مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: أثر الالتزام بتطبيق مبادئ الحوكمة في أداء الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية
اسم الكاتب: د. قصي علي عمار
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/5173
تاريخ الاسترداد: 2026/11/04 00:07 +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 (40) العدد (5) 2018
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (40) No. (5) 2018

أثر الالتزام بتطبيق مبادئ الحوكمة في أداء الشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

د. قُصي علي عمَّار*

(تاريخ الإيداع 2 / 4 / 2018. قُبِل للنشر في 14 / 10 / 2018)

□ ملخّص □

يهدف هذا البحث إلى تحديد درجة تأثير التزام الشركات المساهمة العامة السّورية المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بمبادئ حوكمة الشركات على أداء هذه الشركات خلال الفترة (2012–2016). ولتحقيق هذا الهدف، قام الباحث باستخدام المدخل المنهجي (الفرضي–الاستنباطي) (hypothetico–deductive approach) لصياغة فرضيات البحث، كما تم تحليل البيانات المالية المنشورة لجميع الشركات محل الدراسة، والبالغ عددها (24) شركة. وقد أظهرت نتائج البحث وجود مستوى كاف من الالتزام بمبادئ الحوكمة، وكذلك أظهرت النتائج وجود أثر للالتزام بتطبيق مبادئ الحوكمة على جميع مؤشرات الأداء التي تناولتها الدراسة: القيمة السوقية المضافة (MVA)؛ ومؤشر *Tobin's Q*؛ والعائد على الاستثمار (ROA)؛ والعائد على حقوق الملكية (ROE)؛ والعائد على السهم العادي (EPS). إن نتائج هذه الدراسة تقدم دليلاً عملياً للجهات التشريعية والمنظمة في سورية على ضرورة التأكيد على أهمية استمرار الشركات السّورية بالالتزام بتطبيق مبادئ الحوكمة لتأثيرها الواضح في حماية حقوق حملة الاسهم، وتوحيد الجهود نحو إيجاد مقياس موحد للحوكمة صالح للتطبيق في سورية، وكذلك ضرورة قيام هذه الجهات بتوعية المجتمع بأهمية الالتزام بمبادئ الحوكمة لضمان الممارسة الصحيحة لمبادئها.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، الشركات المساهمة العامة السّورية المُدرجة، الأداء المالي، الأداء التشغيلي، ،سوق دمشق للأوراق المالية.

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

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (40) العدد (5) 2018
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (40) No. (5) 2018

The Impact of Corporate Governance on the Performance of the Listed Companies in Damascus Securities Exchange

Dr. Koussay Ammar *

(Received 2 / 4 / 2018. Accepted 14 / 10 / 2018)

□ ABSTRACT □

This research aims to shed light on the impact of corporate governance on the performance of listed companies in Damascus Securities Exchange (2012-2016). To achieve this objective, the researcher used a hypothetical-deductive approach to formulate the hypotheses; and analyzed the financial statements of all shareholding Syrians listed companies. Results indicate that, despite of the variation in applying corporate governance between listed companies, there is a sufficient level of commitment to the principles of corporate governance. As well as, the results showed that all performance indicators effected by corporate governance principles. The results of this study provides an empirical evidence to policy makers and regulators in Syria to emphasize the importance of the continuation of Syrian companies to abide by the applying of the principles of corporate governance; as well as the need to find a unified measure corporate governance can be applied in Syria; and at the same time the need to educate the public concerning corporate governance.

Keywords: Corporate Governance, Syrian Listed Companies, Performance, Damascus Stock Exchange.

* **Associate Professor, Business Administration Department, Faculty of Economics, Tishreen University, Lattakia , Syria**

مقدمة:

لقد وضعت الأحداث التي مر بها الاقتصاد العالمي خلال العقود الماضية مفهوم حوكمة الشركات على قمة اهتمامات منظمات الأعمال المحلية والدولية وبرامج التنمية في جميع دول العالم. وقد تعاظم الاهتمام بهذا الموضوع خاصة بعد سلسلة من الانهيارات المالية وفضائح الفساد الإداري التي أطاحت بالعديد من الشركات الرائدة والعملاقة على المستوى العالمي، ابتداءً بالأزمات التي حدثت في عدد من دول شرق آسيا، ثم دول أمريكا اللاتينية، وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، والتي أثارت الشكوك حول إمكانية الاعتماد على القوائم المالية للشركات، ودور كبرى شركات المحاسبة والتدقيق الدولية في إعداد التقارير بشأن ذلك. ولكن الاهتمام الأكبر بموضوع الحوكمة جاء في أعقاب الانهيارات المالية الكبرى التي أصابت الاقتصاد الأمريكي في عام (2002).

هذا وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى أن الحاجة الملحة للحوكمة تبلورت من خلال ظاهرة الفصل بين الملكية والإدارة في الشركات المساهمة، إذ إن أغلب حملة الأسهم الذين يستثمرون أموالهم في هذه الشركات ليس لديهم الخبرة والوقت الكافيين واللازمين لإدارة مثل هذه الشركات، ونتيجة لذلك يقوم هؤلاء بانتخاب مجالس إدارة تقوم بدورها بتعيين مديرين تنفيذين أصحاب خبرة وكفاءة، وغالباً لا يملك هؤلاء المدراء عدد كبير من الأسهم في الشركات التي يديرونها، ومن ثم فإنهم لن يتحملوا عبء الخسارة فيما لو تعرضت هذه الشركات للفشل. كما أن اختلاف الطبيعة السلوكية وكذلك الأهداف بين المديرين والمساهمين يؤدي إلى خلق صراع منفعة في البداية بين هذين الطرفين لتتعداه فيما بعد لباقي الأطراف الأخرى. إذ يلجأ المدير لوضع استراتيجيات تحميه وتحفظ له حقوقه أو ما يعرف باستراتيجيات تجذر المديرين (Entrenchment)، وذلك عن طريق استغلال نفوذه، وشبكة العلاقات بالموردين والعملاء، وكذلك حجم المعلومات التي يستقبلها المدير قبل غيره. وبذلك فهو قد يُفضل ويستطيع تحقيق مصالحه وأهدافه الشخصية على حساب مصالح الشركة وملاكها. لمواجهة هذا الانحراف يلجأ المساهمون لتعديل سلوك المدير السلبي عن طريق إنشاء نظام حوكمة الشركات الذي يملك آليات وأدوات رقابية داخلية تعتمد على: مجالس الإدارة؛ والرقابة التبادلية بين المديرين؛ وكذلك الرقابة المباشرة للمساهمين، وخارجية تُمارس من طرف الأسواق: كسوق عمل المديرين، والسوق المالي (Charreaux, 1997, p. 22).

لقد أصبحت درجة التزام الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة أحد المعايير الأساسية التي يضعها المستثمرون في اعتبارهم عند القيام باتخاذ قرارات الاستثمار، هذا ما أكدته الأبحاث التي قامت بها شركة (Mckinsey, 2002) لاستقراء أراء المستثمرين بخصوص ممارسات الحوكمة، فالمستثمرون في مختلف دول العالم أقروا بأن السعر الذي يكونوا مستعدين لدفعه من أجل الحصول على أسهم شركات تمارس الحوكمة بكفاءة أفضل يكون أعلى من ذلك السعر الذي يدفعونه لأسهم شركات تمارس الحوكمة بكفاءة أقل، لما لهذه الكفاءة من انعكاس على الأداء المالي للشركة. كما أشار (Claessens et Fan, 2003, p. 13) إلى وجود ارتباط وثيق على مستوى الأسواق الصاعدة بين أداء الأسهم من حيث اتجاهات الأسعار ومستويات العائد وبين مدى التزام الشركات بتطبيق معايير بمفهوم الحوكمة.

إن حوكمة الشركات ظاهرة حديثة نسبياً في سورية، ولكنها ذات أهمية خاصة بالنسبة للاقتصاد السوري الذي يمر بمرحلة انتقالية ابتداءً من التحول إلى نظام السوق الاجتماعي مروراً بظروف الأزمة الراهنة، كون هذا الاقتصاد لا يملك البنية التحتية المؤسساتية الراسخة (المالية) للتعامل مع قضايا حوكمة الشركات (Braendle, 2012). وفي ضوء ما أفرزته السنوات السابقة من مشاكل وصعوبات تواجهها الشركات المساهمة العامة السّورية، وتحديات

الاستمرارية في البقاء، تتوضح مبررات هذا البحث الذي سيتناول دراسة تأثير الحوكمة على مؤشرات الأداء في الشركات المساهمة العامة السّورية المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الدراسات السابقة

