



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعرييج -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة دكتوراه مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم  
في العلوم الاقتصادية

الموضوع:

## مقاربة تقييمية لمستوى تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة ببعض الأسواق المالية العربية

إشراف:

◉ د. خميسي قايدي

إعداد الطالبة:

◉ ريمية شيبوب

◉ د. عبد اللطيف عنون (مشرفاً مساعداً)

أعضاء لجنة المناقشة:

| الاسم واللقب العائلي | الرتبة العلمية  | مؤسسة الانتماء    | الصفة          |
|----------------------|-----------------|-------------------|----------------|
| موسى بن منصور        | أستاذ           | جامعة برج بوعرييج | رئيساً         |
| خميسي قايدي          | أستاذ محاضر "أ" | جامعة برج بوعرييج | مشرفاً ومقرراً |
| عبد اللطيف عنون      | أستاذ محاضر "أ" | جامعة قطر         | مشرفاً مساعداً |
| رياض ريمي            | أستاذ           | جامعة الوادي      | ممتحناً        |
| محمد الشريف بن زواي  | أستاذ           | جامعة أم البواقي  | ممتحناً        |
| صابر بن معتوق        | أستاذ محاضر "أ" | جامعة برج بوعرييج | ممتحناً        |
| الويذة أوصغير        | أستاذ محاضر "أ" | جامعة برج بوعرييج | ممتحناً        |

السنة الجامعية: 2021 / 2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## شكرو تقدير

الحمد لله أولاً وآخراً على نعمة إتمام العمل.

أتقدم بالشكر الجزيل لكل من:

- د. خميسي قايدي ود. عبد اللطيف عنوز مؤطرا العمل، شكرا يليق بتوجيهاتهما وتصويباتهما.
- د. حمودي حاج صحراوي أول من وافق على فكرة العمل كموضوع بحث.
- د. شافية قرفي ود. وداد بوقزولة لمراجعتهما الدراسة لغويا والتوجيه منهجيا.
- م. منصف خيطاس، د. مبروك بوبزولة وأ. سهام منصوري لتوجيهاتهم فيما يتعلق ببرمجة Matlab.
- الطالب حكيم ربيعة Hakim Rabia لمساعدته في جمع الدراسات السابقة من موقع Web Of Science، ود. عمار بلعادي لتزويدي بأطروحته والإجابة على استفساراتي حولها.
- الطاقم الإداري لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعرييج -.
- لجنة المناقشة لقاء مراجعتهم العمل وإبداء رأيهم حوله.

إلى روح الشيخ محمد البشير الإبراهيمي...

إلى عائلتي...

إلى كل من ساند ولو بالكلمة الطيبة...

---

# فهرس المحتويات

---

## فهرس المحتويات

|     |                                                                           |
|-----|---------------------------------------------------------------------------|
| I   | فهرس المحتويات                                                            |
| v   | فهارس الجداول، الأشكال والملاحق                                           |
| أ-ل | مقدمة                                                                     |
|     | <b>الفصل الأول: التأصيل النظري لحوكمة الشركات</b>                         |
| 14  | تمهيد                                                                     |
| 15  | <b>1- نظريات حوكمة الشركات</b>                                            |
| 15  | 1-1- النظريات التعاقدية                                                   |
| 15  | 1-1-1- النظريات الأساسية                                                  |
| 24  | 1-1-2- نظرية أصحاب المصالح                                                |
| 26  | 2-1- المقاربة المعرفية                                                    |
| 31  | <b>2- نماذج حوكمة الشركات</b>                                             |
| 31  | 2-1- نماذج حوكمة الشركات من الناحية النظرية                               |
| 32  | 2-1-1- أساسيات التمييز بين نماذج حوكمة الشركات                            |
| 33  | 2-1-2- التقسيم النظري لنماذج حوكمة الشركات                                |
| 36  | 2-2- نماذج حوكمة الشركات من الناحية العملية                               |
| 37  | 2-2-1- الأسواق المالية وتركز الملكية                                      |
| 40  | 2-2-2- مجلس الإدارة                                                       |
| 43  | 2-3- تقارب نماذج حوكمة الشركات                                            |
| 48  | <b>3- حوكمة الشركات والأداء المالي: مراجعة الدراسات السابقة</b>           |
| 48  | 3-1- آليات حوكمة الشركات والأداء المالي                                   |
| 50  | 3-1-1- مجلس الإدارة                                                       |
| 54  | 3-1-2- هيكل الملكية                                                       |
| 57  | 3-1-3- المدير التنفيذي                                                    |
| 58  | 3-2- منهجية الدراسة                                                       |
| 60  | 3-3- نتائج الدراسة                                                        |
| 66  | خلاصة                                                                     |
|     | <b>الفصل الثاني: حوكمة الشركات وأداء الأسواق المالية في الدول العربية</b> |
| 68  | تمهيد                                                                     |
| 69  | <b>1- ممارسات حوكمة الشركات في بعض الدول العربية</b>                      |
| 69  | 1-1- البيئة التشريعية، السياسية والمؤسسية                                 |
| 69  | 1-1-1- البيئة التشريعية والسياسية                                         |
| 71  | 2-1-1- البيئة المؤسسية                                                    |

|                                                                                          |        |                                                                              |
|------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------------------------------------------------------------------------------|
| 76                                                                                       | 2-1-   | القطاع المالي                                                                |
| 76                                                                                       | 1-2-1- | الأسواق المالية                                                              |
| 78                                                                                       | 2-2-1- | البنوك                                                                       |
| 81                                                                                       | 3-2-1- | هيكل الملكية                                                                 |
| 82                                                                                       | 3-1-   | إصدارات حوكمة الشركات، الإفصاح والشفافية في بعض الدول العربية                |
| 82                                                                                       | 1-3-1- | إصدارات حوكمة الشركات                                                        |
| 85                                                                                       | 2-3-1- | الإفصاح والشفافية                                                            |
| 87                                                                                       | 2-     | التنظيم القانوني لحوكمة الشركات على ضوء إصدارات الحوكمة في بعض الدول العربية |
| 87                                                                                       | 1-2-   | حقوق المساهمين                                                               |
| 87                                                                                       | 1-1-2- | حضور الجمعية العامة والتصويت بها                                             |
| 91                                                                                       | 2-1-2- | أرباح الأسهم                                                                 |
| 92                                                                                       | 3-1-2- | المعاملة المتساوية للمساهمين                                                 |
| 94                                                                                       | 2-2-   | مجلس الإدارة وخصائصه                                                         |
| 94                                                                                       | 1-2-2- | شروط عضوية مجلس الإدارة                                                      |
| 95                                                                                       | 2-2-2- | انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وتركيبته                                           |
| 101                                                                                      | 3-2-2- | اجتماعات مجلس الإدارة ولجانه                                                 |
| 108                                                                                      | 3-2-   | أصحاب المصالح، الإفصاح والشفافية                                             |
| 108                                                                                      | 1-3-2- | أصحاب المصالح                                                                |
| 110                                                                                      | 2-3-2- | الإفصاح والشفافية                                                            |
| 113                                                                                      | 4-2-   | الرقابة الداخلية والخارجية                                                   |
| 113                                                                                      | 1-4-2- | الرقابة الداخلية                                                             |
| 114                                                                                      | 2-4-2- | الرقابة الخارجية                                                             |
| 117                                                                                      | 3-     | علاقة حوكمة الشركات بأداء بعض الأسواق المالية العربية                        |
| 117                                                                                      | 1-3-   | الإطار النظري لعلاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية                     |
| 121                                                                                      | 2-3-   | الإطار المنهجي لاختبار علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية العربية     |
| 125                                                                                      | 3-3-   | اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج                                              |
| 125                                                                                      | 1-3-3- | وصف حوكمة الشركات وأداء الأسواق المالية في الدول العربية                     |
| 131                                                                                      | 2-3-3- | اختبار الفرضيات                                                              |
| 134                                                                                      |        | خلاصة                                                                        |
| <b>الفصل الثالث: تقييم تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة ببعض الأسواق المالية العربية</b> |        |                                                                              |
| 136                                                                                      |        | تمهيد                                                                        |
| 137                                                                                      | 1-     | الإطار المنهجي والتطبيقي للدراسة                                             |
| 137                                                                                      | 1-1-   | الإطار المنهجي للدراسة                                                       |
| 137                                                                                      | 1-1-1- | مؤشرات حوكمة الشركات                                                         |
| 140                                                                                      | 2-1-1- | متغيرات حوكمة الشركات                                                        |

|            |                                                         |       |
|------------|---------------------------------------------------------|-------|
| 144        | متغيرات الأداء المالي                                   | 3-1-1 |
| 144        | جمع البيانات ونموذج الدراسة                             | 4-1-1 |
| 147        | الأساليب الرياضية المعتمدة في الدراسة                   | 2-1   |
| 147        | نظرية الأنظمة الرمادية                                  | 1-2-1 |
| 149        | التحليل التطويقي للبيانات                               | 2-2-1 |
| 153        | الإطار التطبيقي للدراسة                                 | 3-1   |
| <b>160</b> | <b>2- الحوكمة والأداء المالي في الشركات محل الدراسة</b> |       |
| 160        | متغيرات الحوكمة                                         | 1-2   |
| 160        | الإفصاح والشفافية                                       | 1-1-2 |
| 163        | مجلس الإدارة                                            | 2-1-2 |
| 170        | لجان مجلس الإدارة                                       | 3-1-2 |
| 174        | هيكل الملكية                                            | 4-1-2 |
| 178        | خصائص المدير التنفيذي                                   | 5-1-2 |
| 180        | مؤشر الأداء المالي                                      | 2-2   |
| <b>183</b> | <b>3- اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج</b>               |       |
| 183        | وصف متغيرات الدراسة                                     | 1-3   |
| 185        | تقدير قيم المتغيرات للفترة 2020-2023                    | 2-3   |
| 186        | تقييم مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات محل الدراسة        | 3-3   |
| 186        | كفاءة نظام حوكمة الشركات المدروسة                       | 1-3-3 |
| 187        | تباين مستويات كفاءة نظام الحوكمة بحسب الأسواق المالية   | 2-3-3 |
| 190        | تباين مستويات كفاءة نظام الحوكمة بحسب القطاعات          | 3-3-3 |
| 192        | محددات كفاءة نظام الحوكمة                               | 4-3-3 |
| 195        | خلاصة                                                   |       |
| <b>197</b> | <b>خاتمة</b>                                            |       |
| 205        | ملاحق الدراسة                                           |       |
| 220        | قائمة المراجع                                           |       |
|            | ملخص                                                    |       |

---

## فهارس الجداول، الأشكال والملاحق

---

## 1- فهرس الجداول

| الصفحة | اسم الجدول                                                         | رقم الجدول |
|--------|--------------------------------------------------------------------|------------|
| 60     | الأبحاث بحسب نوعها                                                 | (1-1)      |
| 61     | أهم المجالات التي تناولت مواضيع حوكمة الشركات والأداء المالي       | (2-1)      |
| 63     | متغيرات الدراسات وبيئات الأعمال                                    | (3-1)      |
| 70     | أبعاد الحكم الراشد، 2019                                           | (1-2)      |
| 73     | بيئات الأعمال في بعض الدول العربية مقارنة بمناطق مختلفة، 2019      | (2-2)      |
| 77     | وضع الأسواق المالية في بعض الدول العربية مقارنة بدول أخرى          | (3-2)      |
| 79     | تركز البنوك ونشاطها في الدول المختلفة (%)                          | (4-2)      |
| 122    | ترميز المتغيرات                                                    | (5-2)      |
| 124    | أوزان أسئلة الاستبيان                                              | (6-2)      |
| 128    | نتائج إجابات الاستبيان                                             | (7-2)      |
| 129    | مؤشرات حوكمة الشركات في الدول العربية (%)                          | (8-2)      |
| 131    | تقلبات أسعار الأسهم ببعض الدول العربية لسنة 2017                   | (9-2)      |
| 131    | الوصف الإحصائي لحوكمة الشركات وأداء الأسواق المالية بالدول العربية | (10-2)     |
| 132    | نتائج اختبار الفرضيات الفرعية                                      | (11-2)     |
| 133    | نتائج اختبار الفرضية الرئيسية                                      | (12-2)     |
| 141    | متغيرات حوكمة الشركات                                              | (1-3)      |
| 153    | الشركات محل الدراسة                                                | (2-3)      |
| 159    | توزيع الشركات بحسب القطاعات                                        | (3-3)      |
| 161    | الإفصاح والشفافية في الشركات محل الدراسة (%)                       | (4-3)      |
| 164    | خصائص مجلس الإدارة في الشركات محل الدراسة                          | (5-3)      |
| 171    | خصائص لجان مجلس الإدارة في الشركات محل الدراسة                     | (6-3)      |
| 175    | خصائص هيكل الملكية في الشركات محل الدراسة                          | (7-3)      |
| 179    | خصائص المدير التنفيذي في الشركات محل الدراسة                       | (8-3)      |
| 180    | العائد على حقوق الملكية في الشركات محل الدراسة (%)                 | (9-3)      |
| 184    | وصف متغيرات الدراسة النهائية                                       | (10-3)     |
| 185    | وصف متغيرات الدراسة بعد التقدير                                    | (11-3)     |
| 186    | وصف مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات المدروسة                        | (12-3)     |
| 187    | اختبار إمكانية اعتماد تحليل التباين الأحادي                        | (13-3)     |
| 188    | دراسة تباين الأسواق المالية من حيث معدلات الكفاءة                  | (14-3)     |
| 189    | توزيع معدلات كفاءة نظام الحوكمة حسب الأسواق المالية                | (15-3)     |
| 190    | دراسة تباين القطاعات من حيث معدلات الكفاءة                         | (16-3)     |
| 191    | توزيع معدلات كفاءة نظام الحوكمة حسب القطاعات                       | (17-3)     |

|     |                                                  |        |
|-----|--------------------------------------------------|--------|
| 193 | اختبار إمكانية اعتماد تحليل التباين الأحادي      | (18-3) |
| 193 | محددات كفاءة نظام الحوكمة في الشركات محل الدراسة | (19-3) |

## 2- فهرس الأشكال

| الصفحة | اسم الشكل                                                                      | رقم الشكل |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| و      | إجراءات الدراسة                                                                | (1)       |
| 60     | تطور الأبحاث حول حوكمة الشركات والأداء المالي                                  | (1-1)     |
| 72     | حجم اقتصاديات بعض الدول العربية، 2019                                          | (1-2)     |
| 76     | ترتيب بعض الدول العربية وفق مؤشر التنافسية العالمي في مجال حوكمة الشركات، 2019 | (2-2)     |
| 78     | اعتماد الأسواق المالية مقارنة بالبنوك في بعض الدول، 2017                       | (3-2)     |
| 129    | تطبيق حوكمة الشركات في الدول العربية                                           | (4-2)     |
| 145    | نموذج الدراسة التطبيقية                                                        | (1-3)     |
| 151    | حدود الكفاءة باستخدام النموذج التطويقي للبيانات                                | (2-3)     |

## 3- فهرس الملاحق

| الصفحة | اسم الملحق                                                                   | رقم الملحق |
|--------|------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 205    | الاستبيان المعتمد في دراسة علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية العربية | 1          |
| 212    | معطيات الدراسة المعتمدة في ترتيب الشركات                                     | 2          |
| 217    | نتائج برنامج التحليل التطويقي للبيانات                                       | 3          |

---

# مقدمة

---

يعتبر موضوع حوكمة الشركات من المواضيع التي لقيت اهتماما في الآونة الأخيرة من قبل مختلف الباحثين في هذا المجال، الهيئات الرسمية والمنظمات العالمية. إن توسع الاهتمام بأي مفهوم لا يكون إلا إذا ثبتت أهميته البالغة على الصعيدين الجزئي والكلي، وهو فعلا ما يلاحظ على حوكمة الشركات التي تمت دراسة تأثيرها على متغيرات جزئية وكلية. وإن كان مفهوم حوكمة الشركات قد لقي رواجاً في السنوات الأخيرة خاصة، إلا أن جذوره تمتد إلى عمق علم التسيير ونشأة الشركات، فقد أشار آدم سميث إلى أساسيات هذا المفهوم في كتاباته سنة 1776، حين أكد أن انفصال الملكية عن التسيير يفرض بالضرورة تولد صراعات بين الملاك والمسيرين نظراً للطبيعة البشرية التي تفرض تحقيق المصلحة الشخصية دون النظر إلى مصلحة الغير إلا إذا تم تأطيرها بقوانين، سلوكيات، توجيهات وإحياء للأخلاق، وهو ما لا نجده في مجال حوكمة الشركات فقط، وإنما في عمق الكثير من السلوكيات البشرية.

إن ما أشار إليه آدم سميث يندرج ضمن ما يعرف بـ"انتهازية الأفراد" وهو المفهوم الذي تبناه كثيرا في بحثه في مجال السلوك الأخلاقي للأفراد ضمن مؤلفه "نظرية المشاعر الأخلاقية" الذي يعتبر سابقاً ومؤسساً لمؤلفه "بحث في طبيعة وأسباب ثروة الأمم" الذي استمد علم التسيير منه الكثير من المفاهيم، وهي كما سبقت الإشارة إليه العمل على تحقيق المصالح الشخصية دون مراعاة مصالح الغير مما يحدث خلافاً في الحقوق، وما يزيد من عمق الفجوة "عدم تماثل المعلومات" بين مختلف الأطراف الذين تربطهم مصالح مشتركة، الأمر الذي يدفع إلى ضرورة اتباع مجموعة من التدابير والإجراءات واتخاذ قوانين، موثيق وأدلة كأسس لتأطير العلاقات وتمكين كل طرف من متابعة حقوقه وتحصيلها، اصطلاحاً على مجموع ذلك بـ"حوكمة الشركات" أو ما يوازيها من مسميات تصب في نفس المجال وتختلف بحسب البيئات والثقافات.

إن اختلاف الثقافات من مجتمع لآخر، فرض اختلاف التدابير المعتمدة في مجال حوكمة الشركات لتأطير العلاقة بين المسيرين، المساهمين ومختلف أصحاب المصالح، كل ذلك دفع إلى وجود اختلافات بين الدول ومن ثمة بروز نماذج مختلفة لحوكمة الشركات. تتمايز هذه النماذج بحسب عدد من الأسس يأتي في مقدمها نشاط الأسواق المالية وما يتمخض عنه من تشتت للملكية أو العكس في حالة اللجوء للبنوك كسبيل للتمويل. إضافة إلى ذلك، تباينها من حيث الاهتمام بالمساهمين كطرف أساسي في العلاقة أو منح مختلف الأطراف حقوقهم المتولدة عن العلاقة القائمة باعتبارها تستند لعقود حتى وإن كانت في ظاهرها عقوداً غير تامة. إن الاختلاف في الأسس بين نماذج حوكمة الشركات على الصعيد الكلي دفع بالضرورة إلى اختلافها على المستوى الجزئي من خلال مجموع الآليات المعتمدة داخل الشركة لحفظ حقوق مختلف الأطراف مهما كانت درجة التركيز التي ينالها كل طرف.

اعتبر كل من مجلس الإدارة وهيكل الملكية وما ارتبط بهما من خصائص كأهم آليتين لهما أن تعكسا تطبيق حوكمة الشركات على الصعيد الداخلي. وبالنظر لكون استمرار الشركة وتحقيقها لنتائج إيجابية من خلال تحسن أدائها ينطلق من مجموع القرارات المتخذة داخلها، فإن "آليات حوكمة الشركات الداخلية" عرفت اهتماما واسعا في المجال التطبيقي عبر دراسة تأثير مثل هذه الآليات على أداء الشركة المالي باعتماد مختلف المؤشرات المالية، حيث يفترض أن آليات حوكمة الشركات توجه سلوكيات المديرين نحو حفظ حقوق المساهمين بالدرجة الأولى والذي لا يتحقق إلا إذا ضمنت الشركة استمرارها بتحقيق نتائج مالية جيدة على المدى القصير والطويل على حد سواء. كل ذلك جعل من تقييم تطبيق حوكمة الشركات أمرا ضروريا لما لهذا التطبيق من ارتباط وثيق باستمرار الشركة ومن ثمة نمو الاقتصاد.

## 1- إشكالية الدراسة

إن أول ما انطلق منه موضوع تقييم مستوى تطبيق حوكمة الشركات هو تقييم بيئة الأعمال بصفة عامة، وهو ما اهتم به المعهد الأوروبي لحوكمة الشركات (European Corporate Governance Institute ECGI)، حيث أحصى ضمن موقعه الدول التي اهتمت بإصدار موائيق تتعلق بحوكمة الشركات، فتباينت الدول في إصداراتها بين من أصدرت ميثاقا واحدا كالجزائر ومن أصدرت ما يقارب 12 ميثاقا كالدنمارك، لیتجه تركيز الباحثين على دراسة الاختلاف بين هذه الموائيق، وتتوسع بعدها الجهود ليس فقط فيما يتعلق بالتشريعات وتحليلها، بل امتدت لتشمل الجانب التطبيقي، حيث انطلقت الهيئات الدولية في تقييم مستوى تطبيق الحوكمة عبر مختلف الشركات، صدر عنها عدد من المؤشرات التي تهتم بتصنيف وترتيب الشركات بناء على ما توافر على مستواها من آليات. ما تم اعتماده في بناء هذه المؤشرات وترتيب الشركات هو استبيان يحتوي أسئلة تعكس مدى وجود آلية معينة من آليات حوكمة الشركات من عدمه، وقد تم توجيه عدد من الانتقادات لهذه المؤشرات على غرار استحالة ثباتها، حيث أن تطبيقها بالتوازي عبر مختلف المراحل سيؤثر سلبا على موثوقية النتائج، يضاف إلى ذلك أن بعضها قد تمت صياغته بالتركيز على جانب فقط من جوانب الحوكمة، فغياب آلية لا يعكس بالضرورة ضعف النظام إذا كانت هناك آلية أخرى لها أن تعوض الأولى، وغيرها.

إن مجموع الانتقادات الموجهة للمؤشرات دفعت بالباحثين للعمل على صياغة مؤشرات جديدة، فتم الأخذ بفكرة ضرورة أن يتوافق نظام الحوكمة مع الأداء الجيد للشركات، ليركز بذلك عدد من الباحثين على تقييم مستوى تطبيق الحوكمة ليس بما تملكه الشركات من آليات على مستواها، بل أيضا بمدى تحقيق هذه الآليات للأهداف التي وجدت من أجلها، فبرز بذلك مفهوم كفاءة نظام الحوكمة، حيث ينظر إلى آليات الحوكمة كمدخلات للنظام لقياس الكفاءة، في حين اعتبرت مؤشرات الأداء المالي كمخرجات لهذا النظام. لم يتوقف الأمر عند هذا الحد، بل

استبدل أسلوب جمع وتحليل البيانات أيضا، حيث لم يعد الاستبيان أساس ذلك، بل تم اعتماد أساليب رياضية متعددة، منها التحليل التطويقي للبيانات (مغلف تحليل البيانات)، التحليل الحدودي العشوائي، التحليل الهرمي، ومختلف الأساليب الأخرى التي تندرج ضمن أساليب تحليل القرار متعدد المعايير، حتى يتم بذلك معالجة موضوع كفي بطريقة كمية مما يمنحه دقة أكبر، وتعتبر تقارير الشركات في ذلك المصدر الأول للبيانات.

لا تختلف بيئات الأعمال العربية عما هو متداول عالميا من حيث الاهتمام بحوكمة الشركات، فالهيئات الرسمية العربية هي الأخرى سعت لإصدار واعتماد موثيق تتعلق بحوكمة الشركات، ومنها من عملت على تحسينها من حين لآخر كما هو الأمر فيما يتعلق بدولة الإمارات. إن أغلب الموثيق الصادرة كانت مخصصة لتأطير الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية كون هذه الأخيرة تخضع أسهمها للتداول مما يولد منافسة بينها على مختلف الأصعدة.

تعتبر علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية موضوع بحث في عدد من الدراسات الأكاديمية، فكون أسعار الأسهم تعكس القرارات المتخذة في الشركة وكذلك التحديات التي تواجهها يجعل من دراسة علاقة حوكمة الشركات بأسعار الأسهم ومنه بأداء الأسواق المالية ضروريا وهو ما نلمسه بشكل مباشر في تركيز موثيق الحوكمة على الشركات المدرجة أكثر من غير المدرجة. تركيزا منا على بعض الأسواق المالية العربية، تحديدا بورصة الجزائر، سوق دبي المالي، سوق أبوظبي للأوراق المالية وكذا سوق مسقط المالي لتوفر المعطيات حولها فيما يتعلق بحوكمة الشركات ولفترة الدراسة 2016-2019، سنحاول الإجابة على الإشكالية التي مفادها:

### ما مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية محل الدراسة؟

إن تشعب إشكالية الدراسة يفرض علينا تجزئتها إلى ثلاثة محاور أساسية تسهلا لبحثها:

#### • المحور الأول: أسس تقييم حوكمة الشركات

من خلال هذا المحور سنحاول الإجابة على السؤالين الآتيين:

- ما هي أهم آليات حوكمة الشركات التي يجب اعتمادها عند تقييم حوكمة الشركات؟
  - ما هي أهم مؤشرات الأداء المالي التي يجب اعتمادها في الحكم على جودة حوكمة الشركات؟
- إن الإجابة على السؤالين المطروحين تسهل فيما بعد اختيار متغيرات الدراسة التطبيقية.

## • المحور الثاني: آليات حوكمة الشركات وأداء الأسواق المالية العربية

إن اهتمام الهيئات الرسمية بإصدار موثيق ولوائح تتعلق بحوكمة الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية يجعلنا نهتم بدراسة علاقة أبعاد حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية العربية، ليكون بذلك السؤال الرئيسي للمحور الثاني مصاغاً وفق الآتي:

- ما علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية في الدول العربية؟

## • المحور الثالث: تقييم مستوى تطبيق حوكمة الشركات بالأسواق المالية العربية المدروسة

ضمن آخر محور سنحاول التركيز مباشرة على الشركات المدرجة وذلك من خلال معالجة الأسئلة الآتية:

- هل هناك اختلاف بين معدلات كفاءة نظام حوكمة الشركات\* المحققة من سوق مالي لآخر؟
- هل هناك اختلاف بين معدلات كفاءة نظام حوكمة الشركات المحققة من قطاع لآخر؟
- ما أهم محددات كفاءة نظام حوكمة الشركات المدرجة بالأسواق المالية محل الدراسة؟

## 2- أهداف الدراسة

كهدف أساسي تصبو إليه الدراسة، سنحاول تقييم مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية موضوع الدراسة وذلك باعتماد مقارنة لها أن تغطي أهم أبعاد حوكمة الشركات وتقضي إلى نتائج مقبولة عموماً. إن تحقيق هذا الهدف الرئيسي يتطلب هو الآخر المرور بأهداف فرعية منها ما هو تأصيل نظري للموضوع ومنها ما هو عملي تطبيقي، يمكن إيجازها في الآتي:

- التطرق لأهم النظريات المؤسسة لمفهوم حوكمة الشركات وآلياته بغية استيعاب أسباب ظهوره وكذا التوجهات الحديثة له، بالإضافة إلى استعراض مختلف نماذج حوكمة الشركات السائدة عبر العالم بما يسهل الحكم على وضع بيئات الأعمال العربية في ذلك.
- إجراء مقارنة بين مختلف التشريعات، الأدلة والمواثيق المتعلقة بحوكمة الشركات والصادرة بالدول العربية وذلك بالتركيز على آلياتها المختلفة.
- دراسة أهم آليات حوكمة الشركات التي اعتمدت في الدراسات الأكاديمية خلال السنوات الأخيرة والتي يمكن اعتمادها للحكم على جودة تطبيق الحوكمة عبر مختلف بيئات الأعمال.

\* إن اعتماد مصطلح الكفاءة تعبيراً عن مستوى التطبيق يرجع أساساً إلى استخدام الأساليب الرياضية المرتبطة بقياس الكفاءة (مدخلات مقابل مخرجات) في تقييم حوكمة الشركات آخذين بذلك بالجهود الحديثة في مجال تقييم حوكمة الشركات.

- دراسة آليات حوكمة الشركات المطبقة عبر مختلف بيئات الأعمال العربية المدروسة وكذا الشركات الناشئة بأسواقها سعياً للحكم على مدى اهتمام هذه الشركات بالحوكمة والالتزام بمواثيقها.
- دراسة علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية العربية للتعرف على مكانة حوكمة الشركات على المستوى الكلي.
- دراسة كفاءة نظم الحوكمة المطبقة في مختلف الشركات موضوع الدراسة ومحاولة التعرف على أهم محدداتها وكذلك دراسة التباين بين مختلف الأسواق المالية والقطاعات من حيث ما تم تحقيقه من معدلات كفاءة.

### 3- فرضيات الدراسة

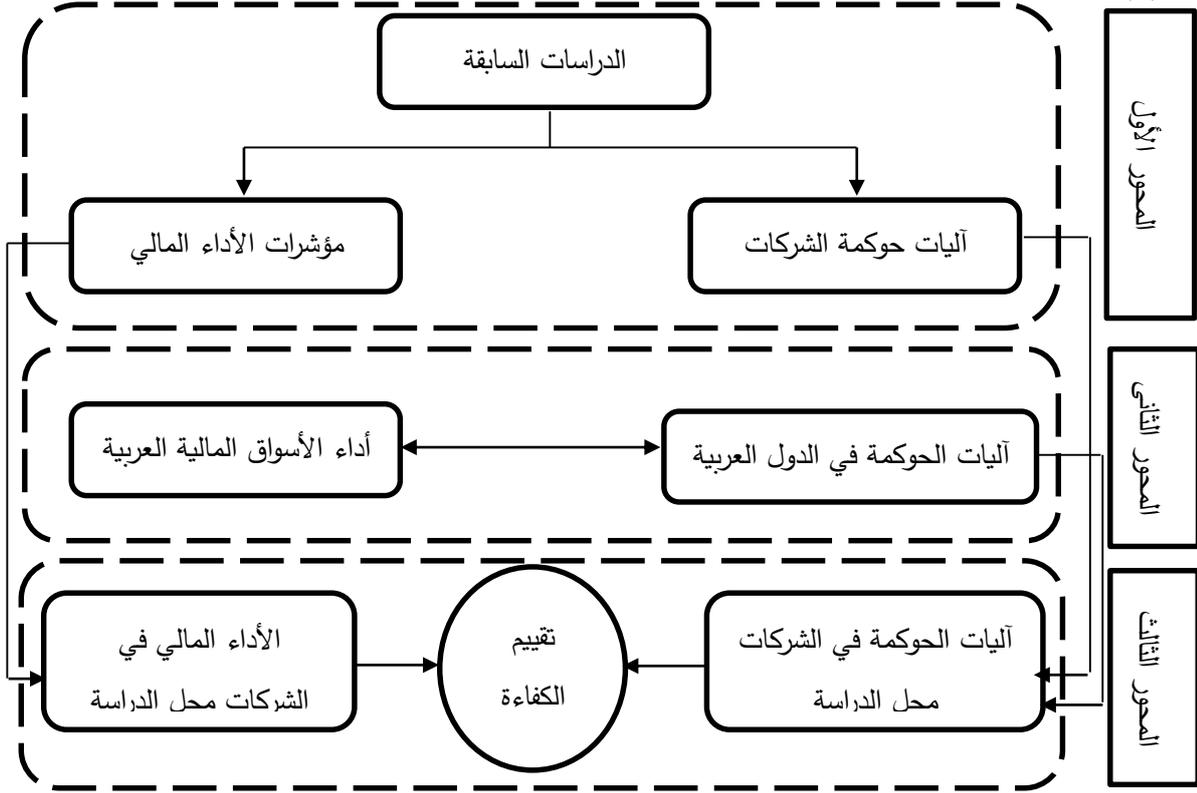
على ضوء أسئلة الدراسة وأهدافها التطبيقية، تصاغ الفرضيات الآتية:

- "توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مستوى حوكمة الشركات وتقلبات أسعار الأسهم ببعض الدول العربية عند مستوى دلالة 0.05".
- "يعتبر مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية محل الدراسة متوسطاً".
- "توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين معدلات الكفاءة المحققة من قبل الشركات بحسب السوق المالي عند مستوى دلالة 0.05".
- "توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين معدلات الكفاءة المحققة من قبل الشركات بحسب نوع قطاع النشاط عند مستوى دلالة 0.05".
- "تعتبر آليات الحوكمة المدروسة محددات لكفاءة نظام الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية محل الدراسة عند مستوى دلالة 0.05".

### 4- إجراءات الدراسة ومنهجها

- بناء على ما تمت الإشارة إليه، تلخص إجراءات الدراسة في ثلاثة مراحل أساسية بما يتوافق والمحاور المعتمدة وفق ما يوضحه الشكل (1):

الشكل (1): إجراءات الدراسة.



المصدر: من إعداد الطالبة.

كما يبين الشكل (1)، فالدراسة تنطلق بذلك من حصر متغيراتها بناء على ما ورد ضمن مختلف الأبحاث العلمية المنشورة خلال السنوات الأخيرة، ليتم بعدها دراسة وضع الدول العربية عموماً فيما يتعلق بتبنيها لحوكمة الشركات وتأثير ذلك على أداء أسواقها المالية باعتبار أن الشركات التي سيتم التركيز عليها ضمن الدراسة التطبيقية هي شركات مدرجة في تلك الأسواق. وفي آخر محور والمتضمن الجانب التطبيقي للدراسة، سيتم تقييم كفاءة نظام الحوكمة المعتمد في الشركات موضوع الدراسة وذلك بالتركيز على آليات الحوكمة كثيرة الاستخدام والمتوفرة فعلاً في بيئات الأعمال العربية كمدخلات لحساب الكفاءة، في مقابل الأداء المالي كمخرج للكفاءة.

إن طبيعة ما ستتم دراسته تفرض اعتماد المنهجين الوصفي والتحليلي سواء تعلق الأمر بالجانب النظري للموضوع والذي يستدعي النظر في آراء الباحثين فيما يتعلق بنظريات حوكمة الشركات، نماذجها وكذلك أهم آلياتها المعتمدة عبر مختلف الدراسات السابقة، أو بجانب دراسة وضع الحوكمة بالدول العربية على مستواها الكلي فيما يتعلق بأداء أسواقها المالية وكذلك على المستوى الجزئي الخاص بالشركات موضوع الدراسة.

## 5- حدود الدراسة

كأي بحث علمي، فإن هذه الدراسة فرضت ضرورة وضع حدود لها بما يتوافق والبيانات، الجهد والوقت

المتاحين. تحد الدراسة بذلك من ثلاث زوايا:

- **الحدود العلمية:** فيما يتعلق بالجانب العلمي للموضوع، فسيتم التركيز على المتغيرات التي يمكن قياسها أو تحصيل معلوماتها بسهولة، خاصة وأن الدراسة أجريت في بيئات مختلفة. يتعلق الأمر هنا بمتغيرات الحوكمة من جهة، أي أنه سيتم التركيز على المتغيرات التي يمكن جمع المعلومات حولها، وبذلك فلن يتم -على سبيل المثال- اعتماد مقاربات أخرى لحوكمة الشركات كونها تتطلب تواصلًا مباشرًا مع الشركة. أما فيما يتعلق بأداء الأسواق المالية، فسيتم اعتماد المؤشرات المتاحة عبر قواعد بيانات المنظمات العالمية بسهولة تحصيلها ولكون معطيات الأسواق المالية متراجعة في ظل بيئات الأعمال العربية. فيما يتعلق بمؤشرات الأداء المالي، فسيتم اعتماد العائد على حقوق الملكية للتعبير عنه وذلك لكونه مؤشرًا اعتمد بشكل موسع في كثير من الدراسات السابقة، ولكونه أيضًا مؤشرًا مشتركًا يمكن حسابه بالاعتماد على تقارير الشركات المتاحة.

- **الحدود الزمانية:** ستركز الدراسة على الفترة 2016-2019، على أن تقييم الحوكمة سيتم بالاعتماد على المعطيات التقديرية للفترة 2020-2023. إن اعتماد هذه الفترة يلغي تأثيرات جائحة كورونا ويمكننا من تحصيل المعطيات المطلوبة كونها متاحة عبر مواقع الشركات والأسواق المالية خلال فترة جمعها. نفس الفترة سيتم التركيز عليها عند دراسة الأبحاث العلمية وما تضمنته من متغيرات وكذا عند تقييمنا لوضع الأسواق المالية العربية وعلاقته بالحوكمة.

- **الحدود المكانية:** ستركز الدراسة التطبيقية على كل من بورصة الجزائر، سوق دبي المالي، سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق مسقط المالي، وذلك في ظل غياب المعطيات اللازمة لإنهاء الدراسة فيما يتعلق بالدول المتبقية مما حد من إمكانية تنوع الدول المختارة من المنطقة العربية، مع الإشارة إلى أن الدراسة لم تشمل السوق المالي السعودي لتقاربه مع الأسواق المعتمدة من منطقة الخليج.

## 6- أهمية الدراسة

تتجلى أهمية الدراسة في عدد من الاعتبارات يمكن إجمالها في الآتي:

- **أهمية الموضوع في حد ذاته:** تستمد أهمية الدراسة من أهمية الإشكالية التي تطرحها، فموضوع حوكمة الشركات قد حظي باهتمام عالمي لما لها من أهمية في النهوض باقتصاد الدول بما تضمنه من حسن رقابة وتسيير لشركاته، الأمر الذي يقلل من حدوث الأزمات والانهيارات المالية على مستواها. إن ما سيتم العمل عليه ضمن هذه الدراسة هو محاولة تقييم مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية آخذين بعين الاعتبار مختلف الآليات التي تضمنتها الدراسات السابقة، فموضوع التقييم في حد ذاته عرف جدلاً واسعاً وليس ذلك إلا لأهمية حسن اختيار الشركة بهدف الاستثمار بها. إن النموذج المراد اعتماده في تقييم حوكمة الشركات قائم على مفهوم استدامة النتائج المالية للشركة، ليكون بذلك موجهاً للمستثمرين في اتخاذ قرارات صائبة، فالمعلوم

أن الحوكمة الجيدة هي دافع أساسي للاستثمار، وتقييم الشركات في هذا المجال هو تقليل البدائل المتاحة وتركيز أكثر في عملية اتخاذ القرار. تبقى أهمية الدراسة تستمد من أهمية الشركات موضوع دراستها، فبيئات الأعمال العربية تعتبر من البيئات التي تحتاج إلى أبحاث من أجل تطويرها خاصة في ظل تراجع دور الأسواق المالية في أغلبها وكذا تراجع ثقافة مجتمعاتها فيما يتعلق بالاستثمار والتداول. إن بعث مفهوم حوكمة الشركات وتقييمها في مثل هذه البيئات يمكن أن يعزز من اهتمام الشركات بتسييرها وتحسين صورتها استقطاباً منها لمختلف المستثمرين الماليين وسعيها منها للحفاظ على مركزها وسمعتها.

- **دائمة الموضوع:** يبقى الموضوع محل الدراسة يفرض ديمومته بديمومة الشركات في اقتصاد أي دولة، وبديمومة فكرة الاستثمار على مستوى الشركات، فليس للشركات أن تقوم وتحقق أهدافها إلا بتوفر نظام جيد للحوكمة، ولا يمكن لأي مستثمر أن يضمن حقوقه ويتأكد من استثماراته إلا باختياره للشركة ذات نظام الحوكمة الجيد.

- **إمكانية اعتماد نموذج الدراسة من قبل الهيئات المتخصصة:** إن سعينا لتقييم حوكمة الشركات بناء على ما تضمنته الأبحاث سواء من حيث ضبط المتغيرات أو من حيث أساليب تقييم حوكمة الشركات، يمنح الهيئات المختصة والتي تسعى لبناء مؤشرات لحوكمة الشركات أداة لها أن تسهل عملهم خاصة وأنهم بصفتهم هيئات رسمية يمكنهم تحصيل البيانات التي يصعب على الآخرين تحصيلها.

## 7- الدراسات السابقة

اهتم العديد من الباحثين بتقييم مستوى تطبيق حوكمة الشركات، سواء بدراسته في حد ذاته أو لدراسة أثره على متغير آخر، لكن سيتم التركيز عليه هنا من دراسات سابقة هي تلك التي لخصت وجهة نظر الباحثين حول مؤشرات حوكمة الشركات عموماً (دراسات نظرية أساساً) وكذلك الدراسات التي اهتمت بتقييم حوكمة الشركات عبر بيانات مختلفة.

- **دراسة (2004) El-Mir & Khanchal حول "كفاءة الحوكمة De l'Efficiency de la Gouvernance":** وهي أحد الدراسات السابقة التي اعتمدت ضمن بحثنا لمرحلة الماجستير. ركزت الدراسة على تقييم كفاءة نظام الحوكمة لمجموعة من الشركات الأمريكية التي صنفت على أنها من بين 1000 شركة كبرى ناشطة على مستوى الـ و.م.أ للفترة 1994-2001، وفي ظل استبعاد الشركات التي لم يتم استيفاء جميع معلوماتها من جهة، والمؤسسات المالية من جهة أخرى، حيث شملت الدراسة 331 شركة، وذلك بهدف الإجابة عن إشكالية الدراسة: "ما هي خصائص نظام الحوكمة الكفؤ؟". تم تحديد مستويات كفاءة نظام الحوكمة اعتماداً على التحليل التطويقي للبيانات كأسلوب

رياضي لا معلمي، حيث اعتبر شكل نظام الحوكمة (مجلس الإدارة وهيكل الملكية) كمدخلات، في حين شكلت مؤشرات الأداء المالي (العائد على حقوق الملكية و Q de Tobin) المخرجات، وقد أثبتت النتائج أن الشركات محل الدراسة تعتبر كفاءة في المتوسط، مع تركيز ملحوظ لقيم الكفاءة بين 0.66 و 0.97.

- دراسة (2006) **Khiari et al.** حول "حوكمة الشركات والأداء: مقارنة تقييمية باستخدام التحليل العشوائي الحدودي **Corporate governance and Performance : an Indexing Approach using the Stochastic Frontier Analysis**": لتقييم مستوى تطبيق حوكمة الشركات بما يخدم أهداف الدراسة، تم اعتماد التحليل العشوائي الحدودي كأسلوب رياضي معلمي تختلف أسسه عن التحليل التطويقي للبيانات وإن كان يشترك معه في كونه يهدف لقياس الكفاءة، حيث استخدم الباحثون كلا من كفاءة الرقابة الداخلية، السلطة التقديرية الإدارية، تركيز الملكية وهيمنة المدير التنفيذي على مجلس الإدارة كمدخلات، في حين تم استخدام توزيعات الأرباح، العائد على حقوق المساهمين وحجم الشركات كمخرجات. طبقت الدراسة على 320 شركة أمريكية كبرى للفترة 1994-2001، وقد أثبتت النتائج وجود تحسن في مستوى تطبيق الحوكمة من سنة لأخرى.

- دراسة (2007) **Bhagat et al.** حول "إيجابيات وسلبيات مؤشرات حوكمة الشركات **The Promise and Peril of Corporate Governance Indices**": أكدت الدراسة اهتمام الخبراء الماليين ومقدمي الخدمات التجارية باعتماد مؤشرات لتقييم حوكمة الشركات في السنوات الأخيرة، حيث يتم من خلالها دمج أبعاد حوكمة الشركات في مقياس واحد فقط، وقد تم اعتماد مثل هذه المؤشرات من قبل مكاتب وهيئات عالمية. أنجزت الدراسة لتحقيق هدفين أساسيين، يتعلق أولهما بتحديد مدى قدرة مؤشرات الحوكمة على توقع أداء الشركات مستقبلاً من جهة، وتقييم الكيفية التي تبنى على أساسها هذه المؤشرات من جهة أخرى. توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين مؤشرات الحوكمة ومقاييس الأداء المالي للشركات، كما أنه لا يمكن الوصول إلى مؤشر جيد لتقييم حوكمة الشركات بالنظر لاختلاف بيئات الأعمال ولخصوصية الشركات داخل كل بيئة، حيث أنه يصعب أن يكون هناك مؤشر واحد للحكم على وضع الشركات من حيث الحوكمة بغية اتخاذ قرارات سليمة. ليتم التأكيد من قبل الباحثين على أن مؤشرات الحوكمة هي أدوات ناقصة في أيدي متخذي القرارات سواء تعلق الأمر بالمساهمين خلال تصويتهم على قرارات مجلس الإدارة، المستثمرين والمضاربين.

- دراسة (2013) **Baydoun et al.** حول "حوكمة الشركات في خمس دول من الخليج العربي **Corporate Governance in Five Arabian Gulf Countries**": اهتمت الدراسة بتقييم حوكمة الشركات في خمس من دول مجلس التعاون الخليجي: الكويت، البحرين، الإمارات، قطر وعمان، حيث اعتمدت الدراسة في ذلك نتائج الاستبيان المعد من قبل منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية سنة 2005. وإن كانت هذه الأخيرة قد أجرت الاستبيان، فإن الباحثين قاموا بإعادة ترتيب الأسئلة ودمجها في محاور بغية تسهيل عملية التقييم عبر حساب المتوسط الحسابي

واعتبروه إضافة نوعية في دراستهم كونهم انتقلوا من نتائج هيئة عالمية إلى معطيات كمية وتمكنوا بذلك من ترتيب الدول. يتكون الاستبيان من 107 عبارة تم توزيعها على ثلاث مجموعات أساسية: المساهمون، الإدارة ومجلس الإدارة والإفصاح، حيث تتضمن كل مجموعة محاور فرعية باستثناء المجموعة الأولى المتعلقة بالمساهمين. احتوت المجموعة الثانية على معلومات عن مجلس الإدارة، الهيكل التنفيذي ولجان مجلس الإدارة، في حين تضمنت المجموعة الأخيرة كلا من الشفافية والتدقيق الخارجي. أثبتت نتائج الدراسة تفوق عمان في مجال حوكمة الشركات متبوعة بكل من الكويت، الإمارات، البحرين وقطر على التوالي.

- دراسة (Sasaninejad et al. (2014) حول "العلاقة بين مستوى الحوكمة وإدارة الأرباح بالشركات المدرجة في بورصة طهران Investigating the Relationship between Corporate Governance Ranking and Earnings Management in companies Listed in Tehran Stock Exchange Technique": وإن كانت الدراسة قد ركزت على العلاقة بين مستوى تطبيق الحوكمة وإدارة الأرباح، فإن الباحثين فيها قد اعتمدوا تقنية Technique of Preference by Similarity to Ideal Solution (TOPSIS) والتي تدرج ضمن أساليب تحليل القرار متعدد المعايير في تقييمهم لمستوى تطبيق حوكمة الشركات، حيث تم اعتماد ثلاث آليات حوكمة كمتغيرات: مجلس الإدارة غير التنفيذيين، كبار المساهمين والملكية المؤسسية. وقد استهدفت الدراسة كل الشركات المدرجة ببورصة طهران للفترة 2005-2011، وفي ظل عدم استيفاء بعضها للشروط الموضوعية من قبل الباحثين بما يتماشى والموضوع، فقد بلغ عدد المشاهدات 686 مشاهدة. أثبتت النتائج أن متوسط مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات محل الدراسة قد بلغ ما يقارب 0.56.

- دراسة (Black et al. (2016) حول "مؤشرات حوكمة الشركات وبناء صلاحيتها Corporate Governance Indices and Construct Validity": أجرى الباحثون خلال دراستهم استقراءً حول الكيفية التي تم اعتمادها في الدراسات السابقة لاختبار صلاحية النموذج الذي اعتمده في دراسة أثر حوكمة الشركات على الأداء المالي. في هذا الصدد، اعتمدت الدراسات في مجال حوكمة الشركات على مؤشرات الحوكمة لقياس الأثر، لكن ليس هناك معرفة تامة حول كيف يمكننا بناء مثل هذه المؤشرات، والأكثر من ذلك ليس هناك معرفة حول ما هي الحوكمة "الجيدة"؟ وكيف يمكن للباحث تبسيط هذا المفهوم الغامض باستخدام مفاهيم أخرى واضحة؟ في هذا المجال، سعى الباحثون في دراستهم هذه إلى تطوير مؤشر خاص بالدول الناشئة المعتمدة بصفة أساسية البرازيل، الهند، كوريا وتركيا، وهذا تأسيساً على الدراسات السابقة. وقد أكد الباحثون ضرورة دراسة بيئات الأعمال جيداً قبل صياغة المؤشرات، أين أن الدول تختلف من حيث قوانينها ومؤسستها. أثبتت نتائج هذه الدراسة أن المؤشرات التي تم بناؤها بالنظر إلى آليات فرعية لحوكمة الشركات تتشابه إلا أنها لا تتطابق، بل تتباين من دولة إلى أخرى، كما أن بناءها على أسس واضحة باعتماد آلياتها كمجلس الإدارة والإفصاح لا يعكس بالضرورة جودتها الفعلية.

- دراسة (2019) AIHares et al. حول "ممارسات حوكمة الشركات: دراسة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا **The Corporate Governance Practices: Evidence from MENA Countries**": اهتمت الدراسة بتقييم مستوى الامتثال والإفصاح عن آليات حوكمة الشركات في شركات من عشر دول من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: قطر، الكويت، البحرين، عمان، الأردن، مصر، السعودية، الإمارات، المغرب وتونس، حيث بلغ عدد الشركات المدروسة 250 شركة جمعت بياناتها خلال الفترة 2009 و2016، وقد تم التركيز على اعتماد الانحدار المتعدد تحديدا نموذج التأثيرات الثابتة في تقييم مستوى الامتثال للحوكمة من قبل الشركات المدروسة، حيث اعتمد عدد من المتغيرات منها حجم مجلس الإدارة، تنوع المجلس، أعضاء المجلس غير التنفيذيين، ملكية الحكومة، ملكية المسيرين، تركيز الملكية، الإفصاح والشفافية، مسؤولية الشركة، وغيرها. بينت الدراسة الاختلاف بين الشركات من حيث درجة امتثالها لحوكمة الشركات من جهة، وضعف الإفصاح والامتثال لحوكمة الشركات من جهة.

إن ما تمتاز به دراستنا عن الدراسات السابقة هو محاولة استغنائها عن الاستبيان لصالح الأساليب الرياضية لتبتعد بذلك عن مجموع الانتقادات الموجهة لمؤشرات حوكمة الشركات والتي اتخذت من الاستبيان سبيلا لتقييم مستوى تطبيق الحوكمة، وذلك من خلال التركيز مباشرة على التقارير المالية وتقارير حوكمة الشركات المنشورة عبر مواقع الشركات والأسواق المالية المدرجة بها. من جهة أخرى، سيتم من خلال دراستنا جمع أكبر عدد من المتغيرات التي تعتبر جزئيات أساسية ضمن تقييم حوكمة الشركات، فإذا كان هناك غياب لأحدها انعكس ذلك مباشرة على معدل الإفصاح والشفافية بالشركات. تمتاز دراستنا أيضا عما سبقها من دراسات باعتمادها لفكرة استدامة نتائج الشركة كون المستثمرين في عملية اتخاذ القرار يهتمون بما سيحقق على مستوى الشركة مستقبلا، فالدراسة قائمة على تقدير المعطيات الحالية لفترة لاحقة مع افتراضنا ثبات العوامل الخارجية طبعاً.

#### 8- صعوبات الدراسة

من أهم صعوبات الدراسة مرحلة جمع البيانات، حيث أن أغلب الأسواق المالية العربية لا تتيح تقارير حوكمة الشركات عبر مواقعها بما يجعل من الصعب الاطلاع على نظام الحوكمة وجمع المعطيات اللازمة لإنهاء الدراسة، وإذا ما توافرت المعطيات في بعض الأسواق المالية فنجدها لا تغطي كل فترة الدراسة (2016-2019)، كل ذلك جعل من الدراسة محصورة في بعض الدول فقط. من جهة أخرى، تعتبر الأبحاث القائمة على دراسة بيانات متعددة صعبة من حيث التحكم في الموضوع وإعطاء كل بيئة حقها مما جعل من الدراسة معقدة في بعض زواياها.

## 9- هيكل الدراسة

بغية تحقيق أهداف الدراسة، سيتم تقسيمها إلى ثلاثة أجزاء تتوافق مع المحاور المدروسة. يتناول الفصل الأول والمعنون بـ: "التأصيل النظري لحوكمة الشركات" مختلف نظريات الحوكمة بداية من النظريات الأساسية التي انطلق منها المفهوم وصولاً إلى المقاربات الحديثة لحوكمة الشركات، ليتم بعدها التفصيل في نماذج حوكمة الشركات من حيث أسس التفرقة بين هذه النماذج، خصائصها وآلياتها. أخيراً، سيتم إجراء دراسة وصفية بغية حصر أهم آليات حوكمة الشركات ومؤشرات الأداء المالي المعتمدة في الأبحاث العلمية المنشورة المرتبطة بالموضوع.

في الفصل الثاني حول: "حوكمة الشركات وأداء الأسواق المالية في الدول العربية"، سيتم التركيز على وضع الحوكمة في الدول العربية بدءاً من تحليل بيانات الأعمال العربية عموماً سواء تعلق الأمر بالجوانب الاقتصادية، المؤسساتية وحتى السياسية بما يقرب فهم البيانات المراد دراستها بشكل أفضل، ثم استعراض التنظيم القانوني لحوكمة الشركات والذي تتضمنه مختلف المواثيق والأدلة الصادرة في المجال. ليختم الفصل بدراسة علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية العربية.

في الفصل الأخير والمعنون بـ: "تقييم تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية"، ستتم مناقشة إشكالية الدراسة الأساسية، فبعد ضبط الإطار المنهجي والميداني للدراسة، سيتم تحليل آليات الحوكمة المعتمدة في الشركات محل الدراسة، ثم اختيار الآليات المشتركة لاختبار فرضيات الدراسة من حيث دراسة الكفاءة ومحدداتها وكذا تباينها بحسب الأسواق المالية والقطاعات.

---

# الفصل الأول: التأسيس النظري لحوكمة الشركات

---

## تمهيد

لا تركز الأبحاث العلمية ولا يهتم الباحثون فيها بمفهوم معين من عدم، فحوكمة الشركات ومنذ المراحل الأولى لتوسع المنشأة فرضت وجودها لما ارتبط بها من استمرارية الشركة واستقرارها، حتى تعرف الأبحاث في المجال تطوراً ملحوظاً عبر السنوات وخاصة عقب كل انهيار يمس بشركة بعينها أو بقطاع ككل، ليكون من بين أهم ما بُحث في هذا المجال علاقة آليات الحوكمة بأداء الشركات المالي.

إن الأبحاث التطبيقية ليست وحدها التي اهتمت بحوكمة الشركات وإنما كان لهذا المفهوم حظه من التأصيل النظري عبر نظريات أساسية لها جذورها في علم التسيير، فلم يتم الإحاطة بالمفهوم على مستواه العام فقط، بل خاض بعض رواد هذه النظريات غمار المفهوم وتوغلوا في جزئياته الدقيقة حيث كان "المسير" في غالب الأحيان محور اهتمامهم. الأكثر من ذلك، لم يحصر المفهوم ضمن البعد النظري فقط، بل اهتمت الدول بتبنيه عبر قوانينها، مراسيمها، موثيقها، وغيرها، سواء بقصد أو عن غير قصد حتى تتبناه الشركات هي الأخرى بصفة إجبارية أو طوعية. كل ذلك جعل من الشركات والدول تتباين من حيث ما تتبناه من آليات حوكمة الشركات حتى يولد هذا الاختلاف مفهوم "نماذج حوكمة الشركات" وتطرح بذلك إشكالية إمكانية تقاربها وتكاملها.

سنحاول من خلال هذا الفصل التفصيل فيما تقدم ذكره، حيث سيتم تبويب الأفكار في مباحث ثلاثة وفق

الآتي:

- 1- نظريات حوكمة الشركات.
- 2- نماذج حوكمة الشركات.
- 3- حوكمة الشركات والأداء المالي: مراجعة للدراسات السابقة.

## 1- نظريات حوكمة الشركات

*"It has not always been clear, however, whether practice follows theory, or vice versa"<sup>d</sup>.*

يستمد مفهوم حوكمة الشركات، كغيره من المفاهيم عبر مختلف المجالات، أبعاده المختلفة كنتيجة لاختلاف وجهات نظر الباحثين استناداً لنظريات متباينة. في هذا الصدد، سيتم تتبع مفهوم حوكمة الشركات عبر مختلف النظريات التي ساهمت في توسعه، حيث سيتم التركيز على دراسة مجموعتين من نظريات حوكمة الشركات وفق ما أسس له Charreaux (2003)<sup>2</sup>، يتعلق الأمر بالنظريات التعاقدية والمعرفية الاستراتيجية.

## 1-1- النظريات التعاقدية

استند Hawley & Williams (1996) إلى أربع مدارس فكرية (نظريات/نماذج) أساسية في سعيهما لفهم حوكمة الشركات الأمريكية: نموذج التمويل، نموذج الإشراف، نموذج أصحاب المصالح والنموذج السياسي. فإذا كان نموذج التمويل يأخذ بالنظرة المالية للشركات ويعالج بذلك قضايا الوكالة وسبل التقليل من الصراعات بين المساهمين والمديرين مما يحد من سلطاتهم، فإنه، على النقيض من ذلك، يأخذ نموذج الإشراف بكفاءة المديرين في التسيير ويؤكد جدارتهم بالثقة وبذلك ضرورة تمكينهم بالكامل في أداء مهامهم. ليكون نموذج أصحاب المصالح أوسع في كل ذلك فيأخذ بالشركة في سياق اجتماعي، أما عن النموذج السياسي فهو الذي يأخذ بالبيئة السياسية التي تنشأ فيها الشركة والتي يمكن أن يكون لها أثر على نظام حوكمة الشركات المعتمد<sup>3</sup>. سنحاول فيما يأتي التفصيل في أهم النظريات التي مست مفهوم حوكمة الشركات، وذلك بتقسيمها إلى مجموعتين: النظريات الأساسية والنظرية التشاركية أو ما تعرف بنظرية أصحاب المصالح.

## 1-1-1- النظريات الأساسية

تعتبر نظرية الوكالة الأكثر شيوعاً\* من بين النظريات التي ساهمت في خلق وتطور مفهوم حوكمة الشركات، سنحاول بذلك الانطلاق من نظرية الوكالة كنظرية أساسية لا يمكن الاستغناء عنها، ثم التعرض لمختلف

<sup>1</sup> \_ Catherine M.DAILY et al., "Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data", Academy of Management Review, vol. 28, n°3, 2003, p: 371.

<sup>2</sup> \_ Gérard CHARREAUX, "Le Conseil d'Administration dans les Théories de la Gouvernance", Working Papers CREGO 001201, Université de Bourgogne - CREGO EA7317 Centre de recherches en gestion des organisations, revised 2000, p : 3, 4.

<sup>3</sup> \_ Steve LETZA et al., "Shareholding Versus Stockholding: A Critical Review of Corporate Governance", Corporate Governance an International Review, vol.12, n° 3, 2004, p: 244.

\* وإن كانت نظرية الوكالة الأكثر شيوعاً إلا أن الأسس الأولى لحوكمة الشركات تعود لنظرية حقوق الملكية.

النظريات التي ثبتت علاقتها بنظرية الوكالة لكونها فتحت المجال لمعالجة واقع الشركة من زوايا مختلفة وبما يناقض نظرية الوكالة في بعض الأحيان.

### أ- نظرية الوكالة (Agency Theory)

تعتبر نظرية الوكالة من نظريات حوكمة الشركات السائدة، وتعود شعبية نظرية الوكالة في أبحاث الحوكمة وفق (Daily et al. (2003 إلى عاملين. أولاً، أنها نظرية بسيطة للغاية، حيث يتم تصغير الشركات الكبيرة إلى طرفين اثنين (المسيرون والمساهمون) ويفترض أن تكون مصالح كل منهما واضحة ومتسقة. ثانياً، أن مفهوم انتهازية البشر وعدم رغبتهم في التضحية بمصالحهم الشخصية من أجل مصالح الآخرين هو مفهوم قديم وواسع الانتشار<sup>1</sup>.

تستند نظرية الوكالة إلى فرضية وجود تضارب متأصل بين مصالح الشركة ومسيرها، أين تم توثيق الاعتراف بهذا الصراع منذ عهد آدم سميث (1776)، إلا أنه لم يتم إدراك هذا الصراع إلا بتوسع الرأسمالية في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين والذي أدى إلى وجود فصل واسع بين الملكية وإدارة الشركة وفق ما وضحه (Berle & Means (1932، وهو ما أكسب المسيرين معرفة وخبرة بأوضاع الشركة فاقت تلك التي يملكها مالكوها، وبالتالي أصبح من السهل عليهم خدمة مصالحهم الذاتية على حساب مصالح المساهمين<sup>2</sup>.

عرّف (Jensen & Meckling (1976 علاقة الوكالة على أنها: "عقد يقوم بموجبه أحد الأطراف (الرئيسي) بإشراك طرف آخر (الوكيل) في أداء بعض الخدمات نيابة عنه [ترجمة]"، وعليه، سيفوض الموكل الوكيل بعض سلطات اتخاذ القرار، وتنشأ هنا مشاكل الوكالة بسبب استحالة التعاقد التام، فكل فعل يقوم به الوكيل له أن يؤثر على رفاهيته ورفاهية الموكل، من هنا تنشأ مشكلة كيفية توجيه تصرف الوكيل بما يضمن تحقيق أفضل مصالح للموكل. وكأي تكاليف أخرى يمكن أن تتكبدها الشركة، يتم استيعاب مشاكل الوكالة من خلال الأسواق المالية وينعكس ذلك مباشرة على أسعار أسهم الشركات<sup>3</sup>.

تفرض نظرية الوكالة أن المسيرين يتصرفون بشكل انتهازي ويسعون وراء تحقيق مصالحهم الشخصية، وبالتالي يجب على المساهمين تحمل تكاليف من أجل الحفاظ على حقوقهم، يمكن أن يتم ذلك من خلال تطوير طرق لإتمام عقود كاملة تحدد بالضبط ما يمكن للمسيرين فعله مهما كانت المواقف كما تحدد كيفية تخصيص الأرباح،

<sup>1</sup> \_ Catherine M.DAILY & al., *Op.cit.*, p: 372.

<sup>2</sup> \_ Gavin NICHOLSON, Geoffrey KIEL, "Can Directors Impact Performance? A Case-Based Test of three Theories of Corporate Governance", *Corporate Governance an International Review*, vol. 15, n° 4, 2007, p: 587.

<sup>3</sup> \_ Patrick McCOLGAN, "Agency Theory and Corporate Governance: A Review of the Literature from a Uk Perspective", Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde, Glasgow, 2001, p: 4.

وهو ما يعتبر مستحيلا في معظم الحالات بسبب عدم تناسق المعلومات<sup>1</sup>. قام Jensen & Meckling (1976) بصياغة نموذج يوضح هذه العلاقة وأوردا على إثر ذلك ما يعرف بتكاليف الوكالة، أين تعبر هذه الأخيرة على مجموع الآليات التي تعتمد لحماية حقوق المساهمين<sup>2</sup>. يتم النظر هنا إلى تكاليف الوكالة على أنها خسائر في القيمة للمساهمين ناجمة عن تباعد المصالح بين المساهمين والمديرين، وقد عرفها Jensen & Meckling (1976) على أنها: "مجموع تكاليف المراقبة، تكاليف السندات والخسارة المتبقية [ترجمة]<sup>3</sup>".

تعبر تكاليف المراقبة (Monitoring Costs) عن مجموع النفقات التي يتحملها الموكل لمراقبة سلوك الوكيل، قد تشمل تكاليف عمليات التدقيق، عقود التعويض وفصل المديرين. يتم دفع هذه التكاليف من قبل الموكل في بداية الأمر، إلا أنه يفترض في النهاية أن يتحملها الوكيل أين سيتم تعديل تعويضاته لتغطية هذه التكاليف. بالنظر إلى أن تكاليف المراقبة يتحملها الوكيل في النهاية، فيفترض أنهم سيعملون على تحقيق مصالح المساهمين بإنشاء هياكل واتباع نظم تعمل على ذلك. إن مجموع الهياكل والنظم التي يتم اعتمادها تندرج ضمن ما يعرف بتكاليف الترابط (Bonding Costs)، والهياكل ليست بالضرورة مالية، فالمعلومات التي يعمل المديرون على توفيرها لصالح المساهمين حول وضع الشركة تعتبر غير مالية، مع ضرورة الإشارة إلى أن المعلومات تعد من قبل المديرين مما يجعل من المشكل قائما دوما. يرى Denis (2001) أن عقد الترابط الأمثل هو الذي يجعل من سلوك المديرين يتجه نحو خدمة المساهمين، وإن كان ذلك يعتبر أمرا مستحيل التحقق، فإنه يمكن اعتماد عقود ليست بالكامل إلا أن لها أن تحفظ حقوق المساهمين عند مستوى معين. رغم ما يتم تكبده من تكاليف مراقبة وترابط، إلا أن العقود تبقى غير كاملة مما يولد خسائر وكالة ناجمة عن اختلاف المصالح بين الطرفين بما يعرف بـ"الخسارة المتبقية (Residual Loss)"، فرغم أن العلاقة بين الموكل والوكيل مقننة بموجب عقد إلا أن التنفيذ الكامل لهذه العقود يعتبر أمرا مستبعدا، خاصة وأن الإجراءات الإدارية التي يتبعها المديرون لا يمكن مراقبتها وتتبعها مسبقا من قبل المساهمين<sup>4</sup>.

في إطار نظرية الوكالة، فإن خسارة الوكالة تعبر عن الفرق بين العوائد المحققة في ظل الوكالة وبين العوائد التي كان بالإمكان تحقيقها إذا مارس المالكون بشكل مباشر تسيير الشركة. تحدد في ذلك نظرية الوكالة آليات للتقليل من هذه الخسارة، حيث يتم، أحيانا، منح المديرين أسهما بسعر أقل يجعل من مصالحهم ترتبط بمصالح المساهمين، تخصيص مكافآت لقاء الأداء المحقق وربطها بالأداء طويل المدى لمنع القرارات التنفيذية قصيرة المدى التي تمس بقيمة الشركة، اعتماد مجلس إدارة والذي يعتبر آلية هيكلية يتم من خلالها مراقبة الإجراءات

<sup>1</sup> \_ Pietro BERITELLI et al., "Destination Governance: Using Corporate Governance Theories as a Foundation for Effective Destination Management", Journal of Travel Research, vol. 46, 2007, p: 97.

<sup>2</sup> \_ Gavin NICHOLSON, Geoffrey KIEL, Loc.cit.

<sup>3</sup> \_ Patrick McCOLGAN, Loc.cit.

<sup>4</sup> \_ Ibid., pp: 5-7.

الإدارية نيابة عن المساهمين، ويتم التأكيد هنا على ضرورة استقلالية مجلس الإدارة بما يضمن حياديته، وفي السياق نفسه ترى نظرية الوكالة أنه عندما يشغل المدير التنفيذي (المدير العام) منصب رئيس مجلس الإدارة فسيتم المساس بمصداقية مجلس الإدارة وبذلك بحقوق المساهمين<sup>1</sup>.

يرى منظرو الوكالة أن مجلس الإدارة يعتبر آلية أساسية لحماية حقوق المساهمين، حتى أن من الباحثين من يعتبرون مجلس الإدارة مستوى ثان من الوكالة، أين يتمثل الدور الأساسي لمجلس الإدارة في تعظيم قيمة المساهمين، حيث أن (Blair & Stout (2001 يرى أنه: "شريطة أن لا تنتهك الشركة القانون، يجب على أعضاء مجلس الإدارة أن يخدموا المساهمين وأن يكونوا مسؤولين أمامهم فقط [ترجمة]". والأكثر من ذلك، فقد لاحظ الباحثان أن مسؤولية الأعضاء لا تتوقف على حفظ حقوق المساهمين فقط، بل يعتبرون "وسيطا هرميا" يجب عليه أن يضمن الموازنة بين مصالح عدد من الأطراف ذات الصلة بالشركة<sup>2</sup>.

تتدرج نظرية الوكالة ضمن ما يعرف بالنموذج الفردي الذي يقوم على حساب التكاليف والفوائد المحتملة وبالتالي يسعى للحصول على المكافآت وتجنب العقوبة وخاصة المالية منها والذي يسمى بنظرية X عند علماء النفس التنظيمي. مع ذلك، هناك "نماذج بشرية" أخرى نشأت في ظل علم النفس التنظيمي وعلم الاجتماع التنظيمي، أين ينظر للمسيرين على أنهم مدفوعون إلى الإنجاز واكتساب الرضا من خلال تحقيق أداء أفضل وممارسة المسؤولية والسلطة، وبالتالي الحصول على التقدير من محيطهم، وهي بذلك دوافع غير مالية. علاوة على ذلك، فإن طول فترة خدمة المسيرين ضمن الشركة ومساهماتهم في تحديد شكلها واتجاهها يعزز من دمج الأنا الفردية والشركة، وبالتالي دمج احترام الذات الفردي مع مكانة الشركة، الأمر الذي يجعل من المسير حتى في حالة عدم رضاه عن عائدته من الشركة فإنه يعمل على تحقيق أهداف الشركة من منطلق الشعور بالواجب. في ظل ما سبق، تبرز نظرية الإشراف والتي تعتبر عكسية لنظرية الوكالة<sup>3</sup>.

## ب- نظرية الإشراف (Stewardship Theory)

على الرغم من الشهرة التي حظيت بها نظرية الوكالة، فإن لها عيوبها خاصة ما يتعلق بوجهة نظرها للسلوك البشري والدوافع. من أجل إدراج الجانب النفسي، قام كل من (Donaldson & Davis (1991 بالتأسيس لنظرية الإشراف، أين ترى هذه النظرية أن المسير (القائد Steward) يعمل على حماية وتعظيم ثروة المساهمين لأن ذلك يؤدي إلى تعظيم منفعتهم. والدافع الذي يجعل المسير يعمل لصالح تحقيق أداء جيد للشركة ومنه تحقيق مصلحة المساهمين هو أن المسير لا يسعى دوما لإشباع حاجاته المادية فقط، فبحسب ترتيب هرم ماسلو للحاجات، فإن

<sup>1</sup> \_ Lex DONALSON, James DAVIS, "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", Australian Journal of Management, vol. 16, n°1, 1991, p: 50.

<sup>2</sup> \_ Catherine M.DAILY & al., **Op.cit.**, p: 379.

<sup>3</sup> \_ Lex DONALSON, James DAVIS, **Op.cit.**, p: 51.

الحاجة إلى تحقيق الذات تعتبر هدفا يسعى إليه المسيرين، فمن خلال تحقيق أهداف الشركة تتحقق أيضا أهداف المسيرين<sup>1</sup>.

اهتم الباحثون بنظرية الإشراف من باب تكملة أو مقارنتها مع نظرية الوكالة، ففي حين أن منظري الوكالة يرون أن المسيرين انتهازيون، يصفهم مؤيدو نظرية الإشراف على أنهم كثيرا ما يكون لديهم مصالح مشتركة مع مصالح المساهمين، هذا لا يعني أن منظري نظرية الإشراف يلغون انتهازية المسيرين، وإنما يدركون أن هناك العديد من المواقف التي يستنتج من خلالها المسيرين أن مصالحهم من مصالح المساهمين والشركة. فسمعة المسيرين تتشابك مع أداء الشركة، ولحفظ حقوقهم باعتبارهم صانعي قرار، يميل المسيرين إلى تسيير الشركة بطريقة ترفع من الأداء المالي بما في ذلك عوائد المساهمين. فمن خلال كونهم مشرفين فاعلين على الشركة، فهم يسيرون حياتهم المهنية بشكل فعال أيضا<sup>2</sup>.

على عكس نظرية الوكالة، تقوم نظرية الإشراف على فرضية أن المسيرين هم في الأساس أفراد جديرون بالثقة، وبالتالي فهم مشرفون جيدون على الموارد الموكلة إليهم. وباعتبار أن المسيرين يقضون حياتهم العملية في الشركة، فإنهم يستوعبون الأعمال أفضل من الأعضاء المستقلين (الخارجيين) وبالتالي يمكنهم اتخاذ قرارات تعود بنتائج أفضل على الشركة. لأجل ذلك، فمؤيدو هذه النظرية يرون أن الأداء الجيد للشركات يرتبط بأداء المسيرين (الأعضاء التنفيذيون/ الداخليون) لأنهم يعملون بشكل طبيعي على زيادة الأرباح إلى أقصى حد. وفق ما يفترضه (1960) McGregor فيما يتعلق بلغة التحفيز، فإن نظرية الإشراف تعبر عن النظرية Y (Theory Y) في مقابل نظرية الوكالة التي تعبر عن النظرية X (Theory X) مما يجعل من تركيز مجلس الإدارة على عملية الرقابة ليس ضروريا لتحسين أداء الشركة، أين تستند نظرية الإشراف في ذلك على مقترحين أساسيين: أن المسيرين جديرون بالثقة و/أو أنهم سيعملون على تحقيق أهداف الشركة وبذلك حفظ حقوق المساهمين حفاظا منهم على سمعتهم في سوق العمل<sup>3</sup>.

يرى أيضا رواد هذه النظرية أنه حتى وإن كانت رقابة المسيرين أمرا ضروريا وأن تكاليف الوكالة لا بد من تحملها، فإن المدراء المستقلون (أعضاء مجلس الإدارة المستقلون/ الأعضاء الخارجيون)، يفتقرون إلى المعرفة التامة بأوضاع الشركة مما يحد من إمكانية ممارسة مهامهم كمراقبين ومن اتخاذ القرارات التي من شأنها أن تخدم صالح الشركة، أين يعتبر في ذلك الوصول إلى المعلومات والقدرة على بناء وجهة نظر طويلة المدى عاملين رئيسيين في اتخاذ القرارات الهامة المتعلقة بمستقبل الشركة. الأكثر من ذلك، يرى رواد هذه النظرية أن وجود عدد

<sup>1</sup> \_ Siti Normala Sheikh Obid, Babak Naysary, "Toward a Comprehensive Theoretical Framework for Shariah Governance in Islamic Financial Institutions", Journal of Financial Services Marketing, n°19, 2014, p: 16.

<sup>2</sup> \_ Catherine M.DAILY & al., *Op.cit.*, p: 372, 373.

<sup>3</sup> \_ Gavin NICHOLSON, Geoffry KIEL, *Op.cit.*, p: 588.

قليل من الأعضاء التنفيذيين على مستوى مجلس الإدارة لن يسمح بفهم وضع الشركة تماما، فإذا كانت المعلومات ستكون متاحة فإن تفاصيلها لن تكون متوفرة، فأعضاء مجلس الإدارة المستقلون لن يحققوا المعرفة غير الرسمية المتعلقة بالشركة مما يمس بعملية اتخاذ القرار<sup>1</sup>.

ترى نظرية الإشراف على إثر ذلك، أن سبب الاختلافات في أداء الأعضاء التنفيذيين يرجع إلى الهيكل التنظيمي للشركة بدل الانتهازية، فالمسألة في ذلك هي ما إذا كان الهيكل التنظيمي يساعد المدير التنفيذي على صياغة وتنفيذ خطط للأداء العالي للشركة أم لا؛ لأجل ذلك، يتوجب أن يمنح الهيكل التنظيمي السلطات اللازمة للمدير التنفيذي من أجل تحقيق مثل هذه الخطط وأن يكون في ذلك حقه واضحا أيضا. ترى في ذلك نظرية الإشراف، على عكس نظرية الوكالة، أن الجمع بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يمكن من تركيز السلطة في يد شخص واحد مما يجعل القيادة تتم بشكل أفضل وأوضح وأكثر اتساقا<sup>2</sup>.

بناء على ما سبق، سمتان أساسيتان يمكن استخلاصهما من نظرية الإشراف فيما يتعلق بعلاقة المسيرين بأداء الشركة<sup>3</sup>:

- ترى نظرية الإشراف أن المسيرين يمتازون بـ"الإيثار" بدل الانتهازية، حيث يرون أن تحقيق أهداف الشركة سبيل لتحقيق رضاهم، حيث يرون أنفسهم مسؤولين عن تحسين أداء الشركة.
- ترى نظرية الإشراف أن نجاح الشركة مرتبط بكفاءة المسيرين، وأنه كلما تمتع المسيرين باستقلالية أكثر كلما كانت لديهم قابلية أكثر لتحقيق أهداف الشركة وبذل مجهود لذلك.

### ج- نظرية تجذر المسيرين (CEO Entrenchment Theory)

من جهة أخرى وعلى عكس نظرية الوكالة التي ترى أن مجلس الإدارة قادر على تحقيق الرقابة على عمل المسيرين، ترى نظرية التجذر، التي أسس لها في نهاية الثمانينات من قبل Shleifer & Vishny، أن المسير له أن يتخطى مثل هذه الآليات بحكم معرفته التامة بأوضاع الشركة وبعتماده ما يعرف باستراتيجيات التجذر والتي لها أن تجعل من عزله أمرا صعبا<sup>4</sup>، أين يعرف التجذر على أنه: "نسق أو سياق متكون من شبكة من العلاقات

<sup>1</sup> \_ Idem.

<sup>2</sup> \_ Lex DONALSON, James DAVIS, Op.cit., p: 51, 52.

<sup>3</sup> \_ Siti Normala SHEIKH OBID, Babak NAYSARY, Loc.cit.

<sup>4</sup> \_ Gérard CHARREAUX, "Le Gouvernement des Entreprises: Corporate Governance, Théories et Faits", Economica, France, 1997, p: 105, 106.

الرسمية وغير الرسمية التي يتمكن من خلالها المسير من التخلص ولو بصفة جزئية من مراقبة المساهمين ومجلس الإدارة [ترجمة]<sup>1</sup>، ومن أهم استراتيجيات التجذر الآتي<sup>2</sup>:

- **الاستثمار في أصول محددة:** حيث يسعى المسير للاستثمار في أنشطة يتفوق فيها لارتباطها بخبراته، حتى وإن كانت ليست الحل الأمثل للشركة، وهذا حتى يضمن أن عزله قد يكلف المساهمين.

- **التلاعب بالمعلومات:** فالمسير له أن يستفيد من عدم تماثل المعلومات للسيطرة على المساهمين ومختلف أصحاب المصالح.

- **تقوية العلاقات:** حيث يقوم المسير بإقامة علاقات جيدة مع مختلف الأطراف الفاعلة في الشركة. يسعى المسير من خلال تبنيهم لاستراتيجيات التجذر المختلفة لتحديد دور آليات الرقابة والتي لها أن تؤدي إلى العزل المبكر لهم و/ أو التقليل من منافعهم الشخصية، وبالنظر إلى كون المسيرين مسؤولين عن اتخاذ القرار، وفي ظل عدم تماثل المعلومات، يمكن لهم اتخاذ قرارات من شأنها أن تضمن بقاءهم وتحقيق مصالحهم دون النظر لمصالح بقية الأطراف، ويعتبر المسير متجذرا عندما يصبح عزله صعبا؛ أي أن عزله يولد تكاليف تتحملها الشركة<sup>3</sup>.

تفترض نظرية تجذر المسيرين بذلك أن الآليات الموضوعية ليست كافية دوما لإجبارهم على تسيير الشركة لصالح المساهمين، بل تؤكد ضرورة توفر شروط معينة لتحقيق رقابة جيدة، منها<sup>4</sup>:

- **كفاءة المراقبين:** كفاءة المراقبين تعتبر أمرا ضروريا لممارسة وظائفهم، حيث تتعلق كفاءتهم بمدى قدرتهم على الحصول على المعلومات من خلال تحليل البيئة التي تنشط بها الشركة، فالمعلومات في الشركات تعتبر موردا أساسيا واحتكارها من قبل المسيرين يعتبر أمرا خطيرا، وهذا بالنظر إلى أن الاستفادة من المعلومات المتاحة تعتبر استراتيجية من استراتيجيات تجذر المسيرين. في هذا الصدد، يتم تأكيد أن من بين الاختلافات بين نظرية تجذر المسيرين ونظرية الوكالة هو أن هذه الأخيرة أعطت أهمية كبيرة لحوافز المسيرين من أجل الحد من انتهازياتهم، في حين اعتبرت نظرية تجذر المسيرين التحكم في المعلومة أساس الحد من انتهازياتهم.

<sup>1</sup> \_ Benoît PIGE, "Enracinement des Dirigeants et Richesse des Actionnaires", Revue Finance-Contrôle-Stratégie, vol.1, n°3, 1998, p: 134.

<sup>2</sup> \_ Ahmed EIAOUADI, "Les Stratégies d'Enracinement des Dirigeants d'Entreprise : le Cas Marocain", centre d'études et de recherche sur les organisations et la gestion, institut d'administration des entreprises, Université de Droit, d'Economie et des Sciences d'Aix-Marseille, France, W.P N°599, Mars 2001, p: 4,5; Alain FINET et al., "Gouvernement d'Entreprise: Enjeux Managériaux, Comptables et Financiers", de boeck, 1<sup>er</sup> édition, Belgique, 2005, p: 24.

<sup>3</sup> \_ Frédéric PARRAT, "Le Gouvernement d'Entreprise", Dunod, France, 2003, p: 20.

<sup>4</sup> \_ Hervé ALEXANDRE, Mathieu PAQUEROT, "Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants", Revue de Finance-Contrôle-Stratégie, vol.3, n°2, 2000, pp: 9-12.

- **تحفيز المراقبين:** تم التأكيد من خلال هذه النقطة أن للمراقبين أيضا سلوكا انتهازيا، لذلك وجب تحفيزهم لممارسة نشاطهم على أكمل وجه، إلا أن وجهة النظر هذه تعتبر غير كاملة، حيث أنه يمكن للمسيرين التواطؤ مع المراقبين مقابل تحفيزهم أكثر، لذلك برز الشرط الثالث المتعلق باستقلالية المراقبين.

- **استقلالية المراقبين:** ركزت نظرية تجذر المسيرين على العلاقات بين المسيرين والمراقبين وعلى الوسائل المتاحة للمسيرين التي لها أن تشكل أنظمة الرقابة، فكفاءة وتحفيز المراقبين يزيد من قدرتهم على فهم السلوك الانتهازي للمسيرين، إلا أن استقلالية المراقبين تسمح بإخضاع المسيرين لعقوبات في حال انحرفت سلوكياتهم.

#### د- نظرية التبعية للموارد (Resource Dependence Theory)

النظرية الأساسية الأخرى المرتبطة بحوكمة الشركات هي نظرية الاعتماد على الموارد (التبعية للموارد)، والتي ترى أن مجلس الإدارة هو الرابط الأساسي بين الشركة والموارد الرئيسية التي تحتاجها لتحقيق أداء أفضل. يميل علماء الاجتماع في ذلك إلى أن الروابط الأساسية التي يمكن لمجلس الإدارة توفيرها هي ثلاثة أنواع: الروابط مع رجال الأعمال بالدولة، الروابط مع المؤسسات المالية ومختلف مصادر التمويل والروابط مع المنافسين. نقيضا لذلك، يميل علماء الإدارة إلى كون الرابط يتوقف على ما تحتاجه الشركة في وقت ما وخلال ظرف بعينه، فهم بذلك لا يدعمون رابطا دون غيره وإنما يرون أن لكل رابط أهميته الخاصة. على الرغم من حقيقة أن قيمة مورد معين ستتغير مع سياق الشركة، إلا أن هناك حجة نظرية واضحة مفادها أن مجلس الإدارة الذي يتمتع بمستوى عالٍ من الارتباطات بالبيئة الخارجية سيوفر للشركة إمكانية الوصول إلى الموارد المطلوبة. بدلاً من ذلك، فإن مجلس الإدارة الذي تقل روابطه بالبيئة الخارجية، يجعل من الوصول إلى الموارد الرئيسية محدودًا للغاية<sup>1</sup>.

لأجل ذلك، نجد أن مؤيدي هذه النظرية يرون أن وجود أعضاء مستقلين ضمن مجلس الإدارة، والذين يكونون بالأصل أعضاء تنفيذيين ضمن مؤسسات مالية أو شركات أخرى أو أعضاء ضمن شركة محاماة، له أن يسهل عمل الشركة بما يتيح من توسيع شبكة الاتصال أو تسهيل الحصول على الخدمات المطلوبة أو المشورات القانونية اللازمة والتي يكون تحصيلها أكثر تكلفة على الشركة، فتوفير مثل هذه الموارد يعزز الأداء التنظيمي وأداء الشركة وبذلك البقاء<sup>2</sup>.

#### هـ- تعريف حوكمة الشركات على ضوء النظريات الأساسية

على ضوء هذه النظريات، يتم النظر للشركة على أنها مركز تعاقد يتم فيه إبرام عدد من العقود تجمع بين المسيرين وموردي الشركة (ماديا أو ماليا) والعملاء، وفي ظل ما تمتاز به هذه العقود من استحالة كمالها، عدم

<sup>1</sup> \_ Gavin NICHOLSON, Geoffrey KIEL, *Op.cit.*, p: 589.

<sup>2</sup> \_ Catherine M.DAILY & al., *Op.cit.*, p: 372.

تماثل المعلومات المتاحة لجميع الأطراف، وتنظيم النشاط الاقتصادي الذي لا يمتاز بالمثالية التامة، كونها تنشأ في اقتصاد غير مثالي (اقتصاد Nirvana\*) والذي يستحيل بلوغه، فإنه يتوقع وجود خسائر للقيمة. وعليه، فإن نظام الحوكمة يفترض أن يقلل الصراع بين المسيرين والمستثمرين الماليين (المساهمون والدائنون)، وأن يعمل على حفظ حقوق المساهمين بالعمل على خلق القيمة وزيادة من ثروتهم. لأجل ذلك، يجب اعتماد آليات "مقصودة" تتكون أساساً من الحق في التصويت، مجلس الإدارة، المكافآت أو حتى تدقيق الحسابات، وآليات "تلقائية" مرتبطة بعمل السوق سواء تعلق الأمر بسوق العمل أو السوق المالي أو سوق المنتجات، وغيرها. في حين يتم حل النزاعات مع الدائنين من خلال الضمانات التعاقدية، إجراءات التسوية القانونية وسوق المعلومات المالية (المحللون الماليون)، وحتى من خلال آليات غير رسمية كالسمعة مثلاً. إن هذه الآليات لا تلعب دوراً متكافئاً وإنما تتوقف أهميتها على طبيعة الشركة والنشاط<sup>1</sup>.

بالنسبة للشركات الكبرى، اعتبر Fama أن الآلية المهيمنة هي سوق العمل، أين يسعى المسيرون لحفظ سمعتهم على مستوى السوق ببذلهم جهداً في خلق القيمة على مستوى الشركة والتي تنعكس مباشرة على السوق المالي، وقد تكون هذه السوق آلية خارجية هامة إلا أنها لا تعمل بمفردها، أين تتدخل الآليات الداخلية، على رأسها مجلس الإدارة، لتحقيق الرقابة التامة، حيث يفترض أن يعمل مجلس الإدارة على توجيه عمل المسيرين بما يساعدهم على تحقيق نتائج أفضل إما من خلال اعتماد أنظمة مكافآت أو حوافز أو من خلال التهديد بعزلهم، ويفترض هنا أن تتدخل أسواق الاستحواذ كحل أخير. يعتبر مجلس الإدارة آلية فعالة إذا كانت التكلفة التي يتكبدها أقل من خسائر القيمة<sup>2</sup>.

في هذا الصدد، عرف (Shleifer & Vishny (1997) حوكمة الشركات على أنها: "دراسة العمليات التي يضمن بها موردو الموارد (المستثمرون الماليون) ربحية استثماراتهم [ترجمة]"<sup>3</sup>، كما تم تعريفها من قبل Charreaux (1997) على أنها: "مجموعة الآليات التنظيمية التي تحكم سلوك المسيرين وتحدد فضاءهم التقديري [ترجمة]"<sup>4</sup>، أين يعتبر التعريف الثاني أشمل من الأول بكونه يشير للمسيرين كطرف أساسي في العلاقة.

في السياق نفسه، يرى (Claessens & Yurtoglu (2013) أن تعاريف حوكمة الشركات يمكن تقسيمها إلى قسمين أساسيين، يتعلق الأول منهما بدراسة السلوك الفعلي للشركات من حيث دراسة الأداء، الكفاءة، النمو، الهيكل المالي، معاملة المساهمين، أصحاب المصالح، وغيرها. في حين يتعلق القسم الثاني بالإطار المعياري؛

\* يقوم المفهوم على أن وضع توقعات مثالية مبالغ فيها حول مشروع معين قد تفسد إمكانية تحقق المشروع.

<sup>1</sup> \_ Gérard CHARREAUX, "Le Conseil d'Administration dans les Théories de la Gouvernance", Op.cit., p : 5.

<sup>2</sup> \_ Idem.

<sup>3</sup> \_ Gérard CHARREAUX, Philippe DESBIERES, "Corporate Governance: Stakeholder Value Versus Shareholder Value", Journal of Management and Governance, n°5, 2001, p: 108.

<sup>4</sup> \_ Gérard CHARREAUX, "Le Conseil d'Administration dans les Théories de la Gouvernance", Op.cit., p: 4.

أي القواعد التي تعمل بموجبها الشركات، يتعلق الأمر هنا بالنظام القانوني، النظام القضائي، الأسواق المالية، أسواق العمل، وغيرها. فإذا ما تم التركيز على الشركات داخل الدول في حد ذاتها، كان خيار دراسة الأنماط السلوكية الأكثر منطقية، في حين أنه وفي ظل المقارنة بين الدول يكون من المستحسن اعتماد المدخل الثاني. فإذا ما اعتبرنا تعريف (Shleifer & Vishny (1997) تعريفا يدرج ضمن المدخل الأول، يكون تعريف لجنة كادبوري أوسع منه: "هي النظام الذي يتم من خلاله توجيه ومراقبة الشركات [ترجمة]". في حين أنه إذا تم النظر لحوكمة الشركات على أنها: "مؤسسات اقتصادية وقانونية يمكن تغييرها من خلال العملية السياسية [ترجمة]"، نكون بصدد تعريف الحوكمة في إطار ما ينص عليه المدخل الثاني<sup>1</sup>.

### 1-1-2- نظرية أصحاب المصالح (Stakeholder Theory)

ظهرت الكلمة الفعلية "أصحاب المصالح" لأول مرة في الأدبيات الإدارية لمعهد ستانفورد للأبحاث سنة 1963، أين كان الهدف هو توسعة دائرة اهتمام المسيرين وعدم حصرها في تحقيق مصالح المساهمين فقط، ليتم بذلك تعريف أصحاب المصالح على أنهم: "تلك المجموعات التي من دون دعمها ستتوقف الشركة عن الوجود [ترجمة]"، فهي بذلك تعبر عن كل مجموعة تؤثر وتتأثر بتحقيق أهداف الشركة<sup>2</sup>.

يشير مصطلح أصحاب المصالح إلى مجموع الأشخاص الذين لهم حق شرعي في الشركة، تتأسس هذه الشرعية من خلال وجود علاقة متبادلة بينهم وبين الشركة، يشمل أصحاب المصالح المساهمون، الدائنون، المسيريون، الموظفون، العملاء، الموردون، المجتمعات المحلية وعامة الناس، حيث أن كل مجموعة تزود الشركة بالموارد الهامة وفي المقابل تتوقع أن ترضي مصالحها. يزود المساهمون الشركات برأس المال ويتوقعون مقابل ذلك حصولهم على عوائد، يزود الدائنون الشركة بالقروض ويتوقعون سداد قروضهم مع الفوائد في الوقت المحدد، يزود المسيريون والموظفون الشركة بالوقت والمهارات ويتوقعون دخلا عادلا وظروف عمل مناسبة. يقوم العملاء بتزويد الشركة بالإيرادات ويتوقعون سلعا وخدمات في المقابل. يزود الموردون الشركة بالمدخلات ويسعون للحصول على أسعار عادلة ومشتريين يمكن الاعتماد عليهم مقابل ذلك. تزود المجتمعات المحلية الشركة بالبنى التحتية اللازمة في مقابل أن لا تضر الشركة بنوعية الحياة. يزود عامة الناس، بصفتهم دافعي الضرائب، البنى التحتية للشركة، ويتوقعون تحسين وعدم الإضرار بنوعية الحياة<sup>3</sup>.

يختلف أصحاب المصالح من حيث ما يمنحونه وما يأخذونه كمقابل، هنا يعتبر التمييز مهما جدا، حيث أن أصحاب الحصص الكبيرة ستطلب آليات تحفيز أكثر شمولا وهياكل حوكمة من أجل حماية استثماراتهم. إن أساس

<sup>1</sup> \_ Stijn CLAESSENS, B. Burcin YURTOGLU, "Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey", Emerging Markets Review, n°15, 2013, p: 4.

<sup>2</sup> \_ Elaine STERNBERG, "The Defects of Stakeholder Theory", Scholarly Research and Theory Papers, vol. 5, n°1, 1997, p: 3.

<sup>3</sup> \_ Charles HILL, Thomas JONES, "Stakeholder-Agency Theory", Journal of Management Studies, vol. 29, n°2, 1992, p : 133.

التفرقة في ذلك يستند إلى مفهوم "الأصول المحددة" والتي تعبر عن الأصول التي لا يمكن إعادة توزيعها للاستخدام البديل دون خسارة قيمة. على سبيل المثال، يمكن استبدال الموظفين ذوي المهارات والمعرفة العامة دون خسارة إنتاجية للعامل أو الشركة في ظل سوق عمل فعال، فتكون بذلك حصتهم في الشركة منخفضة. في مقابل ذلك، لا يمكن استبدال الموظفين ذوي المهارات المتخصصة دون تحمل تكاليف كبيرة، وهو ما يجعل حصة هؤلاء الموظفين عالية في الشركة<sup>1</sup>.

في السياق نفسه، أكد (Gond & Mercier (2003 أن الشرعية والسلطة يعتبران أهم مبررين لنظرية أصحاب المصالح حيث<sup>2</sup>:

- الاعتراف بشرعية أصحاب المصالح: الشرعية بمفهومها الاستراتيجي والسوسيولوجي يقصد بها ضرورة تكييف ثقافة الشركة والعمل وفق تطلعات المجتمع الذي تنشط فيه؛ وبمعنى أوسع، النظرية جاءت لتحديد القواعد الشرعية لأصحاب المصالح، أي تبيان ما لأصحاب المصالح من حقوق وما عليهم من التزامات.
- علاقات السلطة مع أصحاب المصالح: بناء على المبرر الثاني، فإن وجود أصحاب المصالح راجع لوجود تفاعل واعتماد متبادل بين الشركة ومختلف الأطراف التي تشكل بيئتها في إطار ما يعرف بـ: "نظرية التبعية للموارد".

وعليه، فإن كل صاحب مصلحة مهما كان حجم حصته يعتبر جزءاً من سلسلة العقود الضمنية والصريحة التي تشكل الشركة. مع ذلك، يعتبر المسيرين بسبب موقعهم في مركز ترابط العقود مجموعة مميزة، فالمسирون هم المجموعة الوحيدة من أصحاب المصالح الذين يدخلون في علاقة تعاقدية مع جميع أصحاب المصالح الآخرين، ويعتبرون أيضاً المجموعة التي تمتلك سيطرة مباشرة على جهاز صنع القرار في الشركة (على الرغم من أن بعض أصحاب المصالح، خاصة موردو رأس المال، لديهم سيطرة غير مباشرة). لذلك، يكون لزاماً على المسيرين اتخاذ قرارات استراتيجية وتخصيص الموارد بالطريقة الأكثر توافقاً مع متطلبات مختلف أصحاب المصالح<sup>3</sup>.

