرين.	المملكة المتحدة	1990
لجنة كادبوري تنشر أول مدونة بشأن وكمة الشركات، وفي عام 1993 أبحت الشركات المدرجة في البورلة مطالبة بالإفصاح عن الحوكمة على أساس الامتثال أو التفسير.	المملكة المتحدة	1992، 1993
إدار تقرير كينغ King Report	جنوب افريقيا	1994
نسر تقرير روتمان Rutteman (بشأن الرقابة الداخلية وإعداد التقارير المالية)، تقرير غرين بوري Green bury (بشأن مكافآت المسؤولين التنفيذيين)، وتقرير	المملكة المتحدة	1994

## الملاحق

هامبل Hampel (بشأن لوكمة الشركات).		
تبنى قانون الشركات المساهمة.	روسيا	1995
تبنى القانون الروسي للأسواق المالية.	روسيا	1996
سن قانون كون تراغ Kon Trag لتحسين لوكمة الشركات.	ألمانيا	1998
إلدار القانون الموحد Combined Code	المملكة المتحدة	1998
إلدار لجنة بازل اتفاقية بازل 2 لرأس المال لتحسين الضوابط الداخلية (الركيزة 2) والشفافية (الركيزة 3)	مجموعة العشرة G10	1999
منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD تصدر مبادئ لوكمة الشركات	كل العالم	1999
سن البند 49 لتحسين لوكمة الشركات، على أن يدخل ليز التنفيذ في عام 2003	الهند	1999
سن قانون بريدا Preda Code لتحسين لوكمة الشركات	إيطاليا	1999
إقرار قانون الممارسات المثلى ليكون أول قانون من نوعه في أمريكا اللاتينية، ومن بين الأوائل في العالم.	المكسيك	1999
إلدار توجيه تيرنبول Turnbull Guidance لول الرقابة الداخلية.	المملكة المتحدة	1999
إلدار تقرير لامفالوسي Lamfalussy Report لتنظيم الأسواق المالية الأوروبية.	الاتحاد الأوروبي	2001
تعديلات واضحة تمس قانون الشركات المساهمة.	روسيا	2001
إنرون، سابع أكبر شركة مدرجة بالبورصة في الوم أفلاسها.	الوم أف	2001
لجنة أونتاريو للأوراق المالية (OSC) تسن مشروع قانون 198- الأدوات المتعددة الأطراف 109-52 و 111-52 المسعى CSOX ، واللذان يعكسان قانون ساربنز-أوكسلي (SOX) القسمين 302 و 404.	كندا	2002
نشر التقرير الشتوي عن إللاح قانون الشركات في أوروبا.	الاتحاد الأوروبي	2002
نشر قانون كون تراغ لحوكمة الشركات.	ألمانيا	2002
نشر القانون الروسي FCSM لول سلوك الشركات	روسيا	2002

## الملاحق

انهيار إنرون، وفضائح بعض الشركات يقود إلى قانون ساربنز-أوكسلي.	الوم أ	2002
سن قانون المالية السنوي وقانون الموارد الطبيعية غير الزراعية لتحسين الحوكمة والافصاح.	فرنسا	2003
تقرير ألداما Aldama لتحسين الحوكمة.	إسبانيا	2003
إلدار تقرير هيغز Higgs Report بخصوص المديرين غير التنفيذيين.	المملكة المتحدة	2003
قيام منظمة COSO بتحديث إطار عمل الرقابة الداخلية لعام 1992 بإضافة إدارة المخاطر، وأصبح يعرف بـ COSO 2 أو COSO 2004	الوم أ و الاتحاد الأوروبي	2004
التوعية بالعديد من التحسينات في مجال الحوكمة الشركات من طرف لجنة دوما Duma للملكية ووزارة التنمية الاقتصادية والتجارة.	روسيا	2005
تبنى أكثر من 7000 شركة في الاتحاد الأوروبي للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) كوسيلة لتحسين وتوحيد التقارير المالية.	الاتحاد الأوروبي	2005
دخول قانون الشركات الجديد المسمى (JSOX) يميز التنفيذ بهدف تحسين الضوابط الداخلية للشركات وتوحيدها.	اليابان	2006
لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) ومجلس الرقابة على محاسبة الشركات العامة (PCAOB) يقترح إجراء تغييرات على أكثر أقسام قانون ساربنز-أوكسلي إثارة للجدل، بهدف تحسين القدرة التنافسية للشركات الأمريكية في الأسواق العالمية.	الوم أ	2007
يتعين على البنوك العالمية أن تلتزم باتفاقية بازل 2 الجديدة.	البنوك عالميا	2011