على صعيد الدراسات التي تناولت بيئة الأعمال العربية: نجد دراسة **(قباجة، 2008)** هدفت دراسة إلى تحديد أثر فاعلية الحوكمة على الأداء المالي للشركات المُدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد تم اختيار عينة عشوائية من (20) شركة من مجتمع الدراسة البالغ (28) شركة خلال العامين (2005–2006)، وتكونت الدراسة من استبانة وزعت على مجتمع الدراسة لقياس مؤشر الحوكمة في الشركات محل الدراسة، وكذلك تحليل القوائم المالية للعام (2005) لقياس الأداء المالي، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين فاعلية الحوكمة من جهة، والعائد على حقوق الملكية؛ والعائد على الاستثمار؛ والعائد على سعر السهم إلى ربحيته؛ والقيمة السوقية إلى الدفترية من جهة أخرى، وأن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين فاعلية الحوكمة وتباين سعر السهم اليومي. في حين تناول **(حسانين، 2009)** في دراسته لبيئة الأعمال السعودية أثر جودة نظام الحوكمة على القيمة السوقية للشركات، وقد اعتمدت الدراسة على منهجية خاصة في تحديد الأبعاد المختلفة التي تشكل نظام الحوكمة الجيد والفعال وتحديد المؤشرات الخاصة بكل بعد منها. تكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المُدرجة في سوق الأسهم السعودية البالغ عددها (111) شركة لسنة (2007)، وقد توصلت الدراسة إلي وجود دليل من واقع السوق السعودي حول إيجابية العلاقة بين نظم الحوكمة المطبقة وكلاً من أداء الشركة وقيمتها الحقيقية. أما دراسة **(Al-Manaseer *et al.*, 2012)** تناولت تحديد درجة تأثير أبعاد حوكمة الشركات: حجم مجلس الإدارة؛ وتشكيل مجلس الإدارة؛ والفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، على أداء البنوك الأردنية، وقد تم تجميع البيانات من العينة التي تكونت من (15) بنك خلال الفترة (2007–2009). وتم قياس الأداء بالأبعاد: العائد على الأصول؛ والعائد على حقوق الملكية؛ والعائد للسهم الواحد. وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة من جهة وبين أداء البنوك الأردنية من جهة أخرى، بينما هناك علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة والفصل بين دور المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة من جهة وبين أداء البنوك الأردنية محل الدراسة من جهة أخرى. وفي البحرين، قام **(Ahmed et Hamdan, 2015)** بدراسة قياسية لمجموعة من المؤشرات للشركات الناشطة في سوق البحرين المالي، وقد أظهرت الدراسة أن أكثر من (60%) من الشركات محل الدراسة تطبق مبادئ الحوكمة. وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات على الأداء المالي والتشغيلي في سوق البحرين المالي. في حين لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات على أداء الأسهم. كما هدف دراسة **(السرطاوي، 2015)** إلى بيان أثر الحوكمة على أداء الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، وتحديد مستوى ومدى التفاوت بين هذه الشركات في تطبيق الحوكمة. ولتحقيق هذه الأهداف تمّ تحليل البيانات المالية المنشورة لعينة من (240) شركة من شركات القطاع المالي (البنوك، الاستثمار، والتأمين) المُدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي. أظهرت النتائج وجود أثر للالتزام بتطبيق مبادئ الحوكمة على بعض مؤشرات الأداء: القيمة السوقية المضافة؛ والعائد على الاستثمار؛ والعائد على حقوق الملكية؛ عائد السهم العادي. أما فيما يتعلق ببيئة الأعمال السّورية، هدفت دراسة **(عمار، 2016)** إلى تحديد درجة التزام الشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بالمبادئ المتعارف عليها لنظام حوكمة الشركات، وشملت عينة الدراسة على (20) شركة من الشركات العاملة في القطاعين المصرفي والتأميني. وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات السّورية قطعت

شوطاً في تطبيق مبادئ الحوكمة، حيث كان التزامها بتطبيق تلك المبادئ جميعها وحدة واحدة عند المستوى المُرتفع، وإن كان هناك اختلفت في أولوية الالتزام من مبدأ إلى أخر. أما عن جوانب الضعف في تطبيق مبادئ الحوكمة فتتمثل بشكل رئيس في: عدم إشراك القاعدة العامة للمساهمين في اتخاذ القرارات الاستراتيجية للشركة، وكذلك عدم الاهتمام الكافي من قبل الشركات محل الدراسة بمتطلبات المسؤولية الاجتماعية.

وعلى الصعيد العالمي، فقد أجرى (**Klapper et Love, 2002**) دراسة تناولت الحوكمة وحماية المستثمر والأداء في الأسواق الناشئة، حيث هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة ما بين مستوى الحوكمة والبيئة القانونية في الأسواق الناشئة، واستخدمت الدراسة نموذج (Credit Lyonnais Securities Asia) (CLSA)، وطبقت الدراسة على (972) شركة من الأسواق الناشئة في (14) دولة، وكان من أهم النتائج وجود تباين واضح في مستوى الحوكمة عبر الدول في عينة الدراسة، وأن معدل الحوكمة منخفض في الدول ذات الأنظمة القانونية الضعيفة، والمستوى المرتفع للحوكمة مرتبط بأفضل أداء تشغيلي وتقييم سوقي. أما دراسة (**Bai *et al.*, 2004**) هدفت إلى دراسة العلاقة بين آليات الحوكمة وتقييم السوق للشركات المُدرجة في السوق الصينية، وقد كونت الدراسة مجموعة من المؤشرات لكل من نظم الحوكمة وتقييم السوق للشركات خلال الفترة (1999–2001). وقد توصلت الدراسة إلى أن درجة تركيز الملكية وعدم وجود رقابة على الملكية وإصدار الأسهم للمستثمرين الأجانب له تأثير إيجابي على تقييم الشركة؛ في حين أن هناك تأثير سلبي في الشركات التي لديها اتساع في الملكية وخاصة تلك التي تمتلك الحكومة جزءاً كبيراً من أسهمها. كما أكد (**Gurbuz *et al.*, 2010**) ، من خلال عينة مكونة من (164) شركة من الشركات التركية المُدرجة في سوق استنبول المالي خلال الفترة (2005–2008)، على أن بعض آليات الحوكمة: كالمستثمرين المؤسسين؛ والخصائص الجيدة لأعضاء مجلس الإدارة؛ ولجان التدقيق يترك أثراً إيجابياً على الأداء المالي والتشغيلي في الشركة وعلى أداء الأسهم، بحيث تتأثر القيمة السوقية المضافة للشركة ومعدل العائد على استثماراتها، وهامش صافي الربح، ومعدل العائد على السهم العادي بدرجة متفاوتة وفقاً لنوع القطاع الذي تنتمي له الشركة. في حين هدفت دراسة (**Abbasi *et al.*, 2012**) إلى التعرف على أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على قيمة الشركة وقد تم إجراء هذه الدراسة على شركات الصناعات الغذائية المسجلة ببورصة طهران. وقد قامت الدراسة بالاعتماد على أربع جوانب فقط من العوامل المؤثرة على قيمة الشركة وهي: تركيز الملكية؛ وملكية المؤسسات المالية؛ وازدواجية الإدارة؛ واستقلالية مجلس الإدارة، وقد تم استخدام مقياس *Tobin's Q* لقياس قيمة الشركة، وقد خلصت تلك الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية بين تطبيق حوكمة الشركات وقيمة الشركة.

يمكن للباحث استنتاج مجموعة من الحقائق الأساسية من الدراسات السابقة، حيث أوضحت الدراسات أن هناك تأثير لنظم الحوكمة الجيدة على أداء وقيمة الشركة، ولكنه يختلف من بيئة لأخرى، الأمر الذي يستدعي إجراء المزيد من الدراسات التي تستقصى طبيعة تلك العلاقة.

مشكلة البحث

أدى الاضطراب الذي ساد الأسواق المالية في السنوات الأخيرة بسبب إفلاس العديد من الشركات العالمية إلى مطالبة المستثمرين بتقارير مالية ذات درجة عالية من الشفافية والثقة، تتيح لهم تحديد اقتصاديات العمليات التي تجريها الشركة بما يمكنهم من تقدير المخاطر والمزايا التي تتضمنها استثماراتهم، وعندما يدرك المتعاملون بالأسواق المالية أن هناك نقصاً في الشفافية ينعكس أثر ذلك على قيمة الشركة وأسهمها في السوق. وقد ترتب على ذلك زيادة أهمية حوكمة

الشركات ليس باعتبارها وسيلة من وسائل الرقابة الداخلية، وإنما كنظام متكامل يحكم عمل كافة المتعاملين وذوي العلاقة ببيئة الأعمال باختلاف أنواعها.

