مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

**اسم المقال:** أثر الملكية الإدارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة اختبارية باستخدام Tobin's Q)
**اسم الكاتب:** د. نهاد الياس نادر
**رابط ثابت:** https://political-encyclopedia.org/index.php/library/4808
**تاريخ الاسترداد:** 2026/11/03 18:32 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (38) العدد (2) 2016
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (38) No. (2) 2016

# أثر الملكية الإدارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة اختبارية باستخدام Tobin's Q)

**الدكتور نهاد الياس نادر***

**(تاريخ الإيداع 3 / 8 / 2015. قُبِل للنشر في 7 / 3 / 2016)**

## □ ملخّص □

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر تطبيق مبادئ الحوكمة المتعلقة بالملكية الإدارية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، شملت عينة الدراسة 24 شركة موزعة على خمسة قطاعات هي: المصارف والتأمين والصناعة والزراعة والخدمات خلال الفترة من عام 2014–2009، واستخدمت أسلوب الانحدار المتعدد في اختبار الفرضيات، وتضمنت المتغيرات المدروسة القيمة السوقية مقاسة حسب توبين كيو Tobin's Q كمتغير تابع وكل من ملكية الرئيس التنفيذي، حجم مجلس الإدارة، ملكية مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة كمتغيرات مستقلة وحجم الشركة ونسبة المديونية ونوع القطاع كمتغيرات ثانوية. كانت أبرز نتائج الدراسة أن الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية تلتزم بقواعد الحوكمة لا سيما المتعلقة بالملكية الإدارية منها ، التي تؤثر في زيادة القيمة السوقية للشركات ممايشجع المستثمرين على الاستثمار فيها.

**الكلمات المفتاحية:** حوكمة الشركات، القيمة السوقية، سوق دمشق للأوراق المالية، Tobin's Q

* أستاذ مساعد– قسم إدارة الأعمال– كلية الاقتصاد– جامعة تشرين– اللاذقية . سوريا.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (38) العدد (2) 2016
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (38) No. (2) 2016

# The impact of managerial ownership on the market value for listed Firms on Damascus Securities Exchange (Experimental study using Tobin's Q)

**Dr. Nouhad Elias Nader***

**(Received 3 / 8 / 2015. Accepted 7 / 3 / 2016)**

## □ ABSTRACT □

The study aimed to test the impact of application the principles of corporate governance relating to administrative ownership for listed companies on Damascus Securities Exchange, The study sample included of 24 companies spread over five sectors banking, insurance, industry, agriculture and services during the period from 2009 to 2014, and used multiple regression to test hypotheses. The Variables studied included market value as measured by Tobin's Q-dependent variable and all of the ownership of CEO, board size, ownership of the Board of Directors, the independence of the Board of Directors as independent variables and the size of the company and the proportion of debt and the type of sectors a secondary variables. The most significant results of the study that listed companies in Damascus Securities Exchange abide by the rules of governance, particularly relating to administrative ownership of them. Affecting the increased market value of the companies, which encourages investors to invest in them.

**Key words**: corporate governance, market value, Damascus Securities Exchange, Tobin'sQ

* **Asistant professor, Department of Business, Administration Faculty of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria.**

## مقدمة :

تحتل حوكمة الشركات مكانةً خاصةً في أسواق المال والأعمال، نظراً لدورها في تحقيق أهداف الشركات الاستراتيجية، وزاد الاهتمام بها في وقتنا الحالي خصوصاً في ظل النفوذ الذي يستحوذه كبار المساهمين بالتزامن مع فصل الملكية عن الإدارة.

لذلك جاءت الحوكمة لضبط أعمال الشركة وضمان حقوق كافة الأطراف المتعاملة معها، في ظل تحقيق الأهداف بفعالية وزيادة القدرة التنافسية وجذب أصحاب رؤوس الأموال.

كما نشهد حالياً الاهتمام بتوفير بيئة استثمارية ملائمة لمختلف فئات المستثمرين وهذا مادفع للسعي إلى تطبيق مبادئ الحوكمة وخصوصاً في الشركات المساهمة المدرجة في أسواق الأوراق المالية كونها الطريقة المثلى لحماية حقوق المساهمين.

وفي سورية بدأ الاهتمام بقواعد حوكمة الشركات منذ عام 2006 ، من خلال هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، التي أصدرت القرار رقم 31، والمتضمن نظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات ليشكل مع القوانين والقرارات الصادرة عن الجهات الرقابية الأخرى، ولاسيما قانون الشركات لعام 2010 و قرار حوكمة شركات التأمين الصادر عن هيئة الإشراف على التأمين، ودليل حوكمة المصارف التقليدية والإسلامية الصادر عن مصرف سورية المركزي، الدعامة الأساسية في تأكيد ممارسات الحوكمة، وصولاً إلى أفضل السبل الممكنة التي تتماشى مع التطورات والمعايير الدولية، التي تنظم عمل الشركات المساهمة على اختلاف قطاعاتها ونشاطاتها، ومع التشريعات والأنظمة الصادرة للمنظمات الدولية في هذا المجال.

ونظراً لأهمية موضوع الحوكمة فقد تم التركيز في هذا البحث على جانب الملكية الإدارية، لتقديم دليل جديد على أثر التطبيق السليم له على قيمة الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

## الدراسات السابقة:

**1-دراسة (Balasubramanian et. Al, 2010) بعنوان: العلاقة بين مستوى حوكمة الشركات والقيمة السوقية، دراسة حالة الهند.**

**The Relation between Firm-Level Corporate Governance and Market Value: A Study of India**

هدفت الدراسة إلى اختبار فيما إذا كانت الشركات الهندية تتبع قواعد استقلال مجلس الإدارة، وفق ما حدده القانون الهندي، كذلك اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة، شملت عينة الدراسة 370 شركة من الشركات الهندية خلال الفترة من عام 2005-2002 . تمثلت أبرز نتائج الدراسة بما يلي:

- معظم الشركات الهندية تطبق القانون الهندي فيما يتعلق باستقلال مجلس الإدارة.
- الشركات الهندية ملتزمة بمتطلبات المعاملات مع الأطراف ذات العلاقة.
- توجد علاقة إيجابية بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة.