Source :Tarantino, A, *Governance, Risk, and Compliance Handbook: Technology, Finance, Environment, and International Guidance and Best Practices*, John Wiley & Sons, USA, 2008, pp :7-9.

## الملاحق

### الملحق رقم (2): مؤشرات و لفة متغيرات الدراسة

	INV_DEC	BRD_SIZ	BRD_MET	AUDIT_COM	DUAL	OWN_CONC	INST_OWN	MAN_OWN	LEV	SIZE
Mean	32.70284	7.914063	7.088542	0.997396	0.122396	57.56122	42.53389	46.27006	33.60015	7.477972
Median	30.46826	7.000000	6.000000	1.000000	0.000000	62.10000	40.98000	41.32500	30.83000	7.392827
Maximum	82.97599	14.00000	17.00000	1.000000	1.000000	97.39000	97.39000	100.0000	99.82900	9.177587
Minimum	0.118122	5.000000	3.000000	0.000000	0.000000	4.213000	0.000000	0.480000	1.884000	6.350834
Std. Dev.	17.70954	2.225044	1.758968	0.051031	0.328170	26.00567	29.64657	28.93541	19.41468	0.563094
Skewness	0.722321	0.516927	1.954692	-19.51929	2.304274	-0.333519	0.211533	0.414176	0.702835	1.067117
Kurtosis	3.271175	2.764002	8.221225	382.0026	6.309679	2.004764	2.001439	1.959658	3.094711	4.271806
Jarque-Bera	34.56845	17.99279	680.7117	2322672.	515.0830	22.96691	18.81774	28.29568	31.75806	98.75914
Probability	0.000000	0.000124	0.000000	0.000000	0.000000	0.000010	0.000082	0.000001	0.000000	0.000000
Sum	12557.81	3039.000	2722.000	383.0000	47.00000	22103.51	16333.01	17767.70	12902.46	2871.541
Sum Sq. Dev.	120119.5	1896.164	1184.990	0.997396	41.24740	259020.9	336626.1	320669.9	144364.2	121.4395
Observations	384	384	384	384	384	384	384	384	384	384

### الملحق رقم (3): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: INVST  
Method: Panel Least Squares  
Date: 06/12/24 Time: 08:46  
Sample: 2010 2021  
Periods included: 12  
Cross-sections included: 32  
Total panel (balanced) observations: 384

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INSTITUTIONAL_OWNERSHIP	0.048741	0.038810	1.255880	0.2099
DUALITY	-1.113661	2.565953	-0.434015	0.6645
DEBT	0.230691	0.046193	4.994047	0.0000
BOARD_SIZE	-3.598621	0.479869	-7.499168	0.0000
BOARD_MEETINGS	-1.781412	0.467285	-3.812256	0.0002
AUDIT_COMMISSION	6.267204	15.61107	0.401459	0.6883
MANAGERIAL_OWNERSHIP	0.087313	0.041340	2.112080	0.0353
OWNERSHIP_CONCENTRATION	-0.196953	0.057200	-3.443222	0.0006
SICE_ENOPR	4.763142	1.818715	2.618961	0.0092
C	29.54922	19.74839	1.496285	0.1354
Root MSE	15.22656	R-squared	0.258824	
Mean dependent var	32.70264	Adjusted R-squared	0.240988	
S.D. dependent var	17.70954	S.E. of regression	15.42878	
Akaike info criterion	8.336043	Sum squared resid	89029.73	
Schwarz criterion	8.438925	Log likelihood	-1590.520	
Hannan-Quinn criter.	8.376851	F-statistic	14.51148	
Durbin-Watson stat	0.202761	Prob(F-statistic)	0.000000	