تمتد الحاجة إلى ممارسة الحوكمة في الاقتصاديات النامية والصاعدة والمتحولة إلى ما هو أبعد من حل المشاكل الناجمة عن الفصل بين الملكية والإدارة، إذ تتعرض هذه الاقتصاديات بصفة مستمرة لمسائل مثل نقص حقوق الملكية وعدم تنفيذ التعاقدات (Catherine et Sullivan, 2002). كما أشار تقرير صادر عن المركز الاقتصادي السوري (2008) إلى أن معظم قواعد الحوكمة في سورية تتواجد في نسيج من القوانين ولاسيما تلك المُنظمة للنشاط الاقتصادي، ولكن نقطة الضعف التي تعاني منها سورية ليس تشريع القانون بحد ذاته، وإنما التراخي في تطبيق هذا القانون. وفي سورية رغم أن هناك العديد من الكتابات التي تناولت موضوع الحوكمة في الفترة الأخيرة، إلا أنها لم تتناول تفاصيل العلاقة التأثيرية لتطبيق الحوكمة على متغيرات اقتصادية ومحاسبية خاصة بالشركة مثل الأداء المالي والتشغيلي للشركة. بناءً على ما تقدم، يمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال التساؤل الآتي:

هل يسهم تطبيق مبادئ الحوكمة في تحسين الأداء المالي والتشغيلي للشركات المساهمة العامة السّورية المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة (2012-2016)؟[3]

أهمية البحث وأهدافه:

تتجلى أهمية البحث في التأكيد على الأخذ بمفاهيم ومبادئ وقواعد الحوكمة، وذلك للاستفادة وتجنب ما حدث للعديد من الشركات العملاقة في الكثير من دول العالم من انهيارات مالية، نتيجة للممارسات الخاطئة والتلاعب في التقارير المالية وفقدها للمصداقية مما أثر سلباً على ثقة المستثمرين. كما أن قواعد الحوكمة هي أساس تحقيق الشفافية التي تهدف إلي ضمان حقوق ومصالح الأطراف ذات العلاقة مما يؤدي إلي تعظيم قيمة الشركات المُدرجة في سوق الأوراق المالية وسلامة اقتصاد المجتمع.

كما تتجلى أهمية البحث في كونه يندرج ضمن الدراسات القليلة في سورية (في حدود علم الباحث) والتي عالجت موضوعاً على قدر كبير من الأهمية ألا وهو دور حوكمة الشركات في تعظيم القيمة السوقية للشركة. ويعد هذا البحث امتداداً للدراسات السابقة التي تناولت تقييم تطبيقات نظم الحوكمة في البيئات المختلفة وتحليل أثرها على أداء وقيمة الشركة.

يتمثل الهدف الرئيس لهذا البحث في تحديد درجة تطبيق الشركات المساهمة العامة السّورية المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لمعايير الحوكمة، ودراسة انعكاسات وتأثير تطبيق هذه المعايير على الأداء المالي والتشغيلي للشركات محل الدراسة، وذلك خلال الفترة (2012-2016).

فرضيات البحث

في ضوء عناصر مشكلة البحث والأهداف المُحددة لها، يمكن عرض الفرضية الآتية:

الفرضية الرئيسة: يوجد أثر ذو دلالة معنوية لمبادئ الحوكمة في تحسين أداء الشركات المساهمة العامة السّورية المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، ويتفرع عن هذه الفرضية خمس فرضيات فرعية:

1. يوجد أثر ذو دلالة معنوية لمبادئ الحوكمة في تحسين القيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة.
2. يوجد أثر ذو دلالة معنوية لمبادئ الحوكمة في تحسين مؤشر *Tobin's Q* للشركات محل الدراسة.

[3] **تم اختيار فترة الدراسة خلال فترة الحرب التي شهدتها سورية منذ عام 2011،**

3. يوجد أثر ذو دلالة معنوية لمبادئ الحوكمة في تحسين العائد على الاستثمار للشركات محل الدراسة.

4. يوجد أثر ذو دلالة معنوية لمبادئ الحوكمة في تحسين العائد على حق الملكية للشركات محل الدراسة.

5. يوجد أثر ذو دلالة معنوية لمبادئ الحوكمة في تحسين عائد السهم العادي في الشركات محل الدراسة.

منهجية البحث

لتحقيق هدف البحث، قام الباحث باستخدام المدخل المنهجي (الفرضي–الاستنباطي) (hypothetico–deductive approach) لصياغة الفرضيات السابقة، كما تم جمع البيانات اللازمة للدّراسة من واقع التقارير المالية المدققة والمنشورة من قبل الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والبالغ عددها (24) شركة (أي ما نسبته 62% من إجمالي الشّركات المساهمة العامة السّورية)، والجدول الآتي يعرض الشركات محل الدراسة.

الجدول رقم (1): الشّركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

المصارف	14	المصرف الدولي للتجارة والتّمويل	بنك بيمو السعودي الفرنسي	بنك سورية والمهجر
		البنك العربي	بنك عودة	بنك بيبلوس
		بنك سورية والخليج	بنك الشرق	بنك الأردن
		مصرف فرنسبنك	بنك قطر الوطني	بنك سورية الدولي الإسلامي
		بنك البركة – سورية	بنك الشام	
التأمين	6	المتحدة للتأمين	السّورية الدولية للتأمين (أروب)	السّورية الكويتية للتأمين
		السّورية الوطنية للتأمين	الاتحاد التعاوني للتأمين	العقيلة للتأمين التكافلي
الخدمات	2	الأهلية للنقل	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان	
الصناعة	1	الأهلية للزيوت		
الزراعة	1	الهندسية الزراعية للاستثمارات–نماء		

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق دمشق للأوراق المالية: http://www.dse.sy/ ؛ تم الاطلاع على المرجع في: 24 شباط 2018

أنموذج الدراسة:

ومن أجل اختبار العلاقات المُفترضة بين متغيرات البحث تمّ استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد للسلسلة الزمنية المقطعية للتعبير عن العلاقة بين المتغير التابع (أداء الشركة) والمتغيرات المستقلة مبادئ حوكمة. ويمكن وضع النموذج بصيغته الرياضية كما يأتي:

$$Perfit = \text{œ} + \beta_1 X_1it + \beta_2 X_2it + \beta_3 X_3it + \beta_4 X_4it + \beta_5 X_5it + \beta_6 X_6it + \beta_7 X_7it + \beta_8 X_8it + eit$$

حيث :

i = 1، 2، 3، 4، 5،.....، 24. : وهي عبارة عن الشّركة (i) في السلسلة المقطعية (Cross–Section).

t = 1، 2، 3، 4، 5: وهي عبارة عن الزمن (t) في السلسلة الزمنية (Time– Series) خلال الفترة (2012–2016).

ويتفرع عن النموذج السابق خمسة نماذج فرعية حسب طريقة قياس الأداء (المتغير التابع):

المتغير التابع

***Perf*:** أداء الشركة، سوف يتم قياسه كما يأتي:

الأداء المالي:

1. القيمة السوقية المضافة (MVA): يُشير إلى الفرق بين القيمة السوقية للشركة، ورأس المال المُقدم من الملاك، وتساوي (عدد الأسهم المتداولة × سعر السهم السوقي في نهاية العام) – (عدد الأسهم المتداولة × القيمة الاسمية للسهم).
2. مؤشر *Tobin's Q* : تم قياسه من خلال (القيمة الدفترية للأصول – القيمة الدفترية لحق الملكية + القيمة السوقية لحق الملكية / القيمة الدفترية للأصول) (Klapper et Love, 2002).

الأداء التشغيلي:

3. العائد على الاستثمار (ROA): تم قياسه من خلال (صافي الربح بعد الضريبة / مجموع الأصول).
4. العائد على حقوق الملكية (ROE): تم قياسه من خلال (صافي الربح بعد الضريبة / حقوق الملكية).

أداء الأسهم:

5. معدل العائد على السهم العادي (EPS): تم قياسه من خلال (صافي الأرباح – حصة الأسهم الممتازة من الأرباح إن وجدت / المتوسط المرجح لعدد الأسهم المصدرة.).

المتغيرات المُستقلة:

- X_1 : ملكية أكبر مساهم في الشركة. يجب ألا تزيد نسبة الملكية لأكبر مساهم عن 20% من الأسهم المصدرة، في حال تحقق المبدأ تُعطى الشركة الرقم (1) وإلا تُعطى (0).
- X_2 : ملكية المساهمين الكبار في الشركة، يجب ألا تزيد نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين بالشركة عن 50% من الأسهم المصدرة، في حال تحقق هذا المبدأ تُعطى الشركة الرقم (1) وإلا تُعطى (0).
- X_3 : حجم مجلس إدارة الشركة. يجب ألا يقل عدد أعضاء مجلس الإدارة عن 5 ولا يزيد عن 13 عضو، فإذا حققت الشركة هذا المبدأ تُعطى الشركة الرقم (1) وإلا تُعطى (0).
- X_4 : استقلالية أعضاء مجلس إدارة الشركة. يجب أن ألاّ يقل عدد الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين عن ثلث أعضاء المجلس، في حال تحقق هذا المبدأ تُعطى الشركة الرقم (1) وإلا تُعطى (0).
- X_5 : الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة، في حال تحقق هذا المبدأ تُعطى الشركة الرقم (1) وإلا تُعطى (0).
- X_6 : الملكية الإدارية في أسهم الشركة. يجب أن لا تزيد نسبة مجموع عدد الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين عن 20% من الأسهم المصدرة. في حال تحقق هذا المبدأ تُعطى الشركة الرقم (1) وإلا تُعطى (0).

المتغيرات الضابطة:

- X_7 : حجم الشركة، سوف يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة.
- X_8 : الرافعة المالية، سوف يتم قياسه بنسبة مجموع الالتزامات (من غير حقوق الملكية) إلى مجموع الأصول.