**2- دراسة (Gill& Obradovich,2012) بعنوان: أثر حوكمة الشركات على قيمة الشركات الأمريكية.**

The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر حوكمة الشركات في قيمة الشركات الأمريكية من خلال دراسة أثر كل من حجم مجلس الإدارة، لجنة التدقيق، حجم الشركة، والعائد على الأصول في قيمة الشركة.

شملت عينة الدراسة 333 شركة مدرجة في بورصة نيويورك خلال الفترة 2011-2009. وقد أظهرت الدراسة مايلي:

- يؤثر كبر حجم مجلس الإدارة سلباً في قيمة الشركة.
- هناك علاقة إيجابية بين كل من لجنة التدقيق وحجم الشركة والعائد على الأصول وقيمة الشركة.
- هناك اختلاف في أثر ممارسة الحوكمة بين القطاعات المختلفة، التي تنتمي لها الشركات محل الدراسة.

**3- دراسة ( Umar &Al-Elg ,2013) بعنوان: هيكلية بنية الشركة وأداء المؤسسة في المملكة العربية السعودية**

**Corporate Ownership Structure And Firm Performance In Saudi Arabia1**

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر هيكل ملكية الشركة (الملكية الحكومية والملكية الأجنبية) على أداء الشركات، من خلال دراسة جميع الشركات المدرجة علنا في سوق الأسهم السعودية، باستخدام سعر الصرف المعمول به كمعيار لأداء الشركات.

وقد أظهرت الدراسة التجريبية مايلي:

1 . يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للملكية الأجنبية (FO) على سعر الصرف المعمول به، ومن ثم أداء الشركات، نظراً لقيام المالكين الأجانب بتوظيف ممارسات الإدارة الفعالة واستخدام أحدث التكنولوجيا، وهي ممارسات تعزز الأداء.

2- يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للملكية الحكومية ( GO) على سعر الصرف المعمول به ومن ثم أداء الشركات، ويمكن اعتبار الأثر الإيجابي للملكية الحكومية في الأداء مفاجئ نوعاً ما. ويمكن تفسير هذا جزئياً بالطبيعة الاحتكارية للقطاعات التي تملكها الحكومة.

**4- دراسة ( Al-Matari &Al-Swidi ,2013) : بعنوان: خصائص بنية الملكية وأداء الشركات**

**Ownership Structure Characteristics and Firm Performance: A Conceptual Study**

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم وصف شامل للتكامل بين هياكل الملكية، تركيز الملكية والملكية الإدارية، الملكية الحكومية، الملكية الأجنبية والملكية المؤسسية؛ وأداء الشركات.

ويعد هيكل الملكية من ضمن الآليات الرئيسية لحوكمة الشركات كانت موضع تركيز الباحثين والعلماء منذ عقود قليلة. وقد أوصت الدراسة مايلي:

1- ضرورة أن تقوم الدراسات المستقبلية بتعديل أو التفكير ببعض المتغيرات التي لها علاقة كبيرة بين هيكل الملكية وأداء الشركات، وقد يؤدي إلى مزيد من التحسين بسبب الشمولية في نتائج البحث السابقة.

2. ينبغي أن تقوم الدراسات المستقبلية بتكامل عوامل هيكل الملكية مع آليات حوكمة الشركات، مثل خصائص مجلس المدراء، خصائص لجنة المراجعة خصائص لجنة المخاطر، خصائص اللجنة التنفيذية، ولجنة التعويضات وغيرها التي لها ترابط هام مع أداء الشركات وسوف تساعد على تعزيز ذلك.

3- يجب أن تقوم الدراسات المستقبلية باختبار أداء الشركة من منظور مختلف.

**مشكلة البحث:**

أظهرت الدراسة الاستطلاعية التي قامت بها الباحثة على الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، أن تلك الشركات تتميز بدرجة عالية من تركيز الملكية مع سيطرة الملكية العائلية، مما يزيد من مشكلات الوكالة.

انطلاقاً من هنا، فإنّ مشكلة البحث تتركز بشكل أساسي على دراسة دور الحوكمة في الحد من تعارض المصالح داخل الشركات السورية من خلال الإجابة على التساؤلات الآتية:

- هل تحققّ الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية شروط الحوكمة؟
- هل يوجد أثر لتطبيق قواعد الحوكمة المتعلقة بالملكية الإدارية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

## أهمية البحث وأهدافه:

تكمن أهمية البحث من خلال دور الحوكمة في تحقيق التوازن بين مصالح الملاك والإدارة وتحقيق النمو وتوسيع دائرة الاستثمار المحلي والأجنبي. حيث تسهم جودة حوكمة الشركات بتخفيض تكلفة رأس المال وتوفر بدائل تمويلية وفرص استثمارية عديدة . ويُعد البحث المقدم مساهمة جدية لتوضيح اثر مبادئ الحوكمة على القيمة السوقية للشركات المدرجة في الاسواق الناشئة مما يساعد في تنشيط سوق دمشق للاوراق المالية ورفع مستوى ادائه

هذا وتتجلى أهداف البحث في:

- تقييم مستوى حوكمة الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- دراسة أثر تطبيق قواعد الحوكمة المتعلقة بالملكية الإدارية على القيمة السوقية، ودراسة علاقتها بالخصائص المختلفة للشركة ( ملكية الرئيس التنفيذي، حجم مجلس الإدارة، ملكية مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، حجم الشركة، حجم مديونيتها، قطاع الشركة).
- تقديم دليل إضافي حول أثر الحوكمة على القيمة السوقية في سوق ناشئة تثير اهتمام المستثمرين والباحثين.

**متغيرات البحث:**



**فرضيات البحث:**

1 – توجد علاقة بين تطبيق قواعد الحوكمة المتعلقة بالملكية الإدارية والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة، مقاسة حسب **Tobin's Q**.