## الملاحق

### الملحق رقم (4): نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية

Dependent Variable: INVST  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 06/12/24 Time: 08:51  
 Sample: 2010 2021  
 Periods included: 12  
 Cross-sections included: 32  
 Total panel (balanced) observations: 384  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INSTITUTIONAL_OWNERSHIP	0.013258	0.032008	0.414199	0.6790
DUALITY	-3.423777	1.631587	-2.098434	0.0365
DEBT	-0.068666	0.035854	-1.915152	0.0562
BOARD_SIZE	-0.111842	0.373713	-0.299272	0.7649
BOARD_MEETINGS	0.075834	0.247709	0.306141	0.7597
AUDIT_COMMISSION	10.56542	7.231508	1.461026	0.1448
MANAGERIAL_OWNERSHIP	0.024128	0.026880	0.897621	0.3700
OWNERSHIP_CONCENTRATION	-0.122932	0.051957	-2.366040	0.0185
SICE_ENOPR	-14.93471	2.954846	-5.054310	0.0000
C	142.3157	21.58329	6.593788	0.0000

#### Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	12.78853	0.7758
Idiosyncratic random	6.874092	0.2242

#### Weighted Statistics

Root MSE	7.270733	R-squared	0.104904
Mean dependent var	5.014419	Adjusted R-squared	0.083364
S.D. dependent var	7.695018	S.E. of regression	7.367294
Sum squared resid	20299.61	F-statistic	4.870257
Durbin-Watson stat	0.415581	Prob(F-statistic)	0.000004

## الملاحق

الملحق رقم (5): نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: INVST  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Date: 06/19/24 Time: 09:11  
Sample: 2010 2021  
Periods included: 12  
Cross-sections included: 32  
Total panel (balanced) observations: 384  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INSTITUTIONAL_OWNERSHIP	-0.020490	0.025016	-0.819083	0.4133
MANAGERIAL_OWNERSHIP	0.019315	0.020579	0.938566	0.3486
OWNERSHIP_CONCENTRATION	-0.086195	0.029583	-2.913664	0.0038
SICE_ENOPR	-27.72795	1.728064	-16.04567	0.0000
DUALITY	-1.532729	1.450842	-1.056441	0.2915
DEBT	-0.019316	0.025102	-0.769515	0.4421
BOARD_SIZE	0.126975	0.184655	0.687634	0.4921
AUDIT_COMMISION	13.91055	6.441369	2.159564	0.0315
BOARD_MEETINGS	0.326427	0.145545	2.242797	0.0255
C	228.6342	14.06424	16.25642	0.0000

### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

### Weighted Statistics

Root MSE	6.354156	R-squared	0.960042
Mean dependent var	42.78420	Adjusted R-squared	0.955383
S.D. dependent var	25.72988	S.E. of regression	6.723206
Sum squared resid	15504.11	F-statistic	206.0273
Durbin-Watson stat	0.670874	Prob(F-statistic)	0.000000

### Unweighted Statistics

R-squared	0.862107	Mean dependent var	32.70264
Sum squared resid	16563.64	Durbin-Watson stat	0.486747

الملحق رقم (6): المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: Untitled  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	49.712958	(31,343)	0.0000
Cross-section Chi-square	654.134780	31	0.0000

## الملاحق

الملحق رقم (7): المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار العشوائية

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	794.8167 (0.0000)	3.421325 (0.0644)	798.2380 (0.0000)
Honda	28.19249 (0.0000)	1.849682 (0.0322)	21.24303 (0.0000)
King-Wu	28.19249 (0.0000)	1.849682 (0.0322)	16.01708 (0.0000)
Standardized Honda	32.23106 (0.0000)	2.125114 (0.0168)	18.87344 (0.0000)
Standardized King-Wu	32.23106 (0.0000)	2.125114 (0.0168)	13.22977 (0.0000)
Gourieroux, et al.	--	--	798.2380 (0.0000)

الملحق رقم (8): المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary		Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f. Prob.
Cross-section random		64.592764	9 0.0000
Cross-section random effects test comparisons:			