الإطار النظري

- **مفهوم الحوكمة**

أكد العديد من الباحثين أن من أهم العوامل التي فرضت قضية الحوكمة هي سيطرة المديرين التنفيذيين على مقدرات الشركات، واستغلالها لصالحهم بالدرجة الأولى، وذلك إما لضعف مجالس الإدارة أو بالتواطؤ معها، الذي يكون أعضاؤه من كبار المساهمين. وبالتالي تحقق ما تنبأ به آدم سميث في كتابه «ثروة الأمم» عام (1776) حيث أكد إن مديري الشركات المساهمة لا يمكن أن يتوقع منهم مراقبتها بالحماس نفسه الذي يراقب فيه الشركاء في شركة خاصة مصالحهم عادة (Becht *et al.*, 2003).

وقد تعددت التعاريف المقدمة لمفهوم الحوكمة، إذ لا يوجد على المستوى العالمي تعريف موحد متفق عليه بين المحاسبين والإداريين والقانونيين والمحللين الماليين. تقع التعاريف الموجودة لمفهوم الحوكمة في إطار مجال واسع من المضامين، وتتراوح بين تعريفات ضيقة تحصرها في إطار القوانين والمعايير المحاسبية ومتطلبات الإفصاح وترتيبات الرقابة الداخلية، إلى تعريفات واسعة النطاق تجعل من الحوكمة المكون الأساسي في الثقافة المؤسسية وطريقة تحديد الأهداف وتنفيذها في المؤسسات. وقد يُنظر للحوكمة كمفهوم اقتصادي، أي أنه الآلية التي تساعد الشركة للحصول على التمويل وتضمن تعظيم قيمة الشركة في الأجل الطويل (Capy et Hirigoyen, 2005). أو ينظر إليها من الناحية القانونية، بأنها تُعبر عن العلاقة التعاقدية بين المساهمين وأصحاب المصالح من جهة والمديرين من جهة أخرى وتحدد لهم واجباتهم وحقوقهم، وقد ركز (Williamson, 1991) على البعد الأخلاقي لنظام الحوكمة فعرفه بأنه "نظام يقيس مقدرة الشركة على تحقيق أغراضها المستهدفة وذلك في إطار أخلاقي محدد ينبع من داخلها، كونها هيئة معنوية لها هيكلها الإداري وأنظمتها الإدارية وذلك بمنأى عن سلطة أي فرد فيها. وسوف يتبع الباحث في هذه الدراسة الصياغة التي توصلت اليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD لتعريف حوكمة الشركات بأنها ذلك النظام الذى يتم من خلاله توجيه وإدارة شركات الأعمال، ويحدد هيكل الحوكمة الحقوق والمسؤوليات بين مختلف الأطراف ذات الصلة بنشاط الشركة مثل مجلس الإدارة والمديرين والمساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح، كما أنه يحدد قواعد واجراءات اتخاذ القرارات المتعلقة بشؤون الشركة.

وهناك اتفاق على أن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات يتوقف على مدى توافر ومستوى جودة مجموعتين من المحددات الخارجية والمحددات الداخلية (Monks et Minow, 1995). وتشير المحددات الخارجية إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة والذى يشمل: القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي (قوانين سوق المال والشركات، وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية)؛ وكفاءة القطاع المالي في توفير التمويل اللازم للمشروعات؛ ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج؛ وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة) في أحكام الرقابة على الشركات؛ وذلك فضلاً عن بعض المؤسسات الخاصة للمهن الحرة مثل مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية. بينما تشير المحددات الداخلية إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين. والتي يؤدي توافرها من ناحية، وتطبيقها من ناحية أخرى، إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاث.

- **نشأة الحوكمة:**

تتمتع حوكمة الشركات بإطار نظري واسع جداً من النظريات التعاقدية التنظيمية (المتعلقة باقتصاديات المشروع، وحقوق المساهمين، والقواعد والتنظيمات القانونية والمحاسبية والمالية والاقتصادية التي تحكم إدارة الشركة في أداء عملها)، مثل: نظرية حقوق الملكية Theory of property rights؛ ونظرية تكاليف التبادل Theory of transaction cost؛ ونظرية الوكالة Agency Theory (Charreaux, 1997).

من خلال مراجعة الدراسات الاقتصادية للحوكمة، نجد أن جذورها تعود إلى الباحثين الأمريكيين Berle & Means في عام (1932)، الذين كانا أول من تناول ظاهرة "انفصال الملكية عن الإدارة"، حيث قاما بدراسة تركيبة رأسمال كبرى الشركات الأمريكية. ومن خلال دراستهما توصلا إلى حتمية ظاهرة "انفصال الملكية عن الإدارة"، وأهمية آليات حوكمة الشركات في سد الفجوة التي تحدث بين المدراء ومالكي الشركات. وطرحت أيضاً مشكلة الوكالة من قبل (Jensen et Meckling, 1976)، حيث قدم هؤلاء الباحثين تعريفاً لحوكمة الشركات في إطار مشكلة الوكالة، أي احتمالية تعارض مصالح إدارة الشركة مع مصالح المساهمين فيها، وخلصت نتائج الأبحاث المتعددة والمستمرة في هذا الشأن إلى أن التطبيق السليم للقوانين واللوائح التي تضمن الإفصاح وحقوق المساهمين تسهم في الحد من أساليب الاحتيال وتضارب المصالح (عمار، 2016).

عملياً، قامت اللجنة الوطنية الخاصة بالانحرافات في إعداد القوائم المالية والتابعة لهيئة السوق المالي الامريكي في عام (1987) بإصدار تقرير (Tread way) والذي تضمن مجموعة من التوصيات الخاصة بتطبيق قواعد الحوكمة ومجموعة من المبادئ للحد من حدوث الغش والتلاعب في إعداد القوائم المالية. لكن أول خطوة تنفيذية لوضع مفاهيم حوكمة الشركات موضع التنفيذ تمثلت بما قامت به بورصة لندن عام (1992) بتشكيل لجنة (Cadbury) التي ضمت ممثلين لمختلف القطاعات الاقتصادية في بريطانيا؛ إذ قدمت هذه اللجنة تسع عشرة توصية ذات علاقة بالحوكمة. أما العامل الأساسي والحاسم في وضع الركائز الأساسية للحوكمة فهو ما قامت به منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD, 1999, 2004)، وذلك بصياغة "مبادئ حوكمة الشركات" (Principles of Corporate Governance). وتتضمن هذه المبادئ ستة أقسام رئيسية، ويندرج تحت كل قسم مجموعة من المبادئ الفرعية. وهذه المبادئ هي: ضمان وجود إطار فعّال لحوكمة الشركات؛ حقوق المساهمين؛ المعاملة العادلة للمساهمين؛ دور الأطراف ذات المصلحة؛ الإفصاح والشفافية؛ مسؤوليات مجلس الإدارة.

- **حوكمة الشركات في سورية**

أوضح (La Porta *et al.*, 1998) أن إصدار التشريعات والقوانين ذات الصلة بحوكمة الشركات لها تأثير ملموس على كفاءة ممارسة حوكمة الشركات، وبالنسبة لـ (Shleifler et Vishny, 1997) فإن الدول السائرة في طريق النمو، وكذلك الاقتصاديات الانتقالية تعاني من نقص آليات الحوكمة عملياً، وبالتالي فحوكمة الشركات تدفع بهذه الدول لإجراء اصلاحات عميقة تبدأ أولاً بالتغيير المؤسساتي في القوانين والتشريعات.

يمكن قراءة حوكمة الشركات في سورية من خلال عدد من القوانين والمراسيم الصادرة خلال السنوات القليلة الماضية، والمتعلقة بإعادة هيكلة آلية عمل قطاع الأعمال في سورية. هذه التشريعات وغيرها من القوانين والإصلاحات ساهمت إلى حد كبير في إرساء الإطار الملائم لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات، ومن أهمها:

قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية (رقم 22 لعام 2005 وتعديله بالمرسوم التشريعي رقم 50 لعام 2009): الذي قضى بإحداث "هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية"، وأناط بها مهمة الإشراف والمراقبة على سوق

رأس المال وعلى الشركات والمؤسسات المرتبطة بالسوق. **قانون سوق الأوراق المالية** (رقم 55 لعام 2005 وتعديله بالمرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006): القاضي بإنشاء "سوق دمشق للأوراق المالية"، وبموجب هذا القانون يمكن تنظيم جميع العمليات المتعلقة بإصدار وطرح وتداول وتسوية وانتقال ملكية الأوراق المالية.