بالنسبة لمؤيدي نظرية أصحاب المصالح، فإن المساهمين لن يهتموا كثيراً بمصالحهم، فكون قانون الشركات يحميهم بصفته مالكي الشركة، أين يمكنهم انتخاب جميع أو معظم أعضاء مجلس الإدارة والذي بدوره له الحق في تعيين وعزل كبار التنفيذيين ورفض أو الموافقة على السياسات والاستراتيجيات الهامة للشركة. وإن كان يحق

<sup>1</sup> \_ Ibid., p : 133, 134.

<sup>2</sup> \_ Jean-Pascal GOND, Samuel MERCIER, "La Théories des Parties Prenantes: une Synthèse Critique de la Littérature", document accessible en ligne sur: <https://www.researchgate.net/publication/228772810>, 2003, p: 3,4, (4/3/2022, 21:39).

<sup>3</sup> \_ Charles HILL, Thomas JONES, Op.cit., p : 134.

للمساهمين اعتبار الشركة أداة لتعظيم عائد استثماراتهم، فإنه يفترض أن يضمن مجلس الإدارة احترام الشركة لالتزاماتها القانونية والتعاقدية تجاه مختلف أصحاب المصالح<sup>1</sup>.

بذلك، يمكن النظر لحوكمة الشركات في إطار نظرية أصحاب المصالح على أنها: "النظام الكامل للحقوق والعمليات والضوابط الموضوعة داخليا وخارجيا على إدارة كيان تجاري بهدف حماية مصالح جميع أصحاب المصلحة [ترجمة]"<sup>2</sup>.

## 1-2- المقاربة المعرفية (Cognitive Approche)

أشار Langois & Foss (1999) إلى أن الدراسات القائمة على النظريات التعاقدية ركزت على مفهومي عدم تماثل المعلومات وتضارب المصالح، ولم يتم خلالها التطرق إلى سيرورة خلق القيمة على مستوى الشركة، فقد تم الاهتمام بذلك بتوزيع القيمة بدل النظر إلى طريقة توليدها والذي يعتبر أمرا أساسيا في استدامة الشركة<sup>3</sup>، ففي إطار هذه النظريات تعتبر الشركة: "مجموعة من العقود التي تضمن، في ظل عدم تماثل المعلومات، إدارة الصراعات الفردية وتوجيه السلوكيات من خلال تبني الحوافز وفرض العقوبات المناسبة [ترجمة]"، فهي تعتبر "معالج معلومات"، وتتباين الشركات فيما بينها من حيث الأنظمة المتاحة التي يتم من خلالها تحصيل المعلومات الضرورية لاتخاذ قرارات عقلانية، فحوكمة الشركات في إطار هذه النظريات تسعى لتجنب إهدار القيمة من خلال الرقابة المفروضة للتقليل من عدم تماثل المعلومات<sup>4</sup>.

على العكس من ذلك، تميل النظريات المعرفية إلى التركيز على سبل إنشاء القيمة على مستوى الشركة، فتهتم بالمعرفة، الابتكار، التعلم، الإبداع، وغيرها؛ بمعنى آخر، تهتم النظريات المعرفية بخلق معرفة داخلية انطلاقا من التعلم التنظيمي<sup>5</sup>، أين اعتبر Langlois (2001) المعرفة: "بنية معقدة تولدت عن الخبرة وتتكون من مجموعة من القواعد التي تحدد أهمية وفائدة المعلومات [ترجمة]"<sup>6</sup>، فالنظريات المعرفية بذلك تنظر للشركة على أنها "معالج معارف"، وتعتبر المعرفة العامل الأساسي في خلق القيمة، أين تهتم بمقدرة الشركة على تحديد، تفسير وتوليد معارف وكفاءات مختلفة تمكنها من اتخاذ قرارات عقلانية. وعليه، لا يعتبر جمع وتخصيص المعلومات هو

<sup>1</sup> \_ Joseph HEATH, Wayne NORMAN, "Stakeholder Theory, Corporate Governance and Public Management: What can the History of State-Run Enterprises Teach us in the Post-Enron era?", Journal of Business Ethics, n° 53, 2004, p: 247, 248.

<sup>2</sup> \_ Pietro BERITELLI et al., *Op.cit.*, p: 96.

<sup>3</sup> \_ Nassreddine GAROUI, Anis JARBOUI, "Cognitive Approach of Corporate Governance : A Visualization Test of Mental Models with Cognitive Mapping Technique", The Romanian Economic Journal, n°43, 2012, p : 62, 63.

<sup>4</sup> \_ Alain FINET et al., *Op.cit.*, p49-50; Alain FINET et al., "Gouvernance d'Entreprise: Nouveaux Défis Financiers et Non Financiers", de boeck, 1<sup>er</sup> édition, Belgique, 2009, p: 47.

<sup>5</sup> \_ Nassreddine GAROUI, Anis JARBOUI, *Loc.cit.*

<sup>6</sup> \_ Gérard CHARREAUX et al., "Gouvernance des Entreprises: Nouvelles Perspectives", Economica, France, 2006, p: 303.

المشكل الأساسي، بل تحديد، توليد، تفسير وتكييف المعلومات للحصول على معارف يمكن أن تتبلور في شكل كفاءات خاصة بالشركة لها أن تدعم تنافسياتها<sup>1</sup>.

في هذا الصدد، ينظر للشركة على أنها مستودع معرفة وليست فقط مجموعة عقود أين يفترض أن يكون للمسير القدرة على الإبداع والابتكار من أجل خلق فرص استثمارية جديدة، فخلق القيمة بالدرجة الأولى قائم على ما يملكه المسير من كفاءات ومعارف، أين تهتم النظريات المعرفية برأس المال الفكري بالدرجة الأولى. بناء على ذلك، فإن المشكلة التي تعانيها الشركة لا تتعلق بتضارب المصالح وكيفية تحقيق المواءمة بين مختلف الأطراف وفق ما تقتضيه النظريات التعاقدية، بل التنسيق النوعي والمواءمة المعرفية بين هذه الأطراف، ليكون من بين مهام آليات حوكمة الشركات في هذا المجال، تقديم معلومات لأصحاب المصالح ليس حول النتائج المتوصل إليها بل حول الكيفية المعتمدة من قبل الشركة لتحقيق الأهداف المسطرة<sup>2</sup>.

في السياق نفسه، نجد أن مؤسسي نظرية التعلم التنظيمي (Shon & Argyris (1978) يعتبران الشركة "تنظيماً معرفياً" والمعرفة "مجموعة من التفسيرات تتوقف على النماذج المعرفية المملوكة من قبل مختلف الأعوان في الشركة [ترجمة]". كما نظر (Aoki (2000) للشركة على أنها: "مجموعة مستدامة من الموارد النوعية [ترجمة]"، لها أن تضمن تنافسية للشركة وعادة ما تكون ناتجة عن كفاءات الأفراد المتولدة أساساً عن المعرفة، وهو ما جعل عدداً من الباحثين يؤيدون النظريات المعرفية للحوكمة خاصة إذا ما تعلق الأمر باستدامة النتائج المحققة، فقد أظهر (Penrose (1959) أن أصل النمو المستدام هو القدرة على التعلم ونوعية المعرفة المكتسبة<sup>3</sup>.

فإذا كانت النظريات التقليدية ترى أن الأداء الجيد للشركة متولد عن السيطرة على أداء المسيرين وتوجيهه لصالح المساهمين، فإن (Charreaux (2002 يرى أن الأداء الجيد لا يتأتى فقط من الحد من انتهازية التنفيذيين، فالقدرة على تنظيم الإنتاج واكتساب المعرفة التي تجعلها أكثر إنتاجية تعمل على تحقيق أداء جيد للشركة، حيث يتم استكمال الموارد المالية من خلال الموارد المعرفية بما يوفر خيارات استراتيجية للشركة<sup>4</sup>.

كما أشرنا سابقاً، فإن خلق القيمة يتولد عن المعرفة بالدرجة الأولى ولعدم توفر كل الشركات على المعارف نفسها، فإن المعرفة سبب رئيسي في تحقيق ميزة تنافسية عالية وضمن استدامة الشركة. تعتبر محددات خلق القيمة وفق ما تفرضه النظريات المعرفية عواملًا سوسيولوجية ونفسية، وهو ما جعل من النظريات المعرفية للحوكمة تستمد أبعادها من نظريات قائمة على دراسة عوامل سوسيولوجية أو نفسية. ذهب (Charreaux (2002

<sup>1</sup> \_ idem.

<sup>2</sup> \_ Nassreddine GAROUI, Anis JARBOUI, *Loc.cit.*

<sup>3</sup> \_ Jean-Jacques PLUCHART, " *Le Management Durable de l'Entreprise*", édition SEFI, Canada, 2011, p: 42.

<sup>4</sup> \_ Nassreddine GAROUI, Anis JARBOUI, *Op.cit.*, p : 68.

إلى أن المقاربة المعرفية قائمة على ثلاث نظريات أساسية: النظرية السلوكية (Behavior Theory)، النظرية التطورية (Evolutionary Theory) ونظرية الموارد والكفاءات (Resources and Expertise Theory)<sup>1</sup>.

تقوم النظرية السلوكية (Simon, 1947; Cyret & March, 1963) على الأبعاد النفسية لخلق القيمة، حيث يتطلب تحقيق الأداء المطلوب معرفة سلوك مختلف الجهات الفاعلة في الشركة، بنيت هذه النظرية على افتراضين أساسيين: الرشادة المحدودة والصراعات بين الفاعلين في الشركة (التي تعتبر تحالفاً) والذين يمتلكون أهدافاً محددة. بناء على ذلك، فإن مبدأ تعظيم الرضا يحل محل مبدأ تعظيم منافع المساهمين وفق النظرة التقليدية<sup>2</sup>. بالنظر إلى الفرضية الأولى، فقد استند الباحثان Cyret & March إلى فكرة العقلانية المحدودة للأفراد والنابعة من محدودية قدرتهم على استقبال، تخزين، معالجة وإرسال المعلومات، مما يجعل هدف متخذ القرار تحقيق حل "مرض" بدل أن يكون "أمثلاً"، في حين أن الفرضية الثانية تجعل من الشركة تحالفاً (Coalition) يضم عدة مجموعات من الأفراد بهدف عام واحد وبأهداف جزئية متضاربة، مما يفرض على متخذ القرار تحقيق توافق بين مختلف الأهداف الجزئية إثر اتخاذ القرار. في هذا الصدد، يؤكد الباحثان أن التسلسل الهرمي داخل الشركة والذي يفرض ترتيباً معيناً في الأهداف الجزئية، بالإضافة إلى التعلم التنظيمي القائم على تخزين المعارف من خلال الإجراءات التنفيذية والاستفادة من نتائج القرارات السابقة، يعتبران حلين أساسيين لتضارب الأهداف الجزئية لمجموعات<sup>3</sup>.

من جهة أخرى وبحسب النظرية التطورية (Nelson & Winter, 1982)، فإن الشركة تتطور بفعل المهارات التي يمتلكها موظفوها، حيث يرى مؤيدو هذه النظرية أن التعلم التنظيمي وتراكم المعرفة هما أساس تطور الشركات، ويفضل في إطار هذه النظرية الاعتماد على الابتكار لتحقيق الميزة التنافسية، والشركة -بحسب هذه النظرية- مكونة من مجموعة أفراد متباينين من حيث سلوكياتهم، إلا أن التفاعلات بينهم بفعل العملية التعليمية تؤدي إلى التغيير في شخصياتهم وفق مراحل تطورية: الثقة، الاعتمادية، المبادرة، الجدية، المثابرة، الهوية، واحترام الذات<sup>4</sup>، كما أن النظرية قائمة على المبدأ القائل بأن الأداء الجيد للشركة لا يتحدد بحسب الربح بل بحسب إمكانياتها في الاستمرار<sup>5</sup>، حيث يمكن اعتماد هذه النظرية لاستيعاب أن المؤشرات غير المالية يمكن تطويرها أو الحفاظ عليها أو إلغاؤها بسرعة من خلال دراسة الإجراءات التنظيمية الحالية<sup>6</sup>.

في السياق نفسه، ترى نظرية الموارد والكفاءات، والتي تركز على أعمال (Penrose 1959)، أن بقاء الشركة يعتمد على ما تملكه من موارد وقدرات وميزة تنافسية في ظل بيئة خارجية متغيرة، أين ينظر للشركة على

<sup>1</sup> \_ Ibid., p : 61, 62.

<sup>2</sup> \_ Ibid., p : 64.

<sup>3</sup> \_ Gérard CHARREAUX, Jean-Pierre PITOL-BELIN, "Les Théories des Organisations", pp: 18-20, document accessible en ligne sur: <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/>, (01/03/2022, 20:58).

<sup>4</sup> \_ Giovanni DOSI, Sidney G. WINTER, "Interprétation Evolutionniste du Changement Economique", Revue Economique, vol.54, n°2, 2003, p: 389 ; Nassreddine GAROUI, Anis JARBOUI, Op.cit., p : 66.

<sup>5</sup> \_ Gérard Charreaux et al., Op.cit., p :312 ; Jean-Michel PLANE, "Management des Organisations", Dunod, France, 2003, p :153.

<sup>6</sup> \_ Nassreddine GAROUI, Anis JARBOUI, Loc.cit.

أنها: "مجموعة موارد وكيان تتراكم فيه المعرفة التي توجه فيما بعد بحسب وجهة نظر المسيرين [ترجمة]"، في حين تعبر الميزة التنافسية على: "قدرة الشركة على تطوير موارد داخلية وخارجية وتحقيق الرقابة عليها بما يمنحها منفعة خاصة حالياً أو مستقبلاً [ترجمة]"، ولتحقيق منفعة دائمة يتم الاعتماد على التعلم وعلى خصوصية المعرفة المترابطة داخل الشركة<sup>1</sup>.

تتولد المعرفة عن تفسير المعلومات من قبل الأفراد. في هذا السياق، يتم جمع المعلومات ومعالجتها وتفسيرها وهو ما يجعل الشركة تمتلك تعلمًا تنظيميًا حقيقياً داخلها، أين يبدأ هذا التعلم بالتفاعلات بين مجلس الإدارة والمسير ويمكن أن يتطور ليشمل أطرافاً أخرى. فالمجلس هنا يساعد المسير على تطوير وتعديل رؤيته، فيكون بذلك المجلس محلاً للنقاش وتبادل الآراء ويمكن لأعضائه وشبكاتهم الاجتماعية المساعدة في ذلك<sup>2</sup>. يعتبر مجلس الإدارة مهما جداً، فاعتباره مكاناً للنقاش والحوار، يجعله ذا دور معرفي واضح، حيث أن نقاشات أعضاء مجلس الإدارة تفتح مجالاً لتبادل الأفكار وبذلك التأثير على مهارات المسير وتوجيه قراراته نحو خدمة الشركة، ليكون مجلس الإدارة في إطار النظريات المعرفية آلية لها أن تضمن التعاون بين المسيرين والمساهمين بدل اعتبارها آلية رقابة<sup>3</sup>. لأجل ذلك، يلعب تكوين مجلس الإدارة دوراً مهماً، ففي الواقع يعتبر مجلس الإدارة الأكثر تنوعاً من الناحية المعرفية هو الأفضل وليس المجلس الذي يمتاز بالاستقلالية، والأكثر من ذلك لا يعتبر تجذر المسير أمراً سلبياً بل من الضروري تعزيز بناء رؤية مشتركة بين المسير ومختلف الأطراف ذوي العلاقة بالشركة مما يعزز من خلق القيمة على مستواها. إن مفهوم الحوكمة وفق هذه المقاربة لا يلغي التقليدي إلا أنه يكمله<sup>4</sup>.

في هذا الصدد، يتعلق الأداء الجيد وفق المقاربة المعرفية بشكل أكبر بقدرة الإدارة على تخيل وإدراك الفرص الجديدة أكثر من قدرتهم على إعادة هيكلة العمليات الحالية أو إعادة تكوين مجموعة من الأنشطة استجابة للتغيرات التي تطرأ على بيئة الأعمال<sup>5</sup>. إذا كان الأداء المالي، وفق النظريات التعاقدية، يعتمد على قدرة مجلس الإدارة على التحكم في سلوك المسيرين، وعليه يجب أن يكون عدد الأعضاء المستقلين عالياً بما يضمن رقابة جيدة على أداء المسيرين. وفق المقاربة المعرفية، يجب أن يتم تشكيل مجلس الإدارة على أساس اختيار الأعضاء بناء على مدى تقديمهم لأفضل مساهمة لخلق مهارات ديناميكية ومساعدة المسير على تصميم رؤية تسهل التعلم التنظيمي، فلم يعد بذلك يتم الاهتمام بوجود الأعضاء المستقلين على مستوى مجلس الإدارة بناء على التمييز بين الداخلي/الخارجي، ولكن معيار التنوع لمجلس الإدارة له الأسبقية على معيار الاستقلالية<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> \_ Gérard Charreaux et al., *Loc.cit.*; Amir Louizi, "Les Déterminants d'une Bonne Gouvernance et la Performance des Entreprises Françaises : Etudes Empiriques", thèse de doctorat en sciences de gestion, école doctorale sciences économique et de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, France, 2011, p: 31.

<sup>2</sup> \_ Nassreddine GAROUI, Anis JARBOUI, *Op.cit.*, p : 68, 69.

<sup>3</sup> \_ *Ibid.*, p : 63, 64.

<sup>4</sup> \_ *Ibid.*, p : 68, 69.

<sup>5</sup> \_ Gérard CHARREAUX, "Le Conseil d'Administration dans les Théories de la Gouvernance", *Op.cit.*, p : 12, 13.

<sup>6</sup> \_ *Ibid.*, p: 13.

إن اختلاف أسس النظريات المعرفية عن نظيرتها التعاقدية أدى إلى اختلاف مفهوم الحوكمة لديها، فقد عرف (2002) Charreaux حوكمة الشركات على أنها: "مجموعة من الآليات لزيادة خلق القيمة من خلال التعلم والابتكار [ترجمة]<sup>1</sup>"، فالشركة بذلك لم تبق مركز إنتاج كما ينظر إليها ضمن النظريات التعاقدية، أين يرى Foss (1996) أن وجود الشركة راجع إلى ما توفره من تنسيق بين عمليات التعلم الجماعي بشكل فعال، في حين يؤكد (1994) Dosi أن الشركات هي مجموعة كفاءات وأصول مكملة مرتبطة بهذه الكفاءات، وحدود الشركة بذلك لا تتوقف عند تكاليف المعاملات بل تتعداه حتى تشمل التعلم التنظيمي، الفرص التكنولوجية المتاحة والأصول المكملة<sup>2</sup>.

إذا ما أردنا الحديث عن علاقة الحوكمة بالنظريات المعرفية للشركة يمكن الانطلاق من علاقة الحوكمة بكفاءة الشركة، حيث يرى (1969) Demsetz أنه لتحقيق كفاءة الشركة يجب أن تتوفر القدرة على تشجيع مجموعة واسعة من الخبرات، القدرة على تشجيع الاستثمارات التي لها أن ترفع من الخبرات على مستوى الشركة والقدرة على الاستخدام المكثف للمعرفة المتولدة حديثاً<sup>3</sup>. وعليه، فدور الحوكمة بالنظر إلى النظريات المعرفية يكمن في قدرة آلياتها على تحسين توليد المعرفة على مستوى الشركة مما يجعلها تكسب كفاءات لها أن تمنحها مزايا خاصة، مع ضرورة التركيز على أن الحوكمة في ظل هذه النظريات لا يتوقف دورها على اطلاع مختلف أصحاب المصالح على القرارات المتخذة على مستوى الشركة لجعل أدائها أحسن، بل التأكد من أن مختلف إجراءات اتخاذ القرارات تعتبر فعالة<sup>4</sup>، فالأمر لا يتوقف عند العقلانية في اتخاذ القرار فقط بل حتى العقلانية في إجراءات تطبيق القرار المتخذ.

<sup>1</sup> \_ Nassreddine GAROU, Anis JARBOUI, *Op.cit.*, p : 62, 63.

<sup>2</sup> \_ Gérard Charreaux et al., *Op.cit.*, p: 313.

<sup>3</sup> \_ *Ibid.*, p: 314.

<sup>4</sup> \_ Alain Finet et al., "Gouvernance d'Entreprise: Nouveaux Défis Financiers et Non Financiers", *Op.cit.*, p: 50.

## 2- نماذج حوكمة الشركات

*"Competition was not just between products, but also between governance systems"<sup>1</sup>.*

اهتم العديد من الباحثين بتتبع الاختلافات بين ما يعرف بنماذج (أنظمة) حوكمة الشركات Corporate Governance Models (Systems) مما يثبت وجود تباين في ممارسات الحوكمة، فهل يعود ذلك إلى تباين مضامين نظرياتها؟ في حين انطلق بعض الباحثين، على غرار (Shabir & Rosmini (2016)، من نظريات حوكمة الشركات في تمييزهم بين النماذج المختلفة<sup>2</sup>، ركز عدد من الباحثين على الدول دون الشركات داخل كل دولة في التمييز بين نماذج حوكمة الشركات مما يثبت أن اختلاف أسس ممارسات الحوكمة لا يرتبط في ظاهر الأمر بنظرياتها بل يمتد ليشمل طبيعة بيئات الأعمال واختلافها. في هذا الصدد، نظر (Pape & Wiener (1999) لنماذج حوكمة الشركات على أنها: "إطار أو مجموعة من الأطر القانونية، المؤسساتية والثقافية لبلد معين والتي لها أن تحدد أنماط تأثير مختلف أصحاب المصالح (على سبيل المثال: المسيرين، الموظفون، المساهمون، الدائنين، الزبائن، الموردون والحوكمة) على عملية اتخاذ القرار بالشركات [ترجمة]<sup>3</sup>، وأكد في ذات الصدد أن تقسيم نماذج حوكمة الشركات لا يقوم على الاختلاف في نظرياتها بل على الاختلاف في تركيبة بيئات الأعمال، وذلك لكون نظريات حوكمة الشركات تهتم بممارسات الحوكمة على المستوى الجزئي (الشركة)<sup>4</sup>. في حين أشار (Meier & Meier (2013) إلى أن نماذج حوكمة الشركات تختلف تبعاً لاختلاف الثقافة والبيئة عموماً<sup>5</sup>. وقد اعتبر (Omri (2013) هو الآخر الاختلاف في نماذج حوكمة الشركات متولداً عن الاختلافات الثقافية، القانونية والمؤسساتية للدول<sup>6</sup>؛ فهل يمنع تباين الدول تقارب نماذج حوكمتها؟ وهل يوجد نظام جيد لحوكمة الشركات قابل للتطبيق في مختلف الدول؟

## 2-1- نماذج حوكمة الشركات من الناحية النظرية

إن التوسع فيما سبقت الإشارة إليه من اختلاف في العوامل التي فرضت تباين نماذج حوكمة الشركات يفرض ضرورة التفصيل في الأسس التي اعتمدها مختلف الباحثين في التمييز بين هذه النماذج؛ بالأحرى، على

<sup>1</sup> \_ Ronald GILSON, "Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function", The American Journal of Comparative Law, vol. 49, n°2, 2001, p: 330.

<sup>2</sup> \_ Ahmed SHABIR, Omar ROSMINI, "Basic Corporate Governance Models: A Systematic Review", International Journal of Law and Management, vol. 58, Issue 1, 2016, p : 76, 77.

<sup>3</sup> \_ Jeroen WEIMER, Joost PAPE, "A Taxonomy of Systems of Corporate Governance", Corporate Governance, vol. 7, n°2, 1999, p: 152.

<sup>4</sup> \_ Idem.

<sup>5</sup> \_ Heidi MEIER, Natalie MEIER, "Corporate Governance: An Examination of US and European Models", Corporate Board: Role, Duties and Composition, vol. 9, Issue 2, 2013, p: 6.

<sup>6</sup> \_ Abdelwahed OMRI, "Système de Gouvernance et Performance des Entreprises Tunisiennes", Revue Française de Gestion, n°142, 2003, p: 86.

أي أساس يتم التفريق بين كون ممارسات حوكمة الشركات تنتمي لنموذج دون غيره؟ كيف يمكن الحكم أن الشركات الناشطة ضمن بيئات الأعمال العربية تأخذ من ميزات نموذج دون غيره؟ إن من الأهمية بما كان معرفة الأسس النظرية التي اعتمدها مختلف الباحثين في تمييزهم بين نماذج حوكمة الشركات بما يمكن من الحكم على وضع الشركات ضمن بيئات الأعمال العربية عموماً، ومن الأخذ بإيجابيات كل نموذج بما يخدم هذه الشركات كهدف ضمنى تصبو إليه الدراسة بوجه خاص.

## 2-1-1- أساليب التمييز بين نماذج حوكمة الشركات

اعتمد (Weimer & Pape (1999) ثمانية خصائص أساسية للتمييز بين نماذج حوكمة الشركات: المفهوم السائد حول الشركة، نظام مجلس الإدارة، طبيعة أصحاب المصالح المؤثرين على عملية اتخاذ القرارات، أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني، وجود سوق خارجي للرقابة على الشركات من عدمه، تكوين هيكل الملكية، ربط مكافآت المديرين بأداء الشركة والأفق الزمني للعلاقات الاقتصادية، وأكد أن لهذه الخصائص بعداً قانونياً، ثقافياً أو مؤسسياً مما يثبت مجدداً أن تصنيف نماذج حوكمة الشركات لا يرتكز في ظاهر الأمر على نظرياتها<sup>1</sup>. في حين ركز (Abdesselam et al. (2008 على ثلاثة أبعاد للتمييز بين نماذج حوكمة الشركات، أين يركز البعد المالي على كون النظام المالي للدولة يعتمد على البنوك أكثر من الأسواق المالية أو العكس، البعد القانوني والذي ينظر لمنبع القوانين (بالنظر لدرجة تركيزها على الدائنين والمساهمين) في دولة معينة بين كونه مستمداً من القانون العام -الأنكلوساكسوني- (يركز أكثر على حماية الدائنين والمساهمين) أو القانون المدني -الفرنسي- (يركز على المستثمرين الخارجيين)، وأخيراً بعد هيكل الملكية والقائم على كون هيكل الملكية مشتتاً أو مركزياً. إن الأبعاد الثلاثة مرتبطة ارتباطاً وثيقاً، أين يعتبر البعد القانوني أساس التفرقة بين نماذج حوكمة الشركات باعتبار أن البعد المالي وبعد هيكل الملكية مستمد منه، في حين أن هذا الأخير يعتبر نتاج طبيعة البعد المالي بين كون الدولة تعتمد نظام الأسواق المالية أو البنوك في تمويل الشركات، فإذا ما تحدثنا عن النظام الأول كان هيكل الملكية مشتتاً والعكس فيما يتعلق بالثاني، ليكون هيكل الملكية أهم عامل للحكم على طبيعة نموذج حوكمة الشركات؛ من جهة أخرى، فإن تركيز هيكل الملكية يبرز بشكل واضح في الدول التي يقل فيها حفظ حقوق المساهمين لصالح حقوق المستثمرين الخارجيين، فإذا ما كانت حماية حقوق المساهمين قوية كان هناك تشتت في الملكية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> \_ Jeroen WEIMER, Joost PAPE, *Op.cit.*, p : 153.

<sup>2</sup> \_ Rafik ABDESSELAM et al., "Are Corporate Governance Systems Typologies Relevant? Evidence from European Transfers of Ownership Rights", *Corporate Ownership and Control*, vol. 5, Issue 1, 2007, p: 88, 89.

وهو ما أكده (2000) Berndt الذي ركز في تمييزه بين نموذجين لحوكمة الشركات -النموذج الداخلي والنموذج الخارجي- على البعد المالي، فيرى أن النموذج الأول يمتاز بتركز الملكية، تراجع نشاط السوق المالي وارتفاع نسبة ملكية المؤسسات لرؤوس الأموال، وهو ما يناقض تماما النموذج الخارجي. وقد تساءل عن سبب اختلاف الدول من حيث أبعادها المالية (تحديدا الأسواق المالية)، وخلص إلى أن من بين العوامل الأساسية الإطار القانوني للدول<sup>1</sup>. في هذا الصدد، أكد (1994) Prowse أن: "الاختلافات بين الدول لا تعود لأسباب تاريخية وثقافية فقط، وإنما هي نتاج الاختلافات القانونية والتنظيمية للشركات، والتي تؤثر على تركيز الملكية أو تشتتها [ترجمة]<sup>2</sup>". أشار (2000) Berndt إلى عامل أساسي له أن يوجه الشركة نحو تطبيق نموذج معين دون غيره داخل كل دولة، فبالإضافة إلى نشاط الأسواق المالية وهيكل الملكية، قد تختار شركة معينة داخل دولة معينة اتباع نموذج بعينه باعتباره قد طبق من قبل شركات أخرى وهو ما يجعلها تتجنب تكاليف تطبيق نموذج جديد للحوكمة ويجعلها تستفيد من خبرة مثيلاتها من الشركات<sup>3</sup>.

كخلاصة لما تم إيرادها، فإن الجانب المالي يعتبر أساسيا جدا في التمييز بين نماذج حوكمة الشركات، وأن التباينات في بيئات الأعمال ضمن بعدها المالي يرجع بالضرورة إلى طبيعة القوانين السائدة، مما يمنح البعد القانوني تأثيرا واضحا على نماذج الحوكمة السائدة.

## 2-1-2- التقسيم النظري لنماذج حوكمة الشركات

يتم التمييز بين نماذج حوكمة الشركات باعتماد معايير مختلفة، فبالنظر لطريقة التمويل المتبعة يرى (1990) Berglof أن نموذج حوكمة الشركات إما أن يكون ذو توجه سوقي أو ذو توجه بنكي، حيث يتواجد النموذج ذو التوجه البنكي في ألمانيا واليابان أساسا، في حين يتواجد النموذج ذو التوجه السوقي في البلدان الأنكلوساكسونية<sup>4</sup>، أين يتميز أولهما بارتفاع نسب الاستدانة، تركيز الملكية، مساهمة البنوك التجارية في رأس مال الشركات وغيرها<sup>5</sup>. في إطار هذا النموذج، يتحمل الدائنون (أساسا البنوك التجارية) جزءا كبيرا من المخاطرة وهو ما يمنحهم الحق في أن يكونوا عنصرا فاعلا في عملية اتخاذ القرار، حيث يمكن للبنك التجاري (والذي يعتبر في كثير من الأحيان مساهما) والمستثمرين التأثير بشكل أساسي على قرارات المسيرين، إضافة إلى كون النموذج يمنع المستثمرين من الانسحاب بسهولة مما يساعد على الحفاظ على العلاقات التعاقدية وغير الرسمية مع مختلف

<sup>1</sup> \_ Merkus BERNDT, "Global Differences in Corporate Governance Systems Theory and Implications for Reforms", Discussion Paper n° 303, Harvard Law School, Cambridge, 2000, p: 4, 5.

<sup>2</sup> \_ Stephen PROWSE, "Corporate Governance: Comparaison Internationale. Une Etude des Mécanismes de Contrôle d'Entreprise aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, au Japon et en Allemagne", Revue d'Economie Financière, n° 3, 1994, p: 120.

<sup>3</sup> \_ Merkus BERNDT, *Op.cit.*, p: 6, 7.

<sup>4</sup> \_ Frédéric PARRAT, *Op.cit.*, p: 31.

<sup>5</sup> \_ Gérard CHARREAUX, "Vers une Théorie du Gouvernement d'Entreprise", Working Papers CREGO 0960501, Université de Bourgogne - CREGO EA7317 Centre de recherches en gestion des organisations, 1996, p: 40.

أصحاب المصالح، ففي ظل هذا النموذج يتم اعتماد الحلول الداخلية والحوار لحل مختلف المشاكل المحتملة وهي تعتبر أساليب غير مكلفة<sup>1</sup>.

على العكس من ذلك، من خصائص النموذج ذي التوجه السوقي التشتت الملحوظ لرأس المال بفعل اللجوء إلى السوق المالي لتحقيق التمويل اللازم، وهو ما يجعل القرارات تتمركز في يد المسيرين حيث أن المساهم كلما قلت نسبة مساهمته قلت درجة اهتمامه فيكون هناك فصل ملحوظ بين الملكية والتسيير، مما يجعل من الآليات الخارجية أساسية في هذه الحالة للحد من ممارسات المسيرين<sup>2</sup>.

في هذا الصدد، لاحظ (Porter 1992) أن النموذج ذا التوجه البنكي يشهد استقرارا في التمويل الأمر الذي يشجع البحث عن الأداء الجيد طويل الأجل من قبل المساهمين والمستثمرين. في مقابل ذلك، فالنموذج ذو التوجه السوقي يعرف حركة متسارعة لرؤوس الأموال ويرجع ذلك أساسا إلى دور المؤسسات الاستثمارية والتي تملك الرغبة في تنويع محفظتها الاستثمارية للتقليل من المخاطر خاصة تلك المرتبطة بعدم تماثل المعلومات، لهذا السبب يطالب المستثمرون الشركات بأداء جيد قصير الأجل<sup>3</sup>.

قام (Allen 1993) بدراسة مزايا كل نموذج، فإذا كان النموذج ذو التوجه البنكي يعتبر أكثر فاعلية في تمويل الأنشطة التقليدية بسبب استقرار التمويل، فإن النموذج ذا التوجه السوقي له أن يوفر التمويل اللازم للأنشطة الجديدة، بالإضافة إلى أنه يشجع جمع المعلومات من قبل المساهمين ويسهل عملية تقييم الشركات من خلال الدخول إلى البورصة، إلا أن الدور المعلوماتي الذي يعطيه السوق المالي (أي المعلومات التي يوفرها السوق على المدى القصير) قد يؤدي إلى عزل المسيرين في حالة تدني النتائج على المدى القصير وهذا دون النظر إلى نتائج قراراتهم على المدى البعيد<sup>4</sup>.

أما إذا تم الأخذ بنظام الرقابة المتبع فيتم التمييز بين النموذج الداخلي والنموذج الخارجي، أين درس (Frank & Mayer 1992) تنظيم الملكية وعملية اتخاذ القرار داخل الشركات عبر مختلف الدول، أين يتم التمييز بين النموذجين بناء على ثلاث خصائص أساسية، يأتي في مقدمها تواجد عدد كبير من الشركات المدرجة في سوق مالي يتميز بسيولة عالية، مما يجعل من الآليات الخارجية أساسية في عملية الرقابة، بالإضافة إلى رقابة المسيرين غير التنفيذيين (الخارجيين) وأيضا الحوافز المقدمة للمسيرين بالنظر لسوق العمل<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> \_ Idem.

<sup>2</sup> \_ Amir LOUIZI, Op.cit., p : 36.

<sup>3</sup> \_ Sophie AUDOUSSET-COULIER, "La Publication des Honoraires d'audit par les Sociétés Cotées Française : Deux Etudes de Déterminants, les Déterminants du Caractère Volontaire de la Publication des Honoraires d'audit et les Déterminants du Montant des Honoraires d'audits Publiés", thèse de doctorat en sciences de gestion, école doctorale science de la décision et de l'organisation, école des hautes études commerciales de Paris, France, 2008, p: 62.

<sup>4</sup> \_ Idem.

<sup>5</sup> \_ Gérard CHARREAUX, "Vers une Nouvelle Théorie de Gouvernance d'Entreprise", Op.cit., p: 43.

أما النموذج الثاني، فيتميز بتركز الملكية بفعل قلة المساهمين وتراجع تطور السوق المالي، ويعتبر الهدف من نماذج الحوكمة المغلقة أو الداخلية هو إرضاء جميع أصحاب المصالح<sup>1</sup>. إن قيام النموذج الداخلي على علاقات طويلة الأجل وعلى رقابة داخلية يجعل من الشركة تتميز باستقرار نوعا ما، الأمر الذي يؤدي إلى تقليل تكاليف الرقابة وهو ما يعتبر نقطة إيجابية لهذا النظام.

من جهة أخرى، صنف (Moerland 1995) نماذج حوكمة الشركات إلى نموذجين أساسيين، النموذج ذو التوجه السوقي والنموذج ذو التوجه الشبكي، حيث يتميز النموذج الأول بسوق مالي متطور، ملكية مشتتة وأسواق استحواذ نشطة، كما يتميز بالفصل بين الملكية وعملية اتخاذ القرارات من جهة، وبين المساهمين والدائنين من جهة أخرى. في المقابل، يشمل النموذج الثاني الشركات ذات النظام المغلق، مع مساهمة واضحة للبنوك ضمن عمليتي تمويل ورقابة الشركات<sup>2</sup>.

تطرق Moerland إلى قضية تضارب المصالح بين المساهمين والدائنين، فوجد أن عملية الفصل بين المساهمين والدائنين في الو.م.أ قد انجرت عنها عدة مشاكل خاصة إذا تعلق الأمر بمحاولة إعادة التفاوض عقب فشل مالي عانتها الشركة. على العكس من ذلك، أدى الدمج بين الدورين في ألمانيا واليابان إلى جعل الصراعات التي قد تنشأ بين المساهمين والدائنين داخلية قابلة للحل بأقل تكلفة<sup>3</sup>.

في تحليله، ركز Moerland على ثلاث آليات أساسية: أسواق الاستحواذ، الرقابة عن طريق مجلس الإدارة وسوق العمل للمسيرين، فإذا كانت أسواق الاستحواذ تلعب دورا هاما في توجيه المسيرين وتحقيق الرقابة عليهم في إطار النموذج ذي التوجه السوقي، فإن مجلس الإدارة يعتبر الآلية الأساسية ضمن النموذج ذي التوجه الشبكي. أما سوق عمل المسيرين فيعتبر آلية مختلطة، فسوق العمل الخارجي للمسيرين نجده فعالا في ظل النموذج ذي التوجه السوقي، في حين أن سوق العمل الداخلي للمسيرين يعتبر فعالا ضمن النموذج ذي التوجه الشبكي<sup>4</sup>.

أخيرا، يرى Moerland أنه إلى جانب تمتع النموذج ذي التوجه السوقي بميزة أساسية تتمثل في توفير تهديد دائم للمسيرين عن طريق الأسواق المالية يجعلهم يعملون بفعالية ويخصصون الموارد بصفة أحسن، فإن النموذج يواجه عدة انتقادات من أهمها تولد تكاليف تتعلق أساسا بمحاولات تقادي عمليات الاستحواذ<sup>5</sup>.

في حين أن النموذج ذا التوجه الشبكي يحقق رقابة من قبل مختلف الأطراف المساهمة في الشركة، يخفض تكاليف إعادة الهيكلة في حالة وجود فشل مالي، ويخفض تكاليف الصراع وتضارب المصالح بين المساهمين

<sup>1</sup> \_ Frédéric PARRAT, *Op.cit.*, P: 32.

<sup>2</sup> \_ Sophie AUDOUSSET-COULIER, *Op.cit.*, p: 62, 63.

<sup>3</sup> \_ *Idem.*

<sup>4</sup> \_ Gérard CHARREAUX, "Vers une Nouvelle Théorie de Gouvernance d'Entreprise", *Op.cit.*, p: 45.

<sup>5</sup> \_ *Idem.*

والدائنين وهي نقاط إيجابية تحتسب لصالح هذا النموذج، وما يعاب عليه هو سهولة تجذر المسيرين والموظفين بالنظر إلى الحماية التي يمكن أن يتمتعوا بها<sup>1</sup>.

انطلاقاً من التمييز النظري لنماذج حوكمة الشركات، نجد أن بيئة الأعمال عامل أساسي يقوم عليه هذا التمييز، فإذا كان السوق المالي نشطاً كنا بصدد الحديث عن نموذج قائم على السوق، والعكس فيما يتعلق باعتماد البنوك كآلية أساسية للتمويل. إن المتصفح يتمعن للنماذج المختلفة وتقسيماتها يجد أن الأبعاد القانونية، المالية والاقتصادية للدول تعتبر عاملاً مساهماً في التمييز بين النماذج المختلفة وفق ما تم بحثه آنفاً عند تعرضنا لأسس التمييز بين نماذج حوكمة الشركات، فإذا ما تحدثنا عن الأسس القانونية على سبيل المثال، فرض الجانب التاريخي والثقافي نفسه للفصل بين النماذج وذلك لترابط العناصر وتكاملها، فالمعلوم أن القانون في دولة معينة يعتمد بناء على عوامل تاريخية وثقافية تكون مرت بها الدولة أو متأصلة في مجتمعها. إن كل ذلك يزيد من عمق موضوع حوكمة الشركات وتأصله ليس فقط ضمن علوم التسيير وإنما ضمن تركيبة الدول في حد ذاتها.

## 2-2- نماذج حوكمة الشركات من الناحية العملية

عادة ما يتم التمييز بين نموذجين أساسيين لحوكمة الشركات، النموذج الأنجلوساكسوني أو نظام السوق (Anglo-Saxon Model) والمعتمد من قبل بريطانيا والـ و.م.أ والنموذج الألماني-الياباني (German-Japanese Model) والذي تتبناه بعض الدول الأوروبية أيضاً<sup>2</sup>. في حين اعتمد بعض الباحثين ثلاثة نماذج، فإلى جانب النموذجين السابقين يضاف النموذج الوسيط أو الهجين والمطبق في فرنسا على سبيل المثال لا الحصر<sup>3</sup>. في هذا الصدد، أكد (Shabir & Rosmini) (2014) أن هناك نموذجين فقط لحوكمة الشركات هما النموذج الأنجلوساكسوني والنموذج القاري الأوروبي (الألماني-الياباني) (Continental European Model)\* وما عدا ذلك من نماذج يكون مستمداً من أحدهما أو كلاهما مع الأخذ بخصوصية البيئة التي يطبق فيها النموذج خاصة ما يتعلق بالأبعاد الثقافية، الاجتماعية والقانونية كالنموذج الإسلامي مثلاً<sup>4</sup>. استناداً إلى ذلك، سيتم التركيز على النموذجين الأساسيين في التمييز بين تركيبة آليات حوكمة الشركات على مستواهما، مع الإشارة في النهاية إلى النموذج الهجين.

<sup>1</sup> \_ Idem.

<sup>2</sup> \_ Gëzim TOSUNI, "The Impact of Corporate Governance on the Performance of Financial Institutions", PhD thesis, Staffordshire University, England, 2013, p: 31.

<sup>3</sup> \_ Abdelwahed OMRI, Op.cit., p: 86.

\* هناك من يعتبر النموذج الياباني نموذجاً مستقلاً بذاته تجب دراسته على حدى دون دمج مع النموذج الألماني.

<sup>4</sup> \_ Ahmed SHABIR, Omar ROSMINI, Op.cit., p : 76.

## 2-2-1- الأسواق المالية وتركز الملكية

يأخذ النموذج الأنجلوساكسوني، الو.م.أ وبريطانيا أساسا، بالنظرة المساهماتية فيعتبر أن المساهمين هم أهم طرف ضمن علاقات الشركة المختلفة وأن مجلس الإدارة يتوجب عليه خدمة مصالح هؤلاء المساهمين<sup>1</sup>؛ فبحسب Hansmann & Kraakman فإن: "بطبيعتها... تستجيب الشركة بقوة لمصالح المساهمين [...] ومع ذلك، لا توضح الشركات بالضرورة كيفية تلبية مصالح المشاركين الآخرين في الشركة [...] [ترجمة]<sup>2</sup>". يمتاز هذا النموذج بتطور ونشاط الأسواق المالية مما يجعل من هيكل الملكية مشتتا ويفرض وجود عدد كبير من المساهمين من جهة، ووجود قوانين وقواعد قوية منظمة لهذه الأسواق وللشركات المدرجة بها من جهة أخرى. في حين يمتاز النظام الألماني-الياباني بتوسع استثمار البنوك والمؤسسات المالية في الشركات<sup>3</sup>.

على إثر ذلك، يعتبر الإطار القانوني، في ظل النموذج الأنجلوساكسوني، موضوعا لخدمة المساهمين بالدرجة الأولى وحماية مصالحهم؛ ففي الولايات المتحدة الأمريكية تم إصدار العديد من القوانين: The Securities Exchange Act (1934)، The Securities Investors Act (1970)، The Insider Trading Sanctions Act (1984)، و The Private Securities Litigation Act (1995)؛ في حين تبنت بريطانيا The Campany Securities Act (created on 1985 revised on 1989)، City Code on Takeovers and Mergers Act (1986)، و Financial Services Act (1986) وغيرها<sup>4</sup>؛ والأكثر من ذلك، يستند تنظيم حوكمة الشركات في بريطانيا إلى "ميثاق حوكمة الشركات البريطاني UK Corporate Governance Code" والذي ينظم عمل مجلس الإدارة بالدرجة الأولى، ما يميز الميثاق أنه يعتمد مبادئ بدل قواعد ويفتح بدلا عن ذلك المجال للشركات للتواصل مع المساهمين من أجل اختيار نموذج الحوكمة الجيد الذي يتوافق وأعمال الشركة، مما يكرس بالضرورة أهمية المساهمين كطرف أساسي تهدف حوكمة الشركات لخدمة مصالحه<sup>5</sup>. وهو ما يغيب في إطار حوكمة الشركات بألمانيا، أين تركز القوانين الألمانية مصلحة أصحاب المصالح وتدعو إلى التعاون بين البنوك ومجالس الإدارة، المديرين، المساهمين والموظفين<sup>6</sup>.

استنادا إلى (Prowse 1994)، في دراسته حول الفرق بين نماذج حوكمة الشركات في كل من الو.م.أ، بريطانيا، اليابان وألمانيا، أكد وجود فرق في الرقابة على الشركات ضمن بيئات الأعمال هذه، حيث أرجع

<sup>1</sup> \_ Abdelwahed OMRI, *Op.cit.*, p: 86; Nurullah TEKIN, "The Notion of Corporate Governance and Comparison of the US, UK and German Corporate Governance Models", Law & Justice Review, vol V, Issue 1, 2014, p : 242, 243.

<sup>2</sup> \_ David BLOCK, Anne-Marie GERSTNER, "One-Tier vs. Two-Tier Board Structure: A Comparison Between the United States and Germany", Comparative Corporate Governance and Financial Regulation, paper 1, University of Pennsylvania Law School, 2016, p: 49.

<sup>3</sup> \_ Gëzim TOSUNI, *Loc.cit.*

<sup>4</sup> \_ Abdelwahed OMRI, *Loc.cit.*

<sup>5</sup> \_ Rosa HAAS et al., "Corporate Governance: The Rights of Shareholders and Role of the Board – A Comparison of Us, Uk and Germany", ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives, vol. 3, Issue 3, 2014, p: 17.

<sup>6</sup> \_ *Idem.*

الاختلافات إلى نقطتين أساسيتين: قوة الرقابة المفروضة على كبار المستثمرين والتي تستمد أساساً من قانون الشركات، قانون الإفلاس، قانون الضرائب، قانون مكافحة الاحتكار، قانون تنظيم محفظة المؤسسات المالية وقانون الإفصاح عن المعلومات، أين يسجل أن القوانين الأمريكية والبريطانية تعتبر الأكثر قوة في مجال مكافحة تركيز الملكية بيد كبار المساهمين. أما النقطة الثانية، فتتعلق بمعدل لجوء الشركات إلى مصادر غير مصرفية لتمويل عملياتها، يرتبط الوضع هنا بالقوانين التي تنظم نشاط الأسواق المالية، منها القوانين التي تتعلق بالإفصاح عن المعلومات والمرتبطة بشكل كبير بتطور السوق المالي، فعلى عكس الدول الأنجلوساكسونية، تضع القوانين والتشريعات الألمانية واليابانية قيوداً على انتشار اعتماد مصادر التمويل المباشر (الأسواق المالية)، ففي حين تتمتع المؤسسات المالية في كل من ألمانيا واليابان بحرية أكبر في المساهمة في رأس مال الشركات مما يجعلها مسيطرة ويمنحها حقاً أكبر في الرقابة على الشركات، تخضع المؤسسات المالية وفق القوانين الأمريكية والبريطانية إلى قيود صارمة فيما يتعلق بامتلاكها لنسب كبيرة من رأس المال<sup>1</sup>. في هذا الصدد، منع قانون Glass-Steagall (منذ 1933) في الو.م.أ البنوك من امتلاك نسبة تفوق 5% من رأس مال شركة معينة، في حين منع قانون الاحتكار الأمريكي ما يعرف بالملكية المتبادلة ما بين الشركات (Les Participations Croisées Inter-Entreprises)<sup>2</sup>.

على إثر ذلك، يعتبر السوق المالي آلية هامة من آليات حوكمة الشركات في إطار النموذج الأنجلوساكسوني، حيث أن قدرة السهم على عكس جودة أداء الشركات ومن ثم جودة التسيير يجعل من المسيرين يعملون لصالح المساهمين مما يحفظ لهم مناصبهم خاصة في ظل تواجد سوق عمل نشط خاص بالمسيرين<sup>3</sup>، وقد أشار كل من (Weimer & Pape 1999) إلى أنه كلما زاد تشتت الملكية كلما قلت فعالية الرقابة المباشرة المفروضة على المسيرين لصالح رقابة الأسواق المالية<sup>4</sup>، كل ذلك يجعل من المسيرين في ظل النموذج الأنجلوساكسوني يتصرفون بكونهم "محدودي النظر Myopes" أين يكون تركيزهم منصباً على تعظيم الأرباح على المدى القصير بدل الاستثمارات ذات الأرباح طويلة الأجل<sup>5</sup>، وهو ما أكدته (Tosuni 2013) الذي أشار إلى اختلاف النموذجين من حيث الاهتمامات المالية، ففي حين يتم الاهتمام في إطار النموذج الأنجلوساكسوني بالاستثمارات طويلة الأجل، يتم ملاحظة أن النموذج الألماني-الياباني يأخذ بالنتائج قصيرة الأجل<sup>6</sup>.

في السياق نفسه، فإن رقابة السوق المالي تبرز في أشكال ثلاثة، يتعلق الأول بالقدرة على التصويت ضمن الجمعية العامة لاستبدال مسيري الشركة وذلك من خلال اتفاق المساهمين على استخدام حقهم في التصويت حتى يبلغ الأغلبية لإحلال إدارة جديدة محل الإدارة الحالية فيما يعرف بالقتال بالوكالة "Proxy Contests"، وقد

<sup>1</sup> \_ Stephen PROWSE, *Op.cit.*, p: 124.

<sup>2</sup> \_ *Ibid.*, p: 124, 125.

<sup>3</sup> \_ Abdelwahed OMRI, *Op.cit.*, p: 87.

<sup>4</sup> \_ *Idem.*

<sup>5</sup> \_ *Idem.*

<sup>6</sup> \_ Gëzim TOSUNI, *Op.cit.*, p: 32, 33.

يصعب تطبيق هذا الأسلوب بفعل التشتت الكبير الذي يعرفه السوق المالي في النموذج الأنجلوساكسوني. في حين يبرز الشكل الثاني في إطار ما يعرف بالاستحواذ الودي "Friendly Mergers"، أين تتم الموافقة على عملية الاستحواذ بشكل ودي ويعلم من مجلس الإدارة وذلك باعتبار الوضع الجديد له أن يحقق خلقا للقيمة. في حين يلخص الشكل الأخير فيما يعرف بالاستحواذ العدائي "Hostile Tender" أين يتم تقديم عروض شراء لمساهمي الشركة المستهدفة من أجل التخلي عن أسهمهم، وتقرض كل الحالات تغييرا لمسيري الشركة ومجلس إدارتها<sup>1</sup>. على العكس من ذلك، تعتبر الشركة في إطار النظام الألماني-الياباني كيانا اقتصاديا مستقلا يهدف لخدمة مختلف أصحاب المصالح وليس لخلق القيمة للمساهمين<sup>2</sup>. لأجل ذلك، يتراجع دور الأسواق المالية كفاعل أساسي ضمن حوكمة الشركات، حيث تميل الشركات الألمانية للجوء إلى البنوك أكثر من الأسواق المالية، ففي حين سجلت رسملة البورصة بألمانيا ما نسبته 30% من الناتج المحلي الإجمالي، سجلت ما نسبته 122% في الس.م.أ<sup>3</sup>. من جهة أخرى، تتيح القوانين الألمانية للبنوك المساهمة في رأس مال الشركات غير المالية<sup>4</sup>، وبالإضافة إلى دورها كعمول أساسي للشركات، يمنح القانون الألماني للبنوك أيضا الحق في الرقابة على الشركات حيث أن مجالس المراقبة/الرقابة في الشركات الألمانية عبارة عن ممثلي بنوك أحيانا<sup>5</sup>. في هذا الصدد، يرى Franklin & Mengxin (2007) أن تدخل البنوك عوض الأسواق المالية كمرقب للشركات له أن يقلل من مشاكل الوكالة، حيث أن المؤسسات المالية في هذه الحالة هي التي تعمل على حل/تقليل مشاكل الوكالة، فالبنك بالإضافة إلى طول علاقته مع الشركة، يعتبر ممولا ومراقبا لها في نفس الوقت<sup>6</sup>.

عن النموذج الياباني، فإن الثقافة اليابانية تعتبر عاملا مهما في بناء نموذج الحوكمة خاصة فيما يتعلق بمفهوم العائلة وكذا الإجماع (الاتفاق في الرأي)<sup>7</sup>. بناءً على ذلك، يميل النموذج الياباني إلى اعتبار أصحاب المصالح هم ملاك الشركة وليس المساهمين، وقد صرح Hiroshi Okuda، رئيس مجلس إدارة شركة Toyota، في الاجتماع السنوي الدولي لحوكمة الشركات بطوكيو أوت 2001، أنه من غير الجيد تسيير الشركات اليابانية لخدمة المساهمين، واعتبر أن أداء الشركات طويل الأجل قائم أساسا على حفظ حقوق جميع أصحاب المصالح وليس المساهمين فقط، وقد أشار أيضا إلى أنه رغم أن القوانين اليابانية تعتبر المساهمين هم ملاك الشركات، فإن الكتب المدرسية التي تدرس لليابانيين في المرحلة الثانوية تعتبر الشركة ملكا للجميع، ولتأكيد هل فعلا يعتبر فكر شركة Toyota فكريا منتشرا على صعيد الشركات اليابانية، تم إجراء استطلاع لآراء كبار المسيرين في شركات مختلفة

<sup>1</sup> \_ Allen FRANKLIN, Zhao MENGXIN, "The Corporate Governance Model of Japan: Shareholders are not Rulers", available at: <https://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/Japan-Corporate-Governance.pdf>, May 13, 2007, p: 10, 11, (01/01/2020)

<sup>2</sup> \_ Abdelwahed OMRI, *Loc.cit.*; Nurullah TEKIN, *Op.cit.*, p: 247.

<sup>3</sup> \_ Heidi MEIER, Natalie MEIER, *Op.cit.*, p: 9.

<sup>4</sup> \_ Stephen PROWSE, *Op.cit.*, p: 126.

<sup>5</sup> \_ Abdelwahed OMRI, *Op.cit.*, p: 88.

<sup>6</sup> \_ Allen FRANKLIN, Zhao MENGXIN, *Op.cit.*, p: 11.

<sup>7</sup> \_ Abdelwahed OMRI, *Loc.cit.*

في كل من اليابان، ألمانيا، فرنسا، الو.م.أ وبريطانيا حول أيهما وجدت الشركة لخدمة مصالحه، ليكون ما نسبته 97% من مسيري الشركات اليابانية أكدوا أهمية أصحاب المصالح في ذلك، تليها ألمانيا وفرنسا بـ83% و78% على التوالي، في حين أجابت الأغلبية لصالح المساهمين في كل من الو.م.أ (76%) وبريطانيا (71%)<sup>1</sup>. في هذا الصدد، فقد تم اعتبار النموذج الياباني شبيها للنموذج الألماني لكونه يخدم العمال كأصحاب مصالح أساسيين إلى جانب المساهمين، فقد اعتبر (Aoki 1984) الشركة على أنها: "تحالف بين المساهمين والعمال يعمل فيه المسيرين على إيجاد توازن بين مصالح الطرفين [ترجمة]"<sup>2</sup>، مع تأكيد أن الموظفين ليسوا عنصرا فعالا ضمن حوكمة الشركات في إطار النموذج الياباني فقط، بل يعتبرون أساسيين في عملية اتخاذ القرار على مستوى الشركات باعتبارهم عامل تكلفة<sup>3</sup>، بالإضافة إلى التأثير الملحوظ للبنوك في الاقتصاد الياباني وفي تمويل الشركات وحتى تسييرها<sup>4</sup>.

كآخر نقطة، يتميز النموذج الوسيط أو الهجين (فرنسا أساسا) بتراجع دور السوق المالي مقارنة بالنموذج الأنجلوساكسوني، تراجع دور العمال مقارنة بألمانيا، اعتبار البنوك طرفا مساهما، تركيز الملكية بيد الشركات العائلية، الحكومة والمؤسسات المالية، إمكانية فصل المناصب أو جمعها بحسب ما يقتضيه نشاط الشركة، كل ذلك يجعل من النموذج مزيجا بين النموذج الأنجلوساكسوني والنموذج الألماني-الياباني<sup>5</sup>. إن الاختلافات بين النماذج لا يعني بالضرورة تميز نموذج عن غيره، إلا أنه يبرز أساليب مختلفة للرقابة على عمل المسيرين التنفيذيين بحسب ما تفرضه البيئة والثقافة السائدة وما توطئه القوانين والتشريعات في هذا المجال.

## 2-2-2- مجلس الإدارة

إن قوة رقابة السوق المالي في إطار النموذج الأنجلوساكسوني لا تلغي دور الآليات الداخلية، ولكنها تجعل منها أقل كفاءة مقارنة بنماذج حوكمة الشركات الأخرى<sup>6</sup>. في إطار هذا النموذج، فإن مجلس الإدارة يعتبر أحاديا (Single-Tiered)، ويتكون من أعضاء غير تنفيذيين معينين من قبل المساهمين، دون أن يمنع ذلك وجود أعضاء تنفيذيين في بعض المجالس<sup>7</sup>. يتراوح حجم مجلس الإدارة في إطار النموذج الأنجلوساكسوني (الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا) بين 10-15 عضوا، أين يمثل الأعضاء المستقلون الأغلبية الساحقة في مجلس الإدارة

<sup>1</sup> \_ Allen FRANKLIN, Zhao MENGXIN, *Op.cit.*, p: 5.

<sup>2</sup> \_ Abdelwahed OMRI, *Op.cit.*, p: 89.

<sup>3</sup> \_ Michael RUBACH, Terrence SEBORA, "Comparative Corporate Governance : Competitive Implications of an Emerging Convergence", *Journal of World Business*, vol. 33, Issue 2, 1998, p: 173.

<sup>4</sup> \_ Abdelwahed OMRI, *Loc.cit.*

<sup>5</sup> \_ Abdelwahed OMRI, *Op.cit.*, p : 89, 90.

<sup>6</sup> \_ Stephen PROWSE, *Op.cit.*, p: 136.

<sup>7</sup> \_ Ahmed SHABIR, Omar ROSMINI, *Op.cit.*, p: 76.

الأمريكي مقارنة بالبريطاني<sup>1</sup>، ويتم تقسيم مجلس الإدارة في إطار النموذج الأمريكي إلى لجان مساعدة كلجنة التدقيق، التعيينات ولجنة التعويضات<sup>2</sup>.

تختلف تركيبة التشريعات في مجال حوكمة الشركات بين بريطانيا التي تتيح الحرية في التشريع، أين تقضي برفع تجارب هيئات معينة كمجلس الأوراق المالية والاستثمار (Securities and Investment Board) إلى البرلمان لاعتمادها، والو.م.أ التي تفرض هيئة تخولها الحق في تشريع القوانين المتعلقة بجانب معين من جوانب حوكمة الشركات كلجنة الأوراق المالية والبورصات (Securities and Exchange Commission SEC) وهذا بالنظر لطبيعة مصادر التشريع في الو.م.أ التي تأخذ بالقانون العام أكثر من القانون المدني. وإن كان يرى البعض ضرورة الصرامة في التشريعات وتطبيقها، يرى مؤيدو النموذج البريطاني أن ذلك سيحد من الإبداع<sup>3</sup>. ففي النموذج البريطاني على سبيل المثال، يتيح ميثاق حوكمة الشركات البريطاني إمكانية اختيار اتباع نظام معين في تركيبة مجلس الإدارة، على أن يوضح سبب هذا الاختيار للمساهمين في إطار تطبيق قاعدة الالتزام أو التبرير عند عدم الالتزام (Comply or Explain' Approach)<sup>4</sup>.

كل ذلك أحدث فرقا في آليات الحوكمة بين الو.م.أ وبريطانيا، فإن كان النموذجان البريطاني والأمريكي يتوافقان من حيث كون مجلس الإدارة أحادي ويحتوي أعضاء تنفيذيين وغير تنفيذيين، وإن كانت التشريعات تجعل من الأعضاء التنفيذيين يحوزون النسبة الأكبر من المقاعد، فإن الواقع والتطبيق يبرز عكس ذلك أين تتقارب نسبة الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين ضمن مجالس الإدارة ببريطانيا<sup>5</sup>. كما يتم الفصل في إطار النموذج البريطاني بين دور المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، على عكس ممارسات حوكمة الشركات بالو.م.أ التي تجعل من المنصبين لنفس الشخص رغم توجهات التشريعات الحالية بها للفصل<sup>6</sup>. وعلى عكس بريطانيا التي تشترط إنشاء لجنة تدقيق حتى وإن تضمنت عضوا واحدا متخصصا في المجال المالي، فإن قانون ساربنز أوكسلي (Sarbanes-Oxley Act) بأمريكا يشترط اعتماد مدقق خارجي دون اشتراط تخصصه<sup>7</sup>.

فيما يتعلق بالمكافآت، فإن نظام المكافآت قائم على أداء المسيرين في ظل النموذج الأنجلوساكسوني، فالمكافآت مرتبطة بشكل مباشر بأداء المسيرين وتعتبر خيارات الأسهم الأكثر استخداما لتفعيل دور المسيرين وتوجيه أدائهم، في حين يتراجع ربط المكافآت بالأداء في النموذجين الألماني والياباني<sup>8</sup>.

<sup>1</sup> \_ Allen Franklin, Zhao Mengxin, **Op.cit.**, p: 7.

<sup>2</sup> \_ Heidi MEIER, Natalie MEIER, **Op.cit.**, p: 7.

<sup>3</sup> \_ Nurullah TEKIN, **Op.cit.**, p: 250.

<sup>4</sup> \_ Heidi MEIER, Natalie MEIER, **Op.cit.**, p: 8.

<sup>5</sup> \_ Nurullah TEKIN, **Op.cit.**, p: 249.

<sup>6</sup> \_ **Idem.**

<sup>7</sup> \_ **Idem.**

<sup>8</sup> \_ Abdelwahed OMRI, **Op.cit.**, p: 87; 88; 89.

بالتركيز على النموذج الألماني وعلى اعتبار أنه يخدم مصالح جميع الأطراف ذوي العلاقة، فإن تركيبة مجلس الإدارة ضمنه تختلف عن النموذج الأنجلوساكسوني خاصة فيما يتعلق بكونه مجلساً ثنائياً<sup>1</sup>، ففي حين يتولى مجلس المديرين Executive Board (Vorstand/Le Conseil Des Managing Directors) تسيير الشركة، يسهر مجلس المراقبة Supervisory Board (Aufsichtsrat/Le Conseil De Surveillance) على حسن تطبيق القوانين والتشريعات المعمول بها بالإضافة إلى تعيينه لأعضاء مجلس المديرين. وإن كانت اللجان غير مطلوبة في إطار التشريعات الألمانية فإن الشركات الألمانية تميل إلى اعتماد لجنة تدقيق، لجنة تعيينات، لجنة مكافآت وغيرها، وبالنظر لطبيعة مجلس الإدارة الثنائي فإنه بالضرورة هناك فصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة<sup>2</sup>. يتضمن المجلس الأول الأعضاء التنفيذيين، في حين أن الثاني مخصص لمراقبة عمل الأعضاء التنفيذيين فهو بذلك يتضمن الموظفين، ممثلي المساهمين بما في ذلك ممثلو البنوك<sup>3</sup>، وبالنظر لكونه يركز على حماية أصحاب المصالح لاسيما الموظفين والمقرضين، فهو يعتمد ما بالتعاون بين الإدارة والموظفين (Codetermination) والذي يدرج الموظفين كطرف أساسي في عملية صنع القرار على مستوى الشركة، وبالإضافة إلى الموظفين، يمنح النموذج الألماني لممثلي البنوك والمقرضين مقاعد ضمن مجلس الإدارة<sup>4</sup>. في الواقع، أي شركة ألمانية تحتوي على أكثر من 2000 موظف يفرض عليها تخصيص نصف مقاعد مجلس المراقبة للموظفين، وتسهر النقابات بقوة القانون على مراقبة مدى تنفيذ التشريعات في هذا المجال<sup>5</sup>.

حدد (1994) Prowse ميزتين لمجلس المراقبة في النموذج الألماني، بداية تعيين الأعضاء لا يتم من قبل رئيس مجلس الإدارة وإنما من قبل ممثلي المساهمين مما يجعل من المسيرين مضطرين للاجتماع ومواجهة المساهمين. أما عن الميزة الثانية، فليس لأي عضو أن يسيطر على مجلس المراقبة ويوجهه فكل مصالح أعضائه متوافقة حيث أنهم في النهاية يهدفون لحماية استثماراتهم سواء تعلق الأمر بالمساهمين أو الدائنين، وهو ما يسجل أيضاً لصالح المجالس الألمانية. إن هذه الميزة لها أن تدفع بالمساهمين والدائنين لتتبع أي معلومة قد ترد حول الشركة مما يجعل من المجالس الألمانية أكثر فعالية من نظيرتها الأمريكية والبريطانية<sup>6</sup>.

فيما يتعلق بالنموذج الياباني، فيظهر تأثيره بالنموذج الأنجلوساكسوني نتيجة عوامل تاريخية يأتي في مقدمها تواجد مسيرين مستقلين وغير مستقلين ضمن مجلس الإدارة<sup>7</sup>، ويعتبر مجلس الإدارة الياباني أكثر تعقيداً باحتوائه لثلاثة هياكل منفصلة: مجلس إدارة (Conseil d'Administration)، مجلس مديرين ممثلين (Office

<sup>1</sup> \_ Nurullah TEKIN, *Op.cit.*, p: 251.

<sup>2</sup> \_ *Idem*.

<sup>3</sup> \_ Ahmed SHABIR, Omar ROSMINI, *Op.cit.*, p: 77; Stephen PROWSE, *Op.cit.*, p: 132, 133.

<sup>4</sup> \_ Heidi MEIER, Natalie MEIER, *Op.cit.*, p: 8.

<sup>5</sup> \_ Abdelwahed OMRI, *Op.cit.*, p : 87, 88.

<sup>6</sup> \_ Stephen PROWSE, *Op.cit.*, p: 133.

<sup>7</sup> \_ Abdelwahed OMRI, *Op.cit.*, p: 88.

بذلك مزيج بين النموذج الأنجلوساكسوني بامتلاكه لمجلس إدارة متكون من أعضاء تنفيذيين ومستقلين، والنموذج الألماني بامتلاكه لمجلس آخر مخصص لممثلي أصحاب المصالح<sup>1</sup>.

كخلاصة لما ذكر، فإنه ورغم الاختلافات التي تشهدها مجالس الإدارة عبر النماذج المختلفة، فإن وجود أعضاء غير تنفيذيين ومستقلين، بالإضافة إلى وجود لجان منبثقة عن مجلس الإدارة يجعل من النماذج كلها تهدف لتحقيق الرقابة الفعالة على عمل المسيرين التنفيذيين كل بحسب وجهة نظره.

## 2-3- تقارب نماذج حوكمة الشركات

أشار (Shabir & Rosmini (2016 إلى تباين آراء الباحثين في قضية تقارب نماذج حوكمة الشركات وتكاملها، ففي حين يأمل البعض وجود نموذج عالمي واحد لحوكمة الشركات، يرى البعض الآخر ضرورة اختلاف نماذج حوكمة الشركات وتباعدتها، ويرى الباحثان أنه وباعتبار النموذج الألماني-الياباني قائم على فكرة أصحاب المصالح فهو الأولى بالتطبيق باعتباره الأشمل ويفترض أن تقترب بقية النماذج منه<sup>2</sup>. على العكس من ذلك، يرى (Hansman & Kraakman (2001 أن النموذج الأمريكي الأفضل من حيث كونه الأقل تكلفة بالنسبة للمساهمين باعتباره يمكنهم من دخول الشركة والخروج منها بكل سهولة مما يجعله نموذجا جذابا للكثير من المستثمرين<sup>3</sup>، وقد أكد أن التقارب يمكن أن يكون لكن باتجاه النموذج الأنجلوساكسوني الذي يركز على خدمة مصالح المساهمين وذلك لكون النماذج الأخرى غير قادرة على المنافسة في سوق المنتجات على المستوى العالمي، بالإضافة إلى كون البحث عن تكلفة منخفضة لرأس المال يفرض بالضرورة اتباع النموذج الذي يركز في أساسه على المساهمين. لأجل ذلك، هناك من درس التقارب على أنه مدى تطبيق بعض أساسيات النموذج الأنجلوساكسوني (تحديدا الأمريكي) في مناطق خارج نطاق هذا النظام<sup>4</sup>. إلا أن ما يلاحظ هو أن هذا النموذج يتطلب سوقا مالية جد متطورة لتحقيق هذه الميزة مما يجعله قابلا للتطبيق في الدول المتقدمة فقط<sup>5</sup>. الأمر الذي يجعل من الاتفاق على نموذج واحد غائبا.

الأكثر من ذلك، فقد اختلف الباحثون حتى في تحديد العوامل التي يمكن على أساسها قياس جودة نموذج حوكمة الشركات والسمة التي يتوجب أن تتوافر حتى يمكن القول أن نموذج حوكمة بعينه هو الأفضل، فقد اعتمد Charkham (1994) على كفاءة المدير التنفيذي أين: "لا تقاس جودة نموذج حوكمة الشركات بعدد الشركات

<sup>1</sup> \_ Idem.

<sup>2</sup> \_ Ahmad SHABIR, Omar ROSMINI, Op.cit., p: 77, 78.

<sup>3</sup> \_ Gëzim TOSUNI, Op.cit., p: 34.

<sup>4</sup> \_ Toru YOSHIKAWA, Abdul RASHEED, "Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions", Corporate Governance: An International Review, vol. 17, n° 3, 2009, p: 394.

<sup>5</sup> \_ Gëzim TOSUNI, Op.cit., p: 34.

فيه التي تمكنت من عزل مديرها التنفيذي بفعل ضعف تسييره، بل بعدد الشركات التي حافظت على مديرها التنفيذي الكفو حتى سن تقاعده [ترجمة]<sup>1</sup>. في حين اعتمد (Graff (2005) معيار قوة قوانين حماية حقوق المستثمرين لتشير نتائج دراسته بذلك إلى نماذج حوكمة الشركات القائمة على القانون العام (النموذج الأنجلوساكسوني) بدل القانون المدني (النموذج الألماني-الياباني)<sup>2</sup>، ولا يمكن أن نغفل هنا انهيار شركة إنرون الذي يعتبر مثالا واضحا لقصور النموذج الأنجلوساكسوني، فـ"شركة إنرون امتلكت جميع خصائص الشركة الأنجلوساكسونية المثالية"<sup>3</sup> إلا أنها انهارت.

كل ما سبق لا يمنع وجود دراسات اهتمت بالمقارنة بين النماذج وإمكانية تكاملها، فقد أشار (Block (2016) Gerstner & إلى إمكانية تكامل نماذج حوكمة الشركات، فبالنظر لمزايا مجلس الإدارة في كلا النموذجين على سبيل المثال، نجد أنه في حين يقوم النموذج الألماني على وجود مجلسين، يتكون مجلس الإدارة في إطار النموذج الأمريكي من مجلس واحد بلجان متعددة يدفع إلى تعدد وظائف المجلس الواحد. وعليه، فالنقاط الإيجابية في النموذج الأول تبرز في النموذج الثاني لكن بأسلوب آخر<sup>4</sup>، وأكد الباحثان أن كلا من نظام مجلس الإدارة بألمانيا وأمريكا قد أثبت كفاءته في بيئته التي وجد بها<sup>5</sup>. في هذا الصدد، قام (Collier & Zaman (2005) بتحليل موثيق حوكمة الشركات الحديثة الصادرة عن 20 دولة للحصول على دليل على التقارب بين نماذج حوكمة الشركات في أوروبا، ليظهر التحليل أن هناك درجة من التقارب نحو النموذج الأنجلوساكسوني، فالملاحظ أن الموثيق تضمنت لجنة التدقيق والتي تعتبر سمة أساسية ضمن النموذج الأنجلوساكسوني وإن كان التركيز على هذه اللجان أقل قوة منه في النموذج الألماني-الياباني<sup>6</sup>.

في السياق نفسه، أرجع (Yoshikawa & Rasheed (2009) قضية تبني نموذج حوكمة معين من قبل شركة تعمل في نطاق نموذج آخر إلى عدة أسباب، فبالإضافة إلى عامل العولمة، يرى الباحث بأن من بين أسباب اعتماد شركة ما نمودجا معيناً لحوكمة الشركات خلاف ذلك الذي يعتمد في بلدها الأصلي هو إدراج أسهمها ضمن الأسواق المالية للبلد الجديد والذي يفرض ضرورة اتباع نفس نظام حوكمة الشركات بفعل اعتماد الإفصاح بغية التأثير على المستثمرين. يضاف إلى ذلك سوق المنتجات (Product Market Integration) أين أكد الباحث أن لهذا السوق تأثيره الخاص ففي ظل المنافسة بين الشركات يعتبر نموذج الحوكمة المتبع من قبل شركة معينة سببا في بقاء الشركات في سوق يتسم بالمنافسة، لأجل ذلك تعمل الشركات على الاستفادة من خبرات شركات

<sup>1</sup> \_ Ibid., p: 35.

<sup>2</sup> \_ Idem.

<sup>3</sup> \_ Idem.

<sup>4</sup> \_ David BLOCK, Anne-Marie GERSTNER, Op.cit., p: 49.

<sup>5</sup> \_ Ibid., p: 50.

<sup>6</sup> \_ Paul COLLIER, Mahbub ZAMAN, "Convergence in European Corporate Governance: the Audit Committee Concept", Corporate Governance, vol. 13, n° 6, 2005.

أخرى في نفس المجال وتسعى دوماً لتطبيق النموذج الذي يتسم بكونه جيداً. وكأخر عامل، اعتبر الباحث موثيق حوكمة حوكمة الشركات (Codes of Good Governance) عاملاً أساسياً في تغيير تطبيق نظام الحوكمة على مستوى شركة معينة<sup>1</sup>.

إن المقارنة بين نماذج حوكمة الشركات تقوم على ركيزتين أساسيتين، تتعلق الأولى منهما بالمحرك الأساسي للنموذج، فإذا كانت الو.م.أ قائمة على الأسواق لتحقيق الرقابة المطلوبة، يذهب النظام الياباني، على سبيل المثال، للتركيز على الرقابة المتبادلة التي تفرضها إدارة الشركة في حد ذاتها لتحقيق الرقابة المطلوبة. إن الاختلاف في الأسس، يؤدي إلى الاختلاف في معايير الحكم على نجاعة النموذج أيضاً، ففي حين يعتبر العائد على رأس المال المستثمر أساسياً في ظل النموذج الأنجلوساكسوني، يركز النموذج الياباني على العائد على رأس المال الاجتماعي، ويركز النموذج الألماني على العائد على رأس المال البشري. إن عدم وجود نموذج واحد صالح لجميع البيئات لم يمنع تقارب نماذج حوكمة الشركات، ففي الولايات المتحدة الأمريكية هناك توجه نحو إزالة قيود قانون GlassSteagall Act الذي يحد من امتلاك المؤسسات المالية لنسبة تفوق 5% من رأس مال الشركات لتقترب سياستها بذلك مما هو معمول به في ألمانيا واليابان والقائم أساساً على العلاقات الاستثمارية طويلة الأجل<sup>2</sup>.

لأجل كل ذلك لا يمكن القول أن هناك نموذج حوكمة للشركات أمثل أو أفضل، فاستمرار وجود كل النماذج في نفس الوقت يعكس كفاءتها في إطار البيئات التي تنشط فيها، فما هو صالح لبيئة معينة لا يمكن بالضرورة نقله لبيئة أخرى<sup>3</sup>. وقد خلص (Tosuni 2013) إلى أن التطور الاقتصادي والقانوني لأي دولة يلعب دوراً هاماً في هذا المجال، فالنموذج الذي يعتبر الأفضل بالنسبة لبلد معين يعتمد على مستوى التطور الاقتصادي والقانوني لهذا البلد في تلك اللحظة<sup>4</sup>.

في حين اعتبر (Yoshikawa & Rasheed 2009) أن من بين الأمور التي تعيق اعتماد نموذج معين لحوكمة الشركات من قبل بلد آخر مكان نموذج آخر هو عامل التبعية Path dependence، فالجانب التاريخي للدول يؤثر بشكل كبير مما يجعل من سياسات دولة معينة تختلف تماماً عن دولة أخرى، من جهة أخرى قوة ارتباط القوانين، طبيعة بيئة الأعمال، الهياكل وغيرها في إطار ما يعرف بالتكامل Complementarities يجعل من الصعب اعتماد نموذج معين من نماذج حوكمة الشركات، فكل بيئة لها خاصيتها وقوانينها مما يعيق تطبيق نموذج الحوكمة ككل في بيئة أعمال أخرى<sup>5</sup>. في دراسة لـ (Khanna et al. 2006) أثبتت النتائج أنه لا يوجد اتفاق حول نموذج حوكمة للشركات صالح لجميع بيئات الأعمال، بدلاً من ذلك، تأخذ الدول بنموذج حوكمة

1 \_ Toru YOSHIKAWA, Abdul RASHEED, *Op.cit.*, p: 390-392.

2 \_ Michael RUBACH, Terrence SEBORA, *Op.cit.*, p: 178.

3 \_ *Ibid.*, p: 168.

4 \_ Gëzim TOSUNI, *Op.cit.*, p: 35.

5 \_ Toru YOSHIKAWA, Abdul RASHEED, *Op.cit.*, p: 392, 393.

الشركات المطبق في الشركات المجاورة لها في ظل وجود جوانب سلبية وأخرى إيجابية في كل النماذج مما يمنع وجود نموذج واحد هو الأفضل في كل الحالات<sup>1</sup>.

ويبقى هناك اختلاف بين الباحثين في قضية وجود نموذج واحد جيد لحوكمة الشركات أو تقارب ما هو موجود منها، ففي حين يرى البعض أن المساهمين لهم أن يدفعوا بتطبيق حد أدنى من معايير حوكمة الشركات المتطابقة عبر مختلف البيئات مهما كانت، يرى آخرون أنه يستحيل تقارب نماذج حوكمة الشركات بالنظر لطبيعة بيئات الأعمال المختلفة جداً، أخيراً وبالنظر لاختلاف تفضيلات أصحاب المصالح من بيئة إلى أخرى فما يعتبر مقبولاً في بلد معين قد يكون مرفوضاً تماماً في بلد آخر<sup>2</sup>. في نفس السياق، أشار العديد من الباحثين إلى الصعوبات التي ينطوي عليها التقارب في حوكمة الشركات، أين يرى الباحثون الذين يدرسون أنماط التغيير في النظم الاقتصادية أن المؤسسات الاقتصادية تميل إلى تكييف الممارسات الأجنبية لتناسب السياقات المؤسسية المحلية، وهو ما يشير إلى أن زيادة العولمة ستؤدي على الأرجح إلى المزج بين النماذج (Hybridization)، بدلاً من التقارب<sup>3</sup>. وقد عرف Yoshikawa & Rasheed (2009) تقارب نماذج الحوكمة على أنها: "تماثل ممارسات الحوكمة في الشركات العمومية عبر مختلف البلدان [ترجمة]"، إلا أنه، بحسب الباحث، قد يستحيل تطبيق هذا التعريف حتى على الشركات التي تنتمي لنفس الدولة، لذلك فإن تقارب نماذج حوكمة الشركات يبقى مصطلحاً يتطلب التوسع في دراسته<sup>4</sup>.

اتجهت اهتمامات الباحثين في الآونة الأخيرة إلى دراسة مستويات تحقيق التقارب بدل دراسة إمكانية ذلك، حيث يرى Carati & Rad (2000) أن للتقارب في نماذج حوكمة الشركات مصدرين: التقارب على مستوى القوانين والتقارب على مستوى التطبيق العملي. يرى القانونيون أن التقارب يجب أن يكون بعيداً قانونياً وأن هذا الأخير قد يصعب تحقيقه حيث يصعب التغيير في القوانين التي يقوم عليها اقتصاد معين، فتغيير القوانين يعني تغيير الاقتصاد ككل وهذا يعتبر أمراً صعب التحقيق، فالقوانين جزء لا يتجزأ من تركيبة اقتصاد معين. في حين يرى مؤيدو التقارب عن طريق الممارسات العملية، إمكانية تقارب نماذج حوكمة الشركات بفعل العولمة، المنافسة، سرعة تداول المعلومات وتأثير المستثمرين كل ذلك سيدفع بالضرورة إلى تقارب نماذج حوكمة الشركات<sup>5</sup>.

في حين أشار Gilson (2001) إلى إمكانية تقسيم أشكال تقارب نماذج حوكمة الشركات إلى قانوني (Formal Convergence)، وظيفي (Functional Convergence) وتعاقدي (Contractual Convergence)، حيث يكون هناك تقارب وظيفي إذا كانت البيئة تسمح للشركات بالتغيير في نظام حوكمتها بشكل مرن دون الحاجة

<sup>1</sup> \_ Gëzim TOSUNI, *Op.cit.*, p: 34, 35.

<sup>2</sup> \_ David BLOCK, Anne-Marie GERSTNER, *Op.cit.*, p: 49.

<sup>3</sup> \_ Toru YOSHIKAWA, Abdul RASHEED, *Op.cit.*, p: 388.

<sup>4</sup> \_ *Ibid.*, p: 389.

<sup>5</sup> \_ Guido CARATI, Alireza Tourani RAD, "Convergence of Corporate Governance Systems", *Managerial Finance*, vol. 26, Issue 10, 2000, p: 67.

للتغيير في الإطار القانوني الذي يؤطر حوكمة الشركات في الدولة. يتحقق التقارب القانوني إذا كانت الاستجابة للتغيرات تتطلب تغييرا في التشريعات التي تحكم حوكمة الشركات. أما التقارب التعاقدية، فيتم اللجوء فيه إلى اعتماد التغييرات عن طريق تبني عقود في بيئة تمنع إجراء أي تغيير دون أن يكون هناك تعديل على المستوى القانوني. ويبقى هناك حالات يعتبر فيها التقارب القانوني ممكنا، وفي حالات أخرى يعتبر التقارب الوظيفي الأفضل، وفي حالات كلاهما متاح<sup>1</sup>.

من جهة أخرى، أشار (Yoshikawa & Rasheed (2009)، استنادا إلى دراسة (Khanna, Kogan and Palepu (2006)، إلى التقارب القانوني (De Jure Convergence) والتقارب الفعلي (De Facto Convergence)، فقد تتفق الدول في تبني قوانين متماثلة لحوكمة الشركات مما يجعلها تتقارب من الناحية القانونية، إلا أن كيفية التطبيق والصرامة في ذلك تطرح فرقا بين الدول مما يجعل من التقارب الفعلي لحوكمة الشركات غائبا. إن تباين أشكال التقارب يفرض ضرورة تحديد نوع التقارب الذي نريد دراسته وعلى أي مستوى يتم ذلك (شركة أو بيئة أعمال) حتى يتم تحديد فعلا هل هناك تقارب أولا؛ فإذا ما ركزنا على دراسة التقارب بين النموذجين الياباني والأمريكي، فإن هذه الدراسة قد تطرح العديد من وجهات النظر، فيمكن أن تعني أن النموذج الياباني يقترب أكثر من النموذج الأمريكي، كما قد تعني العكس، من جهة أخرى يمكن أن تعني أن كلاهما يقترب نحو النقاط المشتركة بينهما، أو أن كلاهما يبتعدان عن أسسهما نحو تبني نموذج آخر معياري. تبقى قوة التقارب وسرعته مرتبطة بقوة التقارب Drivers of Convergence ومعوقات التقارب Impediments to Convergence<sup>2</sup>.

إجمالا لما ذكر، فكل نموذج له خصائصه التي تفرض تطبيقه في بيئة دون غيرها وفي شركة دون غيرها، فلا يمكن الحكم على نموذج معين من حيث خصائصه أنه ليس بالأفضل أو الأمثل، وإنما يفرض التطبيق والنتائج المتوصل إليها جراء هذه التطبيق الحكم على جودة النموذج في ظل البيئة التي طبق بها دون غيرها. إن كل ذلك، يجعل من بحثنا هذا جد هام، ففي ظل الاختلافات في ممارسات الحوكمة كان لزاما على الشركات اختيار ما يناسبها، ولا يكون ذلك إلا بتقييم نظام الحوكمة بها ومقارنته مع غيرها من الشركات التي تنشط في نفس البيئة.

<sup>1</sup> \_ Ronald GILSON, **Op.cit.**, p: 356, 357.

<sup>2</sup> \_ Toru YOSHIKAWA, Abdul RASHEED, **Op.cit.**, p: 389, 390.

## 3- حوكمة الشركات والأداء المالي: مراجعة الدراسات السابقة

"ومع علمي بأن نقاشا طويلا قد جرى حول العلاقة فيما بينهما، إلا أن الأمر بديهي بالنسبة لي، إذ أن التأكيد على المحاسبة عن المسؤولية يؤدي ببساطة إلى تحسين قدرة الشركة على إنتاج ثروة [...]".<sup>1</sup>

إن السعي وراء بناء مقارنة لتقييم حوكمة الشركات تفرض ضرورة الإحاطة بمختلف المتغيرات التي لها أن تضمن التقييم الجيد إلى حد ما، سواء تعلق الأمر بحوكمة الشركات في حد ذاتها بما تفرضه من هياكل، آليات، مبادئ، وغيرها، أو ما يتعلق بنتائج تطبيقها. لأجل ذلك، يتضمن هذا الجزء، كختم للتأصيل النظري لحوكمة الشركات، مراجعة لبعض الدراسات التي أجريت في مجال حوكمة الشركات وعلاقتها بالأداء المالي. إن دراسة علاقة حوكمة الشركات بالأداء المالي تفرض وجودها بفعل منطلق هذا المفهوم وما تنبأه من نظريات، وإننا على إثر ذلك سنحاول تتبع اهتمام الباحثين في تحليلهم للعلاقة بين حوكمة الشركات والأداء المالي بما يضمن الوقوف على أهم المتغيرات المعتمدة ضمن الدراسات الحديثة الأمر الذي له أن يساعد بشكل واضح في بناء مقارنة تأخذ بالمفاهيم الحديثة في تقييمنا لحوكمة الشركات بالدول العربية.

## 3-1- آليات حوكمة الشركات والأداء المالي

يتم النظر لحوكمة الشركات على أنها: "تسخير الهياكل، العمليات والآليات التي تضمن توجيه الشركة وتسييرها بطريقة تعزز حقوق المساهمين على المدى البعيد من خلال مساءلة المسيرين وتعزيز الأداء التنظيمي [ترجمة]<sup>2</sup>"، كما نظر إليها (Shleifer & Vishny (1997) على أنها: "الطريقة التي يضمن بها الممولون الحصول على عائد مقابل استثماراتهم [ترجمة]<sup>3</sup>؛ بناء على ذلك، فإن من بين أهداف حوكمة الشركات الأساسية هو حفظ حقوق المساهمين ومختلف الدائنين من خلال تحقيق الشركة لأداء يضمن لهم ذلك، الأمر الذي فتح المجال بشكل موسع أمام دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وأدائها. في هذا الصدد، أكد أيرام ميلليستين في خطابه ضمن الاجتماع الآسيوي الثالث للمائدة المستديرة لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات المنعقد في سنغافورة سنة 2001 أنه: "في رأبي، فإنه من الواضح أن الحوكمة الجيدة للشركات تؤدي عن طريق المحاسبة أمام مجلس الإدارة إلى أداء اقتصادي أفضل، ومع علمي بأن نقاشا طويلا قد جرى حول العلاقة فيما بينهما، إلا أن

<sup>1</sup> \_ جون سوليفان وآخرون، تعريب: سمير كريم، "بحثا عن عضو جيد لمجلس الإدارة: دليل لإرساء أسس حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، ط3، و.م.أ، 2003، ص: 34.

<sup>2</sup> \_ T.VELNAMPY, "Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies", Journal of Economics and Sustainable Development, vol. 4, n°3, 2013, p: 228.

<sup>3</sup> \_ Idem.

الأمر بديهي بالنسبة لي، إذ أن التأكيد على المحاسبة عن المسؤولية يؤدي ببساطة إلى تحسين قدرة الشركة على إنتاج ثروة [...] <sup>1</sup>، كما أكد أيضا أنه: "ليس معنى هذا القول أن الحوكمة الفعالة للشركة يمكنها أن تضمن الأداء في كل شركة على حدى، إذ أنه ببساطة عوامل أخرى كثيرة جدا تؤثر على أداء الشركات، إلا أن الحوكمة الجيدة من خلال إشراف ورقابة مجلس الإدارة تزيد من احتمالات سرعة استجابة الشركة للتغيرات في بيئة الأعمال، الأزمات والفترات الحتمية للهبوط في الأعمال، بما يؤكد للمستثمرين أن استثماراتهم ستظل في أمان مع الأمل في حصولها على عائد [...] <sup>2</sup>." وعليه فإن الحوكمة الجيدة تعمل على تعظيم الربحية والقيمة للشركة على المدى البعيد بما يعود بالنفع على حاملي الأسهم <sup>3</sup>.

إن حقيقة العلاقة التي تجمع حوكمة الشركات والأداء تنبع أساسا من فكرة فصل الملكية عن التسيير وما ارتبط بها من مشاكل يأتي في مقدمها ما تبنته نظرية الوكالة التي ترى أن المسيرين قد يعملون لصالحهم بالمقام الأول دون النظر لصالح المساهمين وهو ما فرض ضرورة وجود آليات توجه عملهم لتحقيق الهدف الذي وجدوا من أجله - كما سبقت الإشارة إليه أعلاه ضمن نظريات حوكمة الشركات -، إلا أن لنظرية الإشراف بعد نظر آخر، فكونها تأخذ مبادئها من علم النفس الاجتماعي القائم على سلوك التنفيذيين، يرى مؤسسو هذه النظرية أن قوة العلاقة التي تربط المسيرين بشركاتهم تدفعهم للعمل لصالح المساهمين، فالأداء الجيد للشركة يعبر عن كفاءتهم بالدرجة الأولى ويؤدي بالضرورة إلى تعظيم حقوق المساهمين وحفظ حقوق مختلف أصحاب المصالح <sup>4</sup>.

لأجل ذلك اختلفت الرؤى ونتائج الأبحاث حول التأثير الفعلي لحوكمة الشركات على الأداء المالي، ويمكن تلخيصها في تيارين أساسيين، أين يرى الجانب الأول أن هناك علاقة بين حوكمة الشركات والأداء المالي لها واصطلاح عليها بـ "حالة عدم التوازن State of Imbalance" لأن الشركات يمكنها تعظيم قيمتها من خلال تغيير هياكل حوكمتها؛ في حين يرى الجانب الآخر أنه لا توجد علاقة بين حوكمة الشركات والأداء المالي، واصطلاح عليها بـ "الحالة المتوازنة Balanced State"، وهذا لكون الشركة لا يمكنها تعظيم قيمتها بتغيير هياكل حوكمتها <sup>5</sup>.

في اختيارنا للآليات، سيتم اعتماد الآليات الداخلية في دراسة علاقتها بالأداء المالي مركزين في ذلك على أهمها، أين أشار (Mtanios & Paquerot (1999)، إلى أن الأداء الضعيف للشركات ينتج بشكل رئيسي عن عوامل داخلية؛ أي من سلوك المسيرين، توجهاتهم وقراراتهم <sup>6</sup>.

<sup>1</sup> جون سوليفان وآخرون، تعريب: سمير كريم، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

<sup>3</sup> T.VELNAMPY, Loc.cit.

<sup>4</sup> Ibid., p: 228, 229.

<sup>5</sup> Georgeta VINTILA, Ștefan GHERGHINA, "An Empirical Investigation of the Relationship between Corporate Governance Mechanisms, CEO Characteristics and Listed Companies' Performance", International Business Research, vol. 5, n°10, 2012, p: 176.

<sup>6</sup> Rajaa MTANIOS, Mathieu PAQUEROT, "Structure de Propriété et Sous-Performance des Firmes : Une Etude Empirique sur le Marché au Comptant, le Règlement Mensuel et le Second Marché", Finance Contrôle Stratégie, vol. 2, n°4, 1999, p: 159.

## 3-1-1- مجلس الإدارة

يرى (Jensen 1993) أن مجلس الإدارة يعتبر آلية أساسية لتحقيق الرقابة الداخلية التي تجعل من الممكن ضبط تصرفات المسيرين، وقد أشار في ذلك إلى الشروط التي تسمح لمجلس الإدارة بأن يكون أداة رقابة فعالة، فذكر: حرية وصول أعضاء مجلس الإدارة إلى المعلومات ذات الصلة وليس فقط المعلومات التي يريد المدير التنفيذي إيصالها، أن يكون المجلس صغيرا نسبيا بحيث يكون أكثر كفاءة ولا يمكن للمدير التنفيذي التحكم فيه، أن يكون المدير التنفيذي العضو الوحيد ضمن مجلس الإدارة من التنفيذيين بما لا يسمح تواطؤهم، تحقيق الملكية الإدارية بما يحقق تقارب المصالح بين المسيرين والمساهمين، وأخيرا تحقيق الفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة مما يحد من قدرة المدير التنفيذي على اتخاذ القرارات عند عقد اجتماعات مجلس الإدارة والتأثير بذلك على حقوق المساهمين. كل ما ذكره Jensen كان محل اختبار عمليا<sup>1</sup>.