وتتفرع عنها الفرضيات الآتي:

- توجد علاقة بين نسبة ملكية المدراء والقيمة السوقية في الشركات محل الدراسة.
- توجد علاقة بين حجم مجلس الإدارة والقيمة السوقية في الشركات محل الدراسة.
- توجد علاقة بين استقلالية أعضاء مجلس الإدارة والقيمة السوقية في الشركات محل الدراسة.
- توجد علاقة بين نسبة ملكية مجلس الإدارة والقيمة السوقية في الشركات محل الدراسة.

**2**–توجد علاقة بين المتغيرات الثانوية (حجم الشركة، مديونية الشركة، نوع القطاع) والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة.

## منهجية البحث:

اعتمدت الدراسة على المقاربة الاستنباطية والمنهج التحليلي، ووضع الفروض من خلال الأسلوب التحليلي للعلاقة بين مبادئ الحوكمة المتعلقة بالملكية الإدارية، والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة، ومن ثم استخلاص النتائج التي تخدم أغراض البحث. أما بالنسبة لطرائق البحث، فقد تم جمع البيانات الثانوية من التقارير السنوية والبيانات المالية الدورية، للشركات محل الدراسة من المواقع الالكترونية لتلك الشركات على الانترنت. وتحليل بيانات السلسلة الزمنية باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة لاختبار فرضيات الدراسة.

**مجتمع البحث:**

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، وقد تم الاعتماد على الحصر الشامل بدراسة جميع مفردات مجتمع البحث، والبالغة 24 شركة موزعة على أربعة قطاعات، كما هو مبين في الجدول الآتي:

**الجدول رقم (1): يبين عينة الدراسة**

| الشركة | رمز الشركة | نوع القطاع |
|---|---|---|
| البنك العربي– سورية | ARBS | مصارف |
| المصرف الدولي للتجارة والتمويل | IBTF | مصارف |
| بنك سورية والأردن | BOJS | مصارف |
| بنك الشام الإسلامي | CHB | مصارف |
| بنك الشرق | SHRQ | مصارف |
| بنك بيبلوس– سورية | BBS | مصارف |
| بنك بيمو السعودي الفرنسي | BBSF | مصارف |
| بنك سورية الدولي الإسلامي | SIIB | مصارف |
| بنك سورية والخليج | SGB | مصارف |
| بنك سورية والمهجر | BSO | مصارف |

| | | |
|---|---|---|
| بنك عودة– سورية | BASY | مصارف |
| بنك قطر الوطني | QNBS | مصارف |
| بنك البركة سوريا | BBSY | مصارف |
| فرنسبنك | FSBS | مصارف |
| التحاد التعاوني للتأمين | SAIC | تأمين |
| آروب– سورية | AROP | تأمين |
| الشركة السورية الكويتية للتأمين | SKIC | تأمين |
| الشركة الوطنية للتأمين | NIC | تأمين |
| الشركة المتحدة للتأمين | UIC | تأمين |
| العقيلة للتأمين التكافلي | ATI | تأمين |
| الشركة الهندسية للاستثمارات الزراعية – نماء | NAMA | زراعة |
| الشركة الأهلية للزيوت | AVOC | صناعة |
| الشركة المتحدة للنشر والإعلان | UG | خدمات |
| الشركة الأهلية للنقل | AHT | خدمات |

**المصدر: موقع سوق دمشق للأوراق المالية**

**قياس المتغيرات:**

نسبة ملكية المدير التنفيذي: نسبة الأسهم المملوكة من قبل المدير التنفيذي.

حجم مجلس الإدارة: عدد أعضاء مجلس الإدارة.

استقلالية مجلس الإدارة: عدد الأعضاء المستقلين.

نسبة ملكية مجلس الإدارة: نسبة الأسهم المملوكة من قبل مجلس الإدارة.

حجم الشركة:اللوغاريتم النيبري لعدد الأسهم العادية للشركة.

نوع القطاع: مصارف، تأمين، زراعة، صناعة، خدمات.

القيمة السوقية: حسب **Tobin's Q**

ApproximateQ= CMVE+PS+(BEPT)/TA

MVE: سعر السهم في نهاية العام × عدد الأسهم

PS: القيمة النقدية للأسهم الممتازة القائمة للشركة

BEPT: قيمة المطلوبات قصيرة الأجل – الأصول قصيرة الأجل + القيمة الدفترية للمطلوبات طويلة الأجل

TA: القيمة الدفترية لإجمالي أصول المنشأة

**الإطار النظري:**

أظهرت أدبيات حوكمة الشركات تبايناً كبيراً في تعاريفها، إلا أنها تقع إجمالاً في مجموعتين اثنتين[1]:

**المجموعة الأولى:** ركّزت على الممارسات الفعلية للشركات كأدائها وكفاءتها ونموها وهيكلها المالي، وتعاملها مع حملة الأسهم وأصحاب المصالح.

**المجموعة الثانية:** القواعد التي تعمل في ضوئها الشركات. تأتي هذه القواعد من مصادر مثل النظام التشريعي والقضائي والأسواق المالية وسوق العمالة.

وربما كان أكثر تعريف مشهور لحوكمة الشركات من قِبَل (كادبوري، 1992) في تقريره حول النواحي المالية لحوكمة الشركات في المملكة المتحدة: "وهي النظام الذي تدار من خلاله وتوجّه وتراقب شركات الأعمال.[2]

كما عرّفت (ميلستين، 2005) حوكمة شركة ما بأنها: "ذلك الخليط من القوانين والتعليمات وممارسات القطاع الخاص الطوعية، التي تمكّن الشركة من جذب الرأس المال البشري والمادي، وأداء أعمالها بشكل كفوء، وبالتالي الحفاظ على استمراريتها، من خلال توليد قيمة اقتصادية طويلة الأمد لحملة أسهمها، مع احترام مصالح باقي الأطراف والمجتمع ككل.[3]

وعرّفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية: "بأنها مجموعة العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس الإدارة والملاك، وجميع الأطراف التي لها علاقة مع الشركة، وهو الأسلوب الذي يقدّم الهيكل، الذي من خلاله يتم تحديد الأهداف وتحقيقها ومراقبة الأداء والنتائج.[4]

مما سبق يمكن وضع تعريف للحوكمة بأنها: "الأنظمة الخاصة بالرقابة على أداء الشركات بهدف ضبطها مالياً وإدارياً، والتي تنظّم العلاقات بين مجلس الإدارة والمديرين والمساهمين وأصحاب المصالح من خلال بناء ثقافة تضمن مستويات أداء أفضل.