المرسوم التشريعي المتعلق بإعادة تقويم الأصول الثابتة لأي مؤسسة فردية أو شركة عائلية (رقم 61 عام 2007): والذي يُحفز المؤسسات الفردية أو الشركات العائلية بالتحول إلى شركات مساهمة والتي تعد أقل عرضة لحالات الفشل في تطبيق مبادئ الحوكمة، وذلك على عكس المؤسسات العائلية التي تنحصر فيها الملكية أو السيطرة في عدد صغير من الأفراد أو العائلات. ثم جاء **قانون الشركات الجديد** (القانون رقم 3 تاريخ 2008) الذي راعى كافة التطورات الحديثة في مجال الشركات كإدخال مفهوم الشركات القابضة، كما أخذ هذا القانون موضوع حوكمة الشركات بعين الاعتبار. **أما** القانون الهام الذي يعتبر الأساس في اقتصاد السوق الاجتماعي، هو **قانون المنافسة ومنع الاحتكار (رقم 7 لعام 2008)**، الذي يراعي عدم قيام أي جهة أو شركة (عامة أو خاصة) بإتباع أي إجراءات أو أساليب من شأنها أن تؤدي إلى احتكار سلعة أو خدمة أو تعرقل المنافسة الكاملة في السوق السّورية. أما فيما يتعلق بالجانب الضريبي، جاء القانون رقم (41) بتاريخ (2007) القاضي بإحداث "**الهيئة العامة للضرائب والرسوم**"، وهي إحدى الإجراءات الإصلاحية الرامية لتوفير مناخ ضريبي داعم لتطبيقات الحوكمة. أما القانون رقم (33) تاريخ (2009) المُتعلق بتنظيم **مهنة المحاسبة والتدقيق**، والذي يهدف إلى الارتقاء بمستوى أدائها، والتأكيد على مستوى جودة ودقة عمل شركات المهنة ومدقّقي الحسابات في سورية، كما يحدد القانون الشروط الواجب توافرها لمنح شهادة المحاسب القانوني والعقوبات بحق أي مخالف لأحكام القانون.

كما أصدر مجلس المفوضين لهيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية (القرار رقم 31 لعام 2008) دليلاً يحتوي قواعد إرشادية لحوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة دمشق، وتستند هذه القواعد في إعدادها إلى مجموعة من التشريعات من أهمها قانون الأوراق المالية، وقانون الشركات، والمبادئ الدولية التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. حيث قُسم هذا الدليل إلى ثمانية فصول حُددت فيها قواعد حقوق المساهمين؛ وحقوق أصحاب المصالح؛ وقواعد الإفصاح والشفافية؛ ومسؤوليات مجلس الإدارة؛ ومهام لجنة التدقيق ومهام المدقق الداخلي؛ ومهام ومسؤوليات الإدارة التنفيذية؛ ومفتشي الحسابات. كما أن سورية قطعت خطوات لا بأس بها في مجال الحوكمة في قطاعي المصارف والتأمين، إذ أصدر مصرف سورية المركزي القرار رقم (489) تاريخ (2009) القاضي باعتماد (دليل الحوكمة لدى المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية)، كما أصدرت هيئة الإشراف على التأمين السّورية (نظام الحوكمة في شركات التأمين) بموجب (القرار رقم 127 تاريخ 2007).

النتائج والمناقشة

قبل القيام بالتحليل الاحصائي لبيانات الدراسة، قام الباحث بفحص صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي:

شرط عدم الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة (Multi-Collinearity):

إن قوة الأنموذج الخطي العام تعتمد أساساً على فرضية استقلال كل متغير من المتغيرات المستقلة، وإذا لم يتحقق هذا الشرط، فإن الأنموذج الخطي عندئذ لا يصلح للتطبيق، ولا يمكن اعتباره جيداً لعملية تقدير المعلمات، ولتحقيق ذلك يتم استخدام مقياس (Collinearity Diagnostics)، وذلك بحساب معامل (Tolerance) لكل متغير من المتغيرات المستقلة، ومن ثم يتم إيجاد قيمة معامل تضخيم التباين (VIF) (Variance Inflationary Factor)، حيث أن:

VIF 1/Tolerance. ويعد هذا الاختبار مقياساً لتأثير الارتباط بين المتغيرات المستقلة. ووفقاً لهذا الاختبار فأن الحصول على قيمة (VIF) أعلى من (5) يُشير إلى وجود مشكلة التعدد الخطي (Multi-Collinearity) للمتغير المستقل المعني (أمين، 2008).

من خلال بيانات الجدول (2)، نلاحظ أن قيمة (VIF) لجميع المتغيرات المستقلة هي دون (5)، مما يعني أن نماذج الدراسة تخلو من مشكلة التداخل الخطي.

الجدول رقم (2): اختبار التداخل الخطي Multi-Collinearity

نتيجة حساب معاملي التباين المسموح به (Tolerance) ومعامل تقييم التباين (VIF)		
Variables	Tolerance	VIF
X1	3.168	0.316
X2	1.317	0.759
X3	2.038	0.491
X4	1.130	0.885
X5	2.026	0.494
X6	2.897	0.345
X7	2.469	0.405
X8	2.463	0.406

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation)

تظهر مشكلة الارتباط الذاتي في أنموذج الدراسة إذا كانت المشاهدات المتجاورة مترابطة، مما سيؤثر على صحة الأنموذج، إذ سيكون أثر المتغيرات على المتغير التابع بدرجة كبيرة من جراء ذلك الارتباط. وللتحقيق من ذلك تم استخدام اختبار (Durbin Watson D-W)، وتتراوح قيمة هذه الإحصائية بين (0 – 4)، إذ تشير النتيجة القريبة من الصفر إلى وجود ارتباط موجب قوي بين البواقي المتعاقبة، والنتيجة القريبة من (4) فتشير إلى وجود ارتباط سالب قوي، أما النتيجة المثلى فهي التي تتراوح بين (1,5-2,5)، والتي تشير بذلك إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين القيم المتجاورة للمتغيرات (أمين، 2008).

من خلال بيانات الجدول رقم (4)، نلاحظ أن قيمة إحصائية (D-W) تقع ضمن المجال (1,5-2,5) مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين القيم المتجاورة للمتغيرات يؤثر على صحة الأنموذج، وعليه فإن أنموذج الدراسة المقترح صحيح.

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يستعرض الجدول رقم (3) نتائج الإحصاء الوصفي لمؤشرات الأداء ومبادئ حوكمة الشركات:

من خلال الجزء الأول في الجدول (3)، نلاحظ بأن الشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حققت قيمة سوقية مضافة (MVA) موجبة مما يعد دليلاً على وجود مستوى جيد لأداء الشركات السّورية خلال فترة الدراسة،

وبدرجة تفوق الانخفاض في مؤشرات الأداء الأخرى: مؤشر *Tobin's Q*؛ والعائد على الأصول (ROA)؛ والعائد على حقوق الملكية (ROE)؛ والعائد على السهم العادي (EPS). مثلاً، بلغ المتوسط الحسابي للعائد على الأصول (ROA) (5,21%)، وهذا المعدل يُعتبر غير كافي كعائد على الأموال المستثمرة لدى الشّركات السّورية محل الدّراسة إذا ما قورن بمعدل الفائدة التي تتقاضاها المصارف في سورية والتي تصل إلى (10% – 13%) خلال فترة الدراسة (2012–2016).

كما بلغ المتوسط الحسابي لحجم المديونية (65,13%)، وهذا المعدل يشير إلى أن تركيبة الهيكل التّمويلي للشّركات السّورية محل الدّراسة تُقارب الصيغة النظرية المثلى (50% أموال خاصة، 50% ديون)، والتي تُعتبر نسبة مقبولة من قبل الدائنين، لأن هذه النسبة كلما انخفضت كلما زاد هامش الأمان لهم في حال إشهار إفلاس الشّركة وبيع أصولها.

كما يتضح من البيانات الواردة في الجزء الثاني للجدول رقم (3) وجود اختلاف في مستوى تطبيق الحوكمة:

فقد تبين بأن ما نسبته (16.7 %) فقط من مشاهدات العينة حققت المبدأ الأولى للحوكمة وهذا يعني بأن ملكية أكبر مساهم تزيد عن (20%) من الأسهم المصدرة في الشركات السّورية محل الدراسة.

وجود عدد من كبار المساهمين في هياكل الملكية للشركات السّورية المُدرجة بشكل عام، إذ أن غالبية أعضاء مجالس إدارات هذه الشركات هم من كبار المساهمين. حيث بلغ متوسط ملكية أكبر مساهم (42%) في قطاع المصارف و(31%) في قطاع التأمين (وذلك حسب آخر تقرير عن حوكمة الشركات الصادر هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية لعام 2016). كما أن (39.16 %) من مشاهدات العينة حققت المبدأ الثاني وهذا يعني بأن أكبر ثلاث مساهمين تزيد ملكيتهم عن (50%) مما يدل على احتمالية وجود سيطرة مرتفعة لأقلية مالكة على مجمل قرارات الشركة، وهذا بدوره يعطي مؤشر على ضعف دور الجهات المنظمة على عمل الشركات المُدرجة في السوق المالي.

وهذا ما يؤكده إلى حد ما نتائج تحليل مبدأ استقلالية أعضاء مجلس الإدارة (X4)، حيث (85%) من إجمالي مشاهدات العينة التزمت بهذا المبدأ أي أن استقلالية أعضاء مجلس الإدارة متوسطة مما يمكن النظر إليه كنتيجة حتمية لتفرد كبار المساهمين في اتخاذ القرارات.

واخيراً، التزمت الشركات السّورية محل الدراسة بمبدأي "الحجم الأمثل لمجلس إدارة الشركة" و" الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي" بشكل تام، مما يعطي انطباعاً جيداً أن الشركات المساهمة السّورية محل الدراسة قطعت شوطاً في تطبيق قواعد الحوكمة.