انطلاقا من حجم مجلس الإدارة والذي كان محل دراسة العديد من الباحثين، فيتم التمييز بين وجهتي نظر، يرى رواد الجانب الأول أن صغر حجم مجلس الإدارة يؤثر على الأداء المالي بشكل أفضل، في حين يرى التيار الثاني أن مجلس الإدارة ذا عدد الأعضاء الكبير يعتبر الأفضل<sup>2</sup>. إن اختلاف وجهات النظر لا يتوقف على نتائج الدراسات التطبيقية بل لها تأصيل نظري أيضا، حيث أن حجم مجلس الإدارة يختلف بناء على النظريات المعتمدة في النظر إليه لمعالجة مشاكل الوكالة. استنادا إلى نظرية الوكالة، فإن كبر حجم مجلس الإدارة له أن يؤثر سلبا على الأداء المالي وذلك لصعوبة تحقيق التواصل والاتساق الجيد بين أعضاء مجلس الإدارة مما يؤدي إلى تحمل تكاليف، أين تميل النظرية إلى مجالس الإدارة ذات العدد القليل والتي تتيح الوقت لجميع الأعضاء لإبداء آرائهم من جهة، وسهولة تحقيق الرقابة على المسيرين من جهة أخرى، كما نجد أن مجالس الإدارة الصغيرة جدا لا تعتبر جيدة وهذا لسهولة تحكم المسير فيها<sup>3</sup>. من جهة أخرى، تؤيد نظرية التبعية للموارد كبر حجم مجلس الإدارة وتبرر ذلك بكثرة الفرص لاتساع العلاقات التي يتيحها مجلس الإدارة ذي عدد الأعضاء الكبير مما يجعل من الشركة تحسن استغلال مواردها. أما من منظور نظرية الإشراف فتعتبر نسبة الأعضاء الخارجيين إلى الداخليين الحاسم في الموضوع، حيث أنه كلما زاد عدد الأعضاء الخارجيين (المستقلين) كلما كان أفضل للشركة، وهو ما تتيحه مجالس الإدارة الكبرى<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> \_ Karima BOUAISS, Christine MARSAL, "Les Mécanismes Internes de Gouvernance dans les Banques: Un Etat de l'Art ", Finance Contrôle Stratégie, vol. 12, n°1, 2009, p : 98, 99.

<sup>2</sup> \_ Duc Vo A B, Thuy PHAN, "Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam", Journal of Economic Development, n° 218, 2013, p: 65.

<sup>3</sup> \_ Amir LOUIZI, *Op.cit.*, p: 84.

<sup>4</sup> \_ Fitriya FAUZI, Stuart LOCKE, "Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms", Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, vol. 8, n° 2, 2012, p: 47.

عمليا، يبرر مؤيدو المجالس الكبيرة توجههم بكون المجلس الكبير له أن يدعم ويقدم المشورة بشكل أفضل في ظل بيئة تمتاز بالتعقد، كما أن المجالس الكبيرة تمكّن من إتاحة المزيد من المعلومات<sup>1</sup>، بالإضافة إلى احتوائها لعدد من الخبرات بما يسهل اتخاذ القرارات كما يعصب على المدير التنفيذي السيطرة عليها<sup>2</sup>. من جهة أخرى، اعتبرت الكثير من الدراسات المجالس الكبيرة صعبة التحكم فيها بالإضافة إلى ما تفرضه من تكاليف اتصال وتنسيق، حيث يرى (Jensen 1993) أن: "إبقاء المجالس صغيرة يمكن أن يساعد في تحسين أدائها. عندما يتجاوز عدد أعضاء مجلس الإدارة سبعة أو ثمانية أعضاء، فمن غير المرجح أن عمل بفعالية ويكون من السهل على الرئيس التنفيذي التحكم فيها [ترجمة]"<sup>3</sup>، وهو ما ذهب إليه (Lipton & Lorsch 1992) حيث أنه: "عندما يكون لدى مجلس الإدارة أكثر من عشرة أعضاء، يصبح من الصعب عليهم جميعا التعبير عن أفكارهم وآرائهم [ترجمة]"<sup>4</sup>، فحجم مجلس الإدارة تربطه علاقة عكسية مع الأداء<sup>5</sup>.

ويرجح باحثون آخرون، على غرار (Yusoff & Alhaji 2012)، أنه لا توجد قاعدة حاسمة للحكم على حجم مجلس الإدارة، كون هذا الأخير يتأثر بآليات الحوكمة الأخرى وكذا مؤشرات الأداء المعتمدة عند التقييم، فحجم مجلس الإدارة تحكمه عوامل مختلفة منها ثقافة البلد السائدة، ففي أوروبا مثلا تميل مجالس الإدارة في بريطانيا، سويسرا وهولندا إلى كونها صغيرة الحجم باحتوائها لأقل من عشرة أعضاء، في حين أن بلدانا أخرى كبلجيكا، فرنسا، إسبانيا، إيطاليا وألمانيا تميل إلى اعتماد مجالس إدارة أكبر باحتوائها لعدد أعضاء يتراوح بين 13 و19 عضوا<sup>6</sup>. من جهة أخرى، فإن ما يحكم حجم مجلس الإدارة هو طبيعة الشركة ونشاطها، فقد أشار (Locke & Fauzi 2008)، استنادا إلى أعمال الباحثين (Coles et al. 2008)، إلى أن الشركات المعقدة تميل لامتلاك مجالس كبيرة مقارنة بتلك البسيطة، ففي هذا الصدد يعتبر متوسط عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات النيوزيلندية ستة أعضاء وهو أقل مما اقترحه (Jensen 1993) إلا أنه يعتبر متوافقا وما تتطلبه السوق الصغيرة التي تنشط بها هذه الشركات مقارنة بالو.م.أ<sup>7</sup>. كل ما ذكر وغيره جعل من بعض الدراسات التطبيقية لا تتوصل إلى ارتباط هام بين حجم مجلس الإدارة وأداء الشركة<sup>8</sup>.

<sup>1</sup> \_ Duc Vo A B, Thuy PHAN, *Loc.cit.*

<sup>2</sup> \_ Anthony KYEREBOAH-COLEMAN, Nicholas BIEKPE, "The Relationship Between Board Size, Board Composition, CEO Duality And Firm Performance: Experience From Ghana", *Corporate Ownership & Control*, vol. 4, Issue 2, 2006-2007, p: 118.

<sup>3</sup> \_ Georgeta VINTILA, Ștefan GHERGHINA, *Op.cit.*, p: 177.

<sup>4</sup> \_ T.VELNAMPY, *Op.cit.*, p: 229.

<sup>5</sup> \_ Georgeta VINTILA, Ștefan GHERGHINA, *Op.cit.*, p: 178.

<sup>6</sup> \_ Wan YUSOFF, Idris ALHAJI, "Corporate Governance and Firm Performance of Listed Companies in Malaysia", *Trends and Development in Management Studies*, vol. 1, Issue 1, 2012, p: 51.

<sup>7</sup> \_ Fitriya FAUZI, Stuart LOCKE, *Loc.cit.*

<sup>8</sup> \_ Yahya AL-MATARI et al., "Board of Directors, Audit Committee Characteristics and Performance of Saudi Arabia Listed Companies", *International Review of Management and Marketing*, vol. 2, n° 4, 2012, p: 243.

من زاوية أخرى، نجد أن طبيعة نمط التسيير المتبع بين كونه أحاديا أو ثنائيا كان محل عدد من الدراسات، أين يرجع الباحثون سبب اختيار أحد النمطين إلى طبيعة نشاط الشركة كأهم محدد لذلك<sup>1</sup>. من الناحية النظرية، نجد أن اختيار اتباع النمط الأحادي (مجلس الإدارة) قائم على نظرية الإشراف التي ترى أن الأداء الجيد متوقف على وجود قائد واحد عند تحديد وتطبيق استراتيجية ما، كما أن وجود مجلس للمراقبة يجعل الشركة تتحمل نوعين من تكاليف الوكالة، يتعلق أولهما بمراقبة سلوك رئيس مجلس المديرين، ويتعلق الآخر بانتقال المعلومة من مجلس المديرين إلى مجلس المراقبة، كما أن الفصل بين المجلسين يؤدي إلى تخفيض مستوى الرقابة المتبادلة بين المسيرين داخل مجلس المديرين، وأن مجلس المراقبة لا يتوقع أن يفرض رقابة جيدة بالنظر إلى أن أعضاء مجلس المديرين معينون من قبله. وعليه، فمؤيدو هذه النظرية يرون من النمط الأحادي الأفضل على عكس ما يراه أنصار نظرية الوكالة الذين يفضلون النمط الثنائي (مجلس المراقبة ومجلس المديرين) باعتباره أنه يقلل من انتهازية المسيرين ويخفض بذلك التكاليف مما يؤدي إلى تحسين الأداء<sup>2</sup>.

من جهة أخرى ومن منظور نظرية الوكالة، فإن وجود أعضاء غير تنفيذيين (مستقلين) ضمن مجلس الإدارة يساهم في تحقيق فعالية الحوكمة من خلال ما توفره هذه الفئة من ممارسة للسيطرة على عملية اتخاذ القرار لدى الإدارة العليا، أين ينظر إليهم على أنهم آلية الفحص والتوازن، كما يتوقع أن تؤدي استقلالية مجلس الإدارة إلى تنوع مهارات وخبرات المسيرين<sup>3</sup>. فالعضو غير المستقل تتداخل حياته المهنية مع مسؤوليته مما يؤثر على كفاءة الرقابة المفروضة من قبله على المسيرين، على عكس العضو المستقل والذي لا يؤثر أي قرار يتخذه على مكانته أو مستقبله المهني مما يجعل من ارتفاع عدد الأعضاء المستقلين أمرا إيجابيا له أن يحسن من الأداء المالي للشركات<sup>4</sup>. في هذا السياق، يرى (Jensen & Meckling (1976 أن مجالس الإدارة التي يهيمن عليها الخارجيون أو المستقلون تساعد في التقليل من مشاكل الوكالة بما توفره من مراقبة وتحكم في السلوك الانتهازي الذي قد يتبعه المسيرون التنفيذيون<sup>5</sup>. وأشار Weir et al. إلى أن الأعضاء غير التنفيذيين يتمتعون بخاصيتين أساسيتين تمكنهم من أداء مهامهم، تتعلق الأولى باستقلاليتهم، في حين تركز الثانية على سعيهم للاحتفاظ بمكانتهم ضمن سوق العمل<sup>6</sup>، وهو ما يؤيده (Fama (1980 حيث أن العضو الخارجي يعمل لصالح الشركة سعيا وراء

<sup>1</sup> \_ Nabil BIKOURANE, Donatien AVELE, "Influence des Caractéristiques des Conseils d'Administration des Banques Européennes Acheteuses sur leurs Performances Boursières", Revue du Financier, vol.26, n° 208-209, 2014, p : 79.

<sup>2</sup> \_ Ibid., p : 79, 80.

<sup>3</sup> \_ Wan YUSOFF , Idris ALHAJI, **Op.cit.**, p: 47.

<sup>4</sup> \_ Nabil BIKOURANE, Donatien AVELE, **Op.cit.**, p: 82; David Wanyonyi WANYAMA, Tobias OLWENY, "Effects of Corporate Governance on Financial Performance of Listed Insurance Firms in Kenya", Public Policy and Administration Research, vol.3, n° 4, 2013, p: 100.

<sup>5</sup> \_ Yahya AL-MATARI et al., **Op.cit.**, p: 242.

<sup>6</sup> \_ Charlie WEIR et al., "An Empirical Analysis of the Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UK Firms", available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=286440>, p: 6. (01/12/2020).

الحصول على عهدة جديدة<sup>1</sup>. نقيضا لذلك، فإن الأعضاء الداخليين يكونون أكثر دراية بأنشطة الشركة ويمكنهم العمل كمراقبين للإدارة العليا في ظل سعيهم لتحقيق مناصب ضمن الشركة واعتلاء تلك المتعلقة بالمديرين التنفيذيين غير الأكفاء؛ ومنه، فإن وجود أعضاء خارجيين له أن يوجه جهود هذه الفئة من الأعضاء الداخليين لخدمة مصالح المساهمين، فهم بذلك يقفون على الصراعات الداخلية لتحقيق مصالح المساهمين<sup>2</sup>.

بناء على ما سبق، فقد كانت نتائج الدراسات التطبيقية فيما يتعلق بعلاقة استقلالية المجلس بالأداء المالي للشركات، وفق ما أورده (Vintila & Gherghina (2012)، متضاربة، فمنها ما وجد علاقة بين عدد المستقلين ضمن مجلس الإدارة والأداء، في حين غابت العلاقة في حالات أخرى، وقد ركز الباحثان في ذلك على تتبع علاقة الاستقلالية بمؤشرات مختلفة معتمدة في تقييم الأداء المالي للشركات<sup>3</sup>.

أخيرا، أشار (Rouse et al. (2004) إلى دور الأعضاء المستقلين في إطار لجان مجلس الإدارة وذلك استنادا إلى ما توصل إليه (Klein (1998)، أين يفترض أن المعرفة المعمقة بأوضاع الشركة، نشاطها واستراتيجية الاستثمار طويلة الأجل التي تعتمد عليها تجعل من الأعضاء التنفيذيين ضروريين ضمن لجان الاستثمار والتمويل المنبثقة عن مجلس الإدارة؛ في مقابل ذلك، فالأعضاء الخارجيون هم مراقبون بالدرجة الأولى وهو ما يجعل من وجودهم ضمن لجان التدقيق ولجان التعيين والمكافآت بغية إبراز دورهم بشكل أفضل<sup>4</sup>. في حين أكد Williamson (1985) أن مشاركة العمال ضمن مجلس الإدارة له أن يكشف تلاعب المديرين ورغبتهم في التجذر<sup>5</sup>.

في سياق الحديث عن لجان مجلس الإدارة، أكد الباحثون أن احتواء مجلس الإدارة للجان تسهل عمله له أن يجعله أكثر كفاءة في تحقيق الأهداف التي وضع لأجلها وبذلك تحسين أداء الشركة ككل<sup>6</sup>. في حين أشار Weir et al.، إلى أنه رغم أهمية ما دعت له لجنة Cadbury من ضرورة إنشاء لجنة تدقيق مكونة من ثلاثة أعضاء على الأقل من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين على أن يكون أغلبهم مستقلين، إلا أن الدراسات التطبيقية تباينت في نتائجها، فمنها من أظهرت تفاعل السوق بشكل إيجابي مع تقارير الشركات عقب اعتماد لجان التدقيق، ومنها من لم تتوصل لأي علاقة ذات دلالة إحصائية بين نشاط لجان التدقيق والأداء<sup>7</sup>. من جهة أخرى، أشارت

<sup>1</sup> \_ Houssein RACHDI, Ines GHAZOUANI BEN AMEUR, "Board Characteristics, Performance and Risk Taking Behaviour in Tunisian Banks", International Journal of Business and Management, vol. 6, n°6, 2011, p: 89.

<sup>2</sup> \_ Anthony KYEREBOAH-COLEMAN, Nicholas BIEKPE, "The Relationship Between Board Size, Board Composition, CEO Duality And Firm Performance: Experience From Ghana", available at: [https://www.researchgate.net/publication/228715058\\_The\\_Relationship\\_....\\_Experience\\_from\\_Ghana](https://www.researchgate.net/publication/228715058_The_Relationship_...._Experience_from_Ghana), p: 5.(19/11/2021).

<sup>3</sup> \_ Georgeta VINTILA, Ștefan GHERGHINA, Op.cit., p: 177.

<sup>4</sup> \_ Paul ROUSE et al., "Efficient Governance Structures and Corporate Performance", available at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.196.1212>, 2004, p: 6. (01/12/2020)

<sup>5</sup> \_ Alaint FINET et al., "Gouvernement d'Entreprise: Enjeux Managériaux, Comptables et Financiers", Op.cit., p: 65.

<sup>6</sup> \_ Amir LOUIZI, Op.cit., p: 86, 87.

<sup>7</sup> \_ Charlie WEIR et al., Op.cit., p: 8, 9.

(Kojal 2008) إلى أن من الدراسات التطبيقية من وجدت علاقة سلبية بين إدارة الأرباح واستقلالية لجان التدقيق، وأن الشركات التي تمتلك لجان تدقيق مستقلة تماما لديها تكاليف تمويل أقل<sup>1</sup>.

فيما يتعلق بمكافآت أعضاء مجلس الإدارة كآلية من آليات حوكمة الشركات، فإن العلاقة بين المكافآت الممنوحة للمديرين والأداء تعتبر إيجابية، حيث أن المكافآت تؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة خاصة إذا تعلق الأمر بخيارات الأسهم وسندات الملكية، مع ملاحظة أن أنواع المكافآت تختلف بحسب حجم الشركة، البلد والقطاع الذي تنتمي إليه، وأن الشركات الكبرى تمنح بالأساس أجورا عالية باعتبارها توظف منذ البداية كفاءات مما يجعل من المكافآت في علاقة عكسية مع مستوى الأجور<sup>2</sup>. ووفق مضامين نظرية الوكالة، يمكن للمكافآت المرتبطة بأداء الشركة أن تخفض تضارب المصالح، وهذا بالنظر إلى أن ارتباط المكافآت بالأداء يجعل من المديرين يبذلون جهدا مضاعفا لتحسين أداء الشركة وهو ما يفضل المساهمون حدوثه؛ وعليه، فكثير من الدراسات التطبيقية أثبتت أن المكافآت المرتبطة بالأداء تعتبر آلية جيدة للحوكمة في الشركات التي يتخذ فيها المديرون قرارات متعددة مما يصعب فرض رقابة عليها<sup>3</sup>.

كأخر خاصية من خصائص مجلس الإدارة، اهتمت العديد من الدراسات بعلاقة اجتماعات مجلس الإدارة بالأداء المالي، فالبعض أكد أن الاجتماعات المتكررة لها أن تحسن من الأداء باعتبارها تسمح بدراسة مختلف النقاط المطروحة والمتعلقة بالشركة من جهة، وتحقيق الرقابة على المديرين من جهة أخرى، في حين أكد البعض الآخر أن الاجتماعات المتكررة تزيد من التكاليف المحتملة مما يؤدي إلى تخفيض الأداء المالي، من جهة أخرى نجد أن بعض الباحثين لم يلمسوا أي أثر للاجتماعات على الأداء المالي<sup>4</sup>.

### 3-1-2- هيكل الملكية

يرى الباحثون المؤسسون للمفاهيم الأولى لحوكمة الشركات، على غرار (Berle & Means 1932)، أن تركيز الملكية (Ownership Concentration) له أن يؤثر إيجابا على الأداء المالي، حيث يفترض أن تركيز الملكية يحد من سلطة المديرين ويوجه قراراتهم نحو خدمة المساهمين وبذلك خدمة مصالح الشركة<sup>5</sup>. فتشنت الملكية يزيد من فجوة انفصال الملكية عن الرقابة وما يترتب عنه من إمكانية تجذر المديرين في ظل وجود مساهمين لا يريدون تحمل تكاليف الرقابة. على العكس من ذلك، تركيز الملكية في يد عدد محدد من المساهمين يفرض رقابة أكثر

<sup>1</sup> \_ Sunday KOJAL, "Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms", Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Issue 14, 2008, p: 20.

<sup>2</sup> \_ Karima BOUAISS, Christine MARSAL, Op.cit., p: 109.

<sup>3</sup> \_ Paul ANDRE, Eduardo SCHIEHLL, Op.cit., p: 170.

<sup>4</sup> \_ Amir LOUIZI, Op.cit., p: 86 .

<sup>5</sup> \_ Georgeta VINTILA, Ștefan GHERGHINA, Loc.cit.

على المسيرين مما يخفض تكاليف الوكالة فيتحسن على إثر ذلك الأداء<sup>1</sup>. وقد أشار Shleifer & Vishny (1986) إلى أن وجود كبار المساهمين (المساهمين المهيمنين) يؤثر إيجاباً على الأداء المالي، خاصة إذا تعلق الأمر بالمساهمين المؤسسين<sup>2</sup>. وقد أشار Weir et al. إلى أن المساهمات الخارجية (External Shareholdings)، والتي تعود أساساً لكبار المساهمين، المؤسسات وكذا الأفراد، لها أن ترفع من تكاليف الوكالة نتيجة الأداء الضعيف للمسيرين في حالة كان هنالك تشتت واضح (كبر عدد المساهمين الخارجيين) وهو ما يدفع إلى ضرورة بذل الرقابة بشكل أكثر حرصاً. في هذا الصدد، تعتبر ملكية المؤسسات (Institutional Shareholdings) عاملاً أساسياً للتقليل من تكاليف الوكالة بما تفرضه من رقابة، وأثبتت نتائج دراسة (1986) Shleifer & Vishny فيما يتعلق بالو.م.أ. و (1991) Leech & Leahy فيما يخص بريطانيا إيجابية العلاقة بين الملكية المؤسسية والأداء<sup>3</sup>.

إن وجود مساهمين مهيمنين يجعل من الرقابة مفروضة بقوة على المسيرين مما يجعل فرضية تحسين الأداء واردة بفعل تقليص تكاليف الوكالة، إلا أن وجود مثل هؤلاء المساهمين لا يفرض بالضرورة تحسين الأداء، فقد أثبتت الدراسات أن العلاقة بين وجود كبار مساهمين والأداء ليست بالضرورة واردة، فالعلاقة قد تحكمها عدة عوامل، ففي كندا مثلاً، تسمح الهياكل الهرمية وأسلوب التصويت المعتمد في التحكم في القرارات المتخذة، بالإضافة إلى ذلك، يمكن للمساهمين المهيمنين استخدام مركزهم المتميز لنقل جزء من الثروة إلى شركة أخرى يمتلكون فيها نسب أسهم أكبر، كما أنه في حالة توليهم مناصب إدارية فإنهم يوجهون قرارات الشركة بما يخدم مصالحهم الخاصة<sup>4</sup>. وقد أكد Louizi (2012) في دراسته أن من الباحثين من يرون أن تركيز الملكية قد يشجع بعض المساهمين للتواطؤ مع المسيرين بغية تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب بقية المساهمين، كما أن تركيز الملكية يعمق الصراع بين كبار المساهمين وصغارهم، مما ينعكس سلباً على أداء الشركة<sup>5</sup>.

أثبتت العديد من الدراسات التطبيقية غياب العلاقة بين تركيز الملكية والأداء المالي أو ضعفها وعدم وجود فرق في الأداء بين تلك التي تمتلك تركيزاً للملكية والتي تشتت الملكية فيها، حتى وإن تعلق الأمر بتلك الدراسات التي اهتمت بأثر تركيز الملكية بيد فئات مختلفة: العائلة المؤسسة، المؤسسات المالية، كبار المساهمين من الأفراد على الأداء المالي<sup>6</sup>. في حين أكد الباحثان Hamadouch & Depret أنه إذا كانت أغلبية الدراسات أثبتت وجود علاقة بين هيكل الملكية والأداء، فإن طبيعة هذه العلاقة (سالبة أو موجبة) تتحدد بحسب نوع نموذج الحوكمة، حيث أثبتت الدراسات أن الارتباط بين تركيز الملكية والأداء في الدول التي تعرف تشتتاً في الملكية، أي في ظل

<sup>1</sup> \_ Alaint FINET et al., "Gouvernement d'Entreprise: Enjeux Managériaux, Comptables et Financiers", Op.cit., p: 55, 56.

<sup>2</sup> \_ Wiem Elmanaa MADANI, Wafa KHLIF, "Effets de la Structure de Propriété sur la Performance Comptable: Etude Empirique sur les Entreprises Tunisiennes Industrielles non Cotées", Comptabilité et Connaissances, 2005, p: 8.

<sup>3</sup> \_ Charlie WEIR et al., Op.cit., p: 10, 11.

<sup>4</sup> \_ Paul ANDRE, Eduardo SCHIEHL, "Systèmes de Gouvernance, Actionnaires Dominants et Performance Future des Entreprises", Finance Contrôle Stratégie, vol. 7, n° 2, 2004, p: 171, 172.

<sup>5</sup> \_ Amir LOUIZI, Op.cit., p: 90, 91.

<sup>6</sup> \_ Wiem Elmanaa MADANI, Wafa KHLIF, Op.cit., p: 8, 9.

النظام الأنكلوساكسوني، يكون إما إيجابيا أو بارتباط ضعيف. على العكس، فإن الدول التي تأخذ بنظر أصحاب المصالح، أي الدول التي تتبنى النظام الألماني-الياباني، فإن تركيز الملكية فيها يعتبر ذا تأثير سلبي على الأداء<sup>1</sup>. أما عن الملكية الإدارية (Managerial Ownership/ Board's Ownership)، فقد أكد Williamson (1964) أن المسيرين غير المالكين لنسبة من رأس مال الشركة يفضلون تحقيق مصالحهم الخاصة بدل مصالح المساهمين، لأجل ذلك فهو يرى أن الشركات التي لا يمتلك مسيروها نسبة من رأس مال الشركة تكون أقل كفاءة من الشركات التي يعتبر مسيروها مالكين، ويقترح في ذلك (1980) Fama أن سوق عمل المسيرين له أن يقلل من تكاليف الوكالة في هذه الحالة، في حين يرى (1985) Murphy أن وجود حوافز له أن يقلل من المشكل. من جهة أخرى، يرى (1997) Shleifer & Vishny و(1993) Jensen أن قلة عدد المساهمين (تركز الملكية) لها أن تؤدي إلى فرض رقابة أفضل على المسيرين مما يحد من سلطاتهم ويجعلهم يعملون لصالح المساهمين وبذلك الشركة، حيث أن امتلاك المساهم لنسبة أكبر يجعله حريصا أكثر على متابعة أسهمه ومنه متابعة أداء الشركة ككل<sup>2</sup>.

إن امتلاك المسيرين لجزء من رأس مال الشركة يجعلنا نتبنى فرضيتين أساسيتين: فرضة تقارب المصالح (The convergence of interests hypothesis) وفرضية تجذر المسيرين (The entrenchment effect hypothesis)، ففوق ما تتبناه الفرضية الأولى، فإن امتلاك المسيرين لجزء من رأس مال الشركة يجعل مصالحهم تتماشى مع مصالح المساهمين لاشتراكهم في الطبيعة وهو ما يولد تعظيما لثروة المساهمين وبذلك قيمة الشركة؛ على العكس من ذلك، فإن فرضة تجذر المسيرين تفرض أن امتلاك هذه الفئة لجزء من أسهم الشركة يمنحهم الحق في التصويت مما يجعلهم يخدمون مصالحهم الخاصة دون فقد مناصبهم أو مرتباتهم وهو ما له أن يؤثر سلبا على حقوق المساهمين ومنه على أداء الشركة. إن وجود الفرضيتين السابقتين يجعل علاقة الملكية الإدارية على الأداء المالي للشركة أو قيمتها علاقة غير خطية<sup>3</sup>، ففي حين يرى (1976) Jensen & Meckling أن الملكية الإدارية لها أن تولد تقاربا بين مصالح المسيرين والمالكين مما يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة ومنه تحسين الأداء المالي للشركات، يرى (1983) Demsetz أن الرفع من الملكية الإدارية له أن يمس بالأداء المالي سلبا<sup>4</sup>. وهو ما توصل إليه (1983) Fama & Jensen، أين اعتبرا الملكية الإدارية "سلاحا ذي حدين" حيث أنه يوجد مستوى أمثل للملكية الإدارية تجعل من المسيرين يعملون لصالح الشركة وبذلك تحقيق علاقة إيجابية بين الملكية الإدارية والأداء المالي<sup>5</sup>. فإضافة إلى الفرضيتين السابقتين، أشار (1990) Charreaux إلى فرضية الحياد (L'hypothèse de la neutralité) أين تشير الفرضية إلى اختلاف التأثير بين كونه إيجابيا وسلبيا على اعتبار أن الأداء المالي للشركات

<sup>1</sup> \_ Alaint FINET et al., "Gouvernement d'Entreprise: Enjeux Managériaux, Comptables et Financiers", Op.cit., p: 56.

<sup>2</sup> \_ Paul ROUSE et al., Op.cit., p: 4.

<sup>3</sup> \_ Georgeta VINTILA, Ștefan GHERGHINA, Op.cit., p: 176, 177.

<sup>4</sup> \_ Fitriya FAUZI, Stuart LOCKE, Op.cit., p: 50, 51.

<sup>5</sup> \_ Duc Vo A B, Thuy PHAN, Op.cit., p: 68.

لا يتأثر فقط بهيكل الملكية والصراع بين المسيرين والمساهمين بل هناك عوامل أخرى لها أن تؤثر عليه من أهمها تغيرات البيئة التي تنشط بها الشركة<sup>1</sup>.

في هذا الصدد، تنبأ (1988) Stulz بوجود علاقة مقعرة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة، حيث أنه مع زيادة الملكية الإدارية والتحكم في الشركة، يبدأ التأثير السلبي على قيمة الشركة بفعل تجذر المسيرين أين يميلون في هذه الحالة لخدمة مصالحهم على حساب المساهمين الخارجيين. وهو ما أثبتته الدراسة التطبيقية التي قام بها (1988) Morck et al أين وجدوا علاقة على شكل معكوس U (Inverse U-shaped relationship)، وهو ما يثبت أن ارتفاع مستوى الملكية الإدارية بعد بلوغه الذروة يصبح أمرا سلبيا<sup>2</sup>. وقد أكد (2005) Madani & Khlif بعد مراجعته لعدد من الدراسات التطبيقية أن "العلاقة بين الأداء والملكية الإدارية ليست خطية مهما كانت العلاقة السببية"<sup>3</sup>.

أخيرا وكحوصلة لما ذكر فيما يتعلق بهيكل الملكية، أشار (1991) Charreaux إلى أن الدراسات التطبيقية قابلة للنقد على نقطتين أساسيتين: فكرة الأداء التي تم تحديدها بشكل خاطئ نظريا أو باعتماد مؤشرات قياس غير موفقة خاصة فيما يتعلق باعتماد المؤشرات المحاسبية فقط، ومشكلة الارتباط بين هيكل الملكية وهياكل اتخاذ القرار والأداء والتي غالبا لا يمكن دراستها بشكل منفصل لارتباطها<sup>4</sup>.

### 3-1-3- المدير التنفيذي

تؤيد نظرية الوكالة الفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، فانطلاقا من هذه النظرية فإن جمع المنصبين يجعل من الصعب مراقبة عمل المدير التنفيذي كما أن الجمع يزيد من سيطرته<sup>5</sup>، فقد أشار (1992) Mallette إلى أنه في ظل ازدواجية الأدوار يمكن للمدير التنفيذي وضع جدول أعمال مجلس الإدارة والتحكم فيه والأكثر من ذلك يمكنه حتى اختيار أعضاء مجلس الإدارة<sup>6</sup>. وقد ذكر (1993) Jensen أن: "وظيفة رئيس مجلس الإدارة هي إدارة اجتماعات المجلس والإشراف على عملية تعيين المدير التنفيذي وفصله وتقييمه وتعويضه، من الواضح أن المدير التنفيذي لا يمكنه أداء هذه الوظيفة بصرف النظر عن مصلحته الشخصية. بدون توجيه من رئيس مستقل، يكون من الصعب على مجلس الإدارة أداء وظيفته الحاسمة. لذلك، لكي يكون مجلس الإدارة فعالا، من المهم الفصل بين منصب الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة [ترجمة]"<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> \_ Gérard CHARREAUX, Jean-Pierre PITOL-BELIN, "Le Conseil d'Administration", Vuibert, France, 1990, p: 91,92.

<sup>2</sup> \_ Eloisa Perez DE TOLEDO, "Quality of Governance and Firm Performance: Evidence from Spain", Master thesis, Universitat Autònoma de Barcelona, Espagne, p: 11, 12.

<sup>3</sup> \_ Wiem Elmanaa MADANI, Wafa KHLIF, *Op.cit.*, p : 7.

<sup>4</sup> \_ Gérard CHARREAUX, "Structure de Propriété, Relation d'agence, et Performance Financière", Revue Economique, n°3, 1991, p : 522, 523.

<sup>5</sup> \_ Wan YUSOFF , Idris ALHAIJ, *Op.cit.*, p: 49.

<sup>6</sup> \_ Yahya AL-MATARI et al., *Op.cit.*, p: 242.

<sup>7</sup> \_ Georgeta VINTILA, Ştefan GHERGHINA, *Op.cit.*, p: 178.

من ناحية أخرى، يرى مؤيدو نظرية الإشراف أن الجمع بين المناصب يؤدي إلى أداء أفضل، فالمسيرون التنفيذيون من وجهة نظرهم جديرون بالثقة وهم وكلاء جيّدون عن موارد الشركة<sup>1</sup>. حيث أن ازدواجية المنصب تجعل من شخص واحد فقط مسؤولاً عن متابعة أعمال المجلس مما له أن يحسن من أداء الشركة<sup>2</sup>. فإذا كان الجمع بين المنصبين يولد تكاليف وكالة، فإن الفصل بينهما يجعل من الصعب تحديد من المسؤول عن الأداء السيئ للشركة، في حين أثبتت دراسات أخرى أن الجمع بين المنصبين عادة ما يكون في الشركات التي تنشط في ظل بيئة تمتاز بالتغير وعدم التأكد، وعلى العكس من ذلك يتم الفصل بين المنصبين في البيئة التي تعتبر ثابتة نسبياً<sup>3</sup>. بالرجوع إلى الدراسات التطبيقية، فإن مراجعة (Babita (2015 للدراسات التي أجريت في المجال بينت تضارباً من حيث النتائج بين وجود علاقة إيجابية، علاقة سلبية أو عدم وجود علاقة تماماً بين فصل المناصب والأداء المالي، يتوقف ذلك على البيئة المدروسة، المتغيرات والأساليب المعتمدة في تقييم العلاقة، حجم الشركة، طبيعة الشركة، هيكل الملكية وهيكل مجلس الإدارة<sup>4</sup>. وقد أشار (Duc & Phan (2013 إلى أنه على الرغم من أن الدراسات التطبيقية حول ازدواجية المنصب وعلاقتها بالأداء المالي لا يمكنها الفصل في الموضوع وتقديم وجهة نظر متفق عليها، إلا أن هناك اتفاقاً بين المساهمين، المساهمين المؤسسين وصانعي السياسات على أنه لا ينبغي الجمع بين المنصبين<sup>5</sup>. وهو ما أكدت عليه لجنة Cadbury التي اعتبرت الجمع بين المناصب غير مرغوب فيه باعتباره يمنح شخصاً واحداً مساحة كبيرة في عملية اتخاذ القرار<sup>6</sup>.

### 3-2- منهجية الدراسة

إن الهدف المراد تحقيقه من خلال هذا البحث هو محاولة حصر أهم المتغيرات التي تم اعتمادها ضمن الدراسات المختلفة التي تناولت حوكمة الشركات والتي سيتم اعتمادها فيما بعد ضمن بناء المؤشر الذي سيمكننا من تقييم حوكمة الشركات في الدول العربية محل الدراسة بعد تكييفها طبعاً مع البيئة العربية. وعليه، سيتم تلخيص توجهات الباحثين فيما يتعلق بحوكمة الشركات خلال السنوات 2010-2019، أين سيتم التركيز من جهة على ما تضمنته حوكمة الشركات من متغيرات، ومن جهة أخرى سيتم النظر في توجهات الدراسات نحو المؤشرات المعتمدة في تقييم تأثير متغيرات الحوكمة على النتائج المحققة من قبل الشركات، بشكل أكثر دقة، سيتم التركيز على

<sup>1</sup> \_ Idem.

<sup>2</sup> \_ Sekhar Muni AMBA, "Corporate Governance and Firms' Financial Performance", Journal of Academic and Business Ethics, 2014, p: 3.

<sup>3</sup> \_ Alaint FINET et al., "Gouvernement d'Entreprise: Enjeux Managériaux, Comptables et Financiers", Op.cit., p: 63, 64.

<sup>4</sup> \_ BABITA, "Impact of Board Independence and Chief Executive Status on Firm Performance", International Journal of Management Research, vol. 3, Issue 3, 2015, p: 77-79.

<sup>5</sup> \_ Duc Vo A B & Thuy PHAN, Op.cit., p: 65, 66.

<sup>6</sup> \_ Charlie WEIR et al., Op.cit., p: 7.

اهتمامات الباحثين فيما يتعلق بحوكمة الشركات وأثرها على الأداء المالي. لأجل ذلك، سيتم متابعة الأبحاث في هذا المجال باعتماد ما يعرف بـ Systematic Review كأسلوب بحث علمي.

ما يتطلبه هذا الأسلوب، بداية، هو تحديد الكلمات المفتاحية التي سيتم بناء عليها اختيار الأبحاث، في موضوعنا هذا سيتم التركيز على "حوكمة الشركات Corporate Governance" و"الأداء المالي Financial Performance"، بما يضمن تحصيل مختلف الأبحاث التي تناولت أثر حوكمة الشركات على الأداء المالي. إن المطلع على الكلمات المفتاحية المختارة ممن له باع في اعتماد مختلف الأساليب العلمية المتعلقة بتحليل نتائج الدراسات السابقة يجد أن الكلمات المفتاحية الموضوعية موسعة جداً، في حين كان بالإمكان حصرها أكثر خاصة إذا تعلق الأمر بحوكمة الشركات التي عرفت اهتمام الباحثين بشكل كبير تولد عنه وجود عدد هائل من الأبحاث العلمية. إن سبب اختيارنا لهذه الكلمات هو كون الهدف من دراستنا في هذا الجزء هو حصر متغيرات الدراسة ضمن الجانب التطبيقي وهو ما يفرض ضرورة الاطلاع على عدد أكبر من الدراسات بما يسهل فيما بعد بناء مقارنة حديثة تتماشى والأبحاث العلمية الحديثة في هذا المجال.

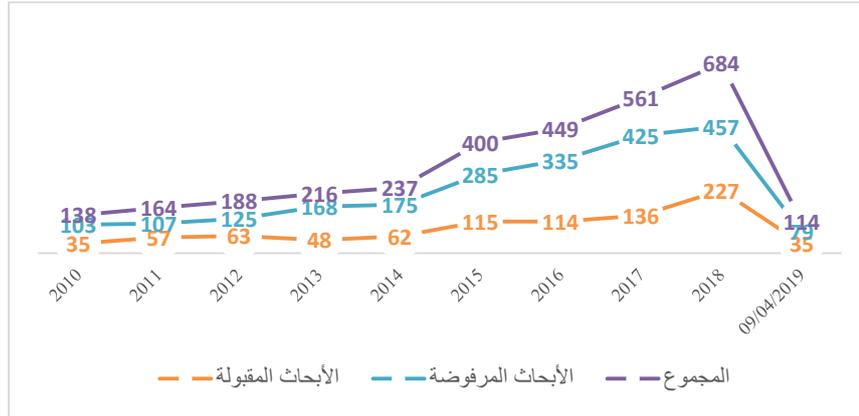
لحصر عناوين الأبحاث العلمية المعدة في هذا المجال، فقد تمت الاستعانة مباشرة بموقع Web of Science بدل الرجوع إلى مختلف المواقع التي تحتوي الأبحاث العلمية، وهو ما تم اعتماده من قبل Juan Pablo Gonzales-Bustos (2016)، والذي أشار إلى أن الموقع يلقي قبولا ضمن الوسط الأكاديمي من جهة، كما أنه يحتوي عددا لا بأس به من المجالات التي تهتم بالعلوم الإدارية والتسيير من جهة أخرى<sup>1</sup>. بلغ عدد الأبحاث المنشورة خلال الفترة 2010-2019/04/9 حسب إحصائيات الموقع فيما يتعلق بالكلمات المفتاحية التي تم على أساسها البحث تقريبا 3151 دراسة، كحصر أولي للأبحاث، حيث أنه وبعد معالجة مضمونها تم الاستغناء عن 2259 دراسة، ليكون بذلك عدد الأبحاث التي ستخضع للتحليل هو 892 دراسة، والدراسات التي تم حذفها هي دراسات ابتعدت عن موضوع بحثنا الأساسي لدراسة مواضيع أخرى منها: المسؤولية الاجتماعية، ثقافة المؤسسات، جودة التقارير المالية، المعايير المحاسبية الدولية، البحث والتطوير، وغيرها، فرغم أن المواضيع السابقة قد أثبتت علاقتها بحوكمة الشركات من قريب أو بعيد إلا أنها لا تخدم بحثنا هذا بشكل مباشر خاصة في ظل تراجع المعطيات المتوفرة فيما يتعلق بالشركات بالدول العربية مما يحد من متغيرات الدراسة. مع تسجيل أن الدراسات المقبولة تكون لها علاقة بحوكمة الشركات سواء تعلق الأمر بآلياتها أو مستوى تطبيقها، وهو ما يسجل على الأداء المالي، حيث ستم معالجة الدراسات التي لها علاقة بالأداء المالي بما في ذلك إدارة الأرباح، المخاطر، الفشل المالي، وغيرها باعتبارها قائمة على معطيات مالية عند الحساب.

<sup>1</sup> \_ Juan Pablo GONZALES-BUSTOS, Ana Beatriz HERNANDEZ-LARA, "Corporate Governance and Innovation: A Systematic Literature Review", Corporate Ownership & Control, vol. 13, n° 3, 2016.

## 3-3- نتائج الدراسة

عرفت مواضيع حوكمة الشركات تطورا ملحوظا عبر مختلف السنوات وهو ما يؤكد أهميتها، وقد كانت علاقتها بالأداء المالي من المواضيع المبحوثة بشكل موسع، يلخص الشكل (1-1) تطور عدد الأبحاث التي اهتمت بدراسة علاقة حوكمة الشركات بالأداء المالي:

الشكل (1-1): تطور الأبحاث حول حوكمة الشركات والأداء المالي.



المصدر: بالاعتماد على موقع Web of Science.

انطلاقا من الشكل (1-1) يتضح أن الأبحاث المدرجة ضمن موقع Web of Science عرفت تطورا خلال السنوات العشر الأخيرة وقد يرجع السبب في ذلك إلى زيادة عدد المجالات المدرجة ضمن الموقع واهتمام المجالات بضرورة تصنيفها كمجالات علمية جيدة، ما يلاحظ على الأبحاث المرتبطة مباشرة بموضوع دراستنا أن الأبحاث تعرف هي الأخرى تواسلا في الارتفاع خاصة منذ 2015؛ مع ملاحظة أن نسبة الأبحاث المقبولة إلى إجمالي الأبحاث المنشورة سنة 2018 بلغت 33.19%، في مقابل نسبة 31% خلال الثلاثي الأول فقط لسنة 2019، وهي نسب تبرز فعلا أهمية حوكمة الشركات والأداء المالي كمواضيع دراسة. وقد يرجع السبب في ذلك إلى ما ذكر آنفا أو إلى الاهتمام الفعلي من قبل الباحثين بمواضيع حوكمة الشركات وعلاقتها بالأداء المالي وهو ما يبرزه أكثر تكرار الأبحاث عبر مختلف المجالات المدرجة ضمن الموقع.

الجدول (1-1): الأبحاث بحسب نوعها.

| السنوات   | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| المجلات   | 33   | 219  | 125  | 98   | 93   | 45   | 37   | 48   | 50   | 32   |
| الملتقيات | 0    | 5    | 9    | 13   | 17   | 14   | 7    | 13   | 7    | 2    |
| الكتب     | 2    | 3    | 2    | 3    | 5    | 3    | 4    | 2    | 0    | 1    |

المصدر: بالاعتماد على موقع Web of Science.

بلغ عدد المجالات التي تناولت موضوع حوكمة الشركات والأداء المالي أو ما تعلق به من مصطلحات 305 مجلة بمجمل 780 بحثاً، في حين أن 25 دراسة نشرت ضمن كتب (Book Section)، أما عن الملتقيات فقد بلغت عدد المداخلات المنشورة 87 مداخلة، ليكون بذلك مجموع الأبحاث 892 بحثاً.

بلغ عدد المجالات التي نشرت عشرة أبحاث فما أكثر في مجال حوكمة الشركات ثماني مجلات، وفق ما يوضحه الجدول (2-1):

**الجدول (2-1): أهم المجالات التي تناولت مواضيع حوكمة الشركات والأداء المالي.**

|                                                                       | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015       | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | TOTAL |
|-----------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------------|------|------|------|------|-------|
| JOURNAL OF BANKING & FINANCE                                          | 1    | 4    | 4    | 1    | 2    | 3          | 1    | 2    | 3    |      | 21    |
| JOURNAL OF BUSINESS ETHICS                                            |      | 1    | 1    |      | 2    | 4          | 2    | 1    | 5    |      | 16    |
| JOURNAL OF CORPORATE FINANCE                                          | 1    | 2    |      |      | 1    | 1          | 2    | 2    | 1    |      | 10    |
| JOURNAL OF MANAGEMENT & GOVERNANCE                                    |      |      |      |      |      |            | 3    | 4    | 3    |      | 10    |
| CORPORATE GOVERNANCE-AN INTERNATIONAL REVIEW                          | 6    | 3    | 2    | 4    | 3    | 3          | 3    | 1    | 5    |      | 30    |
| CORPORATE GOVERNANCE-THE INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSINESS IN SOCIETY |      |      |      |      |      | 6          | 10   | 9    | 15   | 4    | 44    |
| PACIFIC-BASIN FINANCE JOURNAL                                         |      | 1    |      | 2    |      |            | 1    | 1    | 4    | 1    | 10    |
| RESEARCH IN INTERNATIONAL BUSINESS AND FINANCE                        |      |      |      |      |      |            | 3    | 5    | 5    |      | 13    |
| <b>TOTAL</b>                                                          |      |      |      |      |      | <b>154</b> |      |      |      |      |       |

المصدر: بالاعتماد على موقع Web of Science.

انطلاقاً من الجدول (2-1) يتضح أن مواضيع حوكمة الشركات قد خصصت لها مجلات عالمية، كما أن تلك المجالات التي تهتم بالجانب المالي للشركات تناولت مواضيع حوكمة الشركات مما يدعم علاقة حوكمة الشركات بالجانب المالي. تمثل المجالات ضمن الجدول ما نسبته تقريباً 3% من مجموع المجالات التي تضمنتها الدراسة، هذه المجالات نشرت ما نسبته 17.26% خلال السنوات الأخيرة، باقي الأبحاث تتوزع على باقي المجالات، الأمر الذي يثبت أن باقي المجالات حتى وإن كانت ليست متخصصة فإنها تنشر أبحاثاً لها علاقة بحوكمة الشركات والأداء المالي.

محاولة منا لضبط متغيرات الدراسة التي ستعتمد لاحقاً خلال الفصل التطبيقي، سنحاول تحليل 50% من مجموع الدراسات المقبولة، على أن تكون هذه الدراسات منشورة خلال السنوات الأخيرة انطلاقاً من 2016 إلى غاية أبريل 2019 (الانطلاق في الترتيب من آخر دراسة إلى حين تحصيل نصف عدد الأبحاث المقبولة)، يكون بذلك عدد الدراسات التي سيتم النظر في المتغيرات المعتمدة بها هي 447 دراسة، موزعة على السنوات 2019

(35)، 2018 (227)، 2017 (136) و2016 (49)، منها 423 مقالا (2016: 46، 2017: 125، 2018: 219 و2019: 33)، 16 مداخلة (2016: 2، 2017: 9 و2018: 5) وثمانية فصول ضمن كتب (2016: 1، 2017: 2، 2018: 3 و2019: 2). إن سبب تركيزنا على السنوات الأخيرة فقط بدل دراسة كل الفترة راجع إلى:

- التركيز على الأبحاث الحديثة ضمن المجال والتي تستند هي الأخيرة على الأبحاث التي سبقتها.
- الدراسات القديمة بعض الشيء ملخصاتها لا تكون موسعة بدرجة كبيرة مما يضطرنا للرجوع إلى الدراسة في حد ذاتها الأمر الذي قد يتعذر في كثير من الأحيان.

بعد الاستغناء على مجموع الدراسات التي لم تتضمن أبحاثا عملية (تطبيقية) والبالغ عددها 15 دراسة نظرية (2016: 3، 2018: 10، 2019: 2) وتلك الدراسات التي لم يتضمن ملخصها توضيحا لأهم المتغيرات التي تم اعتمادها في الدراسة سواء تعلق الأمر بالأداء المالي (ثمانية دراسات: 2017: 6، 2018: 1، 2019: 1) أو حوكمة الشركات (خمس دراسات: 2017: 4، 2018: 1)، بلغ عدد الدراسات التي لم تتضمن تفصيلا لمتغيراتها معا ضمن ملخصها بلغ عددها خمس دراسات (2017: 4، 2018: 1) ليلعب بذلك عدد الدراسات التي سيتم تحليل متغيراتها 424 دراسة، مع ملاحظة أن بيانات الأعمال تم ذكرها في ملخصات كل الدراسات باستثناء 41 دراسة، وقد حافظنا على الدراسات باعتبار أن ملخصها تضمن تفصيلا للمتغيرات المعتمدة.

## الجدول (3-1): متغيرات الدراسات وبيئات الأعمال.

| المجموع                | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 |                                                 |
|------------------------|------|------|------|------|-------------------------------------------------|
| 17                     | 1    | 10   | 3    | 3    | أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي          |
| 45                     | 3    | 25   | 15   | 2    | جنوب آسيا                                       |
| 108                    | 8    | 48   | 38   | 11   | أوروبا وآسيا الوسطى                             |
| 36                     | 2    | 23   | 7    | 4    | الشرق الأوسط وشمال إفريقيا                      |
| 22                     | 1    | 12   | 8    | 1    | أمريكا الشمالية                                 |
| 105                    | 10   | 45   | 38   | 12   | شرق آسيا والمحيط الهادئ                         |
| 24                     | 0    | 14   | 7    | 3    | جنوب الصحراء الكبرى - إفريقيا-                  |
| 31                     | 3    | 17   | 8    | 3    | أخرى**                                          |
| <b>المجموع: 388***</b> |      |      |      |      |                                                 |
| 227                    | 13   | 120  | 73   | 21   | مجلس الإدارة                                    |
| 44                     | 3    | 24   | 11   | 6    | لجان مجلس الإدارة                               |
| 122                    | 15   | 55   | 36   | 16   | هيكل الملكية                                    |
| 60                     | 7    | 21   | 24   | 8    | المدير التنفيذي CEO                             |
| 55                     | 3    | 31   | 14   | 7    | الإفصاح، الشفافية، موثيق، مؤشر الحوكمة، وغيرها. |
| 46                     | 5    | 31   | 8    | 2    | أخرى                                            |
| <b>المجموع: 554***</b> |      |      |      |      |                                                 |
| 103                    | 2    | 53   | 36   | 12   | المؤشرات المحاسبية                              |
| 80                     | 1    | 34   | 31   | 14   | المؤشرات المالية                                |
| 9                      | 1    | 3    | 4    | 1    | الفشل المالي                                    |
| 6                      | 0    | 3    | 1    | 2    | الاستدانة                                       |
| 40                     | 3    | 22   | 13   | 2    | المخاطر                                         |
| 31                     | 5    | 18   | 4    | 4    | إدارة الأرباح                                   |
| 18                     | 0    | 9    | 6    | 3    | الكفاءة                                         |
| 188                    | 23   | 97   | 56   | 12   | أخرى                                            |
| <b>المجموع: 475***</b> |      |      |      |      |                                                 |

تم اعتماد تقسيم البنك الدولي للمناطق المختلفة.

\*\* المناطق التي لم يتم توضيحها بشكل مباشر سواء تعلق الأمر بتلك التي لم ترد ضمن الملخص أو تلك التي اهتمت بدراسة عدة بيئات.

\*\*\* توجد دراسات درست أكثر من بيئة أو أكثر من متغير.

المصدر: بالاعتماد على موقع Web of Science.

يتضح من الجدول (3-1) أن أوروبا وآسيا الوسطى وكذا شرق آسيا والمحيط الهادئ تعتبران أكثر منطقتين تم التطبيق عليهما. في حين أن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا والتي تنتمي إليها الدول العربية بلغ عدد الدراسات بها 36 دراسة أين تم نشر أغلبها سنة 2018، أين شكلت في ذلك دول الخليج العدد الأكبر (18 دراسة)،

في حين درست الأردن خمس مرات، لبنان مرتين، العراق ومصر مرة واحدة. في حين أن الدول الأكثر دراسة هي: الصين: 40، الهند: 26، ماليزيا: 25، الو.م.أ: 20، باكستان: 18، بريطانيا: 13، إيطاليا: 12، مما يبين أن الدول التي تسعى للنمو أكثر تهتم بدراسة حوكمة الشركات والأداء المالي.

فيما يتعلق بالأداء المالي، فإن عدد الدراسات التي أشارت في ملخصها إلى مؤشرات الأداء المالي دون تحديدها بالضبط هو 136 دراسة (أدرجت ضمن أخرى)، في حين أن بقية الدراسات التي لم تدرج ضمن مجموعة معينة لعدم تكرارها بصورة واضحة تعلقت بـ: تكاليف الوكالة، تكاليف الاستحواذ، الفساد المالي، القرارات المالية، قيمة المؤسسة، خلق القيمة، وغيرها. فيما يتعلق ببقية المؤشرات، فيلاحظ أن المؤشرات المحاسبية قد احتلت الصدارة بعدد أبحاث بلغ 103 دراسة ورغم أنها مؤشرات تقليدية لقياس الأداء المالي إلا أنها تبقى في ارتفاع، حيث بلغ عدد الدراسات التي اعتمدت هذا النوع من المؤشرات 53 دراسة سنة 2018، أين يمثل العائد على حقوق الملكية (ROE: Return On Equity) والعائد على الأصول (ROA: Return On Assets) أهمها، حيث بلغ عدد الدراسات التي تضمنت كلا المؤشرين أو أحدهما بشكل صريح 55 دراسة، في حين اكتفت الدراسات الأخرى بذكر اعتمادها للمؤشرات المحاسبية/ التشغيلية أو باعتمادها مؤشرات أخرى كالربحية، القيمة الاقتصادية المضافة، العائد على المبيعات، وغيرها. أما عن المؤشرات المالية، فيعتبر مؤشر Tobin's Q أبرزها. المخاطر هي الأخرى كانت محل اهتمام الباحثين في دراسة علاقتها بحوكمة الشركات أين بلغ مجموع الدراسات 40 دراسة، وهو ما يلاحظ أيضا على إدارة الأرباح (دمجت أيضا جودة الأرباح ضمن هذا العنصر) حيث بلغ عدد الدراسات 31 دراسة. أما عن الكفاءة فقد اختلفت بين دراسة كفاءة المؤسسة أو البنك في حد ذاته، كفاءة الاستثمار، كفاءة تخصيص الموارد، وغيرها. إن مجموع ما تمت الإشارة إليه يعكس أهمية حوكمة الشركات، فدراسة علاقتها وارتباطها بعدد من المتغيرات المالية يعكس أهمية حوكمة الشركات ويدعم بذلك موضوع بحثنا. انطلاقا مما تم التوصل إليه، سيتم اعتماد المؤشرات المحاسبية ضمن الدراسة التطبيقية، وذلك لكونها الأسهل اعتمادا خاصة في ظل بيانات مختلفة (عدة أسواق مالية عربية) وكذا لاعتمادها بشكل موسع من قبل الباحثين.

عن متغيرات حوكمة الشركات، فيلاحظ تركيز الدراسات في أغلبها على الآليات الداخلية لحوكمة الشركات عند دراسة العلاقة مع الأداء المالي، أما عن الدراسات التي ابتعدت عن الآليات الداخلية فقد اهتمت بدراسة مؤشرات حوكمة الشركات، موثيقها، مبادئها، مستويات الإفصاح والشفافية والتي تعتبر معطيات خارجية قائمة على وجود آليات داخلية. يأتي مجلس الإدارة في صدارة الآليات المدروسة (225 دراسة)، حيث أن هذا الأخير درس بالتركيز على: حجم المجلس، الاستقلالية، عدد الاجتماعات، تنوع الجنس والمستوى الدراسي، الخبرات، وجود الأجنبي على مستوى مجلس الإدارة، الفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، حتى تلك المتعلقة بوجود سياسيين على مستوى مجلس الإدارة، وغيرها. يأتي في نقطة ثانية، هيكل الملكية (60 دراسة)،

أين تم التركيز في دراسته على تركيز الملكية، ملكية الحكومة، ملكية المؤسسات، ملكية الأجانب، الملكية الإدارية، وملكية العائلات. من جهة أخرى، اهتمت الدراسات بالمدير التنفيذي (55 دراسة) وذلك من خلال دراسة خصائصه، تغير المدير التنفيذي (معدل الدوران)، مكافآت المدير التنفيذي. لجان مجلس الإدارة (44 دراسة) هي الأخرى عرفت اهتماما من قبل الباحثين، ما يلاحظ هو أن الاهتمام انصب بشكل كبير ضمن الدراسات على لجنة التدقيق يتعلق الأمر أساسا بحجم لجنة التدقيق، استقلالية لجنة التدقيق، نشاطها وكذا وجود خبراء في المجال المحاسبي والمالي على مستواها، وغيرها. أما عن الإفصاح، الشفافية، مؤشر حوكمة الشركات، المواثيق، المبادئ، وغيرها (55 دراسة)، فيلاحظ أن من الدراسات من لم تركز على الآليات متفرقة، بل اهتمت بمؤشر حوكمة الشركات إجمالا أو بوجود مواثيق، تطبيق مبادئ أو التركيز مباشرة على الإفصاح والشفافية كآلية من آليات حوكمة الشركات. في حين أن بقية الدراسات إما أنها لم تحدد طبيعة الآليات المعتمدة أو أنها اهتمت بالسوق المالي كآلية خارجية أو قوة القوانين المطبقة لحماية حقوق المستثمرين، وغيرها. انطلاقا من كل ما ذكر، سيتم التركيز على مجلس الإدارة ولجانه، هيكل الملكية، المدير التنفيذي، الإفصاح والشفافية في تقييمنا لحوكمة الشركات ضمن الجانب التطبيقي.

## خلاصة

تضمن الفصل أهم النقاط المرتبطة بالتأصيل النظري لحوكمة الشركات والتي تجعل من دارس الموضوع متوغلا في جزئياته، أين تم الانطلاق من نظريات حوكمة الشركات وصولا إلى النظريات الحديثة المرتبطة بالمفهوم، ثم التطرق إلى نماذج حوكمة الشركات المختلفة بداية من الأسس المعتمدة في التمييز بين النماذج المختلفة وصولا إلى دراسة وجهة نظر الباحثين حول إمكانية تقارب هذه النماذج، ليتم أخيرا التطرق إلى علاقة حوكمة الشركات بالأداء المالي باتباع ما تضمنته الدراسات السابقة من متغيرات جزئية. تم التوصل من خلال الفصل إلى الآتي:

- تهتم النظريات الحديثة لحوكمة الشركات بالبعد المعرفي، أين اكتسحت النظريات المعرفية والسلوكية مجال حوكمة الشركات كتطور للنظريات التقليدية القائمة على مفهوم فصل الملكية عن التسيير.
- تختلف نماذج حوكمة الشركات باختلاف البيئات وإن كان فيه إمكانية تقارب لها باعتبارها تتقاطع في بعض الأحيان، وينطلق الاختلاف في نماذج حوكمة الشركات من الاختلاف في الجوانب الثقافية، القانونية والمالية للدول.
- عرفت دراسة علاقة حوكمة الشركات بالأداء المالي تطورا ملحوظا عبر الزمن أين تم التركيز في ذلك على الآليات الداخلية خاصة ما يتعلق بمجلس الإدارة وهيكل الملكية، في حين تم التركيز على العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول فيما يتعلق بالأداء المالي.

---

## الفصل الثاني: حوكمة الشركات وأداء الأسواق المالية في الدول العربية

---

## تمهيد

إن أهمية حوكمة الشركات لم تقتصر على الأبحاث العلمية فقط، بل دعت المنظمات العالمية هي الأخرى لضرورة تكريس هذا المفهوم على الصعيد الوطني للدول، فعملت على إثْر ذلك مختلف الدول لإرساء تطبيق جزئيات حوكمة الشركات عبر مختلف المستويات الأساسية للشركة.

إن دراسة مفهوم حوكمة الشركات على مستوى بيئة أعمال معينة يفرض بالضرورة دراسة بيئة الأعمال ككل وما تنتجه كأرضية عمل، وصولاً إلى أسواقها المالية وأدائها، فحوكمة الشركات لم تأت من عدم وإنما كانت نتيجة ممارسات عملية وجُعِلت حتى تضمن جودة هذه الممارسات. في هذا الصدد، يهدف الفصل في بدايته إلى دراسة بيئات الأعمال العربية عموماً والتركيز على بعض الأوجه الأساسية ضمن حوكمة الشركات خصوصاً، بما يسهل عملية الحكم على توجه هذه الدول نحو نموذج حوكمة معين، أين تشكل الأسواق المالية مقارنة بالبنوك وكذا تركز الملكية نقطة الفصل في نوع النموذج المتبع.

إن إرساء مفهوم حوكمة الشركات يفرض وجود أطر قانونية، ليتناول الفصل في جانب ثانٍ منه اللوائح والمواثيق المتعلقة بحوكمة الشركات والصادرة عن الجهات الرسمية العربية، أين يفترض، وفي ظل ما حظيت به حوكمة الشركات من اهتمام من قبل المنظمات العالمية، وجود أطر تنظيمية خاصة بها عبر مختلف الدول، حيث تضمن هذه الأطر توحيد ممارسات حوكمة الشركات على المستوى الوطني.

إن وجود مثل هذه الأطر لا يفرض بالضرورة جودة نظام الحوكمة على مستوى دولة بعينها، بل يجب النظر في مدى تطبيق هذه الأطر من جهة، ومدى تحقيقها لما وجدت من أجله من جهة أخرى. ولعل من بين أهم ما وجدت من أجله حوكمة الشركات هو التحسين من أداء الأسواق المالية بحكم أن تطبيق الحوكمة ينعكس على أداء الشركات وهذا الأخير يبرز بشكل واضح على مستوى السوق المالي؛ فهل تمكنت فعلاً ممارسات حوكمة الشركات من تحسين أداء الأسواق المالية في الدول العربية؟

تفصيلاً لما ذكر، فالفصل يدرس في أجزاء ثلاثة:

- 1- ممارسات حوكمة الشركات في بعض الدول العربية.
- 2- التنظيم القانوني لحوكمة الشركات على ضوء إصدارات الحوكمة في بعض الدول العربية.
- 3- علاقة حوكمة الشركات بأداء بعض الأسواق المالية العربية.

## 1- ممارسات حوكمة الشركات في بعض الدول العربية

*"There is a sound ecosystem in MENA countries that reflects acceptance of the importance of sound corporate governance practices"<sup>1</sup>.*

لا تقوم اقتصاديات الدول العربية بمعزل عن النظام الاقتصادي العالمي وما يدعو إليه، لذلك فإن حوكمة الشركات يفترض أن تكون قد تم تبنيها من قبل بعض الدول العربية على الأقل استجابة لما دعت إليه مختلف الهيئات العالمية والباحثين الأكاديميين فيما يتعلق بحوكمة الشركات، ولأن الشركة في حد ذاتها لا تقوم بمعزل عن نظام اقتصادي وطني تنشأ فيه ليحتيوها، فإن المبحث يتعرض، بادئ ذي بدء، لوضع الحوكمة على المستوى الكلي في بعض الدول العربية ليتم بعدها التركيز مباشرة على ما يخدمها من خلال التطرق إلى أهم ممارسات حوكمة الشركات بهذه الدول.

## 1-1-1 البيئة التشريعية، السياسية والمؤسسية

سيتم التركيز على دراسة وضع الدولة ككل من الناحية التشريعية والسياسية، من خلال دراسة مؤشرات ما يعرف بالحكم الرشيد لاستيعاب الظروف التي تنشأ فيها الشركات. ليتم الانتقال بعدها لدراسة البيئة المؤسسية للدول بدراسة وضع الاقتصاد عموماً وسيرورة إنشاء المؤسسات عبر مختلف الدول بشكل خاص.

## 1-1-1-1 البيئة التشريعية والسياسية

إن دراسة وضع الحوكمة على مستوى الشركات (على المستوى الجزئي) يفرض ضرورة دراسة وضعها على المستوى الكلي (الدولة ككل) أيضاً وفق ما أشار إليه (Almustafa 2017)، فنظام حوكمة الشركات لا يقوم بمعزل عن نظام حوكمة وطني في إطار ما يعرف بالحكم الرشيد (Governance, Good Governance)<sup>2</sup>. وقد تم حصر أبعاد الحكم الرشيد في ستة أبعاد أساسية وفق البنك الدولي: العنف والمساءلة (Voice and Accountability)، الاستقرار السياسي (Political Stability)، كفاءة الحكومة (Government Effectiveness)، جودة التشريعات (Regulatory Quality)، قوة القانون (Rule of Law) والرقابة على الفساد (Control of Corruption).

<sup>1</sup> \_ Gabriela Figueiredo Dias, "The Business Case for Corporate Governance and the Evolution of the Concept in the MENA (Middle East and North Africa) Region", MENA-OECD Working Group on Corporate Governance, Morocco, 12-13 December 2017, p: 2.

<sup>2</sup> \_ Hamza ALMUSTAFA, "National Governance, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Tow MENA Countries –Jordan and UAE-", PhD thesis, University of Salford Manchester, UK, 2017, p: 62.

الجدول (1-2): أبعاد الحكم الراشد، 2019.

| مجال القيم: [-2.5، 2.5] |               |                |                |                   |                 |            | الدول |
|-------------------------|---------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|------------|-------|
| الرقابة على الفساد      | قوة القانون   | جودة التشريعات | كفاءة الحكومة  | الاستقرار السياسي | العنف والمساءلة | السنوات    |       |
| 0.04                    | 0.19          | 0.23           | 0.10           | -0.31             | -0.80           | 2010       |       |
| 0.13                    | 0.14          | 0.03           | 0.10           | -0.36             | -0.67           | 2019       |       |
| <b>225.00</b>           | <b>26.32</b>  | <b>86.96</b>   | <b>0</b>       | <b>16.13</b>      | <b>16.25</b>    | التغير (%) |       |
| 0.90                    | 0.32          | 0.32           | 0.90           | 0.80              | -0.90           | 2010       |       |
| 1.11                    | 0.84          | 0.98           | 1.38           | 0.70              | -1.12           | 2019       |       |
| <b>23.33</b>            | <b>162.50</b> | <b>206.25</b>  | <b>53.33</b>   | <b>12.50</b>      | <b>24.44</b>    | التغير (%) |       |
| 0.18                    | 0.44          | 0.71           | 0.46           | -0.49             | -0.97           | 2010       |       |
| -0.01                   | 0.49          | 0.49           | 0.30           | -0.66             | -1.41           | 2019       |       |
| <b>105.56</b>           | <b>11.36</b>  | <b>30.99</b>   | <b>34.78</b>   | <b>34.69</b>      | <b>45.36</b>    | التغير (%) |       |
| -0.26                   | 0.06          | -0.03          | 0.22           | -0.06             | -1.42           | 2010       |       |
| -0.08                   | 0.06          | -0.44          | -0.10          | -0.83             | 0.28            | 2019       |       |
| <b>69.23</b>            | <b>0</b>      | <b>1366.67</b> | <b>145.45</b>  | <b>1283.33</b>    | <b>119.72</b>   | التغير (%) |       |
| -0.52                   | -0.78         | -1.17          | -0.48          | -1.26             | -1.02           | 2010       |       |
| -0.62                   | -0.82         | -1.30          | -0.52          | -1.00             | -1.04           | 2019       |       |
| <b>19.23</b>            | <b>5.13</b>   | <b>11.11</b>   | <b>8.33</b>    | <b>20.63</b>      | <b>1.96</b>     | التغير (%) |       |
| 0.04                    | 0.16          | 0.16           | -0.01          | -0.23             | -1.79           | 2010       |       |
| 0.27                    | 0.17          | -0.07          | 0.31           | -0.43             | -1.62           | 2019       |       |
| <b>575.00</b>           | <b>6.25</b>   | <b>143.75</b>  | <b>3200.00</b> | <b>86.96</b>      | <b>9.50</b>     | التغير (%) |       |
| 0.32                    | 0.54          | 0.44           | 0.38           | 0.59              | -1.04           | 2010       |       |
| 0.45                    | 0.55          | 0.29           | 0.26           | 0.59              | -1.14           | 2019       |       |
| <b>40.63</b>            | <b>1.85</b>   | <b>34.09</b>   | <b>31.58</b>   | <b>0</b>          | <b>9.62</b>     | التغير (%) |       |
| 1.41                    | 0.85          | 0.60           | 0.85           | 1.15              | -1.01           | 2010       |       |
| 0.85                    | 0.73          | 0.68           | 0.71           | 0.70              | -1.29           | 2019       |       |
| <b>39.72</b>            | <b>14.12</b>  | <b>13.33</b>   | <b>16.47</b>   | <b>39.13</b>      | <b>27.72</b>    | التغير (%) |       |
| 0.30                    | 0.59          | 0.16           | 0.17           | 0.45              | -0.52           | 2010       |       |
| -0.13                   | 0.22          | 0.06           | 0.02           | 0.20              | -0.63           | 2019       |       |
| <b>143.33</b>           | <b>62.71</b>  | <b>62.50</b>   | <b>88.24</b>   | <b>55.56</b>      | <b>21.15</b>    | التغير (%) |       |
| -0.63                   | -0.18         | -0.17          | -0.37          | -0.90             | -1.19           | 2010       |       |
| -0.67                   | -0.42         | -0.83          | -0.42          | -1.07             | -1.43           | 2019       |       |
| <b>6.35</b>             | <b>133.33</b> | <b>388.24</b>  | <b>13.51</b>   | <b>18.89</b>      | <b>20.17</b>    | التغير (%) |       |
| -0.88                   | -0.71         | 0.05           | -0.28          | -1.63             | -0.33           | 2010       |       |
| -1.16                   | -0.86         | -0.43          | -0.83          | -1.64             | -0.49           | 2019       |       |
| <b>31.82</b>            | <b>21.13</b>  | <b>960.00</b>  | <b>196.43</b>  | <b>0.61</b>       | <b>48.48</b>    | التغير (%) |       |
| -0.20                   | -0.17         | -0.08          | -0.10          | -0.38             | -0.70           | 2010       |       |
| -0.28                   | -0.14         | -0.21          | -0.12          | -0.37             | -0.63           | 2019       |       |
| <b>40</b>               | <b>17.65</b>  | <b>162.50</b>  | <b>20</b>      | <b>2.63</b>       | <b>10</b>       | التغير (%) |       |

Source: Sourced from Worldwide Governance Indicators, 2019.

بالنظر لما تضمنه الجدول (1-2)، نجد تراجعاً في تطبيق مختلف الأبعاد عبر مختلف الدول، حيث أن بعض الدول كل أبعادها تندرج ضمن المنطقة السالبة، يتعلق الأمر بكل من: المغرب، لبنان، مصر والجزائر. بالتركيز على الأبعاد، نجد أن بعد العنف والمساءلة يعتبر الأضعف من حيث التطبيق عبر مختلف الدول، والأكثر

من ذلك لم يعرف هذا البعد تحسنا من حيث التطبيق خلال السنوات من 2010 إلى 2019، وهو ما يجعل الوضع في هذه الدول معقدا بعض الشيء ويمس بحوكمة الشركات، فإن كانت ركيزة هذه الأخيرة هو حفظ حقوق مختلف أصحاب المصالح، فيصعب أن يتحقق ذلك في ظل بيئة تتراجع فيها المساءلة. عن الاستقرار السياسي، فالدول العربية في أغلبها تعيش موجة من عدم الاستقرار السياسي سواء بفعل الأزمات عبر الدول في حد ذاتها أو لكونها تقع على حدود دول أخرى تعيش أزمات، فانطلاقا من معطيات الجدول تعتبر الإمارات، الكويت، سلطنة عمان وقطر الدول الوحيدة التي حققت معدلات موجبة فيما يتعلق بالاستقرار السياسي، ورغم إيجابية المعدلات إلا أنها تعرف تراجعا في نسبها خلال السنوات من 2010 إلى غاية 2019، حيث بلغت على الترتيب: 12.5%، 55.56%، 0% و 39.13%.

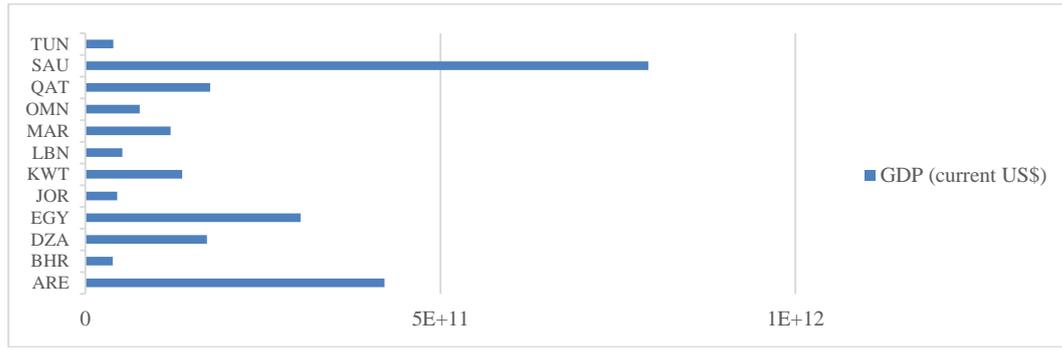
إن الحديث عن العنف والمساءلة وكذا الاستقرار السياسي إنما هو نتاج ضعف الأبعاد الأخرى، فالدول تعيش تراجعا في معدلات جودة تشريعاتها وكذا قوة تطبيق القانون، حيث تعتبر الإمارات الدولة الوحيدة التي عرفت تطورا في معدلات تطبيق البعدين خلال فترة الدراسة أين سجلت 206.25% و 162.50% على الترتيب، تليها قطر من حيث المعدلات أين سجلت تطبيقا بدرجة (0.68) و (0.73) على الترتيب خلال 2019. أما عن كفاءة الحكومة، تبقى الإمارات تحتل الصدارة (1.38)، تليها قطر (0.71)، في حين عرفت السعودية تحسنا بنسبة 3200%. عن آخر بعد، عرفت كل من الأردن، السعودية، قطر، سلطنة عمان والإمارات تحسنا في تطبيق بعد الرقابة على الفساد حيث بلغت النسب على التوالي: 225%، 575%، 39.72% و 23.33%، وتبقى الإمارات تحتل الصدارة (1.11). إن التراجع الملحوظ في تطبيق أبعاد الحكم الراشد يفضي إلى تراجع حوكمة الشركات، فليس لهذه الأخيرة أن تعرف مستوى تطبيق جيد في ظل بيئة تتراجع فيها مؤهلات ذلك.

### 1-1-2- البيئة المؤسسية

تعتبر المنطقة العربية منطقة متنوعة اقتصاديا على الرغم من اشتراكها في الجوانب الثقافية، التوجهات الدينية وكذا اللغة، وينبع التنوع الاقتصادي أساسا من تنوع ما تملكه من موارد وهو ما أثر بشكل مباشر على المؤشرات الاقتصادية الكلية خاصة إذا ما تمت المقارنة مع منطقة الخليج. وفق معطيات البنك الدولي، فإن الناتج المحلي الإجمالي للمنطقة بلغ 2.811 تريليون دولار سنة 2019، ما يمثل 3.21% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي الذي بلغ ما يقارب 87.607 تريليون دولار، مع معدل نمو للناتج يقدر بـ 1.52% للسنة نفسها<sup>1</sup>. يلخص الشكل (2-1) حجم اقتصاديات بعض الدول العربية لسنة 2019:

<sup>1</sup> \_ The World Bank Database, <https://data.worldbank.org/> (23/10/2021, 11:11).

الشكل (1-2): حجم اقتصاديات بعض الدول العربية، 2019.



Source: Based on The World Bank Database, 2019.

انطلاقاً من الشكل (1-2) الذي يتضمن معطيات بعض الدول العربية\* فيما يتعلق بناتجها المحلي الإجمالي المحقق سنة 2019، نجد أن السعودية (792.967 بليون دولار) احتلت الصدارة، تليها الإمارات (421.142 بليون دولار) وتتأخر في ذلك البحرين (38.475 بليون دولار)، مع ملاحظة التشتت الواضح بين الدول، حيث أن انحراف المعطيات عن متوسطها الحسابي البالغ 197.548 بليون دولار قدر بـ220.81 بليون دولار وهو انحراف واضح يعكس الفرق بين الدول من حيث حجم اقتصادياتها.

وفق ما وضحته منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، فإن الدول المصدرة للنفط قد استفادت من ارتفاع أسعاره وقد استخدمت عائداته لتحديث البنى التحتية وخلق فرص عمل، وقد أدت الروابط الاقتصادية بين الدول إلى تحسين وضع الدول غير النفطية من خلال الاستفادة المسجلة خاصة في مجال السياحة، لكن أدى الانخفاض الاقتصادي الحاد سنة 2014 إلى تدهور الأوضاع الاقتصادية بالإضافة إلى الصراعات السياسية المستمرة التي أدت إلى تراجع ثقة المستثمرين في المنطقة<sup>1</sup>.

احتلت الإمارات المرتبة 25 ضمن مؤشر التنافسية العالمي لسنة 2019، وهي المرتبة المتقدمة من بين الدول العربية الأخرى، أين تأخرت مصر باحتلالها المرتبة 93 من أصل 141 دولة، حيث أن بقية الدول كان ترتيبها كالاتي: قطر (29)، السعودية (36)، البحرين (45)، الكويت (46)، عمان (53)، الأردن (70)، المغرب (75)، تونس (87)، لبنان (88) والجزائر (89)<sup>2</sup>. إن الملاحظ أن دول منطقة الخليج تحتل المراتب الأولى ضمن الدول العربية وهذا راجع بالأساس لما توفره هذه الدول من بنى تحتية، تشريعات متنوعة وتسهيلات تمس مختلف المجالات. يلخص الجدول (2-2) مختلف الإجراءات المرتبطة بنشاط الشركات:

\* تم استثناء الدول التي شهدت تراجعاً في استقرارها السياسي.

<sup>1</sup> منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، "حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: بناء إطار للقدرة على التنافسية والنمو"، متوفر على الموقع: <https://www.oecd.org/publications/f8f22be1-ar.htm>، 2019، ص: 19. (2021/10/13، 10:43).

<sup>2</sup> World Economic Forum, "The Global Competitiveness Report 2019", available at : [www.weforum.org/gcr](http://www.weforum.org/gcr), 2020. (23/10/2021, 14:05).

الجدول (2-2): بيانات الأعمال في بعض الدول العربية مقارنة بمناطق مختلفة، 2019.

| المؤشرات                                 | الأردن | الإمارات | البحرين | تونس | الجزائر | السعودية | عمان | قطر | الكويت | لبنان | مصر  | المغرب | *(1)  | ** (2) | *** (3)          |
|------------------------------------------|--------|----------|---------|------|---------|----------|------|-----|--------|-------|------|--------|-------|--------|------------------|
| بدء النشاط التجاري                       | 106    | 25       | 66      | 63   | 150     | 141      | 37   | 84  | 133    | 146   | 109  | 34     | -     | -      | -                |
| الرتبة                                   | 7.5    | 2.5      | 6.5     | 6    | 12      | 11       | 4.5  | 7.5 | 7.5    | 8     | 6.5  | 4      | 4.9   | 7.2    | 1 (نيوزيلندا)    |
| عدد الإجراءات                            | 12.5   | 4        | 8.5     | 8    | 17.5    | 18       | 6.5  | 8   | 35.5   | 15    | 11.5 | 9      | 9.3   | 20.5   | 0.5 (نيوزيلندا)  |
| الوقت المستغرق (أيام)                    | 139    | 5        | 57      | 77   | 129     | 36       | 66   | 20  | 131    | 170   | 68   | 18     | -     | -      | -                |
| استخراج تراخيص البناء                    | 20     | 14       | 11      | 17   | 19      | 17       | 14   | 16  | 23     | 22    | 19   | 13     | 12.7  | 16.6   | -                |
| الرتبة                                   | 66     | 50.5     | 174     | 95   | 136     | 91.5     | 172  | 58  | 231    | 277   | 173  | 88     | 153.1 | 137.4  | -                |
| عدد الإجراءات                            | 62     | 1        | 82      | 51   | 106     | 64       | 66   | 69  | 95     | 124   | 96   | 59     | -     | -      | -                |
| الوقت المستغرق (أيام)                    | 55     | 10       | 85      | 65   | 93      | 68       | 62   | 90  | 65     | 89    | 53   | 44     | 77.2  | 72.4   | 3 (25 اقتصادا)   |
| الحصول على الكهرباء                      | 72     | 7        | 26      | 87   | 165     | 24       | 52   | 20  | 69     | 105   | 125  | 68     | -     | -      | -                |
| الرتبة                                   | 6      | 2        | 2       | 4    | 10      | 2        | 2    | 6   | 9      | 8     | 9    | 6      | 4.7   | 5.6    | 1 (4 اقتصاديات)  |
| عدد الإجراءات                            | 17     | 1.5      | 31      | 39   | 55      | 1.5      | 16   | 12  | 35     | 37    | 76   | 20.5   | 20.1  | 29.7   | 1 (نيوزيلندا)    |
| الوقت المستغرق (أيام)                    | 134    | 44       | 112     | 99   | 178     | 112      | 134  | 124 | 134    | 124   | 60   | 112    | -     | -      | -                |
| الحصول على الائتمان                      | 125    | 15       | 38      | 83   | 168     | 7        | 125  | 178 | 72     | 140   | 72   | 64     | -     | -      | -                |
| الرتبة                                   | 4      | 10       | 8       | 6    | 4       | 9        | 8    | 2   | 5      | 9     | 8    | 9      | 6.5   | 6.4    | 10 (13 اقتصادا)  |
| الإفصاح (10-0)                           | 4      | 9        | 4       | 7    | 1       | 9        | 5    | 2   | 9      | 1     | 3    | 2      | 5.3   | 4.7    | 10 (كمبوديا)     |
| مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة (10-0)        | 3      | 4        | 5       | 5    | 5       | 4        | 3    | 2   | 4      | 5     | 3    | 7      | 7.3   | 4.5    | 10 (جيبوتي)      |
| سهولة قيام المساهمين برفع الدعاوى (10-0) | 3      | 6        | 9       | 5    | 3       | 8        | 4    | 4   | 3      | 4     | 5    | 6      | 6.4   | 5.1    | 10 (كازاخستان)   |
| حفظ حقوق المساهمين (10-0)                | 8      | 7        | 7       | 7    | 4       | 10       | 4    | 5   | 8      | 5     | 7    | 7      | 7.6   | 5.8    | 10 (6 اقتصاديات) |
| الشفافية (10-0)                          | 95     | 2        | 5       | 133  | 156     | 78       | 12   | 2   | 7      | 113   | 159  | 25     | -     | -      | -                |
| دفع الضرائب                              | 74     | 98       | 77      | 101  | 173     | 158      | 72   | 97  | 159    | 150   | 171  | 62     | -     | -      | -                |
| الرتبة                                   | 108    | 9        | 128     | 80   | 112     | 59       | 73   | 122 | 77     | 135   | 160  | 68     | -     | -      | -                |
| التجارة عبر الحدود                       | 108    | 9        | 128     | 80   | 112     | 59       | 73   | 122 | 77     | 135   | 160  | 68     | -     | -      | -                |
| تنفيذ العقود                             |        |          |         |      |         |          |      |     |        |       |      |        |       |        |                  |

| المؤشرات              | الأردن | الإمارات | البحرين | تونس | الجزائر | السعودية | عمان | قطر | الكويت | لبنان | مصر | المغرب | *(1) | ** (2) | *** (3) |
|-----------------------|--------|----------|---------|------|---------|----------|------|-----|--------|-------|-----|--------|------|--------|---------|
| تسوية حالات الإفلاس   | 150    | 75       | 93      | 67   | 76      | 168      | 100  | 120 | 155    | 151   | 101 | 71     | -    | -      | -       |
| الرتبة عالميا (190-1) | 104    | 11       | 62      | 80   | 157     | 92       | 78   | 83  | 97     | 142   | 120 | 60     | -    | -      | -       |

\*منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (2018)، \*\* دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ذات الدخل المرتفع (2018)، \*\*\* الأفضل عالميا (2018).

Source: adopted from Doing Business report, .2019

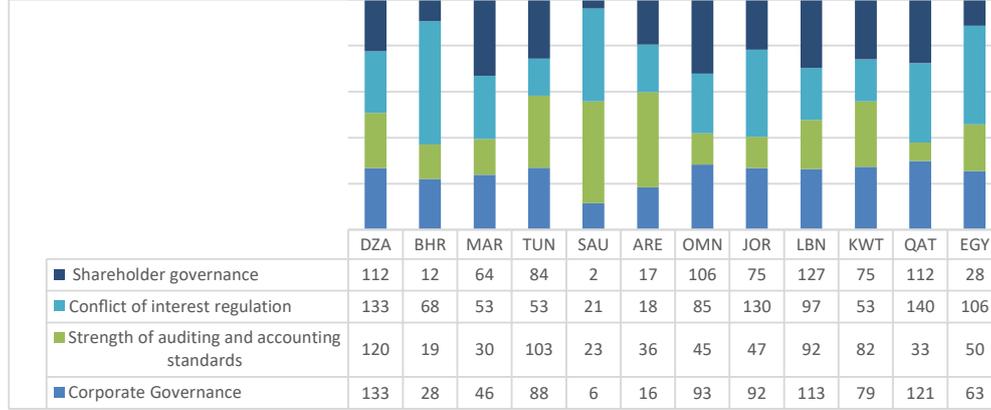
انطلاقاً من الجدول (2-2) يلاحظ تباين الدول العربية محل الدراسة في ترتيبها عالمياً فيما يتعلق بقطاع الأعمال، ففي حين تحتل الإمارات مرتبة متقدمة جداً (11) تأتي الجزائر في آخر مرتبة (157) تسبقها ترتيباً كل من: لبنان (142)، مصر (120) والأردن (104)، تتقارب دول الخليج من حيث ترتيبها، وتعتبر المغرب الدولة العربية الثانية ترتيباً بعد الإمارات باحتلالها للمرتبة (60)، في حين تتأخر تونس عن المغرب مع ملاحظة تشابه بينهما إلى حد كبير باحتلالها المرتبة (80). إن تربع الإمارات ضمن المراتب الأولى يرجع أساساً إلى تحقيقها مراتباً جيدة في مختلف الأبعاد بما توفره من تسهيلات متعلقة بالمؤسسات، فإذا كان على سبيل المثال بدء نشاط تجاري في الإمارات يتم خلال أربعة أيام فقط في المتوسط وبمعدل ثلاثة إجراءات تقريباً، فإنه لا يقوم نشاط تجاري في الجزائر إلا بالمرور على 12 إجراءً تتم متابعتها في مدة تقارب 18 يوماً، كل ذلك مقارنة بنيوزيلندا التي تخصص نصف يوم فقط لبدء نشاط تجاري وبمعدل إجراء واحد ويتم تسجيل حقوق الملكية بمعدل إجراء واحد فقط وخلال يوم واحد. تبقى المغرب جيدة من حيث رتبها فيما يتعلق بتسوية حالات الإفلاس (71) وكذا التجارة عبر الحدود (62)، كما يلاحظ أن قطر هي الأخرى تسهل عملية دفع الضرائب وتحتل مرتبة متقدمة كنظيرتها الإمارات (2).

بالتركيز على حماية حقوق الأقلية كبعد هام نادى به مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية فيما يتعلق بحوكمة الشركات، نجد أن السعودية تحتل مراتب متقدمة (7) في هذا المجال مقارنة ببقية الدول العربية، متبوعة بكل من الإمارات (15) والبحرين (38)، تحتل الجزائر المرتبة (168) وتتأخر قطر باحتلالها الرتبة (178). بالنظر لمختلف الأبعاد المكونة لمؤشر حماية حقوق الأقلية، نجد أن أغلب الدول تهتم ببعد الإفصاح، حيث أن أغلبها فاقت درجة تطبيق الإفصاح بها (5)، في حين تبقى الإمارات تمنح الدرجة الكاملة (10)، وتعود أضعف درجة لقطر (2). في المقابل، تلقى الشفافية هي الأخرى اهتماماً من قبل أغلب الدول، أين سجلت السعودية أعلى درجة (10) في حين سجلت الجزائر وسلطنة عمان أضعف درجة (4). أما عن حفظ حقوق المساهمين، فيتأخر تطبيق هذا البعد في أغلب الدول، وقد سجلت البحرين (9)، السعودية (8)، المغرب والإمارات (6) وحدها درجات جيدة، وهو ما أثر أيضاً على سهولة رفع الدعاوى من قبل المساهمين حيث تسجل المغرب لوحدها درجة متقدمة في هذا المجال (7). مسؤولية مجلس الإدارة هي الأخرى تسجل تراجعاً من حيث التطبيق رغم أهميتها الكبيرة في مجال حوكمة الشركات، فباستثناء الإمارات (9)، السعودية (9)، الكويت (9)، وكذا تونس (7)، وصل التطبيق في دول أخرى إلى درجات ضعيفة جداً: المغرب (3)، مصر (2)، قطر (2)، الجزائر (1) ولبنان (1). إن تأخر ترتيب بعض الدول محل الدراسة فيما يتعلق ببيئة الأعمال وما توفره من شروط مشجعة عموماً، وكذا ما يتعلق بحفظ حقوق الأقلية كبعد هام يساعد على تشجيع إنشاء المؤسسات يعطي صورة مبدئية حول التطبيق المتراجع لحوكمة الشركات بها.

بالتركيز أكثر على مجال حوكمة الشركات، يلخص الشكل (2-2) تطبيق أبعاد الحوكمة في الدول العربية

وفق مؤشر التنافسية العالمي:

الشكل (2-2): ترتيب بعض الدول العربية وفق مؤشر التنافسية العالمي في مجال حوكمة الشركات، 2019.



Source: World Economic Forum, "The Global Competitiveness Report 2019", 2020.

انطلاقاً من الشكل (2-2) نجد أن من الدول العربية من احتلت مراتب متقدمة وفق هذا المؤشر فيما يتعلق بحوكمة الشركات، حيث أن السعودية احتلت المرتبة السادسة عالمياً متبوعة بالإمارات (16) والبحرين (28)، في حين تأخرت بقية الدول أين احتلت الجزائر في ذلك المرتبة الأخيرة (133)، تسبقها قطر (121). تأتي السعودية في الصدارة فيما يتعلق بحفظ حقوق المساهمين أين احتلت المرتبة الثانية عالمياً متبوعة بالبحرين (12) لتحتل في ذلك لبنان المرتبة الأخيرة (127). عن التشريعات المتعلقة بتضارب المصالح، فالإمارات (18) تعتبر الأقوى في المجال، في حين أن البحرين (19) تعتبر الأقوى فيما يتعلق بقوة معايير التدقيق والمحاسبة.

## 1-2-1 القطاع المالي

تعتبر الأسواق المالية، البنوك وتركز الملكية مؤشرات أساسية لاختيار نموذج الحوكمة التي تتبعه دولة معينة. سنحاول من خلال هذا الجزء تسليط الضوء على وضع الأسواق المالية والبنوك ببعض الدول العربية، ومن ثم الحكم على درجة تركيز الملكية بها مما يسهل حكمنا على نموذج الحوكمة المتبع من قبلها.

### 1-2-1-1 الأسواق المالية

إن دراسة الأسواق المالية تحتل حيزاً هاماً ضمن حوكمة الشركات باعتبار أنه بتحليل نشاطها وتركيبته يتم توجيه نظام الحوكمة السائد في اقتصاد معين نحو نموذج من نماذج حوكمة الشركات الأساسية. إن دراسة أهمية السوق المالي في اقتصاد معين قائمة على دراسة تطوره وأن هذا الأخير يقاس بعدد الشركات المدرجة بالسوق المالي، رسمته وقيمة الأسهم المتداولة به. يلخص الجدول (2-3) أهم مؤشرات الأسواق المالية لبعض الدول العربية مقارنة بدول أخرى تعتبر مرجعية لدراسة نماذج حوكمة الشركات:

## الجدول (2-3): وضع الأسواق المالية في بعض الدول العربية مقارنة بدول أخرى.

|          | عدد الشركات المدرجة |      |          | رسملة البورصة (% من الناتج المحلي الإجمالي) |        |          | قيمة الأسهم المتداولة (% من الناتج المحلي الإجمالي) |        |          |
|----------|---------------------|------|----------|---------------------------------------------|--------|----------|-----------------------------------------------------|--------|----------|
|          | 2017                | 2010 | % التغير | 2017                                        | 2010   | % التغير | 2017                                                | 2010   | % التغير |
| الأردن   | 194                 | 277  | -29.96   | 59.76                                       | 117.79 | -49.27   | 6.06                                                | 40.60  | -85.07   |
| الإمارات | 132                 | 129  | 2.33     | 60.16                                       | 46.40  | 29.66    | 11.97                                               | 16.14  | -25.84   |
| البحرين  | 43                  | 49   | -12.24   | 58.71                                       | 70.79  | -17.06   | 1.28                                                | 1.47   | -12.93   |
| تونس     | 81                  | 56   | 44.64    | 20.49                                       | 21.96  | -6.69    | /                                                   | 4.09   | /        |
| الجزائر  | 5                   | 2    | 150.00   | 0.22                                        | 0.06   | 266.67   | 0.002                                               | 0.0001 | 1900.00  |
| السعودية | 188                 | 146  | 77.28    | 65.51                                       | 63.74  | 2.78     | 38.15                                               | 51.27  | -25.59   |
| عمان     | 131                 | 119  | 10.08    | 31.68                                       | 43.15  | -26.58   | 3.44                                                | 7.83   | -56.07   |
| قطر      | 42                  | 43   | -2.33    | 85.42                                       | 84.29  | 1.34     | 11.16                                               | 17.54  | -36.37   |
| الكويت   | 216                 | 214  | 0.93     | /                                           | 92.81  | /        | /                                                   | 48.66  | /        |
| لبنان    | 30                  | 26   | 15.38    | 21.97                                       | 32.95  | -33.32   | 1.41                                                | 3.74   | -62.30   |
| مصر      | 257                 | 212  | 21.23    | 13.79                                       | 40.48  | -65.93   | 4.24                                                | 26.12  | -83.77   |
| المغرب   | 74                  | 75   | -1.33    | 56.76                                       | 74.06  | -23.36   | 3.37                                                | 7.41   | -54.52   |
| فرنسا    | 465                 | 617  | -24.64   | 95.58                                       | 71.34  | 33.98    | /                                                   | 48.74  | /        |
| ألمانيا  | 450                 | 690  | -34.78   | 54.30                                       | 38.83  | 39.84    | 36.60                                               | 46.71  | -21.64   |
| اليابان  | 3598                | 2281 | 57.74    | 113.06                                      | 64.61  | 74.99    | 111.27                                              | 73.76  | 50.85    |
| أمريكا   | 4336                | 4279 | 1.33     | 153.21                                      | 108.12 | 41.70    | 211.12                                              | 235.06 | -10.18   |

Source: Adopted from World Bank Database, 2019 (number of listed companies); AMF reports 2010, 2017 (number of listed companies); Global Financial Development Database (all other data), 2019; Algiers Stock Exchange, annual reports from 2010-2017.

انطلاقاً من الجدول (2-3) يتضح أن اليابان والو.م.أ. توليان أهمية للأسواق المالية مقارنة بفرنسا وألمانيا، سواء تعلق الأمر بعدد الشركات المدرجة أو بنسبة رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي، مع التأكيد على أن اليابان تبقى ذات توجه بنكي حتى وإن برز السوق المالي على مستواها (راجع الشكل 2-3) وهذا بالنظر لكبر حجم الاقتصاد الياباني.

