



مجلة جامعة تشرين - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: أثر الملكية الإدارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة احتجارية باستخدام Tobin's Q)

اسم الكاتب: د. نهاد الياس نادر

رابط ثابت: <https://political-encyclopedia.org/library/4808>

تاريخ الاسترداد: 2025/05/19 00:26 +03

الموسوعة السياسية هي مبادرة أكademie 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 لاغناء المحتوى العربي على الإنترنت.

لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسية – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على

info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسية – 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 السياسية مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكرية ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي يتضمن المقال تحتها.



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. قُبِّل للنشر في 7 / 3 / 2016)

□ ملخص □

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر تطبيق مبادئ الحكومة 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 2009-2014، 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 كمتغيرات مستقلة وحجم الشركة ونسبة المديونية ونوع القطاع كمتغيرات ثانوية. كانت أبرز نتائج الدراسة أن الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية تتلزم بقواعد الحكومة لا سيما المتعلقة بالملكية الإدارية منها ، التي تؤثر في زيادة القيمة السوقية للشركات مما يشجع 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.

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 مكانة 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 بيئه استثمارية ملائمة لمختلف فئات المستثمرين وهذا مادفع للsusي إلى تطبيق مبادئ الحوكمة خصوصاً في الشركات المساهمة المدرجة في أسواق الأوراق المالية كونها الطريقة المثلث لحماية حقوق المساهمين.

وفي سوريا بدأ الاهتمام بقواعد حوكمة الشركات منذ عام 2006 ، من خلال هيئة الأوراق والأسوق 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 المصادر التقليدية والإسلامية الصادر عن مصرف سوريا المركزي، الداعمة الأساسية في تأكيد ممارسات الحكومة، 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 2009-2011. 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 تنتهي لها الشركات محل الدراسة.

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

السعوية

Corporate Ownership Structure And Firm Performance In Saudi Arabia

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

وقد أظهرت الدراسة التجريبية مايلي:

1 . يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للمملوكة 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 للمملوكة الحكومية (GO) على سعر الصرف المعمول به ومن ثم أداء الشركات، ويمكن اعتبار الأثر الإيجابي للمملوكة 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 هيكل الملكية، تركيز الملكية والإدارية، الملكية الحكومية، الملكية الأجنبية والملكية المؤسسية؛ وأداء الشركات.

ويعود 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 التكثير 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، فإن مشكلة البحث تتركز بشكل أساسي على دراسة دور الحكومة في الحد من تعارض المصالح داخل الشركات السورية من خلال الإجابة على التساؤلات الآتية:

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

أهمية البحث وأهدافه:

تكمّن أهمية البحث من خلال دور الحكومة في تحقيق التوازن بين مصالح المالك والإدارة وتحقيق النمو وتوسيع دائرة الاستثمار المحلي والأجنبي. حيث تساهم جودة حوكمة الشركات بتخفيض تكلفة رأس المال وتتوفر بداخل تمويلية وفرص استثمارية عديدة . ويُعد البحث المقدم مساهمة جدية لتوضيح اثر مبادئ الحكومة على القيمة السوقية للشركات المدرجة في الأسواق الناشئة مما يساعد في تشجيع سوق دمشق للأوراق المالية ورفع مستوى ادائه هذا وتتجلى أهداف البحث في:

- تقييم مستوى حوكمة الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- دراسة أثر تطبيق قواعد الحكومة 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 الحكومة 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**.

وتتفق 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، مدرونة الشركة، نوع القطاع) والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة.

منهجية البحث:

اعتمدت الدراسة على المقاربة الاستباطية 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 الواقع الإلكتروني 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، وباللغة 24 شركة موزعة على أربعة قطاعات، كما هو مبين في الجدول الآتي:

الجدول رقم (1): يبين عينة الدراسة

نوع القطاع	رمز الشركة	الشركة
مصارف	ARBS	البنك العربي - سورية
مصارف	IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل
مصارف	BOJS	بنك سورية والأردن
مصارف	CHB	بنك الشام الإسلامي
مصارف	SHRQ	بنك الشرق
مصارف	BBS	بنك بيبلوس - سورية
مصارف	BBSF	بنك بيبيو السعودي الفرنسي
مصارف	SIIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي
مصارف	SGB	بنك سورية والخليج
مصارف	BSO	بنك سورية والمهجـر

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

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 النبيري لعدد الأسهم العادي للشركة.

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

القيمة السوقية: حسب **Tobin's Q**

$$\text{ApproximateQ} = \text{CMVE} + \text{PS} + (\text{BEPT}) / \text{TA}$$

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 تعريفها، إلا أنها تقع إجمالاً في مجموعتين اثنتين [1]:

المجموعة الأولى: ركزت على الممارسات الفعلية للشركات كأدائها وكفاءتها ونموها وهيكלה 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 العملة.