**هيكل الملكية وحوكمة الشركات:**

تدور مبادئ الحوكمة في فلك الحماية والرقابة بهدف ضبط أعمال الشركات. فالإفصاح والشفافية والمسائلة والمسؤولية وضمان العدالة بين كافة الأطراف المتعاملة هي أهم أسس الحوكمة، بغض النظر عن هيكل ملكية الشركات سواء كان هيكلاً مركزاً أم موزعاً.[5]

ففي هياكل الملكية المركزة تتركز الملكية أو الإدارة واتخاذ القرارات لدى كبار المساهمين ذوي النفوذ مما يسمح لهم بإحكام السيطرة على أعمال وأهدإاف الشركات، والتأثير بالقرارات الاستثمارية والتمويلية من خلال مكانتهم في مجلس الإدارة، علماً أنه في بعض الأحيان قد لايكون أصحاب القرار هم من حملة عدد كبير من الأسهم، ولكن تتمتع بحقوق تصويت قوية. [6]

وتميل الدول التي يحكمها القانون المدني إلى اعتماد هياكل الملكية المركزة، وبالمقابل نلاحظ أن الشركات التي تعتمد هياكل الملكية الموزعة على عدد كبير من المساهمين تتوزع سلطة وقوة التأثير في اتخاذ القرار بينهم، علماً أنه لاتتوفر الرغبة لعدد من حملة الأسهم بالتدخل بإدارة الشركة. حيث تنتهج الدول ذات القوانين القائمة على العرف مثل بريطانيا وأمريكا هياكل الملكية الموزعة في شركاتها.[7]

**مزايا وعيوب كل نظام من وجهة نظر حوكمة الشركات:**

**نظم الملكية المركزة :(Ownership concentration):**

يُساعد نظام الملكية المركزة المنشآت على الاستمرارية، حيث يندفع المالكون الذين تتركز السلطة بأيديهم إلى متابعة أعمال وأنشطة المنشأة ومراقبة المدراء بشكل مباشر، وهذا مايُخفض احتمال اتخاذ قرارات خاطئة أو متحيزة لصالح الإدارة، فضلاً عن ذلك، ونتيجة زيادة نسبة ملكيتهم للأسهم وحقوق الإدارة الخاصة بهم ، يميلون إلى تأييد القرارات الاستراتيجية التي تحقق معدلات نمو عالية ترفع من مستوى أداء المنشأة، مقابل القرارات التي تهدف إلى تحقيق الربح في المدى القصير على حساب القرارات التي ترفع القيمة السوقية للمنشأة. [8]

على أية حال تعاني المنشآت ذات الملكية المركزة من نقاط ضعف، خصوصاً فيما يتعلق بمبادئ حوكمة الشركات، وأحدها هو توجه أصحاب الشركة أو أصحاب حقوق التصويت من ذوي النسب المسيطرة، للاتفاق مع الإدارة لاتخاذ القرارات التي تضمن تحقيق مصالحهم على حساب المساهمين الذين يملكون عدد أسهم أقل.

وتتجلى المخاطرة الناجمة عن ذلك بانسحاب الأقلية من حملة الأسهم، وهذا مايؤثر على قيمة السهم في السوق المالي. فضلاً عن انخفاض مستوى أداء الشركة نتجة اتخاذ قرارات تضمن مصلحة كبار أصحاب القوة التصويتية، على حساب أهداف الشركة. كاتخاذ قرارات التعامل مع شركات موردة للمواد الأولية بأسعار مرتفعة، لمجرد أنهم يمتلكون في هذه الشركات نسب أسهم مرتفعة.[7]

**نظم الملكية المشتتة (Owner ship dispersion):**

تميل الشركات التي تنتهج نظام الملكية الموزعة للاعتماد على الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة لمراقبة الإداريين في اتخاذ القرارات، ويعلن أعضاء مجلس الإدارة وفق هذا النظام، عن كافة المعلومات بشفافية. كما يتم تقييم الأداء الإداري موضوعياً بعيداً عن التحيز وحماية مصالح وحقوق المساهمين.

ونتيجة لهذا، تعد نظم الملكية المشتتة أكثر قابلية للمحاسبة وتسهم في حماية الاستثمار في الشركات من التعرض للخسارة بسبب سوء استخدام الإدارة في غير مصلحة المستثمر .

وعلى الرغم من تلك المزايا، فإنه يؤخذ على الهياكل ذات الملكية المشتتة سعي الملاك إلى الاهتمام بهدف تعظيم الربحية الذي يعد هدف تقليدي إذا ما قورن بهدف تعظيم القيمة السوقية فهم يسعون للربح الآني ولكنه لا يعمل بالضرورة على تعزيز قيمة الشركة في السوق المالي .وهذا ما يسبب تضارب المصالح بين أعضاء مجلس الإدارة وأصحاب الشركات، وإلى تواتر تغيرات في هيكل الملكية نظراً لأن المساهمين قد يرغبون في التخلي عن استثماراتهم وبيع الأسهم على أمل تحقيق عوائد من شركات منافسة، وكِلا الأمرين يؤدي إلى انخفاض قيمة أسهم الشركة مما يهدد استمراريتها في السوق. وبالوقت ذاته يتحمل صغار حملة الأسهم تكاليف إضافية لصعوبة إشرافهم على قرارات الإدارة وهذا ما يستغله المدراء لتحقيق مصالحهم على حساب حملة الأسهم .[6]

**واقع تطبيق الحوكمة فيما يتعلق بالملكية الإدارية في الشركات السورية:**

لقد صدرت مجموعة من الأنظمة والقوانين والتشريعات التي تنظم ممارسة الحوكمة في الشركات المساهمة السورية، حيث نلاحظ أغلبية الشركات تلتزم بتطبيق مبادئ الحوكمة، وهذا يعكس وعي الإدارة حول أهمية ومفهوم ودور الحوكمة في تحسين مستوى أدائها. وفي الوقت ذاته نلاحظ شيوع هياكل الملكية المركزة لدى معظم الشركات المساهمة في سورية، وهذا مايؤثر سلباً على حقوق صغار المساهمين وتأثيرهم على القرارات.