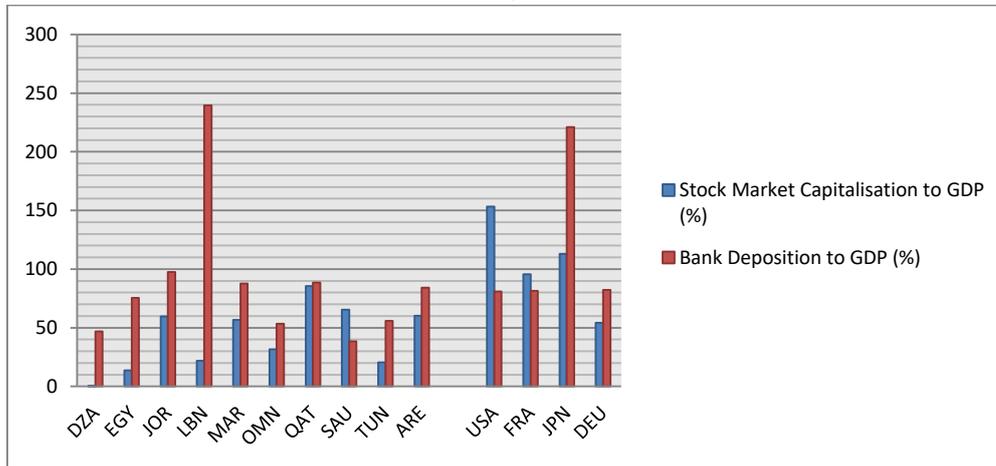
فيما يتعلق بالدول العربية، فإن عدد الشركات المدرجة بها متباين بشكل واضح، حيث بلغ أقصى عدد 275 شركة مدرجة بالبورصة المصرية سنة 2017، مقابل خمس شركات مدرجة بالبورصة الجزائرية للسنة نفسها، في حين أن معدل التغيير بلغ أقصاه في السعودية\* بمعدل زيادة في عدد الشركات المدرجة بلغ 77.28%. في مقابل ذلك، تم تسجيل أعلى نسبة رسملة ببورصة قطر حيث بلغت 85.42% في مقابل أدنى قيمة مسجلة بالجزائر دوما والتي قاربت الصفر. أما عن نسبة قيمة الأسهم المتداولة، فتحتل السعودية الصدارة بنسبة 38.15%. إن تفاوت المؤشرات المحققة داخل الدولة نفسها يعكس بداية تراجع دور السوق المالي، فمصر مثلاً ورغم أن عدد

\* تم استثناء الجزائر في ذلك لتراجع عدد شركاتها.

الشركات بها يعتبر الأفضل إلا أن كلا من قطر والسعودية تعتبران الأفضل من حيث نشاط السوق في حد ذاته، مما يجعلنا نحكم على أن عدد الشركات المدرجة لا تعكس بالضرورة أداء السوق المالي إذا تعلق الأمر بالدول العربية، وهو ما لا نجده مثلاً في حالة الدول المتقدمة المدروسة؛ بمعنى آخر، هناك من الشركات من تم إدراجها مع تراجع في التداول على أسهمها خاصة في ظل ثقافة تداول أسهم متراجعة في عدد من الدول العربية. في المتوسط، بلغ عدد الشركات المدرجة 117 شركة خلال 2017، أين تبلغ نسبة رسملتها\* 43.13%، مع نسبة قيمة أسهم متداولة\*\* مقدرة بـ 8.11% في المتوسط. إن النتائج المتوصل إليها تجعلنا نحكم بداية أن نموذج الحوكمة المطبق في الدول العربية يقترب من النموذج الألماني-الياباني أو النموذج الهجين (الفرنسي)، أين يتراجع دور السوق المالي به لصالح البنوك.

### 1-2-2- البنوك

إن ما تضمنه الجزء السابق يفرض مقترح أن البنوك في الدول محل الدراسة تعتبر بديلاً عن السوق المالي في تمويلها للشركات (في حالة اللجوء إلى التمويل الخارجي)، مما يجعلها تقترب أكثر من نموذج حوكمة الشركات الألماني-الياباني الذي يعتبر البنوك الآلية الخارجية الأهم في حوكمة الشركات. لدراسة ذلك، يلخص الشكل (2-3) مساهمة البنوك مقارنة الأسواق المالية في تكوين الناتج المحلي الإجمالي للدول المختلفة: الشكل (2-3): اعتماد الأسواق المالية مقارنة بالبنوك في بعض الدول، 2017.



Source: Created by author using: Global Financial Development Database (GFDD), 2019; Algiers Stock Exchanges' annual reports, 2016; ONS, 2018.

انطلاقاً من الشكل (2-3) ولسنة 2017، فإن البنوك تعتبر جد هامة في كل من اليابان (221.003%) وألمانيا (82.15%) بحكم طبيعة نموذج الحوكمة المطبق بها والقائم أساساً على اعتماد البنوك كآلية خارجية هامة

\*باستثناء الكويت لعدم توفر المعطيات.

\*\*باستثناء الجزائر والكويت لعدم توفر المعطيات.

مقارنة بالأسواق المالية، وهو عكس ما يظهر بالو.م.أ أين يتراجع دور البنوك (80.83%) لصالح الأسواق المالية، أما عن فرنسا فيقترب فيها اعتماد البنوك (81.44%) من الأسواق المالية بحكم أنه نموذج هجين يأخذ من خصائص كلا النموذجين.

فيما يتعلق بالدول العربية، فيلاحظ اعتماد كل الدول العربية على البنوك في مقابل الأسواق المالية باستثناء السعودية (38.35%) التي ينشط بها السوق المالي وكذا قطر (88.53%) التي اقترب فيها اعتماد الأسواق المالية من البنوك. أما عن بقية الدول فيأتي ترتيبها وفق الآتي لبنان (293.52%)، الأردن (97.51%)، المغرب (87.69%)، الإمارات (84.30%)، مصر (75.56%)، تونس (55.79%)، عمان (53.42%) والجزائر (46.85%)، كل ذلك في مقابل تراجع نسب رسملة البورصة بها كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي\*. وقد بلغ متوسط نسبة مساهمة البنوك في تكوين الناتج المحلي للدول العربية الموضحة في الشكل 85.36% مقارنة بـ 53.29% فيما يتعلق بمساهمة الأسواق المالية في تكوين الناتج المحلي الإجمالي.

للتفصيل أكثر في وضع البنوك في الدول المختلفة، يلخص الجدول (2-4) تركيز البنوك ونشاطها:

#### الجدول (2-4): تركيز البنوك ونشاطها في الدول المختلفة (%)

|          | أصول الخمسة بنوك الكبرى (%) من مجموع أصول القروض الممنوحة للقطاع الخاص (%) من الناتج المحلي الإجمالي |        |          | البنوك التجارية |       |          |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|----------|-----------------|-------|----------|
|          | 2017                                                                                                 | 2010   | % التغير | 2017            | 2010  | % التغير |
| الأردن   | 78.40                                                                                                | 72.92  | -11.72   | 78.48           | 88.29 |          |
| الإمارات | 82.40                                                                                                | 74.43  | 0.05     | 79.59           | 79.55 |          |
| البحرين  | /                                                                                                    | 67.70  | 3.35     | 97.20           | 94.05 |          |
| تونس     | 86.24                                                                                                | 69.11  | -9.13    | 55.46           | 61.03 |          |
| الجزائر  | 24.77                                                                                                | 15.21  | -3.57    | 86.10           | 89.29 |          |
| السعودية | 53.97                                                                                                | 39.16  | -3.22    | 77.53           | 80.11 |          |
| عمان     | 75.33                                                                                                | 42.35  | -1.62    | 90.98           | 92.48 |          |
| قطر      | 77.29                                                                                                | 44.70  | 1.74     | 97.12           | 95.46 |          |
| الكويت   | 99.65                                                                                                | 74.64  | -0.32    | 99.68           | 100   |          |
| لبنان    | 105.84                                                                                               | 82.58  | -5.97    | 55.80           | 59.34 |          |
| مصر      | 28.52                                                                                                | 33.07  | 0.39     | 70.07           | 69.80 |          |
| المغرب   | 86.65                                                                                                | 90.13  | 5.32     | 86.15           | 81.80 |          |
| فرنسا    | 101.47                                                                                               | 95.88  | -7.12    | 71.40           | 76.87 |          |
| ألمانيا  | 77.35                                                                                                | 87.95  | -2.79    | 84.19           | 86.61 |          |
| اليابان  | 58.00                                                                                                | 159.83 | 11.10    | 64.44           | 58.00 |          |
| أمريكا   | 51.81                                                                                                | 51.55  | 1.24     | 46.58           | 46.01 |          |

Source: Adopted from Global Financial Development Database (GFDD), 2019.

\* يمكن اعتماد معطيات الجدول (2-3) للحصول على نسب رسملة البورصة بما يسهل المقارنة.

يلاحظ في هذا المجال، انطلاقاً من الجدول (2-4)، أن هناك تركيز واضح في أصول البنوك بنسب عالية في الدول التي تعتبر/اعتبرناها ضمن النموذجين الألماني-الياباني: ألمانيا (77.25%)، اليابان (60.35%)، وكذا الوسيط: فرنسا (74.43%)، في حين يتراجع هذا التركيز في النموذج الأنجلوساكسوني: أمريكا (46.58%) وهو الأمر الذي يكرسه هذا النموذج حيث أنه يمتاز أساساً بالتشتت. أما عن عملية منح القروض فيفترض أن وجود أسواق مالية نشطة يعكس توجه الشركات نحو الأسواق أكثر من البنوك، لأجل ذلك نجد أن الدول التي سبق وأشرنا إلى أهمية البنوك فيها تعتبر نسب منح القروض بها للقطاع الخاص مرتفعة: فرنسا (101.47%)، ألمانيا (77.35%) واليابان (58%).

فيما يتعلق بالدول العربية، فتعرف هي الأخرى ارتفاعاً في تركيز ملكية البنوك، حيث أن أغلبها يقترب من نسبة 100% كنسبة تركيز، أين بلغت نسبة تركيز البنوك في الدول مجتمعة 81.18% سنة 2017 مع تسجيل نسبة انخفاض في التركيز بلغت في المتوسط 2.06% وهي نسبة متراجعة، حيث تم تسجيل نسبة تركيز 82.6% في المتوسط سنة 2010. من جهة أخرى، يعتمد القطاع الخاص على البنوك بنسبة 72.64% في حصوله على القروض أين ارتفعت النسبة بـ30.77% حيث تم تسجيل نسبة 58.83% سنة 2010 في المتوسط، وقد يرجع السبب في ذلك إلى توسع مساهمة القطاع الخاص في الاقتصاد ما بين الفترتين من جهة، واعتماد البنوك كمصدر تمويل بشكل كبير من جهة أخرى. كل ذلك يؤكد اعتماد البنوك أكثر من الأسواق المالية عند التمويل.

إن اقتراب الدول محل الدراسة من النموذج الألماني-الياباني تؤكد أيضاً تقارير الهيئات الدولية، فقد أكدت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في تقرير آخر لها سنة 2005 أن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تعتبر ذات توجه بنكي أكثر من أي منطقة أخرى في العالم<sup>1</sup>. أشارت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية أيضاً سنة 2009 إلى أن دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تعتمد البنوك كأهم مصدر تمويل خارجي<sup>2</sup>، وهو ما أكدته تقرير البنك الدولي لسنة 2011 والذي أكد فيه أن نظام البنوك يعتبر جد هام في مساهمته في تكوين الناتج المحلي الإجمالي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا<sup>3</sup>.

إجمالاً لما ذكر، فإن الدول العربية يفترض أن تقترب من النموذج الألماني-الياباني من حيث نموذج الحوكمة بها، أين تمتاز البيئة باعتماد البنوك أكثر من الأسواق المالية مما يجعلها آلية خارجية هامة ضمن حوكمة الشركات. تستنتج في دراستنا هذه السعودية أين يتراجع فيها دور البنوك مقابل السوق المالي، مما يجعل من السعودية تقترب من النموذج الهجين أكثر من النموذج الألماني-الياباني.

<sup>1</sup> \_ OECD, "Challenges for Reform of Financial Markets in MENA Countries", MENA-OECD Investment Programme, working group n°4, Jeddah, 2005, p: 9.

<sup>2</sup> \_ OECD, "Policy Brief on Improving Corporate Governance of Banks in the Middle East and North Africa", available at: <https://www.oecd.org/>, 2009, p: 15. (27/10/2021, 14:03).

<sup>3</sup> \_ Roberto ROCHA et al., "Financial Access and Stability: A Road Map for the Middle East and North Africa", The World Bank, 2011, p: 9

## 1-2-3- هيكـل الملكية

إن ما يمتاز به هيكـل الملكية إنما هو تحصيل حاصل لما تم التطرق إليه مسبقا من مقارنة بين أهمية الأسواق المالية والبنوك في اقتصاديات الدول العربية، حيث أنه كلما اقترب الاقتصاد لاعتماد البنوك كمصدر أساسي في التمويل كلما كان هنالك تركـز للملكية. في هذا الصدد، توصلت دراسة (Bolbol et al. (2007 التي طبقت على خمس دول عربية إلى أن الأردن وعمان تتركز بها الملكية في يد القطاع الخاص بنسبة 80%، في حين مصر تمتاز بتركـز الملكية لدى الحكومة بنسبة 34%، أما عن تونس فتمتاز بملكية الأجانب بنسبة 18% في المتوسط<sup>1</sup>. في حين توصلت دراسة (Alawfi & Vergos (2017 التي طبقت على الشركات المدرجة بالأسواق المالية ضمن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للفترة 2008-2014 منها سبع دول عربية، حيث أن نسب تركـز الملكية تراوحت بين 60.89% و 37.21% أين سجلت أقصى قيمة في المتوسط في مصر في حين سجلت أدنى قيمة في السعودية<sup>2</sup>. وهو ما أكدته (Said et al. (2019 في دراستهم التي طبقت على 156 شركة من ست دول متفرقة: عمان، الأردن، الإمارات، السعودية، مصر والبحرين للفترة 2012-2016 أن الشركات تمتاز بتركـز للملكية أين تعود أعلى نسبة ملكية في المتوسط للمؤسسات (15) تليها الدولة (14)<sup>3</sup>، وإن كانت السعودية قد اختلفت عن بقية الدول العربية من حيث نشاط سوقها المالي مقارنة بالبنوك، إلا أن تركـز الملكية بها بقي واضحا، فقد توصلت دراسة (Soliman (2013 التي تمت على 64 شركة عمومية مدرجة ضمن السوق المالي السعودي للفترة 2006-2008، إلى أن ما نسبته 34.6% من مجموع الأسهم يعود للمؤسسات في حين يحوز الأشخاص الطبيعيون نسبة 44% ليتوزع ما تبقى بين كبار المساهمين والمدراء التنفيذيين<sup>4</sup>.

فيما يتعلق بتقارير المنظمات العالمية حول الموضوع، فقد أشارت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية في تقريرها سنة 2005 إلى هيكـل الملكية بدول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث وبالتركيز على الأردن لتوفر المعطيات حولها وبالتطبيق على كبرى 16 شركة، فإن كل شركة تمتلك على الأقل مالكا مسيطرا حائزا لما نسبته 58% من أسهم الشركة في المتوسط، أين تتراجع الملكية العائلية وكذا ملكية الأفراد في الشركات الأردنية لصالح المؤسسات أو الحكومة، في حين أن كبريات الشركات في الكويت تشكل فيها الحكومة المساهم المهيمن، أين يمتلك كبار المساهمين بالكويت ما نسبة 56% من أسهم الشركة في المتوسط، في مقابل تراجع دور الحكومة

<sup>1</sup> \_ Ali BOLBOL et al., "Ownership Structure, Firm Performance, and Corporate Governance: Evidence from Selected Arab Countries", Journal of Finance, 2007, p: 10, 11.

<sup>2</sup> \_ Yousuf ALAWFI, Konstantinos VERGOS, "Determinants of Ownership Concentration in Middle East and North Africa (MENA) Region", SSRN Electronic Journal, 2017, p: 21.

<sup>3</sup> \_ Salwa SAID et al., "Ownership Structure and Firm Performance in the MENA Region", Proceedings of the 22<sup>nd</sup> Asia-Pacific Conference on Global Business, Economics, Finance & Social Sciences, Thailand, February 15-17, 2019, p: 13.

<sup>4</sup> \_ Mohammed Soliman, "Ownership Structure, Board Composition, and Dividend Policies: Evidence from Saudi Arabia", SSRN Electronic Journal, May 2013, p: 11.

في السوق العماني<sup>1</sup>. وقد أشارت المنظمة أيضا في تقريرها لسنة 2019 إلى أن معظم الشركات المدرجة تتمتع بحملة أسهم مركزين على شكل مستثمرين سياديين أو مالكين مؤسسين، مثل العائلات<sup>2</sup>. أي أنه وخلال فترة تقارب 20 سنة لم يتغير تركيز الملكية بالمنطقة.

### 1-3-1- إصدارات حوكمة الشركات، الإفصاح والشفافية في بعض الدول العربية

في آخر نقطة ضمن هذا المبحث، سنحاول التطرق إلى الجهود المبذولة من قبل الحكومات العربية فيما يتعلق بإرساء مفهوم حوكمة الشركات انطلاقا من تتبع إصدارات حوكمة الشركات وصولا إلى الإفصاح والشفافية بالمنطقة.

#### 1-3-1-1 إصدارات حوكمة الشركات

أكدت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية أن حكومات منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا سعت إلى تطوير أطر حوكمة الشركات في السنوات الأخيرة، أين شملت الإصلاحات التي أجريت منذ العقد الأول من القرن الحادي والعشرين إنشاء أسواق الأوراق المالية، جهات تنظيم الأسواق المالية، مراجعة قوانين الشركات واعتماد مدونات حوكمة الشركات وفرض قواعد أكثر صرامة ووضع متطلبات لزيادة الإفصاح والشفافية خاصة فيما يتعلق بالشركات المدرجة، تمتلك الدول العربية في مجملها تقريبا تتمتع بمدونة حوكمة الشركات<sup>3</sup>. وهو ما أشار Haque(2018) إليه في دراسته، إذ أكد أن الأدبيات النظرية أثبتت ممارسات حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مستندا في ذلك إلى دراسات أكدت أن الوعي بأهمية المفهوم ضمن المنطقة قد انطلق منذ سنة 2000 كنتيجة لسعي الدول لجذب الاستثمار الأجنبي والتحول نحو التوجه السوقي بدل البنكي. كنتيجة لذلك، عرفت ممارسات حوكمة الشركات المدرجة بالأسواق المالية تحسنا متواصلا، أين تعتبر عمان أول دولة أخذت بتقارير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية في إصدارها لمواثيق حوكمة الشركات سنة 2002، تبعتها بعد ذلك بقية الدول<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> OECD, "Ownership Structures in MENA Countries : Listed Companies, State-Owned, Family Enterprises and Some Policy Implications", Conference about OECD-MENA/Initiative on Governance & Investment for Development, Rabat, September 2005, p: 16, 17.

<sup>2</sup> منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، "حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: بناء إطار للقدرة على التنافسية والنمو"، متوفر على الموقع: <https://www.oecd.org/publications/f8f22be1-ar.htm>، 2019، ص: 41. (10:43، 2021/10/13).

<sup>3</sup> منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، "حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: بناء إطار للقدرة على التنافسية والنمو"، متوفر على الموقع: <https://www.oecd.org/publications/f8f22be1-ar.htm>، 2019، ص: 30. (10:43، 2021/10/13).

<sup>4</sup> Faizul HAQUE, "Ownership, Regulation and Bank Risk-Taking: Evidence from the Middle East and North Africa (MENA) Region", Corporate Governance: International Journal of Business in Society, June 2018, p: 7.

تستمد حوكمة الشركات قوة تطبيقها انطلاقاً من التشريعات الملزمة والممارسات الطوعية، في حين تعتمد الدول العربية في تنظيم حوكمة الشركات، مع الإشارة إلى أن أغلب موثيق حوكمة الشركات الصادرة تحكم الشركات المدرجة في البورصة، على القوانين الأساسية وكذا موثيق حوكمة الشركات المختلفة؛ هنا يتم التأكيد أن حوكمة الشركات قد تطبق بقوة القوانين حتى في ظل غياب الموثيق المتعلقة بحوكمة الشركات، لأجل ذلك لا يمكن الحكم على غياب تطبيق لحوكمة الشركات في دولة معينة، وإنما يتم الحكم بضعف تطبيقها.

في الجزائر، يعتبر القانون التجاري لسنة 1975، والمعدل سنة 1994 بفعل تغير توجهات الحكومة، الأهم في تركيبة حوكمة الشركات باعتباره يتضمن فصلاً كاملاً عن تنظيم الشركات التجارية، يضاف إلى ذلك دليل الإدراج، والصادر في المرسوم التشريعي رقم 93-10 في ماي 1993، والمعدل سنة 2003. بينما يستند نظام الحوكمة بالأردن إلى قانون الشركات رقم 22 لسنة 1997، والمعدل سنة 2017، بالإضافة إلى قانون الأوراق المالية المعدل سنة 2016 وكذا لوائح البنك المركزي التي تدعم ممارسات حوكمة الشركات بالدولة. أما بالنسبة للبحرين، فتعتمد قانون الشركات التجاري المعدل سنة 2018، بالإضافة إلى قانون البنك المركزي البحريني والمؤسسات المالية لسنة 2006 والمعدل سنة 2017. في حين تستمد مصر قواعد حوكمة الشركات من قانون الشركات 159 لسنة 1981 وقانون السوق المالي رقم 92 لسنة 1995 والمعدل سنة 2018، بالإضافة إلى قواعد الإدراج المعدلة سنة 2018 ومختلف القوانين المتعلقة بالقطاع البنكي والنقدي وتلك المتعلقة بالبنك المركزي. عن لبنان، فيعتبر القانون التجاري اللبناني لسنة 1942 والمعدل سنة 1994 الأساس بالإضافة إلى قانون النقد والقرض والقوانين والقرارات والمراسيم الصادرة عن البنك المركزي اللبناني وهيئة السوق المالي. فيما يخص المغرب، فممارسات حوكمة الشركات متصلة ضمن القانون التجاري رقم 95-15 وقانون الشركات رقم 95-17 الذين تم تعديلهما سنة 2016 و2015 على الترتيب، بالإضافة إلى قانون بورصة القيم رقم 17-19، قانون هيئة السوق المالي رقم 43-12 وقانون العروض العامة رقم 44-12، والصادرة سنة 2016، 2013، 2012 على الترتيب<sup>1</sup>.

يعد قانون الشركات التجاري وقانون السجل التجاري المعدلان سنة 2005 القاعدة الأساسية في عمان، يضاف إلى ذلك قانون السوق المالي المعدل سنة 2014. وهو ما تعتمده قطر أيضاً، فقانون الشركات التجاري رقم 11 لسنة 2015 وقانون هيئة السوق المالي القطري لسنة 2012 هما قاعدة ممارسة الحوكمة. في حين تستمد ممارسات حوكمة الشركات بالسعودية من قانون الشركات والذي تم تعديله سنة 2018، إذ يتم دعمه مباشرة للتركيز على الشركات المدرجة بالبورصة بقانون السوق المالية. تعتمد تونس قانون الشركات التجارية المعدل سنة 2009، بالإضافة إلى قانون إعادة تنظيم السوق المالي رقم 94-117 لسنة 1994 والمعدل سنة 2005.

<sup>1</sup> OECD, "2018 OECD Survey of Corporate Governance Frameworks in the Middle East and North Africa", 2018 MENA-OECD Working Group on Corporate Governance: Policy Options to Achieve Sound Corporate Governance for Competitiveness, 4-5 July, 2018, Portugal, p: 8.

أخيراً، يعتبر نظام الشركات لمركز دبي المالي العالمي رقم 2 لسنة 2009 والمعدل سنة 2017 أساسياً فيما يتعلق بحوكمة الشركات، بالإضافة إلى نظام السوق لمركز دبي المالي العالمي رقم 01 لسنة 2012 والمعدل سنة 2014 والقانون الاتحادي رقم 2 لسنة 2015 حول الشركات التجارية والقانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000 حول هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع<sup>1</sup>.

بالتركيز مباشرة على موثيق حوكمة الشركات، فالجزائر تمتلك ميثاقاً لحوكمة الشركات تحت مسمى "ميثاق الحكم الراشد" الذي تم إصداره بصفة نهائية في 11 مارس 2009، موجهاً أساساً للشركات المقيدة في البورصة والمؤسسات المتوسطة والصغيرة، كما تعمل الجزائر حالياً على تطوير ميثاق خاص بالشركات العمومية. تعتمد الأردن دليل الحاكمية المؤسسة للبنوك في الأردن لسنة 2007، دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان لسنة 2017، تعليمات الحاكمية المؤسسية لشركات التأمين لسنة 2007. اهتمت تونس بقطاع البنوك فأصدرت ميثاقاً خاصاً بها سنة 2011 وآخر خاص بالشركات العمومية سنة 2014 إلى جانب ميثاق الحوكمة الأساسي. امتلكت المغرب، فتمتلك هي الأخرى، إلى جانب الميثاق الخاص بالشركات العمومية الصادر سنة 2012 والمحين سنة 2017 والميثاق الخاص بالبنوك الصادر سنة 2016، ميثاقاً خاصاً بالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة الصادر سنة 2010 إلى جانب دوما الميثاق الأساسي الخاص بحوكمة الشركات. بينما امتلكت مصر ميثاقاً خاصاً بحوكمة الشركات العمومية صادر سنة 2006، ميثاقاً خاصاً بالبنوك صادر سنة 2011، ميثاقاً خاصاً بالأوراق المالية صادر سنة 2007 وتعليمات خاصة بالشركات المدرجة بالسوق المالية صادر سنة 2007. أما عن لبنان، فقد أصدرت ميثاقاً خاصاً بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وآخر خاصاً بالشركات العائلية سنة 2009 إلى جانب ميثاق الحوكمة المعمول به<sup>2</sup>.

كما أصدرت البحرين ميثاق حوكمة الشركات سنة 2010 وقد أصدر البنك المركزي البحريني هو الآخر دليل حوكمة خاص بالبنوك سنة 2018. في حين تمتلك قطر ميثاقين لحوكمة الشركات يتعلقان بتلك المدرجة في البورصة بالإضافة إلى ميثاق خاص بالبنوك تم إصداره سنة 2015 من قبل البنك المركزي القطري، وهو ما يمتلكه أيضاً الكويت حيث خصصت دليلاً لحوكمة الشركات المدرجة في البورصة وتعليمات خاصة بالبنوك صادرة سنة 2016. في حين تمتلك عمان ميثاقاً خاصاً بشركات التأمين تم إصداره سنة 2005 من قبل هيئة السوق المالي وتعليمات موجهة للبنوك تم إصدارها من قبل البنك المركزي سنة 2014 إلى جانب ميثاق حوكمة الشركات الخاص بالشركات المدرجة والصادر عن هيئات السوق المالي. اهتمت الإمارات هي الأخرى بحوكمة الشركات في مؤسسات

<sup>1</sup> \_ OECD, "2018 OECD Survey of Corporate Governance Frameworks in the Middle East and North Africa", 2018 MENA-OECD Working Group on Corporate Governance: Policy Options to Achieve Sound Corporate Governance for Competitiveness, 4-5 July, 2018, Portugal, p: 9.

<sup>2</sup> \_ OECD, "2018 OECD Survey of Corporate Governance Frameworks in the Middle East and North Africa", 2018 MENA-OECD Working Group on Corporate Governance: Policy Options to Achieve Sound Corporate Governance for Competitiveness, 4-5 July, 2018, Portugal, p: 10-13.

مختلفة، حيث تم إصدار ميثاق خاص بالبنوك سنة 2006 من قبل البنك المركزي، ميثاق خاص بالشركات العقارية سنة 2011 وميثاق خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة صادر سنة 2011. فيما يتعلق بالسعودية، فقد تم إصدار عدد من المواثيق واللوائح الخاصة بحوكمة الشركات، حيث أصدرت القواعد والإجراءات التنظيمية الصادرة بموجب قانون الشركات المتعلق بشركات المساهمة المدرجة سنة 2017، مذكرة إرشادية حول القواعد والإجراءات التنظيمية الصادرة بموجب قانون الشركات المتعلقة بشركات المساهمة المدرجة سنة 2017، مبادئ حوكمة الشركات للبنوك العاملة بالمملكة العربية السعودية سنة 2014، لائحة حوكمة شركات التأمين لسنة 2014 ومدونة قواعد السلوك الخاصة بشركة التأمين لسنة 2015، بالإضافة إلى لائحة حوكمة الشركات المتعلقة بالشركات المدرجة بالسوق المالي والتي كان آخر تحديث لها سنة 2017<sup>1</sup>.

إن مجموع ما تم ذكره من قوانين ومواثيق يؤكد اهتمام الدول العربية بتأصيل مفهوم حوكمة الشركات على مستوى بيئاتها.

### 1-3-2- الإفصاح والشفافية

وفق ما أورده تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية لسنة 2019، فإن الشفافية والإفصاح يعتبران عنصرين أساسيين لتعزيز تنمية القطاع الخاص في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فالإفصاح عن المعلومات بشكل شفاف وفي الوقت المناسب يعتبر القاعدة الأساسية للتخصيص الفعال لرأس المال وسوق رأس المال السليمة، ويجذب المستثمرين للمشاركة في سوق رأس المال من خلال خلق بيئة من الثقافة والشفافية والمساءلة ومنه تعزيز القدرة التنافسية للسوق. وقد خلص التقرير إلى أنه على الرغم من جهود دول الشرق الأوسط وشمال فيما يتعلق بتحسين الإفصاح والشفافية في الشركات، فالتحديات لا تزال قائمة في المنطقة<sup>2</sup>.

بحسب تقرير اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية حول مستوى الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية العربية، فإن هذه الأخيرة في أغلبها تستند إلى قوانين الأوراق المالية وقوانين هيئات سوق المال والتشريعات الصادرة بمقتضاه (13 دولة)، في حين يتم اعتماد تعليمات ولوائح خاصة بالإفصاح في أسواق مالية أخرى (11 دولة)، وتلجأ أسواق أخرى إلى اعتماد قانون الشركات (أربع دول) بغية تنظيم عملية الإفصاح<sup>3</sup>. وتختلف الجهات المسؤولة عن متابعة الالتزام بالإفصاح، أين تعتبر البورصة المسؤولة عن ذلك في ثماني دول، وتعتبر هيئات الأسواق

<sup>1</sup> OECD, "2018 OECD Survey of Corporate Governance Frameworks in the Middle East and North Africa", 2018 MENA-OECD Working Group on Corporate Governance: Policy Options to Achieve Sound Corporate Governance for Competitiveness, 4-5 July, 2018, Portugal, p: 10-13.

<sup>2</sup> منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، "حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: بناء إطار للقدرة على التنافسية والنمو"، متوفر على الموقع: <https://www.oecd.org/publications/f8f22be1-ar.htm>، 2019، ص: 20، 21. (10/13/2021، 43:10).

<sup>3</sup> اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "مستوى الشفافية لدى أسواق رأس المال العربية"، دبي، نوفمبر 2014، ص: 34؛ 36.

المالية في خمس دول، بالإضافة إلى دور وزارة الاقتصاد والتجارة كما هو الحال في قطر ومصرف لبنان فيما يتعلق بالبنوك<sup>1</sup>. أين توجد ست دول تستخدم أنظمة إلكترونية محددة لغايات مراقبة الإفصاح، يتعلق الأمر بالأردن، الإمارات، تونس، السعودية، سلطنة عمان وفلسطين<sup>2</sup>. في حين أن سبع دول عربية تلتزم بالإفصاح بنسبة 90% يتعلق الأمر بـ: الإمارات، السعودية، عمان، فلسطين، قطر، مصر والمغرب؛ أما عن الجزائر، الأردن، العراق والكويت فقد بلغت نسبة الإفصاح بها 80%، أما تونس، سوريا، ليبيا فكانت النسبة 60% تقريباً<sup>3</sup>؛ ويرجع سبب الإفصاح أساساً إلى فرض عقوبات رادعة في حالة وجود مخالفات في أغلب الدول<sup>4</sup>.

أولى اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية أهمية للإفصاح أيضاً عند تطرقه للتعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة في دراسة له أجراها سنة 2014، حيث أن جميع الدول باستثناء ليبيا تتوفر تشريعات خاصة بالإفصاح عن تعاملات الأطراف ذوي العلاقة، إلا أنها تختلف من حيث جهة تقديم الإفصاح، أين بينت نتائج الاستبيان الدراسة أن عشر دول من بين 15 دولة معنية بالدراسة تتولى هيئات الأوراق المالية متابعة الإفصاح بها، في حين أن تلجأ بقية الدول لمدقق الحسابات وأطراف أخرى<sup>5</sup>.

في هذا الصدد، طور مركز حوكمة (Hawkamah) مؤشراً خاصاً بتقييم الإفصاح عن البعد البيئي، الاجتماعي والحوكمة (Environmental, Social and Governance (ESG) Index) في الشركات المدرجة بالأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث تمت ملاحظة وجود تحسن في درجة الإفصاح من 2007 إلى 2016 فيما يتعلق بالأبعاد الثلاثة، أين احتلت الشركات العمانية المرتبة الأولى متبوعة بكل من لبنان، الأردن، البحرين والإمارات فيما يتعلق بحوكمة الشركات<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> \_ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "مستوى الشفافية لدى أسواق رأس المال العربية"، دبي، نوفمبر 2014، ص: 36.

<sup>2</sup> \_ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "مستوى الشفافية لدى أسواق رأس المال العربية"، دبي، نوفمبر 2014، ص: 37.

<sup>3</sup> \_ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "مستوى الشفافية لدى أسواق رأس المال العربية"، دبي، نوفمبر 2014، ص: 42.

<sup>4</sup> \_ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "مستوى الشفافية لدى أسواق رأس المال العربية"، دبي، نوفمبر 2014، ص: 43.

<sup>5</sup> \_ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "تعاملات الأطراف ذوي العلاقة في أسواق رأس المال العربية: نتائج تحليل الاستبيان"، دبي، جويلية 2014، ص:

## 2-التنظيم القانوني لحوكمة الشركات على ضوء إصدارات الحوكمة في بعض الدول العربية

"إن وجود إطار قوي لحوكمة الشركات أمر ضروري لاقتصاديات منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي تسعى إلى تعزيز النمو وبناء مجتمعات مزدهرة"<sup>1</sup>.

إن الاطلاع على مختلف اللوائح التي تناولت مفهوم حوكمة الشركات في الدول العربية يعتبر عملاً موسعاً يفرض ضرورة تأطيره لضمان سهولة التحكم فيه، لأجل ذلك سيتم التركيز فيما يأتي على أهم النقاط التي تبنتها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية في مبادئها الست: حقوق المساهمين، المعاملة المتكافئة للمساهمين، دور أصحاب المصالح، الإفصاح والشفافية، وكذا مسؤوليات مجلس الإدارة، بالإضافة إلى الرقابة بنوعيتها الداخلية والخارجية. ما سيتم العمل عليه هنا هو التركيز مباشرة على موثيق ولوائح حوكمة الشركات الصادرة في بعض الدول العربية. ما يتوجب الإشارة إليه أن حوكمة الشركات لا توطر بموجب موثيق ولوائح فقط، بل يأتي منطلقها من القانون التجاري، وما اعتمادنا على اللوائح إلا للمقارنة بين مختلف الدول في تركيزها على أبعاد حوكمة الشركات، مبادئها وآلياتها من خلال المقارنة بين البنود والنصوص الواردة بها، مع اعتماد القانون التجاري متى ما دعت الضرورة لذلك.

### 2-1-1-2-حقوق المساهمين

يعتبر المساهم العنصر الأساسي في الشركة باعتباره مالكا لجزء من رأسمالها، لأجل ذلك فإن الاهتمام الكبير ينصب على حفظ حقوقه وهو ما تم التفصيل فيه عند التطرق لحوكمة الشركات ضمن إطارها النظري. سنحاول التفصيل فيما يأتي في أهم الحقوق التي يتمتع بها المساهمون على ضوء لوائح حوكمة الشركات لبعض الدول العربية.

### 2-1-1-2- حضور الجمعية العامة والتصويت بها

يتم التمييز بين أنواع جمعيات ثلاث: جمعية تأسيسية (تضم الأعضاء المؤسسين وتعد مرة واحدة خلال عمر الشركة)، جمعية عادية (تعد بشكل منتظم كل سنة) وجمعية غير عادية (تعد في الظروف الاستثنائية، غير الاعتيادية أو الطارئة). تدرس الجمعية العامة العادية وضعية الشركة ويتم من خلالها اتخاذ القرارات الهامة مما يجعل للمساهمين الحق في حضورها والمشاركة بها.

<sup>1</sup> \_ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، "حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: بناء إطار للقدرة على التنافسية والنمو"، متوفر على الموقع: <https://www.oecd.org/publications/f8f22be1-ar.htm>، 2019، ص: 18. (10:43، 2021/10/13).

أشار الدليل المصري لحوكمة الشركات إلى أن الجمعية العامة تتكون من كل المساهمين، على أنه يمكن للنظام الأساسي للشركة أن ينص على حضور اجتماع الجمعية العامة من يمتلكون نسبة معينة دون غيرهم استثناء من القاعدة إذا لم تتمكن الشركة من عقد اجتماع يضم جميع المساهمين دون تجاهل أقلية المساهمين<sup>1</sup>، كما أتاح إمكانية اعتماد الوسائل الحديثة للتواصل تسهيلاً للاجتماع<sup>2</sup>. أكد الدليل أيضاً على ضرورة أن يرفق جدول الأعمال المعلومات اللازمة لتمكين المساهمين من الاطلاع على كل بنود الجدول ومن ثم التصويت عليها، أين يفضل استخدام التصويت التراكمي في ذلك. ويحق لمساهمي الأقلية الذين يمتلكون نسبة 5% من رأس مال الشركة طلب إضافة بنود ضمن جدول أعمال الجمعية العامة وكذلك الاعتراض على قراراتها للجهة الإدارية التي يخول لها الحق وقف تنفيذ قرارات الجمعية العامة، كما أنه من حق 3% فأكثر من المساهمين إلزام الشركة بعقد اجتماع جمعية عامة وفق ما يفرضه القانون فيما يتعلق بحفظ حقوق مساهمي الأقلية<sup>3</sup>.

حفظ نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية القطرية للمساهمين حقوقهم فيما يتعلق بانعقاد الجمعيات العامة، فأكد حقهم في حضور الاجتماعات والاشتراك في المداولات والنقاشات، كما أكد حقهم في طلب إدراج مسائل معينة للنقاش، وذهب إلى كون المساهم أو المساهمين المالكين لنسبة لا تقل عن 10% من رأس مال الشركة لهم الحق في طلب انعقاد الجمعية العامة، فإذا كانت نسبة الملكية 25% كان لهم الحق في طلب انعقاد الجمعية العامة غير العادية متى ما دعت الضرورة لذلك ووفقاً لما هو معمول به قانوناً. كما ضمن للمساهم الحق في الاستفسار عن أي موضوع يتعلق بإدارة الشركة، وله الحق في التصويت خلال الجمعية العامة وكذا الاعتراض عن القرارات التي يرى أنها تخدم فئة دون غيرها. وقد حفظ النظام للمساهمين القصر والمحجور عليهم حضورهم الجمعية العامة من خلال من ينوب عنهم، وفتح مجال اللجوء للتوكيل شرط أن لا يكون الوكيل من أعضاء مجلس الإدارة وأن لا تزيد نسبة عدد الأسهم التي يحوزها عن 5% من رأس مال الشركة<sup>4</sup>. وفي هذا الصدد، أشار النظام إلى ضرورة الإفصاح عن كل ما يتعلق بالمرشحين لعضوية مجالس الإدارة قبل موعد انعقاد الجمعية العامة، أين يتم التصويت في ذلك باللجوء إلى الاقتراع السري ووفقاً لأسلوب

<sup>1</sup> \_ مركز المديرين المصري، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الهيئة العامة للأوراق والرقابة المالية، الإصدار الثالث، أوت 2016، الباب الثاني، المحور الأول، ص: 15.

<sup>2</sup> \_ مركز المديرين المصري، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الهيئة العامة للأوراق والرقابة المالية، الإصدار الثالث، أوت 2016، الباب الثاني، المحور الأول، ص: 15.

<sup>3</sup> \_ مركز المديرين المصري، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الهيئة العامة للأوراق والرقابة المالية، الإصدار الثالث، أوت 2016، الباب الثاني، المحور الأول، ص: 15.

<sup>4</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 32، ص: 40.

التصويت التراكمي<sup>1</sup>. يدعو دوما النظام إلى تسهيل الاجتماعات وحفظ حقوق المساهمين في حضورها من خلال فتحه المجال أمام اعتماد التقنيات الحديثة<sup>2</sup>.

وفقا لدليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات، فإن لكل مساهم حق حضور اجتماعات الجمعية العامة أو توكيل غيره ممن يختاره من غير أعضاء مجلس الإدارة أو موظفي الشركة أو شركة وساطة الأوراق المالية أو العاملين بها بمقتضى توكيل خاص كتابي على ألا يكون الوكيل حائزا لأكثر من 5% من رأس مال الشركة، حيث أن له أصواتا تعادل عدد أسهمه. ويمثل ناقصي الأهلية وفاقيها النائبون قانونا ويفوض الشخص الاعتباري من يمثله. حيث يستدعي المساهمون لاجتماع الجمعية العامة خلال الأشهر الأربعة التالية لنهاية السنة المالية بدعوة من رئيس مجلس الإدارة، كما يجب أن يشتمل الإعلان عن الاجتماع جدول الأعمال وموعد الاجتماع الثاني في حال عدم اكتمال نصاب الاجتماع الأول، ويكون للمساهم الحق في مناقشة الموضوعات المدرجة ضمن جدول الأعمال والاستفسار عن أي جزئية تتعلق بعمل مجلس الإدارة<sup>3</sup>. وقد أكد الدليل ضرورة الإعلان عن موعد الاجتماع إلكترونيا<sup>4</sup>، وأتاح إمكانية التصويت الإلكتروني إذا تم الاتفاق عليه<sup>5</sup>.

ينص الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية على أنه يتم استدعاء الجمعية العامة للانعقاد قبل تاريخ انعقادها بـ30 يوما، على أن يتم ذلك من خلال مختلف الوسائل السمعية البصرية والإلكترونية، كما يتم اختيار مكان الانعقاد وتاريخه بصورة تضمن حضور أقصى عدد ممكن للمساهمين، وأتاح الدليل إمكانية التوكيل الرسمي أو اعتماد المراسلة في حالة التغيب، على أن تعمل الشركة على استلام المساهمين للوثائق المطلوبة التي تفرض عليهم التصويت فيما بعد في أجل 30 يوما قبل انعقاد الجمعية بما يضمن اطلاعهم عليها واختيارهم التصويت المناسب. إلى جانب إمكانية إضافة بنود ضمن جدول الأعمال في غضون عشرة أيام قبل انعقاد الجمعية العامة، على أن يكون المكلف بذلك مساهم يملك على الأقل 2.5% من رأس مال الشركة. وقد أشار الدليل إلى ضرورة اعتماد مصلحة للعلاقات مع المساهمين تعمل على الربط الدائم لهم مع الشركة بما يضمن حقوقهم<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 35، ص: 42.

<sup>2</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادتان 33، 34، ص: 41.

<sup>3</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 41، ص: 22.

<sup>4</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 44، ص: 23.

<sup>5</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 41، ص: 22.

<sup>6</sup> \_ المعهد العربي لرؤساء المؤسسات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، "الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية"، تونس، 2008، ص: 2.

من جهة أخرى، اعتبر ميثاق الحكم الراشد الجزائري المشاركة والتصويت في الجمعيات العامة للمساهمين من الحقوق الأولية لهم، وقد أشار في ذلك إلى ضرورة وصول المعلومات التي تتخذ بناء عليها قرارات الجمعية العامة في الوقت المناسب وبالشكل الملائم للمساهمين مما يسهل ممارسة حقوقهم ومهامهم<sup>1</sup>.

وفق لائحة حوكمة الشركات الخاصة بالشركات المدرجة السعودية، فإن الجمعية العامة تنعقد مرة على الأقل في السنة خلال الستة أشهر التالية لانتهاء السنة المالية، وتنعقد بدعوة من مجلس الإدارة، وعليه أن يدعو الجمعية العامة للانعقاد بطلب من مدقق الحسابات أو لجنة التدقيق أو عدد من المساهمين المالكين لما نسبته 5% على الأقل من رأس مال الشركة، فإذا لم يستجب مجلس الإدارة لطلب مدقق الحسابات جاز لهذا الأخير دعوتها للانعقاد خلال 30 يوما من تاريخ طلبه. ويجب الإعلان عن موعد انعقادها، مكانها وجدول الأعمال قبل 21 يوما من تاريخ انعقادها، أين تنشر الدعوة عبر المواقع الإلكترونية والصحف اليومية وكذا عبر الوسائل التقنية الحديثة. يجب على مجلس الإدارة، في ذلك، أن يضمن المشاركة الفاعلة خلال الجمعية بضمن عقد الاجتماع في تاريخ وبمكان يضمن حضور المساهمين مع ضرورة متابعة تسجيل بيانات المساهمين الراغبين في حضور الاجتماعات، كما يجوز له تفعيل اعتماد الوسائل الحديثة للتواصل بما يضمن التصويت والمشاركة، ويجوز للشركة التعديل في بنود جدول الأعمال خلال الفترة ما بين نشر الدعوة وانعقاد الجمعية مع ضرورة الإشارة إلى ذلك<sup>2</sup>، أين يجوز للمساهم المالك لما نسبته 5% على الأقل من رأس مال الشركة إضافة موضوع أو أكثر<sup>3</sup>.

أكد الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامه المنشآت والمؤسسات العامة أهمية الجمعية العامة باعتبارها السبيل الأمثل لتكريس حقوق المساهمين، مشيرا إلى أن الشركة تحدد المكان والتاريخ المحددين لعقد الجمعية العامة، على أن توضع كافة المعلومات اللازمة في خدمة المساهم بعد نشر الدعوة على الأقل بـ15 يوما بما يضمن حسن اطلاع المساهمين عليها، كما يجب فتح المجال أمام المساهمين لإدراج بنود جديدة ضمن جدول أعمال الجمعية؛ وفي هذا الصدد، يتم التأكيد على حضور المسيرين لاجتماعات الجمعية العامة بما يسهل مناقشة استفسارات المساهمين وموظفيها<sup>4</sup>.

فيما يتعلق بدليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة ببورصة عمان، فإن الجمعية العامة تعقد اجتماعا واحدا خلال السنة على الأقل، على أن يكون الاجتماع خلال الأربع أشهر التالية لانتهاء السنة المالية

<sup>1</sup> \_ وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، "ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر"، الجزائر، 2009، ص: 31.

<sup>2</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 13، ص: 19، 20.

<sup>3</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 14، ص: 20.

<sup>4</sup> \_ اللجنة الوطنية لحكامه المفاوضات، "الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامه المنشآت والمؤسسات العامة"، المغرب، 2008، المحور 3، البند 2، ص: 32، 33.

للشركة، ولها أن تعقد اجتماعات غير عادية متى ما دعت الضرورة لذلك. ويوجه مجلس الإدارة الدعوة إلى المساهمين إما يدويا أو عبر البريد الإلكتروني والعادي قبل 21 يوما من تاريخ انعقاد الاجتماع، على أن ترفق الدعوة بجدول الأعمال والوثائق اللازمة للاجتماع، ويقوم المجلس بالإعلان عنه في ثلاث صحف يومية محلية مرتين على الأقل وعلى الموقع الإلكتروني للشركة. على مجلس الإدارة الحضور على الأقل بالعدد الذي يحدد النصاب القانوني لاجتماعاته، ويجوز للمساهم أن يوكل مساهما آخر لحضور الاجتماع بدلا عنه، ويرأس اجتماع الجمعية العامة رئيس مجلس الإدارة أو من ينوبه أو من ينتدبه المجلس في حال غيابهما معا<sup>1</sup>. يجوز للمساهمين المالكين لنسبة 25% من الأسهم المكتتب بها طلب عقد اجتماع جمعية عامة غير عادية، كما يجوز لهم طلب عقد اجتماع جمعية غير عادية لإقالة رئيس مجلس الإدارة أو أي عضو فيه للمساهمين الذين يملكون 20% من أسهم الشركة، ويجوز طلب إجراء تدقيق لأعمال الشركة من قبل المساهمين المالكين لنسبة 10% من أسهم الشركة<sup>2</sup>.

انطلاقا مما سبق، نجد أن لوائح حوكمة الشركات أولت أهمية للجمعية العامة واعتبرتها سبيلا لحفظ حقوق المساهمين، فأكدت ضرورة حضور المساهمين للجمعيات العامة وبذل العناية في ذلك من قبل الإدارة، كما فتحت المجال أمام اعتماد التقنيات الحديثة لتسهيل ذلك. وحفظت بعض اللوائح، على غرار مصر، حق أقلية المساهمين في التصويت وحضور اجتماعات الجمعيات العامة.

## 2-1-2- أرباح الأسهم

كانت موثيق ولوائح حوكمة الشركات شحيحة فيما يتعلق بأرباح الأسهم وتوزيعاتها تاركة في ذلك الحرية للنظام الأساسي للشركة ومقتضياته، فقد أكد نظام حوكمة الشركات بقطر ترك تحديد سياسة الأرباح للنظام الأساسي للشركة، مع ضرورة وضع وبصفة إلزامية سياسة واضحة لتوزيع تلك الأرباح من قبل مجلس الإدارة، أين يجب إطلاع المساهمين على هذه السياسة قبل اجتماع الجمعية العامة مع ضرورة تقييد ذلك في تقرير المجلس<sup>3</sup>؛ في السياق نفسه، ذهبت إليه لائحة حوكمة الشركات السعودية والتي نصت على ضرورة أن يبين نظام الشركة الأساسي النسبة من الأرباح الصافية التي توزع على المساهمين بعد طرح الاحتياطات، كما يجب على مجلس الإدارة وضع سياسة واضحة بشأن توزيعات الأرباح بما يضمن حقوق المساهمين، وقد حفظت اللائحة للجمعية

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية، "دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، الأردن، 2008، الباب 3، ص: 10.

<sup>2</sup> هيئة الأوراق المالية، "دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، الأردن، 2008، الباب 4، الفصل 1، ص: 11.

<sup>3</sup> هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي

2017، المادة 36، ص: 42.

العامّة حقها في إقرار توزيعات الأرباح، وفتحت لمجلس الإدارة هو الآخر ذلك فيما يتعلق بتوزيع الأرباح المرحلية، أين يبين القرار تاريخ الاستحقاق وتاريخ التوزيع وينفذ القرار وفق ما هو معمول به قانوناً<sup>1</sup>. أشار ميثاق الحكم الراشد الجزائري إلى أن توزيعات الأرباح تتم في جلسة الجمعية العامة، وذلك بناء على اقتراح من مجلس الإدارة أخذاً بعين الاعتبار استراتيجية المؤسسة فيما يخص التسيير المالي والاستثمار وكذا الالتزامات التنظيمية وأحكام النظام الجبائي المعمول به<sup>2</sup>. في حين أن دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات والذي اكتفى بتوضيح الإجراءات المتعلقة بتوزيعات الأرباح وعدم التصريح بنسبها ليمثل في ذلك سابقه، فقد أشار إلى أنه يجب على الشركة إيداع توزيعات الأرباح النقدية في حسابات المساهمين في اليوم العاشر بدءاً من اليوم الموالي لتاريخ انعقاد الجمعية العامة أو مجلس الإدارة الذي تقرر فيه توزيع الأرباح على أن لا تتجاوز العملية الشهر<sup>3</sup>. ودوماً في إطار الإجراءات، فقد أكد نظام الحوكمة بقطر أن الأحقية في الحصول على الأرباح الموزعة تعود إلى المساهمين المسجلين ضمن سجل المساهمين لدى الإيداع في نهاية التداول يوم انعقاد الجمعية العامة<sup>4</sup>.

إن غياب البنود المتعلقة بتوزيعات الأرباح في بعض اللوائح وقلة الإشارة إليها في لوائح أخرى، إنما يرجع إلى طبيعة العنصر، فتوزيعات الأرباح ترتبط أكثر بنشاط الشركة، لذلك فإن تراجع الإشارة إليها يحيلنا مباشرة إلى القانون التجاري أو النظام الأساسي للشركة بالدرجة الأولى، وقد حافظت اللوائح التي تضمنت توزيعات الأرباح كعنصر ضمن بنودها على الحد الأدنى من مبادئ حوكمة الشركات وحفظت بذلك حقوق المساهمين كهدف أساسي لها.

### 2-1-3- المعاملة المتساوية للمساهمين

فيما يتعلق بالمعاملة المتساوية للمساهمين، فقد أكد دليل حوكمة الشركات بالإمارات أن جميع الأسهم ضمن الفئة الواحدة تعتبر متساوية في الحقوق والالتزامات، وأثبت للمساهم الحقوق المتصلة بسهمه كحصوله على الأرباح، حصوله على نصيب من ممتلكات الشركة حال التصفية، حقه في حضور الجمعيات العامة والتصويت

<sup>1</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 9، ص: 15، 16.

<sup>2</sup> \_ وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، "ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر"، الجزائر، 2009، ص: 34.

<sup>3</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 50، ص: 26.

<sup>4</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 36، ص: 42.

بها، حقه في التصرف في أسهمه وحقه في الاطلاع على مختلف المعلومات التي يطلبها<sup>1</sup>. في نفس السياق، أكد الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية على ضرورة تطبيق مبدأ "سهم=حق اقتراع" وضمان المساواة بين المساهمين وعلى ضرورة السهر على توفير جملة المعلومات المطلوبة وكافة الوسائل التي تخول لهم ممارسة حقوقهم وأن تعتمد في ذلك المواقع الإلكترونية للإفصاح عن حقوق المساهمين<sup>2</sup>.

في حين اختارت لائحة حوكمة الشركات السعودية تأكيد دور مجلس الإدارة في ذلك وضرورة التزامه بالعمل على حماية حقوق المساهمين بما يضمن العدالة والمساواة بينهم، بالإضافة إلى التزامه، وكذلك فيما يتعلق بالإدارة التنفيذية، بعدم التمييز بين المساهمين المالكين لنفس نوعية الأسهم، وأن تعمل الشركة على تبيان الإجراءات اللازمة لضمان ممارسة جميع المساهمين لحقوقهم في سياساتها الداخلية<sup>3</sup>.

من جهة أخرى، أكد الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة على ضرورة احترام حقوق المساهمين ومعاملتهم معاملة عادلة، حيث أن المساواة في المعاملة تكون بين المساهمين أغلبية كانوا أو أقلية، مع ضرورة أن تسهر الشركة على ضمان الوسائل اللازمة التي تمكن المساهمين من ممارسة حقوقهم بما في ذلك اطلاعهم على المعلومات عبر موقعها الإلكتروني<sup>4</sup>. فالميثاق بذلك أشار إلى أقلية المساهمين واعتبر المساواة بينهم وبين أغلبية المساهمين مطلباً يفرض نفسه كتحقيق لحوكمة الشركات، وذهب إلى منحهم الحق في الطعن والتعويض في حالة انتهاك حقوقهم وضمن حقهم في التصويت كباقي المساهمين، كما حدد المجالات التي يجب على الشركة احترامها فيما يتعلق بهذه الفئة وأشار إلى حرية التصرف في أسهمها، حرية الولوج إلى المعلومات اللازمة وفي الوقت المناسب وبصورة منتظمة، المشاركة والتصويت في الجمعيات العامة بما في ذلك المشاركة في القرارات الهامة التي تتخذها الشركة، تسجيل أسهمهم وفق أنظمة موثوق فيها تضمن حقوقهم وكذا فيما يتعلق بسياسات توزيع الأرباح<sup>5</sup>. هيئات سوق المال القطرية هي الأخرى لم تهمل هذه الفئة، فقد أكد نظام حوكمة الشركات في المادة 29 منه أن: "المساهمون متساوون ولهم كافة الحقوق المترتبة على ملكية السهم [...]"، كما أكدت المادة

<sup>1</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 48، ص: 25.

<sup>2</sup> \_ المعهد العربي لرؤساء المؤسسات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، "الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية"، تونس، 2008، ص: 1.

<sup>3</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 4، ص: 13.

<sup>4</sup> \_ اللجنة الوطنية لحكامة المقاولات، "الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة"، المغرب، 2008، المحور 3، البند 1، ص: 30، 31.

<sup>5</sup> \_ اللجنة الوطنية لحكامة المقاولات، "الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة"، المغرب، 2008، المحور 3، البند 1، ص: 30، 31.

ضرورة توضيح كل الأمور المرتبطة بالأسهم بما يضمن حفظ حقوقهم<sup>1</sup>. وقد ضمنت المادة 31 من النظام نفسه حق المساهم في الحصول على المعلومات اللازمة وتوضيح كل الإجراءات التي تمكنه من ذلك<sup>2</sup>. انطلاقاً مما سبق، نجد أن اللوائح عملت جاهدة على تأطير حقوق أقلية المساهمين وساوتهم في الكثير من الحقوق مع أغلبية المساهمين. إن أقلية المساهمين في واقع البيئات العربية تفرض نفسها في ظل تركيز الملكية تمتاز به مختلف الأسواق وتجعل الاهتمام بها مطلباً أساسياً للحكم على نجاعة حوكمة الشركات بها.

## 2-2- مجلس الإدارة وخصائصه

للإلمام بمجلس الإدارة باعتباره آلية هامة من آليات حوكمة الشركات، سيتم التركيز على تكوين مجلس الإدارة ولجانه بما يتضمنه من شروط عضوية مجلس الإدارة، انتخاب أعضائه وتركيبته، اجتماعات مجلس الإدارة ولجانه.

### 2-2-1- شروط عضوية مجلس الإدارة

تمحورت شروط العضوية في مختلف التنظيمات حول ثلاث نقاط أساسية، يأتي في المقدمة تأكيد أهلية المترشح للعضوية، حيث نجد أن من اللوائح من حددت سناً معيناً، في حين ذهبت أغلب اللوائح إلى الأخذ بما هو معمول به ضمن القانون المدني. في نقطة ثانية، تم التأكيد على كفاءة العضو المترشح، وكأخر نقطة فقد ذهبت بعض التشريعات لفرض قيود على المترشح منها امتلاكه لعدد معين من الأسهم أو عدم جمعه بين عضوية مجالس أخرى وترشحه.

في هذا الصدد، أكد نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية القطرية ضرورة أن يكون عضو المجلس مؤهلاً ويتمتع بالكفاءة اللازمة والوقت الكافي لأداء مهامه. واشترط في عضو المجلس أن لا يقل عمره عن 21 عاماً متمتعاً في ذلك بالأهلية الكاملة، أن لا يكون ذو سوابق عدلية، وأن يكون مساهماً في الشركة أو مالكا عند انتخابه أو خلال 30 يوماً من انتخابه لعدد من أسهم الشركة وفق ما يحدده النظام الأساسي؛ على أن تودع لدى جهة الإيداع خلال 60 يوماً من تاريخ بدء العضوية مما يجعلها غير قابلة للتداول أو الرهن أو الحجز، وتتم المصادقة على ميزانية آخر سنة مالية قام فيها العضو بأعماله حتى تخصص لضمان حقوق الشركة ومختلف أصحاب المصالح، على أن العضو المستقل يعفى من كل ما سبق ذكره. كما يشترط على

<sup>1</sup> هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 29، ص: 39.

<sup>2</sup> هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 29، ص: 39.

المرشح للعضوية تقديم إقرار يقر فيه بعدم توليه مناصب يحظر الجمع بينه وبين عضوية المجلس قانوناً<sup>1</sup>. أما عن دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات فقد تمحورت شروط العضوية في أغلبها حول ضرورة خلو ملفه من أي سوابق قانونية مهما كان نوعها، بالإضافة إلى امتلاكه لخبرة لا تقل عن خمس سنوات في النشاط الذي تزاوله الشركة<sup>2</sup>، كما اشترط الدليل أن يتمتع أعضاء مجلس الإدارة بالتوازن الملائم من المهارات والمعارف والكفاءات<sup>3</sup>.

في حين ركز ميثاق حوكمة الشركات المساهمة العامة لسلطنة عمان على مهارات العضو كشرط للعضوية، أين اشترط الاستقامة والنزاهة، التمتع بالحكمة والفتنة، القدرة على قراءة القوائم المالية، احترام الآخرين والتعاون معهم وغيرها<sup>4</sup>. وهو ما ذهبت إليه لائحة حوكمة الشركات السعودية في المادة 18 الاسترشادية منها، أين أشارت إلى أن من شروط العضوية في مجلس الإدارة ضرورة أن يكون عضو مجلس الإدارة من ذوي الكفاءة المهنية ممن تتوافر فيهم الخبرة، المعرفة، المهارة والاستقلال اللازم، حيث أكدت في ذلك على القدرة على القيادة، الكفاءة، القدرة على التوجيه، المعرفة المالية واللياقة الصحة<sup>5</sup>.

## 2-2-2- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وتركيبته

إن كانت تشابهت اللوائح في كيفية انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، فقد تباينت في تركها الحرية لتحديد عدد أعضاء مجلس الإدارة أو حصرهم ضمن مجال معين، وإن اتفقت على ضرورة التنوع بين مختلف أعضاء مجلس الإدارة من حيث طبيعتهم، فقد اختلفت في تحديد نسبهم.

اختار الدليل المصري لحوكمة الشركات عدم تحديد عدد أعضاء مجلس الإدارة ضمن بنوده، حيث أشار إلى أن ذلك يبقى في نطاق القانون والنظام الأساسي للشركة، على أن يشكل المجلس من عدد مناسب من الأعضاء يمكنه من القيام بوظائفه وواجباته، أين تكون الأغلبية فيه من غير التنفيذيين وأن يكون من بينهم عضوين مستقلين على الأقل، مع ضرورة تمتع الأعضاء بالكفاءة والمهارات اللازمة إضافة إلى تخصيص الوقت

<sup>1</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 5، ص: 19.

<sup>2</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 10، ص: 8، 9.

<sup>3</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 9، ص: 7.

<sup>4</sup> \_ الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 2، الفقرة 5، ص: 7.

<sup>5</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 18، ص: 23.

الكافي وإبداء الاهتمام بعمل الشركة واستمراريتها، ولا يفضل الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، ففي الحالة العكسية وجب الإفصاح عن ذلك<sup>1</sup>. في نفس السياق، أوجب ميثاق حوكمة الشركات المساهمة العامة لسلطنة عمان أن يكون جميع أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين، على أن لا تقل نسبة الأعضاء المستقلين عن ثلث أعضاء مجلس الإدارة وبحد أدنى عضوان اثنان، ويخضع في ذلك عضو مجلس الإدارة للمرة الأولى أو عند إعادة انتخابه للتدريب في مجال حوكمة الشركات والاستدامة<sup>2</sup>.

بينت لائحة حوكمة الشركات السعودية ما يجب مراعاته حال تشكيل مجلس الإدارة، فأكدت أن حجم الشركة وطبيعة نشاطها هو ما يحدد عدد أعضاء المجلس على أن لا يقل عن ثلاثة أعضاء وأن لا يزيد عن 11 عضواً، أين يجب أن تكون أغلبية أعضائه من غير التنفيذيين وأن لا يقل عدد أعضائه المستقلين عن عضوين أو عن ثلث أعضاء المجلس، أيهما أكثر<sup>3</sup>. يتم انتخاب أعضاء مجلس الإدارة من قبل الجمعية العامة ووفقاً لما هو منصوص عليه في النظام الأساسي للشركة على ألا تتجاوز مدة عضويتهم ثلاث سنوات مع إمكانية التجديد ما لم ينص على خلاف ذلك. ويشترط في ذلك ألا يكون عضو مجلس الإدارة عضواً في أكثر من خمس مجالس شركات أخرى في نفس الوقت. وعلى الشركة إبلاغ هيئة السوق بأي تغييرات تطرأ على مجلس إدارتها من حيث العضوية في غضون خمسة أيام عمل من تاريخ التغيير<sup>4</sup>. كما أكدت اللائحة ضرورة الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة وأي منصب تنفيذي بالشركة<sup>5</sup>. وقد أجازت للجمعية العامة حقها في عزل جميع أعضاء مجلس الإدارة أو بعضهم دون الإخلال بتعويضاتهم المستحقة إذا كان العزل لسبب غير مقبول أو في وقت غير مناسب، كما يجوز لها إنهاء عضوية من يتغيب عن حضور ثلاثة اجتماعات متتالية دون تبرير مقبول، وفي كل الأحوال يجب على الشركة إشعار السوق بذلك مع تبيان أسباب ذلك، فإذا استقال عضو مجلس الإدارة وكانت له ملاحظات فيما يتعلق بعمل الشركة، فعليه تقديم بيان يوضح ذلك إلى رئيس مجلس الإدارة ليعرضه هذا الأخير وجوباً على بقية الأعضاء<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> \_ مركز المديرين المصري، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الهيئة العامة للأوراق والرقابة المالية، الإصدار الثالث، أوت 2016، الباب 2، المحور 2، ص: 17.

<sup>2</sup> \_ الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 2، الفقرة 3، ص: 6.

<sup>3</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 16، ص: 22.

<sup>4</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 17، ص: 22.

<sup>5</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 24، ص: 31.

<sup>6</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 19، ص: 23، 24.

أشار دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات إلى أن عدد أعضاء مجلس الإدارة يحددون حصراً بناء على النظام الأساسي للشركة، على أن يتم انتخاب المجلس عن طريق الجمعية العامة وبعتماد أسلوب التصويت السري التراكمي، وأتاحت المادة نفسها للحكومة إذا امتلكت نسبة 5% أو أكثر من رأس مال الشركة تعيين من يمثلها في مجلس الإدارة<sup>1</sup>. أين يتم انتخاب رئيس مجلس الإدارة ومن ينوبه بالتصويت السري، ويمنع الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب المدير التنفيذي أو أي وظيفة أخرى تنفيذية بالشركة، كما يحق لمجلس الإدارة انتخاب من بين أعضائه من يكون عضواً منتدباً للإدارة<sup>2</sup>. كما أكد الدليل ضرورة أن يكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين، والأكثر من ذلك دعا الدليل إلى ضرورة تخصيص 20% من مقاعد المجلس لصالح المرأة<sup>3</sup>. ففي حالة شغور مركز أحد أعضاء مجلس الإدارة يتم تعيين عضو لإكمال ما تبقى من مدة عضوية السابق على أن يعرض التعيين للموافقة عليه مع أول جمعية عامة يتم عقدها، فإذا كان العضو ممثلاً عن الحكومة كانت مسؤولة عن تعيين عضو يمثلها بدلاً عن السابق بمراسلة رسمية من قبلها، أما إذا بلغت المراكز الشاغرة ربع عدد المقاعد، يجب على الأعضاء الباقين دعوة الجمعية العامة للانعقاد في غضون شهر على الأكثر من تاريخ آخر شغور لانتخاب أعضاء جدد تكملة للعدد. ويعتبر المنصب شاغراً في حالات تم ذكرها ضمن الدليل، منها: وفاته أو فقدانه لأهليته، إدانته بجريمة، إعلان إفلاسه، استقالته بمحض إرادته وبإشعار خطي، تغييره عن حضور جلسات المجلس بعدد ثلاث غيابات متتالية ودون مبرر، وكذا في حالة عزله<sup>4</sup>. ففي الحالة الأخيرة، تضمنت المادة 22 من الدليل نفسه تفصيلاً للوضع وأشارت إلى أن من يتم عزله لا يمكنه عضوية المجلس مجدداً إلا بمرور ثلاث سنوات من تاريخ صدور قرار العزل<sup>5</sup>. ما يلاحظ على دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات هو إتاحة إمكانية اتباع نمط التسيير الثنائي أو ما اصطلح عليه بنظام الحوكمة المزدوج، أين أقر أن التسيير يتم من قبل لجنتين هما لجنة الرقابة واللجنة التنفيذية<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 6، ص: 6.

<sup>2</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 7، الصفحة نفسها.

<sup>3</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 9، ص: 7.

<sup>4</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 21، ص: 14.

<sup>5</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 22، ص: 14، 15.

<sup>6</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 54، ص: 28.

أتاح الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية إمكانية الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير العام، على أن يتم تقديم الفصل في ذلك وفي حالة الجمع يتم تقديم تبرير للمساهمين. وأوجب الدليل ضرورة وجود أعضاء مستقلين على مستوى مجالس الإدارة، ونصح في ذلك بأن يكون ثلث أعضاء المجلس من المستقلين واعتبره عاملاً هاماً لحفظ حقوق أقلية المساهمين، ويعين الأعضاء المستقلون عن طريق الجمعية العامة لمدة أقصاها ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة وذلك وفق معايير واضحة وشفافة، ويتم تجديد أعضاء مجلس الإدارة بصفة تدريجية وجماعية مراعاة لمصلحة الشركة، ترك الدليل حرية اختيار عدد أعضاء مجلس الإدارة بما يتناسب مع الشركة وطبيعة نشاطها. كما أشار الدليل إلى ضرورة أن تكون تركيبة مجلس الإدارة متوازنة، حيث يمتاز بالتنوع من حيث الأعمار، الخبرات، الاختصاصات وغيرها<sup>1</sup>.

بناء على الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة، فإنه يجب أن تتوفر الدولة بصفقتها مساهماً أو مراقباً على مقعد أو عدة مقاعد ضمن مجلس الإدارة، أين لا يجوز له أن يكون عضواً في أكثر من سبع مجالس إدارة في آن واحد مع استثناء اللجان، تحدد مدة مهمته بأربع سنوات قابلة للتجديد، ولا ينوب عنه إلا عضو آخر مرشح من الهيئة التداولية المعنية وبمعدل وكالة واحدة فقط، مع ضرورة ضمان الاستقلالية التامة لهذا العضو وحرصهم في أداء مهامهم<sup>2</sup>. كما أن الشركات وفق هذا الميثاق مدعوة لتعيين أعضاء مستقلين حتى الوصول تدريجياً إلى ما نسبته 25% من مجموع الأعضاء<sup>3</sup>. وقد فرض الميثاق ضرورة أن يكون هناك فصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، كما أشار الميثاق إلى ضرورة أن لا يفوق عدد أعضاء المجلس 12 عضواً، على أنه يمكن أن يصل عدد الأعضاء 15 عضواً إذا كانت الشركة مسعرة في بورصة القيم<sup>4</sup>. وفق دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة ببورصة عمان، يتكون مجلس الإدارة من عدد أعضاء لا يقل عن خمسة ولا يزيد عن 13 عضواً وفقاً لما يحدده نظام الشركة، على أن يتم انتخابهم وفق أسلوب التصويت التراكمي من قبل الجمعية العامة بالاقتراع السري، أين يمثل الأعضاء المستقلون ما لا يقل عن ثلث أعضاء المجلس مقرباً للوحدة في حالة الكسر. يتولى المجلس مهامه على مدار أربع سنوات من تاريخ انتخابه ولا يجوز الجمع في ذلك بين منصب رئيس مجلس الإدارة وأي منصب تنفيذي آخر بالشركة، ولا يجوز لعضو مجلس الإدارة

<sup>1</sup> \_ المعهد العربي لرؤساء المؤسسات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، "الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية"، تونس، 2008، ص: 7-5.

<sup>2</sup> \_ اللجنة الوطنية لحكامة المقاولات، اللجنة الوطنية لحكامة المقاولات، "الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة"، المغرب، 2008، المحور 2، البند 2، ص: 19.

<sup>3</sup> \_ اللجنة الوطنية لحكامة المقاولات، "الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة"، المغرب، 2008، المحور 2، البند 3، ص: 20.

<sup>4</sup> \_ اللجنة الوطنية لحكامة المقاولات، "الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة"، المغرب، 2008، المحور 2، البند 4، ص: 20.

أو من يمثله أن يكون عضواً في مجلس إدارة شركة مشابهة أو منافسة لها، ولا يجوز في جميع الأحوال لعضو مجلس الإدارة الطبيعي الجمع بين عضوية مجالس إدارة أكثر من خمس شركات بصفته الشخصية أو ممثلاً لشخص اعتباري. وبالنظر لكون مجلس الإدارة ممثلاً للمساهمين، فإنه ملزم ببذل العناية الكافية وتخصيص الوقت اللازم لضمان استمرار الشركة ونجاحها، كما يجب عليه التأكد من توفر الكفاءة في أعضاء الإدارة التنفيذية، ويجب في كل الأحوال توفير المعلومات اللازمة لأعضاء مجلس الإدارة بما يمكنهم من أداء مهامهم على أكمل وجه<sup>1</sup>.

أكد نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية القطرية أن يكون ثلث أعضاء المجلس على الأقل من المستقلين، وأن تكون أغلبية الأعضاء من غير التنفيذيين مع إمكانية تخصيص مقعد أو أكثر لتمثيل الأقلية وآخر لتمثيل العاملين<sup>2</sup>. كما أكد عدم جواز الجمع بين رئاسة المجلس أو نيابته في أكثر من شركتين يقع مركزهما الرئيسي في الدولة، ولا أن يكون عضواً في مجلس إدارة ثلاث شركات تقع مراكزها في الدولة ولا أن يكون عضواً منتدباً للإدارة في أكثر من شركة مركزها بالدولة، ولا أن يجمع بين عضوية مجلسي إدارة شركتين تمارسان نشاطاً متجانساً. كما يمنع على رئيس المجلس أن يحوز منصباً تنفيذياً بالشركة أو أن يكون عضواً في أي لجنة من لجان المجلس<sup>3</sup>.

أشار ميثاق الحكم الراشد إلى وجوب أن يحتوي مجلس الإدارة تشكيلة متوازنة من حيث الخبرات والمهارات، ويمكن أن يضم المساهمين ومسيري الشركة والإداريين الخارجيين والذين لا ينتمون للفريق التنفيذي ولا للمساهمين واعتبرهم الميثاق أعضاء مستقلين<sup>4</sup>. ورغم أن ميثاق الحكم الراشد كان شحيحاً في تفصيله لوضعية مجلس الإدارة، فإن القانون التجاري، كغيره من القوانين قد فصل في ذلك بما فيه الكفاية. يتكون مجلس الإدارة، وفق القانون التجاري الجزائري، من ثلاثة أعضاء على الأقل و12 عضواً على الأكثر<sup>5</sup>، مع جواز رفع عدد الأعضاء إلى 24 عضواً في حالة دمج الشركات<sup>6</sup>. أما عن الشركات العمومية فيشترط فيها ممثلي العمال ضمن مجلس الإدارة<sup>7</sup>، مع ملاحظة أن القانون التجاري وميثاق الحكم الراشد لم يتناولوا موضوع الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين،

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية، "دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، الأردن، 2008، الباب 2، ص: 6.

<sup>2</sup> هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 6، ص: 20.

<sup>3</sup> هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 6، ص: 20.

<sup>4</sup> وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، "ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر"، الجزائر، 2009، ص: 40.

<sup>5</sup> القانون التجاري الجزائري، المادة 610، الفقرة 1.

<sup>6</sup> القانون التجاري الجزائري، المادة 610، الفقرة 2.

<sup>7</sup> الأمر رقم 01-04، المؤرخ في 20 أوت 2001، "المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصصتها"، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 47 لسنة 2001، المادة 5، الفقرة 2.

والممارسات العملية فيما يتعلق بالشركات العمومية تفرض وجود أعضاء مستقلين. تجدر الإشارة هنا أن القانون التجاري صرح بإمكانية عضوية أكثر من مجلس إدارة في حدود الخمسة مجالس مقرها بالجزائر بالنسبة لأعضاء مجلس الإدارة<sup>1</sup>، إلا أنه لم يشر إلى ذلك فيما يخص رئيس مجلس الإدارة، فمن الناحية النظرية تسري على رئيس مجلس الإدارة نفس الأحكام الصادرة بحق بقية الأعضاء، إلا أنه من الناحية العملية قد يكون من المستحيل أن يرأس رئيس مجلس الإدارة أكثر من مجلس واحد.

وفقا للقانون التجاري الجزائري، فإنه يُنتخب أعضاء مجلس الإدارة من قبل الجمعية العامة العادية أو التأسيسية وتحدد مدة عضويتهم في القانون الأساسي دون أن يتجاوز ذلك ست سنوات، مع إمكانية إعادة انتخابهم، ويمكن عزلهم في أي وقت من قبل الجمعية العامة العادية<sup>2</sup>، وينتخب مجلس الإدارة من بين أعضائه رئيسا له شرط أن يكون شخصا طبيعيا، ولا تصح مداوات مجلس الإدارة إلا إذا حضر نصف عدد أعضائه على الأقل، وتؤخذ قراراته بالأغلبية ما لم ينص القانون الأساسي على أغلبية أكثر، ويرجح صوت الرئيس عند تعادل الأصوات، ما لم ينص القانون الأساسي على خلاف ذلك<sup>3</sup>. تجدر الإشارة أن التشريع الجزائري قد أتاح نمطي تسيير: "مجلس الإدارة" و"مجلس المديرين ومجلس المراقبة"، أما عن الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي فنجد تضاربا في مواده، حيث نجد أن المادة 624 من القانون التجاري الجزائري تنص على أنه: "يجوز لمجلس الإدارة أن يأذن لرئيسه أو لمدير عام حسب الحالة بإعطاء الكفالات..."، في حين تنص المادة 639 من القانون نفسه على أنه: "يجوز لمجلس الإدارة بناء على اقتراح الرئيس أن يكلف شخصا واحدا أو اثنين من الأشخاص الطبيعيين لمساعد الرئيس كمديرين عامين بناء على اقتراح الرئيس"، ففي حين نجد المادة الأولى أشارت إلى إمكانية وجود نظامين للتسيير، المادة الثانية نجدها لا تعتبر النظام الثاني نظاما قائما بحد ذاته، وهذا على اعتبار أن المسير إنما يعتبر مساعدا لرئيس مجلس الإدارة فقط.

انطلاقا مما سلف ذكره، فإن مجلس الإدارة اعتبر آلية هامة ضمن جميع موثيق ولوائح حوكمة الشركات، أين تم التركيز في ذلك وبدرجة كبيرة على استقلالية المجلس سواء من حيث طبيعة تركيبه باحتوائه لأعضاء مستقلين وغير تنفيذيين أو من حيث منع عضوية عضو مجلس الإدارة لعدد كبير من المجالس أو من حيث فصل المناصب.

<sup>1</sup> \_ القانون التجاري الجزائري، المادة 612.

<sup>2</sup> \_ القانون التجاري الجزائري، المادتان 612، 613.

<sup>3</sup> \_ القانون التجاري الجزائري، المادتان 635، 626.

## 2-2-3 - اجتماعات مجلس الإدارة ولجانه

إلى جانب تركيبة مجلس الإدارة وطريقة انتخاب أعضائه، تشكل اجتماعات مجلس الإدارة وكذا لجانه عنصرا أساسيا في دراسة حوكمة الشركات كونها تتبع نشاطه وطريقة عمله.

## أ. اجتماعات مجلس الإدارة

وفق ما تضمنه دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة ببورصة عمان، يعقد مجلس إدارة الشركة اجتماعاته بدعوة خطية من رئيسته أو بناء على طلب خطي يقدم إلى الرئيس من ربع أعضائه على الأقل، ويعتبر الاجتماع صحيحا بحضور الأغلبية المطلقة من الأعضاء، ولا يجوز التوكيل في التصويت كما لا يجوز أن يتم بالمراسلة أو بأي صورة أخرى ويشترط الدليل التصويت الشخصي، وتصدر قراراته بالأكثرية المطلقة. يتم عقد اجتماع واحد على الأقل كل شهرين بحيث لا يقل عدد اجتماعاته سنويا عن ستة اجتماعات، ويتم الإفصاح عن الاجتماعات في التقرير السنوي<sup>1</sup>. أما عن الدليل المصري لحوكمة الشركات، فإن المجلس ينعقد مرة على الأقل كل ثلاثة أشهر، على أن لا يتغيب العضو عن أكثر من ثلث عدد اجتماعات مجلس الإدارة في السنة، وتتم الدعوة للاجتماعات في المواعيد والأماكن التي تسهل الحضور قدر الإمكان، وللمجلس أن يعتمد الوسائل الحديثة لعقد اجتماعاته وفق ما ينص عليه النظام الأساسي للشركة<sup>2</sup>.

وفق دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات، فإن مجلس الإدارة يجتمع أربع مرات خلال السنة ما لم ينص النظام الأساسي للشركة على أكثر من ذلك، أين يتم الاجتماع بناء على دعوة خطية من قبل رئيس مجلس الإدارة تصل الأعضاء في غضون أسبوع على الأقل مشفوعة بجدول الأعمال، أو بطلب من عضوين على الأقل. فإذا كان موضوع الاجتماع دعوة الجمعية العامة للانعقاد كان لزاما مراسلة الأعضاء قبل شهر على الأقل من تاريخ انعقاد الجمعية العامة. وتعد الاجتماعات في مركز الشركة ما لم يتم الاتفاق على خلاف ذلك، ويعتبر الاجتماع صحيحا بحضور أغلبية الأعضاء، كما تصدر القرارات بالأغلبية المصوتة ويرجح جانب الرئيس في حالة التساوي، ويسمح الدليل بتمثيل عضو مجلس الإدارة إذا ما تم تقديم وكالة خطية تثبت ذلك<sup>3</sup>. أجاز الدليل

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية، "دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، الأردن، 2008، الباب 2، الفصل 3، ص: 9.

<sup>2</sup> مركز المديرين المصري، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الهيئة العامة للأوراق والرقابة المالية، الإصدار الثالث، أوت 2016، الباب 2، المحور 2، ص: 18.

<sup>3</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 23، ص: 15.

عقد الاجتماعات باعتماد الوسائل التقنية الحديثة إذا فرضت الظروف ذلك وتم الاتفاق على ذلك<sup>1</sup>. ولا يعتبر اجتماعاً في حال تم القرار بالتمير ويجب الالتزام بالحد الأدنى للاجتماعات الموضح في الدليل<sup>2</sup>.

فيما يخص ميثاق حوكمة الشركات المساهمة العامة لسلطنة عمان، فإن المجلس ملزم بعقد أربع اجتماعات كحد أدنى في العام، على أن لا تتجاوز المدة ما بين اجتماعين أربعة أشهر متتالية كحد أقصى، أين يتم إرسال جدول أعمال اجتماع المجلس إلى جميع الأعضاء قبل موعد الاجتماع بمدة لا تقل عن سبعة أيام عمل، ويمكن أن تقل المدة في حالة الاجتماعات المستعجلة<sup>3</sup>، كما أتاح الميثاق هو الآخر إمكانية عقد الاجتماعات إلكترونياً على أن لا يتجاوز ذلك اجتماعين خلال العام كحد أقصى<sup>4</sup>، ويمكن اتخاذ القرارات عن طريق التمرير إذا تعلق الأمر بتلك القرارات غير المرتبطة باعتماد البيانات المالية للشركة<sup>5</sup>. وفيما يتعلق باجتماعات مجلس الإدارة وفق ما تضمنته لائحة حوكمة الشركات السعودية، فإن الاجتماعات تعقد وفق ما تقتضيه أعمال الشركة ونشاطها، على أن لا يقل عدد الاجتماعات عن أربعة خلال السنة؛ أي بمعدل اجتماع واحد على الأقل كل ثلاثة أشهر، أين يجتمع مجلس الإدارة بناء على دعوة من رئيسه أو بطلب من عضوين من أعضائه، وترسل الدعوة إلى كل عضو خلال خمسة أيام على الأقل من تاريخ الانعقاد مرفقة بجدول الأعمال والوثائق اللازمة، فإذا كان الاجتماع طارئاً جاز أن تقل المدة عن خمسة أيام. ولا يكون الاجتماع صحيحاً إلا بحضور نصف عدد الأعضاء على الأقل، على أن لا يقل عدد الحاضرين عن ثلاثة ما لم ينص النظام الأساسي على عدد أو نسبة أكبر<sup>6</sup>.

أشار الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة إلى أن عدد الاجتماعات المسموح بها هو اجتماعين خلال السنة على الأقل، منها تلك المتعلقة بالقوائم المالية للسنة المنصرمة والتي تفرض وجود مدقق حسابات خلالها، وتلك المتعلقة بالقوائم المالية للسنة الحالية، كما يمكن عقد أكثر من اجتماعين بطلب من رئيسه أو ثلث أعضائه، وتتم دعوة الأعضاء إلى الاجتماع وذلك 15 يوماً على الأقل قبل تاريخ انعقاد الاجتماع مع ضرورة تحديد جدول الأعمال والوثائق المتعلقة به، ولا يعتبر الاجتماع صحيحاً إلا بحضور نصف أعضاء

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 24، ص: 16.

<sup>2</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 24، ص: 16.

<sup>3</sup> الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 2، الفقرة 10، ص: 8، 9.

<sup>4</sup> الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 2، الفقرة 12، ص: 9.

<sup>5</sup> الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 2، الفقرة 13، الصفحة نفسها.

<sup>6</sup> هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 32، ص: 36.

المجلس على الأقل. ولم يحدد الميثاق في ذلك الحد الأقصى للغيابات والذي يؤدي إلى عزل العضو وإنما دعا إلى ضرورة تحديده ضمن نظام الشركة<sup>1</sup>.

تتم دعوة المجلس للاجتماع وفق ما وضعه نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية القطرية بناء على دعوة من رئيسته أو بطلب من اثنين من الأعضاء على الأقل، على أن توجه الدعوة لكل عضو بأسبوع على الأقل مصحوبة بجدول الأعمال، ولأي عضو الحق في إضافة بند أو أكثر ضمن جدول الأعمال<sup>2</sup>. يجب عقد ستة اجتماعات خلال السنة على الأقل، مع مراعاة عدم انقضاء ثلاثة أشهر دون عقد أي اجتماع، أين يعتبر الاجتماع صحيحا إذا ثبت حضور أغلبية الأعضاء بما فيهم الرئيس أو من ينوبه. وقد أجاز النظام إمكانية أن ينيب العضو المتغيب أحد أعضاء المجلس كتابة على أن لا يمثل هذا الأخير أكثر من عضو، فإذا ثبت تغيب أحد الأعضاء لثلاثة اجتماعات متتالية ودون تقديم أي مبرر مقبول اعتبر مستقيلا. أكد النظام أيضا إمكانية عقد اجتماعات المجلس عن بعد إذا فرضت الظروف ذلك<sup>3</sup>. وتتخذ قرارات المجلس بأغلبية أصوات الحاضرين والممثلين، أين يرجح الجانب الذي اختاره رئيس مجلس الإدارة عند التساوي، ويحرر محضر للاجتماع يتضمن ما دار فيه وعلى العضو الذي لم يصوت لصالح أي قرار أن يبرر فيه موقفه<sup>4</sup>.

بناء على ما أشارت إليه اللوائح والمواثيق، فإن اجتماعات مجلس الإدارة لها وزنها باعتبارها السبيل الأساسي لإثبات نشاط المجلس، حيث أكدت اللوائح مجتمعة على ضرورة عقد عدة اجتماعات خلال السنة واعتماد الوسائل الحديثة في ذلك متى ما دعت الضرورة. ولأهمية حضور الاجتماعات، فقد أحالت أغلب اللوائح العضو المتغيب بشكل متكرر إلى حالة العزل حفاظا على عمل المجلس.

## ب. لجان مجلس الإدارة

أكد نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية القطرية أن مجلس الإدارة وبمجرد تكوينه يتوجب عليه اعتماد ثلاث لجان على الأقل، وتعتبر لجنة الترشيحات، لجنة المكافآت ولجنة التدقيق

<sup>1</sup> \_ اللجنة الوطنية لحكامة المقاولات، "الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة"، المغرب، 2008، ص: 21.

<sup>2</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 13، ص: 28.

<sup>3</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 14، ص: 28.

<sup>4</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 15، ص: 28، 29.

أهمها<sup>1</sup>، مع إمكانية دمج أول لجننتين تحت مسمى "لجنة الترشيحات والمكافآت". حيث يصدر المجلس قراراً يتضمن أعضاء اللجنة، رئيسها، اختصاصاتها، واجباتها وإجراءات عملها، حيث يحظر تولي رئاسة أكثر من لجنة كما يحظر عضوية لجنة التدقيق ورئاسة غيرها، وقد فرض النظام ضرورة عقد ستة اجتماعات في السنة فيما يتعلق بلجنة التدقيق وجعلته ملزماً لها دون غيرها. تعتبر اجتماعات اللجان صحيحة إذا حضر رئيسها وأغلبية أعضائها، أين يتم رفع تقرير سنوي لمجلس الإدارة يتضمن أعمال اللجان جميعها وما انتهت إليه من توصيات ويتم إدراج ذلك ضمن تقرير الحوكمة الخاص بالشركة<sup>2</sup>.

فيما يتعلق بلجان مجلس الإدارة وفق دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات فإن مسؤولية لجان المجلس لا تتوقف عندها بل تتعداها لمجلس الإدارة، وقد أشار الدليل أن اللجان الدائمة هي لجنة الترشيحات والمكافآت ولجنة التدقيق، حيث تتشكل اللجان من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين لا يقل عددهم عن ثلاثة أعضاء، على أن يكون اثنان منهم مستقلين مهما كان عددهم، ولا يجوز لرئيس مجلس الإدارة عضوية أي لجنة<sup>3</sup>، وأنه في حالة كان عدد أعضاء مجلس الإدارة خمسة على الأكثر يمكن الجمع بين لجنتي التدقيق والمخاطر<sup>4</sup>. وقد أولى الدليل أهمية بالغة للجنة التدقيق التي فصل في نشاطها وتنظيمها في مواد متفرقة، وإن كانت لجنة الترشيحات والمكافآت تعقد اجتماعها مرة واحدة خلال السنة<sup>5</sup>، فإن لجنة التدقيق تجتمع مرة كل ثلاثة أشهر على الأقل<sup>6</sup>. كما أتاح الدليل تكوين لجان أخرى حسب الحاجة على غرار لجنة المخاطر واللجنة التقنية<sup>7</sup>. ووفقاً لأحكامه أيضاً فإنه يمنع على أعضاء مجلس الإدارة فيما عدا أمين سر المجلس حضور اجتماعات اللجان ما لم يكونوا طرفاً فيها إلا بطلب من اللجنة، كما يمكن استدعاء مستشارين لحضور الاجتماعات متى دعت الضرورة لذلك، ويجب على

<sup>1</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 18، ص: 30-33.

<sup>2</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 19، ص: 33.

<sup>3</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادتان 53، 58، ص: 29.

<sup>4</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 53، ص: 27.

<sup>5</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 59، ص: 29، 30.

<sup>6</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 62، ص: 31، 32.

<sup>7</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادتان 63، 64، ص: 32، 33.

عضو اللجنة حضور جميع الاجتماعات ولا يقبل فيها تمثيله عن طريق وكيل، ويعتبر الاجتماع صحيحاً بحضور غالبية الأعضاء وتصدر قراراتها بالأغلبية وفي حالة التساوي يعتبر صوت الرئيس هو المرجح<sup>1</sup>.

أشار ميثاق حوكمة الشركات المساهمة العامة لسلطنة عمان، إلى لجنتين أساسيتين لجنة الترشيحات والمكافآت ولجنة التدقيق، أين تضم عضوية الأولى ثلاثة أعضاء كحد أدنى تعقد اجتماعين على الأقل خلال السنة<sup>2</sup>، في حين أن الثانية هي الأخرى تضم ثلاثة أعضاء كحد أدنى وأن يكون أغلبهم مستقلين وأن تتوفر خبرة مالية ومحاسبية لدى واحد منهم على الأقل وأن يكون رئيسها بالضرورة عضواً مستقلاً وتعد اجتماعاتها صالحة إذا حضر أغلبية الأعضاء المستقلين، كما يحظر على رئيسها عضوية لجنة أخرى<sup>3</sup>. في حين ذهب الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية إلى عدم تحديد لجان بحد ذاتها وإنما ترك الحرية في ذلك للشركة وما يتطلبه نشاطها، على أن يكون من بين أعضاء اللجان عضو مستقل على الأقل<sup>4</sup>. أما ميثاق الحكم الراشد الجزائري، فقد أتاح إمكانية اعتماد لجان متخصصة على مستوى مجلس الإدارة أين لا يتعدى اختصاص هذه اللجان الفرعية إسداء الرأي فقط على أن تعود لمجلس الإدارة السلطة التقديرية في ذلك، ويمكن أن تنشأ اللجان المتخصصة للإشراف على عملية تدقيق الحسابات والمراقبة المالية للشركة والتفكير حول استراتيجية الشركة واختيار وتحديد مكافآت طاقم التسيير<sup>5</sup>.

اعتبر الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة كلا من لجنة التدقيق، لجنة الترشيحات والمكافآت، لجنة الاستراتيجية والاستثمارات ولجنة الحوكمة لجاناً يمكن اعتمادها متى ما دعت الضرورة لذلك. أين يجب أن تتكون لجنة التدقيق من عدد أحادي من الأعضاء غير التنفيذيين أو الخبراء الملمين بالجانب المحاسبي والمالي، على أن تجتمع اللجنة ثلاث مرات على الأقل، وأن تضم لجنة الترشيحات والمكافآت هي الأخرى أعضاء غير تنفيذيين ملمين بخصائص الشركة، وتجتمع مرتين في السنة على الأقل، وهو نفس معدل اجتماع لجنة الاستراتيجية والاستثمارات، على أن تضم ثلاثة أعضاء على الأقل. أما عن لجنة الحوكمة فيجب أن تتكون من ثلاثة أعضاء على الأقل على أن يمثل الأعضاء المستقلون بصفة تدريجية نصف أعضائها على

<sup>1</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 65، ص: 33.

<sup>2</sup> \_ الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 11، ص: 31، 32.

<sup>3</sup> \_ الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 10، ص: 26، 27.

<sup>4</sup> \_ المعهد العربي لرؤساء المؤسسات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، "الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية"، تونس، 2008، ص:

7.

<sup>5</sup> \_ وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، "ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر"، الجزائر، 2009، ص: 39.

الأقل وتجتمع هي الأخرى مرتين على الأقل خلال السنة<sup>1</sup>. أما فيما يخص دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة ببورصة عمان، فإن مجلس الإدارة وفقه يشكل لجننتين دائمتين: لجنة التدقيق ولجنة الترشيحات والمكافآت، على أن تتألف كلا اللجنتين من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، لا يقل عددهم عن ثلاثة على أن يكون اثنان منهم على الأقل مستقلين ويترأس أحدهما اللجنة، ويتم اتخاذ القرارات على مستواها بالأغلبية المطلقة، وقد أتاح الدليل للمجلس تشكيل لجان للقيام بمهام معينة لفترات محددة<sup>2</sup>.