وربما كان أكثر تعريف مشهور لحكمة الشركات من قبل (كابوري، 1992) في تقريره حول النواحي المالية لحكمة الشركات في المملكة المتحدة: " وهي النظام الذي تدار من خلاله وتوجه وتراقب شركات الأعمال.[²] كما عرفت (ميسيني، 2005) حوكمة شركة ما بأنها: "ذلك الخليط من القوانين والتعليمات وممارسات القطاع الخاص الطوعية، التي تمكن الشركة من جذب الرأس المال البشري والمادي، وأداء أعمالها بشكل كفء، وبالتالي الحفاظ على استمراريتها، من خلال توليد قيمة اقتصادية طويلة الأمد لحملة أسهمها، مع احترام مصالح باقي الأطراف والمجتمع ككل.[³]

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

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

هيكل الملكية وحكمة الشركات:

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

ففي هيأكل الملكية المركزية تتتركز الملكية أو الإدارة واتخاذ القرارات لدى كبار المساهمين ذوي النفوذ مما يسمح لهم بإحكام السيطرة على أعمال وأهداف الشركات، والتأثير بالقرارات الاستثمارية والتمويلية من خلال مکانتهم في مجلس الإدارة، علمًا أنه في بعض الأحيان قد لا يكون أصحاب القرار هم من حملة عدد كبير من الأسهم، ولكن تتمتع حقوق تصويت قوية. [⁶]

وتتمثل الدول التي يحكمها القانون المدني إلى اعتماد هيأكل الملكية المركزية، وبال مقابل نلاحظ أن الشركات التي تعتمد هيأكل الملكية الموزعة على عدد كبير من المساهمين تتوزع سلطة وقوة التأثير في اتخاذ القرار بينهم، علمًا أنه لا تتوفر الرغبة لعدد من حملة الأسهم بالتدخل بإدارة الشركة. حيث تنتهج الدول ذات القوانين القائمة على العرف مثل بريطانيا وأمريكا هيأكل الملكية الموزعة في شركاتها.[⁷]

مزايا وعيوب كل نظام من وجهة نظر حوكمة الشركات:

نظم الملكية المركزية: (Ownership concentration)

يساعد نظام الملكية المركزية المنشآت على الاستثمارية، حيث يندفع المالكون الذين تتركز السلطة بأيديهم إلى متابعة أعمال وأنشطة المنشأة ومراقبة المدراء بشكل مباشر، وهذا ما يخفض احتمال اتخاذ قرارات خاطئة أو متحيزه 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 المركبة من نقاط ضعف، خصوصاً فيما يتعلق بمبادئ حوكمة الشركات، وأحدتها هو توجيه أصحاب الشركة أو أصحاب حقوق التصويت من ذوي النسب المسيطرة، لاتفاق مع الإدارة لاتخاذ القرارات التي تضمن تحقيق مصالحهم على حساب المساهمين الذين يملكون عدد أسمهم أقل. وتجلى المخاطرة الناجمة عن ذلك بانسحاب الأقلية من حملة الأسهم، وهذا ما يؤثر 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 أسمهم 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 وتsem 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 المالك إلى الاهتمام بهدف تعظيم الربحية الذي يعد هدف تقليدي إذا ما قررنا بهدف تعظيم القيمة السوقية لهم بسعون للربح الآتي ولكنه لا يعمل بالضرورة على تعزيز قيمة الشركة في السوق المالي. وهذا ما يسبب تضارب المصالح بين أعضاء مجلس الإدارة وأصحاب الشركات، وإلى توافر تغيرات في هيكل الملكية نظراً لأن المساهمين قد يرغبون في التخلص من استثماراتهم وبيع الأسهم على أمل تحقيق عوائد من شركات منافسة، وكلا 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 يستعمله المدراء لتحقيق مصالحهم على حساب حملة الأسهم.^[8]

واقع تطبيق الحوكمة فيما يتعلق بالملكية الإدارية في الشركات السورية:

لقد صدرت مجموعة من الأنظمة والقوانين والتشريعات التي تتضم ممارسة الحوكمة في الشركات المساهمة السورية، حيث نلاحظ أغلبية الشركات تلتزم بتطبيق مبادئ الحوكمة، وهذا يعكس وعي الإدارة حول أهمية ومفهوم دور الحوكمة في تحسين مستوى أدائها. وفي الوقت ذاته نلاحظ شيوخ هيأكل الملكية المركبة لدى معظم الشركات المساهمة في سوريا، وهذا ما يؤثر 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 ما يتعلق 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 أعضاء الت التنفيذيين	عدد الأعضاء المستقلين
البنك العربي - سوريا	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 بيلوس - سوريا	66.61	7	0	4
بنك بيبيو 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 والمهاجر	61	9	4	4
بنك عودة - سوريا	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 - سوريا	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
العقيقة 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 للنقل	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 المستمدّة من القوائم المالية للشركات. حيث استخدمت معدلات الأداء المحاسبية كمقاييس لتقدير الإيرادات التي تتحققها الشركات. ولكن يؤخذ عليها الاعتماد على المعلومات السابقة، وعدمأخذ التدفقات النقدية المستقبلية، والمخاطر بعين الاعتبار.^[9] من هذه المقاييس:

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

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 دل 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:

يُعد 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 ولا يعكس القيمة المستقبلية، فالمقاييس المحاسبية الإيجابية لا تعني بالضرورة وجود قيمة للمالكين، ولا تأخذ بعين الاعتبار العلاقة ما بين المخاطرة والعائد.