كما نلاحظ أن معظم الشركات تلتزم بشروط تشكيل مجلس الإدارة من أعضاء غير تنفيذيين ومستقلين، مع ضرورة الأخذ بالاعتبار عدم جمع منصبين للشخص في الوقت ذاته، كما التزمت الشركات بتشكيل لجان تدقيق ومراقبة لأعمال مجلس الإدارة، وخصوصاً مايتعلق بالنواحي المالية التي تؤثر على قرارات الشركة الاستراتيجية. ويظهر الجدول الآتي تطبيق مبادئ الحوكمة في الشركات المساهمة محل الدراسة:

**الجدول رقم (2): يبين خصائص الملكية الإدارية للشركات محل الدراسة**

| الشركة | نسبة ملكية مجلس الإدارة | عدد أعضاء مجلس الإدارة | عدد الأعضاء التنفيذيين | عدد الأعضاء المستقلين |
|---|---|---|---|---|
| البنك العربي- سورية | 85.75 | 9 | 0 | 5 |
| المصرف الدولي للتجارة والتمويل | 54.05 | 9 | 0 | 5 |
| بنك سورية والأردن | 53.25 | 8 | 0 | 4 |
| بنك الشام الإسلامي | 54 | 7 | 0 | 3 |
| بنك الشرق | 55.61 | 9 | 0 | 5 |
| بنك بيبلوس- سورية | 66.61 | 7 | 0 | 4 |
| بنك بيمو السعودي الفرنسي | 33.93 | 7 | 0 | 3 |
| بنك سورية الدولي الإسلامي | 2.24 | 8 | 0 | 7 |
| بنك سورية والخليج | 48.34 | 9 | 0 | 1 |
| بنك سورية والمهجر | 61 | 9 | 4 | 4 |
| بنك عودة- سورية | 56 | 9 | 1 | 5 |
| بنك قطر الوطني | 72.56 | 10 | 0 | 5 |
| بنك البركة سورية | 45 | 9 | 0 | 5 |
| فرنسبنك | 60.26 | 9 | 3 | 5 |
| الاتحاد التعاوني للتأمين | 22.38 | 7 | 0 | 7 |
| آروب- سورية | 9.35 | 7 | 0 | 4 |
| الشركة السورية الكويتية للتأمين | 62.78 | 7 | 0 | 3 |
| الشركة الوطنية للتأمين | 58.6 | 7 | 0 | 3 |
| الشركة المتحدة للتأمين | 36 | 7 | 0 | 5 |
| العقيلة للتأمين التكافلي | 51.4 | 7 | 0 | 6 |
| الشركة الهندسية للاستثمارات الزراعية – نماء | 39.96 | 7 | 0 | 5 |
| الشركة الأهلية للزيوت | 41.86 | 7 | 0 | 7 |
| الشركة المتحدة للنشر والإعلان | 5.08 | 5 | 0 | 5 |
| الشركة الأهلية للنفل | 2.312 | 7 | 0 | 7 |

**المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقرير حوكمة الشركات الصادر عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية 2014**

**المقاييس المستخدمة في تقدير قيمة الشركات:**

هناك مجموعة من المقاييس التي يتم الاعتماد عليها في قياس قيمة الشركة ولعلّ من أهم هذه المقاييس:

1- المقاييس المحاسبية.

2- المقاييس الاقتصادية.

3- المقاييس المستندة إلى السوق.

**أولاً: المقاييس المحاسبية**

وهي مجموعة المقاييس المعتمدة على المعلومات المحاسبية المستمدة من القوائم المالية للشركات. حيث استخدمت معدلات الأداء المحاسبية كمقاييس لتقييم الإيرادات التي تحققها الشركات. ولكن يؤخذ عليها الاعتماد على المعلومات السابقة، وعدم أخذ التدفقات النقدية المستقبلية، والمخاطر بعين الاعتبار.[9]

من هذه المقاييس:

**1- معدل العائد على الأصول: Return on Asset (ROA)**

يعكس معدل العائد على الأصول أثر الأنشطة التشغيلية والتحويلية للشركة، حيث يقيس مدى فاعلية الإدارة في استخدام الموارد المتاحة، ومدى قدرتها على تحقيق العوائد من الأموال المتاحة من مختلف مصادر التمويل. ويتم حسابه بقسمة صافي الدخل قبل الضريبة على متوسط إجمالي الأصول، فكلما ارتفعت هذه النسبة دلّ ذلك على كفاءة الإدارة وصحة قراراتها التشغيلية والتمويلية.[7]

**2- معدل العائد على حقوق الملكية ROE:**

يتم قياس معدل العائد على حقوق الملكية من خلال قسمة صافي الدخل بعد الضرائب على متوسط حقوق الملكية.[10]

**3- ربحية السهم:**

يُعدّ مؤشراً من مؤشرات قياس كفاءة الأداء وتحديد سعر السهم السوقي، باعتباره يقدم معلومات إضافية تساعد في اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية يتم حسابه بقسمة صافي الدخل بعد الضرائب على عدد الأسهم للشركة ككل.[11]

وقد رأت الباحثة أن الاعتماد على استخدام المقاييس المحاسبية في تحديد القيمة، يعتمد على الأحداث التاريخية ولايعكس القيمة المستقبلية، فالمقاييس المحاسبية الإيجابية لا تعني بالضرورة وجود قيمة للمالكين، ولا تأخذ بعين الاعتبار العلاقة ما بين المخاطرة والعائد.