الجدول رقم (3): الإحصاء الوصفي لمؤشرات الأداء ومبادئ حوكمة الشركات

الجزء الأول: المتغيرات المتفصلة (Continuous Variables)				
Variables	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MVA	−360	11600	1687.9061	2799.6275
Tobin's Q	0.3600	2.6000	0.9612	0.4276
ROA	% 0	% 29	% 5.21	% 7.45
ROE	% 0	% 56	% 16.08	% 16.35

EPS	4	1855	187.7262	357.9177
X7	5.6100	12.4200	10	2.0828
X8	% 15	% 93	% 65.13	% 25.64
الجزء الثاني: المتغيرات المنفصلة (Dichotomous variables)				
	الشركات التي حققت مبادئ الحوكمة		الشركات التي لم تحقق مبادئ الحوكمة	
Variables	*Frequency*	*Percent*	*Frequency*	*Percent*
X1	20	% 16.7	100	% 83.3
X2	47	% 39.16	73	% 60.84
X3	120	% 100	0	% 0
X4	85	% 70.8	35	% 29.2
X5	120	% 100	0	% 0
X6	30	% 25	90	% 75

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

اختبار فرضيات البحث:

كما رأينا سابقاً، يهدف البحث لاختبار مدى قدرة مجموعة من متغيرات الحوكمة في التأثير في أداء الشّركات، ولتحقيق هذا الهدف، سيتم اختبار تأثير ثمان متغيرات مستقلة في الأداء المالي والتشغيلي وأداء الأسهم للشركات محل الدراسة، وبذلك فإنه يمكن صياغة الفرضية العدمية التي تسعى الدراسة لاختبارها على النحو الآتي:

الفرضية العدمية: لا يوجد عوامل تؤثر بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) في أداء الشركات المساهمة العامة السّورية المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. أي: $H0: \beta_n = 0$

حيث β_n : معامل انحدار المتغير n في كل نموذج من نماذج الدراسة الخمسة (n= 1، 2، 3، 4، 5، 6، 7، 8).

لاختبار الفرضيات الفرعية المكونة لهذه الفرضية فقد تم تطوير مجموعة من النماذج الرياضية الفرعية كما تم الإشارة إليها سابقاً، وتم استخدام الانحدار المتعدد لاختبارها.

الفرضية الفرعية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحوكمة في تحسين القيمة السوقية المضافة للشركات المساهمة العامة السّورية المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

$$MVAit = œ + \beta_1 X_1it + \beta_2 X_2it + \beta_3 X_3it + \beta_4 X_4it + \beta_5 X_5it + \beta_6 X_6it + \beta_7 X_7it + \beta_8 X_8it + ei$$

خصصت هذه الفرضية لقياس أثر مبادئ الحوكمة على القيمة السوقية المضافة للشركة، إذ أن هذه الفرضية تحاول الإجابة على التساؤل الآتي: هل يؤثر ارتفاع مستوى الحوكمة في الشركة على زيادة ثقة المستثمرين والذي ينعكس بدوره على زيادة قيمتها السوقية؟ من الجدول رقم (4)، يُلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R^2)، والتي تُشير إلى القوة التفسيرية لنموذج الدراسة، قد بلغت (0.325)، أي أن المُتغيرات المستقلة تفسّر حوالي (32.5%) من التّغيرات في القيمة السوقية المضافة للشركات المساهمة العامة السّورية المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، أي أن هناك عوامل أخرى لها تأثير على المتغير التابع لم تتناولها الدراسة مثل نوع القطاع الاقتصادي.

كما يتضح من الجدول من رقم (4)، أن قيمة الاحتمال (Sig= 0.000) لاختبار (F) هي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، الأمر الذي يدُلل على معنوية النموذج. وبالتالي يمكن رفض الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود عوامل تؤثر بدلالة إحصائية في أداء الشركات المساهمة السّورية، مما يعني أن هناك دور لبعض مُحددات الحوكمة في أداء هذه الشّركات المقّاس بقيمتها السوقية المضافة، أي قبول الفرضية الفرعية الأولى.

وعند اختبار البيانات الخاصة بهذه الفرضية (الجدول رقم 4)، تبين وجود أثر دال إحصائياً لمبادئ الحوكمة الآتية: "نسبة ملكية أكبر مساهم" و"نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين" و"استقلالية أعضاء مجلس الإدارة" و"فصل منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي" و"الملكية الإدارية" على القيمة السوقية المضافة للشركة وذلك لأن قيمة الاحتمال (Sig= 0.000) لاختبار (t) لهذه المتغيرات أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وذلك باستثناء مبدأ "حجم مجلس الإدارة" الذي لم يكن له تأثير دال إحصائياً على القيمة السوقية المضافة.

وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه (قباجة، 2008) و(حسانين، 2009) و(Klapper et Love, 2002) و(Gurbuz *et al.*, 2010) و(السرطاوي، 2015) و(Ahmed et Hamdan, 2015)، إذ أشارت هذه الدراسات إلى أثر الحوكمة على الأداء المالي من خلال تحسينها للقيمة السوقية المضافة للشركة.

الفرضية الفرعية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحوكمة في تحسين مؤشر *Tobin's Q* للشركات المساهمة العامة السّورية المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

$$Tobin's\ Q\ it = œ + \beta_1 X_1it + \beta_2 X_2it + \beta_3 X_3it + \beta_4 X_4it + \beta_5 X_5it + \beta_6 X_6it + \beta_7 X_7it + \beta_8 X_8it + ei$$

تركز هذه الفرضية على تحليل أثر مبادئ الحوكمة في التنبؤ بالربحية المستقبلية للاستثمار للشركة وذلك من خلال مؤشر *Tobin's Q* ، والذي يُعتبر مؤشراً على الأداء المالي فيها.

يلاحظ الباحث من بيانات الجدول رقم (4)، أن قيمة معامل التحديد (R^2)، والتي تُشير إلى القوة التفسيرية للنموذج السابق، قد بلغت (0.612)، أي أن المُتغيرات المستقلة تفسّر حوالي (61.2%) من التّغيرات في القيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة. كما يتضح أن قيمة الاحتمال (Sig= 0.000) لاختبار (F) هي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، الأمر الذي يدُلل على معنوية النموذج. وبالتالي يمكننا رفض الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود عوامل تؤثر بدلالة إحصائية في أداء الشركات المساهمة السّورية، مما يعني أن هناك دور لبعض مُحددات الحوكمة في أداء هذه الشّركات، أي قبول الفرضية الفرعية الثانية.

كما أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود أثر لأربعة من مبادئ الحوكمة المدروسة على مؤشر *Tobin's Q*، وهي: "نسبة ملكية أكبر مساهم" و"نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين" و"فصل منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي" و"الملكية الإدارية"، وذلك لأن قيمة الاحتمال (Sig= 0.000) لاختبار (t) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، في حين لا يوجد تأثير لكل من "حجم مجلس الإدارة" و"استقلالية أعضاء مجلس الإدارة". وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه (قباجة، 2008) و(Brown et Caylor, 2006) و (Abbasi *et al.*, 2012)، إذ أشارت هذه الدراسات إلى اثر الحوكمة على الأداء المالي من خلال تحسينها لمؤشر *Tobin's Q* .

الجدول رقم (4): نتائج الانحدار للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

المتغير	معلمات النموذج				
	MVA	*Tobin's Q*	ROA	ROE	EPS
المتغيرات المستقلة					
X1: نسبة ملكية أكبر مساهم من أسهم الشركة	−1653.368	−0.545	0.057	0.006	318.549
	0.002	0.000	0.005	0.013	0.001
	علاقة عكسية	علاقة عكسية	علاقة إيجابية	علاقة إيجابية	علاقة إيجابية
X2: نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين	−1521.692	−0.100	−0.009	0.019	191.644
	0.002	0.037	0.043	0.039	0.000
	علاقة عكسية	علاقة عكسية	علاقة عكسية	علاقة إيجابية	علاقة إيجابية
X3: حجم مجلس الإدارة	1661.957	0.236	0.023	0.082	64.665
	0.479	0.386	0.620	0.501	0.766
	لا توجد علاقة	لا توجد علاقة	لا توجد علاقة	لا توجد علاقة	لا توجد علاقة
X4: استقلالية أعضاء مجلس الإدارة	1136.703	−0.224	0.014	0.007	−136.795
	0.022	0.167	0.163	0.797	0.003
	علاقة إيجابية	لا توجد علاقة	لا توجد علاقة	لا توجد علاقة	علاقة عكسية
X5: فصل منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي	9450.614	0.593	0.016	0.024	10.626
	0.005	0.022	0.804	0.888	0.972
	علاقة إيجابية	علاقة إيجابية	لا توجد علاقة	لا توجد علاقة	لا توجد علاقة
X6: الملكية الإدارية	−1692.494	−0.190	0.007	0.085	224.390
	0.043	0.050	0.002	0.049	0.044
	علاقة عكسية	علاقة عكسية	علاقة إيجابية	علاقة إيجابية	علاقة إيجابية
المتغيرات الضابطة					
X6: حجم الشركة	364.825	−0.224	0.024	0.048	157.086
	0.024	0.000	0.000	0.000	0.000
X6: الرافعة المالية	281.523	0.951	−0.340	−0.017	−1424.412

0.000	0.798	0.000	0.000	0.828	
28.116	13.985	25.775	24.417	8.146	*F*–test
(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	*p*–value
0.818	0.709	0.806	0.799	0.608	R
0.670	0.502	0.650	0.638	0.370	R Square
0.646	0.466	0.625	0.612	0.325	Adjusted R Square
2.059	1.703	2.063	1.699	1.520	Durbin–Watson

المصدر: نتائج تحليل برنامج SPSS بناء على البيانات المالية لعينة الدّراسة.