ثانياً: المقاييس الاقتصادية

وتتركز على مقدار الإضافة في قيمة الاستثمارات وتضم مقاييسين هما:

1- القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

2- القيمة السوقية المضافة (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 قياس 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 المحاسبى لصافي الربح التشغيلي بعد الضرائب. ويعبر عنها المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الاقتصادية المضافة} = \text{صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة} - \text{كلفة رأس المال}$$

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

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

يُعد 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 يُعد 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 أنه يدرس فترات سابقة وليس حالية أو مستقبلية كما أنه يصعب التعامل معه في الشركات المالية والشركات حديثة العهد.^[12]

2-القيمة السوقية المضافة:

تمثل تقبيماً شاملًا 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 المالك 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 استثماراتها 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 لكل 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 أقل من خمسة .

-استخدام فحص الباقي Durbin-Watson TEST وذلك لفحص العلاقة بين الباقي 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 الخطى المتعدد كون المتغيرات المستقلة أكثر من واحد.

وبعد 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 لـإجمالي شركات العينة، وكل قطاع على حده، كما يبين الجدول التالي:

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

المجموع	المجموع	قطاع المصادر	متوسط	Std.dev
1.59	1.59	1.78	1.9	1.9
1.52	1.52	1.52	2.10	2.10
1.18	1.18	1.83	2.3	2.3
1.60	1.60	1.43	1.43	1.43
المجموع	المجموع	قطاع التأمين	قطاع المصادر	متوسط

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

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

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على الدراسة الاحصائية

حيث بلغت أعلى قيمة لنسبة Tobin's Q خلال مشاهدة، كانت 3.45 ، وأدنها 1.12، في حين كانت أعلى نسبة ملكية لأعضاء مجلس الإدارة 67%، وأعلى نسبة مدینونية 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

ويختبر 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 الباقي في معادلة الانحدار أن العلاقة الذاتية للباقي قليلة، وتمأخذ 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 (1.5-2.5)، وبالتالي استقلالية الباقي جيدة عند مستوى معنوية 0.05%. كما يبين الجدول الآتي نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد وال علاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة :

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

Model	Ustandardized coefficients		Ustdndardized coefficients	T	Sig	Collinearity statistics	
	B	Standard Error				Toleranc e	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 board	2.483	0.491	0.246	5.123	0.013***	.935	1.059
Owndboard	0.487	0.58	0.95	2.516	0.000***	.651	1.577
IN board	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

وبيّنت 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.

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

$$Q_{it} = a + B_1 \text{Ration CEO}_{it} + B_2 \text{Size board}_{it} + B_3 \text{Owndboard}_{it} + B_4 \text{IN board}_{it} + B_5 \text{Firm size}_{it} + B_6 \text{Lev}_t + B_7 \text{sector} + e_{it}$$

ومن نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد يمكن وضع المعادلة التالية:

$$Q_{it} = -6.471 + 0.641 (\text{CEO}_{it}) + 2.483 (\text{Size board}_{it}) + 0.487 (\text{Owndboard}_{it}) + 0.79 (\text{IN board}_{it}) + 0.218 (\text{Firm size}_{it}) - 0.215 (\text{Lev}_t) + 0.010 (\text{sector})$$

وتوضح معادلة الانحدار الخطى:

- 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 بالالتزام 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، و 0.04 للتأمين و 0.05 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 board والقيمة السوقية مقاسة حسب Tobin's Q.
- توجد علاقة قوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة ملكية الرئيس التنفيذي Size board ونسبة ملكية مجلس الإدارة Ownd board والقيمة السوقية مقاسة حسب Tobin's Q.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية Firm size وحجم الشركة Lev وقطاع الشركة وقيمة 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. *International Research 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 هيللينج، جون د. سوليفان؛ (2002). "عرض حوكمة الشركات في الاقتصادات النامية والصاعدة والانتقالية" ، CIPE، ص: 10.
- ⁸ -نعمية. عبد (2014) ، اثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات، جامعة الاغواط-مجلة الواحات للبحوث والدراسات، مجلد 7.
- 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 مقترن لقياس أثر الحاكمة 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)