**ثانياً: المقاييس الاقتصادية**

وتركز على مقدار الإضافة في قيمة الاستثمارات وتضم مقياسين هما:

1- القيمة الاقتصادية المضافة Ecoromicvawe Added (EVA) .

2- القيمة السوقية المضافة Market value Added (MVA).

حيث أن هناك علاقة طردية بينها فأي زيادة في القيمة الاقتصادية المضافة يتبعها زيادة في القيمة السوقية المضافة.

**1- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):**

إن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يقوم على أساس خصم صافي الربح التشغيلي المعدل للشركة بمقدار كلفة رأس المال المستخدم فيها، ويقصد بالمعدل إزالة التأثيرات المحاسبية التي لها تأثير إيجابي أو سلبي على الرقم المحاسبي لصافي الربح التشغيلي بعد الضرائب. ويعبر عنها المعادلة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة – كلفة رأس المال

= الربح التشغيلي*(1- معدل الضريبة)- (صافي رأس المال التشغيلي*متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال)

فإذا كانت القيمة موجبة فهناك قيمة للشركة وإذا كانت سالبة فإن قيمة الشركة في تدهور.

يُعدّ هذا المقياس من أهم المقاييس الاقتصادية في تقييم الشركات (حسب النموذج الاقتصادي في التحليل) إذ يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال لجميع مصادر التمويل ويدرس مقدار العائد بناءً على ما تمت إضافته للشركة من قيمة.

و يُعدّ هذا المقياس مهم للمساهمين كما الإدارة تماماً فمن خلاله يمكن لهم الحكم على أداء الإدارة ،إضافة إلى استخدامه للمقارنة بين الشركات وتحديد المركز التنافسي لكل شركة بين الشركات الأخرى. كما فُسرت من قبل

(Stewart & Company, 2002 ) على أنها مقياس يعتبره المحاسبون والمدراء الماليون كأساس لاحتساب قيمة الأسهم المتداولة في السوق. لذلك ترى الباحثة أنه إذا تم تركيز الإدارة على هذا المقياس يساعدها في تصحيح سياساتها التشغيلية من أجل تعظيم قيمتها السوقية. لكن ما يؤخذ عليه أنّه يدرس فترات سابقة وليست حالية أو مستقبلية كما أنّه يصعب التعامل معه في الشركات المالية والشركات حديثة العهد.[12]

**2-القيمة السوقية المضافة:**

تمثل تقييماً شاملاً للأداء منذ إنشاء الشركة وحتى تاريخ احتساب قيمتها السوقية وتعرف بأنها الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية مضروبة بعدد الأسهم والبعض الآخر يعرفها بأنها الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية مضروبة بعدد الأسهم.[13 ]

وترى الباحثة أن هذا المقياس يعكس أداء الإدارة حيث أن تعظيم قيمة ثروة الملاك هو الذي يحكم الإدارة العليا.

**ثالثاً:المقاييس المستندة إلى السوق:**

**1- الرسملة السوقية (Market Capitalization):** يتم من خلال ضرب سعر إغلاق السهم في نهاية العام بعدد الأسهم المتداولة. [14 ]

**2- القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية:** يقاس بقسمة سعر إغلاق السهم آخر يوم بالسنة المالية على القيمة الدفترية للسهم حيث القيمة الدفترية للسهم : هي حقوق الملكية إلى عدد الأسهم المتداولة.

3- **نسبة Tobin's Q** : تمثل نسبة المقارنة بين القيمة السوقية لأصول الشركة وقيمتها الاستبدالية، وتستجيب هذه النسبة للتغير في الأسعار، كما تغلبت على الكثير من المشاكل المرتبطة بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وذلك باستخدامها القيمة الاستبدالية للأصول لقياس القيمة المتولدة لدى الشركة، بحيث لو استطاعت الشركة تحقيق معدل عائد على استثمارها مساوياً لمعدل تكلفة رأس المال، فإن نسبة ( **Tobin's Q**) يجب أن تساوي الواحد الصحيح نظرياً. يمكن استخدام هذه النسبة في العديد من المجالات منها تحديد قيمة الشركة، التنبؤ بالاستثمار الرأسمالي المستقبلي، ومقياس لفرص النمو المستقبلية للشركة. [15 ]

**النتائج والمناقشة:**

لاختبار الفرضيات استخدمت الأساليب الإحصائية الآتية:

-حساب المتوسطات والانحراف المعياري والتوزيعات التكرارية.

-استخدام F-test لفحص مدى ملائمة النموذج ككل وكيف تؤثر العوامل مجتمعة على المتغير التابع.

-استخدام فحص التداخل VIF وذلك لفحص التداخل بين المتغيرات المستقلة فيما بينها، وقد اتفق الإحصائيون على أن هذا المعامل يجب أن يكون أقل من عشرة ، أو اقل من خمسة .

-استخدام فحص البواقي Durbin- Watson TEST وذلك لفحص العلاقة بين البواقي في معادلة الانحدار المستقلة فيما بينها، وقد اتفق الإحصائيون على أن الفحص لهذا العامل يجب أن يكون قريب من 2 حتى يكون جيد عند مستوى معنوية 0.05.

-استخدام الانحدار الخطي المتعدد كون المتغيرات المستقلة أكثر من واحد.

وقبل البدء باختبار الفرضيات تم حساب متوسط ملكية أعضاء مجلس الإدارة في كل قطاع، كما يوضح الجدول التالي:

**الجدول رقم (3): يبين متوسط ملكية الإدارة حسب القطاعات**

| القطاع | مصارف | تأمين | خدمات | صناعة | زراعة |
|---|---|---|---|---|---|
| عدد الأعضاء | 121 | 47 | 33 | 14 | 12 |
| متوسط ملكية الأعضاء | %52 | %41 | %23 | %61 | %47 |

**المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقرير حوكمة الشركات الصادر عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية 2013**

حيث يبين الجدول السابق أن أعلى نسبة ملكية لأعضاء مجلس الإدارة كانت في قطاع الصناعة، تلاه المصارف ثم الزراعة فالتأمين والخدمات أخيراً.