وقد أتاح الدليل المصري لحوكمة الشركات إمكانية اعتماد لجان منبثقة عن مجلس الإدارة مكونة من أعضاء غير تنفيذيين وأعضاء مستقلين، على أن لا يقل العدد عن ثلاثة أعضاء مع جواز دمج اللجان ذات الاختصاصات المتقاربة، ويقتصر دور اللجان على رفع التوصيات لمجلس الإدارة دون الفصل فيها. تجتمع اللجان مرة واحدة على الأقل كل ثلاثة أشهر، ويكون الاجتماع صحيحاً بحضور نصف عدد أعضاء اللجنة أو الحد الأدنى من تشكيلها وهو ثلاثة أعضاء، أين تتخذ القرارات بالأغلبية، ويرجح جانب الرئيس حال التساوي، ويمكن للجان الاستعانة بمستشارين خارجيين على نفقة الشركة إذا وافق المجلس على ذلك<sup>3</sup>. وقد تضمن الدليل العديد من اللجان يأتي في مقدمها لجنة التدقيق، وقد اشترط فيها الاستقلالية التامة وأن يكون أعضاؤها غير تنفيذيين أو مستقلين أو من خارج الشركة وأن يكون من بينهم عضو له دراية في المجال المحاسبي والمالي. أشار الدليل إلى لجنة الترشيحات والتي اشترط أن يكون رئيسها مستقلاً، لجنة المكافآت، لجنة إدارة المخاطر وقد أجاز الدليل دعوة العضو المنتدب أو مدير إدارة المخاطر لحضور لجانها عند الضرورة، لجنة الحوكمة، لجنة الاستثمار، لجنة المسؤولية الاجتماعية، لجنة الصحة والسلامة المهنية، لجنة حماية البيئة، وغيرها<sup>4</sup>.

أشارت لائحة حوكمة الشركات السعودية إلى إمكانية تكوين لجان بما يسهل عمل مجلس الإدارة تكون في ذلك مسؤولة أمامه على أن لا يقل عدد أعضائها عن ثلاثة وأن لا يزيد عن خمسة، يتم الإشعار عن أسمائهم والتغييرات التي تمس عضويتهم خلال خمسة أيام عمل من تاريخ التغيير أمام هيئة السوق، ويلتزم رؤساء اللجان أو من ينوبهم بحضور اجتماعات الجمعية العام للإجابة عن الاستفسارات التي تطرح خلالها<sup>5</sup>، كما يجب تعيين

<sup>1</sup> \_ اللجنة الوطنية لحكامه المقاولات، "الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامه المنشآت والمؤسسات العامة"، المغرب، 2008، المحور 2، البند 7، ص: 25، 26.

<sup>2</sup> \_ هيئة الأوراق المالية، "دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، الأردن، 2008، الباب 2، الفصل 2، ص: 8، 9.

<sup>3</sup> \_ مركز المديرين المصري، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الهيئة العامة للأوراق والرقابة المالية، الإصدار الثالث، أوت 2016، الباب 2، المحور 3، ص: 22.

<sup>4</sup> \_ مركز المديرين المصري، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الهيئة العامة للأوراق والرقابة المالية، الإصدار الثالث، أوت 2016، الباب 2، المحور 3، ص: 23-27.

<sup>5</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 50، ص: 45، 46.

عدد كاف من الأعضاء غير التنفيذيين لعضوية هذه اللجان. ولا يجوز في ذلك لرئيس مجلس الإدارة أن يكون عضواً في لجنة التدقيق، ويجوز له عضوية ما عدى ذلك. ولا يحق لأي عضو من أعضاء مجلس الإدارة أو الإدارة التنفيذية حضور اجتماعاتها إلا بطلب من اللجنة بغية المشورة، ويشترط لصحة هذه اللجان حضور أغلبية أعضائها وتعتبر قراراتها سارية المفعول بتصويت أغلبية الأعضاء الحاضرين على أن يرجح صوت الرئيس في حالة التساوي<sup>1</sup>.

فيما يتعلق بلجنة التدقيق، فإن اللجنة تشكل بقرار من الجمعية العامة على أن يكون رئيسها عضواً مستقلاً وأن يكون من بين أعضائها عضو مستقل وأن لا تشتمل أي عضو من الأعضاء التنفيذيين، وأن يكون من بين أعضائها عضو مختص في الشؤون المالية والمحاسبية، ولا يجوز لمن كان يعمل بالشركة أو لدى مدقق حسابات الشركة خلال السنتين الماضيتين أن يكون عضواً ضمن لجنة المراجعة<sup>2</sup>، وتعد اللجنة اجتماعاتها دورياً على أن لا تقل اجتماعاتها عن أربعة اجتماعات خلال السنة المالية، على أن تجتمع اللجنة مع مدقق الحسابات والمدقق الداخلي إن وجد بصفة دورية، ولهذين الأخيرين الحق في طلب عقد اجتماعات متى ما دعت الضرورة لذلك<sup>3</sup>. أما عن لجنة المكافآت فإنها تشكل بقرار من مجلس إدارة الشركة على أن يكون من بينها عضو مستقل على الأقل ويمنع عضوية الأعضاء التنفيذيين، وتجتمع اللجنة مرة واحدة خلال السنة على الأقل<sup>4</sup>، ونفس ما يسري على لجنة المكافآت يسري على لجنة الترشيحات، كما يجوز للشركة دمج لجنتي المكافآت والترشيحات في لجنة واحدة، فإذا تم الجمع بين اللجنتين كان لزاماً عقد الاجتماعات بصفة دورية كل ستة أشهر<sup>5</sup>. وقد فتحت اللجنة المجال أمام اعتماد لجنة إدارة مخاطر، حيث أن اللجنة تتشكل بقرار من مجلس الإدارة، يكون رئيسها وغالبية أعضائها من غير التنفيذيين، ويشترط في أعضائها إمامهم بإدارة المخاطر والشؤون المالية، على أن تجتمع اللجنة دورياً كل ستة أشهر على الأقل<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادتان 51، 53، ص: 46.

<sup>2</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 54، ص: 47، 48.

<sup>3</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 57، ص: 50.

<sup>4</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادتان 60، 63، ص: 52.

<sup>5</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المواد 64، 68، 50، ص: 52، 53، 54.

<sup>6</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادتان 70، 72، ص: 55.

وعليه، فقد عرفت اللجان اهتماما من قبل مختلف لوائح حوكمة الشركات، حيث اعتبرت إلزامية في أغلبها، وقد كان للجنة التدقيق الحظ الأوفر من حيث درجة الاهتمام بها. ما يلاحظ على مختلف اللوائح اهتمامها الشديد باستقلالية هذه اللجان لضمان حيادية عملها.

### 2-3-أصحاب المصالح، الإفصاح والشفافية

يعتبر حفظ حقوق أصحاب المصالح من بين أهم ما جاءت حوكمة الشركات لتكريسه، فالنظريات الحديثة ابتعدت عن كون المنشأة نظاما مغلقا للغاية إلى انفتاحها على العالم الخارجي مما جعل من المؤشرات الحديثة التي تقيس حوكمة الشركات لا تركز على الجوانب التقليدية فقط، بل تمتد لتشمل تلك المتعلقة بالبيئة والمجتمع. من جهة أخرى وحفاظا على حقوق جميع الأطراف، كان لزاما على الشركة أن تحرص على تبيان وضع الشركة وتوفير ما يلزم من معلومات لتحقيق نظرة موسعة عند مختلف الأطراف بما يسهل اتخاذ القرارات، فكان الإفصاح والشفافية بعدا لا غنى عنه في مجال حوكمة الشركات.

### 2-3-1-أصحاب المصالح

ألزم نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة بالسوق الرئيسية القطرية الشركة بالمحافظة على حقوق أصحاب المصالح واحترامها، فأكد ضرورة حصول صاحب المصلحة على أي معلومة يطلبها وترتبط مباشرة بمصلحته في الوقت المناسب وبالقدر الذي لا يمس بمصالح الشركة أو مصالح الآخرين وذلك إذا أرفق طلبه بما يثبت صفته. كما أكد ضرورة توضيح كل ما يتعلق بالتظلمات والشكاوى المرفوعة من قبل أصحاب المصالح وكذا آجال البت فيها<sup>1</sup>. هذا وقد أكد النظام ضرورة الإفصاح من قبل المجلس عن كل التعاملات والصفقات التي تبرمها الشركة مع أي طرف ذي علاقة بالشركة، كما يلتزم المجلس قبل أسبوع على الأقل من التاريخ المحدد لانعقاد الجمعية العامة أن يضع كشفا تفصيليا بالتعاملات والصفقات المذكورة آنفا، بالإضافة إلى ضرورة الإفصاح عنها في تقرير الشركة السنوي<sup>2</sup>. وذهب إلى أبعد من ذلك فكرس المسؤولية الاجتماعية للشركات، وأكد أن الشركة ملزمة بالقيام بدورها في تنمية المجتمع والنهوض به والمحافظة على البيئة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 38، ص: 43.

<sup>2</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 26، ص: 37.

<sup>3</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 39، ص: 43.

أشارت لائحة حوكمة الشركات السعودية إلى ضرورة أن يضع مجلس الإدارة سياسات وإجراءات واضحة ومكتوبة لتنظيم العلاقة مع أصحاب المصالح بهدف حماية حقوقهم، على أن تتضمن توضيحاً لكيفية التعويض حال الضرر، كيفية تسوية الشكاوى أو الخلافات، كيفية بناء علاقات جديدة مع الموردين والعملاء، كيفية تمكين أصحاب المصالح من الحصول على المعلومات اللازمة المرتبطة بعلاقتهم مع الشركة، معاملة موظفي الشركة وفقاً لمبادئ العدالة والمساواة، وغيرها<sup>1</sup>. وهو ما أخذ به دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات الذي أكد ضرورة مسك سجل خاص بالأطراف ذات العلاقة بالشركة توضح فيه أسماءهم وصفقاتهم، مع ضرورة الإفصاح عن هذه الأخيرة وأن تكون قد تمت دون تمييز أو محاباة<sup>2</sup>، وحفظ الدليل هو الآخر حق أصحاب المصالح في الحصول على المعلومات اللازمة لتمكينهم من أداء مهامهم أين يجب أن تكون هذه المعلومات صحيحة وكافية وفي الوقت المناسب وبشكل منظم، بالإضافة إلى ضرورة معاملة موظفي الشركة وفق مبادئ العدالة والإنصاف ودون تمييز<sup>3</sup>. كرس الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة هو الآخر هذه النقطة فأكد ضرورة احترام حقوق أصحاب المصالح وفق ما يقتضيه القانون والاتفاقيات، كما يجب على الشركة الإفصاح عن علاقاتها مع أصحاب المصالح، بالإضافة إلى إعداد وتطبيق برامج الامتثال لمواثيق الأخلاقيات الداخلية، على أن مثل هذه المواثيق تستمد أسسها من التشريعات الوطنية والمعايير الدولية القابلة للتطبيق في بيئة الأعمال المغربية<sup>4</sup>.

نص ميثاق حوكمة الشركات المساهمة العامة لسلطنة عمان في المبدأ التاسع منه على أنه: "يجب على الشركة أن تتبع أقصى درجات الشفافية والوضوح فيما يخص تعاملات الأطراف ذات العلاقة، وأن تخضع هذه التعاملات لمراجعة لجنة التدقيق، كما يجب أن تحظى هذه التعاملات بموافقة المجلس أو الجمعية العامة (بحسب الأحوال) قبل الشروع في تنفيذها"<sup>5</sup>، وقد تم تأكيد أن رئيس مجلس الإدارة ملزم بإرسال جميع التفاصيل الخاصة بالمعاملات مع أصحاب المصالح إلى المساهمين رفقة الدعوة لحضور الجمعية العامة، مع ضرورة تضمينها كل التفاصيل اللازمة<sup>6</sup>، ويجب الإفصاح عنها في التقرير السنوي للشركة<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 83، ص: 61.

<sup>2</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادتان 37، 52، ص: 20، 27.

<sup>3</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 52، ص: 27.

<sup>4</sup> \_ اللجنة الوطنية لحكامة المقاولات، "الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة"، المغرب، 2008، المحور 5، ص: 39.

<sup>5</sup> \_ الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 9، ص: 22.

<sup>6</sup> \_ الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 9، ص: 25.

<sup>7</sup> \_ الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 9، ص: 25.

انطلاقاً مما سبق، نجد أن أصحاب المصالح قد تم التأكيد على حفظ حقوقهم إما من خلال حصولهم على المعلومات اللازمة حول الشركة بما يسهل اتخاذهم للقرارات اللازمة أو من خلال تقييد معاملاتهم وتنظيمها ومتابعتها حتى لا تضيق حقوقهم، ولأهميتهم فقد جعلت مسؤولية حفظ حقوقهم إما على مستوى مجلس الإدارة أو الجمعية العامة.

### 2-3-2- الإفصاح والشفافية

اعتبر ميثاق الحكم الراشد الجزائري الشفافية معياراً أساسياً من معايير الحكم الراشد للشركة، فقد أشار إلى أن: "هذه الحقوق والواجبات وكذا الصلاحيات والمسؤوليات الناجمة ينبغي أن تكون واضحة وجليّة للجميع"، وقد أشار إلى الشفافية إلى جانب الإنصاف، المسؤولية وكذا التبعية. وقد أكد الميثاق على ضرورة أن يحدد مجلس الإدارة سياسة واضحة لنشر المعلومات وتوزيعها وفق ما يفرضه القانون وبما يحفظ حقوق مختلف أصحاب المصالح، كما أشار إلى ضرورة أن تكون المعلومة المالية كاملة وصحيحة وفي الوقت اللازم<sup>1</sup>. في هذا السياق، أكد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات أن السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح تندرج ضمن مسؤوليات مجلس الإدارة على أن تشمل هذه السياسات طرق الإفصاح الملائمة التي تمكن المساهمين وغيرهم من الاطلاع على مختلف المعلومات المالية وغير المالية، أين يجب أن يمتاز الإفصاح بالوضوح والدقة، ويجب أن يشمل الموقع الإلكتروني جميع المعلومات المطلوب الإفصاح عنها<sup>2</sup>، فبالإضافة إلى القوائم المالية المدققة والمعلومات غير المالية يتم الإفصاح عن التقرير المتكامل الذي يتضمن التركيز الاستراتيجي، التوجه المستقبلي، ويشمل تقرير مجلس الإدارة، تقرير مدقق الحسابات، البيانات المالية السنوية وإيضاحاتها، تقرير الحوكمة، تقرير الاستدامة وتقرير لجنة الرقابة الشرعية إن وجد<sup>3</sup>. وقد أفرد الدليل المصري لحوكمة الشركات باباً كاملاً لقضايا الإفصاح والشفافية، أشار فيه إلى أدوات الإفصاح (التقرير السنوي، تقرير مجلس الإدارة، تقرير الحوكمة، تقرير الإفصاح، تقرير الاستدامة) وفرض على الشركة وجوب امتلاك موقع إلكتروني باللغتين العربية والإنجليزية يتيح المعلومات اللازمة لمختلف أصحاب المصالح مع ضرورة تحديثه<sup>4</sup>. وإلى جانب الإفصاح عن المعلومات المالية،

<sup>1</sup> \_ وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، "ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر"، الجزائر، 2009، ص: 46.

<sup>2</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 74، ص: 37، 38.

<sup>3</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 76، ص: 38، 39.

<sup>4</sup> \_ مركز المديرين المصري، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الهيئة العامة للأوراق والرقابة المالية، الإصدار الثالث، أوت 2016، الباب 3، المحور 2، ص: 37-42.

أكد الدليل على ضرورة الإفصاح عن المعلومات غير المالية بما في ذلك رؤية الشركة المستقبلية، تشكيلة مجلس الإدارة ولجانه، كبار التنفيذيين، نظم التدريب، الكفاءات الإدارية، وغيرها<sup>1</sup>.

تضمنت لائحة حوكمة الشركات السعودية تأطيرا لسياسة الإفصاح وإجراءاته، حيث أكدت ضرورة أن تتضمن هاتاه الأخيرة أساليب الإفصاح الملائمة للمساهمين وأصحاب المصالح التي تمكنهم من الاطلاع على المعلومات المالية وغير المالية المتعلقة بالشركة، وأكدت في خضم ذلك على إمكانية نشر المعطيات ضمن الموقع الإلكتروني بما يسهل الحصول على المعلومات المطلوبة، كما يجب أن يخدم الإفصاح جميع الفئات دون تمييز مع ضرورة أن تكون البيانات واضحة صحيحة وفي الوقت المناسب وبشكل منتظم ودقيق مما يسهل اعتمادها، وضرورة مراجعة الإفصاح بشكل دوري والتأكد من توافقها مع أفضل الممارسات. وقد خصصت اللائحة تقرير مجلس الإدارة، تقرير لجنة التدقيق، إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والإفصاح عن المكافآت بمواد منفصلة تدعم أهميتها. من جهة أخرى، أكد دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة ببورصة عمان ضرورة أن توفر الشركة المعلومات الإفصاحية للمساهمين والمستثمرين بصورة دقيقة وواضحة وغير مضللة وفي الأوقات المحددة، على أن يشمل الإفصاح: التقارير الدورية، المعلومات الجوهرية، التعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة، الامتيازات التي يتمتع بها أعضاء المجلس والإدارة التنفيذية العليا وكذا ملكات الأشخاص المطلعين وأقاربهم في الشركة بما في ذلك أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية العليا من الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة. كما أكد الدليل على ضرورة اعتماد النشر الإلكتروني لتعزيز الإفصاح والشفافية<sup>2</sup>.

أشار الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية إلى ضرورة تكريس الشفافية وذلك من خلال نشر مختلف المعلومات المرتبطة بأعضاء مجلس الإدارة ضمن تقريرها السنوي، بما في ذلك عدد وتواريخ اجتماعات مجلس الإدارة والهيئات المنبثقة عنه التي انعقدت خلال السنة المالية<sup>3</sup>. كما تمت الإشارة ضمن المحور الخاص بالشفافية ودور مراقبي الحسابات إلى الشفافية الجبائية والتي اعتبرها ركيزة من ركائز الحوكمة السليمة، أين يتم بلوغ الشفافية الجبائية وفق الدليل باستشارة الخبراء واللجوء إلى الإدارة الجبائية لاستيعاب مختلف النصوص التي قد تؤول، بالإضافة إلى إدخال الشركة ضمن تنظيمها وظيفية جبائية تسند إليها مهام التحكم في المخاطر الجبائية وتحسين سياستها الجبائية<sup>4</sup>. أوسع من ذلك، ألزم الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامه المنشآت

<sup>1</sup> \_ مركز المديرين المصري، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الهيئة العامة للأوراق والرقابة المالية، الإصدار الثالث، أوت 2016، الباب 3، المحور 4، ص: 35.

<sup>2</sup> \_ هيئة الأوراق المالية، "دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، الأردن، 2008، الباب 5، ص: 13.

<sup>3</sup> \_ المعهد العربي لرؤساء المؤسسات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، "الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية"، تونس، 2008، ص: 8.

<sup>4</sup> \_ المعهد العربي لرؤساء المؤسسات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، "الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية"، تونس، 2008، ص: 21.

والمؤسسات العامة في المحور الخاص بالشفافية ونشر المعلومة بنشر المعلومات المالية وغير المالية ذات الأهمية وخاصة منها تلك المتعلقة بسياساتها الاجتماعية والبيئية وقواعدها الأخلاقية وفق ما هو معمول به، وبغية تسهيل الحصول على المعلومة فقد أوصى الميثاق الشركات بضرورة تخصيص بوابات إلكترونية تسهل نشر المعلومات تعزيزاً للشفافية اتجاه شركائها ومختلف أصحاب المصالح، ومن المعلومات التي يتوجب نشرها الوضعية المالية للشركة، معلومات عن أهم المساهمات في رأس المال وحقوق التصويت، معلومات عن الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر، نشر معلومات عن حوكمة الشركة بما في ذلك تركيبة مجلس الإدارة، لجانها، وتعيينات ومكافآت أعضائه، وغيرها<sup>1</sup>.

أكد نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية القطرية أن الشركة ملزمة بمتطلبات الإفصاح بما فيها التقارير المالية، عدد الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية العليا، كبار المساهمين والمساهمين المسيطرين، بالإضافة إلى السير الذاتية لأعضاء مجلس الإدارة وعضويتهم ضمن مجالس ولجان أخرى، مع ضرورة تحديد سياسات التعامل مع الشائعات إثباتاً أو نفيًا، واعتبر المجلس مسؤولاً عن دقة وصحة إفصاحات الشركة والتزامها بقواعد الإفصاح<sup>2</sup>.

من جهة أخرى، أكد النظام ضرورة الإفصاح عن جميع عمليات التداول التي تجرى على أسهم الشركة وسائر أوراقها المالية من قبل أعضاء المجلس، الإدارة العليا، جميع الأشخاص المطلعين على الأوراق المالية التي تصدرها الشركة<sup>3</sup>. فيما يخص الشفافية، أكدت المادة 27 على أنه: "لا يجوز لأي طرف ذي علاقة يكون طرفاً أو له صلة بعملية أو علاقة أو صفقة تبرمها الشركة حضور اجتماع المجلس أثناء مناقشته تلك العملية أو العلاقة أو الصفقة، ولا يحق له التصويت على ما يصدره المجلس من قرارات بشأنها [...]"<sup>4</sup>.

انطلاقاً مما تمت الإشارة إليه، نجد أن بعد الإفصاح والشفافية قد اعتبر بعداً هاماً في كل لوائح حوكمة الشركات المعتمدة ضمن هذا الجزء، حيث لم تركز اللوائح على أهميته فقط، بل ذهبت إلى تحديد ما يجب الإفصاح عنه، وصولاً إلى اعتماد المواقع الإلكترونية في ذلك. إن سبب اهتمام كل اللوائح بهذا البعد إنما هو وليد أهميته في تكريس حقوق مختلف الأطراف الذين تربطهم علاقة بالشركة والذين تهمهم معلوماتها وبياناتها.

<sup>1</sup> \_ اللجنة الوطنية لحكامة المقاولات، "الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة"، المغرب، 2008، المحور 4، ص ص: 37-35.

<sup>2</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 25، ص: 37.

<sup>3</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 28، ص: 38.

<sup>4</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 29، ص: 39.

## 2-4- الرقابة الداخلية والخارجية

إلى جانب التوجيه؛ تعتبر آليات الحوكمة هادفة للرقابة أيضاً، حيث تتم الرقابة بالشركة على مستويين داخلي عبر ما يعرف بالرقابة الداخلية/ التدقيق الداخلي أو خارجي ضمن ما يعرف بالرقابة الخارجية/ التدقيق الخارجي.

## 2-4-1- الرقابة الداخلية (التدقيق الداخلي)

أشار الدليل المصري لحوكمة الشركات في بابه الثاني إلى إدارة الرقابة الداخلية، حيث اعتبرها نشاطاً مستقلاً وموضوعياً، يتبع إلى لجنة التدقيق فنياً وإلى العضو المنتدب والرئيس التنفيذي إدارياً، حيث يتم تعيين وعزل المدقق الداخلي بناءً على توصية من لجنة التدقيق ويقوم العضو المنتدب بإصدار قرار لذلك، أين تتاح له كل الوسائل وتمنح له الصلاحيات التي تمكنه من أداء مهامه بكفاءة، ويرفع تقاريره إلى اللجنة بشكل ربع سنوي على الأقل<sup>1</sup>. في حين أشار الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية إلى ضرورة أن تكتفي الشركة بمدقق داخلي واحد أو أن تلجأ لهيكل مختص مستقل في التدقيق الداخلي مع ضرورة مراعاة استقلاليتها التامة<sup>2</sup>. أما لائحة حوكمة الشركات السعودية فقد أجازت اعتماد وحدات مستقلة داخل الشركة تضمن حسن سير نظام الرقابة الداخلية خاصة منها المتعلقة بالمراجعة الداخلية<sup>3</sup>. حيث أن وحدة المراجعة الداخلية تتكون من مدقق داخلي على الأقل توصي بتعيينه لجنة التدقيق ويكون مسؤولاً أمامها<sup>4</sup>.

وذهب نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية القطرية هو الآخر إلى ضرورة إنشاء وحدة رقابة داخلية أو أكثر تتمتع بالاستقلالية يتولى أعمالها مدقق داخلي أو أكثر يسمح له بالحصول على جميع المعطيات اللازمة لإنهاء عمله ويصدر تعيينه وتحدد مهامه ومكافأته من قبل مجلس الإدارة ويكون بذلك مسؤولاً أمامه. إن الهدف الأساسي من إنشاء مثل هذه الوحدات وفق هذه المادة هو تقييم وإدارة المخاطر،

<sup>1</sup> \_ مركز المديرين المصري، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الهيئة العامة للأوراق والرقابة المالية، الإصدار الثالث، أوت 2016، الباب 2، المحور 4، ص: 23، 24.

<sup>2</sup> \_ المعهد العربي لرؤساء المؤسسات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، "الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية"، تونس، 2008، ص: 16.

<sup>3</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 74، ص: 57.

<sup>4</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 76، ص: 58.

التدقيق المالي ورقابة مدى الالتزام بالضوابط الخاصة بالتعاملات المالية اتجاه الغير<sup>1</sup>، أين يتم رفع تقارير المدقق الداخلي حول الرقابة الداخلية إلى لجنة التدقيق كل ثلاثة أشهر<sup>2</sup>. أما دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات فقد اعتبر التدقيق الداخلي جزءاً من نظام متكامل اصطلح عليه بـ "أنظمة إدارة المخاطر والتدقيق الداخلي"، واعتبر مهامه تتضمن إلى جانب إدارة المخاطر والتدقيق الداخلي وظيفته الامتثال<sup>3</sup>. أما ميثاق حوكمة الشركات المساهمة العامة لسلطنة عمان فقد فرض على المدقق الداخلي وبإشراف من لجنة التدقيق ضرورة "مراجعة نظم الرقابة والضوابط الداخلية على القوائم المالية، لضمان حسن تصميمها وتطبيقها وتنفيذها في كل من المجالات التشغيلية للشركة"<sup>4</sup>، وذهب إلى أبعد من ذلك حين فرض ضرورة اجتماع لجنة التدقيق مع المدققين الداخليين مرة واحدة على الأقل خلال السنة للنظر في آرائهم فيما يتعلق بحوكمة الشركات<sup>5</sup>.

## 2-4-2- الرقابة الخارجية (التدقيق الخارجي)

اعتبر عمل المدقق الخارجي أساسياً ضمن لوائح حوكمة الشركات المختلفة، أين اعتبره الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات المالية بنداً أساسياً في ضمان صحة شفافية المعلومات المالية التي تقدمها الشركة، حيث أن حسابات الشركة وفقه تخضع لتدقيق المدقق الخارجي سنوياً، أين تحدد مدة تعيينه بثلاث سنوات قابلة للتجديد إذا ضمن استقلاليته، على أنه يتوجب على الشركة منح الأفضلية لتناوب المدققين بعد كل تكليفين والعمل على ترك فارق زمني بعد انتهاء مدة التكليف ضماناً للاستقلالية<sup>6</sup>. وفي سبيل تكريس الاستقلالية، فإنه يتوجب، وفق الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية، على لجنة التدقيق و/أو مجلس الإدارة القيام بتقييم موضوعي لمدقق الحسابات قبل اقتراحه للتعيين أو تجديد عضويته من قبل الجمعية العامة، حيث يتم التأكد من استقلاليته وكذا مدى تطبيقه للقوانين والنصوص والضوابط المعمول بها، في هذا الصدد فالدليل يفرض على المرشح لمهمة مدقق الحسابات إمضاء رسالة تفيد عدم وجود أي مانع أو تعارض يخل

<sup>1</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 21، ص: 34.

<sup>2</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادتان 20، 22، ص: 34، 35.

<sup>3</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادتان 66، 68، ص: 33؛ 35.

<sup>4</sup> \_ الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 10، الفقرة 12، ص: 30.

<sup>5</sup> \_ الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 10، الفقرة 11، ص: 30.

<sup>6</sup> \_ اللجنة الوطنية لحكامة المفاوالت، "الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة"، المغرب، 2008، المحور 4، البند 4، ص: 37، 38.

باستقلاليتها، أين تمضى الرسالة مجدداً حال التجديد<sup>1</sup>. وفي ذات الصدد، أشار دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات إلى ضرورة عدم تولي مدقق الحسابات لأي منصب تنفيذي بالشركة إلا بعد انقضاء سنتين من تاريخ تركه تدقيق حسابات الشركة على الأقل، تكريساً لاستقلاليتها<sup>2</sup>.

وهو ما ذهبت إليه لائحة حوكمة الشركات السعودية، حيث يتم تعيين مراقب الحسابات من قبل الجمعية العامة باقتراح من مجلس الإدارة وبتشريح من لجنة التدقيق، على أن يكون مرخصاً له ومستوفياً للشروط الأساسية التي يضمنها القانون، على أن لا تتعارض مصالحه مع مصالح الشركة وأن لا يقل عدد المرشحين في ذلك عن مراجعين اثنين<sup>3</sup>. الدليل المصري لحوكمة الشركات هو الآخر انتهج نهج ما سبق ذكره، فوفق ما تضمنه الدليل يعين المدقق الخارجي من قبل الجمعية العامة بناءً على ترشيح من مجلس الإدارة وبتوصية من لجنة التدقيق، على أن يكون مستقلاً تماماً عن الشركة وعن أعضائها يتمتع بالكفاءة والسمعة والخبرة الكافية، ولا يعين مدقق الحسابات كشخص طبيعي لأكثر من خمس سنوات ولا يمكن إعادة تعيينه إلا بعد انقضاء ثلاث سنوات، ويفضل اعتماد مراقبين اثنين فيما يتعلق بالشركات الكبرى<sup>4</sup>. يتم تعيين مدقق الحسابات وفق نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية القطرية من قبل مجلس الإدارة بناءً على اقتراح من لجنة التدقيق بعد فحص عروض مدققي الحسابات المسجلين بجدول المدققين الخارجيين، حيث يتم تعيين مدقق حسابات أو أكثر لمدة سنة واحدة قابلة للتجديد في حدود خمس سنوات متواصلة، أين يمنع تعيينه بعد انقضاء المدة إلا بمرور سنتين<sup>5</sup>.

فيما يتعلق بميثاق حوكمة الشركات المساهمة العامة لسلطنة عمان، فقد أشار إلى أن لجنة التدقيق تستجلب ثلاثة عروض من بين تلك المعتمدة تختار واحداً منها وتقدمها لجميعها لمجلس الإدارة مبررة اختيارها، يعتمده المجلس وتعيينه الجمعية العامة العادية لسنة مالية واحدة مع إمكانية التجديد لمدد متماثلة على أن لا تتجاوز الأربع سنوات ولا يجوز إعادة تعيينهم إلا بمرور سنتين ماليتين متتاليتين<sup>6</sup>. ووفق دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة ببورصة عمان، فإن الجمعية العامة تنتخب مدققاً أو أكثر للقيام بمهام التدقيق الخارجي، أين

<sup>1</sup> \_ المعهد العربي لرؤساء المؤسسات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، "الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية"، تونس، 2008، ص: 22.

<sup>2</sup> \_ هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02، المادة 70، ص: 36.

<sup>3</sup> \_ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017، المادة 81، ص: 60.

<sup>4</sup> \_ مركز المديرين المصري، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الهيئة العامة للأوراق والرقابة المالية، الإصدار الثالث، أوت 2016، الباب 2، المحور 4، ص: 32، 33.

<sup>5</sup> \_ هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، ع6، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017، المادة 23، ص: 35، 36.

<sup>6</sup> \_ الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016، المبدأ 12، ص: 34.

يمارس المدقق واجباته لمدة سنة واحدة قابلة للتجديد، على أن لا تزيد المدة عن أربع سنوات متتالية، ويجوز إعادة تكليفه بعد مرور سنتين على الأقل، كما لا يجوز تعيين أي من موظفي مكتب مدقق الحسابات الخارجي في الإدارة العليا للشركة إلا بعد مرور سنة على الأقل من تركه تدقيق حسابات الشركة<sup>1</sup>.

انطلاقاً مما سبق، نجد أغلب اللوائح أكدت أن تعيين مدقق الحسابات يتم من قبل الجمعية العامة عن طريق الانتخاب بترشيح من مجلس الإدارة وباقتراح من لجنة التدقيق، وقد فتح المجال أمام اعتماد أكثر من مدقق في بعض اللوائح إذا فرض نشاط الشركة وحجمها ذلك. استقلالية المدقق الخارجي كانت محورا أساسيا في مختلف اللوائح.

<sup>1</sup> \_ هيئة الأوراق المالية، "دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، الأردن، 2008، الباب 5، الفصل 4، ص: 15.

## 3- علاقة حوكمة الشركات بأداء بعض الأسواق المالية العربية

"تؤكد مبادئ مجموعة العشرين/منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بشأن حوكمة الشركات على أن الحوكمة السليمة للشركات تدعم الكفاءة الاقتصادية والنمو المستدام والاستقرار المالي"<sup>1</sup>.

تمتد آثار حوكمة الشركات لتشمل العديد من الأبعاد، فإن كان الهدف الأساسي منها هو حفظ حقوق المساهمين من خلال التحكم في السلطات الممنوحة للمسيرين وفرض الرقابة اللازمة مما يضمن تحقيق أداء جيد وبذلك استمرارية الشركة، فإن تطور بيئات الأعمال وظهور الأسواق المالية -نظرا لما تحتاجه الشركة من تمويل- فرض أن تنتقل آثار حوكمة الشركات من المفهوم الجزئي إلى المفهوم الكلي ليصبح أثرها لا يقتصر فقط على الشركة بل يمتد للأسواق المالية التي تتكون بدورها من مجموعة من الشركات المدرجة. في هذا الجزء، سنحاول دراسة العلاقة التي تربط حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية العربية وهو ما يحقق اختبار جزء من فرضيات الدراسة، مع ضرورة الإشارة إلى أن الاهتمام بلوائح حوكمة الشركات كان موجها بالدرجة الأولى إلى تلك المدرجة بالأسواق المالية مما يكرس أهمية دراسة هذه العلاقة.

## 3-1- الإطار النظري لعلاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية

اهتمت العديد من الدراسات وأشارت الكثير من المنظمات إلى أهمية حوكمة الشركات في تحسين أداء الأسواق المالية والرفع من كفاءتها، فقد أشارت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية في تقريرها لسنة 2019 حول حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إلى كون حوكمة الشركات السليمة تساعد على تقليل تكاليف رأس المال وتدعم وصول الشركات إلى التمويل اللازم<sup>2</sup>، حيث أن الإطار السليم لحوكمة الشركات له أن يطور سوق رأس المال مع مرور الوقت بما يفرضه من حفظ حقوق المستثمرين والذي يشجع بدوره على استقطاب المستثمرين المحليين والدوليين؛ وفق ما أوضحه التقرير، فإن الشركات ليست مستعدة للعمل في أسواق مالية لا يكون فيها تحديد واضح للمسؤوليات في ظل إطار قانوني معمول به<sup>3</sup>. فالنتيجة أكد وجود علاقة تبادلية بين حوكمة الشركات وتطوير سوق رأس المال إذ يستفيد كل منهما من الآخر، فتحسين نوعية وأطر وممارسات حوكمة

<sup>1</sup> منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، "حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: بناء إطار للقدرة على التنافسية والنمو"، متوفر على الموقع: <https://www.oecd.org/publications/f8f22be1-ar.htm>، 2019، ص: 18. (10:43، 2021/10/13).

<sup>2</sup> منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، "حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: بناء إطار للقدرة على التنافسية والنمو"، متوفر على الموقع: <https://www.oecd.org/publications/f8f22be1-ar.htm>، 2019، ص: 19. (10:43، 2021/10/13).

<sup>3</sup> منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، "حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: بناء إطار للقدرة على التنافسية والنمو"، متوفر على الموقع: <https://www.oecd.org/publications/f8f22be1-ar.htm>، 2019، ص: 20. (10:43، 2021/10/13).

الشركات أمر ضروري لتطوير سوق رأس مال أكثر كفاءة وعمقا، بينما تشجع المتطلبات المرتبطة بسوق رأس المال (كالإفصاح مثلا) على إرساء تطبيق سليم لحوكمة الشركات<sup>1</sup>. من جهة أخرى، أشار صندوق النقد الدولي إلى أن الشركات الناشئة التي تتمتع بتطبيق سليم لحوكمة الشركات تميل لتحقيق مستوى أداء أفضل بتحقيق نتائج جيدة وانخفاض نسب الديون قصيرة الأجل وكذا احتمال العجز عن السداد، بالإضافة إلى تحقيق القدرة على الاقتراض مع استحقاقات أطول، فجودة حوكمة الشركات تؤثر على تكلفة رأس المال وقيمة الشركة، وتدفع بالمستثمرين لتوفير التمويل اللازم، بالإضافة إلى مساعدة الشركة على الرفع من قدرتها التنافسية وكفاءتها في اتخاذ مختلف القرارات<sup>2</sup>.

من جهة أخرى، أشار تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية لسنة 2011، فيما يتعلق بدور الأسواق المالية في حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، إلى وجود العديد من الطرق التي تجعل من الأسواق المالية تساهم في تدعيم تطبيق حوكمة الشركات، يأتي في مقدمها الإصدارات الخاصة بمعايير الإدراج والإفصاح، بالإضافة إلى ما يتم اعتماده من رقابة، قوانين، تعليمات، وغيرها مما يدعم أكثر تطبيق حوكمة الشركات، والأكثر من ذلك فقد أصبحت هيئات الأسواق المالية قائمة على إصدار مواثيق حوكمة الشركات<sup>3</sup>. إلى جانب ما تضمنته تقارير المنظمات العالمية، اتجهت الدراسات التطبيقية إلى اختبار أثر حوكمة الشركات على أداء الأسواق المالية، أين ذهبت دراسة (Prasanna 2013) إلى بحث تأثير إصدارات حوكمة الشركات على السوق المالي بالهند، وقد توصلت الدراسة إلى أن تشريعات الحوكمة كان لها الأثر الكبير على تقلبات سوق الأسهم، حيث تم تسجيل انخفاض في تقلبات السوق خلال الفترة اللاحقة لصدور لوائح حوكمة الشركات، إلا أنه لا يوجد دليل يثبت أن المعلومات الإضافية حسنت من الكفاءة المعلوماتية للأسواق، بل أدت، واقعيًا، إلى استمرار تقلبات السوق<sup>4</sup>. وهو نفس ما توجهت إليه الورقة البحثية لـ (Utrero-González & Callado-Muñoz 2015) والتي اهتمت بدراسة أثر إصدار لائحة حوكمة الشركات سنة 2003 بإسبانيا على ردود أفعال المستثمرين، حيث بينت الدراسة أن الإعلانات التي تصدرها الشركات لإعلام المستثمرين حول ما استجد على مستوى الشركات وفق ما تفرضه لائحة حوكمة الشركات لقي استجابة وتفاعلا من قبل المستثمرين وهو ما له أن يؤثر على السوق المالي

<sup>1</sup> \_ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، "حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: بناء إطار للقدرة على التنافسية والنمو"، متوفر على الموقع: <https://www.oecd.org/publications/f8f22be1-ar.htm>، 2019، ص: 30. (10:43، 2021/10/13).

<sup>2</sup> \_ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، "حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: بناء إطار للقدرة على التنافسية والنمو"، متوفر على الموقع: <https://www.oecd.org/publications/f8f22be1-ar.htm>، 2019، ص: 30. (10:43، 2021/10/13).

<sup>3</sup> \_ OECD, "The Role of MENA Stock Exchanges in Corporate Governance", 2012, p: 31, available at: [www.oecd.org/daf/ca/RoleofMENAstockexchanges](http://www.oecd.org/daf/ca/RoleofMENAstockexchanges), (13/10/2021, 15:16).

<sup>4</sup> \_ Krishna PRASANNA, "Impact of Corporate Governance regulations on Indian Stock Market Volatility and Efficiency", International Journal of Disclosure and Governance, vol. 10, n°1, 2013.

ككل<sup>1</sup>. في حين أكدت دراسة (Lee & Chung (2015) المطبقة بالو.م.أ للفترة 2001-2007، أن الكفاءة المعلوماتية للسعر تتأثر بهيكل الحوكمة المتبع من قبل الشركة، حيث أن فعالية مجلس الإدارة ترفع من الكفاءة المعلوماتية للسعر، في حين أن انفتاح مجلس الإدارة على عمليات الاستحواذ يؤدي إلى العلاقة العكسية، وقد بينت نتائج الدراسة أن الكفاءة المعلوماتية للسعر تقل كلما كانت جودة هيكل الحوكمة أعلى سواء تعلق الأمر بهيكل الملكية، مجلس الإدارة أو المسيرين<sup>2</sup>.

ركزت دراسات أخرى على تقلبات أسعار الأسهم كمؤشر يعكس أداء الأسواق المالية، فإذا كان الهدف من حوكمة الشركات هو تعظيم ثروة المساهمين، فإن تحقيق هذا الهدف يبرز في أسعار الأسهم، فأسعار أسهم الشركات ذات الأداء المتراجع تكون منخفضة بالنظر لكون المستثمرين يميلون لاختيار أسهم الشركات ذات الأداء الجيد، لذلك فإن هيكل الحوكمة الضعيف له أن يؤدي إلى أداء ضعيف ومنه إلى تراجع في أسعار الأسهم<sup>3</sup>. من زاوية أخرى وبالنظر لكون حوكمة الشركات لها أن تقلل من عدم تماثل المعلومات بما تفرضه من شفافية، فإن لها أيضا أن تقلل من تقلبات أسعار الأسهم بالنظر لكون هذه الأخيرة تكون ناتجة بالدرجة الأولى على المعلومات التي يتلقاها الفاعلون في السوق فيما يتعلق بالشركة، لذلك يفترض وجود علاقة عكسية بين حوكمة الشركات وتقلبات أسعار الأسهم<sup>4</sup>.

فيما يتعلق بمجلس الإدارة، أكدت دراسة (Merz & Trabert (2017) التي استمدت معلوماتها من قاعدة بيانات (ISS: Institutional Shareholder Services) التي تتضمن معطيات 15 شركة متقدمة وذلك للفترة 1996-2015، أن مجلس الإدارة له أن يقلل من تقلبات عوائد الأسهم<sup>5</sup>. في حين توصلت دراسة Aloui & Jarboui (2018) إلى وجود علاقة سببية بين المسيرين الخارجيين والمستقلين وتقلبات أسعار الأسهم، وبينت أن حجم مجلس الإدارة ورئيس مجلس الإدارة كان لهما أثر إيجابي على تقلبات أسعار الأسهم خلال الأزمة المالية مما يثبت ضعف نظام الحوكمة خلال هذه المرحلة، لتؤكد بذلك الدراسة على أهمية حوكمة الشركات في التقليل من الأزمات<sup>6</sup>، فوجود مسيرين خارجيين يرفع من ثقة المستثمرين مما يؤدي إلى تراجع تنازلهم عن أسهم الشركة وهو

<sup>1</sup> \_ Utrero-González, Callado-Muñoz, "Do Investors React to Corporate Governance News? An Empirical Analysis for the Spanish Market", BRQ Bus. Res. Q., 2015.

<sup>2</sup> \_Choonsik LEE, Kee CHUNG, "Corporate Governance and the Informational Efficiency of Prices", Financial Management Journal, 2015.

<sup>3</sup> \_Sunday OGBEIDE & Esther Evbayiro-OSAGIE, "Corporate Governance Mechanisms and Share Price Volatility of Quoted Firms : Insights from Nigeria", International Journal of Accounting and Finance, vol. 8, n° 1, 2019, p: 52.

<sup>4</sup> \_Yusuf Mugaloglu, Eser Erdag, "Corporate Governance, Transparency and Stock Return Volatility : Empirical Evidence from the Istanbul Stock Exchange", Journal of Applied Economics and Business Research, vol.3, n° 4, 2013, p : 209.

<sup>5</sup> \_Alexander MERZ, Sebastian TRABERT, "Corporate Governance and the Volatility of Volatility", available at Auckland Centre for Financial Research, 2017.

<sup>6</sup> \_Mouna ALOUI, Anis JARBOUI, "The Effects of Corporate Governance on the Stock Return Volatility: during the Financial Crisis", International Journal of Law and Management, 2018.

ما يقلل من تقلبات أسعار الأسهم<sup>1</sup>. في السياق نفسه، أثبتت دراسة (Ogbeide & Osagie, 2019) وجود أثر إيجابي دال لاستقلالية مجلس الإدارة على تقلبات أسعار الأسهم بنيجيريا، في حين تم تسجيل الأثر الإيجابي لحجم لجنة التدقيق وعلى العكس من ذلك فإن ملكية المسيرين كان لها أثر سلبي وإن كان غير دال على تقلبات أسعار الأسهم، وغابت الدلالة الإحصائية فيما يتعلق بتركز الملكية<sup>2</sup>. استمرارا لعرض النتائج المتعلقة بتركز الملكية، بينت دراسة (Ezazi et al., 2011) أنه كلما كان هناك تركيز للملكية كلما زادت تقلبات أسعار الأسهم فيما يتعلق ببورصة طهران<sup>3</sup>، كما توصلت دراسة (Alzeaiden & Al-Rawash, 2014) إلى وجود علاقة موجبة دالة إحصائيا بين تركيز الملكية (كبار المساهمين) وتقلبات أسعار الأسهم، في حين تغيب العلاقة في حالة الربط بين ملكية المؤسسات وملكية الأفراد وتقلبات أسعار الأسهم المدرجة ببورصة عمان<sup>4</sup>. وذهبت دراسة (Mugaloglu & Erdag, 2013)، والتي انطلقت من فكرة أن الحوكمة الجيدة والشفافية لها أن تؤثر على أسعار الأسهم بحكم أن سعر السهم يعكس جميع المعلومات المتعلقة بالشركة، إلى أن الإفصاحات التي تتماشى مع مبادئ حوكمة الشركات الجيدة لها أن تقلل من تقلبات أسعار الأسهم، ليثبت العكس في ظل السوق المالي التركي<sup>5</sup>.

دائما وفي إطار دراسة تقلبات أسعار الأسهم كمتغير تابع، نجد تلك الدراسات المتعلقة باختبار علاقة توزيعات الأرباح بتقلبات أسعار الأسهم، فتوزيعات الأرباح تعبر ضمنا عن حوكمة الشركات حيث أنه يمكن للمستثمرين، بناء على قرارات توزيعات الأرباح اتخاذ قرارات الاستثمار المناسبة، أين تعبر هذه الأخيرة عن مدى قدرة الشركة على خلق القيمة<sup>6</sup>. في هذا الصدد، نجد أن دراسة (Zuriawati et al., 2010) التي طبقت على 77 شركة بناء مواد مدرجة ببورصة ماليزيا للفترة 2005-2010 توصلت إلى معنوية العلاقة بين نسبة الأرباح الموزعة وتقلبات أسعار الأسهم، في حين أن التغيرات في أسعار الأسهم تعزى للعائد على الأرباح بنسبة 43.43% وهو ما يجعل الأثر غير دال إحصائيا<sup>7</sup>. أما دراسة (Kordijk, 2014) المطبقة على الشركات المدرجة ببورصة هولندا حيث بلغ عدد المعنوية منها بالدراسة 24 للفترة 2008-2013، فقد توصلت إلى وجود أثر سلبي وإن كان ضعيفا إلا أنه دال إحصائيا لنسبة توزيعات الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم، في مقابل الأثر الإيجابي للعائد على الأرباح

<sup>1</sup> *Ibid.*, p: 4.

<sup>2</sup> Sunday OGBEIDE, Esther Evbayiro-Osagie, *Op.cit.*

<sup>3</sup> Mohammad Ezazi et al., "The Effect of Ownership Structure on Share Price Volatility of Listed Companies in Tehran Stock Exchange : An Empirical Evidence of Iran", International Journal of Business and Social Science, vol 2, n°5, 2011.

<sup>4</sup> Khaled ALZEAIDEEN, Sara AL-RAWASH, "The Effect of Ownership Structure on Share Price Volatility of Listed Companies in Amman Stock Exchange", Research Journal of Finance and Accounting, vol 5, n° 6, 2014.

<sup>5</sup> Yusuf Mugaloglu, Eser Erdag, *Op.cit.*, p: 207.

<sup>6</sup> Duy NGUYEN et al., "The Relationship of Dividend Policy and Share Price Volatility: A Case in Vietnam", Annals of Economics and Finance, 20-1, 2019, p: 123, 124.

<sup>7</sup> Zakaria ZURIAWATI et al., "The Impact of Dividend Policy on the Share Price Volatility: Malaysian Construction and Material Companies", International Journal of Economics and Management Sciences, vol. 2, n°5, 2012.

على تقلبات أسعار الأسهم<sup>1</sup>. وقد أثبتت دراسة (Nguyen et al. (2019) التي طبقت على 141 شركة غير مالية مدرجة ببورصة الفيتنام (Ho Chi Minh StockExchange) للفترة 2011-2016 وجود أثر سلبي معنوي لنسبة الأرباح الموزعة والعائد الربحي على تقلبات أسعار الأسهم<sup>2</sup>. في حين وأخذا بعين الاعتبار هيكل الملكية، توصلت دراسة (Phan & Tran (2019) التي اهتمت بدراسة الشركات غير المالية المدرجة ببورصات الفيتنام (Ho Chi Minh StockExchange & Hanoi Stock Exchange) للفترة 2008-2015، أن هيكل الملكية لا يؤثر على العلاقة بين نسبة توزيع الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم<sup>3</sup>.

انطلاقاً من نتائج الدراسات، يلاحظ تباينها من دراسة لأخرى، إن التباين في النتائج يستند إلى التباين في وجهات النظر نظرياً وفي طبيعة الأسواق المدروسة عملياً؛ فنظرياً، يرى البعض أنه لا يمكن إثبات العلاقة بين أسعار الأسهم وتوزيعات الأرباح، فالذي يهتم به المستثمرون هو الأرباح المحققة من قبل الشركة والمراد إعادة استثمارها وليس تلك الموزعة، في حين يرى البعض الآخر أنه في حالة ميل المستثمرين إلى تحصيل توزيعات الأرباح بدل الاهتمام بإعادة استثمارها، فإنه بمجرد تجميد توزيعات الأرباح تنخفض أسعار الأسهم مقابل تنازل المستثمرين عنها<sup>4</sup>. أما عملياً، فيذهب الباحثون إلى إلغاء العلاقة في ظل السوق الناشئة مقارنة بالمتقدمة، في حين أنه وفي ظل الأسواق المتقدمة قد يكون هنالك غياب للعلاقة من فترة لأخرى<sup>5</sup>. وما تمت الإشارة إليه فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح له أن يطبق على أي بعد أو مبدأ أو آلية من آليات حوكمة الشركات بحكم أنها جعلت حتى تحسن من أداء الشركات وتسييرها وما توزيعات الأرباح إلا انعكاس لذلك.

### 3-2- الإطار المنهجي لاختبار علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية العربية

بغية دراسة علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية العربية وبذلك الإجابة على الفرضية الأولى للدراسة التي مفادها: "توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مستوى حوكمة الشركات وتقلبات أسعار الأسهم ببعض الدول العربية عند مستوى دلالة 0.05"، سيتم التركيز على الاستبيان المعد من قبل اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية (2017) حول: "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"<sup>6</sup> لدراسة علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية العربية، مع ملاحظة أن حوكمة الشركات لم تشهد تغيرات واضحة وصولاً

<sup>1</sup> Rachella KORDIJK, "The Effect of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Netherlands", Thesis in Business and Economics, Specialization: Finance and Organization, University of Amsterdam, Netherlands, 2014.

<sup>2</sup> \_Duy NGUYEN et al., **Op.cit.**

<sup>3</sup> \_Thi Kieu PHAN, Nam TRAN, "Dividend Policy and Stock Price Volatility in an Emerging Market : Does Ownership Structure Matter?", Cogent Economics & Finance, 7, 2019.

<sup>4</sup> \_Duy NGUYEN et al., **Op.cit.**, p: 125.

<sup>5</sup> \_ **Ibid.**, p: 124.

<sup>6</sup> \_ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"، دبي، جوان 2017.

إلى سنة 2019، في نفس الوقت سيتم اعتماد مؤشرات أداء الأسواق المالية لنفس السنة، تحديدا تقلبات أسعار الأسهم أين تعتبر معطيات 2017 آخر ما هو متوفر من معطيات إلى غاية أكتوبر 2019 ضمن قاعدة البيانات Global Financial Development Database، لتجمع الدراسة بذلك بين متغير كفي (حوكمة الشركات) ومتغير كمي (مؤشرات أداء الأسواق المالية)، وسنعمل على تغيير طبيعة الاستبيان لمنحه هو الآخر بعدا كميما مما يسهل اعتماد الاختبارات الإحصائية المناسبة فيما بعد خاصة في ظل مشاهدات مقطعية قليلة.

إن الأبعاد المعتمدة في الاستبيان المعد من قبل اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية (2017) ستشكل الفرضيات الفرعية للدراسة ضمن هذا الجزء، حيث أنه تم التركيز على ستة أبعاد: الأطر التنظيمية، الجمعية العامة، مجلس الإدارة، لجان مجلس الإدارة، الرقابة والإفصاح والشفافية، وفق ما يوضحه الجدول (2-5) ليكون بذلك عدد الفرضيات الفرعية للفرضية الأساسية ضمن هذا المحور هو ست فرضيات.

**الجدول (2-5): ترميز المتغيرات.**

| المتغيرات                            | الترميز                                         | طريقة الحساب                                                              |
|--------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| المتغير التابع: أداء الأسواق المالية | Share Price Volatility (SPV)                    | تقلبات أسعار الأسهم                                                       |
| الأطر التنظيمية                      | Corporate Governance Framework (CGF)            |                                                                           |
| الجمعية العامة                       | General Assembly and Shareholders Rights (GASR) | يتم استخراج القيم من الاستبيان المعد من قبل اتحاد الهيئات المالية العربية |
| مجلس الإدارة                         | Board of Directors Characteristics (BDC)        |                                                                           |
| لجان المجلس                          | Board Committees (BC)                           |                                                                           |
| الرقابة                              | Control                                         |                                                                           |
| الإفصاح والشفافية                    | Disclosure and Transparency (DT)                |                                                                           |

المصدر: إعداد الطالبة.

فيما يتعلق بأداء الأسواق المالية، فقد تم الأخذ بتقلبات أسعار الأسهم بالنظر للأهمية التي منحت لها إثر دراسة علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية أو كفاءتها.

من جهة أخرى، تضمن الاستبيان المعد من قبل اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية والمنشور ضمن التقرير المعنون بـ: "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية" لسنة 2017، خمسة محاور أساسية: الأطر التنظيمية لحوكمة الشركات (أربع عبارات)، الجمعية العامة للشركة وحماية حقوق المساهمين (11 عبارة)، خصائص مجلس إدارة الشركة المدرجة (عشر عبارات)، اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة (ثمانية عبارات)، الرقابة (ثمانية عبارات) والإفصاح والشفافية (عشر عبارات)، بمجموع 51 عبارة متباينة في صياغتها وإجاباتها

بحسب طبيعتها. تم توجيه الاستبيان لدراسة 13 دولة: الأردن، الإمارات، تونس، الجزائر، السعودية، سوريا، عمان، فلسطين، قطر، الكويت، لبنان، مصر والمغرب.

بغية تسهيل عملية اعتماد نتائج الاستبيان، سيتم العمل على بناء مؤشرات لحوكمة الشركات في الدول محل الدراسة، أين سيتم اعتماد المنهجية المتبعة في تقييم حوكمة الشركات عبر العديد من الدول فيما يعرف ببطاقات أداء حوكمة الشركات Scorecards for Corporate Governance، وسيتم التركيز على التجربة الألمانية من خلال مؤشر قياس حوكمة الشركات بألمانيا DVFA Scorecard for Corporate Governance لسنة 2019<sup>1</sup>، لكونه مؤشراً حديثاً من جهة ومفصلاً في كيفية اعتماده من جهة أخرى، مع المحافظة على عبارات استبيان تقرير "حوكمة الشركات في الأسواق المالية العربية" وكذا منح كل عبارة نقطة واحدة دون فرق بينها في التقيط، كما سيتم تحويل كل الأسئلة ذات الخيارات المتعددة إلى عبارات من نوع نعم/لا. بالنظر لكون العبارات صيغت صياغة إيجابية تجعل من وجودها يعزز من حوكمة الشركات، فسيتم منح "1" لكل إجابة بـ "نعم" و"0" للحالة العكسية. بعد دراسة الأسئلة الواردة في الاستبيان تم الإبقاء على 45 عبارة، وعلى اعتبار أنه تم تحويل العبارات متعددة الخيارات إلى عبارات من نوع نعم/لا فعدد العبارات المعنية بالدراسة إجمالاً هو 115 عبارة (راجع الملحق رقم 01)، وقد مس التعديل الآتي:

- السؤال الثالث "الإطار التشريعي الذي ينظم حوكمة الشركات المدرجة" ضمن البعد الأول "الأطر التنظيمية لحوكمة الشركات": يعتبر هناك تنوع في الإطار التشريعي إذا كان يتم تأطير الحوكمة بثلاثة أنواع فما فوق من مجموع الأنواع المتاحة ضمن الاستبيان للتعبير عن الإطار التشريعي.
- السؤال الأول "القيود على حضور المساهمين لاجتماعات الجمعية العامة للشركة المدرجة" من البعد الثاني "الجمعية العامة للشركة وحماية حقوق المساهمين": تم تقليص خيارات السؤال ليتم الاكتفاء فقط بوجود أو عدم وجود قيود على حضور الجمعيات العامة للشركات.
- السؤال الثالث "الذين يجوز لهم دعوة الجمعية العامة العادية للشركة المدرجة للانعقاد" من البعد الثاني "الجمعية العامة للشركة وحماية حقوق المساهمين": يعتبر هناك تنوع إذا كان عدد الأطراف الذين يمكنهم استدعاء الجمعية العامة ثلاثة فما فوق.
- السؤال الرابع "حالات دعوة الجمعية العامة غير العادية للشركة المدرجة للانعقاد" من البعد الثاني "الجمعية العامة للشركة وحماية حقوق المساهمين": يعتبر هناك تنوع إذا كانت حالات استدعاء الجمعية العامة غير العادية ثلاثة فما فوق.

<sup>1</sup> \_ DVFA Commission Governance & Stewardship, "DVFA Scorecard for Corporate Governance", version 2, Germany, 2019.

- يلغى السؤال الأول "مدة انتخاب مجلس إدارة الشركة المدرجة" من البعد الثالث "خصائص مجلس إدارة الشركة المدرجة" وذلك لكونه يدرس مدة انتخاب مجلس الإدارة فقط. كما يلغى أيضا السؤال الخامس "وجود حد أدنى للأعضاء المستقلين بتشكيلة مجلس إدارة الشركة" من البعد نفسه وذلك لكونه يدرس الحد الأدنى للأعضاء المستقلين بتشكيلة مجلس إدارة الشركة. وفي كلا الحالتين تختلف الدراسات في تحديد مدة تجديد العضوية أو العدد الأمثل لأعضاء مجلس الإدارة هذا من جهة، ولكون الإجابات محصورة في عدد محدود من المقترحات من جهة أخرى (ذهبت أغلب الإجابات نحو أخرى).
- يتم إلغاء السؤالين الرابع "مدى الالتزام بقواعد الحوكمة ووجود لجنة للترشيحات والمكافآت تقرر تقديم مقابل مادي لأعضاء المجلس التنفيذي" والخامس "وجود لجنة المراجعة بالشركة" ضمن البعد الرابع "اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة" لكونهما مكررين في مضمونهما مع ما سبق من أسئلة.
- يدمج السؤال الخامس "اشتراط أن تقوم الشركة بنشر تقرير مجلس الإدارة، القوائم المالية السنوية وتقرير مراقب الحسابات" من البعد السادس "الإفصاح والشفافية" مع السؤال الرابع منه "الإفصاحات المطلوبة من الشركة المدرجة".
- يلغى السؤال الثامن "وجود أنظمة إلكترونية للإفصاح عن معلومات الشركة المالية وغير المالية" من البعد السادس "الإفصاح والشفافية" لكونه مكررا (السؤال الثاني ضمن البعد السادس).

#### الجدول (2-6): أوزان أسئلة الاستبيان.

| عدد العبارات | %   |
|--------------|-----|
| 11           | 10  |
| 24           | 21  |
| 16           | 14  |
| 15           | 13  |
| 18           | 16  |
| 3            | 3   |
| 15           | 13  |
| 31           | 27  |
| 115          | 100 |

المصدر: بالاعتماد على اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"، دبي، جوان 2017.

انطلاقاً من الجدول (2-6) يتضح أن الجمعية العامة للشركة وحماية حقوق المساهمين وكذا الإفصاح والشفافية منحت العدد الأكبر من الأسئلة وذلك لتشعبها. كما أن الرقابة في بنائها في الاستبيان قسمت إلى رقابة داخلية ورقابة خارجية ليمتزج بين الأسلوبين معا في تحقيق الرقابة إجمالاً.

### 3-3- اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

لاختبار علاقة حوكمة الشركات بتقلبات أسعار الأسهم سيتم اعتماد اختبار Kendall في ظل دراسة علاقة بين متغيرين كميين ولعشر مشاهدات. قبل التعرض لنتائج الاختبار، سنحاول بداية وصف كل من حوكمة الشركات بأبعادها الست وكذا تقلبات أسعار الأسهم لكل من: الأردن، الإمارات، تونس، الجزائر، السعودية، عمان، فلسطين، قطر، الكويت، لبنان، مصر والمغرب.

#### 3-3-1- وصف حوكمة الشركات وأداء الأسواق المالية في الدول العربية

تختلف الدول من حيث توفر أبعاد حوكمة الشركات بها، وإن كانت كل الأبعاد متوفرة عبر مختلف الدول (باستثناء الرقابة الداخلية فيما يتعلق بالمغرب) إلا أن درجة التطبيق تتباين من دولة لأخرى، من جهة أخرى لم تحقق أي دولة من الدول المدروسة مستوى التطبيق الأمثل لحوكمة الشركات (تطبيق جميع الأبعاد المدروسة ضمن الاستبيان بنسبة كاملة 100%) عموماً ولكل بعد من أبعاد حوكمة الشركات بشكل خاص، وهو ما يوضحه الجدولان (2-7) و(2-8) والشكل (2-4).

بالنظر لمؤشر حوكمة الشركات عموماً، وبمجالاته المختلفة المعتمدة ضمن مؤشر حوكمة الشركات الألمانية المعتمد في الدراسة، فيعتبر تطبيق حوكمة الشركات جيداً في كل من مصر (77%) والإمارات (74%) وذلك لما حققته هذه الدول من نسب تتدرج ضمن المجال [80%-70.1%]، في حين أن الدول المتبقية يعتبر التطبيق فيها مُرضٍ رغم تباينها، يتعلق الأمر بكل من: السعودية (67%)، قطر (66%)، تونس (65%)، سوريا (64%)، فلسطين (62%)، المغرب (59%)، عمان (59%)، الكويت (58%) والأردن (57%)، في حين أن لبنان (44%) والجزائر (40%) يعتبر التطبيق فيهما متأخراً مقارنة ببقية الدول. ما تمت ملاحظته انطلاقاً من تحليل نتائج الاستبيان أن درجة استقرار الدول لم تؤثر على مستوى تطبيق حوكمة الشركات بها.

بالتركيز على الأبعاد في حد ذاتها، فإن الدول جميعها تتبنى أطراً تنظيمية لحوكمة الشركات مع اختلافها في ذلك، ورغم أن كل الدول تتبناها إلا أنها بعيدة بعض الشيء عن التطبيق الأمثل لهذا البعد (10%)، أين تساوت كل من: السعودية، فلسطين، قطر، الكويت ومصر في تطبيق هذا البعد (5%) لتتأخر بقية الدول. بتحليل بعد الأطر التنظيمية لحوكمة الشركات، نجد أن كل الدول محل الدراسة تمتلك وحدات إدارية ضمن هيئة السوق

المالي تسهر على المتابعة والرقابة على الشركات، فبالإضافة إلى هذه الوحدات الإدارية، تعزز كل من الإمارات، قطر ومصر جانب الإشراف والرقابة من خلال البورصة أيضا، في حين تستعين كل من تونس والكويت بجهات أخرى (كالبنوك المركزية مثلا فيما يتعلق بالبنوك المدرجة). ويعتبر الأسلوب المتبع لتطبيق أحكام قواعد الحوكمة إلزاميا في أغلب الدول، حيث يستثنى من ذلك المغرب الذي يجعل من أسلوب التطبيق اختياريا، كما تميل الأردن والسعودية لجعله إلزاميا مع التفسير في حالة عدم الالتزام. ما يلاحظ أيضا أن فلسطين، مصر والكويت تميل للمزج بين مختلف الأساليب. من جهة أخرى، يلاحظ وجود تنوع فيما يتعلق بالإطار التشريعي الذي يضبط حوكمة الشركات لكل من: الأردن، السعودية، قطر ومصر مقارنة ببقية الدول. أما عن آليات متابعة الشركات المدرجة، تميل أغلب الدول إلى التفتيش والفحص في متابعتها لشركاتها، وقد تعتمد دول أخرى الاستبيان منفردا أو بمزجه مع التفتيش والفحص لتحقيق ذلك، في حين أن الأردن وفلسطين يعتبران الوحيدين في تبني بطاقة الأداء المتوازن.

فيما يتعلق ببعد الجمعية العامة للشركة وحماية حقوق المساهمين، احتلت المغرب الصدارة أين حققت (18%) مقابل (20%) كنسبة تطبيق أمثل. في هذا الصدد، تضع كل من: الأردن، تونس، الجزائر ومصر قيودا صارمة على حضور اجتماعات الجمعية العامة. هذا ويتم استدعاء الجمعية العامة غير العادية للانعقاد في حالات متعددة في أغلب الدول، ولإنجاح انعقاد الجمعية العامة، يتم الإفصاح في كل الدول باستثناء الكويت عن جدول الأعمال وما يتضمنه من موضوعات، كما أنه يسمح بالتفويض في التصويت في كل الدول باستثناء الجزائر، أما عن التصويت الإلكتروني فإنه متاح في كل من الإمارات، السعودية، سوريا، قطر، مصر والمغرب. تميل أغلب الدول إلى ضرورة إتاحة المعلومات الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة لأعضاء الجمعية العامة خاصة فيما يتعلق بأسمائهم، المقابل الذي يتقاضونه وكذا عدد اجتماعات المجلس سنويا. تلتزم الشركات في كل الدول باستثناء تونس والكويت بنشر تقرير مجلس الإدارة ومدقق الحسابات حتى يطلع عليها أعضاء الجمعية العامة، في حين تلتزم الشركات بتعيين مسؤول عن الحوكمة وعلاقات المستثمرين في كل من: الإمارات، تونس، قطر، الكويت، لبنان، مصر والمغرب. بالنظر لقضية تضارب المصالح، تميل الدول بالدرجة الأولى إلى الإفصاح وكذا منع الطرف ذي العلاقة من التصويت على القرار محل الموضوع المتعلق بتعارض المصالح كضوابط لمعالجة موضوع تضارب المصالح من قبل مجلس الإدارة. كما وأن كل الدول تشدد على قضية التزام أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين بشأن تعارض المصالح وتعاملات الأطراف ذات العلاقة؛ في هذا الصدد، فإنه توجد قواعد مكتوبة بخصوص تعاملات أعضاء مجلس إدارة الشركة وموظفيها في الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة في كل الدول باستثناء الأردن، السعودية ولبنان. فيما يخص الأمن الإلكتروني، فإن كلا من تونس وقطر تمتلك

تشريعات صادرة عن الجهات الرقابية تتعلق بالأمن الإلكتروني لمواجهة المخاطر الإلكترونية وهو ما يغيب في بقية الدول.

فيما يتعلق بمجلس الإدارة فتأتي السعودية، الإمارات وسوريا في الصدارة بنسبة تطبيق (11%) مقابل (14%). بالتفصيل في مضمون البعد، نجد أن كلا من تونس، السعودية ومصر تفتح المجال أمام جهات متعددة لاختيار أعضاء مجلس الإدارة، وهو ما يغيب في بقية الدول أين تميل الدول الأخرى إلى إتاحة المجال لجهة معينة فقط لاختيار أعضاء مجلس الإدارة عادة ما يتعلق الأمر بالمساهمين. من جهة أخرى، تشهد مجالس الإدارة في كل من الإمارات، السعودية، قطر، الكويت ومصر تنوعا على مستوى مجالس الإدارة من حيث طبيعة العضو بين كونه تنفيذيا، غير تنفيذي ومستقل، وهو ما يغيب في بقية الدول، مع ملاحظة أن اللوائح فرضت ضرورة وجود أعضاء مستقلين وغير تنفيذيين ضمن مجالس الإدارة مما يفرض استقلاليتها بشكل أكبر ويفرض بذلك حقوق المساهمين ومختلف أصحاب المصالح، وهو ما يشكل ثغرة ممارسة. تتبنى كل الدول باستثناء فلسطين، لبنان، مصر والمغرب خاصية الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب المدير العام أو التنفيذي، مع ملاحظة أن الدليل المصري لحوكمة الشركات، على سبيل المثال لا الحصر، ضمن الباب الثاني المحور الثاني فضل الفصل بين المناصب. كما أن كل الدول باستثناء تونس تتيح إمكانية تفويض رئيس مجلس الإدارة إحدى صلاحياته لأحد أعضاء المجلس أو غيرهم، وتميل أغلب الدول إلى ضبط هذا التفويض من حيث تحديد المدة الزمنية لهذا التفويض، موضوع التفويض، وغيرها.

دائما وفي مجال مجلس الإدارة، فإن كلا من فلسطين ومصر تهتم أكثر بلجان مجلس الإدارة مقارنة ببقية الدول فتنوع فيها. توجد لجنة التدقيق على مستوى كل الدول باستثناء الجزائر، أين يتم تشكيل هذه اللجنة من قبل مجلس الإدارة، وتهدف بالدرجة الأولى في جميع الدول إلى التأكد من التزام الشركة باتباع النظم واللوائح والقوانين الداخلية والخارجية. أما لجنة إدارة المخاطر، فإنها تتواجد بكل من تونس، السعودية، فلسطين، الكويت ومصر. في حين يتراجع اعتماد لجنة الحوكمة، حيث أنه يتم اعتمادها فقط في كل من السعودية، فلسطين، لبنان ومصر، مع أن لائحة حوكمة الشركات بالمغرب فرضت وجودها. تعتبر لجنة الترشيحات والمكافآت هي الأخرى مهمة كلجنة منبثقة عن مجلس الإدارة، ويتم اعتماد هذه اللجنة في كل الدول باستثناء الجزائر، سوريا والمغرب.

الجدول (2-7): نتائج إجابات الاستبيان.

| الأبعاد                                        | الأردن | الإمارات | تونس | الجزائر | السعودية | سوريا | عمان | فلسطين | قطر | الكويت | لبنان | مصر | المغرب |
|------------------------------------------------|--------|----------|------|---------|----------|-------|------|--------|-----|--------|-------|-----|--------|
| 1. الأطر التنظيمية لحوكمة الشركات              | 5      | 4        | 5    | 2       | 6        | 3     | 3    | 6      | 6   | 6      | 3     | 6   | 4      |
| 2. الجمعية العامة للشركة وحماية حقوق المساهمين | 11     | 20       | 20   | 11      | 18       | 18    | 15   | 13     | 12  | 14     | 12    | 20  | 21     |
| 3. خصائص مجلس إدارة الشركات المدرجة            | 8      | 13       | 7    | 7       | 13       | 13    | 11   | 6      | 11  | 9      | 8     | 12  | 6      |
| 4. اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة             | 10     | 10       | 10   | 4       | 9        | 9     | 9    | 12     | 11  | 9      | 8     | 12  | 8      |
| 5. الرقابة                                     | 9      | 13       | 8    | 7       | 8        | 8     | 8    | 8      | 10  | 8      | 8     | 10  | 7      |
| 1.5. الرقابة الداخلية                          | 3      | 3        | 3    | 2       | 1        | 1     | 3    | 3      | 3   | 3      | 3     | 1   | 0      |
| 2.5. الرقابة الخارجية                          | 6      | 10       | 5    | 5       | 7        | 7     | 5    | 5      | 7   | 5      | 5     | 9   | 7      |
| 6. الإفصاح والشفافية                           | 22     | 25       | 25   | 15      | 23       | 23    | 22   | 26     | 26  | 21     | 12    | 29  | 22     |

ملاحظة: تختلف إجابات الاستبيان عن بعض نصوص التشريعات القانونية في بعض الدول، وقد تم الإبقاء على الاستبيان لإمكانية أن يكون الواقع أقل أداء من التشريع المعمول به.

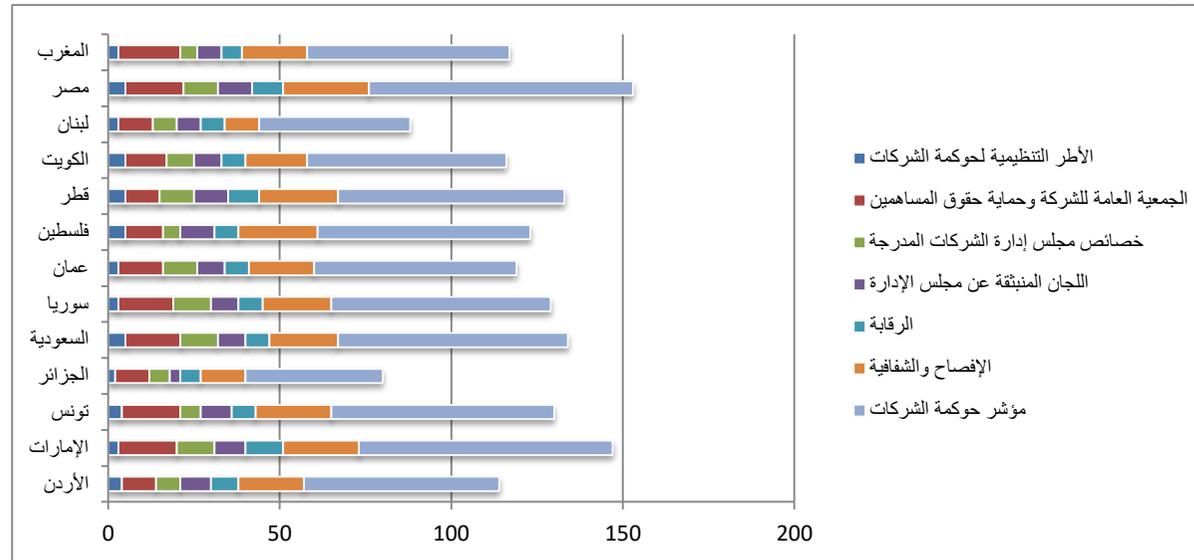
المصدر: بالاعتماد على اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"، دبي، جوان 2017.

الجدول (2-8): مؤشرات حوكمة الشركات في الدول العربية (%).

| الأبعاد                                     | الأمتثل | الأردن | الإمارات | تونس | الجزائر | السعودية | سوريا | عمان | فلسطين | قطر | الكويت | لبنان | مصر | المغرب |
|---------------------------------------------|---------|--------|----------|------|---------|----------|-------|------|--------|-----|--------|-------|-----|--------|
| الأطر التنظيمية لحوكمة الشركات              | 10      | 4      | 3        | 4    | 2       | 5        | 3     | 3    | 5      | 5   | 5      | 3     | 5   | 3      |
| الجمعية العامة للشركة وحماية حقوق المساهمين | 20      | 10     | 17       | 17   | 10      | 16       | 16    | 13   | 11     | 10  | 12     | 10    | 17  | 18     |
| خصائص مجلس إدارة الشركات المدرجة            | 14      | 7      | 11       | 6    | 6       | 11       | 11    | 10   | 5      | 10  | 8      | 7     | 10  | 5      |
| اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة             | 13      | 9      | 9        | 3    | 9       | 8        | 8     | 8    | 10     | 10  | 8      | 7     | 10  | 7      |
| الرقابة                                     | 16      | 8      | 11       | 6    | 7       | 7        | 7     | 7    | 7      | 9   | 7      | 7     | 9   | 6      |
| الإفصاح والشفافية                           | 27      | 19     | 22       | 13   | 22      | 20       | 20    | 19   | 23     | 23  | 18     | 10    | 25  | 19     |
| مؤشر حوكمة الشركات                          | 100     | 57     | 74       | 65   | 40      | 67       | 64    | 59   | 62     | 66  | 58     | 44    | 77  | 59     |

المصدر: بالاعتماد على اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"، دبي، جوان 2017.

الشكل (2-4): تطبيق حوكمة الشركات في الدول العربية.



المصدر: بالاعتماد على اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"، دبي، جوان 2017.

عن الرقابة، فالإمارات تعتبر الأفضل من بين الدول في مجال الرقابة بتحقيقها لنسبة (11%) مقابل (16%). حيث تهتم الشركات عبر مختلف الدول، باستثناء السعودية، مصر والمغرب، بتشكيل إدارة مختصة بالرقابة الداخلية أين يتولى إدارة الرقابة الداخلية مسؤول متفرغ لذلك ومن القيادات الإدارية بالشركة. أما عن التدقيق الخارجي، فالجمعية العامة هي المسؤولة عن تعيين المدقق الخارجي في أغلب الدول باستثناء الجزائر والتي يعود الحق في ذلك إلى مجلس الإدارة، ولا يمكن للمدقق الخارجي القيام بأعمال إضافية لا ترتبط بشكل مباشر أو غير مباشر بأعمال التدقيق للشركة إلا في كل من الإمارات، سوريا ومصر حيث يتاح له ذلك.

عن آخر بعد من أبعاد حوكمة الشركات، يعتبر بعد الإفصاح والشفافية الأهم بالنظر للنسبة التي حازها مقارنة ببقية الأبعاد (27%)، وقد حققت أغلب الدول نتائج جيدة فيما يتعلق بهذا البعد، إلا أن مصر تعتبر الأولى تطبيقاً لهذا البعد (25%). في هذا الصدد، فإن كل الدول تعمل على إصدار تقرير سنوي يضم القوائم المالية بما يخدم المساهمين ومختلف الأطراف الأخرى، كما أن كل الدول باستثناء الأردن، الجزائر، سوريا ولبنان تتبنى أنظمة إلكترونية يتم من خلالها الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية. وتعتبر القرارات الخاصة بتعديل القيمة الاسمية لأسهم الشركات وكذا التوزيعات النقدية أو توزيعات الأسهم المجانية من بين المعلومات الأساسية التي تفصح عنها كل الدول عند حدوثها. إن عدم الالتزام بالإفصاح يؤدي إلى فرض عقوبات تتباين من دولة إلى أخرى، فإذا كانت الجزائر لا تفرض أي عقوبة في هذا الصدد، تذهب كل من الإمارات، عمان وقطر إلى فرض عقوبات متنوعة إدارية، مالية، وقد تصل حتى وقف الإدراج والتداول على أسهم الشركة وكذا تسجيل المخالفة بالسجل المهني. في حين تتباين بقية الدول في طبيعة العقوبات المفروضة. أما عن آليات حماية حقوق الأقلية، فإن وجود أعضاء مستقلين بعضوية مجلس الإدارة يعتبر الآلية الأساسية التي تفرض حماية حقوق الأقلية، يتعلق الأمر بكل الدول باستثناء الجزائر والمغرب، قد تميل بعض الدول إلى اتباع أسلوب التصويت التراكمي لضمان ذلك وهذا في كل من الأردن، الإمارات، السعودية، قطر، الكويت، مصر والمغرب.

انطلاقاً مما ذكر وبناء على ما تطرقنا إليه عند تحليلنا للوائح، موثيق وأنظمة حوكمة الشركات في الدول المختلفة، فإن بعض الدول تشهد تبايناً ملحوظاً بين نصوصها وواقعها العملي، في مثل هذه الحالات يتم التأكيد على أن القانون وإن كان قوياً في صياغته، فهذا لا يعني بالضرورة جودة الواقع العملي.

فيما يتعلق بتقلبات أسعار الأسهم لسنة 2017، يلخصها الجدول (2-9):

**الجدول (2-9):** تقلبات أسعار الأسهم ببعض الدول العربية لسنة 2017.

| الدول  | الأردن | الإمارات | تونس  | السعودية | عمان  | قطر    | الكويت | لبنان | مصر    | المغرب |
|--------|--------|----------|-------|----------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
| تقلبات |        |          |       |          |       |        |        |       |        |        |
| أسعار  | 5.626  | 14.319   | 5.845 | 17.911   | 8.102 | 16.024 | 9.406  | 7.834 | 23.450 | 11.385 |
| الأسهم |        |          |       |          |       |        |        |       |        |        |

Source: Adopted from Global Financial Development Database, 2019.

انطلاقاً من الجدول (2-9) يلاحظ تباين مختلف بورصات الدول من حيث تقلبات أسعار الأسهم بها، أين ترتفع القيمة في مصر (23.45)، تليها السعودية (17.911) وقطر (16.024) وتتراجع في تونس (5.845).

**3-3-2- اختبار الفرضيات**

يلخص الجدول (2-10) الوصف الإحصائي للمتغيرات محل الدراسة للأسواق المالية العربية التي تتوفر معطياتها فقط وهي: الأردن، الإمارات، تونس، السعودية، عمان، قطر، الكويت، لبنان، مصر والمغرب:

**الجدول (2-10):** الوصف الإحصائي لحوكمة الشركات وأداء الأسواق المالية بالدول العربية.

| القيمة الدنيا | القيمة القصوى | الانحراف المعياري | المتوسط الحسابي | المتغيرات            |
|---------------|---------------|-------------------|-----------------|----------------------|
| 5.63          | 23.45         | 5.83              | 11.99           | أداء الأسواق المالية |
| 3             | 5             | 0.94              | 4               | الأطر التنظيمية      |
| 10            | 18            | 3.33              | 14              | الجمعية العامة       |
| 5             | 11            | 2.11              | 9               | مجلس الإدارة         |
| 7             | 10            | 1.08              | 8.50            | لجان المجلس          |
| 6             | 11            | 1.75              | 8.20            | الرقابة              |
| 10            | 25            | 4.06              | 19.70           | الإفصاح والشفافية    |
| 44            | 77            | 9.42              | 62.60           | المؤشر العام         |

المصدر: بالاعتماد على اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"، دبي، جوان 2017؛ Global Financial Development Database, 2019.

انطلاقاً من الجدول (2-10)، بلغ مؤشر تطبيق حوكمة الشركات في الدول المعنية باختبار الفرضيات 62.60 وهو مؤشر مقبول، مع انحراف بينها يقدر بـ9.42، أين سجلت أعلى قيمة بمصر (77) وأدنى قيمة بلبنان (44)، أين يعتبر في المتوسط، بعد الإفصاح والشفافية البعد المطبق بشكل واضح (19.70)، تليه الجمعية العامة (14)، ويتراجع تطبيق بعد الأطر التنظيمية (4) مع تسجيل تقارب بين الدول في تطبيقها للأبعاد منفصلة في المتوسط باستثناء الجمعية العامة (3.33) والإفصاح والشفافية (4.06). من جهة أخرى، بلغ متوسط تقلبات أسعار

الأسهم في الدول مجتمعة 11.99، مع انحراف معياري 5.83. تبقى تقلبات أسعار الأسهم خاضعة للعديد من العوامل يأتي في مقدمها عدد الشركات المدرجة وكذا ثقافة المنطقة فيما يتعلق بتداول الأسهم.

سيتم بداية اختبار الفرضيات الفرعية، أين يتم الاهتمام بعلاقة كل بعد من أبعاد حوكمة الشركات المدروسة على تقلبات أسعار الأسهم، تعطى الفرضيات الفرعية وفق الآتي:

- توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تطبيق بعد الأطر التنظيمية وتقلبات أسعار الأسهم ببعض الدول العربية عند مستوى دلالة 0.05.
- توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تطبيق بعد الجمعية العامة وتقلبات أسعار الأسهم ببعض الدول العربية عند مستوى دلالة 0.05.
- توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تطبيق بعد مجلس الإدارة وتقلبات أسعار الأسهم ببعض الدول العربية عند مستوى دلالة 0.05.
- توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تطبيق بعد لجان مجلس الإدارة وتقلبات أسعار الأسهم ببعض الدول العربية عند مستوى دلالة 0.05.
- توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تطبيق بعد الرقابة وتقلبات أسعار الأسهم ببعض الدول العربية عند مستوى دلالة 0.05.
- توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تطبيق بعد الإفصاح والشفافية وتقلبات أسعار الأسهم ببعض الدول العربية عند مستوى دلالة 0.05.

يلخص الجدول (11-2) نتائج اختبار الفرضيات الفرعية:

**الجدول (11-2): نتائج اختبار الفرضيات الفرعية.**

| الأبعاد           | المعامل | مستوى الدلالة | تقلبات أسعار الأسهم | القرار |
|-------------------|---------|---------------|---------------------|--------|
| الأطر التنظيمية   | 0.316   | 0.245         |                     | مرفوض  |
| الجمعية العامة    | 0.263   | 0.311         |                     | مرفوض  |
| مجلس الإدارة      | 0.242   | 0.355         |                     | مرفوض  |
| لجان مجلس الإدارة | 0.221   | 0.403         |                     | مرفوض  |
| الرقابة           | -0.25   | 0.925         |                     | مرفوض  |
| الإفصاح والشفافية | 0.489   | 0.056         |                     | مرفوض  |

المصدر: تحليل بيانات الدراسة باعتماد برنامج SPSS V 20.

انطلاقاً من الجدول (2-11)، يلاحظ غياب العلاقة بين أبعاد حوكمة الشركات المختلفة كل على حدى وتقلبات أسعار الأسهم، والأكثر من ذلك العلاقة الموجبة بين الأبعاد وتقلبات أسعار الأسهم باستثناء الرقابة، رغم أن الجانب النظري للعلاقة يؤكد عكسية العلاقة نظراً لكون حوكمة الشركات تعمل على التسيير الجيد للشركات ما يؤدي إلى تحقيق أداء مالي جيد يستقطب المستثمرين من جهة والرفع من الكفاءة المعلوماتية للسوق من جهة أخرى، فوجود علاقة موجبة يفرض بالضرورة ضعف تأثير حوكمة الشركات بصفتها الحالة على تقلبات أسعار الأسهم بغض النظر عن مستويات الدلالة المحققة. لأجل ذلك، ترفض كل الفرضيات الفرعية للدراسة. إن النتائج المتوصل إليها تؤكد ما أشار إليه Nguyen et al. (2019) في دراسته والذي أوردناه آنفاً، حيث أنه عملياً قد تغيب العلاقة إذا تعلق الأمر بالأسواق المالية الناشئة.

يلخص الجدول (2-12) نتائج اختبار الفرضية الرئيسية والتي تنص على: "توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مستوى حوكمة الشركات وتقلبات أسعار الأسهم ببعض الدول العربية عند مستوى دلالة 0.05":  
الجدول (2-12): نتائج اختبار الفرضية الرئيسية.

| تقلبات أسعار الأسهم |               | الأبعاد |               |
|---------------------|---------------|---------|---------------|
| القرار              | مستوى الدلالة | المعامل | حوكمة الشركات |
| مرفوض               | 0.012         | *0.629  |               |

(\* عند مستوى دلالة 0.05)

المصدر: تحليل بيانات الدراسة باعتماد برنامج SPSS V 20.

تظهر معطيات الجدول (2-12) أن العلاقة بين حوكمة الشركات وتقلبات أسعار الأسهم موجبة دالة إحصائياً؛ وعليه، ترفض الفرضية الرئيسية: "توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مستوى حوكمة الشركات وتقلبات أسعار الأسهم ببعض الدول العربية عند مستوى دلالة 0.05"، ورغم أن العلاقة دالة إلا أنها تخالف الجانب النظري للظاهرة المدروسة مما يجعلنا نرفضها.

إن النتائج المتوصل إليها من خلال هذا الجزء تدعم أهمية دراستنا هذه، فإذا كان مستوى تطبيق حوكمة الشركات على السوق ككل متراجعا، فإن ذلك يفرض ضرورة تقييمه على مستوى الشركات المكونة لهذا السوق هذا من جهة. من جهة أخرى، فإن الشركات ترفع من مستوى كفاءتها كلما قورنت بغيرها، لذلك كان لزاماً على الدول العربية السعي لبناء مؤشرات يتم على أساسها تقييم تطبيق حوكمة الشركات على مستوى كل الشركة بما يفرض ترتيبها وبذلك الرفع من مستوى تطبيقها لأبعاد الحوكمة ساعية بذلك إلى تحقيق مراتب متقدمة ومستقطبة للمستثمرين والعملاء.

## خلاصة

تضمن الفصل في أجزائه المختلفة ممارسات حوكمة الشركات على مستوى بعض الدول العربية على الصعيدين العملي والقانوني، كما اهتم بدراسة علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية في بعض الدول العربية، وقد توصل الفصل إلى النقاط الأساسية الآتية:

- وإن كان نموذج حوكمة الشركات المطبق في الدول العربية ليس واضح المعالم، إلا أنه يميل للاقترب إلى النظام الألماني-الياباني باعتباره يعتمد البنوك كمصدر للتمويل أكثر من الأسواق المالية، وتستثنى في ذلك السعودية التي يبرز سوقها المالي مقارنة بالبنوك.
- إن تراجع دور الأسواق المالية يفرض بالضرورة تركيز الملكية على مستوى الشركات بالدول العربية والذي يعتبر هو الآخر مؤشراً يقرب نموذج الحوكمة بهذه الدول إلى النموذج الألماني-الياباني.
- عرفت مختلف الدول إصدارات في مجال حوكمة الشركات، منها من واصلت تحيين الإصدارات إلى غاية 2020 كالإمارات، ومنها من توقفت عن الإصدار عند أول نسخة كالجزائر. وقد اهتمت أغلب الدول بالتفصيل في مختلف جوانب حوكمة الشركات، وتعتبر عموماً اللوائح ثرية خاصة فيما يتعلق بعمل مجلس الإدارة كآلية أساسية من آليات حوكمة الشركات.
- اتضح من خلال دراستنا للعلاقة بين حوكمة الشركات وأداء الأسواق المالية العربية غياب العلاقة السلبية الدالة إحصائياً التي تربط مستوى تطبيق حوكمة الشركات وأبعاده المختلفة بتقلبات أسعار الأسهم على مستوى بعض الدول العربية وهو ما يعكس إما ضعف تطبيق حوكمة الشركات أو تراجع ثقافة المجتمع فيما يتعلق بالنشاط على مستوى الأسواق المالية.
- إن دراستنا لهذا الفصل تحيلنا إلى بحث تطبيق الحوكمة على مستوى الشركات المختلفة المدرجة ضمن بعض البورصات العربية بما يقرب وجهة النظر أكثر وذلك بالعمل على اعتماد أبعاد جديدة في التقييم.

---

الفصل الثالث: تقييم تطبيق الحوكمة في  
الشركات المدرجة ببعض الأسواق المالية  
العربية

---

## تمهيد

في ظل مواكبة التطورات في قطاع الأعمال المعاصر فقد أخذت الدول العربية على عاتقها التشجيع على تبني مفاهيم حوكمة الشركات وذلك من خلال ما أصدرته من لوائح ومواثيق تنظم ذلك، لكن يبقى السؤال المهم والجوهري هو هل التزمت الشركات بذلك؟ وهل لهذا الالتزام أثر ملموس على أرض الواقع على أدائها المالي؟ وهل تختلف بيئات الأعمال العربية عمليا في الإفصاح عن متطلبات حوكمة الشركات؟

من هنا يهدف الفصل التطبيقي إلى تقييم مدى تطبيق حوكمة الشركات في الأسواق المالية العربية التي تتوفر بياناتها إلكترونيا بما يسمح باختبار فرضيات الدراسة. لأجل ذلك، سيتم التركيز على دراسة كل من بورصة الجزائر، سوق دبي المالي، سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق مسقط المالي لما توفره هذه الأسواق من بيانات عبر مواقعها الإلكترونية أو عبر مواقع شركاتها. إن تحقيق الهدف المسطر لهذا الفصل يفرض ضرورة بناء مقارنة من شأنها أن تأخذ بمفاهيم حوكمة الشركات الجزئية وفق ما وضعه الفصل الأول من الدراسة عند تحليلنا لعلاقة حوكمة الشركات بالأداء المالي، يوظفه الفصل الثاني الذي تضمن تفصيلا لتنظيم حوكمة الشركات بالأسواق المعنية، وفي هذا الفصل تقييم وترتيب الشركات ومن ثم البيئات المدروسة فيما يتعلق ليس بإفصاحها عن حوكمة الشركات فحسب وإنما بناء على كفاءتها في اعتماد آليات الحوكمة وما يتولد عن ذلك من نتائج مالية. بغية تحقيق ذلك، يتضمن الفصل ثلاثة مباحث أساسية:

- 1- الإطار المنهجي والتطبيقي للدراسة.
- 2- حوكمة الشركات والأداء المالي في الأسواق المدروسة.
- 3- اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

## 1- الإطار المنهجي والتطبيقي للدراسة

بالرجوع إلى أدبيات الدراسة تبين أن محاولة تقييم حوكمة الشركات تتطلب وضع مقارنة تسمح بالتقييم المقبول عموماً والسليم منهجياً. لأجل ذلك، فإن أول ما سنحاول التأسيس له هو المنهج المعتمد في تقييم حوكمة الشركات هذا من جهة، وعرض الشركات التي ستكون محل دراستنا التطبيقية من جهة أخرى، بما يمكن من تقييم مستوى تطبيق الحوكمة واختبار فرضيات الدراسة.

## 1-1- الإطار المنهجي للدراسة

توسعت الأبحاث في مجال حوكمة الشركات بشكل كبير، الأمر الذي جعل من بناء نموذج متكامل لدراساتها أمراً صعباً، خاصة وأن حوكمة الشركات ترتبط بالعديد من المفاهيم الأخرى، كما أنها لم تعد لوحدها تعكس نجاح الشركة في مجال تسييرها، وما الدراسات التي عالجت البيئة، المجتمع والحوكمة Environmental Social Governance (ESG) إلا مثال على ذلك، فالباحثون حالياً يتوجهون نحو تقييم الشركة من عدة زوايا بدل الاكتفاء بجانب واحد فقط منها. سنحاول ضمن الإطار المنهجي للدراسة التطرق بداية إلى أهم ما تم اعتماده لتقييم تطبيق حوكمة الشركات ثم استعراض ما سيتم اعتماده ضمن دراستنا من ضبط لمتغيرات الدراسة ونموذجها.

## 1-1-1 مؤشرات حوكمة الشركات (Corporate Governance Raters)

عرفت حوكمة الشركات اهتماماً من حيث تقييم تطبيقها خاصة بعد اعتماد مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، حيث اتجهت مختلف الهيئات والدراسات للتركيز على بناء مؤشرات تسمح بتقييم حوكمة الشركات مما يعزز من عملية اتخاذ القرارات. تعتبر كل من ISS، GMI، S&P و The Corporate Library من أشهر الهيئات التي عملت على صياغة مؤشرات لقياس حوكمة الشركات<sup>1</sup>:

- خدمات المساهم المؤسس (ISS) Institutional Shareholder Services: والتي انطلقت في تقديم خدماتها سنة 1985 من خلال تقديم المشورة للمستثمرين حول كيفية التصويت على القرارات المعروضة على مساهمهم. بدأت تصنيف الشركات سنة 2001 باستخدام حوكمة الشركات (CGQ) من خلال مؤشر روسل Russell/3000، حيث ارتفع عدد الشركات المصنفة إلى أكثر من 5000 شركة ليغطي بذلك أكثر من 98% من الأسهم بالو.م.أ. يتم منح نقاط لكل شركة على حدى بناءً على 61 متغيراً موزعاً على ثماني فئات هي: هيكل المجلس وتكوينه،

<sup>1</sup> \_ Madan BHASIN, "Corporate Governance Rating Systems: A powerful tool of accountability", Indian Journal of Corporate Governance, vol.1, n°1, July 2008, p : 4, 5 ; Katten MUCHIN, Zavis ROSENMAN, "The Ratings Game: Corporate Governance Ratings and Why You Should Care", Global Corporate Governance Guide: Best Practice in the Boardroom, Global White Page, 2004, pp: 3-7.