## الملاحق

### الملحق رقم (9): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Covariance Analysis: Ordinary  
Date: 06/25/24 Time: 20:27  
Sample: 2010 2021  
Included observations: 384

Correlation Probability	INV_DEC	BRD_SIZ	BRD_MET	AUDIT_COM	DUAL	OWN_CONC	INST_OWN	MAN_OWN	LEV	SIZE
INV_DEC	1.000000 -----									
BRD_SIZ	-0.339560 0.0000	1.000000 -----								
BRD_MET	-0.042145 0.4102	-0.221536 0.0000	1.000000 -----							
AUDIT_COM	-0.008946 0.8613	0.067008 0.1901	0.031663 0.5362	1.000000 -----						
DUAL	-0.045129 0.3778	0.075230 0.1412	-0.068578 0.1799	0.019082 0.7093	1.000000 -----					
OWN_CONC	0.043058 0.4001	-0.265557 0.0000	0.042136 0.4103	-0.014635 0.7750	-0.326594 0.0000	1.000000 -----				
INST_OWN	0.107625 0.0350	-0.042910 0.4017	0.013541 0.7914	-0.021514 0.6743	-0.272658 0.0000	0.662390 0.0000	1.000000 -----			
MAN_OWN	0.062315 0.2231	0.081594 0.1104	-0.008662 0.8656	0.079234 0.1211	-0.237733 0.0000	0.671410 0.0000	0.535985 0.0000	1.000000 -----		
LEV	0.364658 0.0000	-0.245121 0.0000	0.168428 0.0009	-0.033250 0.5159	-0.034281 0.5030	0.018317 0.7205	0.223858 0.0000	0.102318 0.0451	1.000000 -----	
SIZE	-0.002449 0.9619	0.335216 0.0000	0.015588 0.7608	0.025853 0.6135	-0.215125 0.0000	0.387745 0.0000	0.411245 0.0000	0.483655 0.0000	0.020186 0.6934	1.000000 -----

### الملحق رقم (10): اختبار الارتباط الذاتي

#### Residual Cross-Section Dependence Test

Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals

Equation: Untitled

Periods included: 12

Cross-sections included: 32

Total panel observations: 384

Cross-section effects were removed during estimation

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	1500.849	496	0.0000
Pesaran scaled LM	31.90398		0.0000
Bias-corrected scaled LM	30.44943		0.0000
Pesaran CD	-1.807201		0.0707

Panel Period Heteroskedasticity LR Test

Equation: UNTITLED

Specification: INVST INSTITUTIONNAL\_OWNERSHIP INSTITUTIONNAL\_OWNERSHIP(1) MANAGERIAL\_OWNERSHIP OWNERSHIP\_CONCENTRATION SIZE\_ENOPR DUALITY DEBT BOARD\_SIZE AUDIT\_COMMISSION BOARD\_MEETINGS C

Null hypothesis: Residuals are homoskedastic

	Value	df	Probability
Likelihood ratio	18.35209	32	0.9743

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	-1452.583	341
Unrestricted LogL	-1443.407	341

## الملاحق

الملحق رقم (12): قائمة الشركات الصناعية الأردنية عينة الدراسة

1	أساس للصناعات الخرسانية
2	اسمنت الشمالية
3	أفاق للاستثمار
4	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن
5	الأردنية لصناعة الأنابيب
6	الاستثمارات العامة
7	الألبان الأردنية
8	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
9	البوتاس العربية
10	الحياة للصناعات الدوائية
11	العربية لصناعة المواسير المعدنية
12	الصناعية التجارية الزراعية/ الانتاج
13	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
14	العربية لصناعة الألمنيوم/ آرال
15	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية
16	العربية لصناعة المواسير المعدنية
17	القدس للصناعات الخرسانية
18	المتصدرة للأعمال
19	الموارد الصناعية الأردنية
20	الوطنية لصناعة الألمنيوم
21	الوطنية لصناعة الصلب
22	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
23	الديد الأردن
24	دار الدواء
25	دار الغذاء
26	سنيورة
27	فيلاذلفيا
28	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر
29	مصانع الأجواخ الأردنية
30	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
31	مصانع الكابلات المتحدة
32	مناجم الفوسفات الأردنية