الفرضية الفرعية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحوكمة في تحسين العائد على الأصول للشركات المساهمة العامة السّورية المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

$$ROAit \text{ œ} + \beta_1 X_1it + \beta_2 X_2it + \beta_3 X_3it + \beta_4 X_4it + \beta_5 X_5it + \beta_6 X_6it + \beta_7 X_7it + \beta_8 X_8it + ei$$

تهتم هذه الفرضية بدراسة أثر مبادئ الحوكمة في تحسين العائد على أصول الشركة (ROA)، والذي يعتبر مؤشراً لقياس الأداء التشغيلي فيها.

يُلاحظ من بيانات الجدول رقم (4)، أن قيمة معامل التحديد (R^2)، والتي تُشير إلى القوة التفسيرية للنموذج الخاص بـ(ROA)، قد بلغت (0.625)، أي أن المُتغيرات المستقلة تفسّر حوالي (62.5%) من التّغيرات في معدل العائد على الأصول للشركات محل الدراسة. كما يتضح أن قيمة الاحتمال (Sig= 0.000) لاختبار (F) هي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، الأمر الذي يدُّلل على معنوية النموذج. وبالتالي يمكننا رفض الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود عوامل تؤثر بدلالة إحصائية في أداء الشركات المساهمة السّورية، مما يعني أن هناك دور لمُحددات الحوكمة في أداء هذه الشّركات المُقاس بالعائد على استثماراتها، أي قبول الفرضية الفرعية الثالثة.

وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير دال إحصائياً لنصف مبادئ الحوكمة المدروسة: "نسبة ملكية أكبر مساهم" و"نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين" و"الملكية الإدارية"، وذلك لأن قيمة الاحتمال (Sig= 0.000) لاختبار (*t*) لهذه المتغيرات أقل من مستوى المعنوية (0.05). في حين النصف الآخر من هذه المبادئ لم يكن لها أي تأثير معنوي.

الفرضية الفرعية الرابعة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحوكمة في تحسين العائد على حق الملكية للشركات المساهمة العامة السّورية المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

$$ROE\ it = \text{œ} + \beta_1 X_1it + \beta_2 X_2it + \beta_3 X_3it + \beta_4 X_4it + \beta_5 X_5it + \beta_6 X_6it + \beta_7 X_7it + \beta_8 X_7it + \beta_9 X_8it + ei$$

من الجدول رقم (4)، نلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R^2)، والتي تُشير إلى القوة التفسيرية لنموذج الدراسة، قد بلغت (0.466)، أي أن المُتغيرات المستقلة تفسّر حوالي (46.6%) من التّغيرات في معدل العائد على حق الملكية للشركات محل الدراسة. كما يتضح أن قيمة الاحتمال (Sig= 0.000) لاختبار (F) هي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، الأمر الذي يدُّلل على معنوية النموذج. وبالتالي يمكننا رفض الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود عوامل تؤثر

بدلالة إحصائية في أداء الشركات المساهمة السّورية، مما يعني أن هناك دور لبعض مُحددات الحوكمة في معدل العائد على حق الملكية لهذه الشّركات، أي قبول الفرضية الفرعية الرابعة.

كما أظهرت نتائج التحليل الإحصائي للنموذج الخاص بتأثير متغيرات الحوكمة في تحسين العائد على حق الملكية (ROE) نتائج مماثلة للنموذج الخاص بتأثير متغيرات الحوكمة في تحسين العائد على الاستثمار (ROE) (نموذج الفرضية السابقة).

وبناءً على نتائج تحليل النموذجين السابقين، يمكن القول بأن نتائج هذا البحث اتفقت مع نتائج الدراسات السابقة: كدراسة": (Klapper et Love, 2002) و(Bai *et al.*, 2004) و(قباجة، 2008) و(حسانين، 2009) و(Gurbuz *et al.*, 2010) و(Al-Manaseer *et al.*, 2012) و(السرطاوي، 2015) و(Ahmed et Hamdan, 2015) في كون أن الحوكمة لا تؤثر فقط في الأداء المالي للشركة وحسب بل تأثر على أدائها التشغيلي مقاساً بمعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية.

الفرضية الفرعية الخامسة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحوكمة في تحسين عائد السهم العادي للشركات المساهمة السّورية العامة المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

خصصت هذه الفرضية لدراسة أثر مبادئ الحوكمة في أداء الأسهم، من خلال الاعتماد على مؤشر العائد على السهم العادي لكونه من أهم المؤشرات التي يتم الاعتماد عليها عند اتخاذ القرارات المستقبلية المتعلقة بمصير الاستثمارات الحالية أو المستقبلية بالنسبة للمستثمرين، وحتى بالنسبة للإدارة.

من الجدول رقم (4)، نلاحظ أن قيمة معامل التحديد (R^2)، والتي تُشير إلى القوة التفسيرية لنموذج الدراسة، قد بلغت (0.646)، أي أن المُتغيرات المستقلة تفسّر حوالي (64.6%) من التّغيرات في عائد السهم العادي للشركات محل الدراسة. كما يتضح أن قيمة الاحتمال (Sig= 0.000) لاختبار (F) هي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، الأمر الذي يدُلل على معنوية النموذج. وبالتالي يمكننا رفض الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود عوامل تؤثر بدلالة إحصائية في أداء الشركات المساهمة السّورية، مما يعني أن هناك دور لبعض مُحددات الحوكمة في نسبة (EPS) لهذه الشّركات، أي قبول الفرضية الفرعية الخامسة.

وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود أثر لأربع من مبادئ الحوكمة المدروسة على (EPS)، وهي: "نسبة ملكية أكبر مساهم" و"نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين" و"استقلالية أعضاء مجلس الإدارة" و"الملكية الإدارية"، وذلك لأن قيمة الاحتمال (Sig= 0.000) لاختبار (t) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، في حين لا يوجد تأثير لكل من "حجم مجلس الإدارة" و"فصل منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي".

وهذه النتيجة تتوافق مع نتيجة دراسة (Ahmed et Hamdan, 2015) بالنسبة للسوق المالي البحريني، ومع دراسة (Claessens et Fan, 2003) التي توصلت إلى وجود ارتباط وثيق على مستوى الأسواق الصاعدة بين أداء الأسهم من حيث اتجاهات الأسعار ومستويات العائد وبين مدى التزام الشركات بتطبيق المعايير والمبادئ المتعلقة بمفهوم الحوكمة.

الاستنتاجات والتوصيات

1. أن الشركات المساهمة العامة السّورية محل الدراسة قطعت شوطاً في تطبيق قواعد الحوكمة، حيث كان مستوى التزامها بوجه عام عند المستوى المتوسط. وهذا يعكس، من جهة، وعي إدارات هذه الشركات بأهمية تطبيق ممارسات الحوكمة، بما تتضمنه من قواعد وإجراءات تشغيلية ورقابية تنعكس على الأداء المالي والتشغيلي، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى زيادة إقبال المساهمين على أسهم الشركة تداولاً واحتفاظاً. ومن جهة أخرى، يعكس جهود الجهات الرقابية ممثلة في هيئة الأوراق والأسواق المالية، ومصرف سورية المركزي، وهيئة الاشراف على التأمين من خلال حرصها على تطبيق معايير الحوكمة في الشركات المساهمة السّورية، وهذه النتائج جاءت مطابقة لما جاءت به دراسة (عمار، 2016) ؛ (Braendle, 2012).
2. بالاعتماد على ما تم تناوله عند اختبار تأثير مبادئ الحوكمة على الأداء من خلال الفرضيات والنماذج الفرعية المكونة للفرضية الرئيسة؛ فإنه يمكن استنتاج وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحوكمة على أداء الشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؛ إذ تم قبول جميع الفرضيات الفرعية:

- يوجد تأثير طردي لمتغير "نسبة ملكية أكبر مساهم من أسهم الشركة" في مقاييس الأداء: (ROA) و(ROE) و(EPS)؛ وتأثير عكسي في: (MVA) و(*Tobin's Q*).
- يوجد تأثير طردي لمتغير "نسبة ملكية أكبر ثلاث مساهمين" في مقاييس الأداء: (ROE) و(EPS)؛ وتأثير عكسي في: (ROA) و(MVA) و(*Tobin's Q*).
- لا يوجد تأثير جوهري لمتغير "حجم مجلس الإدارة" في جميع مقاييس الأداء.
- يوجد تأثير طردي لمتغير "استقلالية أعضاء مجلس الإدارة" في مقياس الأداء (MVA)؛ وتأثير عكسي في مقياس الأداء (EPS)؛ في حين لا يوجد أي تأثير في: (ROA) و(ROE) و(*Tobin's Q*).
- يوجد تأثير طردي لمتغير "الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي" في مقاييس الأداء: (MVA) و(*Tobin's Q*) ؛ في حين لا يوجد أي تأثير في: (ROA) و(ROE) و(EPS).
- يوجد تأثير طردي لمتغير "الملكية الإدارية" في مقاييس الأداء: (ROA) و(ROE) و(EPS)؛ وتأثير عكسي في: (MVA) و(*Tobin's Q*).