أحكام الميثاق واللوائح، قضايا التدقيق، الاستحواذ، تعويضات المديرين التنفيذيين والمديرين، مراجعة أداء مجلس الإدارة، الملكية الإدارية والمستوى التعليمي للمدراء، حيث تكون هذه المؤشرات على شكل نسب مئوية تتراوح بين 0% و100%. تحصل كل شركة على تصنيفين، تقارن الدرجة الأولى ممارسات حوكمة الشركات في الشركة مع مؤشر من مؤشرات الحوكمة المتداولة، والدرجة الثانية تقارن نظم الحوكمة في الشركات من نفس القطاع.

- **مقاييس الحوكمة الدولية (GMI) Governance Metrics International**: هي وكالة، أنشئت في أبريل 2000، تقوم بتصنيف الشركات وفقا لمعايير الحوكمة ومن ثم عرض مؤشراتنا عبر الأنترنت لمن يطلبها، وهي تهتم في ذلك بتقييم الشركات الأمريكية وغير الأمريكية، وتهدف حاليا إلى تطوير أول وكالة تصنيفات في مجال حوكمة الشركات على المدى البعيد. وتقدم هذه الوكالة نوعين من التقارير، يتعلق الأول منهما بـ"التقييمات الأساسية" والتي تستمد من المعطيات العامة للشركة، و"التقييمات الشاملة" والتي تتم عبر إجراء مقابلات متعمقة مع الإدارة العليا للشركة وأعضائها المستقلين. ويعتمد نظام تصنيف الوكالة على أكثر من 1000 نقطة لكل شركة مقسمة على سبع فئات: مساءلة مجلس الإدارة، الإفصاح المالي والرقابة الداخلية، حقوق المساهمين، سياسات المكافآت والتعويضات، السوق لتحقيق الرقابة وهيكل الملكية، سمعة الشركة والمسؤولية الاجتماعية، وأخيرا سلوك الشركة. يتم مقارنة الشركات فيما بينها استنادا إلى مقياس تتراوح درجاته بين "1" كأدنى معدل و"10" كأقصاه، مع تقديم تفصيل للدرجات عبر المجموعات السبع المدروسة حتى يتسنى لصانعي القرار المفاضلة بين الشركات بسهولة، أما عدد المتغيرات الإجمالي التي تتضمنها المجموعات السبع فهو 450 متغيرا، يتم الإجابة عنها بـ"نعم"، "لا" أو "عدم الإفصاح".

- **ستاندرد آند بورز (S&P) Standard & Poor's**: يتم تقييم الحوكمة وفق هذا المؤشر بناء على التفاعلات بين الإدارة العليا، مجلس الإدارة، أصحاب المصلحة الماليين وكذلك التفاعلات مع المساهمين، ويتم التركيز على هذا الأخير. ويهدف هذا المؤشر إلى تمكين الإدارة العليا وأعضاء مجلس الإدارة من قياس سياسات شركتهم. حيث يتم اعتماد مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ومعايير أخرى في التقييم، حيث يتم تصنيف إجابات المسيرين عقب الاجتماع بهم إلى أربع مجموعات منفصلة مكونة من: هيكل الملكية وتأثيرها، حقوق المساهمين وعلاقات أصحاب المصلحة، الشفافية المالية والإفصاح عن المعلومات، وأخيرا هيكل مجلس الإدارة ونشاطه. تمنح الدرجات بذلك من "1" (الأدنى) إلى "10" (الأقصى)، ففي حالة رفضت الشركة تقديم معلومات تمنح مباشرة صفر. تعمل الوكالة حاليا على التطوير من منهجها من أجل تعميم اعتماده عبر العديد من البلدان حتى في ظل اختلاف البيئات التشريعية.

- **مكتبة الشركة (TCL) The Corporate Library**: تم تأسيسه سنة 1999، حيث يركز المؤشر على دراسة العلاقة بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها ومساهميها، وقد تم مؤخرا تطوير نظام لتقييم فعالية مجالس الإدارة

اصطلح عليه بـ "محلل المجلس BoardAnalyst" والذي يوفر تغطية لأكثر من 2000 شركة أمريكية. يتكون نظام التصنيف من خمسة مجالات أساسية: مكافآت المدير التنفيذي، ملكية الأعضاء المستقلين، هيكل مجلس الإدارة، المساءلة والتدقيق، وأخيراً اتخاذ القرارات على مستوى المجلس. على عكس المؤشرات السابقة، فإن الدرجات الممنوحة ضمن هذا المؤشر تتراوح بين "A" و "F".

مما تضمنته المؤشرات السابقة، نجد أن تقييم الشركات تم من خلال التركيز على توفر الآلية المقصودة من آليات حوكمة الشركات من عدمه، فإذا ما توفرت الآلية تمنح الدرجة وإلا فتمنح الشركة مباشرة صفر، دون النظر إلى فعالية الآلية المدروسة ومدى أدائها لمهامها، فإلى أي حد يعتبر هذا النوع من التقييم مجدياً؟

في دراسة أجراها Koehn & Ueng (2007) بينت النتائج أنه لا توجد علاقة بين تقييمات مختلف مؤشرات حوكمة الشركات وأسعار الأسهم، مما يعكس وجود خطر في اعتماد مثل هذه المؤشرات عند تقييم حوكمة الشركات، وقد ركز الباحثان في ذلك على مشكلتين أساسيتين، تتعلق المشكلة الأولى بعملية جمع المعلومات في حد ذاتها والتي تساهم بشكل كبير في تراجع جودتها، أين أشار الباحثان أن الوكالات عادة ما ترسل استبياناً في غضون أيام قليلة للشركات حتى تتم الإجابة عنه، فإذا لم يتم ذلك يرفع تقرير ضد الشركة بعدم استجابتها، حيث أن شركة استلمت استبياناً من 48 صفحة وتمت مطالبتها بالإجابة عنه في غضون ثمانية أيام وهو ما يفقد بالضرورة جودة المعلومات المتحصل عنها. من جهة أخرى، أشار الباحثان إلى أنه أحياناً يتم اعتماد مثل هذه المؤشرات بشكل سلبي بغية الحصول على مبالغ أكبر حتى يتم تحسين تصنيف الشركة وهو ما يمس بمصداقية مثل هذه المؤشرات<sup>1</sup>.

في السياق نفسه، أشار Bhagat et al. (2007) في دراستهم أن اعتماد مؤشرات حوكمة الشركات يعتبر فكرة جيدة نظرياً، إلا أن الممارسات العملية أثبتت وجود سلبيات، فمثلاً المؤشر لا يتنبأ بأداء الشركات بنفس الطريقة عبر مختلف التصنيفات وهو ما يعتبر مشكلة حقيقية في تلك التصنيفات إذ يفترض أن جميع المؤشرات المعتمدة تؤدي إلى نفس التصنيف وبذلك تقود إلى نفس القرار المتخذ، من جهة أخرى فإن المؤشرات تنظر لآليات الحوكمة على أنها متكاملة، في حين أنها في الواقع بدائل عن بعضها البعض، كما أن الآليات تختلف بحسب بيئات الأعمال وبحسب القطاعات<sup>2</sup>.

أورد (2012) Kraffet et al. و Louizi (2012) مجموعة من الانتقادات التي طالت مؤشرات حوكمة الشركات، فأشاروا إلى قضية ثبات هذه المؤشرات والذي يستحيل أن يحدث بالنظر إلى مختلف التغيرات التي يمكن أن تطرأ، فتطبيقها بالتوازي عبر مختلف الفترات يؤثر سلباً على موثوقية النتائج. كما أن هذه المؤشرات منها

<sup>1</sup> Daryl KOEHN, Joe UENG, "Corporate Governance Ratings : General Concerns and Specific Problems in the European Context", Corporate Ownership & Control, vol. 5, Issue 1, 2007, p : 61, 62.

<sup>2</sup> Sanjai BHAGAT et al., "The Promise and Peril of Corporate Governance Indices", Law Working Paper, n°89/2007, ECGI, 2007.

ما ركز على جانب واحد من جوانب حوكمة الشركات دون غيره، وهو ما يعتبر ضعفا في البناء فضعف جانب من جوانب حوكمة الشركات لا يؤدي بالضرورة إلى ضعف كل الجوانب، كما يلاحظ وجود اختلاف بين الشركات من حيث الهدف من اعتماد هيكل معين للحوكمة، فمنها ما تظهر نتائج على المدى القصير والعكس. عمليا وفي مجال تقييم حوكمة الشركات، نجد أن شركة Enron مثلا صنفت من بين الشركات ذات نظام الحوكمة الجيد إلا أنها تعرضت للانهايار لاحقا، وعلى العكس من ذلك صنفت شركة Google ضمن الشركات التي تتمتع بنظام حوكمة أقل من المستوى الجيد إلا أنها مستمرة، وهو ما يعزز ضعف مثل هذه المؤشرات<sup>1</sup>.

إن مجموع الانتقادات الموجهة للمؤشرات المبنية على الاستبيان جعلت الباحثين يعتمدون أساليب أخرى تعالج جوانب الضعف في التصنيفات السابقة، على غرار الدراسات السابقة لدراستنا هذه، وهو ما دفعنا إلى بناء نموذج يبتعد عن اعتماد الاستبيان لصالح الأساليب الرياضية وفق ما سيأتي التفصيل فيه.

### 1-1-2- متغيرات حوكمة الشركات

تعددت المتغيرات واختلفت من دراسة إلى أخرى تبعا للهدف المراد تحقيقه، وجهة نظر الباحث وما توافر من بيانات. بالنظر لكون دراستنا تهدف لتقييم حوكمة الشركات في الدول العربية، سنحاول العمل على حصر العدد الأكبر من آليات حوكمة الشركات وخصائصها بما يضمن تغطية كاملة للممارسات، ليتم بعدها معالجة فقط الآليات المتوفرة ضمن التقارير المنشورة عبر مواقع الأسواق المالية للدول محل الدراسة وكذا الشركات. إن الحصر الأولي لجميع المتغيرات الممكنة يكون بهدف ضمان مقارنة متكاملة يمكن أن تعتمد من قبل هيئات رسمية يسهل عليها تحصيل جميع المعطيات، في حين أن تقليصها والتركيز على ما هو متوفر فقط إنما تفرضه حقيقة الواقع وصعوبة الحصول على مثل هذه المعطيات. ويجب التذكير مجددا استنادا لما ذكر ضمن الفصل الأول في دراستنا لعلاقة حوكمة الشركات بالأداء المالي، أن الآليات الداخلية تعتبر هي العامل الأساسي فيما تحققه الشركة من نتائج. يلخص الجدول (1-3) متغيرات الدراسة:

<sup>1</sup> Jackie KRAFFET et al., "Gouvernance d'Entreprise et Performances Sectorielles: Une Réévaluation de la Fiabilité des Scores et Mesures de Bonne Gouvernance", Revue d'Economie et Prévision, 2012, p:3 ; p:8 ; Amir Louizi, Op.cit., p: 100.

## الجدول (3-1): متغيرات حوكمة الشركات.

| طريقة الحساب                                                                                                                                                                                    | المتغير                                                  | الآلية                             |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|------------------------------------|
| عدد الأعضاء ضمن مجلس الإدارة، مع إلغاء الأعضاء المنسحبين خلال السنة والذين تم تعويضهم بأعضاء آخرين حفاظاً على حجم المجلس، أو احتسابه عضواً ضمن المجلس إذا أثبت مدة خدمة تساوي أو تفوق ستة أشهر. | حجم المجلس (BZ) Board Size                               |                                    |
| [الدخول+الخروج]/2/مجموع الأعضاء خلال السنة.                                                                                                                                                     | معدل دوران الأعضاء (BT) Board Turnover                   |                                    |
| % الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين ضمن المجلس، يؤخذ المتوسط في حالة تغير عدد الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين خلال نفس السنة المالية.                                                           | استقلالية المجلس (BI) Board Independence                 |                                    |
| عدد الاجتماعات خلال السنة المالية الواحدة بما في ذلك الدورات الاستثنائية وتلك التي تم عقدها عن بعد.                                                                                             | اجتماعات المجلس (BA) Board Activity                      |                                    |
| % الأعضاء الحاضرين خلال الاجتماعات بما في ذلك الأعضاء الحاضرون عن طريق وكالة، وكذا الأعضاء المتغيبون بمبرر.                                                                                     | حضور المجلس (BP) Board Presence                          |                                    |
| "1" للفصل، "0" لغياب الفصل.                                                                                                                                                                     | فصل منصب رئيس المجلس والمدير التنفيذي (BD) Board Duality | مجلس الإدارة<br>Board of Directors |
| "1" الإفصاح عن شهادات أعضاء مجلس الإدارة، "0" عدم الإفصاح.                                                                                                                                      | التخصصات العلمية لأعضاء (DE) Directors Education         |                                    |
| "1" الإفصاح عن خبرات أعضاء مجلس الإدارة، "0" عدم الإفصاح.                                                                                                                                       | خبرة أعضاء المجلس (BE) Board Experience                  |                                    |
| % الأعضاء ممثلي العمال ضمن المجلس.                                                                                                                                                              | ممثلو العمال (ER) Employees Representatives              |                                    |
| % الأعضاء ممثلي المؤسسات ضمن المجلس.                                                                                                                                                            | ممثلو المؤسسات (ER) Institutional Representatives        |                                    |
| % الإناث إلى مجموع الأعضاء.                                                                                                                                                                     | تنوع الجنس في المجلس (GD) Gender Diversity               |                                    |
| المبالغ الممنوحة للأعضاء أو "1" الإفصاح عن المبالغ، "0" لعدم الإفصاح.                                                                                                                           | مكافآت أعضاء المجلس (BR) Board Remunerations             |                                    |
| "1" مجلس الإدارة، "0" مجلس مراقبة ومجلس مديرين.                                                                                                                                                 | نوع المجلس (BTY) Board Type                              |                                    |
| % الأعضاء ممثلي أقلية المساهمين ضمن المجلس.                                                                                                                                                     | ممثلو أقلية المساهمين (MR) Minorities Representatives    |                                    |
| % الأعضاء الأجانب ضمن المجلس.                                                                                                                                                                   | الخبرات الأجنبية ضمن المجلس (FD) Foreign Directors       |                                    |

|                                                                                                                                                       |                                                                         |                                        |                                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------|
| عدد الأعضاء ضمن اللجنة.                                                                                                                               | Remuneration and Nomination<br>Committee Size (RNS)                     | حجم لجنة المكافآت والترشيحات           | لجان مجلس الإدارة<br>Board Committees |
| % الأعضاء المستقلين ضمن اللجنة.                                                                                                                       | Remuneration and Nomination<br>Nomination Committee Independance (RNI)  | استقلالية لجنة المكافآت والترشيحات     |                                       |
| عدد الاجتماعات خلال السنة المالية الواحدة.                                                                                                            | Remuneration and Nomination<br>Committee Activity (RNA)                 | نشاط لجنة المكافآت والترشيحات          |                                       |
| % الحضور ضمن اجتماعات اللجنة.                                                                                                                         | Remuneration and Nomination<br>Nomination Committee Presence (RNS)      | حضور اجتماعات لجنة المكافآت والترشيحات |                                       |
| "1" الإفصاح عن الأتعاب، "0" عدم الإفصاح.                                                                                                              | Remuneration and Nomination<br>Nomination Committee Remunerations (RNR) | مكافآت لجنة المكافآت والترشيحات        | هيكل الملكية<br>Ownership Structure   |
| عدد الأعضاء ضمن اللجنة.                                                                                                                               | Audit Committee Size (AS)                                               | حجم لجنة التدقيق                       |                                       |
| % الأعضاء المستقلين ضمن اللجنة.                                                                                                                       | Audit Committee Independance (AI)                                       | استقلالية لجنة التدقيق                 |                                       |
| عدد الاجتماعات خلال السنة المالية الواحدة.                                                                                                            | Audit Committee Activity (AA)                                           | نشاط لجنة التدقيق                      |                                       |
| % الحضور ضمن اجتماعات اللجنة.                                                                                                                         | Audit Committee Presence (AP)                                           | حضور اجتماعات لجنة التدقيق             |                                       |
| "1" الإفصاح عن الأتعاب، "0" عدم الإفصاح.                                                                                                              | Audit Committee Remunerations (AR)                                      | مكافآت لجنة التدقيق                    |                                       |
| عدد اللجان الأخرى المنبثقة عن المجلس.                                                                                                                 | Other Committees (OC)                                                   | وجود لجان أخرى                         |                                       |
| % الأسهم المملوكة من قبل كبار المساهمين*. يعتبر من بين كبار المساهمين من يمتلك نسبة 5% من مجموع أسهم الشركة. تعالج الأسهم الممتازة كمنظيرتها العادية. | Ownership Concentration (OWC)                                           | تركز الملكية                           |                                       |
| % ملكية أعضاء مجلس الإدارة.                                                                                                                           | Managerial Ownership (MO)                                               | ملكية أعضاء مجلس الإدارة               |                                       |
| % ملكية المؤسسات المالية والشركات الأخرى المحلية.                                                                                                     | Institutional Ownership (IO)                                            | ملكية المؤسسات                         |                                       |
| % ملكية العمال.                                                                                                                                       | Employees Ownership (EO)                                                | ملكية العمال                           |                                       |
| % ملكية الحكومة.                                                                                                                                      | Government Ownership (GO)                                               | ملكية الحكومة                          |                                       |
| % ملكية الأشخاص الأجانب الطبيعيين والمعنويين.                                                                                                         | Foreing Ownership (FO)                                                  | ملكية الأجانب                          |                                       |

|                                                                     |                                                                                 |                                                         |
|---------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
| الملكية العائلية (FOW) Family Ownership                             | % ملكية الأفراد لنفس العائلة.                                                   | المدير التنفيذي<br>CEO                                  |
| عمر المدير التنفيذي (CA) CEO Age                                    | عمر المدير التنفيذي.                                                            |                                                         |
| المستوى التعليمي للمدير التنفيذي (CED) CEO Education                | "1" الإفصاح عن الشهادات العلمية، "0" عدم الإفصاح.                               |                                                         |
| المكافآت (CR) CEO Remunerations                                     | مبلغ المكافآت الممنوحة سنويا.                                                   |                                                         |
| سنوات الأقدمية (CE) CEO Experience                                  | عدد سنوات الاقدمية ضمن المنصب.                                                  |                                                         |
| جنس المدير التنفيذي (CG) CEO Gender                                 | "1" ذكور، "0" إناث.                                                             | الإفصاح والشفافية<br>Discluser and<br>Transparancy (DT) |
| الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بحوكمة الشركات ضمن التقارير المنشورة. | % المعلومات المفصح عنها من مجموع المعلومات التي حددت كمتغيرات لحوكمة الشركات**. |                                                         |

\* يتم الأخذ بكبار المساهمين وفق ما هو محدد في كل دولة دون توحيد المصطلح لخصوصية بيئة الأعمال في الدول المختلفة.

\*\* يتم التركيز فقط ضمن الدراسة على المتغيرات المتاحة عبر كل التقارير للدول العربية محل الدراسة، على أن نسبة الإفصاح والشفافية تحدث الفرق بين الدول فيما يتعلق بالمعلومات المتاحة.

المصدر: بالاعتماد على مختلف الدراسات السابقة في المجال.

يتضح من الجدول (3-1) أنه تم التركيز على خصائص أربع آليات داخلية أساسية: مجلس الإدارة، لجان مجلس الإدارة، هيكل الملكية وخصائص المدير التنفيذي. وقد تمت إضافة آلية أخرى تتعلق بالإفصاح والشفافية وذلك حفاظاً على تباين الدول من حيث الإفصاح عن معطياتها، حيث سيتم الاستغناء عن كل المتغيرات التي لم يتم الإفصاح عنها عبر الشركات المختلفة والاحتفاظ فقط بتلك المفصوح عنها والتي تظهر عبر مختلف السنوات ولكل الشركات لخصوصية ما يتطلبه النموذج الرياضي الأول المعتمد في التقدير. إن إهمالنا لبقية المتغيرات لا يلغيها تماماً ويبقى أثرها وارداً ضمن آخر متغير والمتعلق بالإفصاح والشفافية.

### 1-1-3- متغيرات الأداء المالي

ينطبق على الأداء المالي ما ينطبق على آليات حوكمة الشركات وخصائصها، فما سيتم استخدامه هو فقط المؤشرات التي يمكن حسابها انطلاقاً من المعطيات المتوفرة لدينا والتي تم اعتمادها مسبقاً بكثرة وفق ما تبرزه متابعة الدراسات السابقة ضمن الفصل الأول.

من الفصل الأول، تعتبر المؤشرات المحاسبية الأكثر استخداماً خاصة العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول. سيتم اعتماد العائد على حقوق الملكية باعتبار أن هدف حوكمة الشركات الأساسي هو حفظ حقوق المساهمين، وهو ما يحققه هذا المؤشر لكونه يقيس نسبة العوائد إلى حقوق المساهمين. يحسب العائد على حقوق الملكية (المردودية المالية) ب<sup>1</sup>:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الإيرادات (النتيجة الصافية)} / \text{حقوق المساهمين (الأموال الخاصة)}$$

### 1-1-4- جمع البيانات ونموذج الدراسة

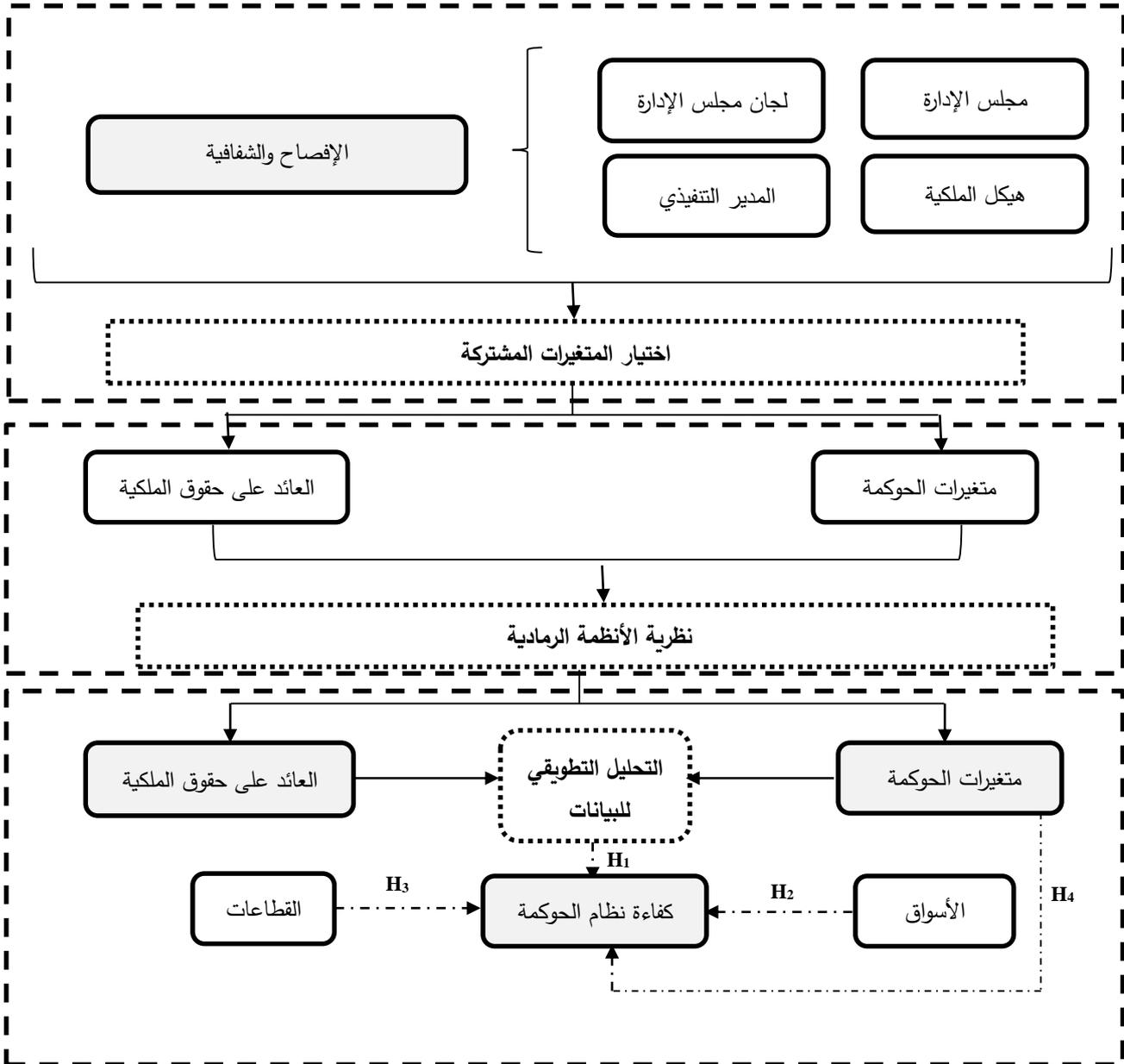
بالنظر إلى أن من أبعاد حوكمة الشركات الأساسية ما يتعلق بالإفصاح والشفافية والذي تبنته منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (2015) بالتفصيل ضمن مبادئ الست، حيث خصص المبدأ الخامس للتفصيل في ذلك<sup>2</sup>، فإنه تم جمع بيانات الدراسة انطلاقاً مما هو متوفر عبر مواقع الأنترنت المختلفة ودون محاولة التواصل مع الشركة بصورة مباشرة لتحصيل بياناتها، على أنه ضمن متغير حوكمة الشركات الأخير يتم تقليص درجة اعتماد الشركة للإفصاح والشفافية كلما قلت البيانات التي يمكن استخراجها إما من موقع الشركة أو من موقع السوق المالي المدرجة به، وقد تم التفصيل في ذلك آنفاً. تم اعتماد كل من الكشوف المالية (الميزانية وجدول حساب النتيجة) وتقارير حوكمة الشركات، تقارير التسيير، تقارير إدارة وتنظيم الشركة، كل بحسب مسماه، للإحاطة

<sup>1</sup> \_ Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, "Analyse de l'Information Financière", Economica, 2<sup>e</sup> édition, France, 2010, p: 269.

<sup>2</sup> \_ G20/OECD, "G20/OECD Principles of Corporate Governance", OECD, 2015.

بالمعطيات اللازمة لإنهاء الجانب التطبيقي. على العموم فقد تم اعتماد مختلف مواقع الأسواق المالية لتحصيل البيانات باستثناء الشركات الجزائرية أين تم استخراج البيانات مباشرة من موقع الشركة في حد ذاتها. يلخص الشكل (1-3) نموذج الدراسة:

الشكل (1-3): نموذج الدراسة التطبيقية.



المصدر: من إعداد الطالبة.

تفترض الدراسة، وفق ما يوضحه نموذجها تحديد متغيرات الدراسة، وفي ظل الأساليب الرياضية المعتمدة فسيتم التركيز على المتغيرات المشتركة بين جميع الشركات على ألا يغفل جانب الإفصاح والشفافية الذي يحدث الفرق بين الشركات في توفير المعطيات. المعطيات يتم جمعها لكل الشركات خلال السنوات 2016، 2017، 2018 و2019.

أولاً، سيتم تقدير معطيات الفترة 2020-2023 والتي ستكون أساس تقييم ممارسات حوكمة الشركات فيما بعد. إن التقدير يأتي من مقتضى أن نظام حوكمة الشركات الجيد يفرض استدامة النتائج المحققة، وأن النظام الجيد خلال السنة الحالية (ن) يفترض أن يتحسن خلال السنة القادمة (ن+1) للحكم على أن الشركة تعمل لتطوير نظام حوكمتها وتحسين نتائجها المالية وبذلك حفظ حقوق مساهميها. الفكرة هنا تأتي لتركز على أن النظام الجيد هو النظام الذي يحقق نتائج جيدة آنية ومستقبلية ويحقق بذلك كفاءته في فترة مستقبلية خاصة وأن المستثمرين عموماً لا يهتمون بنتائج محققة حالياً فقط وإنما بتطلعات مستقبلية أيضاً. سيتم استخدام نظرية الأنظمة الرمادية لتقدير البيانات في ظل فترات قصيرة. تكون بذلك مدخلاتها معطيات لأربع سنوات (2016-2019) ولكل الشركات، وتكون مخرجاتها كذلك.

في المرحلة الثانية، سيتم اعتماد التحليل التطويقي للبيانات كأداة تتيح حساب كفاءة نظام حوكمة كل شركة وترتيب تلك الشركات بناء على مستويات هذه الكفاءة، حيث تكون مخرجات نظرية الأنظمة الرمادية مدخلات ضمن هذا التحليل. يأتي التحليل لاختبار فرضيات الدراسة سواء تعلق الأمر بمستوى تطبيق حوكمة الشركات (كفاءة نظام الحوكمة)، تباين مستويات الحوكمة بحسب الأسواق والقطاعات، أو بالمتغيرات التي تعتبر محددات لنظام الحوكمة في الشركات المدروسة.

ستتم الاستعانة ببرنامج Matlab لحساب المعطيات الخاصة بنظرية الأنظمة الرمادية، أين ستعتمد في ذلك دراسة<sup>1</sup> Zhang & Li (2010) لتسهيل برمجة النظرية. في حين سيتم اعتماد DEAP V 2.1 لاستخراج نتائج التحليل التطويقي للبيانات. يسبق كل ذلك استخدام برنامج Excel تسهيلاً لتنظيم البيانات ووصف المتغيرات.

إن المزج بين نظرية الأنظمة الرمادية والتحليل التطويقي للبيانات تم اعتماده مسبقاً من قبل Wang et al. (2016)<sup>2</sup> في دراستهم للتحالف الاستراتيجي، وقد تم اعتمادها ضمن دراستنا هذه باعتبار أن الهدف المشترك بين كلا الدراستين هو اختيار الشركة الأفضل من بين عدد من الشركات عند اتخاذ القرار، فإذا كانت الدراسة الأصلية تهدف لاختيار الشركة بغية اعتمادها كتحالف استراتيجي بما يعزز عوائد الشركة، فإن دراستنا تهتم باختيار الشركة للاستثمار بها بغية تحقيق عوائد أفضل.

<sup>1</sup> \_ Yanping ZHANG, Mingsheng LI, "Grey System Forecasting Based on MATLAB and its Example Application", IEEE, 2010.

<sup>2</sup> \_ Chia-Nan WANG et al., "Automobile Industry Strategic Alliance Partner Selection: the Application of a Hybrid DEA and Grey Theory Model", Sustainability Journal, n° 8-173, 2016.

## 1-2-1- الأساليب الرياضية المعتمدة في الدراسة

فيما يأتي سيتم شرح كل من نظرية الأنظمة الرمادية والتي تعتبر من طرق التقدير التي يستمر العمل عليها حديثا لتطويرها، والتحليل التطويقي للبيانات الذي يعتبر من الأساليب المعتمدة بشكل موسع في حساب الكفاءة.

## 1-2-1- نظرية الأنظمة الرمادية (Grey Systems Theory)

أسست هذه النظرية على يد الرياضي الصيني الشهير البروفيسور Deng Julong سنة 1980 كطريقة للتنبؤات الكمية، ليتم استخدامها في السنوات الأخيرة في العديد من المجالات خاصة الزراعة، الاقتصاد، الأرصاد الجوية، وغيرها. يشير صاحب النظرية إلى أن المعلومات غير المؤكدة تنقسم إلى أصناف أربعة: المعلومات الغامضة، المعلومات العشوائية، المعلومات الرمادية والمعلومات غير المؤكدة. وتعتبر المعلومات الرمادية عن المعلومات التي يمكن الحصول على جزء فقط منها أو نطاق تقريبي لها بدلا من الحصول عليها كاملة وبدقة بسبب تعقد الأمور، التشويش والقدرة المحدودة على تتبع النظام. فالنظام الرمادي هو نظام وسيط بين النظام الأبيض والنظام الأسود، أين يعتبر الأول نظاما معروفا تماما، في حين أن النظام الأسود غير معروف تماما، ليكون بذلك النظام الرمادي يشمل جزءا معروفا وجزءا غير معروف تماما. وحيث أن المستثمرون يضطرون للعمل في ظروف تتسم بعدم اليقين مما يجعلهم يواجهون الكثير من الأخطار، لذلك عملية صنع القرار في مجال الاستثمار تعتبر نظاما رماديا<sup>1</sup>.

من الناحية الرياضية، النموذج الرمادي الأساسي  $GM(1,1)$  يعتمد على عمليتين أساسيتين، التكرار المجمع الصاعد (AGO) Accumulated Generating Operation ومعكوسها التكرار المجمع النازل Inverse Accumulated Generating Operation (IAGO)، تعطى خطوات التقدير وفق الآتي<sup>2</sup>:

إنشاء السلسلة الأولية  $X^{(0)}$  :

$$X^{(0)} = (X^{(0)}(1), X^{(0)}(2), \dots, X^{(0)}(n)), n \geq 4$$

مع الأخذ بعين الاعتبار أن  $X^{(0)}$  هي سلسلة ذات قيم موجبة وأن  $n$  تعبر عن عدد السنوات (المشاهدت).

باعتماد طريقة AGO، يتم تقدير السلسلة الجديدة  $X^{(1)}$ ، حيث:

$$X^{(1)} = (X^{(1)}(1), X^{(1)}(2), \dots, X^{(1)}(n)), n \geq 4$$

<sup>1</sup> \_ Lin LIN, "An Application of Grey System Theory into Real Estate Investment Decision-Making", master of science thesis, dept of real estate and construction management, div of building and real estate economics, 2010, p: 8.

<sup>2</sup> \_ Chia-Nan WANG et al., Op.cit., p: 6, 7.

حيث:

$$X^{(1)}(1) = X^{(0)}(1) \text{ et } X^{(1)}(k) = \sum_{i=1}^k X^{(0)}(i), k = 1, 2, 3, \dots, n$$

تحديد سلسلة القيم المتوسطة  $Z^{(1)}$  للسلسلة  $X^{(1)}$ :

$$Z^{(1)} = (Z^{(1)}(1), Z^{(1)}(2), \dots, Z^{(1)}(n)), n \geq 4$$

حيث:

$$Z^{(1)}(k) = 0.5 \times (X^{(1)}(k) + X^{(1)}(k-1)), k = 2, 3, \dots, n$$

النموذج GM (1,1) يمكن أن يبني باعتماد المعادلات التفاضلية من الدرجة الأولى لـ  $X^{(1)}(k)$ :

$$\frac{dX^{(1)}(k)}{dk} + aX^{(1)}(k) = b$$

يمكن اعتماد طريقة المربعات الصغرى في إيجاد المعلمتين  $a$  و  $b$ :

$$\begin{bmatrix} a \\ b \end{bmatrix}^T = (B^T B)^{-1} B^T Y_N$$

$$B = \begin{bmatrix} -Z^{(1)}(2) & 1 \\ \dots & \dots \\ -Z^{(1)}(n) & 1 \end{bmatrix}$$

$$Y_N = \begin{bmatrix} X^{(0)}(2) \\ \dots \\ X^{(0)}(n) \end{bmatrix}$$

حيث تسمى  $B$  مصفوفة البيانات،  $Y_N$  سلسلة البيانات و  $[a, b]^T$  معلمات السلسلة.

وعليه، يكون حل المعادلة التفاضلية وفق الآتي:

$$\hat{X}^{(1)}(k+1) = \left[ X^{(0)}(1) - \frac{b}{a} \right] e^{-ak} + \frac{b}{a} \quad (k = 1, 2, 3 \dots)$$

باعتماد GM(1,1) تصبح السلسلة المتوقعة:

$$\hat{X}^{(0)} = (\hat{X}^{(0)}(1), \hat{X}^{(0)}(2), \dots, \hat{X}^{(0)}(n), \dots), \hat{X}^{(0)}(1) = X^{(0)}(1)$$

أخيراً، للحصول على القيمة المتوقعة للبيانات المبدئية في وقت  $(k+1)$  يتم اعتماد IAGO:

$$X^{(0)}(k+1) = \left[ X^{(0)}(1) - \frac{b}{a} \right] e^{-ak} (1 - e^{-a}) \quad (k = 1, 2, 3 \dots)$$

بغية تحصيل القيم سنحاول اعتماد Matlab، تعطى البرمجة وفق الآتي:

```

y=[ 'input' ];
n=length(y);
yy=ones(n,1);
yy(1)=y(1);
for i=2:n
    yy(i)=yy(i-1)+y(i);
end
B=ones(n-1,2);
for i=1:(n-1)
    B(i,1)=-(yy(i)+yy(i+1))/2;
    B(i,2)=1;
end
BT=B';
for j=1:n-1
    Z(j)=y(j+1);
end
Z=Z';
for j=1:n-1
    A=inv(BT*B)*BT*Z;
    a=A(1);
    u=A(2);
    t=u/a;
    a;
    u;
end

```

### 1-2-2- التحليل التطويقي للبيانات (Data Envelopment Analysis)

تم وضع أساسيات للتحليل التطويقي للبيانات من قبل الباحثين Rhondes و Charnes, Cooper سنة 1978، وهو طريقة رياضية لا معلمية لتقييم كفاءة وحدات اتخاذ القرار (Decision Making Unit DMU) في المنظمات الربحية وغير الربحية أين يفترض استخدام مجموعة متماثلة من المدخلات والمخرجات، حيث أن التحليل يمكن من تقييم قدرة وحدة اتخاذ قرار على تحويل المدخلات إلى مخرجات دون الحاجة لتفسير العمليات والقرارات التي استخدمت من قبل الإدارة من أجل تحويل المدخلات المختلفة إلى مخرجات (سلع أو خدمات)، وهو تساعد هذه الطريقة على قياس كفاءة وحدة اتخاذ قرار موضوع الدراسة (DMU<sub>0</sub>) مقارنة مع مجموعة من وحدات اتخاذ القرار (DMU<sub>n</sub>) من عينة معينة، والهدف من ذلك هو تحديد مستوى كفاءة كل وحدة اتخاذ قرار عن طريق مقارنة مدخلاتها ومخرجاتها بالنظر لبقية وحدات اتخاذ القرار، تتراوح قيم الكفاءة في ذلك بين الصفر والواحد الصحيح  $1 \geq \theta \geq 0$ <sup>1</sup>.

وقد اصطلح على هذه الطريقة بالتحليل التطويقي للبيانات (مغلف تحليل البيانات) بالنظر إلى أن الوحدات الكفوة تشكل حدودا (تغليف) لبقية الوحدات غير الكفوة<sup>2</sup>؛ وعليه، فمستوى الكفاءة لكل وحدة اتخاذ قرار يحسب

<sup>1</sup> \_ Mariam KEITA, "Evaluation de la Performance des Institutions de Micro-Finance (IMFs) par la Méthode d'Enveloppement des Données", thèse de doctorat en administration, université du Québec, Canada, 2007, p: 51.

<sup>2</sup> \_ Bassam HASAN et al., "Measuring the Performance of Construction Firms, using Data Envelopment Analysis", Tishreen university journal for scientific studies, engineering sciences series, vol.30, n°5, 2008, p: 154, 155.

بالنظر لحدود الكفاءة التي ترسمها الوحدات الكفؤة، فتكون كفاءة الوحدات الواقعة على الحدود مساوية للواحد الصحيح (أو 100%)، في حين أن الوحدات الواقعة تحت خط حد الكفاءة تحقق مستوى كفاءة يقل عن الواحد الصحيح (أو 100%) وبالتالي يكون لديها هامش لتحسين أدائها حتى تبلغ بذلك الكفاءة التامة، مع ملاحظة أنه لا يمكن أن تكون هناك وحدات اتخاذ قرار تقع فوق حدود الكفاءة وهذا لعدم إمكانية تسجيل مستوى كفاءة يفوق الواحد الصحيح. وحدات اتخاذ القرار الواقعة على خط حد الكفاءة تعتبر وحدات مقارنة مرجعية (Benchmarks) بالنسبة للوحدات غير الكفؤة، وعليه فطريقة التحليل التطويقي للبيانات تعتبر تقنية مقارنة مرجعية أيضاً<sup>1</sup>.

تزايد الاهتمام باعتماد التحليل التطويقي للبيانات ضمن مختلف الأبحاث، ويرجع سبب هذا الاهتمام أساساً إلى أن التحليل التطويقي للبيانات له القدرة على دمج مدخلات ومخرجات متعددة، وهذا على اعتبار أنه قائم على البرمجة الخطية التي تتيح بدورها إمكانية التعامل مع عدد كبير من المتغيرات والعلاقات (القيود)، بالإضافة إلى أنه لا يشترط اعتماد مدخلات ومخرجات مقيمة بنفس الوحدة، فالتحليل يتيح استخدام متغيرات مقيمة بوحدات مختلفة، كما أنه نموذج لا معلمي أي أنه لا يأخذ بعين الاعتبار طبيعة العلاقة التي تربط المتغيرات<sup>2</sup>.

للتحليل التطويقي عدة صيغ رياضية تختلف باختلاف التوجه المستعمل من جهة كفاءة استخدام المدخلات مع الحفاظ على نفس مستوى المخرجات أو تعظيم المخرجات مع الحفاظ على نفس المستوى من المدخلات، ومن جهة أخرى بالنظر إلى الطريقة المعتمدة بانقصاديات الحجم هل يتم العمل في ظل ثبات العوائد على الحجم (-CRS - Constant Returns to Scale) أو تغير عوائد الحجم (-VRS - Variable Returns to Scale).

يتم تحديد التوجه المراد اعتماده بالنظر إلى قدرة متخذ القرار على التأثير، فإذا كان متخذ القرار له القدرة على تغيير المدخلات اعتبر التوجه داخلياً، أما إذا كانت له القدرة على تغيير المخرجات عدّ التوجه خارجياً. فإذا ما كانت هناك صعوبة في تحديد نوع التوجه يتم النظر للهدف الذي يريد متخذ القرار بلوغه، هل يسعى لتقليل المدخلات أو تعظيم المخرجات<sup>3</sup>. بالنظر لموضوع بحثنا، نجد أن آليات نظام الحوكمة يتم اختيارها من قبل الجمعية العامة، أي أن المدير العام/الرئيس المدير العام كمتخذ قرار ليس له أن يغير في نظام الحوكمة مما يجعل من اختيار التوجه الداخلي أمراً مستبعداً، لذلك سيتم اعتماد التوجه الخارجي أين يكون الهدف هو تحسين مؤشرات الأداء المالي عند مستوى نظام حوكمة معين.

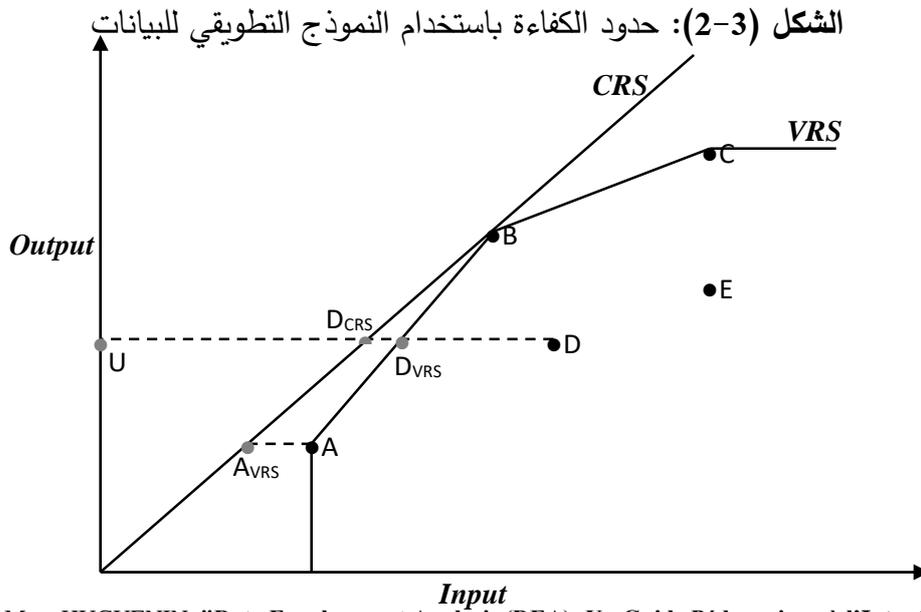
أما عن الاختيار بين عوائد الحجم الثابتة وعوائد الحجم المتغيرة فهو يتوقف على وحدات اتخاذ القرار في حد ذاتها، فإذا كانت الوحدات تعمل عند الحجم الأمثل لها والذي يتحقق في ظل المنافسة التامة نكون أمام عوائد

<sup>1</sup> \_ Jean-Marc HUGUENIN, "Data Envelopment Analysis (DEA): Un Guide Pédagogique à l'Intention des Décideurs dans le Secteur Public", cahier n°278/2013, Institut de hautes études en administration publique (IDHEAP), Swiss Graduate School of Public Administration, Suisse, 2013, p: 8.

<sup>2</sup> \_ Bassam HASAN et al., *Op.cit.*, p: 155.

<sup>3</sup> \_ Jean-Marc HUGUENIN, *Op.cit.*, p: 12.

حجم ثابتة، أما إذا كانت تعمل عند حجم يقل عن الحجم الأمثل والذي يتحقق في ظل المنافسة غير التامة أو الاحتكار نكون أمام عوائد الحجم المتغيرة، والملاحظ أن عوائد الحجم الثابتة صعبة التحقق على أرض الواقع بالنظر لغياب المنافسة التامة في كثير من الأحيان<sup>1</sup>. أما عن مجال تطبيقنا فسيتم اعتماد عوائد الحجم الثابتة مع افتراضنا أن جميع الشركات تعمل عند حجمها الأمثل، ويرجع سبب اختيارنا لعوائد الحجم الثابتة إلى أن عدد الشركات الكفؤة تقل وفق هذه الطريقة، حيث يتم رسم حدود الكفاءة وفق خط مستقيم مما يجعلنا نقلل عدد الوحدات الكفؤة، على عكس عوائد الحجم المتغيرة والتي يتم فيها رسم حدود الكفاءة بتتبع مختلف النقاط، الشكل (2-3) يقرب وجهة النظر هذه:



Source: Jean-Marc HUGUENIN, "Data Envelopment Analysis (DEA): Un Guide Pédagogique à l'Intention des Décideurs dans le Secteur Public", cahier n°278/2013, Institut de hautes études en administration publique (IDHEAP), Swiss Graduate School of Public Administration, Suisse, 2013, p: 18.

بالنظر للشكل (2-3) نجد أن مركز اتخاذ القرار B يعتبر كفؤاً سواء تم اعتماد عوائد الحجم الثابتة أو المتغيرة، في حين أن مركزي اتخاذ القرار A و C حققا كفاءة بالنظر لعوائد الحجم المتغيرة دون الثابتة، أما عن مركزي اتخاذ القرار E و D فلم يحققا كفاءة، مع الإشارة أن النقاط التي تقع على حدود الكفاءة تكون كفاءتها مساوية للواحد الصحيح، وتقل كلما ابتعد مركز اتخاذ القرار عن حدود الكفاءة. إذا ما أردنا حساب الكفاءة انطلاقاً من الرسم البياني ومع اعتماد التوجه الداخلي نجد أن كفاءة مركز اتخاذ القرار D مثلاً تمثل حاصل قسمة المسافة  $UD_{CRS}$  على  $UD$  في حالة عوائد الحجم الثابتة، وتساوي حاصل قسمة المسافة  $UD_{VRS}$  على  $UD$  في حالة عوائد الحجم المتغيرة، مما يجعل من الكفاءة بناءً على عوائد الحجم المتغيرة أكبر من الثابتة.

<sup>1</sup> \_ Ibid, p: 9, 10.

يعطى الشكل الرياضي للتحليل التطويقي للبيانات وفق الآتي<sup>1</sup>:

إذا افترضنا وجود  $n$  وحدة اتخاذ قرار DMUs ولكل وحدة اتخاذ قرار لدينا  $j=1, \dots, n$  من المدخلات والمخرجات، تكون المدخلات الخاصة بمركز اتخاذ القرار  $j$ :  $(x_{1j}, x_{2j}, \dots, x_{mj})$  DMU<sub>j</sub> ممثلة وفق المصفوفة  $X(m*n)$  والمخرجات  $(y_{1j}, y_{2j}, \dots, y_{sj})$  ممثلة وفق المصفوفة  $Y(s*n)$ :

$$X = \begin{pmatrix} x_{11} & x_{12} & \dots & x_{1n} \\ x_{21} & x_{22} & \dots & x_{2n} \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ x_{m1} & x_{m2} & \dots & x_{mn} \end{pmatrix} ; \quad Y = \begin{pmatrix} y_{11} & y_{12} & \dots & y_{1n} \\ y_{21} & y_{22} & \dots & y_{2n} \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ y_{s1} & y_{s2} & \dots & y_{sn} \end{pmatrix}$$

تقاس الكفاءة بقسمة المخرجات على المدخلات\*، والهدف هو إيجاد أوزان المدخلات  $v_i (i=1, \dots, m)$

وأوزان المخرجات  $u_r (r=1, \dots, s)$  التي لها أن تعظم الكفاءة، فتصاغ بذلك رياضيا وفق الآتي:

$$\left\{ \begin{array}{l} \max \theta = \frac{u_1 y_{10} + u_2 y_{20} + \dots + u_s y_{s0}}{v_1 x_{10} + v_2 x_{20} + \dots + v_m x_{m0}} \\ \text{sous les contraintes:} \\ \frac{u_1 y_{1j} + u_2 y_{2j} + \dots + u_s y_{sj}}{v_1 x_{1j} + v_2 x_{2j} + \dots + v_m x_{mj}} \leq 1 (j = 1, \dots, n) \\ v_1, v_2, \dots, v_m \geq 0 \\ u_1, u_2, \dots, u_s \geq 0 \end{array} \right.$$

باعتماد البرمجة الخطية يكون لدينا:

$$\left\{ \begin{array}{l} \max \theta = u_1 y_{10} + \dots + u_s y_{s0} \\ \text{sous les contraintes:} \\ v_1 x_{10} + \dots + v_m x_{m0} = 1 \\ u_1 y_{1j} + \dots + u_s y_{sj} \leq v_1 x_{1j} + \dots + v_m x_{mj} (j = 1, \dots, n) \\ v_1, v_2, \dots, v_m \geq 0 \\ u_1, u_2, \dots, u_s \geq 0 \end{array} \right.$$

يمكن تحديد الحلول المثلى للنموذج باستخدام مختلف الطرق المعتمدة في البرمجة الخطية. يلاحظ وجود قيد

إيجابية الأوزان مما يفرض اعتماد قيم موجبة فقط عند استخدام التحليل التطويقي للبيانات، ولمعالجة مشكلة وجود

قيم سالبة يمكن إضافة عدد ثابت له أن يحول السالب إلى موجب لمختلف القيم، مع ضرورة إضافة نفس القيمة

لبقية مراكز اتخاذ القرار.

<sup>1</sup> \_ Alex MANZONI, "A New Approach to Performance Measurement using Data Envelopment Analysis: Implications for Organisation Behaviour, Corporate Governance and Supply Chain Management", thesis of doctorat in business administration, faculty of business and law, Victoria University, Australia, 2007, pp: 85-87.

\* يتوافق النموذج الرياضي الوارد في دراستنا مع التوجه المعتمد (الخارجي) حيث أن الهدف هو تعظيم المخرجات، وفي حالة اعتماد التوجه الداخلي يتم عكس معطيات النموذج فقط.

## 1-3- الإطار التطبيقي للدراسة

بغية حصر الشركات وإدراج العدد الأكبر منها ضمن الدراسة، فقد تم الاطلاع على مواقع الأسواق المالية عبر مختلف الدول العربية التي تمتلك سوقا ماليا، وبناء على ما توافر من بيانات منشورة ضمن مواقعها بما يخدم الدراسة (توافر المعطيات الخاصة بالمتغيرات وخلال السنوات المطلوبة)، فقد تم اعتماد كل من: بورصة الجزائر، سوق مسقط المالي، سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي. بلغ عدد الشركات المعنية بالدراسة 83 شركة موزعة عبر الأسواق المالية: الجزائر: 3، دبي: 13، أبوظبي: 15 ومسقط: 52، على أن دراستها تمتد للأربع سنوات الأخيرة 2016-2019، مع إلغاء ما يتعلق بسنة 2020 لخصوصيتها، ليبلغ بذلك عدد المشاهدات 332 مشاهدة، تخضع للدراسة المبدئية لإعداد ترتيب الشركات مجددا وضبط تلك المعنية باختبار الفرضيات في مرحلة ثانية بالنظر إلى ما توافر من بيانات تخدم متغيرات الدراسة.

تم استثناء الأسواق المالية التي لا تتيح معطيات حول الشركات بما يخدم الموضوع وكذلك تم الاستغناء عن دراسة السوق المالي السعودي "تداول" لتشابهه من حيث التشريعات مع ما هو معتمد في سوق مسقط المالي، كما أنه وفي ظل ما قبل من أسواق مالية تم الاستغناء عن:

- المؤسسات المالية بمختلف أنواعها.

- الشركات التي لا تمتلك معطيات تخدم الدراسة.

يلخص الجدول (2-3) الشركات المقبولة والتي تم الاستغناء عنها ضمن كل سوق مالي:

**الجدول (2-3): الشركات محل الدراسة.**

| الشركات المقبولة | الشركات التي لا تتيح معطيات | المؤسسات المالية | الشركات المدرجة* | البورصات                                                           |
|------------------|-----------------------------|------------------|------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 3                | 1                           | 1                | 5                | بورصة الجزائر<br>La Bourse D'Alger (SGBV)                          |
| 52               | 25                          | 37               | 114              | سوق مسقط المالي<br>Muscat Stock Exchange (MSX)                     |
| 13               | 19                          | 37               | 69               | سوق دبي المالي<br>Dubai Financial Market (DFM)                     |
| 15               | 24                          | 45               | 84               | سوق أبو ظبي للأوراق المالية<br>Abu Dhabi Securities Exchange (ADX) |

\*تم اعتماد عدد الشركات المدرجة لسنة 2021 باعتبارها فترة جمع البيانات.

المصدر: بالاعتماد على مواقع الأسواق المالية الإلكترونية.

فيما يتعلق ببورصة الجزائر (Bourse d'Alger (SGBV)، المؤسسة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ليتحقق إنجازها في 25 ماي 1997 وهي عبارة عن شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475.2 مليون دج<sup>1</sup>، فإنها تتكون من خمس شركات مدرجة بمجموع رسملة يقدر بـ 370 مليون دولار إلى غاية نوفمبر 2017، أين تمتاز الشركات المدرجة بتركز عال للملكية، حيث أن 80% من ملكية شركتين (صيدال والأوراسي) تعود للدولة، في حين أن 64% من أسهم شركة أخرى مملوكة لنفس العائلة (روبية)<sup>2</sup>.

في جوان 2013، تم إدراج أسهم شركة روبية ضمن بورصة الجزائر إلى جانب كل من أليانس للتأمينات، مجمع الأوراسي ومجمع صيدال، حيث بلغ عدد الأسهم المدرجة 2.13 مليون سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 400 دج لتبلغ بذلك القيمة الإجمالية 850 مليون دج، وفي نفس السنة تم إصدار أوامر تنفيذية تتعلق بعمل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ليتم اعتماده بذلك بصفة رسمية إلى جانب السوق الرئيسي، وقد بلغ مجموع قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2013 فيما يتعلق بالسوق الرئيسي 50 مليون دج لعدد أسهم بلغ 120681 سهمًا موزعًا على الشركات المدرجة وفق الآتي: أليانس للتأمينات 40 سهمًا، مجمع الأوراسي 11702 سهمًا، مجمع روبية 102238 سهمًا ومجمع صيدال 6701 سهمًا<sup>3</sup>. لينخفض ما تم تسجيله من تداول للأسهم سنة 2014 إجمالًا بنسبة 25.33% من مجموع الأسهم المتداولة، ما أدى إلى انخفاض في القيمة الإجمالية لهذه الأسهم بـ 15.69%، إلا أنه تم تسجيل انتعاش لبعض أسهم الشركات المدرجة، يتعلق الأمر أساسًا بأليانس للتأمينات التي ارتفعت قيمة أسهمها المتداولة من 27400 دج سنة 2013 إلى 5.7 مليون دج سنة 2014<sup>4</sup>.

في حين تم التأسيس سنة 2015 لإدراج شركة جديدة إلى بورصة الجزائر، تم سنة 2016 انضمام مجمع بيوفارم بشكل رسمي للشركات المدرجة ببورصة الجزائر بقيمة إجمالية تقدر بـ 6253 مليون دج أدى إلى ارتفاع معدل رسملة البورصة لسنة 2016<sup>5</sup>. ليطم سنة 2017 تراجع أداء بورصة الجزائر بنسبة 11.34% فيما يتعلق برسملة البورصة لتتخف من 45.78 مليار دج نهاية 2016، إلى 40.59 مليار دج سنة 2017، ويرجع السبب في ذلك أساسًا إلى تراجع تداول أسهم كل من مجمع بيوفارم، روبية وأليانس للتأمينات بـ: 16.7%، 10.5% و 9.7%، على الترتيب<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> \_ موقع بورصة الجزائر، [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، (2021/08/21).

<sup>2</sup> \_ OECD, "2018 OECD Survey of Corporate Governance Frameworks in the Middle East and North Africa", 2018 MENA-OECD Working Group on Corporate Governance: Policy Options to Achieve Sound Corporate Governance for Competitiveness, 4-5 July, 2018, Portugal, p: 4.

<sup>3</sup> \_ Structure des Opérations et de Développement du Marché, "Rapport d'Activité 2013", Bourse d'Alger, 2014, p: 4, 5.

<sup>4</sup> \_ Structure des Opérations et de Développement du Marché, "Bilan d'Activité 2014", Bourse d'Alger, 2015, pp: 7-11.

<sup>5</sup> \_ Structure des Opérations et de Développement du Marché, "Rapport d'Activité 2016", Bourse d'Alger, 2017, p: 8, 9.

<sup>6</sup> \_ Structure des Opérations et de Développement du Marché, "Rapport d'Activité 2017", Bourse d'Alger, 2018, pp: 1-3.

تجدر الإشارة هنا أنه تم الانطلاق سنة 2016 في دراسة إدراج شركة الإسمنت -عين الكبيرة- ضمن بورصة الجزائر<sup>1</sup>، ليتم تفعيلها فعلا سنة 2018<sup>2</sup>. شهدت سنة 2019 ارتفاعا في رسملة البورصة بنسبة 1.92% لتبلغ 44.778 مليار دج مقابل 43.94 مليار دج المسجلة سنة 2018، مع تسجيل حجم تداول بلغ 249416 بمعدل ارتفاع قدر بـ 10.65% مقارنة بسنة 2018<sup>3</sup>. ما سيتم دراسته بذلك هو شركة صيدال، مجمع الأوراسي وشركة بيوفارم، مع إلغاء أليانس للتأمينات كونها مؤسسة مالية وكذا شركة روية التي انسحبت من البورصة سنة 2020 لانعدام المعطيات حولها.

فيما يخص منطقة الخليج، فقد أنشئت بورصة مسقط **Muscat Stock Exchange (MSX)** بموجب المرسوم السلطاني رقم 88/53 سنة 1988 ككيان واحد يهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية، وقد كانت عبارة عن جهاز حكومي يشرف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية ويعمل على إرساء العدالة في التسعير وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات بين مختلف الأطراف. ويصدر المرسوم السلطاني السامي 98/80 تم إلغاء هذا الكيان ليحل محله جهازين هما الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية. وقد أصبحت سوق مسقط للأوراق المالية كيانا قانونيا متمتعا بالشخصية الاعتبارية وفق ما نصت عليه المادة التاسعة من المرسوم 98/80. تمتلك سوق مسقط للأوراق المالية 60% من رأسمالها وتعود ملكية ما تبقى للمؤسسات المالية وشركات الوساطة والاستثمار. وفي عام 2021 تم إصدار مرسوم سلطاني رقم 5/2021 لتحويل سوق مسقط للأوراق المالية إلى شركة مساهمة عمانية مقلدة باسم شركة بورصة مسقط مملوكة لجهاز الاستثمار العماني<sup>4</sup>.

بلغ عدد الأسهم المتداولة 4.541 مليون سهم سنة 2016، بقيمة إجمالية تقدر بـ 945 مليون ريال، أين كانت القيمة السوقية 17.288 مليون ريال، مع تسجيل نسبة 27.83% كمساهمات أجنبية، كان حينها عدد الشركات المدرجة 113 شركة<sup>5</sup>، ليتم تسجيل انسحاب شركة سنة 2017 حتى يبلغ بذلك عدد الشركات المدرجة 112 شركة سجلت حينها قيمة الأسهم المتداولة 917 مليون ريال بمعدل انخفاض يقدر بـ 2.96% مقابل ما تم تسجيله سنة 2016، أين بلغ عدد الأسهم المتداولة 4.264 مليون سهم، وقد ارتفعت خلال هذه السنة المساهمة الأجنبية بنسبة 0.86% لتبلغ 28.07% من مجموع المساهمات<sup>6</sup>. شهدت سنة 2018 تراجعا في كل المؤشرات باستثناء القيمة السوقية التي بلغت 18.176 مليون ريال بمعدل ارتفاع قدر بـ 1.26% مقارنة بسنة 2017، وقد بلغ عدد الشركات

<sup>1</sup> \_ Structure des Opérations et de Développement du Marché, "Rapport d'Activité 2016", Bourse d'Alger, 2017, p: 9.

<sup>2</sup> \_ موقع بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

<sup>3</sup> \_ Structure des Opérations et de Développement du Marché, "Rapport de Gestion 2019", Bourse d'Alger, 2020, p: 5; 7, 8.

<sup>4</sup> \_ موقع سوق مسقط المالي، <https://www.msx.om/page.aspx?b1=Our-Profile&b2=History&p=HistoryEvents&ti=History>، (2021/11/21).

<sup>5</sup> \_ سوق مسقط للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2016"، مسقط، 2017، ص: 2.

<sup>6</sup> \_ سوق مسقط للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2017"، مسقط، 2018، ص: 2.

المدرجة 110 شركة بعد انسحاب شركتين، وقدر عدد الأسهم المتداولة 4.015 مليون سهم بقيمة إجمالية 739 مليون ريال، في حين أن المساهمات الأجنبية بلغت 26.08% بعد تراجعها بنسبة 7.09%<sup>1</sup>. عاد عدد الشركات المدرجة للارتفاع مجدداً سنة 2019 أين بلغ 111 شركة، وقد ارتفعت على إثر ذلك القيمة السوقية بنسبة 3.25% لتبلغ 18.766 مليون ريال، كان حينها عدد الأسهم المتداولة 3.863 مليون سهم بقيمة إجمالية تقدر بـ 662 مليون ريال بعد تسجيل انخفاض فيها بنسبة 10.41%، أما الاستثمارات الأجنبية فقد انخفضت بنسبة 2.72% لتبلغ 25.37% من مجموع المساهمات<sup>2</sup>.

من جهة أخرى، يعتبر سوق دبي المالي (Dubai Financial Market (DFM)، أول سوق مالي تم إنشاؤه في دولة الإمارات سنة 2000، أين تم تأسيسه كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لسنة 2000، وقد بدأ نشاطه في 26 مارس من السنة نفسها، ليتم في 27 ديسمبر 2005 تحويله إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره ثمانية مليارات درهم وتم طرح ما نسبته 20% منه للاكتتاب العام والذي شهد إقبالا كبيرا ومميزا، وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM)<sup>3</sup>. بلغ عدد الشركات المدرجة 65 شركة متضمنة أربعة إدراجات جديدة خلال سنة 2017 في مقابل 61 شركة مدرجة سنة 2016، أين قدر عدد المستثمرين بـ 841 ألف مستثمر، مع تسجيل معدل نمو القيمة السوقية الكلية 14% خلال الفترة 2011-2017 حيث بلغت القيمة السوقية 394 مليار درهم في مقابل 339 مسجلة سنة 2016، في حين بلغت قيمة الأرباح الموزعة نيابة عن الشركات المدرجة 13.3 مليار درهم إماراتي<sup>4</sup>. ليرتفع سنة 2018 عدد الشركات المدرجة إلى 67 شركة في مقابل 843 ألف مستثمر، بمعدل نمو في القيمة السوقية الكلية بنسبة 10% خلال الفترة 2011-2018، أين بلغت القيمة السوقية 344 مليار درهم، وقد بلغت قيمة الأرباح الموزعة 17.6 مليار درهم، مع تسجيل نسبة 45% نسبة تداول المستثمرين الأجانب من قيمة الأسهم المتداولة سنة 2018<sup>5</sup>. في حين بلغت القيمة السوقية 375 مليار درهم سنة 2019 بمعدل نمو 9.4% خلال الفترة 2011-2019، أين بلغ عدد الشركات المدرجة 66 شركة، بعدد مستثمرين بلغ 844 ألف مستثمر، حيث أن نسبة تداول المستثمرين الأجانب من مجموع الأسهم المتداولة بلغت 48%، في حين أن قيمة الأرباح الموزعة بلغت 13.1%<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> \_ سوق مسقط للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2018"، مسقط، 2019، ص: 2.

<sup>2</sup> \_ سوق مسقط للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2019"، مسقط، 2020، ص: 2.

<sup>3</sup> \_ موقع سوق دبي المالي، <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>، (2021/11/22).

<sup>4</sup> \_ سوق دبي المالي، "التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي (ش.م.ع) 2017"، دبي، 2018، ص: 9.

<sup>5</sup> \_ سوق دبي المالي، "التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي (ش.م.ع) 2018"، دبي، 2019، ص: 9.

<sup>6</sup> \_ سوق دبي المالي، "التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي (ش.م.ع) 2019"، دبي، 2020، ص: 9.

### فيما يتعلق بسوق أبوظبي للأوراق المالية (ADX) Abu-Dhabi Securities Exchange، كانت الفترة

2000-2004 مرحلة تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية حيث شهدت الفترة صياغة القواعد والمبادئ التوجيهية والآليات المختلفة، وقد بلغ عدد الشركات المدرجة 14 شركة سنة 2001. في حين مثلت الفترة 2005-2008 مرحلة الترويج، حيث أعرب العديد من المستثمرين عن اهتمامهم بالتداول في هذه السوق، وقد ارتفع حينها عدد الشركات المدرجة ليلعب 60 شركة، ويرجع هذا النمو إلى عوامل مختلفة يأتي في مقدمها ارتفاع أسعار النفط أين بلغت نسبة الارتفاع 151% خلال الفترة 2002-2006، الأمر الذي خلق فائضا في الموازنة أدى إلى استثمارات كبيرة في البنى التحتية والقطاع العقاري، أيضا تدفق الاستثمار المؤسسي إلى دول مجلس التعاون الخليجي، تحسين القوانين واللوائح التي تدعم ثقة المستثمرين في السوق وغيرها<sup>1</sup>.

تعتبر الفترة 2009-2014 فترة التطوير، حيث تم إجراء بعض التغييرات على الإجراءات التشغيلية للسوق، فتم رفع تصنيف السوق إلى مؤشر الأسواق المالية الناشئة من قبل ستاندرد آند بور ورسيل للاستثمار سنة 2011، وفي سنة 2013 تم اعتماد منصة لغة تقارير الأعمال الموسعة لتسهيل الحصول على التقارير وتدعيم الإفصاح، وإطلاق سوق موازي باسم السوق الثاني لتداول أسهم الشركات الخاصة خلال نفس الفترة، حيث أنه وبنهاية 2019 بلغ عدد الشركات المدرجة به خمس شركات، ويعتبر سوق أبوظبي أول سوق أنشأ السوق الثاني ضمن منطقة الخليج. مرحلة النمو هي المرحلة الممتدة من سنة 2015 إلى غاية 2018، خلال هذه الفترة تم إطلاق آلية صانع السوق مع بنك أبوظبي الأول الذي يعد أول صانع للسوق في الإمارات، كما تم إصدار قواعد جديدة للتسوية والإيداع والتسجيل، وتم إطلاق النفاذة الذكية "سهمي" التي تقدم خدمات إلكترونية للمستثمرين، كما تم إطلاق تقنية "بلوك تشين" لخدمات التصويت الإلكتروني، وغيرها من المبادرات. أُطلق على سنة 2019 "عام الاستدامة والمعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة"، حيث أنه في جوان 2019 أعلن السوق عن إجراءات الإفصاح البيئي والاجتماعي وحوكمة الشركات المدرجة<sup>2</sup>.

إن فترة الدراسة تندرج ضمن استراتيجية السوق للفترة 2016-2020 والتي يسعى السوق من خلالها إلى تحقيق رؤية حكومة أبوظبي الاقتصادية 2030، أين تستهدف الاستراتيجية مواصلة تطوير البنى التحتية للسوق، حيث تركز على ثلاثة محاور أساسية: زيادة القيمة السوقية والمنتجات، جذب وتفعيل مجموعة أكبر من المستثمرين وإعادة تصميم الهيكل والتنظيم الإداري<sup>3</sup>. عن سنة 2016، فقد سجلت قيم التداولات انخفاضا لتبلغ 49 مليار درهم مقارنة بنحو 60 مليار درهم مسجلة عام 2015، في مقابل ذلك سجلت أحجام التداول ارتفاعا لتبلغ نحو 29 مليار

<sup>1</sup> سوق أبوظبي للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2019"، أبوظبي، 2020، ص: 36-41.

<sup>2</sup> سوق أبوظبي للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2019"، أبوظبي، 2020، ص: 36-41.

<sup>3</sup> سوق أبوظبي للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2018"، أبوظبي، 2019، ص: 16.

سهم مقارنة بنحو 28 مليار سهم سنة 2015، وقد تجاوزت القيمة السوقية للشركات المدرجة 475 مليار درهم، في حين بلغ صافي أرباح الشركات 20.3 مليار درهم، أين بلغ عدد الشركات المدرجة 63 شركة<sup>1</sup>.

سجلت قيمة التداولات سنة 2018 انخفاضا قدره 17.5% مقارنة بحجم التداولات لسنة 2017 والتي بلغت 48 مليار درهم، حيث أن أحجام التداول قد انخفضت بنسبة 45.4% سنة 2018 مقارنة بما سجل سنة 2017 لتبلغ 15.4 مليار سهم. في حين أن القيمة السوقية بلغت 528 مليار درهم نهاية 2018، مقارنة بـ 485 مليار درهم مسجلة سنة 2017. بلغت أرباح الشركات المدرجة 34.1 مليار درهم سنة 2018 في مقابل 33.7 مليار درهم محققة سنة 2017، أين يأتي قطاع التأمينات في الصدارة من حيث الأرباح المحققة. أما عن عدد المستثمرين، فقد بلغ 977 ألف مستثمر سنة 2018 مع تسجيل صافي استثمار أجنبي بنسبة 10.5%. تأتي البنوك في الصدارة من حيث حجم التداول متبوعة بالاتصالات ويحتل بنك أبوظبي الأول ومؤسسة الإمارات للاتصالات المراتب الأول من حيث قيمة التداول، بلغ عدد الشركات المدرجة 67 شركة سنة 2018 مقابل 63 شركة مسجلة خلال سنتي 2016 و 2017<sup>2</sup>. بلغ متوسط التداول اليومي للسوق 84% من الأسهم المتاحة للتداول سنة 2019، وقد كانت نسبة المستثمرين الإماراتيين 62% من حجم التداولات في مقابل 38% تعود للأجانب، أين مثلت بريطانيا والو.م.أ في ذلك ما نسبته 61%، وقد بلغ إجمالي قيمة التداول 57 مليار درهم، في حين أن حجم التداول 15.5 مليار سهم، أما عن القيمة السوقية فقد بلغت 554 مليار درهم إماراتي، مع ملاحظة أن أرباح الشركات المدرجة قدرت بـ 40.9 مليار درهم، كل ذلك في مقابل 69 شركة مدرجة<sup>3</sup>.

توزع الشركات المقبولة ضمن الدراسة بحسب القطاعات وفق ما يوضحه الجدول (3-3):

<sup>1</sup> \_ سوق أبوظبي للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2016"، أبوظبي، 2017، ص: 24-26.

<sup>2</sup> \_ سوق أبوظبي للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2018"، أبوظبي، 2019، ص: 16.

<sup>3</sup> \_ سوق أبوظبي للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2019"، أبوظبي، 2020، ص: 43-53.

## الجدول (3-3): توزيع الشركات بحسب القطاعات.

| المجموع | سوق أبو ظبي<br>للأوراق المالية | السوق<br>المالي دبي | السوق المالي<br>مسقط | بورصة الجزائر |                             |
|---------|--------------------------------|---------------------|----------------------|---------------|-----------------------------|
| 7       | 2                              | 5                   | -                    | -             | العقارات                    |
| 2       | -                              | 2                   | -                    | -             | النقل                       |
| 26      | 9                              | 1                   | 14                   | 2             | الصناعة                     |
| 17      | -                              | 3                   | 14                   | -             | السلع الاستهلاكية والكمالية |
| 2       | -                              | 1                   | 1                    | -             | الاتصالات                   |
| 18      | 3                              | 1                   | 13                   | 1             | الخدمات                     |
| 11      | 1                              | -                   | 10                   | -             | الطاقة                      |
| 83      | 15                             | 13                  | 52                   | 3             | المجموع                     |

المصدر: بالاعتماد على مواقع الأسواق المالية الإلكترونية.

انطلاقاً من معطيات الجدول (3-3) فإن النسبة الأكبر من الشركات التي ستم دراستها هي تلك التابعة لقطاع الصناعة (31.33%) يليها قطاع الخدمات (21.69%) وقطاع السلع الاستهلاكية والكمالية (20.48%). الشركات التي ستكون مدرجة ضمن الدراسة من بورصة الجزائر تشمل شركة بيو فارم وصيدال ضمن قطاع الصناعة والمتخصصتين في الصناعات الدوائية واللّتين تعتبران شركتين أساسيتين ضمن هذا القطاع في الجزائر، أين تعتبر شركة صيدال الرائدة في المجال كشركة عامة، وفندق الأوراسي ضمن قطاع الخدمات. أما عن سوق مسقط فإن نسبة كل من قطاعي الصناعة والسلع الاستهلاكية والكمالية بلغت 26.92% من مجموع الشركات المقبولة ضمن الدراسة والمدرجة في هذا السوق، متنوعة بقطاعي الخدمات (25%) والطاقة (19.23%). وإن كانت الدراسة لا تحتوي أي شركة من بورصة الجزائر وسوق مسقط، فإن نسبة الشركات الناشطة في قطاع العقارات المقبولة ضمن دراستنا من سوق دبي بلغت 38.64% متنوعة بقطاع السلع والاستهلاكية والكمالية (23.02%) وقطاع النقل (15.38%). في حين أن أعلى نسبة ضمن سوق أبو ظبي سجلت لصالح قطاع الصناعة أين بلغت النسبة 60%.

إن الملاحظة الأولية للشركات وتوزيعها عبر القطاعات يشير إلى توجه اهتمام الدول العربية المدروسة نحو الصناعة، الخدمات والسلع الاستهلاكية وهي تعتبر قطاعات حيوية ضمن أي دولة تتطلب تعزيزها. ما يلاحظ أيضاً، من جهة أخرى، أن الشركات التي ستكون محل دراسة تنتمي لقطاعات مختلفة مما يجعل من الدراسة تغطي وضع العديد من الشركات رغم اختلاف النشاط وتفرض في مقابل ذلك اعتماد القطاع كمتغير لدراسة تباين معدلات كفاءة نظام الحوكمة بالشركات المدروسة.

## 2- الحوكمة والأداء المالي في الشركات محل الدراسة

سنحاول تقديم نظرة عامة عن تطبيق كل آلية من آليات الحوكمة المعتمدة كمتغير ضمن دراستنا هذه قبل التطرق إلى تقييم مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات محل الدراسة، بما يمكننا فيما بعد من حصر المتغيرات المشتركة التي ترى الشركات والهيئات الرسمية ضرورة الإفصاح عنها. وستتم كذلك دراسة العائد على حقوق الملكية كمؤشر مختار للتعبير عن الأداء المالي للإحاطة بالجانب المالي للشركات.

### 2-1-1- متغيرات الحوكمة

تم تقسيم متغيرات الحوكمة إلى أربع مجموعات أساسية: مجلس الإدارة، لجان المجلس، هيكل الملكية وخصائص المدير التنفيذي، بالإضافة إلى الإفصاح والشفافية والذي يحسب انطلاقاً مما تم الإفصاح عنه من بيانات فيما يتعلق بالأربع مجموعات. بناء على ذلك، سنتطرق إلى كل مجموعة بشكل من التفصيل للتعلم في دراستها منفردة، بدءاً من الإفصاح والشفافية لشموليته مختلف المجموعات، فالآليات المتبقية بحسب ترتيبها.

### 2-1-1-2 الإفصاح والشفافية

سننطلق من تحليل بعد "الإفصاح والشفافية" بهدف تقديم توضيح شامل عن مستويات الإفصاح في الشركات محل الدراسة. إذ يعتبر هذا البعد نتاج ما تضمنته الأبعاد الأخرى من إفصاحات. يلخص الجدول (3-4) معدلات الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية محل الدراسة.

من الجدول (3-4) يتضح أن مستوى الإفصاح يعتبر جيداً في كل من سوق دبي المالي (81.63%) وكذا سوق أبوظبي للأوراق المالية (79.25%) مع الإشارة أن كلاهما يخضع لنفس مواثيق حوكمة الشركات ونفس التشريعات التي تنظم عمل الشركات، ويعتبر مقبولاً في سوق مسقط المالي (69.56%)، في حين تتأخر الجزائر بشكل ملحوظ (34.43%). ما يلاحظ، بالتركيز على السنوات، أن معدلات الإفصاح لا تعرف تطوراً واضحاً من سنة إلى أخرى عبر مختلف الأسواق، فإذا كانت معدلات الإفصاح في أبوظبي قد عرفت ارتفاعاً خلال سنوات الدراسة، فإن معدلات التغير تعتبر متراجعة جداً مع ملاحظة ضعف في الانحراف المعياري (2.57%) عموماً والذي يعكس تشابه تقارير الشركات من حيث ما يتم الإفصاح عنه ويبرز اهتمام هيئة السوق المالي بتأطير عملية الإفصاح مما يجعل من التقارير الصادرة متشابهة إلى حد كبير، الأمر الذي يقلص بالضرورة التشتت بين معدلات الإفصاح المحسوبة. في السياق نفسه من الجانب التشريعي، نجد أن سوق دبي المالي، وإن كان عرف ارتفاعاً إلى غاية 2018 في معدلات الإفصاح إلا أنها عادت للانخفاض مرة أخرى سنة 2019 بمعدلات تغير ضعيفة،

ويعتبر الانحراف المعياري مقبولا جدا أين بلغ 4.18%، في ظل مدى يقدر بـ21.05%؛ أي بمجموع ثماني آليات لا يتم الإفصاح عنها مقابل 38 آلية معتمدة ضمن الدراسة.

يعتبر سوق مسقط المالي متراجعا مقارنة بالسوقين السابقين رغم تشابه بينات الأعمال وتقاربها، حيث وإن كانت معدلات الإفصاح تشهد ارتفاعا من سنة إلى أخرى إلا أن التغير يعتبر ضعيفا جدا، مع تسجيل تشتت ملحوظ بين القيم تبرزه القيمتين القصوى (84.21%) والدنيا (44.74%). أما عن بورصة الجزائر، فتعتبر معدلات الإفصاح فيها متراجعة عبر الزمن مما يعكس ضعف اهتمام الشركات المدرجة بها بعملية الإفصاح عن الحوكمة عبر تقاريرها السنوية رغم ما نادى به ميثاق الحكم الراشد، وتعتبر شركة بيوفارم الأفضل من حيث الإفصاح بامتلاكها معدلات إفصاح فاقت 50% (2016: 60.53%، 2017: 57.89%، 2018: 55.26% و2019: 55.26%)، فتقارير بيوفارم ترقى إلى حد ما إلى التقارير المقبولة إلى الحسنة في مجال حوكمة الشركات.

#### الجدول (3-4): الإفصاح والشفافية في الشركات محل الدراسة (%)

| الإفصاح والشفافية          | المتوسط الحسابي | الانحراف المعياري | القيمة القصوى | القيمة الدنيا |
|----------------------------|-----------------|-------------------|---------------|---------------|
| بورصة الجزائر              | 34.43           | 17.18             | 60.53         | 18.42         |
| سوق مسقط المالي            | 69.56           | 7.41              | 84.21         | 44.74         |
| سوق دبي المالي             | 81.63           | 4.18              | 86.84         | 65.79         |
| سوق أبوظبي للأوراق المالية | 79.25           | 2.57              | 84.21         | 73.68         |

المصدر: بالاعتماد على تقارير الشركات.

بالتركيز على معدلات الإفصاح فيما يتعلق بأبعادها منفصلة، نجد أن معدل الإفصاح عن خصائص مجلس الإدارة في سوق أبوظبي، سوق دبي، سوق مسقط وبورصة الجزائر بلغ على الترتيب: 80.89%، 81.54%، 79.13% و53.33% ليلبغ بذلك معدل الإفصاح للأسواق الأربعة مجتمعة 73.72%، في حين أن معدلات الإفصاح عن خصائص لجان مجلس الإدارة كانت بنسبة كاملة في كل من سوقي دبي وأبوظبي وبنسبة 95.72% و15.91%

فيما يتعلق بسوق مسقط وبورصة الجزائر على الترتيب، ليكون المعدل الإجمالي للإفصاح عن لجان مجلس الإدارة 77.91%. أما عن هيكل الملكية فقد كانت النسب 64.76%، 65.38%، و20.95% و41.67% لكل من سوق أبوظبي، سوق دبي، سوق مسقط والجزائر على الترتيب وبمعدل 48.19% لهم جميعا. آخر اهتمام الشركات في عملية الإفصاح خصائص المدير التنفيذي، حيث بلغت نسبة الإفصاح عنها 52.10% في المتوسط موزعة على الأسواق الأربعة: 48.33%، 64.23%، 51.35% و18.33% على الترتيب.

نستخلص بذلك أن اهتمام الشركات حال الإفصاح يكمن في خصائص مجلس الإدارة ولجانه ويرجع السبب في ذلك إلى كون أعضاء مجلس الإدارة وما تعلق بهم يعتبر محل تصويت، مساءلة ومتابعة من قبل الجمعية العامة، الأمر الذي يفرض ضرورة التفصيل فيه لضمان اطلاع المساهمين على ما يتعلق بتسيير ومراقبة الشركة. تتباين الشركات من حيث إفصاحها عن مختلف الأبعاد وهو ما يفرض بالضرورة توحيد المتغيرات المتاحة بالحفاظ على تلك المشتركة بين الشركات المختلفة لخصوصية ما اعتمد من أساليب رياضية ضمن هذه الدراسة. وانطلاقا من بعد الإفصاح والشفافية، فتعتبر نسب الإفصاح الإجمالية متغيرا يدرج في تقييم الحوكمة في الشركات المدروسة.

بالرجوع إلى التنظيم القانوني لحوكمة الشركات بالأسواق الأربعة المدروسة، نجد أن ميثاق الحكم الراشد قد أكد أهمية الإفصاح والشفافية واعتبرها معيارا أساسيا من معايير الحكم الراشد، مع ضرورة أن يوضح مجلس الإدارة سياسة هذا المعيار، رغم ذلك يتراجع الإفصاح والشفافية في الشركات المدرجة ببورصة الجزائر، في حين اهتم دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات ابعد الإفصاح والشفافية بشيء من التفصيل مع التركيز على جوانبه المختلفة من خلال المادتين 74 و76، مؤكدا ضرورة أن يتيح الموقع الإلكتروني جميع المعلومات المالية وغير المالية بما في ذلك تقرير مجلس الإدارة وتقرير الحوكمة وهو فعلا ما هو وارد في عدد لا بأس به من الشركات المدروسة مع مراعاة أن ما نسبته 61.55% من الشركات غير المالية المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية وما نسبته 59.38% من مجموع الشركات غير المالية المدرجة بسوق دبي المالي لا تتيح معطيات وفق ما نصت عليه المادتين السابقتين. أما عن سوق مسقط المالي، فإنه ورغم أن ميثاق حوكمة الشركات المساهمة العامة لسلطنة عمان لم يفرد بعد الإفصاح والشفافية ضمن بنود أو مواد منفصلة، إلا أن الشركات التزمت بالإفصاح في حدود ما تمت الإشارة إليه من ضرورة إدراج معلومات لصالح مختلف الأطراف ذات العلاقة.

من جهة أخرى، لا تختلف النتائج الواردة ضمن هذا الجزء عن تلك المستمدة من تحليل تقرير هيئات الأوراق المالية العربية لسنة 2017 تحت مسمى "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"، أين احتلت الإمارات المرتبة الأولى (22)، تلتها سلطنة عمان (19) فالجزائر (13) (راجع، ص: 129).

## 2-1-2- مجلس الإدارة

يعتبر مجلس الإدارة الآلية الأهم التي عرفت اهتماما ليس فقط في دراستنا وإنما فيما سبق من دراسات في المجال، حيث يعتبر مجلس الإدارة الآلية الداخلية الأساسية التي تضمن تسيير الشركة والرقابة عليها، لأجل ذلك فقد تعددت خصائصه المدروسة، وبلغ عددها في دراستنا 15 خاصية؛ أي ما نسبته تقريبا 39.47% من مجموع ما هو مدروس كمتغيرات أولية. يلخص الجدول (3-5) خصائص مجالس إدارة الشركات محل الدراسة خلال الأربع سنوات المدروسة.

من الجدول (3-5)، يلاحظ تراجع كبير للشركات المدرجة ببورصة الجزائر من حيث درجة الإفصاح عن خصائص مجلس الإدارة مقارنة ببقية الشركات. فيما يتعلق بحجم مجلس الإدارة، ففي المتوسط يتكون مجلس الإدارة من ثمانية أعضاء، مع انحراف في حجم مجالس إدارة الشركات عن متوسطها بمعدل عضوين، أين بلغت القيمة القصوى 11 عضوا، في حين بلغت أدنى قيمة له خمسة أعضاء، وهو معدل يعتبر مناسباً لحجم الشركات الجزائرية ونشاطها، ويذكر أنه تم الإفصاح عن أعضاء مجلس الإدارة في الشركات الثلاث المدروسة للأربع سنوات. يلاحظ وجود استقرار في أعضاء مجلس الإدارة خلال فترة الدراسة، باستثناء شركة صيدال التي تغير أعضاؤها خلال السنوات 2016، 2017 و2018، وهو ما جعل من متوسط معدل الدوران لهذه الشركات يبلغ 5%. يجتمع أعضاء مجلس الإدارة في المتوسط سبع مرات خلال السنة مع إمكانية زيادة العدد أو انخفاضه بمعدل اجتماع واحد مما يعكس تقارب عدد اجتماعات مجالس إدارة الشركات الثلاث خلال فترة الدراسة، أين تم عقد ستة اجتماعات كأدنى حد، وتسعة اجتماعات كأقصاه. تعتبر اجتماعات مجلس الإدارة هي الأخرى مقبولة في حدود بيئة الأعمال الجزائرية.

الجدول (3-5): خصائص مجلس الإدارة في الشركات محل الدراسة.

|                       | بورصة الجزائر |      |      |      | سوق مسقط المالي |      |      |      | سوق أبوظبي للأوراق المالية |      |      |      | سوق دبي المالي |      |      |      |
|-----------------------|---------------|------|------|------|-----------------|------|------|------|----------------------------|------|------|------|----------------|------|------|------|
|                       | م.ح           | ا.م  | ق.ق  | ق.د  | م.ح             | ا.م  | ق.ق  | ق.د  | م.ح                        | ا.م  | ق.ق  | ق.د  | م.ح            | ا.م  | ق.ق  | ق.د  |
| حجم المجلس            | 7.8           | 1.89 | 11   | 5    | 7.46            | 1.54 | 12   | 5    | 8.15                       | 1.47 | 12   | 5    | 7.71           | 1.43 | 10   | 4    |
| معدل الدوران          | 0.05          | 0.09 | 0.28 | 0    | 0.05            | 0.12 | 0.75 | 0    | 0.27                       | 1.01 | 7    | 0    | 0.67           | 1.36 | 7.5  | 0    |
| استقلالية الأعضاء (%) | -             | -    | -    | -    | 0.63            | 0.24 | 1    | 0.14 | 0.79                       | 0.20 | 1    | 0.33 | 0.62           | 0.26 | 1    | 0    |
| اجتماعات المجلس       | 7             | 1.04 | 9    | 6    | 5.82            | 1.93 | 15   | 3    | 5.62                       | 1.64 | 10   | 3    | 5.83           | 1.68 | 10   | 4    |
| حضور الاجتماعات (%)   | -             | -    | -    | -    | 0.89            | 0.10 | 1    | 0.39 | 0.89                       | 0.08 | 1    | 0.69 | 0.90           | 0.11 | 1    | 0.33 |
| فصل المناصب           | 1             | 4    | -    | -    | 208             | -    | -    | -    | 60                         | -    | -    | -    | 52             | -    | -    | -    |
|                       | 0             | 8    | -    | -    | 0               | -    | -    | -    | 0                          | -    | -    | -    | 0              | -    | -    | -    |
| وجود خبراء            | 1             | 4    | -    | -    | 180             | -    | -    | -    | 60                         | -    | -    | -    | 52             | -    | -    | -    |
|                       | 0             | -    | -    | -    | 28              | -    | -    | -    | 0                          | -    | -    | -    | 0              | -    | -    | -    |
| أقدمية الأعضاء        | 1             | 4    | -    | -    | 79              | -    | -    | -    | 60                         | -    | -    | -    | 52             | -    | -    | -    |
|                       | 0             | -    | -    | -    | 129             | -    | -    | -    | 0                          | -    | -    | -    | 0              | -    | -    | -    |
| ممثلو المؤسسات (%)    | 0.28          | 0.13 | 0.4  | 0.17 | 0.45            | 0.22 | 0.88 | 0    | 0.20                       | 0.14 | 0.43 | 0.11 | 0.32           | 0.33 | 0.8  | 0    |
| ممثلو العمال (%)      | 0.22          | 0.02 | 0.25 | 0.18 | -               | -    | -    | -    | -                          | -    | -    | -    | -              | -    | -    | -    |
| العنصر النسوي (%)     | 0             | 0    | 0    | 0    | 0.03            | 0.06 | 0.29 | 0    | 0.01                       | 0.02 | 0.14 | 0    | 0.03           | 0.05 | 0.22 | 0    |
| مكافآت المجلس         | -             | -    | -    | -    | 208             | -    | -    | -    | 60                         | -    | -    | -    | 52             | -    | -    | -    |
| نمط المجلس            | 1             | 9    | -    | -    | 208             | -    | -    | -    | 60                         | -    | -    | -    | 52             | -    | -    | -    |
|                       | 0             | -    | -    | -    | -               | -    | -    | -    | 0                          | -    | -    | -    | 0              | -    | -    | -    |
| ممثلو الأقلية (%)     | -             | -    | -    | -    | -               | -    | -    | -    | -                          | -    | -    | -    | -              | -    | -    | -    |
| الأعضاء الأجانب (%)   | 0.55          | 0.06 | 0.6  | 0.5  | 0.20            | 0.25 | 0.88 | 0    | 0.03                       | 0.06 | 0.2  | 0    | 0.07           | 0.13 | 0.44 | 0    |

م.ح: متوسط حسابي (أو تكرار)، ا.م: انحراف معياري، ق.ق: قيمة قصوى، ق.د: قيمة دنيا.

المصدر: بالاعتماد على تقارير الشركات.

من جهة أخرى، لم يتم الإفصاح عن حضور الاجتماعات ولا عن استقلالية الأعضاء وهو ما يعتبر نقطة ضعف في مجال حوكمة الشركات، ففي حين تعتبر استقلالية مجلس الإدارة آلية هامة لها وزنها في حفظ حقوق المساهمين ويعتبر حضور مجلس الإدارة هو الآخر مؤشرا على حرص الأعضاء، تهمل الشركات الجزائرية الإفصاح عنهما.

تم اعتماد مجلس الإدارة لدى الشركات الثلاث كنمط أساسي للتسيير حيث لم يفصل بين وظيفتي الرقابة والتسيير رغم إتاحة ذلك في التشريع الجزائري. رغم ذلك، تميل شركة بيوفارم لفصل المناصب وهو ما سجل خلال الأربع سنوات، في حين أن صيدال والأوراسي تجمع بين المنصبين. تقدم بيوفارم نبذة عن أعضاء مجلس إدارتها في تقريرها السنوي مع ذكر الأقدمية والخبرة، بينما لا يقدم ذلك في كل من صيدال والأوراسي. كما تتضمن تقارير شركة بيوفارم الإفصاح عن ممثلي المؤسسات على مستواها وهو ما جعل من متوسط النسبة يبلغ 28.33%، وقد تم الإفصاح عن الأعضاء الأجانب أين بلغت النسبة 55%، في حين أن كلا من الأوراسي وصيدال لا تتضمن تقاريرها إشارة إلى ذلك إما لانعدام ممثلي المؤسسات والأجانب على مستواها أو لإغفال هذا الجانب. بعكس ذلك، أشارت كل من صيدال والأوراسي إلى ممثلي العمال مطبقة في ذلك ما يفرضه التشريع الجزائري من ضرورة احتواء مجلس إدارة الشركات العمومية الاقتصادية الجزائرية لممثلي عمال على مستواها، حيث تهتم الشركتين بتخصيص مقعدين لممثلي العمال. تشترك الشركات الثلاث في عدم الإشارة إلى ممثلي الأقلية ضمن مجالس إدارتها، مع غياب الإفصاح عن مكافآت المجلس وكذا أتعاب حضور الاجتماعات. ما يميز مجالس إدارة الشركات هو كون غالبية أعضائها ذكورا، أين يغيب العنصر النسوي ضمنها.

فيما يتعلق بالشركات المدرجة بسوق مسقط المالي والبالغ عددها في دراستنا 52 شركة (208 مشاهدة)، فإنها تهتم باعتماد نمط تسيير أحادي وفق ما تفرضه التشريعات العمانية، كل الشركات تمتلك مجلس إدارة وتفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة. يتكون مجلس الإدارة في المتوسط من ثمانية أعضاء، مع اختلاف في عدد الأعضاء بين مختلف الشركات بمعدل عضوين في المتوسط، أين بلغ أقصى عدد 12 عضوا في مقابل خمسة أعضاء في أصغر مجلس، يتمتعون بالاستقلالية بنسبة 62.73%، بمعدل خمسة أعضاء في المتوسط، حيث أن عدد المشاهدات التي سجلت استقلالية تامة بلغ 31 مشاهدة، مع انحراف بين نسب استقلالية المجالس قدر بـ 23.59%. يعتبر معدل دوران الأعضاء ضعيفا في المتوسط أين بلغ نسبة 5.35% ما يعكس استقرارية مجالس إدارة الشركات العمانية على العموم.