كما تم حساب نسبة Tobin's Q لكل شركة، ومن ثم حساب متوسط هذه النسبة والانحراف المعياري لإجمالي شركات العينة، ولكل قطاع على حده، كما يبين الجدول التالي:

**الجدول رقم (4): يبين متوسط نسبة TOBIN Q لكل قطاع**

| Std.dev | Mean | |
|---|---|---|
| 1.43 | 1.60 | قطاع المصارف |
| 2.3 | 1.83 | قطاع التأمين |
| 2.10 | 1.52 | قطاع الخدمات |
| 1.02 | 1.18 | قطاع الصناعة |
| 1.9 | 1.78 | قطاع الزراعة |
| 1.6 | 1.59 | المجموع |

**المصدر: من إعداد الباحثة بناء على الدراسة الاحصائية**

حيث يوضح الجدول رقم (4) أن أعلى متوسط لهذه النسبة كان في قطاع التأمين بنسبة بلغت 1.83 ، يليها قطاع الزراعة بنسبة بلغت 1.78 ، وأقل نسبة لقطاع الصناعة 1.18.

ويبين الجدول التالي الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة :

**الجدول رقم (5): يبين الوصف الإحصائي للمتغيرات الدراسة**

| | Mean | Std.Dev | Min | Max |
|---|---|---|---|---|
| T.Q | 1.59 | 1.60 | 1.12 | 3.45 |
| Ration CEO | 3.712 | 0.97 | 0 | 4.52 |
| Size bourd | 7.648 | 1.190 | 5 | 12 |
| Owndbourd | 25.64 | 19.20 | 23% | 67% |
| IN bourd | 6 | 3 | 3 | 7 |
| Firm size | 1.62 | 4.11 | 0.343 | 68.3 |
| Lev | 0.46 | 0.241 | 0.02 | 0.91 |
| sector | 1.59 | 1.6 | 0 | 3.19 |
| Observation | 120 | 120 | 120 | 120 |

**المصدر: من إعداد الباحثة بناء على الدراسة الاحصائية**

حيث بلغت أعلى قيمة لنسبة Tobin's Q خلال 120مشاهدة، كانت 3.45 ، وأدناها 1.12، في حين كانت أعلى نسبة ملكية لأعضاء مجلس الإدارة 67%، وأعلى نسبة مديونية 91%، وأعلى نسبة ملكية لمدير تنفيذي 4.52، وأدنى عدد أعضاء مستقلين 3.

ولاختبار الفرضيات تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد في الجدول الآتي:

**الجدول رقم (6)Model Summary:**

| Model | $R^2$ | Adjusted $R^2$ | Std.Error of the Estimation | F | Sig | Durbin-watson |
|---|---|---|---|---|---|---|
| T.Q | 0.834 | 0.696 | 2.36982 | 4.952 | 0.007 | 1.671 |

**المصدر: من إعداد الباحثة بناء على الدراسة الإحصائية**

وباختبار نموذج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة يتضح أن مجموع ما تفسره المتغيرات المستقلة والثانوية من تغيرات القيمة السوقية كان 69% . وهي ذا دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.01، حيث أن قيمة الدلالة **Sig** تساوي 0.007 <0.01، وبالتالي فإن النموذج يعد مناسباً للبيانات.

وبين اختبار Durbin–watson لفحص العلاقة بين البواقي في معادلة الانحدار أن العلاقة الذاتية للبواقي قليلة، وتم أخذ المتغيرات المستقلة والثانوية باستقلالية عن بعضها، وبالتالي يتوقع أن يختلف تأثيرها على المتغير التابع، حيث بلغت قيمة الاختبار، 1.671 وهي تقع ضمن المجال المقبول ( 2.5–1.5)، بالتالي استقلالية البواقي جيدة عند مستوى معنوية 0.05%. كما يبين الجدول الآتي نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد والعلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة :

**الجدول رقم (7): يبين نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد**

| Model | Ustandardized coefficients | | Ustndardized coefficients | T | Sig | Collinearity statistics | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | B | Standard Error | B | | | Tolerance | VIF |
| constant | -6.471 | 2.814 | | -2.300 | 0.039* | | |
| CEO | 0.641 | 0.331 | 0.74 | 1.919 | 0.051* | .997 | 1.012 |
| Size bourd | 2.483 | 0.491 | 0.246 | 5.123 | 0.013** | .935 | 1.059 |
| Owndbourd | 0.487 | 0.58 | 0.95 | 2.516 | 0.000** | .651 | 1.577 |
| IN bourd | 0.79 | 0.45 | 0.90 | 1.988 | 0.047* | .632 | 1.793 |
| Firm size | 0.218 | 0.369 | 0.323 | 0.762 | 0.461 | .998 | 1.004 |
| Lev | -0.215 | 0.712 | 0.091 | -0.302 | 0.767 | .974 | 1.058 |
| Sector(Industry) | 0.010 | 0.214 | 0.097 | 0.047 | 0.963 | .917 | 1.555 |

**المصدر: من إعداد الباحثة بناء على الدراسة الإحصائية**

وبينت نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بين القيمة السوقية مقاسة حسب Tobin's Q وبين نسبة ملكية الرئيس التنفيذي ونسبة ملكية مجلس الإدارة وعلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.01 بين القيمة السوقية مقاسة حسب Tobin's Q وحجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة.

كما تبين عدم معنوية العلاقة بين القيمة السوقية مقاسة حسب Tobin's Q وكل من نسبة المديونية وحجم الشركة وقطاع الشركة.