3. وبالنظر إلى قيمة معاملات الارتباط (R) والتي تُشير إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية، يمكننا ملاحظة وبمقارنة النماذج الخمسة مع بعضها البعض، وجود تدرج في درجة قوة العلاقة بين المبادئ والأداء، إذ بلغت أعلى مستوى لها عند النموذج الخاص بعائد السهم العادي الواحد (EPS)؛ والنموذج الثاني العائد على الأصول (ROA)؛ والنموذج الثالث مؤشر *Tobin's Q* ؛ النموذج الرابع العائد على حق الملكية (ROE)؛ وأخيراً النموذج الخاص بالقيمة السوقية المضافة (MVA).

تشير نتائج التحليل الإحصائي لاختبار الفرضيات إلى أهمية تطبيق مبادئ الحوكمة لما لها من أثر على مؤشرات الأداء للشركات السّورية محل الدراسة، وبالتالي أصبح من الضروري التعاطي بجدية ووعي مع مفهوم الحوكمة، وخلق الإطار المناسب لوضعه حيز التطبيق، وتسهيل التنفيذ الفعلي لنظام الحوكمة في الشركات السّورية، وذلك من خلال تنفيذ التوصيات والمقترحات الآتية:

1. أن تفرض جهات الرقابة والإشراف ممثلة في كل من هيئة الأوراق والأسواق المالية، ومصرف سورية المركزي، وهيئة الاشراف على التأمين على جميع الشركات المساهمة العامة في القطاعات المختلفة تأسيس لجان لحوكمة الشركات فيها، بالإضافة إلى تضمين تقاريرها السنوية ملحقاً منفصلاً يتناول موضوع الحوكمة.
2. ضرورة العمل على نشر ثقافة الحوكمة على مستوى كافة الاطراف المعنية: مجالس الإدارات، المحاسبين، مدققي الحسابات، المستثمرين، والجهات الإشرافية والرقابية. وذلك من خلال إنشاء معهد متخصص في حوكمة الشركات يرصد التغيرات في بيئة الاعمال، ويساعد في نشر ثقافة الحوكمة، ونقل التجارب الخارجية إلى سورية للاستفادة منها.
3. استحداث تصنيف شهري وسنوي بمدى التزام الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة، وأن يكون هذا التصنيف متداولاً وميسراً لجميع الأطراف ذات العلاقة.
4. ضرورة الاستفادة من تجارب الدول الأخرى في موضوع الحوكمة وتعزيز إيجابيات تجاربها، مع الأخذ بعين الاعتبار خصوصية البيئة السّورية بشكل خاص.
5. دعوة الجامعات إلى طرح مقررات تتناول حوكمة الشركات في كليات الاقتصاد والقانون، لدعم الطالب السوري قبل دخوله سوق العمل بمستوى عال من الثقافة في موضوع حوكمة الشركات، للمساهمة في رفع مستواها داخل المؤسسة التي سيعمل بها.
6. ضرورة استكمال الإطار القانوني ورفع كفاءة الأجهزة الرقابية والقضائية، وإنشاء دوائر خاصة لمحاكم تختص بقضايا سوق المال، بما يتماشى مع الإجراءات المعمول بها عالمياً.
7. إجراء المزيد من البحوث والدراسات في بيئة الأعمال السّورية حول الجوانب والأبعاد المتعددة للحوكمة وتأثيراتها على متغيرات أخرى، مثل: القدرة التنافسية؛ وتكلفة رأس المال، وغير ذلك من المتغيرات التي تعكس أثر تطبيق قواعد الحوكمة على سوق الأوراق المالية.

المراجع

- السرطاوي، عبد المطلب محمد مصلح. *أثر الحاكمية المؤسسية على أداء الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي*. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 11، العدد الثالث، 2015، 705-725.
- المركز الاقتصادي السوري. *حوكمة الشركات في سورية*. دمشق، 2008، 1-30.
- أمين، أسامة. *التحليل الإحصائي للمتغيرات المتعددة باستخدام برنامج SPSS – الجزء الثاني*. 2008، موقع الكتروني: تاريخ الاطلاع: 13 آذار 2018.
. <http://www.4shared.com/file/20601919...ok_spss_2.html>
- حسانين، أحمد .سعيد قطب. *التكامل بين الاليات المحاسبية وغير المحاسبية لنظم الحوكمة وأثره على الأداء وخفض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للمنشأة – دراسة ميدانية على سوق الاسهم السعودي*. مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، المجلد 46، العدد الأول، 2009، 1-63.
- عمار، قصي. *تطبيق مبادئ الحوكمة في الشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة تحليلية مقارنة بين القطاعين المصرفي والتأميني)*. مجلة جامعة تشرين، سورية، المجلد 38، العدد الثاني، 2016.

- قباجة، عدنان عبد المجيد. *أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية*، رسالة دكتوراه، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2008. موقع الكتروني: تاريخ الاطلاع: 18 شباط 2018.
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2012/04/a111.pdf>.
- هيئة الأوراق والأسواق المالية السّورية. *تقرير حوكمة الشركات*، 2016، موقع الكتروني: تاريخ الاطلاع: 22 شباط 2018. <http://scfms.sy/files/docs/ar_GovReport102.pdf>

- ABBASI, M.; KALANTARI, E.; ABBAS, H. *Impact of Corporate Governance Mechanisms on Firm Value Evidence from the Food Industry of Iran.* Journal of Basic and Applied Scientific Research Vol. 2, N□. 5, 2012, 4712-4721.
- AL-MANASEER, M., AL-HINDAWI, R., AL-DAHIYAT, M., SARTAWI, I. *The Impact of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Banks*. European Journal of Scientific Research, Vol. 67, N□. 3, 2012, 349-359.
- AHMEDM, E.; HAMDAN, A. *The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from Bahrain Bourse*. International Management Review, Vol. 11, N□. 2, 2015, 21-37.
- BAI, C.; LIU, Q.; LU, J.; SONG, F.; ZHANG, J. *Corporate governance and market valuation in China*. Journal of Comparative Economics, Vol. 32, 2004, 599–616
- BECHT, M. ; BOLTON, P. ; RÖEL, A. *Corporate governance and control*. Handbook of the Economics of Finance, Vol. 1, Part A, 2003, 1-109.
- BRAENDLE, U. C. *Corporate governance in the Middle East –another Arabic spring? A focus on the financial sector*. International Conference "Improving financial institutions: the proper balance between regulation and governance", Helsinki, April 19, 2012, 1-10.
- CATHERINE, L. K. ; SULLIVAN, J. *Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging, and Transitional Economies*. The Center for International Private Enterprise, 2002, 1-38.
- CLAESSENS, S. ; FAN, J.P.H. *Corporate Governance in Asia: A Survey*. International Review of Finance, Vol. 3, N□. 2, 2003, 71-103.
- CHARREAUX, G. *Le gouvernement des entreprises: Corporate governance, théorie et faits*. 2nd . ed., Economica, Paris, 1997, 540.
- CABY, J. ; HIRIGOYEN, G. *La création de valeur de l'entreprise*. 3nd., Economica, Paris, 2005, 200.
- FAMA, E.F. *Agency Problems and the Theory of the Firm*. Journal of Political Economy, Vol. 88, N□. 2, 1980, 288-307.
- GILSON, R.J. *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function?*. American Journal of Comparative Law, Vol. 49, N□. 2, 2001, 329-358.
- GURBUZ, A.; AYBARS, A.; KUTLU, O. *Corporate Governance and Financial Performance with a Perspective on Institutional Ownership: Empirical Evidence from Turkey*, Journal of Applied Management Accounting Research, Vol. 8, N□. 2, 2010, 21-37.
- ISKANDER, M. ; CHAMLOU, N. *Corporate Governance: A Framework for Implementation*. World Bank, Washington D.C., 2000, 222.

- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, Vol. 3, N□. 4, 1976, 305-360.
- KALPPER, L.F.;LOVE, I. *Corporative Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets*. World Bank Policy Research Working Paper 2002, No. 2818. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=303979.
- LA PORTA, R. ; LOPEZ-DE-SILANES, F. ; SHLEIFER, A. ; VISHNY, R.W. *Law and Finance*. Journal of Political Economy, Vol. 106, N□. 6, 1998, 1113-1150.
- MCKINSEY & COMPANY. *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*. 2002, 13 Mars 2016. < http://www.eiod.org/uploads/Publications/Pdf/II-Rp-4-1.pdf>
- MONKS, R.A.G. ; MINOW, N. *Corporate Governance*. 1nd., Blackwell Business, 1995, 542.
- SHLEIFER, A. ; VISHNY, R.W. *A Survey of Corporate Governance*. Journal of Finance, Vol. 52, N□. 2, 1997, 737-783.
- WILLIAMSON, O.E. *Economic Institutions: Spontaneous and Intentional Governance*. Journal of Law, Economics and Organizations, Vol. 7, Special Issue, 1991, 159-188.