يجتمع أعضاء مجلس الإدارة ست مرات في المتوسط خلال السنة، مع ارتفاع أو انخفاض في عدد الاجتماعات بمعدل اجتماعين في المتوسط، أين سجل أقصى عدد اجتماعات في شركة جلفار للهندسة والمقاولات سنة 2017 حيث تم عقد 15 اجتماعا، في مقابل ثلاثة اجتماعات عقدت بفندق البريمي سنة 2018 والذي بلغ

ثلاثة اجتماعات، أما عن نسبة حضور الاجتماعات فقد بلغت 89.13% وهي نسبة تعكس اهتمام الأعضاء بحضور الاجتماعات، أين تم تسجيل حضور تام في 32 مشاهدة، مع انحراف بين نسب الحضور يقدر بـ10.33%. تهتم الشركات العمانية بالإفصاح عن المكافآت وأتعاب الحضور الممنوحة للأعضاء، حيث أن كل الشركات أفصحت عما تقدمه للأعضاء لقاء خدماتهم، من أتعاب حضور جلسات المجلس، المكافآت الممنوحة للأعضاء المرتبطة بالأداء، الأجر المحدد لكل عضو ومنافع انتهاء الخدمة المتحصل عليها عند نهاية الخدمة والتي يضمنها قانون العمل العماني. يرجع غياب المكافآت في الغالب إلى عدم كفاية الأرباح القابلة للتوزيع. تهتم الشركات بالإفصاح عن خبرة أعضاء مجالسها حيث سجلت 180 مشاهدة في هذا المجال، في مقابل 79 مشاهدة فقط تم فيها الإفصاح عن أقدمية الأعضاء.

يغيب تمثيل العمال وكذا الأقلية على مستوى مجالس إدارة الشركات العمانية المدرجة بسوق مسقط المالي، بالمقابل تم تسجيل الإفصاح عن ممثلي المؤسسات في 114 مشاهدة، أين بلغ متوسط نسبة الممثلين 44.98%، وقد سجلت أقصى نسبة في شركة الأسماك العمانية سنة 2019 قدرت بـ87.5%. من جهة أخرى، يعتبر وجود أعضاء أجنبية على مستوى مجالس الإدارة مترجعا أين تتشكل المجالس في أغلبها من أعضاء عمانيين، حيث أن متوسط نسبة الأجانب بلغ 19.69%، أين سجلت أقصى قيمة بشركة العنقاء للطاقة حيث قدرت مشاركة الأجانب بـ87.5%، مع تراجع ملحوظ في التنوع الجنسي حيث أن نسبته بلغت 3.28% في المتوسط، حيث سجل تواجد للمرأة على مستوى مجالس الإدارة بـ48 مشاهدة فقط، وهو ما يبين أن المجالس ليست منفتحة بعد على العنصر النسوي.

فيما يخص الشركات المدرجة بسوق دبي المالي والبالغ عددها في دراستنا 13 شركة (52 مشاهدة)، بلغ متوسط حجم مجلس الإدارة بها ثمانية أعضاء مع انحراف عدد الأعضاء بمقدار عضوين، وقد سجلت أقصى قيمة في شركة Du بلغت عشرة أعضاء، في حين أن أدنى قيمة بلغت أربعة أعضاء مسجلة بشركة الإمارات للمطبات سنة 2019. بلغ معدل دوران الأعضاء في المتوسط 9.03%؛ أي ما يقارب عضو يتم تغييره كل سنة في المتوسط وبانحراف بلغ 17.84% أين سجلت أقصى قيمة في شركة التبريد المركزي حيث مس التغيير كل الأعضاء، في حين لم تعرف بعض الشركات تغييرا في أعضائها مما جعل من القيمة الدنيا مساوية للصفر. إن اعتبار معدل الدوران نتاج استقالة الأعضاء وليس التغيير بفعل تجديد عضوية مجلس الإدارة، تعطي مجالس الإدارة صورة غير جيدة عن تركيبها وهو ما يفترض أن يؤثر على مستوى تطبيق الحوكمة وكذا صورتها العامة لدى المستثمرين. يجتمع أعضاء مجلس الإدارة في المتوسط ست مرات سنويا، وبمعدل انحراف يقدر باجتماعين، في ظل مدى بلغ ستة اجتماعات، أين سجلت أقصى قيمة في شركة دريك آند سكل لسنة 2019 و Du لسنتي

2018 و2019 حيث تم عقد عشرة اجتماعات، في حين سجلت أدنى قيمة بعدد من الشركات أين تم عقد أربعة اجتماعات.

بالنظر إلى أن التشريع الإماراتي يعتمد نمط تسيير واحد، حيث تمتلك كل الشركات مجلس إدارة على مستواها، وبناء على ذلك فهي تفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي. ما يلاحظ أيضا أن كل التقارير تعطي نبذة عن عضو مجلس الإدارة موضحة بذلك أقدميته وخبرته في المجال. وإن كان لا يتم الإفصاح عن ممثلي العمال والأقلية أو غيابها من الأساس، فإن بعض مجالس الإدارة تضم ممثلين عن مؤسسات أو عن الحكومة، فكل من شركة أرامكس، الاتحادية العقارية و Du تفصح عن ممثلي المؤسسات ضمن مجالسها، حيث بلغ عددهم في المتوسط 32.01% بما يقارب ثلاثة أعضاء. من جهة أخرى، تمتاز مجالس إدارة الشركات المدرجة بسوق دبي المالي بالتنوع سواء من حيث الجنس أو الخبرات الأجنبية، فقد بلغ متوسط العنصر النسوي ضمن مجالس الإدارة 2.65% أين تمتلك بعض الشركات أنثى ضمن مجلسها في حين تغيب عن بقية المجالس (42 مشاهدة) مع تأكيد أن موثيق حوكمة الشركات الإماراتية تؤكد على ضرورة رفع نسبة العنصر النسوي ضمن مجالس الإدارة كما تفرض لوائح حوكمة الشركات تبيان العنصر النسوي ضمن تقارير حوكمة الشركات، أين يتم ذكر أسباب عدم وجود أي عنصر نسوي ضمن مجلس الإدارة سواء كان ذلك بسبب عدم الترشح أو عدم استيفاء نسبة التصويت المطلوبة لضمان العضوية.

عن الخبرات الأجنبية، بلغ متوسط عدد الأعضاء الأجانب 7.23%؛ أي ما يقارب عضو واحد أجنبي في بعض الشركات في حين يغيب تماما في مجالس شركات أخرى (35 مشاهدة). تهتم الشركات بدفع مكافآت إلى أعضاء مجلس الإدارة لقاء جهودهم بالإضافة إلى بدلات الحضور، ويتم الإفصاح عن المبالغ الممنوحة للأعضاء مع تبيين فيما إذا كانت مكافآت أو أتعاب حضور، وقد بلغ متوسط المكافآت الممنوحة 3.74 مليون درهم، مع تشتت واضح للمبالغ عن وسطها الحسابي أين بلغت أقصى قيمة 3.54 مليون درهم، في مقابل عدم منح أي مكافأة في بعض الشركات (18 مشاهدة)، بانحراف معياري قدر بـ 5.51 مليون درهم، مع ملاحظة أنه وفي ظل التشريع الإماراتي يجب أن لا تتعدى مكافآت مجلس الإدارة ما نسبته 10% من الأرباح وهو ما يشار إليه في تقارير بعض الشركات عند التطرق إلى المكافآت الممنوحة خلال السنة المالية.

في مقابل ذلك، بلغ عدد أعضاء مجلس إدارة الشركات المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية والمقدرة بـ 15 شركة نهتم في بحثنا هذا بتحليل وضعها (60 مشاهدة) تسعة أعضاء، حيث أخذت بعض المجالس القيمة القصوى 12 عضوا وهي المسموح بها في إطار التشريع الإماراتي، أما القيمة الدنيا فقد بلغت خمسة أعضاء، مع انحراف معياري قدر بـ 3.41% في المتوسط. وتتبع الشركات نمط التسيير الأحادي (مجلس الإدارة) مع الفصل بين المناصب، وتعتبر مجالس إدارة هذه الشركات مستقرة بعض الشيء، حيث بلغ متوسط دوران الأعضاء 3.41%

وقد بلغ عدد المشاهدات التي لم تسجل تغييرا 52 مشاهدة. عقدت مجالس الإدارة في المتوسط ستة اجتماعات مع انحراف يقدر باجتماعين في المتوسط خلال السنة المالية الواحدة، أين سجلت عشرة اجتماعات كأقصى عدد في شركة الخليج للصناعات الدوائية سنة 2019، في مقابل أدنى عدد اجتماعات سجل بشركة الخليج للمشاريع الطبية سنة 2018 قدر بثلاثة اجتماعات، ورغم أن كلا الشركتين تنتميان لنفس القطاع إلا أن عدد الاجتماعات متباين بشكل ملحوظ.

من جهة أخرى، يتم الإفصاح عن خبرات وأقدمية أعضاء مجلس الإدارة في كل الشركات، وتتكون مجالس إدارتها في الغالب من الذكور فيما تم تسجيل حضور العنصر النسوي في ثلاث مشاهدات فقط يتعلق الأمر بشركة دانة غاز لسنتي 2016 و2017 وشركة أبوظبي الوطنية لمواد البناء لسنة 2016. يبقى تمثيل العمال والأقلية مغيبا في تقارير الشركات، في حين أن حضور الأجانب على مستوى مجالس الإدارة سجل بـ15 مشاهدة، وهو ما جعل من متوسط وجود الأجانب يبلغ 3.29%. أخيرا، فيما يتعلق بمكافآت مجلس الإدارة، فقد بلغ متوسط المكافآت الممنوحة 6.39 مليون درهم، مع تشتت ملحوظ في المكافآت أين تم تسجيل قيمة 14.51 مليون درهم كانحراف معياري.

على ضوء وضع الإفصاح عن خصائص مجلس الإدارة، سيتم اعتماد كل من **حجم مجلس الإدارة، عدد الاجتماعات التي تم عقدها، والتنوع الجنسي** كمتغيرات في تقييم حوكمة الشركات، في ظل إلغاء نمط التسيير باعتبار أن كل الشركات اتعبت نمط تسيير أحادي (مجلس الإدارة)، مع إلغاء متغير فصل المناصب لكون شركتين جزائريتين فقط سجلت ذلك، بالإضافة إلى إلغاء بقية المتغيرات لعدم توفر البيانات اللازمة لدراستها خاصة فيما يتعلق بجانب الشركات الجزائرية.

استنادا إلى الجانب النظري لحوكمة الشركات، فإن حجم مجلس الإدارة في الشركات المدروسة يعتبر مقبولا وفق ما تبناه Jensen حيث أن متوسط عدد الأعضاء ضمن مجالس الشركات المدروسة بلغ سبعة إلى ثمانية أعضاء، وهو ما يجعل من المجالس صغيرة بما يتوافق وما تبنته نظرية الوكالة من كون المجالس الصغيرة لها أن ترفع من جودة الاجتماعات المعقودة ومنه حسن اتخاذ القرارات بما يعود إيجابا على نتائج الشركة المالية. يمكن القول هنا أن المجالس المعتمدة هي في المجمل توافق حجم نشاط الشركات والبيئة التي تنشط بها، فالبيئات المدروسة عموما هي بيئات تمتاز بنوع من الاستقرار، خاصة وأن الشركات المدروسة مدرجة بأسواق مالية تعتبر حديثة نوعا ما. إن حجم مجلس الإدارة لم تتم الإشارة إليه ضمن لوائح ومواثيق حوكمة الشركات للدول المدروسة مما يحيلنا مباشرة للقانون التجاري للفصل في الموضوع أو للنظام الأساسي للشركة، فإن كان دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات صرح بأن عدد أعضاء مجلس الإدارة يحدد حصرا عن طريق النظام الأساسي للشركة وفق ما تضمنته المادة السادسة منه، فإن كلا من ميثاق الحكم الراشد الجزائري وميثاق حوكمة الشركات المساهمة

العامّة لسلطنة عمان لم يتضمنا إشارة لذلك، وهو ما يؤكد أكثر أن حجم مجلس الإدارة مرتبط بحجم نشاطها بالدرجة الأولى.

اهتمت الشركات المدرجة بالأسواق المالية الخليجية المدروسة بوجود أعضاء مستقلين على مستواها التزاما منها بما تضمنته لوائح ومواثيق حوكمة الشركات، فقد أوجب ميثاق حوكمة الشركات المساهمة العامة لسلطنة عمان ضرورة أن لا تقل نسبة الأعضاء المستقلين عن الثلث وبحد أدنى عضوان اثنان وفق ما نص عليه المبدأ الثاني منه في فقرته الثالثة. في حين أكد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات ضرورة أن تكون أغلبية الأعضاء من المستقلين وفق ما نصت عليه المادة السابعة منه. في حين أشار ميثاق الحكم الراشد إلى ضرورة أن يحتوي المجلس إداريين خارجيين اعتبرهم مستقلين لا ينتمون للفريق التنفيذي وليسوا من المساهمين أيضا. إن ما تضمنته لوائح حوكمة الشركات يؤكد تبنيتها لنظرية الوكالة مجددا والتي ترى أن استقلالية مجلس الإدارة لها أن تعزز الرقابة على عمل المسيرين. بناء على ما استمد من نتائج، يلاحظ أن الشركات الجزائرية لا تولي أهمية للإفصاح عن استقلالية الأعضاء مما يعكس تراجع مفهوم الإفصاح عن أساسيات حوكمة الشركات بمعاييرها المختلفة، ولا يمكن الحكم على غياب أعضاء مستقلين ضمن مجالس إدارة الشركات الجزائرية خاصة العمومية منها. بالنسبة للشركات المدرجة بالأسواق الخليجية، وإن كانت النسب فاقت الأغلبية في المتوسط، إلا أن من الشركات من يتراجع التزامها بالمواثيق واللوائح، فالبنظر للقيم الدنيا، نجد أن أدنى نسبة بلغت 14% مسجلة بفندق البريمي المدرج بسوق مسقط المالي والذي احتوى عضوا واحدا مستقلا في مقابل سبعة أعضاء ضمن مجلس الإدارة، وأن شركة دريك آند سكل أهملت عضوية المستقلين ضمن مجلس إدارتها مما جعل من أدنى قيمة مسجلة ضمن سوق دبي المالي معدومة.

اعتمدت جميع الشركات النمط الأحادي في اختيار هيكل التسيير والممثل في مجلس الإدارة، وقد أشرنا سابقا عند تعرضنا للإطار القانوني لحوكمة الشركات بالدول العربية إلى أن الجزائر قد أتاحت نمطين للتسيير والذي يعتبر غير معتمد في ظل الأسواق الخليجية المدروسة. إن اعتماد نمط واحد للتسيير يجعلنا نأخذ بمفهوم نظرية الإشراف والتي ترى أن للنمط الأحادي مزايا كثيرة يأتي في مقدمها تخفيض التكاليف التي يمكن أن تتولد من وجود مجلسين. واعتماد هذه النظرية قد امتد ليشمل فصل المناصب أيضا، حيث تؤيد هذه النظرية وجود قائد واحد بالشركة، تجدر الإشارة هنا إلى أنه على عكس القانون التجاري الجزائري الذي أتاح إمكانية الفصل أو الجمع بين المناصب، نجد أن دليل حوكمة الشركات الإماراتي يمنع الجمع بين المناصب.

فيما يتعلق باجتماعات مجلس الإدارة، فإنه يتوقف على تكاليف عقد هذه الاجتماعات ومدى توسع نشاط الشركة وكثرة تغييره وفق ما أشارت إليه الدراسات النظرية. في هذا المجال، أشار دليل حوكمة الشركات الإماراتي في المادة 23 منه إلى أن الشركة ملزمة بعقد أربعة اجتماعات خلال السنة، وفتح المجال أمام القانون الأساسي

للشركة للتعديل في ذلك، في حين أن ميثاق حوكمة الشركات المساهمة العامة لسلطنة عمان فرض عقد أربعة اجتماعات على الأقل، في مقابل عدم الإشارة لذلك في ميثاق الحكم الراشد الجزائري والذي يحيلنا إلى القانون التجاري الجزائري بالدرجة الأولى والنظام الأساسي للشركة في مرحلة ثانية. انطلاقاً من نتائج الدراسة نجد أن من الشركات المدرجة في سوق دبي وأبوظبي قد اعتمدت النظام الأساسي لها بدل لائحة حوكمة الشركات وعقدت اجتماعات فاقت أو قلت عن تلك المحددة ضمن الدليل (توضحه قيم المتوسط الحسابي، القيمة القصوى والدنيا)، في حين أن من الشركات المدرجة بسوق مسقط المالي من لم تلتزم بميثاق الحوكمة كونها عقدت اجتماعات قلت عن أربعة وفق ما فرضه الميثاق كأدنى حد (تبرزه القيمة الدنيا).

يعتبر الدليل الإماراتي لحوكمة الشركات الوحيد الذي فصل في وجود العنصر النسوي، وما يلاحظ من خلال تصفح تقارير الشركات اهتمامها بتطبيق هذا المبدأ حيث أن من الشركات من التزمت بذلك ومنها من اختارت التبرير عند عدم الالتزام، أين يبقى فكر وجود المرأة ضمن مجلس الإدارة متراجعا حيث أن تبريرات الشركات قائمة إما على عدم ترشح المرأة أو عدم حيازتها للتصويت المطلوب. فيما يخص المكافآت، فالملاحظ أن الشركات لا تعتمد كثيراً على تلك المرتبطة بالأداء فيما يخص أعضاء مجلس الإدارة وتكتفي بمبالغ ثابتة أو بدل الحضور مما يجعلها بعيدة عن تحقيق مراد نظرية الوكالة. ما يتم التأكيد عليه هنا أن أتعاب الحضور قد تدفع العضو للحضور وبذلك تحسین نسبة حضور الاجتماعات ولكنها لا ترتبط بالضرورة بالأداء.

نتائج دراستنا هذه تتوافق مع تلك المستمدة من تقرير اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية لسنة 2017 حول: "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"، حيث أن الإمارات (11) تعتبر الأفضل في إفصاحها عن خصائص مجلس الإدارة مقارنة بسلطنة عمان (10) والجزائر (6) (راجع، ص: 129).

### 2-1-3- لجان مجلس الإدارة

تنبثق عن مجلس الإدارة لجان تعمل على تسهيل أدائه لمهامه، وقد حظيت لجان مجلس الإدارة باهتمام مختلف المواثيق المتعلقة بحوكمة الشركات الصادرة عن الهيئات الرسمية العربية. يلخص الجدول (3-6) خصائص لجان مجلس الإدارة في الشركات محل الدراسة، أين تمثل هذه الخصائص ما نسبته تقريبا 28.95% من مجموع ما هو مدروس من متغيرات:

## الجدول (3-6): خصائص لجان مجلس الإدارة في الشركات محل الدراسة.

| أخرى    | لجنة التدقيق |       |      |           |      | لجنة الترشيحات والمكافآت |       |      |           |      |
|---------|--------------|-------|------|-----------|------|--------------------------|-------|------|-----------|------|
|         | حضور         | بدلات | نشاط | استقلالية | حجم  | حضور                     | بدلات | نشاط | استقلالية | حجم  |
| م.ح     | 0            | -     | 2    | -         | 2.25 | -                        | -     | 1.75 | 0.5       | 0.25 |
| بورصة   | 0            | -     | 0    | -         | 0.96 | -                        | -     | 0.96 | -         | 0.5  |
| الجزائر | 0            | -     | 2    | -         | 3    | -                        | -     | 3    | 0.5       | 3    |
| ق.د     | 0            | -     | 2    | -         | 1    | -                        | -     | 1    | 0.5       | 2    |
| سوق     | 0.18         | 0.90  | 192  | 4.82      | 0.74 | 3.43                     | 0.87  | 189  | 2.67      | 0.56 |
| مسقط    | 0.46         | 0.16  | -    | 1.51      | 0.23 | 0.75                     | 0.24  | -    | 1.72      | 0.33 |
| المالي  | 3            | 1     | -    | 11        | 1    | 6                        | 1     | -    | 9         | 1    |
| ق.د     | 0            | 0     | -    | 0         | 0    | 2                        | 0     | -    | 0         | 0    |
| سوق     | 1.04         | 1.00  | 52   | 4.88      | 0.77 | 3.19                     | 0.93  | 52   | 2.65      | 0.80 |
| دبي     | 0.91         | 0.71  | -    | 1.40      | 0.28 | 0.44                     | 0.18  | -    | 2.32      | 0.27 |
| المالي  | 3            | 6     | -    | 8         | 1    | 5                        | 1     | -    | 11        | 1    |
| ق.د     | 0            | 0.67  | -    | 3         | 0    | 3                        | 0     | -    | 0         | 0    |
| سوق     | 1.08         | 0.88  | 60   | 4.87      | 0.91 | 3.47                     | 0.88  | 60   | 2.78      | 0.87 |
| أبوظبي  | 0.87         | 0.10  | -    | 1.52      | 0.14 | 0.68                     | 0.21  | -    | 2.34      | 0.18 |
| للأوراق | 4            | 1     | -    | 9         | 1    | 5                        | 1     | -    | 11        | 1    |
| المالية | 0            | 0.65  | -    | 2         | 0.5  | 3                        | 0     | -    | 0         | 0.33 |

م.ح: متوسط حسابي (أو تكرار)، ا.م: انحراف معياري، ق.ق: قيمة قصوى، ق.د: قيمة دنيا.

المصدر: بالاعتماد على تقارير الشركات.

في ظل التشريع الجزائري، لا تعتبر لجان مجلس الإدارة إلزامية وما وجد منها يعتبر من الممارسات الطوعية المقبولة، لأجل ذلك يغيب الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة (وقد تتعدم عمليا) في كل من الأوراسي وصيدال، أين تعتبر بيوفارم الوحيدة التي تمتلك على مستواها لجنة ترشيحات ومكافآت مكونة من عضوين في المتوسط، أين تعقد اللجنة اجتماعين في المتوسط، أما لجنة التدقيق فهي الأخرى مكونة من عضوين في المتوسط وتجتمع مرتين خلال السنة المالية الواحدة، ولا توجد لجان أخرى تم الإفصاح عنها، كما أنه لم يتم الإفصاح عن مكافآت أو بدلات حضور اجتماعات اللجنتين.

تعتبر اللجان في دول مجلس التعاون الخليجي جد هامة على مستوى مجلس الإدارة؛ ففي ظل سوق مسقط المالي، يوجد على مستوى كل الشركات لجنة تدقيق يتراوح عدد الأعضاء بها أربعة في المتوسط مع انحراف يقدر بعضو واحد في المتوسط، بلغ أقصى عدد ستة أعضاء سجلت بشركة أوبار للفنادق والمنتجات سنة 2019، الشركة العمانية للاتصالات سنة 2017 والشركة العمانية الأوروبية للصناعات الغذائية سنة 2016، وبمعدل عضوين

كأدنى عضوية. نسبة الاستقلالية بلغت في المتوسط 74.09% وهي نسبة معتبرة، مع ملاحظة أن عدد المشاهدات التي سجلت بها استقلالية تامة قدر بـ 71 مشاهدة. تهتم الشركات بالإفصاح عن أتعاب وبدلات حضور اجتماعات اللجنة، فكل الشركات أفصحت عن المبالغ باستثناء أربع شركات، في حين أن شركة العنقاء للطاقة، شركة سيمبكوبر صلالة للطاقة والمياه وفندق البريمي لم تمنح أعضاء اللجنة أتعاباً خلال فترة الدراسة. إن الأتعاب المخصصة ترتبط باجتماعات اللجنة والتي بلغت في المتوسط خمسة اجتماعات، مع عدد أقصى للاجتماعات مسجل بالشركة العمانية للاتصالات سنة 2016 أين بلغ 11 اجتماعاً، في مقابل عدم انعقاد أي اجتماع للجنة خلال فترة الدراسة في فندق البريمي رغم اعتمادها كلجنة رسمية منبثقة عن مجلس الإدارة. بلغت نسبة حضور هذه الاجتماعات 90.24% وهي نسبة جيدة تعكس اهتمام الأعضاء بعمل اللجنة، أين سجل الحضور الكامل للأعضاء في 95 مشاهدة.

تهتم الشركات العمانية أيضاً بلجنة الترشيحات والمكافآت، تسمى أحياناً بلجنة الترشيحات والمكافآت والمشاريع، أين تم تسجيل 197 مشاهدة تضمنت إفصاحاً عن اللجنة، منها ثماني مشاهدات تم الإفصاح فيها بأن اللجنة لم تتطرق في العمل بعد في تقاريرها السنوية، يتعلق الأمر بـ: فندق البريمي خلال الأربع سنوات المدروسة، الفجر العالمية، العمانية للاستثمارات التعليمية والتدريبية، شركة الأسماك العمانية والمطاحن العمانية خلال سنة 2016، مما يبرز أن الشركات بعد هذه السنة أعادت النظر في اللجنة وفعلت نشاطها. بلغ عدد أعضاء اللجنة في المتوسط أربعة أعضاء، مع اختلاف بين المشاهدات بمعدل عضو في المتوسط، وقد بلغت نسبة الاستقلالية 56.31%؛ أي بمعدل عضوين مستقلين في المتوسط، حيث أن الاستقلالية التامة سجلت بـ 50 مشاهدة. يجتمع الأعضاء بمعدل ثلاث مرات خلال السنة، بأقصى عدد اجتماعات بلغ تسعة اجتماعات، وبنسبة حضور بلغت 87.29%، وتهتم الشركات بتخصيص بدلات حضور وتفصح الشركات عن ذلك في تقريرها السنوي أين لوحظ الإفصاح في 189 مشاهدة، ما يلاحظ أن بعض الشركات العمانية تدمج لجنة الترشيحات والمكافآت مع اللجنة التنفيذية ولا تجعلها مستقلة بذاتها\*. إلى جانب لجنتي التدقيق والترشيحات والمكافآت، قد تمتلك الشركة لجنة إضافية في المتوسط بما يسهل عمل مجلس الإدارة، وقد تزيد عن ذلك أين بلغ أقصى عدد لجان إضافية ثلاث لجان مشكلة في شركة إسمنت عمان خلال سنتي 2016 و2017.

تم الإفصاح بنسبة تامة عن لجان المجلس وما تعلق بنشاطها في سوق دبي المالي، حيث أن لجنة الترشيحات والمكافآت تتكون من ثلاثة أعضاء في المتوسط، بمعدل استقلالية بلغ 79.26% وهي نسبة جد مقبولة على اعتبار أن اللوائح الإماراتية فيما يتعلق بحوكمة الشركات تفرض استقلالية اللجان لضمان حسن الرقابة

\*لم يعتد باللجنة التنفيذية ضمن الدراسة كونها لجنة ضرورية بالشركة وتشكل في غالب الأحيان من الأعضاء التنفيذيين.

والتسيير أين سدلت بعض الشركات استقلالية تامة، وتعد اللجنة ثلاثة اجتماعات في المتوسط خلال السنة أين تم تسجيل أكبر عدد اجتماعات بشركة إعمار سنة 2016، بمعدل حضور بلغ 92.60% في المتوسط، وتمنح لأعضاء اللجان بدلات حضور لقاء حضور الاجتماعات، تستثنى من ذلك 13 مشاهدة لم يتم خلالها تسجيل منح بدلات، يتعلق الأمر بكل من: شركة ديار للتطوير للأربع سنوات، شركة دريك آند سكل للأربع سنوات، الإمارات للمرطبات لسنة 2019 وشركة الإسمنت الوطنية للأربع سنوات. فيما يتعلق بلجنة التدقيق، فقد بلغ متوسط عدد الأعضاء بها ثلاثة أعضاء، يجتمعون بمعدل خمسة اجتماعات في المتوسط، مع نسبة حضور تقدر بـ 90.81%، أين تضم لجان التدقيق ما نسبته 77.18% في المتوسط كأعضاء مستقلين، وتهتم الشركات بتخصيص بدلات حضور للأعضاء، أين يتم منح أتعاب الحضور في كل الشركات باستثناء ما تمت الإشارة إليه سابقا عند تعرضنا للجنة الترشيحات والمكافآت. تهتم الشركات أيضا بتكوين لجان أخرى بمعدل لجنة واحدة في المتوسط، يتعلق الأمر هنا في كثير من الأحيان بلجنة المتابعة والإشراف.

لا تختلف الشركات المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية عن سوق دبي المالي في اهتمامها بلجان مجلس الإدارة، أين يتم الإفصاح بشكل إلزامي عن لجنة الترشيحات والمكافآت ولجنة التدقيق. فيما يتعلق باللجنة الأولى، فقد بلغ متوسط أعضاء اللجنة ثلاثة أعضاء، أين تكونت أكبر لجنة من ستة أعضاء، بمعدل استقلالية 86.94% من مجموع الأعضاء؛ أي بمعدل عضوين إلى ثلاثة أعضاء في المتوسط، وقد سجلت عدد من اللجان استقلالية تامة حيث بلغ عدد المشاهدات 37 مشاهدة. تعقد اللجنة في المتوسط ثلاثة اجتماعات، وبلغ أقصى عدد اجتماعات 11 اجتماعا مسجلا بشركة أبوظبي الوطنية للفنادق لسنة 2018، بحضور ما نسبته 87.63% من الأعضاء؛ يتقاضون لقاء حضورهم أتعابا ولا تخصص أي مكافآت عن نشاط اللجنة، وقد تم تسجيل غياب منح البدلات في 20 مشاهدة. أما عن لجنة التدقيق، فتتكون من أربعة أعضاء في المتوسط، يتمتعون بالاستقلالية بنسبة 91.08% في المتوسط، يعقدون اجتماعات دورية بمعدل خمسة اجتماعات خلال السنة في المتوسط وبنسبة حضور 87.89%، أين يتقاضون مقابل حضورهم أتعابا في أغلب الشركات باستثناء 20 مشاهدة مماثلة تماما لتلك المسجلة فيما يتعلق بلجنة الترشيحات والمكافآت. في المتوسط وإلى جانب اللجنتين السابقتين، تهتم الشركات المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية بتكوين لجنة إضافية في المتوسط، وقد بلغ أقصى عدد لها أربعة مسجلة بشركة دانة غاز لسنة 2018.

في ظل غياب الإفصاح عن خصائص لجان مجلس الإدارة في الشركات الجزائرية المبحوثة، سيتم الاكتفاء باعتماد عدد اللجان المنبثقة عن مجالس إدارة الشركات خلال فترة الدراسة فقط كمتغير يعتمد في تقييم تطبيق الحوكمة حتى لا يلغى المتغير باعتبار أن أغلب الشركات قد اهتمت بالإفصاح عنه، وسيتم منح قيمة "0"

لكل من شركة صيدال والأوراسي الجزائريتين تعبيراً عن عدد اللجان حفاظاً منا على الشركات الجزائرية ضمن الدراسة.

وإن كان ميثاق الحكم الراشد الجزائري قد أتاح إمكانية اعتماد لجان لمساعدة المجلس منبثقة عنه، فالشركات الجزائرية المدروسة تبقى ضعيفة في مجال الإفصاح عن اللجان أو في اعتمادها فعلياً. في مقابل ذلك، أشار ميثاق حوكمة الشركات المساهمة العامة لسلطنة عمان إلى لجنتي الترشيحات والمكافآت والتدقيق، وأكد ضمهما لثلاثة أعضاء على الأقل مع ضرورة أن يكون أغلب أعضاء لجنة التدقيق من المستقلين، مع عقد لجنة اجتماعين على الأقل الترشيحات والمكافآت خلال السنة وفق ما تضمنه المبدأ العاشر منه. في حين أن دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة للإمارات اعتمد أيضاً اللجنتين السابق ذكرهما وأكد ضرورة احتوائهما لعضوين مستقلين على الأقل مهما كان عدد الأعضاء بهما، وفي حين أتاح إمكانية عقد اجتماع واحد خلال السنة فيما يخص لجنة الترشيحات والمكافآت، فقد أكد ضرورة اجتماع لجنة التدقيق مرة كل ثلاثة أشهر على الأقل بمجموع أربعة اجتماعات على الأقل خلال السنة المالية الواحدة وذلك في المواد 58، 59 و62 منه. بالنظر للمعطيات العملية، نجد اهتمام الشركات الخليجية المدروسة بلجان مجلس الإدارة، مع ذلك هناك قصور في احترام مبادئ ومواد موثيق الحوكمة، فبالتركيز على القيم الدنيا ضمن الجدول (3-6) نجد أن من الشركات المدرجة بسوق مسقط المالي من لا تمتلك لجاناً على مستواها، وأن من بين الشركات المدرجة في سوق دبي المالي من لا تحترم معدلات الاستقلالية المطلوبة. وأنه وفي ظل سوق أبوظبي للأوراق المالية من الشركات من لا تحترم عدد الاجتماعات المطلوبة فيما يتعلق بلجنة التدقيق.

استناداً إلى تقرير "حوكمة الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية" الصادر عن اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية سنة 2017، فإن الإمارات منحت الدرجة الأعلى من حيث معدل الامتثال (9)، تليها سلطنة عمان (8) وأخيراً الجزائر (3) وهو ما يتفق مع دراستنا هذه (راجع، ص: 129).

#### 2-1-4- هيكـل الملكية

يعتبر هيكل الملكية آلية هامة هي الأخرى تفرض التفصيل فيها، فهي أول ما اهتم به منظرو حوكمة الشركات ولولا الفصل في الملكية لما كان لهذا المفهوم صدى على المستويين العلمي والعملي. بالتركيز على ست خصائص متعلقة بهيكل الملكية، سنحاول التطرق إلى تبيان وضع هذا المتغير في الشركات محل الدراسة وفق ما يلخصه الجدول (3-7):

## الجدول (3-7): خصائص هيكل الملكية في الشركات محل الدراسة.

| الملكية<br>العائلية | ملكية<br>الأجانب | ملكية<br>الحكومة | ملكية<br>المؤسسات | ملكية<br>المسيرين | تركز<br>الملكية |     |
|---------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----|
| 45.90               | 0                | 53.33            | 49                | 53.59             | 81.71           | م.ح |
| 0                   | 0                | 39.39            | 49                | 53.59             | 5.13            | م.ا |
| 45.9                | 0                | 0.8              | 49                | 53.59             | 95.4            | ق.ق |
| 45.9                | 0                | 0                | 49                | 53.59             | 80              | ق.د |
| -                   | 1.88             | 28.76            | 61.94             | 60.31             | 74.72           | م.ح |
| -                   | 3.81             | 10.43            | 29.76             | 28.12             | 17.27           | م.ا |
| -                   | 11.00            | 51.06            | 99.13             | 91.68             | 100             | ق.ق |
| -                   | 0.00             | 20.00            | 2.90              | 31                | 8.60            | ق.د |
| 17.01               | 13.80            | 3.06             | 60.79             | 13.01             | 42.61           | م.ح |
| 5.66                | 17.62            | 9.03             | 22.85             | 27.69             | 24.53           | م.ا |
| 19.84               | 47.47            | 39.10            | 98.55             | 79.87             | 79.87           | ق.ق |
| 8.52                | 0                | 0                | 22.18             | 0                 | 0               | ق.د |
| -                   | 7.40             | 16.27            | 37.85             | 12.59             | 50.83           | م.ح |
| -                   | 12.57            | 18.47            | 18.24             | 20.14             | 19.12           | م.ا |
| -                   | 60.88            | 55.91            | 78.60             | 68.34             | 78.89           | ق.ق |
| -                   | 0                | 0                | 8.30              | 0.01              | 6               | ق.د |

المصدر: بالاعتماد على تقارير الشركات.

بلغ متوسط نسبة تركيز الملكية لدى الشركات الجزائرية 81.71%، مع الأخذ بعين الاعتبار عدم إفصاح شركة بيوفارم عن نسب الملكية للسنوات 2017، 2018 و2019، حيث أن تركيز الملكية سنة 2016 بلغ 95.40%، في حين أن النسب التي تم اعتمادها فيما يتعلق بشركة صيدال وفندق الأوراسي تعبيراً عن تركيز الملكية في هذه الشركات هي نسبة 80% المسموح بها في حال الإدراج في بورصة الجزائر فيما يتعلق بالشركات العمومية؛ أي أن النسب المعتمدة تبقى تقديرية في ظل عدم إفصاح كامل عن نسب الملكية للفئات المختلفة. في هذه الحالة، فإن نسب ملكية الحكومة بلغت 80% في كل من الأوراسي وصيدال في حين أن ملكية الحكومة في شركة بيوفارم معدومة باعتبارها شركة خاصة؛ في مقابل ذلك، تبرز ملكية المؤسسات (49%) وملكيتي المسيرين (53.59%) والملكية العائلية (45.90%) مما يجعل من هيكل ملكية شركة بيوفارم متنوعاً ويمنحها بذلك ميزة مقارنة بالشركات الأخرى باعتبارها إلى حد ما أخذت بأهم ما تتم دراسته في مجال تركيبة هيكل الملكية ضمن حوكمة الشركات، حيث أنه يفترض أن ملكية المسيرين، المؤسسات والعائلات تجعل من إدارة الشركة تعمل لتحقيق مصالحهم وذلك

لحرصهم على متابعة أموالهم. لم يتم الإفصاح عن ملكية العمال وملكية الأجانب في كل من الأوراسي وصيدال، في حين تتعدم في شركة بيوفارم.

من جهة أخرى، يتميز سوق مسقط المالي بتركز في الملكية (74.72%) مع ملاحظة أن أربع شركات لم تنصح عن ملكية أسهمها خلال فترات الدراسة: مطاحن صلالة، شركة الأسماك العمانية، الشركة الأولى وشركة ظفار للمربطبات، كما أن من بين الشركات المدروسة اكتفت شركة الغاز الوطنية، شركة إسمنت عمان، العمانية للاتصالات، ضيافة الصحراء والنهضة للخدمات بالإشارة إلى فئات الأسهم أو أسماء كبار المساهمين دون تحديد النسب، مما يجعل من هذا المتغير يمس فقط بـ43 شركة، أين بلغت أقصى نسبة 100% مسجلة بشركة الشرفية لتحلية المياه خلال الفترة 2016-2018، في حين بلغت أدنى نسبة سجلت بشركة صناعة مواد البناء والمقاولات سنة 2017 أين تعود ملكية 8.60% من أسهم الشركة لمساهم واحد فقط، أما عن بقية الشركات فإن 175 مشاهدة سجلت نسبة تركيز في الملكية تفوق 50%.

الإفصاح عن تنوع الملكية وفئات المالكين يعتبر ضعيفا جدا في هذه السوق، حيث أنه لم يتم الإفصاح عن الملكية العائلية وملكية العمال، في حين تم الإفصاح عن ملكية المسيرين من قبل شركة أوبار للفنادق والمنتجعات وشركة حلويات عمان خلال فترة الدراسة، شركة ظفار للسياحة وشركة الحسن الهندسية خلال 2016 و2017، في حين أن الشركة الوطنية للمنظفات الصناعية أفصحت عن المسيرين المالكين لنسبة 5% من أسهم الشركة، ليبغ بذلك متوسط ملكية المسيرين في الشركات المعنية 60.31% وهي نسبة جد معتبرة تجعل من المسيرين مهتمين بالشركة وأدائها وفق ما تقتضيه نظرية الوكالة. في حين بلغ عدد الشركات التي أفصحت عن نسب الملكية المؤسسية أو المالكين لنسبة 5% من الأسهم 11 شركة بمجموع مشاهدات يقدر بـ47 مشاهدة، حيث بلغ متوسط ما تم الإفصاح عنه من ملكية المؤسسات 61.94% أين سجلت أقصى قيمة بشركة ظفار للصناعات السمكية والغذائية حيث بلغت 99.13%. تم الإفصاح عن ملكية الحكومة بكل من شركة الأسماك العمانية، العالمية لإدارة الفنادق وأوبار للفنادق والمنتجعات خلال الأربع سنوات وشركة المطاحن العمانية خلال 2016 و2017، في حين اكتفت شركة الفجر العالمية وشركة المها لتسويق المنتجات النفطية بالإفصاح عن المالكين لـ5% من رأسمال الشركة، لتبلغ نسبة ملكية الحكومة في حدود ما تم الإفصاح عنه 28.76% في المتوسط. أما عن ملكية الأجانب فقد سجل الإفصاح عنها في 28 مشاهدة مقسمة على سبع شركات، وتعتبر نسبة ملكية الأجانب ضعيفة جدا أين بلغت 1.88% في المتوسط.

فيما يتعلق بسوقي دبي وأبوظبي الماليين فإنه يتم التركيز على التفصيل في مختلف فئات وطبيعة مالكي الأسهم وهو ما يجعل من الإفصاح عن هيكل الملكية جيدا في هذين السوقين عند أغلب الشركات. بالنظر إلى تركيبة هيكل ملكية الشركات المدرجة بسوق دبي، نجد أن تركيز الملكية بلغ ما نسبته 42.61% مع وجود تشتت

في القيم أين بلغ الانحراف المعياري 24.53%، وقد سجلت أقصى قيمة مقدرة بـ 79.87% في شركة Du لسنة 2019، في حين أن شركة الاتحاد العقارية لسنتي 2016 و2017 لم تشهد وجود أي مساهم مالك لنسبة 5% فما أكثر، كل ذلك يثبت أن الشركات تميل إلى تشتيت ملكيتها حيث أن عدد المشاهدات التي سجلت نسبة تركيز في الملكية فاقت 50% بلغ 17 مشاهدة فقط، أي أن أغلب الشركات يمتلك مساهموها نسبة تقل عن 5% من مجموع الأسهم. بلغت نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة 13.01% في المتوسط، مع ملاحظة أن في 18 مشاهدة لم يتم الإفصاح عن هذه الملكية، وقد بلغت أقصى قيمة 79.87% في شركة Du لسنة 2019 مما يعني أن كبار المساهمين هم في الأساس أعضاء ضمن مجلس الإدارة وهو ما يجعلهم يعملون لتعظيم ثروة الشركة وفق ما تقتضيه نظرية الوكالة. على عكس ذلك، تم تسجيل قيم معدومة في 15 مشاهدة مما يعني أن أعضاء مجلس الإدارة لا يمتلكون أي سهم ضمن الشركات المعنية.

بلغ متوسط ملكية المؤسسات 60.79% مع انحراف يقدر بـ 22.85% حيث سجلت أقصى قيمة بشركة داماك سنة 2017 قدرت بـ 98.55% في حين أدنى قيمة سجلت بشركة دريك آند سكل سنة 2016 قدرت بـ 22.18% وهو ما يبرز اهتمام الشركات بوجود مساهمين من فئة المؤسسات سواء تعلق الأمر بمؤسسات مالية أو بشركات أخرى، فكل المشاهدات تم تسجيل ملكية المؤسسات بها باستثناء مشاهدة واحدة لم يتم فيها الإفصاح عن ملكية المؤسسات (يونيكاي للأغذية سنة 2019). عن ملكية الحكومة، بلغ متوسط نسبتها 3.06% وهي نسبة منخفضة، حيث أن أقصى قيمة بلغت 39.10% سجلت بشركة إعمار سنة 2018، مما يجعل من الحكومة الإماراتية تميل إلى خصصة الشركات بدل امتلاكها بما في ذلك الشركات الكبرى والأساسية. أما عن الشركات العائلية، فقد تم تسجيل متوسط نسبة ملكية تقدر بـ 17.01% تعود لشركة الإمارات للمطبات خلال فترة الدراسة، في حين أن باقي الشركات لم تفصح عن الملكية العائلية. أما عن ملكية الأجانب، فقد بلغت في المتوسط 13.80%، أين سجلت أقصى قيمة قدرت بـ 47.47% بشركة أرامكس سنة 2018، في حين لم تفصح شركة يونيكاي للأغذية سنة 2019 عن ملكية الأجانب، بلغ عدد الشركات التي لا يمتلك الأجانب نسبة فيها 11 مشاهدة. أخيراً، لم تتم الإشارة لملكية العمال إما لانعدامها أو لعدم اعتبارها أساسية في عملية الإفصاح.

لا تختلف الشركات المدرجة بسوق أبوظبي عن نظيرتها المدرجة بسوق دبي من حيث طبيعة الإفصاح عن هيكل الملكية. في هذا الصدد، بلغ متوسط تركيز الملكية ما نسبته 50.83% مع انحراف للقيم عن متوسطها بنسبة 19.12%، أين سجلت أقصى نسبة تركيز 78.89% في شركة الخليج للمشاريع الطبية سنة 2018، في حين تعتبر شركة رأس الخيمة العقارية الأكثر تشتتاً أين تم تسجيل نسبة تركيز تقدر بـ 6% فقط سنة 2018، مع تسجيل غياب الإفصاح لمشاهدتين تتعلقان بشركة رأس الخيمة العقارية. تبلغ ملكية أعضاء مجلس الإدارة في الشركات التي تم الإفصاح فيها عن ذلك ما نسبته 12.59% (34 مشاهدة)، أين بلغت أقصى قيمة 68.34% مسجلة بشركة

الخليج للمشاريع الطبية سنة 2018، في مقابل 0.01% مسجلة بشركة الدار العقارية سنة 2019، مما جعل من الانحراف المعياري كبيراً فقد قدر بـ 20.14% عاكساً بذلك التشتت، ولم تتم الإشارة إلى ملكية العمال في الشركات المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية إما لانعدامها أو لعدم منحها أهمية حال الإفصاح.

فيما يتعلق بملكية المؤسسات، فقد بلغت ما نسبته 37.85% مع عدم وجود أي مشاهدة لم يتم الإفصاح عنها أو أخذت قيمة معدومة، حيث بلغت أدنى قيمة 8.30% ما يبرز اهتمام الشركات بملكية المؤسسات. عن ملكية الحكومة، بلغ متوسط نسبتها 16.27% مع تشتت ملحوظ بلغ 18.47% وهو ما تبرزه أكثر القيم القصوى والدنيا والتي بلغت 55.91% مسجلة بشركة الفجيرة لصناعات البناء و 0% مسجلة في شركة أبوظبي الوطنية لمواد البناء، شركة الخليج للمشاريع الطبية وشركة أبوظبي لبناء السفن. من جهة أخرى، تمثل 7.40% متوسط ملكية الأجانب، أين تهتم كل الشركات بالإفصاح عن هذا النوع من الملكية، كما أن كل الشركات يعود جزء ولو بسيط من رأسمالها للأجانب باستثناء شركة الخليج للمشاريع الطبية لجميع السنوات المدروسة وشركة أبوظبي الوطنية لمواد البناء خلال سنة 2016، في حين أن ملكية الأجانب بلغت 60.88% في شركة دانة غاز لسنة 2017 وهي أقصى قيمة مسجلة. ولم يتم في ظل سوق أبوظبي الإشارة إلى الملكية العائلية بأي صيغة كانت إما لانعدامها أو لغياب أهمية الإفصاح عنها.

في ظل ما توافر من بيانات حول هيكل الملكية، سيتم التركيز فقط على تركيز الملكية كمتغير معبر عن هيكل الملكية في الشركات محل الدراسة مع إلغاء الشركات التي لم تفصح عن تركيز هيكل ملكيتها، يتعلق الأمر بالشركة الأولى وشركة ظفار للمربطات المدرجتين في سوق مسقط المالي، وسيتم الإبقاء على الشركات التي لم تفصح خلال سنة معينة خلال فترة الدراسة أين سيتم الاحتفاظ بنفس النسبة المسجلة في حالة الإفصاح عن سنة واحدة فقط واعتماد المتوسط في حالة أكثر من سنة، يتعلق الأمر هنا بشركة بيوفارم المدرجة في بورصة الجزائر، شركة رأس الخيمة العقارية المدرجة في سوق أبوظبي وشركة يونيكاي المدرجة في سوق دبي، مع إلغاء شركة إعمار المدرجة في السوق نفسه من الدراسة لعدم توفر البيانات للسنوات الأربع.

## 2-1-5- خصائص المدير التنفيذي

كأخر متغير ضمن حوكمة الشركات، يلخص الجدول (3-8) خصائص المدير التنفيذي: العمر، الشهادات العلمية، المكافآت، الأقدمية والجنس في الشركات محل الدراسة:

## الجدول (3-8): خصائص المدير التنفيذي في الشركات محل الدراسة.

| الجنس            | الأقدمية في الشركة | المكافآت | الشهادات العلمية | العمر |   |                            |
|------------------|--------------------|----------|------------------|-------|---|----------------------------|
| 8 (ذكور)         | 0                  | 0        | 3                | 0     | 1 | بورصة الجزائر              |
| 4 (عدم الإفصاح)  | 12                 | 12       | 9                | 12    | 0 |                            |
| 110 (ذكور)       | 114                | 200      | 106              | 0     | 1 | سوق مسقط المالي            |
| 98 (منهم 4 إناث) | 94                 | 8        | 102              | 208   | 0 |                            |
| 52               | 37                 | 52       | 28               | 0     | 1 | سوق دبي المالي             |
| 0                | 15                 | 0        | 24               | 52    | 0 |                            |
| 17 (ذكور)        | 56                 | 59       | 9                | 4     | 1 | سوق أبوظبي للأوراق المالية |
| 43 (عدم الإفصاح) | 4                  | 1        | 47               | 56    | 0 |                            |

المصدر: بالاعتماد على تقارير الشركات.

تميل الشركات لعدم الإفصاح عن عمر المدير التنفيذي، باستثناء شركة أركان لمواد البناء المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية. فيما يخص المستوى التعليمي، يوجد تباين من حيث الإفصاح من عدمه، حيث أفصحت شركة بيوفارم لثلاث سنوات عن الشهادات العلمية لمديرها التنفيذي، في حين أن أفصحت سبع شركات من بين الشركات المدرجة بسوق دبي المالي عن الشهادات العلمية، أما سوق أبوظبي للأوراق المالية فقد أفصحت كل من شركة أركان، شركة دانة غاز (2016) وشركة الخليج للمشاريع الطبية عن الشهادات العلمية لمدراءها التنفيذيين، في حين شهد سوق مسقط المالي اهتماما من قبل الشركات في إفصاحها عن المستوى التعليمي، حيث أن عدد المشاهدات بلغ 106 مشاهدة؛ أي ما يقارب 27 شركة قامت بالإفصاح عن الشهادات العلمية لمدراءها التنفيذيين. تميل الشركات لاعتماد الذكور ضمن هذا المنصب بدل الإناث، حيث أن كل المدراء التنفيذيين لشركات سوق دبي المالي من الذكور، في حين أن الجزائر وأبوظبي يتم اعتماد الذكور أو عدم الإفصاح عن مسمى المدير التنفيذي، وقد اعتلت المنصب امرأة في كلية مجان المدرجة بسوق مسقط المالي خلال الفترة 2016-2019، في حين أن 110 من المشاهدات في هذا السوق كانت لصالح الذكور.

وفي حين يتم الإفصاح عن تواريخ تعيين المدراء التنفيذيين بالشركات المدرجة بالأسواق المالية الخليجية المدروسة، فإن الشركات المدرجة ببورصة الجزائر لم تفصح عن سنوات التعيين. أخيرا، تهتم الشركات المدرجة بالأسواق الخليجية كثيرا بالإفصاح عن المستحقات الممنوحة للمدراء التنفيذيين، أين يتم الإفصاح عن الأتعاب، الرواتب، البدلات، المكافآت وغيرها وهو ما يغيب في بورصة الجزائر. تختلف طبيعة المكافآت الممنوحة من سوق لآخر و من شركة لأخرى، ففي بعض الأحيان يتم اعتماد نسبة من صافي الأرباح كما هو معمول به في شركة العربية للطيران المدرجة بسوق دبي، أو مكافآت عينية كسيارة من الشركة وعضوية نادي علمي التي اعتمدها

شركة الاتحاد العقارية المدرجة هي الأخرى بسوق دبي، أو أسهم من الشركة كتلك التي تعتمد عليها الدار العقارية المدرجة بسوق أبوظبي، في حين تكتفي بقية الشركات بمنح مبالغ محددة أو الاكتفاء فقط بالبدلات أو عدم منح أي مكافأة للمدير التنفيذي، وفي كثير من الأحيان تحدد المكافآت الممنوحة لكبار التنفيذيين وليس المدير التنفيذي في حد ذاته، غالبا لخمس مدراء تنفيذيين. انطلاقا من خصائص المدير التنفيذي التي تم الإفصاح عنها، فسيتم إلغاء هذه المتغيرات لعدم توفر البيانات المطلوبة خاصة فيما يتعلق بالشركات الجزائرية.

## 2-2- مؤشّر الأداء المالي (العائد على حقوق الملكية)

بناء على ما تمت دراسته من علاقة حوكمة الشركات بالأداء المالي، فإن هذا الأخير يعتبر هدفا تسعى آليات الحوكمة المتبناة لتحقيقه إما من خلال تحسينه أو على الأقل المحافظة عليه باعتباره مرتبنا بمستقبل الشركة واستمراريتها. يعتبر العائد على حقوق الملكية المؤشر المعتمد ضمن دراستنا للتعبير عن الأداء المالي ويشكل فيما بعد مخرجا للتحليل المعتمد في تقييم حوكمة الشركات المدروسة. يلخص الجدول (3-9) النتائج المحققة خلال سنوات الدراسة فيما يتعلق بالشركات المختلفة:

الجدول (3-9): العائد على حقوق الملكية في الشركات محل الدراسة (%).

| القيمة الدنيا | القيمة القصوى | الانحراف المعياري | المتوسط الحسابي | العائد على حقوق الملكية |      |            |
|---------------|---------------|-------------------|-----------------|-------------------------|------|------------|
|               |               |                   |                 | 0.1078                  | 2016 |            |
|               |               |                   |                 | 0.1117                  | 2017 | بورصة      |
| 0.0046        | 0.2322        | 0.0799            | 0.0980          | 0.0957                  | 2018 | الجزائر    |
|               |               |                   |                 | 0.0710                  | 2019 |            |
|               |               |                   |                 | 0.0153                  | 2016 |            |
|               |               |                   |                 | 0.0150                  | 2017 | سوق مسقط   |
| -4.1030       | 7.3979        | 0.6964            | 0.0164          | 0.0149                  | 2018 | المالي     |
|               |               |                   |                 | 0.0155                  | 2019 |            |
|               |               |                   |                 | -0.0628                 | 2016 |            |
|               |               |                   |                 | -0.0829                 | 2017 | سوق دبي    |
| -3.9688       | 0.2928        | 0.6203            | -0.0775         | -0.0847                 | 2018 | المالي     |
|               |               |                   |                 | -0.0838                 | 2019 |            |
|               |               |                   |                 | 0.0391                  | 2016 | سوق أبوظبي |
|               |               |                   |                 | 0.0394                  | 2017 | للأوراق    |
| -0.5910       | 1.0821        | 0.1958            | 0.0416          | 0.0402                  | 2018 | المالية    |
|               |               |                   |                 | 0.0494                  | 2019 |            |

المصدر: بالاعتماد على تقارير الشركات.

يلاحظ من الجدول (3-9) اختلاف الأسواق المالية من حيث معدلات العائد على حقوق الملكية المحققة في شركاتها خلال 2016-2019، فانطلاقاً من الشركات المدرجة ببورصة الجزائر، نجد أن متوسط معدلات العائد بلغت ما يقارب 9.8% وهو ما يعني أن كل دينار إضافي مستثمر كحقوق مساهمين يؤدي إلى التحسين في النتائج المالية الصافية (نتيجة الدورة الصافية) بنسبة 9.8%، حيث تراوح متوسط معدلات العائد على حقوق الملكية خلال فترة الدراسة بين 10.78% و 7.1% مع ملاحظة ميل المعدلات للانخفاض خلال السنوات في المجمل. تتباين الشركات في تحقيقها لمعدلات عائد بنسبة انحراف قدرت بـ 7.99% في ظل مدى يقدر بـ 22.76% وهو فرق ملحوظ، أين بلغت أقصى قيمة 23.22% مسجلة في شركة بيوفارم سنة 2017، في مقابل 0.46% مسجلة كأدنى قيمة في فندق الأوراسي سنة 2019.

حققت الشركات المدرجة بسوق مسقط المالي معدل عائد على حقوق الملكية بلغ 1.64% في المتوسط خلال فترة الدراسة، مع انحراف واضح بين المعدلات المحققة بلغ 69.64%؛ أي أن كل ريال إضافي كحقوق ملكية يؤدي إلى توليد نتائج صافية بمقدار 0.70 ريال تقريباً. أين سجلت أقصى قيمة في الشركة الأولى سنة 2016 حيث بلغت 739.79% ويرجع السبب في ذلك إلى انخفاض في حقوق المساهمين بفعل الخسائر المتراكمة (5.07 مليون ريال) التي خفضت حقوق الملكية (0.13 مليون ريال) في مقابل تحسن النتائج المالية المحققة سنة 2016 (0.95 مليون ريال)، في حين أن أدنى قيمة تم تسجيلها في شركة ظفار للصناعات السمكية والغذائية سنة 2018، أين يلاحظ ارتفاع الخسائر المالية للشركة (-0.94 مليون ريال) في مقابل حقوق الملكية (-0.23 مليون ريال)\*. عبر السنوات، تعتبر معدلات العائد على حقوق الملكية متقاربة جداً ومتذبذبة.

يعتبر متوسط العائد على حقوق الملكية المحقق في الشركات المدرجة بسوق دبي المالي سالبا؛ أي أن كل درهم إضافي مستثمر لا يرفع من النتيجة بل يؤدي إلى تخفيضها بنسبة 7.75%، حيث أن الانحراف بين الشركات في ذلك بلغ 62.03% مما يعكس وجود شركات ضمن المنطقة الموجبة من العائد، أين بلغ عدد المشاهدات التي سجلت معدلات عائد موجبة 39 مشاهدة من أصل 52 مشاهدة مدروسة. بلغت أقصى نسبة 29.28% سجلت في شركة داماك سنة 2016، في مقابل أدنى قيمة مسجلة في شركة دريك آند سكل سنة 2017 أين كانت النتائج سالبة (-1.40 مليون ريال) في مقابل مجموع حقوق ملكية منخفض (0.36 مليون ريال). ما يلاحظ أيضاً على هذا السوق أنه وعبر السنوات لا توجد معدلات عوائد موجبة.

يعتبر سوق أبوظبي للأوراق المالية الوحيد الذي يعرف ارتفاعاً في معدلات العائد على حقوق الملكية من سنة إلى أخرى رغم بساطة الفرق، وقد حققت الشركات المدرجة به خلال فترة الدراسة ما نسبته 4.16%، مع

\*تم الأخذ بحقوق الملكية موجبة عند حساب معدل العائد على حقوق الملكية للحفاظ على سلبية العائد.

انحراف معياري قدر بـ19.58% وهو انحراف مقبول نوعا ما، حيث أن أقصى قيمة 108.21% سجلت بشركة الخليج للمشاريع الطبية سنة 2017، في مقابل أدنى قيمة تم تسجيلها في شركة الخليج للصناعات الدوائية سنة 2019 حيث قدرت بـ59.10% أين كانت نتيجة الشركة سالبة (518.9- مليون ريال).  
أخيرا، ما تجب الإشارة إليه هو أنه لا يمكن المقارنة بين العوائد على حقوق الملكية المحققة عبر مختلف الأسواق لاختلاف عدد الشركات المدرجة المدروسة، فارتفاع متوسط معدل العائد في بورصة الجزائر لا يعني بالضرورة تفوقها وإنما يأتي ذلك كنتيجة لانخفاض عدد الشركات المعنية بالدراسة المدرجة بها.

## 3- اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

سنحاول التركيز خلال هذا الجزء على تقييم حوكمة الشركات محل الدراسة التي اختيرت من بعض الأسواق المالية العربية. كما سبقت الإشارة إليه، فسيتم بداية تقدير المتغيرات للفترة الزمنية اللاحقة 2020-2023 باعتماد نظرية الأنظمة الرمادية أين تعد مخرجاتها أساسية في تقييم حوكمة الشركات في مرحلة ثانية باعتماد التحليل التطويقي للبيانات. إن المرور بالخطوتين السابقتين يؤهلنا لاختبار فرضيات المحور الأخير من الدراسة.

## 3-1- وصف متغيرات الدراسة

انطلاقاً من تحليلنا لجميع المتغيرات ضمن المبحث السابق واختيار بعضها فقط باعتبارها مشتركة في جميع الشركات، فإنه تم اعتماد كل من حجم مجلس الإدارة، اجتماعات المجلس والتنوع الجنسي كخصائص تتعلق بمجلس الإدارة، بالإضافة إلى عدد لجان المجلس، تركيز الملكية ومعدل الإفصاح للتعبير عن المجموعات المتبقية: لجان المجلس، هيكل الملكية والإفصاح والشفافية، مع احتفاظنا بالعائد على حقوق الملكية كمؤشر للأداء المالي، ليكون بذلك عدد مدخلات التحليل التطويقي للبيانات سبعة متغيرات (متغيرات الحوكمة)، في مقابل متغير واحد كمخرج للتحليل (الأداء المالي).

بلغ عدد المشاهدات التي تم الاستغناء عنها لعدم استيفاء المعطيات فيما يتعلق بتركز الملكية بها 40 مشاهدة، موزعة على عشر شركات، تسعة منها مدرجة ضمن سوق مسقط: شركة ظفار للمطبات، الشركة الأولى، شركة الغاز الوطنية، شركة إسمنت عمان، شركة الأسماك العمانية، الشركة العمانية للاتصالات، شركة النهضة للخدمات، ضيافة الصحراء ومطاحن صلالة، وشركة واحدة مدرجة ضمن سوق دبي المالي: شركة إعمار. عدد الشركات التي سيتم تقييم الحوكمة بها بلغ بذلك 73 شركة (بورصة الجزائر: ثلاث شركات، سوق مسقط المالي: 43، سوق دبي المالي: 12 وسوق أبوظبي للأوراق المالية: 15) بمجموع مشاهدات يقدر بـ 292 مشاهدة. توزع الشركات حسب القطاعات وفق الآتي: العقارات (6)، النقل (2)، الصناعة (24)، السلع الاستهلاكية والكمالية (14)، الاتصالات (1)، الخدمات (16) والطاقة (10).

يلخص الجدول (3-10) معطيات الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المعدلة:

## الجدول (3-10): وصف متغيرات الدراسة النهائية.

| القيمة الدنيا | القيمة القصوى | الانحراف المعياري | المتوسط الحسابي |                         |
|---------------|---------------|-------------------|-----------------|-------------------------|
| 4             | 12            | 1.57              | 7.59            | حجم المجلس              |
| 3             | 15            | 1.72              | 5.70            | نشاط المجلس             |
| 0%            | 28.57%        | 5.67%             | 2.64%           | التنوع الجنسي           |
| 0             | 6             | 0.87              | 2.36            | عدد لجان المجلس         |
| 0%            | 100%          | 23.69%            | 64.73%          | تركز الملكية*           |
| 44.74%        | 92.11%        | 8.54%             | 81.49%          | معدلات الإفصاح          |
| -3.9688       | 4.1030        | 0.4412            | 0.0569          | العائد على حقوق الملكية |

\*تم الاحتفاظ بكل من شركة يونيكاي للأغذية (سوق دبي المالي) وشركة رأس الخيمة للأغذية (سوق أبوظبي للأوراق المالية) رغم أنها لا تتضمن إفصاحاً عن كل السنوات فيما يتعلق بتركز الملكية، حيث تم اعتماد متوسط النسب المفصوح عنها وذلك لتقاربها.

المصدر: بالاعتماد على تقارير الشركات.

من الجدول (3-10) نلاحظ أن عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات المدروسة خلال سنوات الدراسة بلغ ثمانية أعضاء في المتوسط، مع انحراف بمعدل عضوين في المتوسط، حيث أن أكبر مجلس شمل 12 عضواً، أين يجتمع الأعضاء ما يقارب خمسة اجتماعات في المتوسط خلال السنة المالية، وانحراف يقدر باجتماعين في المتوسط، وقد بلغ أقصى عدد اجتماعات 15 اجتماعاً. لتسهيل عمله، تتبثق عن مجلس الإدارة ثلاث لجان في المتوسط، حيث أن أقصى عدد بلغ ست لجان، مع انعدام اللجان في مجالس أخرى بما في ذلك لجنة التدقيق ولجنة الترشيحات والمكافآت وهو حال الشركات الجزائرية. كما أن مجالس إدارة الشركات المدروسة تمتاز بتراجع العنصر النسوي بها، حيث أنه تم تسجيل انعدام للعنصر النسوي في عدد من الشركات وفق ما توضحه القيمة الدنيا، وبمعدل 2.64% من مجموع أعضاء المجلس في المتوسط. معدلات الإفصاح تعتبر مقبولة إلى حد كبير أين بلغ متوسط معدل الإفصاح بلغ 81.49% مع انحراف قدر بـ 8.54%، وقد تم تسجيل أدنى قيمة بلغت 44.74% وهي نسبة تعتبر متراجعة. من جهة أخرى، فإن الشركات المدروسة هي شركات تمتاز بتركز في الملكية حيث بلغت النسبة 64.73%، مع انحراف بلغ 23.69% يعكس التشتت وهو ما تؤكد القيمتين القصوى والدنيا 100% و 0 على الترتيب.

بالتركيز على الجانب الآخر، بلغت نسبة العائد على حقوق الملكية في المتوسط 5.69%، بمعنى أن كل وحدة نقدية مستثمرة في حقوق الملكية تؤدي إلى تحسين النتائج المالية للشركات بـ 0.0569 وحدة نقدية في المتوسط. مع تشتت واضح فيما تحققه الشركات من عوائد جعل من قيمة الانحراف تبلغ 44.12%، وهو ما توضحه أيضاً القيمتين القصوى والدنيا.

## 3-2- تقدير قيم المتغيرات للفترة 2020-2023

إن المعطيات التي سيتم اعتمادها في تقييم حوكمة الشركات هي معطيات لفترة مستقبلية بالنظر لأن ما يهتم المستثمرين هو نتائج الشركة للفترة اللاحقة. يلخص الجدول (3-11) نتائج نظرية الأنظمة الرمادية المعتمدة في تقدير المتغيرات:

الجدول (3-11): وصف متغيرات الدراسة بعد التقدير.

| القيمة الدنيا | القيمة القصوى | الانحراف المعياري | المتوسط الحسابي |                         |
|---------------|---------------|-------------------|-----------------|-------------------------|
| 4             | 12            | 1.54              | 7.59            | حجم المجلس              |
| 4             | 15            | 1.64              | 5.65            | نشاط المجلس             |
| 0             | %26.05        | %5.16             | %2.31           | التنوع الجنسي           |
| 0             | 11            | 0.95              | 2.39            | عدد لجان المجلس         |
| 0             | %100          | %23.14            | %65.2           | تركز الملكية            |
| %44.74        | %93.84        | %8.54             | %81.51          | معدلات الإفصاح          |
| -17.0258      | 2.4000        | 1.0627            | -0.0006         | العائد على حقوق الملكية |

المصدر: بالاعتماد على نتائج نظرية الأنظمة الرمادية ضمن Matlab.

يلاحظ، استنادا إلى نتائج الجدول (3-11)، ثبات متغيرات الحوكمة عموما خلال الفترة 2020-2023 وهو ما يعكس أن الشركات محل الدراسة لا تغير من آليات حوكمتها عبر السنوات، وما يكون من تغيير لا يبرز بشكل واضح، وهذا بالنظر لكون نظرية الأنظمة الرمادية في تقديرها للسنوات اللاحقة تعتمد السنوات السابقة. إن ثبات نظام الحوكمة يعتبر أمرا جيدا نظريا، فعدم تغييره من سنة لأخرى يعتبر مؤشرا لاستقرار الشركة عموما وعدم وجود تضارب للمصالح، إلا أنه من الناحية العملية لا يمكن الحكم على نجاعة النظام إذا لم يحقق الهدف الذي وجد من أجله وهو ما يؤكد ضرورة تقييم كفاءة الحوكمة بدل وجود الآليات عند التطرق لدراسة حوكمة الشركات. يفترض أن تكون النتائج المالية للفترة 2020-2023، وفق نتائج نظرية الأنظمة الرمادية، متراجعة جدا مقارنة بالفترة 2016-2019، حيث أن متوسط العائد على حقوق الملكية يصبح سالبا؛ بمعنى أن كل استثمار إضافي كحقوق في الملكية لا يؤدي إلى تحسين النتائج المالية للشركة، مع تسجيل انحراف واضح بين معدلات العائد على حقوق الملكية وفق ما تبرزه قيمة الانحراف المعياري والقيمتين القصوى والدنيا لهذا المؤشر.

## 3-3- تقييم مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات محل الدراسة

تهتم الدراسة بتقييم مستوى تطبيق الحوكمة بالدرجة الأولى في الشركات المدروسة، ثم اختبار ما يتعلق بها من فرضيات، بداية من تباين الأسواق والقطاعات من حيث مستويات التطبيق، وصولاً إلى دراسة محددات كفاءة نظام الحوكمة من خلال دراسة علاقة كل آلية من آليات حوكمة الشركات المعتمدة في التقييم بمستويات تطبيق الحوكمة.

## 3-3-1- كفاءة نظام حوكمة الشركات المدروسة

تستمد نتائج كفاءة نظام الحوكمة المعبرة عن مستوى التطبيق من التحليل التطويقي للبيانات، حيث أن متغيرات الحوكمة تعبر عن المدخلات في مقابل العائد على حقوق الملكية كمرجع للتحليل، وفي ظل اعتماد التوجه الخارجي مع نموذج عوائد الحجم الثابتة. يلخص الجدول (3-12) نتائج التحليل التطويقي للبيانات:

**الجدول (3-12): وصف مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات المدروسة.**

| القيمة الدنيا | القيمة القصوى | الانحراف المعياري | المتوسط الحسابي | كفاءة نظام الحوكمة |
|---------------|---------------|-------------------|-----------------|--------------------|
| 1.6%          | 100%          | 30.18%            | 52.91%          |                    |

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج DEAP V 2.1.

يلاحظ أن متوسط كفاءة نظام الحوكمة في الشركات المدروسة بلغ 52.91% وهي نسبة نعتبرها متوسطة، مع ملاحظة وجود شركات سجلت الكفاءة التامة والتي تعتبر حدوداً للكفاءة، في مقابل شركات سجلت قيمة منخفضة من بينها 1.6% التي تظهر ضمن الجدول كقيمة دنيا، بلغ بذلك الانحراف المعياري 30.18% وهو ما يعكس تشتت القيم عن متوسطها الحسابي، كل ذلك وفق ما يوضحه الجدول (3-12).

بلغ عدد الشركات التي حققت كفاءة تامة ثلاث شركات: شركة فولتامب للطاقة (سوق مسقط المالي)، شركة صيدال (بورصة الجزائر) وشركة إسمنت رأس الخيمة (سوق أبوظبي المالي)، وهي الشركات التي تشكل حدوداً للكفاءة وفق ما يقتضيه التحليل التطويقي للبيانات، على أن الشركات المتبقية يفترض أن تعمل على التحسين من كفاءتها لتبلغ بذلك حدود الكفاءة التامة. في مقابل ذلك، بلغ عدد الشركات التي تعتبر كفاءتها ضعيفة جداً 12 شركة، حيث أن معدلات الكفاءة بها كانت أقل من 20%، في حين أن عدد الشركات التي تعد معدلات الكفاءة بها ضعيفة لكونها تأخذ قيم المجال [0.4;0.2] بلغ 15 شركة، وهو العدد نفسه فيما يتعلق بتلك التي حصرت قيمها ضمن المجال [0.6;0.4] محققة بذلك كفاءة متوسطة. أما عن الشركات التي حققت كفاءة جيدة فقد بلغ عددها 14 شركة محصورة قيمها بين [0.8;0.6]. أخيراً، بلغ عدد الشركات التي حققت معدلات كفاءة

ممتازة 17 شركة بما في ذلك تلك المحققة لكفاءة تامة، أين تندرج قيمها ضمن المجال [1;0.8] (راجع الملحق رقم 03).

بذلك، تكون نسبة الشركات التي حققت معدلات كفاءة جيدة إلى ممتازة 42.47%؛ أي أن أكثر من نصف عدد الشركات تعتبر معدلات الكفاءة بها متوسطة إلى ضعيفة جدا وهو ما يعكس تراجع توافق آليات الحوكمة المطبقة مع معدلات العائد على حقوق الملكية المحققة، الأمر الذي يخل بالهدف الذي وجد من أجله نظام الحوكمة. انطلاقا من النتائج المتوصل إليها يتم قبول فرضية الدراسة والتي مفادها: "يعتبر مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية محل الدراسة متوسطا".

### 3-3-2- تباين مستويات كفاءة نظام الحوكمة بحسب الأسواق المالية

لدراسة تباين الأسواق المالية من حيث معدلات كفاءة نظام الحوكمة المحققة بالشركات المدرجة بها، سيتم اعتماد تحليل التباين الأحادي (One-Way Analysis of Variance) وذلك لاختبار الفرضية التي مفادها: "توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين معدلات الكفاءة المحققة من قبل الشركات بحسب السوق المالي عند مستوى دلالة 0.05".

تقوم الفرضية أعلاه على مقارنة متوسطات الكفاءة في الأسواق المالية المدروسة للحكم على تقاربها أو تباينها، لأجل ذلك، سيتم بداية اختبار شروط اعتماد تحليل التباين الأحادي، يتعلق الأمر بخضوع معدلات الكفاءة للتوزيع الطبيعي (La Normalité des données)\* وكذا لتجانس التباين داخل المجموعة (L'Homogénéité de la variance intragroupe)<sup>1</sup>. يلخص الجدول (3-13) نتائج الاختبارين الإحصائيين Shapiro-Wilk و Levene:

**الجدول (3-13): اختبار إمكانية اعتماد تحليل التباين الأحادي.**

| مستوى الدلالة | Levene |      | الإحصائية | Shapiro-Wilk  |             |           |
|---------------|--------|------|-----------|---------------|-------------|-----------|
|               | ddl2   | ddl1 |           | مستوى الدلالة | درجة الحرية | الإحصائية |
| 0.741         | 69     | 3    | 0.417     | 0.005         | 73          | 0.949     |

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS V20.

تتص الفرضية الصفرية لاختبار Shapiro-Wilk على أن البيانات تخضع للتوزيع الطبيعي، وترفض الفرضية إذا كانت  $p \leq 0.05$ . انطلاقا من معطيات الجدول (3-13) يتم رفض الفرضية الصفرية والحكم بأن معدلات الكفاءة لا تخضع للتوزيع الطبيعي.

\* بما أن معدلات الكفاءة هي مخرجات نموذج رياضي لا معلمي فيتم توقع أنها تخضع للاختبارات اللامعلمية.

<sup>1</sup> \_ Manu CARRICANO, Fanny POUJOL, "Analyse de Données avec SPSS", Pearson Education, France, 2009, p: 109.

من جهة أخرى، يتم دراسة تجانس التباين باعتماد اختبار Levene والذي تنص الفرضية الصفرية له على أن تباين المجموعات متساوٍ، وتقبل الفرضية إذا كان  $p > 0.05$ . في حالتنا هذه تقترب مستويات التباين من التساوي عبر المجموعات وفق ما تفرضه الفرضية الصفرية، ويمكن في هذه الحالة اعتماد تحليل التباين الأحادي. في ظل كون التوزيع الطبيعي شرطاً يجب تحققه، فإن البديل الأمثل في هذه الحالة هو اعتماد أحد الاختبارات اللامعلمية بدل الاختبارات المعلمية. يعتبر اختبار Kruskal-Wallis اختباراً لا معلمياً بديلاً لتحليل التباين الأحادي، وهو ما سيتم اعتماده في دراسة التباين بين الأسواق المالية المختلفة المدروسة تبعاً لمعدلات كفاءة نظام الحوكمة المحققة بالشركات المدرجة بها. يلخص الجدول (3-14) نتائج اختبار Kruskal-Wallis:

**الجدول (3-14): دراسة تباين الأسواق المالية من حيث معدلات الكفاءة.**

| الأسواق المالية            | المشاهدات | متوسط الترتيب | كاي تربيع | درجة الحرية | مستوى الدلالة |
|----------------------------|-----------|---------------|-----------|-------------|---------------|
| بورصة الجزائر              | 3         | 35.00         |           |             |               |
| سوق مسقط المالي            | 43        | 39.74         | 1.883     | 3           | 0.597         |
| سوق دبي المالي             | 12        | 34.33         |           |             |               |
| سوق أبوظبي للأوراق المالية | 15        | 31.67         |           |             |               |

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS V20.

تقارب ترتيب الأسواق المالية من حيث معدلات كفاءة نظام الحوكمة المحققة بالشركات المدرجة على مستواها، بالنظر لنتائج الجدول (3-14)، أين يعتبر سوق مسقط المالي الأول ترتيباً، تليه بورصة الجزائر، سوق دبي المالي وأخيراً سوق أبوظبي للأوراق المالية. انطلاقاً من نتائج اختبار Kruskal-Wallis فإنه لا يوجد اختلاف بين الوسيط الحسابي لكل مجموعة مما يلغي التباين بينها من حيث معدلات الكفاءة المحققة فيما يتعلق بنظام الحوكمة للشركات المدرجة بالأسواق المختلفة، أين تنص الفرضية الصفرية لهذا الاختبار على تساوي الوسيط لمختلف المجموعات المدروسة، وتقبل الفرضية إذا كانت  $p > 0.05$ .

بناءً على ذلك، يتم رفض فرضية الدراسة التي مفادها: "توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين معدلات الكفاءة المحققة من قبل الشركات بحسب السوق المالي عند مستوى دلالة 0.05"، حيث أن معدلات كفاءة نظام الحوكمة المحققة في الشركات عبر الأسواق المدروسة لا تعرف اختلافاً، وهو ما يبرز أن قوة مواثيق الحوكمة من دولة لأخرى لم تحدث فرقاً بين الأسواق المختلفة، فرغم أن الهيئات الرسمية الإماراتية عرفت اهتماماً بأدلة الحوكمة وأجرت تحديثات متتابة حتى سنة 2020 إلا أن شركاتها لم تختلف عن تلك المدرجة بسوق مسقط المالي ولا حتى بورصة الجزائر، وهو ما يجعلنا نؤكد أن ترتيب الشركات بناءً على تطبيق آليات الحوكمة لن يكون في كثير من الأحيان صائباً ما لم يتم النظر في مدى تحقيق الهدف الذي وجدت من أجله هذه الآليات.

للتعمق في فهم وضع الأسواق المالية، يلخص الجدول (3-15) معدلات الكفاءة بحسب مستوياتها المختلفة: ضعيفة جدا، ضعيفة، متوسطة، جيدة وممتازة، المحققة عبر الأسواق المختلفة:

**الجدول (3-15): توزيع معدلات كفاءة نظام الحوكمة حسب الأسواق المالية.**

| المجموع | [1;0.8] | 10.8;0.6] | 10.6;0.4] | 10.4;0.2] | 10.2;0] |                            |
|---------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|----------------------------|
| 3       | 1       | 0         | 0         | 2         | 0       | بورصة الجزائر              |
| 43      | 10      | 11        | 10        | 6         | 6       | سوق مسقط المالي            |
| 12      | 3       | 1         | 1         | 5         | 2       | سوق دبي المالي             |
| 15      | 3       | 2         | 4         | 2         | 4       | سوق أبوظبي للأوراق المالية |

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج DEAP V 2.1.

من الجدول أعلاه، نجد أن شركتين مدرجتين ضمن بورصة الجزائر حققتا مستوا ضعيفا في معدلات كفاءة نظام الحوكمة، يتعلق الأمر بشركة بيوفارم (26.40%) ومجموعة الأوراسي (21.70%)، في مقابل شركة صيدال التي حققت الكفاءة التامة. فيما يتعلق بسوق مسقط المالي، فإن ما نسبته 72.09% من الشركات تقع في مجال القيم المتوسطة إلى الممتازة، حيث أن فولتامب للطاقة سجلت كفاءة تامة، مع وجود ست شركات سجلت معدلات كفاءة فاقت نسبة 90%: المتحدة للطاقة (96.10%)، أوبار للفنادق (95.10%)، السوداني للطاقة (92%)، سيمكورب صلالة للطاقة والمياه (90.40%)، صلالة لخدمات الموانئ (99.20%) وحلويات عمان (94.80%)، مع تسجيل أن ما نسبته 60.47% من مجموع الشركات المدرجة في هذا السوق حققت معدلات كفاءة فاقت أو ساوت نسبة 50%.

فيما يتعلق بسوقي دولة الإمارات الماليين، نجد أن ست شركات مدرجة في كل من سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية حققت معدلات كفاءة ممتازة، يتعلق الأمر بكل من شركة التبريد المركزي (93.50%)، يونيكاي للأغذية (97.30%) والاتحاد العقارية (99.30%) من سوق دبي المالي وشركة إسمنت رأس الخيمة (100%)، شركة رأس الخيمة العقارية (81.30%) وشركة الشارقة للإسمنت والتنمية الصناعية (84.10%) من سوق أبوظبي للأوراق المالية. ما يلاحظ أيضا أن ست شركات فقط مدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية حققت معدلات كفاءة فاقت 50%، فإلى جانب الشركات الثلاث المذكورة سابقا، نجد شركة الخليج للصناعات الدوائية (55%)، شركة الجرافات البحرية الوطنية (63.50%) وشركة سيراميك رأس الخيمة (78.70%)، في حين أن ما نسبته 60% من الشركات معدلات كفاءة نظام حوكمتها تقل عن 50%. من جهة أخرى، قدرت نسبة الشركات المدرجة بسوق دبي المالي التي حققت معدلات كفاءة أقل من 50% بـ 58.33%، في مقابل خمس شركات

حققت المعدل المذكور أو فاقتته، يتعلق الأمر بشركة الإمارات للمربطبات (50%) وشركة الإسمنت الوطنية (60.60%)، بالإضافة إلى الشركات الثلاث السالف ذكرها.

إن كل ما سبق ذكره يبرز تراجع معدلات الكفاءة في الأسواق المالية المدروسة، وهو ما يثبت عدم توافق آليات الحوكمة المطبقة مع معدلات العائد على حقوق الملكية المحققة في أغلب الشركات.

### 3-3-3- تباين مستويات كفاءة نظام الحوكمة بحسب القطاعات

من جهة أخرى، تهتم الدراسة باختبار التباين بين معدلات كفاءة نظام الحوكمة تبعا لقطاع الشركات، حيث تختبر الدراسة الفرضية التي مفادها: "توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين معدلات الكفاءة المحققة من قبل الشركات بحسب نوع قطاع النشاط عند مستوى دلالة 0.05". لأجل ذلك، سيتم اعتماد اختبار Kruskal-Wallis مجددا لكون معدلات الكفاءة لا تخضع للتوزيع الطبيعي والذي يلخص الجدول (3-16) نتائجه:

الجدول (3-16): دراسة تباين القطاعات من حيث معدلات الكفاءة.

| القطاعات                    | عدد الشركات | المتوسط الحسابي | كاي تربيع | درجة الحرية | مستوى الدلالة |
|-----------------------------|-------------|-----------------|-----------|-------------|---------------|
| العقارات                    | 6           | 32.83           |           |             |               |
| النقل                       | 2           | 8.50            |           |             |               |
| الصناعة                     | 24          | 33.19           |           |             |               |
| السلع الاستهلاكية والكمالية | 14          | 43.32           | 8.800     | 6           | 0.185         |
| الاتصالات                   | 1           | 27.00           |           |             |               |
| الخدمات                     | 16          | 36.06           |           |             |               |
| الطاقة                      | 10          | 48.00           |           |             |               |

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS V 20.

تقارب ترتيب القطاعات من حيث معدلات كفاءة نظام الحوكمة المحققة بالشركات التابعة لها في المجلد، بناء على نتائج الجدول (3-16). يأتي في صدارة الترتيب قطاع الطاقة (48) والذي يضم عشر شركات، يليه قطاع السلع الاستهلاكية والكمالية (43.32) بمجموع 14 شركة، فقطاع الخدمات (36.06)، الصناعة (33.19) وبدرجة متقاربة قطاع العقارات (32.83)، ثم الاتصالات (27)، ويتأخر بشكل واضح قطاع النقل (8.50). انطلاقا من نتائج اختبار Kruskal-Wallis فإنه لا يوجد اختلاف بين الوسيط الحسابي لكل مجموعة مما يلغي التباين بينها من حيث معدلات الكفاءة المحققة فيما يتعلق بنظام الحوكمة للشركات بحسب قطاعاتها، حيث تنص الفرضية الصفرية لهذا الاختبار على تساوي الوسيط لمختلف المجموعات المدروسة، وتقبل الفرضية إذا كانت  $p > 0.05$ .

بناء على ذلك، يتم رفض فرضية الدراسة التي مفادها: "توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين معدلات الكفاءة المحققة من قبل الشركات بحسب نوع قطاع النشاط عند مستوى دلالة 0.05"، مما يجعل من كفاءة نظام الحوكمة لا تختلف من قطاع لآخر ولا يحدث هذا الأخير فرقا في ذلك.

للتفصيل أكثر في مستويات كفاءة نظام الحوكمة حسب القطاعات، يلخص الجدول (3-17) توزيع الشركات في مختلف القطاعات حسب مجالات الكفاءة:

**الجدول (3-17): توزيع معدلات كفاءة نظام الحوكمة حسب القطاعات.**

| المجموع | [1;0.8] | [0.8;0.6] | [0.6;0.4] | [0.4;0.2] | [0.2;0] |                             |
|---------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|-----------------------------|
| 6       | 2       | 0         | 0         | 3         | 1       | العقارات                    |
| 2       | 0       | 0         | 0         | 0         | 2       | النقل                       |
| 24      | 3       | 6         | 6         | 3         | 6       | الصناعة                     |
| 14      | 3       | 4         | 4         | 3         | 0       | السلع الاستهلاكية والكمالية |
| 1       | 0       | 0         | 0         | 1         | 0       | الاتصالات                   |
| 16      | 3       | 3         | 5         | 3         | 2       | الخدمات                     |
| 10      | 6       | 1         | 0         | 2         | 1       | الطاقة                      |

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج DEAP V 2.1.

تم تسجيل شركتين فقط من قطاع العقارات يعتبر معدل كفاءة نظام حوكمتها ممتازا، يتعلق الأمر بشركة الاتحاد العقارية المدرجة بسوق دبي المالي (99.30%) وشركة رأس الخيمة العقارية المدرجة بسوق أبوظبي للأوراق المالية (81.30%)، في حين أن أربع شركات قلت معدلات كفاءة نظام الحوكمة بها عن 50%. تعتبر معدلات الكفاءة ضعيفة جدا فيما يتعلق بالشركات الناشطة في قطاع النقل والبالغ عددها في دراستنا شركتين مدرجتين في سوق دبي المالي، كما يعتبر معدل الكفاءة ضعيفا في شركة Du المدرجة بسوق دبي المالي والناشطة ضمن قطاع الاتصالات. ما يلاحظ فيما يتعلق بقطاع الصناعة والذي يضم أكبر عدد من الشركات أن ما نسبته 54.17% من الشركات الناشطة في هذا المجال سجل نظام الحوكمة بها معدلات كفاءة ساوت أو فاقت 50%، أين حققت في ذلك كل من شركة صيدال الجزائرية وشركة إسمنت رأس الخيمة الإماراتية معدلات كفاءة تامة، مع تسجيل شركة الشارقة للإسمنت والتنمية الصناعية معدل كفاءة قدر بـ 84.10% مما يجعل من الشركات المحققة لمعدلات كفاءة ممتازة يبلغ ثلاث شركات ضمن هذا القطاع.

كثاني أكبر قطاع ضمن الدراسة، بلغ عدد الشركات الناشطة في قطاع الخدمات والمحققة لمعدلات كفاءة ممتازة ثلاث شركات يتعلق الأمر بشركة صلالة لخدمات الموانئ المدرجة بسوق مسقط المالي (99.20%)، شركة التبريد المركزي المدرجة بسوق دبي المالي (93.50%) وأوبار للفنادق المدرجة بسوق مسقط المالي (95.10%)،

حيث أن نصف عدد الشركات الناشطة بهذا القطاع حققت نسبة ساوت أو فاقت 50%. قطع السلع الاستهلاكية والكمالية هو الآخر سجل معدلات كفاءة متوسطة إلى جيدة بنسبة 64.29%، حيث أن ثلاث شركات حققت معدلات ممتازة: حلويات عمان المدرجة بسوق مسقط المالي (94.80%)، شركات الصفاء للأغذية المدرجة بسوق مسقط المالي (87.90%)، يونيكاي للأغذية المدرجة بسوق دبي المالي (97.30%). فيما يتعلق بقطاع الطاقة، فيشمل العدد الأكبر من الشركات المحققة لمعدلات كفاءة ممتازة، جميعها مدرجة بسوق مسقط المالي: صحار للطاقة (84.90%)، الشرقية لتحلية المياه (88.50%)، فولتامب للطاقة (100%)، المتحدة للطاقة (96.10%)، السوادي للطاقة (92%) وشركة سيمبكورب صلالة للطاقة والمياه (90.40%)، في حين أن نسبة الشركات التي حققت معدلات كفاءة تساوي أو تفوق 50% بلغ 70% في هذا القطاع.

تعكس القطاعات هي الأخرى تراجع معدلات كفاءة نظام الشركات، حيث أن عدد الشركات التي تعتبر معدلات الكفاءة ممتازة يعتبر متراجعا مقارنة ببقية المستويات وهو ما يجعل من ضرورة العمل على تحسين تطبيق الحوكمة في هذه الشركات أمرا مطلوباً.

### 3-3-4- محددات كفاءة نظام الحوكمة

بغية دراسة محددات كفاءة نظام الحوكمة؛ أي معرفة أي من آليات الحوكمة ساهمت في إحداث الفرق بين الأنظمة التي تتميز بالكفاءة وغيرها، وبذلك اختبار آخر فرضية من فرضيات الدراسة والمتعلقة بمحددات كفاءة نظام الحوكمة، سنحاول بداية تقسيم معدلات الكفاءة إلى مجموعتين:

- أنظمة تمتاز بالكفاءة العالية: يعتبر نظام الحوكمة ذو كفاءة إذا كان معدل الكفاءة يفوق 60%.

- أنظمة تمتاز بالكفاءة المتدنية: يعتبر نظام الحوكمة غير كفء إذا قل المعدل أو ساوى نسبة 60%.

بالنظر لوجوب دراسة التباين بين المجموعتين السابقتين، وفي ظل متغيرات حوكمة كلها كمية، سيتم اختبار إمكانية اعتماد تحليل التباين الأحادي. يلخص الجدول (3-18) نتائج اختبار خضوع متغيرات الحوكمة للتوزيع الطبيعي وكذا اختبار تجانس التباين:

الجدول (3-18): اختبار إمكانية اعتماد تحليل التباين الأحادي.

| Levene        |      |      |           | Shapiro-Wilk  |             |           |               |
|---------------|------|------|-----------|---------------|-------------|-----------|---------------|
| مستوى الدلالة | ddl2 | ddl1 | الإحصائية | مستوى الدلالة | درجة الحرية | الإحصائية |               |
| 0.524         | 71   | 1    | 0.409     | 0.000         | 73          | 0.891     | حجم المجلس    |
| 0.839         | 71   | 1    | 0.041     | 0.000         | 73          | 0.549     | التنوع الجنسي |
| 0.644         | 71   | 1    | 0.216     | 0.000         | 73          | 0.822     | الإفصاح       |
| 0.647         | 71   | 1    | 0.211     | 0.000         | 73          | 0.814     | لجان المجلس   |
| 0.100         | 71   | 1    | 2.774     | 0.002         | 73          | 0.942     | تركز الملكية  |
| 0.084         | 71   | 1    | 3.068     | 0.000         | 73          | 0.876     | نشاط المجلس   |

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS V 20.

من نتائج الاختبارين، يلاحظ أن تحليل التباين الأحادي لا يناسب طبيعة المتغيرات المراد دراستها، في هذه الحالة يتم اعتماد اختبار Kruskal-Wallis بدلا عن ذلك، فوفق ما تضمنه الجدول (3-18) لا تخضع المتغيرات المدروسة جميعها للتوزيع الطبيعي لكون إحصائية اختبار Shapiro-Wilk ذات دلالة في كل حالة هذا من جهة (رفض الفرضية الصفرية للاختبار)، ولكون إحصائية Levene غير دالة مما يبرز تجانس التباين من جهة أخرى (قبول الفرضية الصفرية للاختبار). يلخص الجدول (3-19) نتائج اختبار Kruskal-Wallis اللامعلمي:

الجدول (3-19): محددات كفاءة نظام الحوكمة في الشركات محل الدراسة.

| مستوى الدلالة | درجة الحرية | كاي تربيع | المتوسط الحسابي |             |               |
|---------------|-------------|-----------|-----------------|-------------|---------------|
| 0.635         | 1           | 0.225     | 38.29           | الكفاءة     | حجم المجلس    |
|               |             |           | 36.05           | غير الكفاءة |               |
| 0.137         | 1           | 2.216     | 32.84           | الكفاءة     | نشاط المجلس   |
|               |             |           | 40.07           | غير الكفاءة |               |
| 0.940         | 1           | 0.006     | 36.84           | الكفاءة     | التنوع الجنسي |
|               |             |           | 37.12           | غير الكفاءة |               |
| 0.593         | 1           | 0.285     | 35.61           | الكفاءة     | لجان المجلس   |
|               |             |           | 38.02           | غير الكفاءة |               |
| 0.425         | 1           | 0.637     | 39.31           | الكفاءة     | تركز الملكية  |
|               |             |           | 35.30           | غير الكفاءة |               |
| 0.274         | 1           | 1.198     | 33.85           | الكفاءة     | الإفصاح       |
|               |             |           | 39.32           | غير الكفاءة |               |

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS V 20.

تعكس نتائج الجدول (3-19) تقارب قيم الوسيط لكلا النموذجين عبر مختلف المجموعات المدروسة، حيث أن  $p > 0.05$  في كل الحالات مما يجعلنا نقبل الفرضية الصفرية لاختبار Kruskal-Wallis ونحكم بعدم وجود تباين بين الأنظمة الكفؤة وغير الكفؤة مهما كان المتغير المعتمد في ذلك، كل ذلك يدفعنا لرفض فرضيات الدراسة:

- "يعتبر حجم مجلس الإدارة محددًا لكفاءة نظام الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية المدروسة عند مستوى دلالة 0.05".
- "يعتبر نشاط مجلس الإدارة محددًا لكفاءة نظام الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية المدروسة عند مستوى دلالة 0.05".
- "يعتبر التنوع الجنسي على مستوى مجلس الإدارة محددًا لكفاءة نظام الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية المدروسة عند مستوى دلالة 0.05".
- "تعتبر لجان مجلس الإدارة محددًا لكفاءة نظام الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية المدروسة عند مستوى دلالة 0.05".
- "يعتبر تركيز الملكية محددًا لكفاءة نظام الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية المدروسة عند مستوى دلالة 0.05".
- "يعتبر الإفصاح والشفافية محددًا لكفاءة نظام الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية المدروسة عند مستوى دلالة 0.05".