حيث أوضحت نتائج التحليل أن الالتزام بتطبيق قواعد الحوكمة المتعلقة بالملكية الإدارية، يؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية للشركات محل الدراسة.

وكانت قيم اختبار VIF لفحص العلاقة الخطية المتعددة للمتغيرات المستقلة والثانوية أقل من 5 ، وهي تدعم نتائج الانحدار.

بينما كانت قيم Tolerance بعيدة عن الصفر وهو ما ينفي وجود العلاقة الخطية (Multicollinearity test) بين المتغيرات، ويدعم نتائج النموذج المعبر عنه بالمعادلة التالية:

$$Q_{it}= a+B1\ Ration\ CEO_{it}+ B2\ Size\ bourd_{it}+B3Owndbourd_{it}+B4\ IN\ bourd_{it}+ B5\ Firm\ size_{it}+B6Lev_t +B7sector+e_{it}$$

ومن **نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد يمكن وضع المعادلة التالية:**

$$Q_{it}= -6.471+0.641\ (CEO_{it})+ 2.483\ (Size\ bourd_{it})+ 0.487(Owndbourd_{it}) + 0.79\ (IN\ bourd_{it})+ 0.218\ (Firm\ size_{it})- 0.215\ (Lev_t )+ 0.010(sector)$$

وتوضح معادلة الانحدار الخطي:

- أن الزيادة بحجم الأصول بمقدار وحدة واحدة تؤدي إلى زيادة Tobin's Q بمقدار 0.218، وزيادة نسبة المديونية بمقدار وحدة واحدة تؤدي إلى خفض القيمة السوقية بمقدار 0.215.
- وبإعادة معادلة الانحدار لكل قطاع على حده، يتضح أن القيمة السوقية ترتفع بالتزام الشركات محل الدراسة بتطبيق قواعد الحوكمة المتعلقة بالملكية الإدارية بنسبة 0.010 إذا كانت شركة صناعية الجدول رقم (7) ، و 0.07 إذا كانت خدمات و 0.03 إذا كانت مصارف، و0.04 للتأمين و0.05 للزراعة.

## الاستنتاجات والتوصيات:

### الاستنتاجات:

- تلتزم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بقواعد الحوكمة لا سيما المتعلقة بالملكية الإدارية منها.
- توجد علاقة قوية ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة CEO واستقلالية مجلس الإدارة IN bourd والقيمة السوقية مقاسة حسب Tobin's Q.
- توجد علاقة قوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة ملكية الرئيس التنفيذي Size bourd ونسبة ملكية مجلس الإدارة Ownd bourd والقيمة السوقية مقاسة حسب Tobin's Q.
- لاتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية Lev وحجم الشركة Firm size وقطاع الشركة Sector والقيمة السوقية مقاسة حسب Tobin's Q .

### التوصيات:

- التركيز على ممارسات حوكمة الشركات باعتبارها واحدة من الآليات المستخدمة للسيطرة على عملية صنع القرار لدى المدراء.
- توصي الباحثة برفع مستوى تطبيق قواعد الحوكمة للحد من درجة المخاطرة في السوق، وتخفيف الأثر السلبي لحالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي والتي تحد من الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية

- توصي الباحثة بأن تضع الشركات محل الدراسة قواعد حوكمة إضافية خاصة بها وعدم الاكتفاء بتطبيق القواعد المفروضة من الجهات الإشرافية .
- ضرورة التطوير الدائم لقواعد الحوكمة بما يتلائم مع المراحل التي وصلت إليها الشركات في تطبيق الحوكمة.

## المراجع:


[1] -BALASUBRAMANIAN,N.BLACK,B.S.and KHANNA,V.(2010). The relation between firm level corporate governance and market value: A case study of india. Emerging Markets Review.11,4,319-340.

[2] -Gill, A. and Obradovich, J. ( 2012). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *InternationalResearch Journal of Finance & Economics*. 91, 46-56

[3] -TOOLKIT.(2005). Developing Corporate Governance Codes of Best Practice, User Guide", Global Corporate Governance Forum, Copyright, Focus 1.

[4] -OECD short definition via http://www.consultgroup.net.au/consultants-resources/white-papers-articles/oecd-principles.html,

5 -Ira M. Millstein& MACAVOY PAUL , (2003). The Recurrent Crisis in Corporate Governance, STANFORD UNIVERSITY PRESS.

[6]- الحسيني، عامر ،( 2016)، ممارسات الادارة الرشيدة (حوكمة)، منشورات المجلة الاقتصادية، الرياض، السعودية ، العدد-8150

[7]– كاترين ل. كوشتا هلبلينج، جون د. سوليفان؛ (2002). "غرس حوكمة الشركات في الاقتصادات النامية والصاعدة والانتقالية"، CIPE، ص: 10.

[8] –نعيمة. عبد (2014) ، اثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات، جامعة الاغواط–مجلة الواحات للبحوث والدراسات، مجلد7.

9 -International Atlantic Economic conference.(2005). CorporateGovernance and Firm Financial Performance of Companies inPoland. Warsaw: IAEC.

10 -Stewart, G.B. III.(1994), "EVA: Fact and Fantasy", Journal of Applied Corporate Finance, vol.4, pp. (71-87).

11 -Lee Darrell E., and Tompkins, Tames G.(1999), "A modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's Q, Financial Management". vol. 28, No. 1.

12 -Lee, B. O'Brien, J. and Sivaramakrishnan, K. ( 2008). An analysis of Financial Analysts' optimism in long-term growth forecasts. Journal of Behavioral Finance. 9. 171 - 184..

13- هندي، منير ابراهيم( 2002 ).الأوراق المالية وأسواق رأس المال.الإسكندرية: دار المعارف.

14– محفوظ، أحمد( 2009).نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق أثر الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة في ضوء التجارب العالمية وواقع بورصة عمان. أطروحة غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان.

15 -Chung, H. & Pruitt, W. (1994), "A Simple Approximation of Tobin's q", Financial Management Association. Vol. 23, No. 3, PP. (70-74)