يؤكد نفي فرضيات الدراسة تراجع تأثير آليات حوكمة الشركات على العائد على حقوق الملكية، ما يجعلنا نحكم مجددًا أن تطبيق حوكمة الشركات بالأسواق المالية المدروسة لا يزال متراجعًا رغم سعي السلطات الرسمية لترسيخ هذا المفهوم عبر تبني إصدارات الحوكمة المختلفة والتأكيد على ضرورة الإفصاح عن ممارساتها في المجال خاصة ما يتعلق بمنطقة الخليج العربي. يلاحظ هنا أنه تم اختبار المحددات منفصلة لاستحالة جمعها أو المزج بينها بغية اختبار فرضية الدراسة الأساسية: "تعتبر آليات الحوكمة المدروسة محددات لكفاءة نظام الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية محل الدراسة عند مستوى دلالة 0.05".

## خلاصة

تضمن الفصل الدراسة التطبيقية لموضوع البحث، فاهتم بتتبع آليات حوكمة الشركات المعتمدة عبر عدد من الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية، ثم محاولة تقييم كفاءتها باعتماد التحليل التطويقي للبيانات بعد تقدير المعطيات للفترة 2020-2023 باستخدام نظرية الأنظمة الرمادية. خلص الفصل للنتائج الآتية:

- تعرضت مؤشرات حوكمة الشركات للعديد من الانتقادات، الأمر الذي فرض على الباحثين في المجال تبني أساليب أخرى غير تلك القائمة على الاستبيان في جمع البيانات وكذا تحليلها، ليتم اعتماد التقارير بدل المقابلات والأساليب الرياضية بدل التتقيط في ذلك، وهو ما تم اعتماده ضمن دراستنا.
- تتباين الشركات من حيث تطبيق آليات الحوكمة بالنظر لطبيعة التشريعات وبيئات الأعمال، ويعتبر سوقي دولة الإمارات الأفضل من حيث معدلات الإفصاح ومن حيث جودة ما تتضمنه التقارير المعلن عنها.
- أثبتت النتائج أن مستوى حوكمة الشركات (كفاءة نظام الحوكمة) يعتبر متوسطا في الشركات محل الدراسة، وأن الشركات لا تتباين في ذلك من حيث الأسواق المالية ولا من حيث القطاعات، وهو ما جعل من الفرضية الأولى للدراسة مقبولة، في مقابل رفض الفرضيتين الثانية والثالثة.
- أثبتت النتائج أيضا أن آليات حوكمة الشركات لا تعتبر محددات لكفاءة نظام الحوكمة وهو ما يدفعنا للحكم على تراجع تطبيق الحوكمة في الشركات المدروسة وأن آليات الحوكمة يبقى تطبيقها نظريا ولا علاقة لها بمستويات الأداء المالي المحققة في أغلب الشركات.

إن النتائج المتوصل إليها، وإن كانت محدودة في بعض زواياها، إلا أنها تثمن العمل وما يدعو له من ضرورة الاهتمام بتطبيق حوكمة الشركات لدفع بيئات الأعمال العربية نحو الأفضل، خاصة وأن العديد من التقارير الصادرة عن المنظمات العالمية، على غرار منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، اهتمت بالمنطقة كثيرا. لا يتوقف الاهتمام في ذلك على بعث موثيق في المجال وإنما تقييم تطبيق هذه الموثيق بناء على ما حققته من نتائج عملية.

---

خاتمة

---

تمحور موضوع هذه الدراسة حول تقييم مستوى تطبيق حوكمة الشركات المدرجة ببعض الأسواق المالية العربية، حيث شكلت المقاربة المعتمدة في ذلك هدفاً ضمنياً أساسياً. أين تم التركيز على دراسة أربعة أسواق مالية: بورصة الجزائر (ثلاث شركات)، سوق مسقط المالي (52 شركة)، سوق دبي المالي (13 شركة) وسوق أبوظبي للأوراق المالية (15 شركة)، للفترة 2016-2019 بمجموع مشاهدات بلغ 332 مشاهدة. فرضت طبيعة موضوع الدراسة باعتباره وصفيًا ثم تحليليًا تقسيمها إلى ثلاثة فصول تناول كل فصل منها شفاً من مجال حوكمة الشركات ما سهل بناء المقاربة المعتمدة في تقييم حوكمة الشركات في البيئة المدروسة.

تضمن الفصل الأول التقسيم النظري لمفهوم حوكمة الشركات، بداية بعرض وبشيء من التفصيل نظريات حوكمة الشركات، حيث قسمت بحسب ترتيبها الزمني وتغير المفاهيم بها انطلاقاً من نظرية الوكالة وصولاً إلى الاتجاه الحديث لحوكمة الشركات ضمن مقارباته المعرفية والسلوكية في بناء المفهوم. لنتطرق بعدها إلى نماذج حوكمة الشركات سواء ما تم التأصيل فيه نظرياً أو ما هو موجود كماراسات عملية. إن استعراض نماذج حوكمة الشركات والتركيز على مختلف خصائصها جعلنا نقرب من فهم نماذج الحوكمة المعتمدة في بيئات الأعمال العربية، كما مكننا من تحليل تقارب النماذج على ضوء آراء مختلف الباحثين وتقديم توصيات بتحسين نماذج الحوكمة المطبقة في الدول العربية بالأخذ من خصائص النماذج الأخرى. في الأخير، تم اعتماد دراسة وصفية تحليلية للدراسات السابقة التي أنجزت في مجال حوكمة الشركات والتي اهتمت بدراسة علاقة أبعادها، آلياتها ومبادئها بالأداء المالي، ما سهل علينا ضبط المتغيرات المعتمدة في بناء مقاربتنا لتقييم حوكمة الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية.

في الفصل الثاني، تم بحث بيئات الأعمال العربية بتحليل وضعها التشريعي، السياسي والمؤسسي ما سهل الحكم على توجهها نحو نموذج معين من نماذج حوكمة الشركات، مركزين في ذلك على الخصائص الأساسية التي تم بناء عليها اختبار توجه الدول نحو نموذج بعينه، تعلق الأمر أساساً بوضع الأسواق المالية، البنوك وتركز الملكية. تم بعدها التركيز على الجانب القانوني الخاص بحوكمة الشركات وذلك باستعراض مختلف مواد وبنود موثيق ولوائح حوكمة الشركات الصادرة عن الهيئات الحكومية لبعض الدول العربية. خصص آخر جزء لدراسة علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية العربية بدراسة وضع الحوكمة في عشر دول عربية باعتماد نتائج دراسة استقصائية صادرة عن اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية سنة 2017، وربط نتائج هذه الدراسة بتقلبات أسعار الأسهم كمؤشر معبر عن أداء الأسواق المالية.

في آخر فصل والمتضمن هدف الدراسة الأساسي، تم استعراض المنهجية المتبعة في الدراسة وكذا الإطار التطبيقي لها، بالتطرق لأهم المؤشرات المعتمدة في تقييم حوكمة الشركات وكذا وجهات النظر حولها، التعريف

بالأساليب المعتمدة في هذه الدراسة، متغيراتها ومشاهداتها. ليطم بعدها تقديم وصف لمختلف المتغيرات عبر مختلف الشركات ومن ثم إعادة ضبط المتغيرات المشتركة حتى تكون أساسا في تقييم حوكمة الشركات في البيئات المعنية. بلغ عدد المشاهدات النهائية 292 مشاهدة موزعة عبر 73 شركة (بورصة الجزائر: 3، سوق مسقط المالي: 43، سوق دبي المالي: 13، سوق أبوظبي المالي: 14) دوما للفترة 2016-2019. تم اعتماد نظرية الأنظمة الرمادية لتقدير قيم المتغيرات خلال الفترة 2020-2023، ثم اعتماد التحليل التطويقي للبيانات لتقييم كفاءة نظم حوكمة الشركات المعتمدة (مستوى التطبيق) وكذا ترتيبها. بلغ عدد المتغيرات سبع متغيرات، حيث أن كلا من حجم مجلس الإدارة، نشاط المجلس، التنوع الجنسي، لجان المجلس، تركيز الملكية والإفصاح والشفافية تعتبر متغيرات الحوكمة، وقد تم اعتمادها جميعها كمدخلات للتحليل التطويقي للبيانات، في حين شكل العائد على حقوق الملكية والذي يعبر عن الأداء المالي مخرجا للتحليل.

وفيما يأتي من عناصر تفصيل لأهم النتائج التي تم التوصل إليها نظريا وتطبيقيا، اقتراحات الدراسة وآفاقها المستقبلية.

## 1- النتائج النظرية للدراسة

تلخص هذه النتائج أهم ما تم التوصل إليه نظريا بما في ذلك نتائج المحور الأول للدراسة والخاص بأسس تقييم حوكمة الشركات:

- إن تصنيف نماذج حوكمة الشركات لا يستند إلى نظرياتها بل يعتمد على الأبعاد القانونية، الثقافية والمؤسسية لبيئات الأعمال. في هذا الصدد، برز البعد المالي كعامل أساسي في التمييز بين مختلف النماذج، حيث يميل النموذج الأنجلوساكسوني إلى امتلاك سوق مالي نشط مما يجعل من تركيز الملكية مشتتة على مستواه ويمنح القدرة على الرقابة للآليات الخارجية مقارنة بمجلس الإدارة. في مقابل ذلك، يمتاز النموذج الألماني-الياباني بتركيز الملكية بفعل اعتماد البنوك كمصدر تمويل بدل الأسواق المالية، وتعتبر فيه الآليات الداخلية عاملا أساسيا لتحقيق الرقابة. إن استمرار كلا النموذجين في نفس الوقت يعكس كفاءتهما في إطار البيئات التي ينشطان بها، وهو ما جعل من الاهتمام الحالي يتجه نحو دراسة إمكانية تقارب نماذج حوكمة الشركات بدل المفاضلة بينها.

- بتحليل ملخصات 424 دراسة تطبيقية، تبين أن المؤشرات المحاسبية اعتبرت الأكثر استخداما في تقييم الأداء المالي خاصة العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول. أما عن متغيرات حوكمة الشركات، فيلاحظ تركيز الدراسات في أغلبها على الآليات الداخلية لحوكمة الشركات عند دراسة العلاقة مع الأداء المالي، تعلق الأمر أساسا بخصائص مجلس الإدارة ولجانه، هيكل الملكية بمختلف أنواعه، وكذا خصائص المدير التنفيذي.

- تراجعت أبعاد الحكم الراشد في الدول العربية خلال السنوات الأخيرة، أين اعتبر بعد العنف والمساءلة الأضعف تطبيقاً، كما أن أغلب الدول العربية عاشت حالة من عدم الاستقرار السياسي. إن التراجع الملحوظ في تطبيق أبعاد الحكم الراشد أفضى إلى تراجع حوكمة الشركات، فليس لهذه الأخيرة أن تعرف مستوى تطبيق جيد في ظل بيئة تتراجع فيها مؤهلات ذلك.
- احتلت دول منطقة الخليج العربي المراتب الأولى ضمن المنطقة العربية في مؤشر التنافسية العالمي وهذا راجع بالأساس لما وفرته هذه الدول من بنى تحتية، تشريعات متنوعة وتسهيلات مست مختلف المجالات. إن تأخر ترتيب بعض الدول العربية فيما يتعلق بقطاع الأعمال وما وفرته من ظروف مشجعة على بعث مشاريع جديدة أعطى صورة مبدئية حول التطبيق المترجع لحوكمة الشركات بها.
- اقترب نموذج حوكمة الشركات المطبق في الدول العربية من النموذج الألماني-الياباني في ظل اعتماد البنوك كأهم مصدر تمويل وتراجع دور الأسواق المالية في أغلب الدول. كل ذلك فرض تركيز الملكية لدى شركات هذه المنطقة واعتمادها الآليات الداخلية بدل الخارجية.
- تمتلك جل الدول العربية موثيق وأدلة خاصة بحوكمة الشركات، وقد اعتبر مجلس الإدارة فيها محورا أساسيا، حيث تم التركيز في ذلك وبدرجة كبيرة على استقلالية المجلس.

## 2- النتائج التطبيقية للدراسة

- أفضت دراسة المحورين الثاني والثالث والمتعلقين بعلاقة حوكمة الشركات والأداء المالي في الأسواق المالية العربية وكذا تقييم مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية محل الدراسة إلى النتائج الآتية:
- اختلفت الدول من حيث توفر أبعاد حوكمة الشركات بها ودرجة تطبيق كل بعد، كما لوحظ عدم تحقيق مستوى تطبيق أمثل لحوكمة الشركات عبر مختلف الدول، وقد اعتبر التطبيق جيدا في كل من مصر والإمارات، في مقابل تأخر كل من لبنان والجزائر عن بقية الدول.
  - تبنت كل الدول أطرا تنظيمية لحوكمة الشركات مع اختلافها في ذلك، حيث أن الدول محل الدراسة امتلكت وحدات إدارية ضمن هيئة السوق المالي تسهر على متابعة ورقابة الشركات، وقد مالت أغلب الهيئات إلى التفتيش والفحص في متابعتها للشركات. يلاحظ أيضا وجود تنوع فيما يتعلق بالإطار التشريعي الذي يضبط حوكمة الشركات واعتبر الأسلوب المتبع لتطبيق أحكام قواعد الحوكمة إلزاميا في أغلب الدول.
  - تم وضع قيود صارمة على حضور اجتماعات الجمعية العامة حفاظا على حقوق المساهمين في عدد من الدول، كما تمت إتاحة إمكانية التفويض في التصويت واتخذ التصويت الإلكتروني سبيلا لتسهيل العمل. مالت

- أغلب الدول إلى ضرورة إتاحة المعلومات الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة لأعضاء الجمعية العامة، واعتبر بعد الإفصاح والشفافية الأهم من حيث تطبيقه عبر مختلف الدول حفاظا لحقوق مختلف الأطراف ذوي العلاقة.
- اعتبرت الجمعية العامة الفاصل في اختيار أعضاء مجلس الإدارة في أغلب الدول، في حين فتحت كل من تونس، السعودية ومصر المجال أمام جهات متعددة لاختيار أعضاء مجلس الإدارة. من جهة أخرى، اهتمت أغلب الدول باعتماد لجان مجلس إدارة رغم تباينها في ذلك، مع التركيز أكثر على لجنة التدقيق.
- عن الرقابة، اهتمت الشركات في أغلب الدول بتشكيل إدارة مختصة بالرقابة الداخلية. أما عن التدقيق الخارجي، اعتبرت الجمعية العامة المسؤولة عن تعيين المدقق الخارجي في أغلب الدول باستثناء الجزائر والتي خولت الحق في ذلك إلى مجلس الإدارة.
- لوحظ غياب العلاقة السلبية ذات الدلالة الإحصائية بين كل بعد من أبعاد حوكمة الشركات وتقلبات أسعار الأسهم، وهو ما جعل من علاقة مستوى حوكمة الشركات بتقلبات أسعار الأسهم غير دال إحصائيا، ومنه رفض فرضيات المحور الثاني والمتعلقة بعلاقة أبعاد حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية العربية.
- اعتبر مستوى الإفصاح جيدا في سوقي الإمارات الماليين وعبر مختلف الآليات ومقبولا في سوق مسقط المالي، مع تأخر الجزائر بشكل ملحوظ، ولم تعرف معدلات الإفصاح تطورا واضحا من سنة إلى أخرى عبر مختلف الأسواق.
- تعتمد كل الشركات مجلس إدارة بدل مجلس مديرين ومجلس مراقبة، مع ملاحظة أن التشريع الجزائري يتيح إمكانية اتباع النمط الثنائي. وتعتبر الشركات المدرجة بالأسواق المالية الخليجية المدروسة الأفضل إفصاحا عن خصائص مجلس الإدارة مقارنة بالشركات الجزائرية. كما اعتمدت الشركات فصل المناصب، وارتفعت نسب استقلالية الأعضاء ضمن الشركات الخليجية مقارنة بالجزائرية التي تتراجع فيها نسبة الإفصاح عن الاستقلالية بشكل ملحوظ.
- لا تمتلك الشركات الجزائرية لجانا منبثقة عن مجلس الإدارة على مستواها باستثناء شركة بيوفارم، في حين أن الشركات المدرجة بكل من سوق مسقط المالي، سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية تمتلك لجنتين أساسيتين: لجنة الترشيحات والمكافآت ولجنة التدقيق، أين اعتبرت هذه الأخيرة مهمة جدا واهتمت الشركات باستقلالية أعضائها، ولجأت إلى اعتماد لجان إضافة متى ما دعت الضرورة لذلك.
- اعتبر تركيز الملكية متراجعا في سوقي الإمارات الماليين، في مقابل تركيز شديد للملكية على مستوى الشركات الجزائرية والعمانية. مالت الشركات المدرجة بسوقي الإمارات الماليين للإفصاح عن مختلف الفئات المالكة لأسهم الشركة وهو ما اعتبر متراجعا في سوق مسقط المالي وضعيفا جدا في بورصة الجزائر. اعتبرت ملكية المؤسسات

الأبرز في ظل سوقي دبي وأبوظبي، وسجل غياب تام لملكية العمال على مستوى مختلف الأسواق المالية المدروسة.

- اعتبر الإفصاح عن خصائص المدير التنفيذي متراجعا في مختلف الشركات، حيث يتم الإفصاح عن الخبرة، الأقدمية والمكافآت فقط في أغلب الأحيان.

- يلاحظ اختلاف الأسواق المالية من حيث معدلات العائد على حقوق الملكية المحققة في شركاتها، في حين يفترض أن تتراجع المعدلات خلال الفترة 2020-2023 أين يصبح متوسط العائد للأسواق مجتمعة سالبا وفق ما تقتضيه نظرية الأنظمة الرمادية.

- متوسط كفاءة نظام الحوكمة في الشركات المدروسة بلغ 52.91% وهي نسبة متوسطة. في مقابل ذلك، لا تتباين الأسواق المالية ولا حتى القطاعات من حيث معدلات كفاءة نظام الحوكمة المحققة في الشركات محل الدراسة. كما أنه لم يثبت وجود آليات تعتبر محددات لكفاءة نظام الحوكمة مما يعكس ضعف التطبيق وتراجعها في الشركات محل الدراسة. ومنه، قبول الفرضية الأولى للمحور الأخير والتي تنص على أنه: "يعتبر مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية محل الدراسة متوسطا"، ورفض بقية الفرضيات والمصاغة وفق الآتي:

- "توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين معدلات الكفاءة المحققة من قبل الشركات بحسب السوق المالي عند مستوى دلالة 0.05".

- "توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين معدلات الكفاءة المحققة من قبل الشركات بحسب نوع قطاع النشاط عند مستوى دلالة 0.05".

- "تعتبر آليات الحوكمة المدروسة محددات لكفاءة نظام الحوكمة في الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية محل الدراسة عند مستوى دلالة 0.05".

### 3- اقتراحات الدراسة

انطلاقا من نتائج الدراسة، يفتح المجال لتقديم الاقتراحات الآتية:

- إن تعاون الدول فيما بينها لإرساء أسس حوكمة الشركات بشكل جيد عبرها يعتبر أول ما يقترح، فكل دولة لها أن تأخذ من إيجابيات غيرها فيما يتعلق بكل بعد أو آلية من آليات حوكمة الشركات، وإن كانت لوائح الحوكمة تتبع من ثقافة الدولة، تاريخها وقوانينها، فإن للدول العربية نقاطا مشتركة تسهل تقارب أنظمة الحوكمة بها، فبعض الدول تمتاز بخصائص كوجود ممثلي عمال على مستوى مجالس الإدارة يمكن لدولة أخرى اعتمادها، وغيرها.

- إن اطلاع صانعي القرار في مجال حوكمة الشركات عبر مختلف الدول على مختلف نماذج حوكمة الشركات له أن يعزز من استيعابهم للمفهوم وممارساته. لأجل ذلك، يكون من الأفضل أن تخصص دورات تدريبية بصفة دورية للمسؤولين عن حوكمة الشركات بالدول بغية التحسين من ممارساتها.
- إن تخصيص وحدات على مستوى هيئات الأسواق المالية تشرف على متابعة الشركات المدرجة فيما يتعلق بنظام الحوكمة بها والإفصاح عنه يعتبر مطلباً لا بد من تحصيله، مع ضرورة التأكيد على إتاحة تقارير حوكمة الشركات عبر مواقع الشركات الخاصة أو مواقع الأسواق المالية حفاظاً لحقوق مختلف أصحاب المصالح وتزويداً للمستثمرين بما يحتاجونه من بيانات لبناء قراراتهم.
- إن سعي اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية في تتبع وضع الأسواق المالية بالمنطقة والشركات المدرجة بها عبر مختلف الأصدعة بما في ذلك حوكمة الشركات يجعله محل ثقة لأخذ زمام المبادرة لبناء مؤشر بغية تقييم الحوكمة، خاصة وأنه هيئة رسمية يمكنه تحصيل المعطيات، على أن يبنى المؤشر ليس كمبادرة طوعية فقط، وإنما أن يتخذ معياراً لمكافأة الشركات أو معاقبتها.
- اللجوء إلى تقييم تطبيق أبعاد حوكمة الشركات وآلياتها باستخدام الطرق الكمية وباللجوء إلى التقارير بدل الاستبيانات في جمع المعلومات.
- ما لوحظ عند دراستنا للوائح حوكمة الشركات أن من الدول من لا تقوم بتحيين لوائحها وموائمتها وهو ما يعكس وضع مثل هذه اللوائح في إطار ما نادى به المنظمات العالمية بدل الإيمان بقيمتها وقدرتها على التحسين من وضع الاقتصاد.
- لا يمكن الحديث عن حوكمة الشركات في ظل ما تعانيه الدول العربية من تراجع في أبعاد الحكم الراشد وكذا في مؤشرات الأعمال، فمن بين أهم ما يجب على الدول العربية العمل عليه هو ضمان بيئة أعمال مستقرة ومشجعة، خاصة فيما يتعلق ببعث المشاريع الجديدة.
- في ظل تراجع ثقافي للدول العربية في مجال حوكمة الشركات، يجب العمل أكثر على نشر هذا المفهوم، والتأكيد في المراحل الأولى على ضرورة الالتزام به وفرض الرقابة مقابل ذلك إلى حين اعتياد الممارسة. من جهة أخرى، يعتبر نشر ثقافة التداول والأسواق المالية أمراً لا بد منه بما يشجع عمل الشركات المدرجة ويحسن من وضعها.
- يعتبر اعتماد التقنية الحديثة عاملاً مهماً في تحسين وضع الشركات وحوكمتها، بالإضافة لكونها تضمن حفظ الجهد والوقت، فإنها تحفظ لمختلف الأطراف ذوي العلاقة حقوقهم سواء تعلق الأمر بالإفصاح الإلكتروني أو التصويت الإلكتروني.

## 4- آفاق الدراسة

إن بحثنا هذا يفرض فتح المجال أمام دراسات أخرى مستقبلية خاصة فيما يتعلق بالجوانب التي تم إغفالها لصعوبة التحكم بها وتحصيلها، من أهم ما يتم اقتراحه كآفاق مستقبلية الآتي:

- من ناحية متغيرات حوكمة الشركات، فإن اعتماد البعد المعرفي للحوكمة عند بناء المؤشرات أصبح ضرورة، خاصة وأن تطبيق الآليات في كثير من الأحيان له طابع قانوني إلزامي مما يدفعنا للبحث عن أبعاد جديدة للحوكمة تسهل المفاضلة فعلا بين الشركات وتميز تلك التي اجتهدت في وضع نظام حوكمة متكون من زوايا متعددة.
- المعمول به حاليا هو عدم فصل حوكمة الشركات عن ممارسات أخرى كتلك المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية، فالمؤشرات الحالية لا تهتم بحوكمة الشركات كعنصر منفصل وإنما يتوقف نجاح الشركة على تمكنها من مزج العديد من الممارسات المنادى بها عالميا. لأجل ذلك، كان من المفيد جدا أن تتجه الأبحاث العلمية مستقبلا لتقييم الشركات بناء على مختلف الممارسات.
- فيما يتعلق بالأساليب، فإن دراسة استدامة النتائج يعتبر أمرا جيدا له أن يؤسس لقرارات سليمة بنسبة معينة، وقد يفتح المجال هنا للمفاضلة بين أساليب التنبؤ المختلفة قبل اعتماد أحدها دون الآخر، فما اعتمد ضمن هذه الدراسة كان متوافقا مع معطياتها لكونه لا يتطلب مشاهدات لسنوات عديدة ولا يعني ذلك أفضليته. وهو ما يشار إليه أيضا فيما يتعلق باختيار الأساليب الرياضية القائمة على المقارنة المرجعية في ترتيب الشركات، فما درستنا إلا غيضا من فيض، ويمكن لأي باحث أن يفاضل بين نتائج مختلف الأساليب واعتماد أفضلها.
- من ناحية بيانات الأعمال والشركات، فإن هذه الدراسة وإن كانت ركزت على منطقة لها وزنها استراتيجيا إلا أن توسعة الدراسة لتشمل مختلف المناطق (المغرب العربي، المشرق العربي ومنطقة الخليج) يمكن أن تعزز أكثر المقارنة، ولا يكون ذلك إلا في حالة عقد تعاون علمي بين باحثين من مناطق مختلفة ضمن العالم العربي. كما أن الحوكمة لم تنق محصورة في حدود المؤسسات الهادفة للربح فقط، بل تعدته لدراسة حتى تلك غير الربحية كحوكمة الجامعات مثلا.
- إن المقارنة بين مختلف النماذج في إطار ما يعرف بتقارب نماذج حوكمة الشركات له أن يعزز من مثل هذه الممارسات وذلك بتتبع إيجابيات كل نموذج ومحاولة دمجها لتقليص الثغرات في أنظمة حوكمة الشركات.

---

# ملاحق الدراسة

---

**الملحق (1): الاستبيان المعتمد في دراسة علاقة حوكمة الشركات بأداء الأسواق المالية العربية.**

| السؤال                                                                                  | الأردن | الإمارات | تونس | الجزائر | السعودية | سوريا | عمان | فلسطين | قطر | الكويت | لبنان | مصر | المغرب |                                                                                           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|--------|----------|------|---------|----------|-------|------|--------|-----|--------|-------|-----|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>البعد الأول: الأطر التنظيمية لحوكمة الشركات</b>                                      |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        |                                                                                           |
| 1. الجهات المنوط بها مسؤولية الإشراف ونشر التوعية والرقابة على الشركات المدرجة          |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        |                                                                                           |
| 1.1                                                                                     |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | وحدات إدارية لدى هيئة السوق المالية                                                       |
| 2.1                                                                                     |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | البورصة                                                                                   |
| 3.1                                                                                     |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | جهات أخرى                                                                                 |
| 2. الأسلوب المتبع لتطبيق أحكام قواعد الحوكمة                                            |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        |                                                                                           |
| 1.2                                                                                     |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | إلزامي                                                                                    |
| 2.2                                                                                     |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | إلزامي والتفسير في حال عدم الالتزام                                                       |
| 3.2                                                                                     |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | اختياري                                                                                   |
| 3. الإطار التشريعي الذي ينظم حوكمة الشركات                                              |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        |                                                                                           |
|                                                                                         |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | تنوع الإطار التشريعي الذي يضبط حوكمة الشركات                                              |
| 4. آليات متابعة التزام الشركات المدرجة بالقواعد المنظمة لحوكمة الشركات                  |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        |                                                                                           |
| 1.4                                                                                     |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | التفتيش والفحص                                                                            |
| 2.4                                                                                     |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | الإجابة على استبيان لتقييم مدى التزام الشركة بقواعد الحوكمة                               |
| 3.4                                                                                     |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | بطاقة الأداء المتوازن                                                                     |
| 4.4                                                                                     |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | أخرى                                                                                      |
| <b>البعد الثاني: الجمعية العامة للشركة وحماية حقوق المساهمين</b>                        |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        |                                                                                           |
| 1. القيود على حضور المساهمين لاجتماعات الجمعية العامة للشركة                            |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        |                                                                                           |
|                                                                                         |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | وجود قيود على حضور المساهمين لاجتماعات الجمعية العامة للشركة                              |
| 2. تشريعات صادرة عن الجهات الرقابية تتعلق بالأمن الإلكتروني لمواجهة المخاطر الإلكترونية |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        |                                                                                           |
|                                                                                         |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | وجود تشريعات صادرة عن الجهات الرقابية تتعلق بالأمن الإلكتروني لمواجهة المخاطر الإلكترونية |
| 3. الذين يجوز لهم دعوة الجمعية العامة العادية للشركة المدرجة للانعقاد                   |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        |                                                                                           |
|                                                                                         |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        | هناك تنوع في الأطراف الذين يمكنهم دعوة الجمعية العامة للانعقاد                            |
| 4. حالات دعوة الجمعية العامة غير العادية للشركة المدرجة للانعقاد                        |        |          |      |         |          |       |      |        |     |        |       |     |        |                                                                                           |



|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |                                                                                                           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 10. التزام أعضاء مجلس الإدارة والمديرين والعاملين بشأن تعارض المصالح وتعاملات الأطراف ذات العلاقة             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |                                                                                                           |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | يلتزم أعضاء مجلس الإدارة والمديرين والعاملين بشأن تعارض المصالح وتعاملات الأطراف ذات العلاقة              |
| 11. وجود قواعد مكتوبة بخصوص تعاملات أعضاء مجلس إدارة الشركة وموظفيها في الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |                                                                                                           |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | توجد قواعد مكتوبة بخصوص تعاملات أعضاء مجلس إدارة الشركة وموظفيها في الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة |
| البعد الثالث: خصائص مجلس إدارة الشركة المدرجة                                                                 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |                                                                                                           |
| 1. تشكيل مجلس إدارة الشركة المدرجة                                                                            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |                                                                                                           |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | 1.1. اختيارهم من المساهمين فقط                                                                            |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | 2.1. اختيارهم من المساهمين وجهات أخرى                                                                     |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | 3.1. أخرى                                                                                                 |
| 2. اشتراط إحاطة المساهمين بكافة التفاصيل عن أعضاء مجلس الإدارة قبل التصويت عليهم لانتخابهم                    |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |                                                                                                           |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | يشترط إحاطة المساهمين بكافة التفاصيل عن أعضاء مجلس الإدارة قبل التصويت عليهم لانتخابهم                    |
| 3. توزيع أعضاء مجلس الإدارة حسب الاستقلالية                                                                   |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |                                                                                                           |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | 1.3. تنفيذيون                                                                                             |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | 2.3. غير تنفيذيين                                                                                         |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | 3.3. مستقلون                                                                                              |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | 4.3. أخرى                                                                                                 |
| 4. اشتراط الفصل بين منصب رئيس مجلس إدارة الشركة المدرجة ومنصب المدير العام أو المدير التنفيذي (العضو المنتدب) |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |                                                                                                           |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | يوجد فصل بين منصب رئيس مجلس إدارة الشركة المدرجة ومنصب المدير العام أو المدير التنفيذي                    |
| 5. وجود آليات يلتزم مجلس إدارة الشركة المدرجة باتباعها                                                        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |                                                                                                           |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | توجد آليات يلتزم مجلس إدارة الشركة المدرجة باتباعها                                                       |
| 6. جواز مجلس الإدارة تفويض إحدى صلاحياته لأحد أعضائه أو لغيرهم                                                |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |                                                                                                           |
|                                                                                                               |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | يجوز لمجلس إدارة تفويض إحدى صلاحياته لأحد أعضائه أو لغيرهم                                                |
| 7. الضوابط التي يتعين الالتزام بها عند إصدار التفويض                                                          |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |                                                                                                           |









## الملحق (2): معطيات الدراسة المعتمدة في ترتيب الشركات.

| Stock Market | Code      | Years | ROE     | Board Size | Gender Diversity | Discluser | Board Committees | Ownership Concentration | Board Activity | Sector |
|--------------|-----------|-------|---------|------------|------------------|-----------|------------------|-------------------------|----------------|--------|
| Muscat       | AACT      | 2016  | 0.0470  | 6          | 0.0000           | 0.7368    | 2                | 0.488                   | 4              | 3      |
| Muscat       | AACT      | 2017  | 0.0365  | 6          | 0.0000           | 0.7368    | 2                | 0.509                   | 4              | 3      |
| Muscat       | AACT      | 2018  | 0.0403  | 6          | 0.0000           | 0.7368    | 2                | 0.477                   | 4              | 3      |
| Muscat       | AACT      | 2019  | 0.0444  | 6          | 0.0000           | 0.7368    | 2                | 0.447                   | 5              | 3      |
| Muscat       | ABHS      | 2016  | -0.0238 | 7          | 0.0000           | 0.8158    | 1                | 0.992                   | 4              | 6      |
| Muscat       | ABHS      | 2017  | 0.0095  | 7          | 0.0000           | 0.8158    | 1                | 0.992                   | 4              | 6      |
| Muscat       | ABHS      | 2018  | 0.0239  | 7          | 0.0000           | 0.8158    | 1                | 0.992                   | 4              | 6      |
| Muscat       | ABHS      | 2019  | 0.0604  | 7          | 0.0000           | 0.8158    | 1                | 0.992                   | 4              | 6      |
| Abu Dhabi    | ADNH      | 2016  | 0.0295  | 9          | 0.0000           | 0.8684    | 2                | 0.283                   | 4              | 6      |
| Abu Dhabi    | ADNH      | 2017  | 0.0292  | 9          | 0.0000           | 0.8684    | 2                | 0.242                   | 4              | 6      |
| Abu Dhabi    | ADNH      | 2018  | 0.0291  | 9          | 0.0000           | 0.8684    | 3                | 0.268                   | 4              | 6      |
| Abu Dhabi    | ADNH      | 2019  | 0.0290  | 9          | 0.0000           | 0.8684    | 3                | 0.297                   | 4              | 6      |
| Abu Dhabi    | ADSB      | 2016  | 0.1447  | 9          | 0.0000           | 0.8684    | 2                | 0.637                   | 6              | 3      |
| Abu Dhabi    | ADSB      | 2017  | 0.3039  | 9          | 0.0000           | 0.9032    | 2                | 0.672                   | 6              | 3      |
| Abu Dhabi    | ADSB      | 2018  | 0.2362  | 9          | 0.0000           | 0.8897    | 3                | 0.644                   | 6              | 3      |
| Abu Dhabi    | ADSB      | 2019  | 0.1835  | 8          | 0.0000           | 0.8764    | 3                | 0.617                   | 5              | 3      |
| Muscat       | AFAI      | 2016  | 0.0545  | 7          | 0.1429           | 0.8684    | 2                | 0.962                   | 5              | 3      |
| Muscat       | AFAI      | 2017  | 0.0458  | 7          | 0.1429           | 0.8684    | 2                | 0.960                   | 5              | 3      |
| Muscat       | AFAI      | 2018  | 0.1347  | 7          | 0.1429           | 0.8684    | 2                | 0.960                   | 5              | 3      |
| Muscat       | AFAI      | 2019  | 0.3959  | 7          | 0.1429           | 0.8684    | 2                | 0.961                   | 5              | 3      |
| Dubai        | AIRARABIA | 2016  | 0.0927  | 7          | 0.0000           | 0.9211    | 3                | 0.327                   | 6              | 2      |
| Dubai        | AIRARABIA | 2017  | -0.0130 | 7          | 0.0000           | 0.9211    | 3                | 0.383                   | 5              | 2      |
| Dubai        | AIRARABIA | 2018  | -0.0160 | 7          | 0.0000           | 0.9211    | 3                | 0.321                   | 6              | 2      |
| Dubai        | AIRARABIA | 2019  | -0.0197 | 7          | 0.0000           | 0.9211    | 3                | 0.269                   | 7              | 2      |
| Abu Dhabi    | ALDAR     | 2016  | 0.1246  | 9          | 0.0000           | 0.8421    | 3                | 0.374                   | 9              | 1      |
| Abu Dhabi    | ALDAR     | 2017  | 0.0847  | 9          | 0.0000           | 0.8246    | 3                | 0.373                   | 8              | 1      |
| Abu Dhabi    | ALDAR     | 2018  | 0.0799  | 8          | 0.0000           | 0.8375    | 3                | 0.373                   | 7              | 1      |
| Abu Dhabi    | ALDAR     | 2019  | 0.0754  | 7          | 0.0000           | 0.8506    | 3                | 0.374                   | 6              | 1      |
| Muscat       | AMCI      | 2016  | 0.2108  | 7          | 0.0000           | 0.8158    | 2                | 0.237                   | 5              | 3      |
| Muscat       | AMCI      | 2017  | 0.1524  | 7          | 0.0000           | 0.8158    | 2                | 0.152                   | 5              | 3      |
| Muscat       | AMCI      | 2018  | 0.1264  | 7          | 0.0000           | 0.8158    | 2                | 0.192                   | 5              | 3      |
| Muscat       | AMCI      | 2019  | 0.1048  | 7          | 0.0000           | 0.8158    | 2                | 0.243                   | 5              | 3      |
| Muscat       | APBS      | 2016  | 0.2039  | 7          | 0.0000           | 0.7632    | 2                | 0.790                   | 6              | 7      |
| Muscat       | APBS      | 2017  | -0.1092 | 7          | 0.0000           | 0.7632    | 2                | 0.815                   | 6              | 7      |
| Muscat       | APBS      | 2018  | -0.1197 | 7          | 0.0000           | 0.7632    | 2                | 0.816                   | 5              | 7      |
| Muscat       | APBS      | 2019  | -0.1313 | 7          | 0.0000           | 0.7632    | 2                | 0.816                   | 4              | 7      |
| Abu Dhabi    | ARKAN     | 2016  | -0.0470 | 7          | 0.0000           | 0.9211    | 2                | 0.700                   | 8              | 3      |
| Abu Dhabi    | ARKAN     | 2017  | 0.0205  | 7          | 0.0000           | 0.9211    | 3                | 0.731                   | 8              | 3      |
| Abu Dhabi    | ARKAN     | 2018  | 0.0240  | 7          | 0.0000           | 0.9211    | 3                | 0.719                   | 8              | 3      |
| Abu Dhabi    | ARKAN     | 2019  | 0.0282  | 7          | 0.0000           | 0.9211    | 4                | 0.706                   | 8              | 3      |
| Dubai        | ARMX      | 2016  | 0.1988  | 9          | 0.0000           | 0.9211    | 2                | 0.265                   | 7              | 2      |
| Dubai        | ARMX      | 2017  | 0.1911  | 9          | 0.1209           | 0.9211    | 2                | 0.327                   | 7              | 2      |
| Dubai        | ARMX      | 2018  | 0.1956  | 9          | 0.0683           | 0.9211    | 3                | 0.267                   | 6              | 2      |
| Dubai        | ARMX      | 2019  | 0.2001  | 8          | 0.0386           | 0.9211    | 3                | 0.218                   | 5              | 2      |
| Muscat       | ATMI      | 2016  | 0.1121  | 7          | 0.0000           | 0.8421    | 2                | 0.631                   | 4              | 3      |
| Muscat       | ATMI      | 2017  | 0.1066  | 7          | 0.0550           | 0.8421    | 2                | 0.623                   | 4              | 3      |
| Muscat       | ATMI      | 2018  | 0.0494  | 7          | 0.0975           | 0.8421    | 2                | 0.625                   | 5              | 3      |
| Muscat       | ATMI      | 2019  | 0.0229  | 7          | 0.1726           | 0.8421    | 2                | 0.627                   | 5              | 3      |
| Algiers      | AUR       | 2016  | 0.0721  | 9          | 0.0000           | 0.4737    | 0                | 0.800                   | 6              | 6      |
| Algiers      | AUR       | 2017  | 0.1168  | 9          | 0.0000           | 0.4737    | 0                | 0.800                   | 6              | 6      |
| Algiers      | AUR       | 2018  | 0.0608  | 9          | 0.0000           | 0.4737    | 0                | 0.800                   | 6              | 6      |
| Algiers      | AUR       | 2019  | 0.0316  | 9          | 0.0000           | 0.4737    | 0                | 0.800                   | 6              | 6      |
| Muscat       | BACS      | 2016  | 0.2096  | 6          | 0.0000           | 0.7895    | 2                | 0.865                   | 5              | 6      |
| Muscat       | BACS      | 2017  | 0.1792  | 6          | 0.0000           | 0.7895    | 2                | 0.870                   | 4              | 6      |
| Muscat       | BACS      | 2018  | 0.1580  | 7          | 0.0000           | 0.7895    | 2                | 0.870                   | 5              | 6      |
| Muscat       | BACS      | 2019  | 0.1392  | 8          | 0.0000           | 0.7895    | 2                | 0.870                   | 8              | 6      |
| Muscat       | BATP      | 2016  | 0.1661  | 11         | 0.0909           | 0.8158    | 2                | 0.833                   | 4              | 7      |
| Muscat       | BATP      | 2017  | 0.0568  | 11         | 0.0786           | 0.8158    | 2                | 0.848                   | 4              | 7      |
| Muscat       | BATP      | 2018  | 0.0424  | 11         | 0.0106           | 0.8158    | 2                | 0.843                   | 4              | 7      |
| Muscat       | BATP      | 2019  | 0.0317  | 11         | 0.0014           | 0.8158    | 2                | 0.839                   | 4              | 7      |
| Abu Dhabi    | BILDICO   | 2016  | -0.0228 | 7          | 0.0000           | 0.8684    | 3                | 0.469                   | 6              | 3      |

|           |          |      |          |    |        |         |    |       |    |   |
|-----------|----------|------|----------|----|--------|---------|----|-------|----|---|
| Abu Dhabi | BILDCO   | 2017 | -0.1387  | 7  | 0.0000 | 0.8684  | 3  | 0.489 | 6  | 3 |
| Abu Dhabi | BILDCO   | 2018 | -0.2012  | 7  | 0.0000 | 0.8684  | 3  | 0.465 | 6  | 3 |
| Abu Dhabi | BILDCO   | 2019 | -0.2917  | 7  | 0.0000 | 0.8684  | 3  | 0.442 | 6  | 3 |
| Algiers   | BIO      | 2016 | 0.0775   | 6  | 0.0000 | 0.7368  | 2  | 0.954 | 7  | 3 |
| Algiers   | BIO      | 2017 | 0.2356   | 6  | 0.0000 | 0.7200  | 2  | 0.954 | 7  | 3 |
| Algiers   | BIO      | 2018 | 0.2200   | 5  | 0.0000 | 0.7064  | 2  | 0.954 | 6  | 3 |
| Algiers   | BIO      | 2019 | 0.2055   | 5  | 0.0000 | 0.6930  | 2  | 0.954 | 6  | 3 |
| Muscat    | CMII     | 2016 | -0.0035  | 5  | 0.0000 | 0.8421  | 2  | 0.571 | 5  | 3 |
| Muscat    | CMII     | 2017 | 0.0187   | 5  | 0.0000 | 0.8421  | 2  | 0.176 | 6  | 3 |
| Muscat    | CMII     | 2018 | 0.0383   | 5  | 0.0000 | 0.8421  | 2  | 0.295 | 6  | 3 |
| Muscat    | CMII     | 2019 | 0.0784   | 5  | 0.0000 | 0.8421  | 2  | 0.496 | 6  | 3 |
| Dubai     | DAMAC    | 2016 | 0.2928   | 7  | 0.0000 | 0.8947  | 2  | 0.185 | 5  | 1 |
| Dubai     | DAMAC    | 2017 | 0.1912   | 7  | 0.0000 | 0.8772  | 2  | 0.185 | 4  | 1 |
| Dubai     | DAMAC    | 2018 | 0.0672   | 7  | 0.0000 | 0.8901  | 2  | 0.185 | 4  | 1 |
| Dubai     | DAMAC    | 2019 | 0.0236   | 7  | 0.0000 | 0.9032  | 3  | 0.185 | 5  | 1 |
| Abu Dhabi | DANAGAS  | 2016 | 0.0317   | 11 | 0.8333 | 0.8947  | 2  | 0.190 | 6  | 7 |
| Abu Dhabi | DANAGAS  | 2017 | 0.0414   | 11 | 0.0786 | 0.8330  | 3  | 0.125 | 7  | 7 |
| Abu Dhabi | DANAGAS  | 2018 | 0.0527   | 11 | 0.0106 | 0.8457  | 6  | 0.167 | 6  | 7 |
| Abu Dhabi | DANAGAS  | 2019 | 0.0671   | 11 | 0.0014 | 0.8587  | 11 | 0.224 | 6  | 7 |
| Muscat    | DCFI     | 2016 | 0.0018   | 9  | 0.0000 | 0.8158  | 2  | 0.727 | 7  | 4 |
| Muscat    | DCFI     | 2017 | -0.0423  | 9  | 0.0000 | 0.8158  | 2  | 0.716 | 7  | 4 |
| Muscat    | DCFI     | 2018 | -0.0145  | 9  | 0.0000 | 0.8158  | 2  | 0.717 | 7  | 4 |
| Muscat    | DCFI     | 2019 | -0.0050  | 9  | 0.0000 | 0.8158  | 2  | 0.717 | 7  | 4 |
| Dubai     | DEYAAR   | 2016 | 0.0444   | 9  | 0.0000 | 0.8947  | 3  | 0.410 | 4  | 1 |
| Dubai     | DEYAAR   | 2017 | 0.0290   | 9  | 0.0000 | 0.8947  | 3  | 0.410 | 4  | 1 |
| Dubai     | DEYAAR   | 2018 | 0.0242   | 9  | 0.0000 | 0.8947  | 4  | 0.410 | 4  | 1 |
| Dubai     | DEYAAR   | 2019 | 0.0201   | 9  | 0.0000 | 0.8947  | 4  | 0.410 | 4  | 1 |
| Muscat    | DFII     | 2016 | -1.0304  | 5  | 0.2000 | 0.7632  | 1  | 0.991 | 4  | 4 |
| Muscat    | DFII     | 2017 | 1.2141   | 5  | 0.2176 | 0.7632  | 1  | 0.991 | 7  | 4 |
| Muscat    | DFII     | 2018 | 1.0885   | 5  | 0.1229 | 0.7632  | 1  | 0.991 | 6  | 4 |
| Muscat    | DFII     | 2019 | 0.9759   | 5  | 0.0694 | 0.7632  | 2  | 0.991 | 5  | 4 |
| Muscat    | DPCI     | 2016 | 0.1095   | 7  | 0.0000 | 0.8421  | 2  | 0.864 | 7  | 4 |
| Muscat    | DPCI     | 2017 | -0.1708  | 7  | 0.0000 | 0.8421  | 2  | 0.865 | 6  | 4 |
| Muscat    | DPCI     | 2018 | -1.7053  | 7  | 0.0000 | 0.8421  | 2  | 0.865 | 7  | 4 |
| Muscat    | DPCI     | 2019 | -17.0258 | 7  | 0.0000 | 0.8421  | 2  | 0.865 | 8  | 4 |
| Dubai     | DRC      | 2016 | 0.1266   | 7  | 0.0000 | 0.8421  | 2  | 0.353 | 6  | 4 |
| Dubai     | DRC      | 2017 | 0.0855   | 7  | 0.0000 | 0.8338  | 2  | 0.353 | 6  | 4 |
| Dubai     | DRC      | 2018 | 0.0722   | 7  | 0.0000 | 0.8465  | 2  | 0.353 | 5  | 4 |
| Dubai     | DRC      | 2019 | 0.0610   | 7  | 0.0000 | 0.8595  | 2  | 0.353 | 4  | 4 |
| Dubai     | DSI      | 2016 | -0.6528  | 8  | 0.0000 | 0.8947  | 3  | 0.169 | 7  | 1 |
| Dubai     | DSI      | 2017 | -2.9725  | 7  | 0.0000 | 0.8947  | 3  | 0.466 | 7  | 1 |
| Dubai     | DSI      | 2018 | -0.0841  | 8  | 0.0000 | 0.8947  | 3  | 0.223 | 8  | 1 |
| Dubai     | DSI      | 2019 | -0.0024  | 9  | 0.0000 | 0.8947  | 3  | 0.107 | 10 | 1 |
| Muscat    | DTCS     | 2016 | -0.0203  | 11 | 0.0000 | 0.8158  | 2  | 0.702 | 4  | 6 |
| Muscat    | DTCS     | 2017 | 0.0351   | 10 | 0.0000 | 0.8248  | 2  | 0.667 | 5  | 6 |
| Muscat    | DTCS     | 2018 | 0.0356   | 7  | 0.0000 | 0.8112  | 2  | 0.725 | 5  | 6 |
| Muscat    | DTCS     | 2019 | 0.0361   | 5  | 0.0000 | 79.7826 | 2  | 0.788 | 5  | 6 |
| Dubai     | DU       | 2016 | 0.2232   | 10 | 0.1000 | 0.9211  | 4  | 0.788 | 7  | 5 |
| Dubai     | DU       | 2017 | 0.2128   | 10 | 0.0865 | 93.8356 | 4  | 0.783 | 9  | 5 |
| Dubai     | DU       | 2018 | 0.2062   | 10 | 0.0117 | 92.4940 | 4  | 0.789 | 10 | 5 |
| Dubai     | DU       | 2019 | 0.1999   | 10 | 0.0016 | 91.1717 | 4  | 0.794 | 10 | 5 |
| Dubai     | ERC      | 2016 | 0.0704   | 5  | 0.0000 | 0.8684  | 3  | 0.685 | 4  | 4 |
| Dubai     | ERC      | 2017 | -0.0915  | 5  | 0.0000 | 85.0933 | 3  | 0.829 | 4  | 4 |
| Dubai     | ERC      | 2018 | -0.1860  | 5  | 0.0000 | 86.3879 | 3  | 0.694 | 5  | 4 |
| Dubai     | ERC      | 2019 | -0.3781  | 4  | 0.0000 | 87.7023 | 3  | 0.580 | 4  | 4 |
| Abu Dhabi | FUJAIRAH | 2016 | 0.0617   | 7  | 0.0000 | 0.8421  | 3  | 0.720 | 4  | 3 |
| Abu Dhabi | FUJAIRAH | 2017 | 0.1108   | 7  | 0.0000 | 85.9415 | 3  | 0.720 | 4  | 3 |
| Abu Dhabi | FUJAIRAH | 2018 | 0.1283   | 7  | 0.0000 | 84.6027 | 3  | 0.720 | 4  | 3 |
| Abu Dhabi | FUJAIRAH | 2019 | 0.1486   | 7  | 0.0000 | 83.2848 | 3  | 0.720 | 4  | 3 |
| Abu Dhabi | GCC      | 2016 | 0.0423   | 7  | 0.0000 | 0.8421  | 3  | 0.626 | 5  | 3 |
| Abu Dhabi | GCC      | 2017 | -0.0262  | 7  | 0.0000 | 83.3775 | 3  | 0.661 | 5  | 3 |
| Abu Dhabi | GCC      | 2018 | -0.0647  | 7  | 0.0000 | 84.6545 | 3  | 0.663 | 5  | 3 |
| Abu Dhabi | GCC      | 2019 | -0.1594  | 7  | 0.0000 | 85.9511 | 3  | 0.666 | 4  | 3 |
| Muscat    | GECS     | 2016 | -0.1749  | 9  | 0.0000 | 0.7368  | 3  | 0.660 | 9  | 6 |
| Muscat    | GECS     | 2017 | -0.0524  | 9  | 0.0000 | 0.7368  | 3  | 0.660 | 14 | 6 |
| Muscat    | GECS     | 2018 | -0.0704  | 9  | 0.0000 | 0.7368  | 3  | 0.660 | 12 | 6 |

|           |         |      |         |   |        |         |   |       |    |   |
|-----------|---------|------|---------|---|--------|---------|---|-------|----|---|
| Muscat    | GECS    | 2019 | -0.0946 | 9 | 0.0000 | 0.7368  | 3 | 0.660 | 10 | 6 |
| Muscat    | GHOS    | 2016 | 0.0607  | 7 | 0.1429 | 0.7632  | 2 | 0.780 | 5  | 6 |
| Muscat    | GHOS    | 2017 | 0.0226  | 7 | 0.1429 | 0.7632  | 2 | 0.780 | 8  | 6 |
| Muscat    | GHOS    | 2018 | 0.0292  | 8 | 0.1429 | 0.7632  | 2 | 0.780 | 7  | 6 |
| Muscat    | GHOS    | 2019 | 0.0378  | 7 | 0.1429 | 0.7632  | 2 | 0.780 | 5  | 6 |
| Muscat    | GICI    | 2016 | 0.1798  | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 3 | 0.407 | 7  | 3 |
| Muscat    | GICI    | 2017 | 0.1778  | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 3 | 0.398 | 5  | 3 |
| Muscat    | GICI    | 2018 | 0.0775  | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 3 | 0.425 | 5  | 3 |
| Muscat    | GICI    | 2019 | 0.0338  | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 2 | 0.454 | 4  | 3 |
| Abu Dhabi | GMPC    | 2016 | 0.1044  | 9 | 0.0000 | 0.9211  | 3 | 0.741 | 4  | 6 |
| Abu Dhabi | GMPC    | 2019 | -0.1044 | 9 | 0.0000 | 0.9211  | 3 | 0.741 | 4  | 6 |
| Abu Dhabi | GMPC    | 2017 | 0.0000  | 9 | 0.0000 | 0.9211  | 3 | 0.753 | 4  | 6 |
| Abu Dhabi | GMPC    | 2018 | 0.0000  | 9 | 0.0000 | 0.9211  | 3 | 0.766 | 4  | 6 |
| Muscat    | GMPI    | 2016 | 0.0526  | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 2 | 0.792 | 6  | 4 |
| Muscat    | GMPI    | 2017 | 0.0456  | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 2 | 0.792 | 5  | 4 |
| Muscat    | GMPI    | 2018 | 0.0612  | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 2 | 0.792 | 5  | 4 |
| Muscat    | GMPI    | 2019 | 0.0822  | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 2 | 0.792 | 6  | 4 |
| Muscat    | GSCI    | 2016 | 0.0896  | 6 | 0.0000 | 0.7368  | 2 | 0.810 | 6  | 3 |
| Muscat    | GSCI    | 2017 | -0.0093 | 6 | 0.1704 | 0.7368  | 2 | 0.810 | 6  | 3 |
| Muscat    | GSCI    | 2018 | -0.0367 | 6 | 0.1584 | 0.7368  | 2 | 0.810 | 5  | 3 |
| Muscat    | GSCI    | 2019 | -0.1442 | 7 | 0.1473 | 0.7368  | 2 | 0.810 | 5  | 3 |
| Muscat    | HECI    | 2016 | 2.4000  | 6 | 0.0000 | 0.8684  | 2 | 0.601 | 6  | 6 |
| Muscat    | HECI    | 2017 | 0.9017  | 6 | 0.0000 | 89.4910 | 2 | 0.632 | 8  | 6 |
| Muscat    | HECI    | 2018 | 0.1876  | 6 | 0.0000 | 86.7420 | 2 | 0.622 | 9  | 6 |
| Muscat    | HECI    | 2019 | 0.0390  | 6 | 0.0000 | 84.0774 | 2 | 0.612 | 10 | 6 |
| Muscat    | HMCI    | 2016 | 0.1386  | 8 | 0.1250 | 0.8158  | 2 | 0.813 | 10 | 6 |
| Muscat    | HMCI    | 2017 | 0.1955  | 8 | 0.1250 | 0.8158  | 2 | 0.813 | 9  | 6 |
| Muscat    | HMCI    | 2018 | 0.1771  | 8 | 0.1250 | 0.8158  | 2 | 0.813 | 8  | 6 |
| Muscat    | HMCI    | 2019 | 0.1604  | 8 | 0.1250 | 0.8158  | 2 | 0.813 | 6  | 6 |
| Abu Dhabi | Julphar | 2016 | 0.0911  | 9 | 0.0000 | 0.8421  | 2 | 0.635 | 5  | 3 |
| Abu Dhabi | Julphar | 2017 | -0.1711 | 9 | 0.0000 | 0.8421  | 3 | 0.613 | 6  | 3 |
| Abu Dhabi | Julphar | 2018 | -0.3637 | 9 | 0.0000 | 0.8421  | 4 | 0.612 | 8  | 3 |
| Abu Dhabi | Julphar | 2019 | -0.7734 | 9 | 0.0000 | 0.8421  | 3 | 0.612 | 10 | 3 |
| Muscat    | MGCI    | 2016 | -0.1807 | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 2 | 0.995 | 5  | 3 |
| Muscat    | MGCI    | 2017 | -0.2602 | 7 | 0.0000 | 71.4034 | 3 | 0.998 | 5  | 3 |
| Muscat    | MGCI    | 2018 | -0.2539 | 7 | 0.0000 | 75.0043 | 2 | 0.996 | 5  | 3 |
| Muscat    | MGCI    | 2019 | -0.2479 | 7 | 0.0000 | 78.7868 | 3 | 0.995 | 4  | 3 |
| Muscat    | MHAS    | 2016 | 0.1581  | 7 | 0.0000 | 0.8684  | 2 | 0.648 | 13 | 4 |
| Muscat    | MHAS    | 2017 | 0.1078  | 7 | 0.0000 | 0.8684  | 2 | 0.648 | 8  | 4 |
| Muscat    | MHAS    | 2018 | 0.0950  | 7 | 0.0000 | 0.8684  | 2 | 0.648 | 7  | 4 |
| Muscat    | MHAS    | 2019 | 0.0837  | 7 | 0.0000 | 0.8684  | 2 | 0.648 | 7  | 4 |
| Muscat    | MTMI    | 2016 | 0.0382  | 5 | 0.0000 | 0.7895  | 2 | 0.769 | 5  | 3 |
| Muscat    | MTMI    | 2017 | 0.0832  | 5 | 0.0000 | 0.7895  | 2 | 0.769 | 6  | 3 |
| Muscat    | MTMI    | 2018 | 0.0449  | 5 | 0.0000 | 0.7895  | 2 | 0.769 | 5  | 3 |
| Muscat    | MTMI    | 2019 | 0.0242  | 5 | 0.0000 | 0.7895  | 2 | 0.769 | 4  | 3 |
| Dubai     | NCC     | 2016 | 0.0484  | 7 | 0.0000 | 0.9211  | 3 | 0.642 | 5  | 3 |
| Dubai     | NCC     | 2017 | -0.0609 | 7 | 0.0000 | 0.9211  | 3 | 0.637 | 6  | 3 |
| Dubai     | NCC     | 2018 | -0.0131 | 7 | 0.0000 | 0.9211  | 3 | 0.645 | 6  | 3 |
| Dubai     | NCC     | 2019 | -0.0028 | 7 | 0.0000 | 0.9211  | 3 | 0.653 | 6  | 3 |
| Muscat    | NDTI    | 2016 | 0.0784  | 7 | 0.0000 | 0.8684  | 2 | 0.777 | 6  | 3 |
| Muscat    | NDTI    | 2017 | 0.0626  | 7 | 0.0000 | 0.8684  | 2 | 0.774 | 4  | 3 |
| Muscat    | NDTI    | 2018 | 0.0694  | 7 | 0.0000 | 0.8684  | 2 | 0.790 | 4  | 3 |
| Muscat    | NDTI    | 2019 | 0.0769  | 7 | 0.0000 | 0.8684  | 2 | 0.806 | 5  | 3 |
| Abu Dhabi | NMDC    | 2016 | 0.0169  | 9 | 0.0000 | 0.8684  | 5 | 0.594 | 5  | 6 |
| Abu Dhabi | NMDC    | 2017 | 0.0280  | 9 | 0.0000 | 0.8684  | 5 | 0.598 | 5  | 6 |
| Abu Dhabi | NMDC    | 2018 | 0.0371  | 9 | 0.0000 | 0.8684  | 5 | 0.594 | 5  | 6 |
| Abu Dhabi | NMDC    | 2019 | 0.0493  | 9 | 0.0000 | 0.8684  | 5 | 0.590 | 5  | 6 |
| Muscat    | NMWI    | 2016 | 0.1637  | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 3 | 0.840 | 4  | 4 |
| Muscat    | NMWI    | 2017 | 1.3977  | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 3 | 0.850 | 6  | 4 |
| Muscat    | NMWI    | 2018 | 0.2298  | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 3 | 0.843 | 6  | 4 |
| Muscat    | NMWI    | 2019 | 0.0378  | 7 | 0.0000 | 0.7368  | 3 | 0.836 | 6  | 4 |
| Muscat    | OCAI    | 2016 | 0.1547  | 7 | 0.1250 | 0.8158  | 3 | 0.637 | 8  | 3 |
| Muscat    | OCAI    | 2017 | 0.0675  | 7 | 0.1123 | 0.8158  | 3 | 0.637 | 7  | 3 |
| Muscat    | OCAI    | 2018 | 0.0722  | 7 | 0.1710 | 0.8158  | 3 | 0.637 | 7  | 3 |
| Muscat    | OCAI    | 2019 | 0.0773  | 7 | 0.2605 | 0.8158  | 3 | 0.637 | 6  | 3 |
| Muscat    | OCHL    | 2016 | 0.0850  | 9 | 0.0000 | 0.8158  | 2 | 0.734 | 6  | 3 |

|           |          |      |         |    |        |        |   |       |   |   |
|-----------|----------|------|---------|----|--------|--------|---|-------|---|---|
| Muscat    | OCHL     | 2017 | 0.0567  | 9  | 0.0000 | 0.8158 | 2 | 0.724 | 4 | 3 |
| Muscat    | OCHL     | 2018 | 0.0143  | 9  | 0.0000 | 0.8158 | 2 | 0.733 | 5 | 3 |
| Muscat    | OCHL     | 2019 | 0.0036  | 9  | 0.0000 | 0.8158 | 2 | 0.743 | 6 | 3 |
| Muscat    | OEFI     | 2016 | -0.9866 | 7  | 0.0000 | 0.8158 | 2 | 0.980 | 4 | 4 |
| Muscat    | OEFI     | 2017 | 0.5853  | 7  | 0.0000 | 0.8158 | 2 | 0.980 | 4 | 4 |
| Muscat    | OEFI     | 2018 | 1.1630  | 6  | 0.0000 | 0.8158 | 2 | 0.980 | 4 | 4 |
| Muscat    | OEFI     | 2019 | 2.3110  | 5  | 0.0000 | 0.8158 | 2 | 0.980 | 4 | 4 |
| Muscat    | OETI     | 2016 | 0.0653  | 7  | 0.0000 | 0.8158 | 3 | 0.377 | 6 | 6 |
| Muscat    | OETI     | 2017 | 0.0629  | 7  | 0.0000 | 0.8158 | 3 | 0.377 | 8 | 6 |
| Muscat    | OETI     | 2018 | 0.0261  | 7  | 0.0000 | 0.8158 | 3 | 0.377 | 6 | 6 |
| Muscat    | OETI     | 2019 | 0.0108  | 7  | 0.0000 | 0.8158 | 3 | 0.377 | 4 | 6 |
| Muscat    | OFMI     | 2016 | 0.2108  | 9  | 0.0000 | 0.8421 | 2 | 0.635 | 7 | 4 |
| Muscat    | OFMI     | 2017 | 0.2112  | 9  | 0.0000 | 0.8511 | 2 | 0.635 | 9 | 4 |
| Muscat    | OFMI     | 2018 | 0.1529  | 9  | 0.0000 | 0.8376 | 2 | 0.635 | 8 | 4 |
| Muscat    | OFMI     | 2019 | 0.1107  | 9  | 0.0000 | 0.8243 | 2 | 0.636 | 7 | 4 |
| Muscat    | ONES     | 2016 | 0.0546  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.551 | 7 | 6 |
| Muscat    | ONES     | 2017 | 0.0808  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.601 | 5 | 6 |
| Muscat    | ONES     | 2018 | 0.0779  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.601 | 6 | 6 |
| Muscat    | ONES     | 2019 | 0.0751  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.600 | 6 | 6 |
| Muscat    | OPCI     | 2016 | 0.1975  | 9  | 0.0000 | 0.8421 | 2 | 0.846 | 5 | 4 |
| Muscat    | OPCI     | 2017 | 0.1161  | 9  | 0.0000 | 0.8421 | 2 | 0.818 | 5 | 4 |
| Muscat    | OPCI     | 2018 | 0.1216  | 9  | 0.0000 | 0.8421 | 2 | 0.829 | 5 | 4 |
| Muscat    | OPCI     | 2019 | 0.1273  | 9  | 0.0000 | 0.8421 | 2 | 0.840 | 5 | 4 |
| Muscat    | OSCI     | 2016 | 0.1070  | 5  | 0.0000 | 0.8684 | 2 | 0.669 | 5 | 4 |
| Muscat    | OSCI     | 2017 | 0.0429  | 5  | 0.0000 | 0.8684 | 2 | 0.668 | 5 | 4 |
| Muscat    | OSCI     | 2018 | 0.0197  | 5  | 0.0000 | 0.8684 | 2 | 0.668 | 5 | 4 |
| Muscat    | OSCI     | 2019 | 0.0091  | 5  | 0.0000 | 0.8684 | 2 | 0.668 | 5 | 4 |
| Muscat    | PHPC     | 2016 | 0.1204  | 8  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.618 | 4 | 7 |
| Muscat    | PHPC     | 2017 | 0.0610  | 6  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.644 | 4 | 7 |
| Muscat    | PHPC     | 2018 | 0.0708  | 6  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.684 | 4 | 7 |
| Muscat    | PHPC     | 2019 | 0.0822  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.726 | 4 | 7 |
| Abu Dhabi | RAK CERA | 2016 | 0.0115  | 7  | 0.0000 | 0.8684 | 3 | 0.425 | 4 | 3 |
| Abu Dhabi | RAK CERA | 2017 | 0.1079  | 7  | 0.0000 | 0.8684 | 3 | 0.420 | 4 | 3 |
| Abu Dhabi | RAK CERA | 2018 | 0.0888  | 7  | 0.0000 | 0.8684 | 3 | 0.382 | 4 | 3 |
| Abu Dhabi | RAK CERA | 2019 | 0.0732  | 7  | 0.0000 | 0.8684 | 3 | 0.347 | 4 | 3 |
| Abu Dhabi | RAKCC    | 2016 | 0.0099  | 5  | 0.0000 | 0.8684 | 2 | 0.589 | 6 | 3 |
| Abu Dhabi | RAKCC    | 2017 | -0.0043 | 5  | 0.0000 | 0.8242 | 3 | 0.639 | 6 | 3 |
| Abu Dhabi | RAKCC    | 2018 | -0.0034 | 5  | 0.0000 | 0.8371 | 4 | 0.597 | 5 | 3 |
| Abu Dhabi | RAKCC    | 2019 | -0.0026 | 5  | 0.0000 | 0.8501 | 4 | 0.558 | 5 | 3 |
| Abu Dhabi | RAKP     | 2016 | 0.0454  | 9  | 0.0000 | 0.8421 | 3 | 0.062 | 6 | 1 |
| Abu Dhabi | RAKP     | 2017 | 0.0495  | 9  | 0.0000 | 0.8605 | 3 | 0.060 | 6 | 1 |
| Abu Dhabi | RAKP     | 2018 | 0.0368  | 9  | 0.0000 | 0.8733 | 3 | 0.061 | 7 | 1 |
| Abu Dhabi | RAKP     | 2019 | 0.0274  | 8  | 0.0000 | 0.8863 | 3 | 0.062 | 8 | 1 |
| Algiers   | SAI      | 2016 | 0.0550  | 9  | 0.0000 | 0.4474 | 0 | 0.800 | 8 | 3 |
| Algiers   | SAI      | 2017 | 0.0517  | 9  | 0.0000 | 0.4474 | 0 | 0.800 | 9 | 3 |
| Algiers   | SAI      | 2018 | 0.0327  | 8  | 0.0000 | 0.4474 | 0 | 0.800 | 8 | 3 |
| Algiers   | SAI      | 2019 | 0.0206  | 8  | 0.0000 | 0.4474 | 0 | 0.800 | 7 | 3 |
| Abu Dhabi | SCID     | 2016 | 0.0456  | 9  | 0.0000 | 0.8421 | 2 | 0.439 | 4 | 3 |
| Abu Dhabi | SCID     | 2017 | 0.0426  | 9  | 0.0000 | 0.8421 | 2 | 0.699 | 4 | 3 |
| Abu Dhabi | SCID     | 2018 | 0.0200  | 9  | 0.0000 | 0.8421 | 2 | 0.445 | 4 | 3 |
| Abu Dhabi | SCID     | 2019 | 0.0094  | 9  | 0.0000 | 0.8421 | 3 | 0.283 | 4 | 3 |
| Muscat    | SHPS     | 2016 | 0.2312  | 12 | 0.1667 | 0.8158 | 2 | 0.863 | 4 | 7 |
| Muscat    | SHPS     | 2017 | -0.2166 | 11 | 0.1714 | 0.8158 | 2 | 0.861 | 5 | 7 |
| Muscat    | SHPS     | 2018 | -0.2164 | 12 | 0.1058 | 0.8158 | 2 | 0.861 | 6 | 7 |
| Muscat    | SHPS     | 2019 | -0.2162 | 12 | 0.0653 | 0.8158 | 2 | 0.861 | 6 | 7 |
| Muscat    | SHRQ     | 2016 | 0.0465  | 7  | 0.0000 | 0.7105 | 2 | 1.000 | 5 | 7 |
| Muscat    | SHRQ     | 2017 | 0.0256  | 7  | 0.0000 | 0.7105 | 2 | 1.000 | 6 | 7 |
| Muscat    | SHRQ     | 2018 | 0.0754  | 7  | 0.0000 | 0.7105 | 2 | 1.000 | 5 | 7 |
| Muscat    | SHRQ     | 2019 | 0.2220  | 8  | 0.0000 | 0.7105 | 2 | 0.915 | 5 | 7 |
| Muscat    | SPFI     | 2016 | 0.1160  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.832 | 5 | 4 |
| Muscat    | SPFI     | 2017 | 0.1028  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.817 | 5 | 4 |
| Muscat    | SPFI     | 2018 | 0.0684  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.828 | 5 | 4 |
| Muscat    | SPFI     | 2019 | 0.0455  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.839 | 5 | 4 |
| Muscat    | SPSI     | 2016 | 0.1106  | 6  | 0.0000 | 0.8158 | 2 | 0.869 | 5 | 6 |
| Muscat    | SPSI     | 2017 | 0.0978  | 6  | 0.0000 | 0.8158 | 2 | 0.866 | 4 | 6 |
| Muscat    | SPSI     | 2018 | 0.0939  | 6  | 0.0000 | 0.8158 | 2 | 0.871 | 4 | 6 |

|        |         |      |         |    |        |        |   |       |   |   |
|--------|---------|------|---------|----|--------|--------|---|-------|---|---|
| Muscat | SPSI    | 2019 | 0.0901  | 6  | 0.0000 | 0.8158 | 2 | 0.875 | 5 | 6 |
| Muscat | SSPW    | 2016 | 0.2277  | 9  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.781 | 5 | 7 |
| Muscat | SSPW    | 2017 | 0.1700  | 9  | 0.0428 | 0.7368 | 2 | 0.768 | 4 | 7 |
| Muscat | SSPW    | 2018 | 0.1540  | 9  | 0.0757 | 0.7368 | 2 | 0.774 | 4 | 7 |
| Muscat | SSPW    | 2019 | 0.1394  | 9  | 0.1341 | 0.7368 | 2 | 0.780 | 5 | 7 |
| Muscat | SUWP    | 2016 | 0.1188  | 11 | 0.0909 | 0.7368 | 2 | 0.808 | 4 | 7 |
| Muscat | SUWP    | 2017 | 0.0746  | 10 | 0.0001 | 0.7368 | 2 | 0.825 | 4 | 7 |
| Muscat | SUWP    | 2018 | 0.0930  | 11 | 0.0004 | 0.7368 | 2 | 0.824 | 4 | 7 |
| Muscat | SUWP    | 2019 | 0.1160  | 11 | 0.0032 | 0.7368 | 2 | 0.823 | 4 | 7 |
| Dubai  | TABREED | 2016 | 0.0838  | 9  | 0.1111 | 0.9211 | 2 | 0.782 | 6 | 6 |
| Dubai  | TABREED | 2017 | 0.0843  | 9  | 0.1111 | 0.9211 | 3 | 0.782 | 6 | 6 |
| Dubai  | TABREED | 2018 | 0.0901  | 9  | 0.1111 | 0.9211 | 4 | 0.782 | 6 | 6 |
| Dubai  | TABREED | 2019 | 0.0963  | 9  | 0.1111 | 0.9211 | 5 | 0.782 | 6 | 6 |
| Muscat | UBAR    | 2016 | 0.0560  | 7  | 0.1429 | 0.8947 | 2 | 0.917 | 5 | 6 |
| Muscat | UBAR    | 2017 | 0.0470  | 7  | 0.1477 | 0.8947 | 2 | 0.917 | 5 | 6 |
| Muscat | UBAR    | 2018 | 0.0254  | 8  | 0.1316 | 0.8947 | 2 | 0.917 | 5 | 6 |
| Muscat | UBAR    | 2019 | 0.0137  | 9  | 0.1173 | 0.8947 | 2 | 0.917 | 5 | 6 |
| Muscat | UECS    | 2016 | 0.1173  | 9  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.665 | 6 | 7 |
| Muscat | UECS    | 2017 | 0.0417  | 10 | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.734 | 6 | 7 |
| Muscat | UECS    | 2018 | 0.0190  | 9  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.706 | 5 | 7 |
| Muscat | UECS    | 2019 | 0.0087  | 8  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.679 | 4 | 7 |
| Dubai  | UNIKAI  | 2016 | 0.2599  | 7  | 0.0000 | 0.8421 | 3 | 0.678 | 5 | 4 |
| Dubai  | UNIKAI  | 2017 | -0.2714 | 7  | 0.0000 | 0.9175 | 3 | 0.673 | 6 | 4 |
| Dubai  | UNIKAI  | 2018 | -0.2794 | 7  | 0.0000 | 0.8619 | 3 | 0.663 | 5 | 4 |
| Dubai  | UNIKAI  | 2019 | -0.2877 | 7  | 0.0000 | 0.8097 | 3 | 0.654 | 4 | 4 |
| Dubai  | UPP     | 2016 | 0.0420  | 7  | 0.0000 | 0.8947 | 3 | 0.000 | 7 | 1 |
| Dubai  | UPP     | 2017 | -0.7790 | 7  | 0.1951 | 0.8947 | 3 | 0.385 | 6 | 1 |
| Dubai  | UPP     | 2018 | -0.1174 | 7  | 0.1242 | 0.8947 | 3 | 0.678 | 5 | 1 |
| Dubai  | UPP     | 2019 | -0.0177 | 8  | 0.0791 | 0.8947 | 3 | 0.119 | 4 | 1 |
| Muscat | VOES    | 2016 | 0.1602  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.607 | 6 | 7 |
| Muscat | VOES    | 2017 | 0.0740  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.626 | 5 | 7 |
| Muscat | VOES    | 2018 | 0.0021  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.625 | 6 | 7 |
| Muscat | VOES    | 2019 | 0.0001  | 7  | 0.0000 | 0.7368 | 2 | 0.624 | 7 | 7 |

## ملاحظات:

- فيما يتعلق بنظرية الأنظمة الرمادية، فإذا كانت القيم نفسها خلال الأربع مشاهدات يتم تثبيتها للملاحظات المقدرة أيضاً، وفي حالة كانت قيمة  $a=0$ ، يتم اعتماد قيمة  $b$ ، أو اعتماد نفس القيم للفترة السابقة بحسب معطيات الدراسة وقيم المعلمتين المتحصل عليهما.

لا يخضع القطاع والسوق للتقدير لكونهما ثابت

## الملحق (3): نتائج برنامج التحليل التطويقي للبيانات.

| الترتيب | اسم الشركة                             | معدل الكفاءة | السوق المالي               | القطاع                      | الترتيب | اسم الشركة                        | معدل الكفاءة | السوق المالي               | القطاع                      |
|---------|----------------------------------------|--------------|----------------------------|-----------------------------|---------|-----------------------------------|--------------|----------------------------|-----------------------------|
| 1       | شركة اسمنت رأس الخيمة                  | 100.00%      | سوق أبوظبي للأوراق المالية | الصناعة                     | 38      | الإمارات للمربطبات                | 50.00%       | سوق دبي المالي             | السلع الاستهلاكية والكمالية |
| 2       | صيدال                                  | 100.00%      | بورصة الجزائر              | الصناعة                     | 39      | الخليجية لإنتاج الفطر             | 49.60%       | سوق مسقط المالي            | السلع الاستهلاكية والكمالية |
| 3       | فولتامب للطاقة                         | 100.00%      | سوق مسقط المالي            | السلع الاستهلاكية والكمالية | 40      | ظفار للصناعات السمكية والغذائية   | 49.50%       | سوق مسقط المالي            | السلع الاستهلاكية والكمالية |
| 4       | الاتحاد العقارية                       | 99.30%       | سوق دبي المالي             | العقارات                    | 41      | شركة الخليج للمشاريع الطبية       | 48.10%       | سوق أبوظبي للأوراق المالية | الخدمات                     |
| 5       | صلالة لخدمات الموانئ                   | 99.20%       | سوق مسقط المالي            | الخدمات                     | 42      | الخليج الدولية للكيمياويات        | 46.60%       | سوق مسقط المالي            | الصناعة                     |
| 6       | يونيكاي للأغذية                        | 97.30%       | سوق دبي المالي             | السلع الاستهلاكية والكمالية | 43      | فنادق الخليج عمان                 | 45.50%       | سوق مسقط المالي            | الخدمات                     |
| 7       | المتحدة للطاقة                         | 96.10%       | سوق مسقط المالي            | الطاقة                      | 44      | جلفار للهندسة والمقاولات          | 44.70%       | سوق مسقط المالي            | الخدمات                     |
| 8       | أوبار للفنادق والمنتجات                | 95.10%       | سوق مسقط المالي            | الخدمات                     | 45      | شركة اسمنت الخليج                 | 42.70%       | سوق أبوظبي للأوراق المالية | الصناعة                     |
| 9       | حلويات عمان                            | 94.80%       | سوق مسقط المالي            | السلع الاستهلاكية والكمالية | 46      | شركة الفجيرة لصناعات البناء       | 41.30%       | سوق أبوظبي للأوراق المالية | الصناعة                     |
| 10      | التبريد المركزي                        | 93.50%       | سوق دبي المالي             | الخدمات                     | 47      | Du                                | 38.40%       | سوق دبي المالي             | الاتصالات                   |
| 11      | السوادي للطاقة                         | 92.00%       | سوق مسقط المالي            | الطاقة                      | 48      | ظفار للسياحة                      | 37.40%       | سوق مسقط المالي            | الخدمات                     |
| 12      | سيمكوب صلالة للطاقة والمياه            | 90.40%       | سوق مسقط المالي            | الطاقة                      | 49      | دريك آند سكل                      | 37.30%       | سوق دبي المالي             | العقارات                    |
| 13      | الشرقية لتحلية المياه                  | 88.50%       | سوق مسقط المالي            | الطاقة                      | 50      | دبي للمربطبات                     | 34.30%       | سوق دبي المالي             | السلع الاستهلاكية والكمالية |
| 14      | شركة الصفاء للأغذية                    | 87.90%       | سوق مسقط المالي            | السلع الاستهلاكية والكمالية | 51      | دواجن ظفار                        | 33.00%       | سوق مسقط المالي            | السلع الاستهلاكية والكمالية |
| 15      | صحار للطاقة                            | 84.90%       | سوق مسقط المالي            | الطاقة                      | 52      | صناعة مواد البناء والمقاولات      | 31.30%       | سوق مسقط المالي            | الصناعة                     |
| 16      | شركة الشارقة للإسمنت والتنمية الصناعية | 84.10%       | سوق أبوظبي للأوراق المالية | الصناعة                     | 53      | ديار للتطوير                      | 30.30%       | سوق دبي المالي             | العقارات                    |
| 17      | شركة رأس الخيمة العقارية               | 81.30%       | سوق أبوظبي للأوراق المالية | العقارات                    | 54      | أعلاف ظفار                        | 29.00%       | سوق مسقط المالي            | السلع الاستهلاكية والكمالية |
| 18      | شركة سيراميك رأس الخيمة                | 78.70%       | سوق أبوظبي للأوراق المالية | الصناعة                     | 55      | شركة دانة غاز                     | 27.60%       | سوق أبوظبي للأوراق المالية | الطاقة                      |
| 19      | العنقاء للطاقة                         | 76.90%       | سوق مسقط المالي            | الطاقة                      | 56      | بيوفارم                           | 26.40%       | بورصة الجزائر              | الصناعة                     |
| 20      | مصانع مسقط للخياوط                     | 75.90%       | سوق مسقط المالي            | الصناعة                     | 57      | داماك                             | 26.00%       | سوق دبي المالي             | العقارات                    |
| 21      | العمانية للتغليف                       | 74.00%       | سوق مسقط المالي            | السلع الاستهلاكية والكمالية | 58      | شركة أبو ظبي الوطنية لمواد البناء | 22.10%       | سوق أبوظبي للأوراق المالية | الصناعة                     |

|          |                            |        |                              |    |                             |                            |        |                                              |    |
|----------|----------------------------|--------|------------------------------|----|-----------------------------|----------------------------|--------|----------------------------------------------|----|
| الخدمات  | بورصة الجزائر              | 21.70% | الأوراسي                     | 59 | السلع الاستهلاكية والكمالية | سوق مسقط المالي            | 73.10% | العمانية الأوروبية<br>للصناعات الغذائية      | 22 |
| الخدمات  | سوق مسقط المالي            | 21.40% | كلية مجان                    | 60 | الخدمات                     | سوق مسقط المالي            | 73.00% | العمانية للهندسة والاستثمار                  | 23 |
| الطاقة   | سوق مسقط المالي            | 20.50% | الباطنة للطاقة               | 61 | السلع الاستهلاكية والكمالية | سوق مسقط المالي            | 71.20% | المطاحن العمانية                             | 24 |
| الصناعة  | سوق مسقط المالي            | 16.50% | الجزيرة للمنتجات الحديدية    | 62 | الخدمات                     | سوق مسقط المالي            | 70.20% | العمانية للاستثمارات<br>التعليمية والتدريبية | 25 |
| النقل    | سوق دبي المالي             | 15.10% | أرامكس                       | 63 | الصناعة                     | سوق مسقط المالي            | 67.40% | عمان كلورين                                  | 26 |
| الصناعة  | سوق أبوظبي للأوراق المالية | 13.90% | شركة أركان لمواد البناء      | 64 | الصناعة                     | سوق مسقط المالي            | 65.80% | صناعة الكابلات العمانية                      | 27 |
| الطاقة   | سوق مسقط المالي            | 12.30% | أكوا باور بركاء              | 65 | السلع الاستهلاكية والكمالية | سوق مسقط المالي            | 64.40% | الشركة الوطنية للمياه<br>المعدنية            | 28 |
| الصناعة  | سوق مسقط المالي            | 11.00% | المها للسيراميك              | 66 | الخدمات                     | سوق أبوظبي للأوراق المالية | 63.50% | شركة الجرافات البحرية<br>الوطنية             | 29 |
| العقارات | سوق أبوظبي للأوراق المالية | 9.60%  | شركة الدار العقارية          | 67 | الصناعة                     | سوق مسقط المالي            | 61.90% | الشركة الوطنية للمنظفات<br>الصناعية          | 30 |
| النقل    | سوق دبي المالي             | 8.20%  | العربية للطيران              | 68 | الصناعة                     | سوق دبي المالي             | 60.60% | شركة الإسمنت الوطنية                         | 31 |
| الصناعة  | سوق مسقط المالي            | 6.90%  | الفجر العالمية               | 69 | الخدمات                     | سوق مسقط المالي            | 58.00% | الحسن الهندسية                               | 32 |
| الصناعة  | سوق أبوظبي للأوراق المالية | 5.50%  | شركة أبو ظبي لبناء السفن     | 70 | الصناعة                     | سوق مسقط المالي            | 57.50% | محاجر الخليج                                 | 33 |
| الخدمات  | سوق أبوظبي للأوراق المالية | 4.10%  | شركة أبو ظبي الوطنية للفنادق | 71 | السلع الاستهلاكية والكمالية | سوق مسقط المالي            | 57.50% | المها لتسويق المنتجات<br>النفطية             | 34 |
| الخدمات  | سوق مسقط المالي            | 3.30%  | فندق البريمي                 | 72 | الصناعة                     | سوق مسقط المالي            | 57.20% | زجاج مجان                                    | 35 |
| الصناعة  | سوق مسقط المالي            | 1.60%  | الأنوار لبلاط السيراميك      | 73 | الصناعة                     | سوق أبوظبي للأوراق المالية | 55.00% | شركة الخليج للصناعات<br>الدوائية             | 36 |
|          |                            |        |                              |    | الخدمات                     | سوق مسقط المالي            | 53.50% | العالمية لإدارة الفنادق                      | 37 |

---

## قائمة المراجع

---

## 1-1 - المراجع باللغة العربية

## أ- الكتب

- جون سوليفان وآخرون، تعريب: سمير كريم، "بحثاً عن عضو جيد لمجلس الإدارة: دليل لإرساء أسس حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، ط3، و.م.أ، 2003.

## ب- التقارير

- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "تعاملات الأطراف ذوي العلاقة في أسواق رأس المال العربية: نتائج تحليل الاستبيان"، دبي، جويلية 2014.

- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"، دبي، جوان 2017.

- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "مستوى الشفافية لدى أسواق رأس المال العربية"، دبي، نوفمبر 2014.

- سوق أبوظبي للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2019"، أبوظبي، 2020.

- سوق أبوظبي للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2016"، أبوظبي، 2017.

- سوق أبوظبي للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2018"، أبوظبي، 2019.

- سوق دبي المالي، "التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي (ش.م.ع) 2017"، دبي، 2018.

- سوق دبي المالي، "التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي (ش.م.ع) 2018"، دبي، 2019.

- سوق دبي المالي، "التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي (ش.م.ع) 2019"، دبي، 2020.

- سوق مسقط للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2016"، مسقط، 2017.

- سوق مسقط للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2017"، مسقط، 2018.

- سوق مسقط للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2018"، مسقط، 2019.

- سوق مسقط للأوراق المالية، "التقرير السنوي 2019"، مسقط، 2020.

- منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، "حوكمة الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: بناء إطار للقدرة على التنافسية والنمو"، 2019، متوفر على الموقع: <https://www.oecd.org/publications/f8f22be1-ar.htm>.

## ج. القوانين والمواثيق

- الأمر رقم 04-01، المؤرخ في 20 أوت 2001، "المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصصتها"، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 47 لسنة 2001.

- القانون التجاري الجزائري.

- اللجنة الوطنية لحكامة المقاولات، "الميثاق المغربي للممارسات الجيدة لحكامة المنشآت والمؤسسات العامة"، المغرب، 2008.

- مركز المديرين المصري، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الهيئة العامة للأوراق والرقابة المالية، الإصدار الثالث، أوت 2016.

- المعهد العربي لرؤساء المؤسسات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، "الدليل العملي في الحوكمة السليمة للمؤسسات التونسية"، تونس، 2008.
- هيئة الأوراق المالية والسلع، "قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3/ر.م) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة"، أبو ظبي، 2020/02/02.
- هيئة الأوراق المالية، "دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، الأردن، 2008.
- هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات"، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار 8-16-2017، بتاريخ 13 فيفري 2017، السعودية، 2017.
- الهيئة العامة لسوق المال، "ميثاق حوكمة شركات المساهمة العامة"، سلطنة عمان، ديسمبر 2016.
- هيئة قطر للأوراق المالية، "نظام حوكمة الشركات والكيانات القانونية المدرجة في السوق الرئيسية"، الجريدة الرسمية، 6ع، الصادرة بتاريخ 15 ماي 2017.
- وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، "ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر"، الجزائر، 2009.

## 2-1- المراجع باللغة الأجنبية

### A- Les Livres/ The Books

- Alain FINET et al., "**Gouvernance d'Entreprise: Nouveaux Défis Financiers et Non Financiers**", de boeck, 1<sup>er</sup> édition, Belgique, 2009.
- Alain FINET et al., "**Gouvernement d'Entreprise: Enjeux Managériaux, Comptables et Financiers**", de boeck, 1<sup>er</sup> édition, Belgique, 2005.
- Frédéric PARRAT, "**Le Gouvernement d'Entreprise**", Dunod, France, 2003.
- Gérard CHARREAUX et al., "**Gouvernance des Entreprises: Nouvelles Perspectives**", Economica, France, 2006.
- Gérard CHARREAUX, "**Le Gouvernement des Entreprises: Corporate Governance, Théories et Faits**", Economica, France, 1997.
- Gérard CHARREAUX, Jean-Pierre PITOL-BELIN, "**Le Conseil d'Administration**", Vuibert, France, 1990.
- Jean-Jacques PLUCHART, "**Le Management Durable de l'Entreprise**", édition SEFI, Canada, 2011.
- Jean-Michel PLANE, "**Management des Organisations**", Dunod, France, 2003.
- Manu CARRICANO, Fanny POUJOL, «**Analyse de Données avec SPSS**», Pearson Education, France, 2009.
- Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, "**Analyse de l'Information Financière**", Economica, 2<sup>e</sup> édition, France, 2010.

### B- Les Articles/ The Articles

- Abdelwahed OMRI, "**Système de Gouvernance et Performance des Entreprises Tunisiennes**", Revue Française de Gestion, n°142, 2003.
- Ahmed EIAOUADI, "**Les Stratégies d'Enracinement des Dirigeants d'Entreprise : le Cas Marocain**", centre d'études et de recherche sur les organisations et la gestion, institut d'administration des entreprises, Université de Droit, d'Economie et des Sciences d'Aix-Marseille, France, W.P N°599, 2001.
- Ahmed SHABIR, Omar ROSMINI, "**Basic Corporate Governance Models: A Systematic Review**", International Journal of Law and Management, vol 58, Issue 1, 2016.
- Alexander MERZ, Sebastian TRABERT, "**Corporate Governance and the Volatility of Volatility**", available at Auckland Centre for Financial Research, 2017.

- Ali BOLBOL et al., **"Ownership Structure, Firm Performance, and Corporate Governance: Evidence from Selected Arab Countries"**, Journal of Finance, 2007.
- Allen FRANKLIN, Zhao MENGXIN, **"The Corporate Governance Model of Japan: Shareholders are not Rulers"**, available at: <https://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/Japan-Corporate-Governance.pdf>, May 13, 2007,
- Anthony KYEREBOAH-COLEMAN, Nicholas BIEKPE, **"The Relationship Between Board Size, Board Composition, CEO Duality And Firm Performance: Experience From Ghana"**, Corporate Ownership & Control, vol. 4, Issue 2, 2006-2007.
- Anthony KYEREBOAH-COLEMAN, Nicholas BIEKPE, **"The Relationship Between Board Size, Board Composition, CEO Duality And Firm Performance: Experience From Ghana"**, available at: [https://www.researchgate.net/publication/228715058...Experience\\_from\\_Ghana](https://www.researchgate.net/publication/228715058...Experience_from_Ghana).
- Aws AIHARES et al., **"The Corporate Governance Practices: Evidence from MENA Countries"**, Scientific Research Publishing, Theoretical Economics Letters, 9, 2019.
- BABITA, **"Impact of Board Independence and Chief Executive Status on Firm Performance"**, International Journal of Management Research, vol. 3, Issue 3, 2015.
- Bassam HASAN et al., **"Measuring the Performance of Construction Firms, using Data Envelopment Analysis"**, Tishreen University Journal for Scientific Studies, Engineering Sciences Series, vol.30, n°5, 2008.
- Benoît PIGE, **"Enracinement des Dirigeants et Richesse des Actionnaires"**, Revue Finance-Contrôle-Stratégie, vol.1, n°3, 1998.
- Bernard BLACK et al., **"Corporate Governance Indices and Construct Validity"**, European Corporate Governance Institute (ECGI) working paper series in finance, n°483, 2016.
- Catherine M.DAILY & al., **"Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data"**, Academy of Management Review, vol. 28, n°3, 2003.
- Charles HILL, Thomas JONES, **"Stakeholder-Agency Theory"**, Journal of Management Studies, vol. 29, n°2, 1992.
- Charlie WEIR et al., **"An Empirical Analysis of the Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UK Firms"**, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=286440>.
- Chia-Nan Wang et al., **"Automobile Industry Strategic Alliance Partner Selection: the Application of a Hybrid DEA and Grey Theory Model"**, Sustainability Journal, n° 8-173, 2016.
- Choonsik LEE, Kee CHUNG, **"Corporate Governance and the Informational Efficiency of Prices"**, Financial Management Journal, 2015.
- Daryl KOEHN, Joe UENG, **"Corporate Governance Ratings : General Concerns and Specific Problems in the European Context"**, Corporate Ownership & Control, vol. 5, Issue 1, 2007.
- David BLOCK, Anne-Marie GERSTNER, **"One-Tier vs. Two-Tier Board Structure: A Comparison Between the United States and Germany"**, Comparative Corporate Governance and Financial Regulation, paper 1, University of Pennsylvania Law School, 2016.
- David Wanyonyi WANYAMA, Tobias OLWENY, **"Effects of Corporate Governance on Financial Performance of Listed Insurance Firms in Kenya"**, Public Policy and Administration Research, vol.3, n° 4, 2013.
- Duc Vo A B, Thuy PHAN, **"Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnam"**, Journal of Economic Development, n° 218, 2013.
- Duy NGUYEN et al., **"The Relationship of Dividend Policy and Share Price Volatility: A Case in Vietnam"**, Annals of Economics and Finance, 20-1, 2019.
- Elaine STERNBERG, **"The Defects of Stakeholder Theory"**, Scholarly Research and Theory Papers, vol. 5, n°1, 1997.
- Faizul HAQUE, **"Ownership, Regulation and Bank Risk-Taking: Evidence from the Middle East and North Africa (MENA) Region"**, Corporate Governance: International Journal of Business in Society, 2018.
- Fitriya FAUZI, Stuart LOCKE, **"Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms"**, Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, vol. 8, n° 2, 2012.

- Gavin NICHOLSON, Geoffrey KIEL, "**Can Directors Impact Performance? A Case-Based Test of three Theories of Corporate Governance**", *Corporate Governance an International Review*, vol. 15, n° 4, July 2007.
- Georgeta VINTILA, Ștefan GHERGHINA, "**An Empirical Investigation of the Relationship between Corporate Governance Mechanisms, CEO Characteristics and Listed Companies' Performance**", *International Business Research*, vol. 5, n°10, 2012.
- Gérard CHARREAUX, "**Vers une Nouvelle Théorie de Gouvernance d'Entreprise**", document accessible en ligne sur : <http://leg.u-bourgogne.fr/wp/0960501.pdf>.
- Gérard CHARREAUX, "**Vers une Théorie du Gouvernement d'Entreprise**", Working Papers CREGO 0960501, Université de Bourgogne - CREGO EA7317 Centre de recherches en gestion des organisations, 1996.
- Gérard CHARREAUX, "**Le Conseil d'Administration dans les Théories de la Gouvernance**", Working Papers CREGO 001201, Université de Bourgogne - CREGO EA7317 Centre de recherches en gestion des organisations, revised 2000.
- Gérard CHARREAUX, "**Structure de Propriété, Relation d'agence, et Performance Financière**", *Revue Economique*, n°3, Mai 1991.
- Gérard CHARREAUX, Jean-Pierre PITOL-BELIN, "**Les Théories des Organisations**", document accessible en ligne sur: <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net>
- Gérard CHARREAUX, Philippe DESBIERES, "**Corporate Governance: Stakeholder Value Versus Shareholder Value**", *Journal of Management and Governance*, n°5, 2001.
- Giovanni DOSI, Sidney G.WINTER, "**Interprétation Evolutionniste du Changement Economique**", *Revue Economique*, vol.54, n°2, 2003.
- Guido CARATI, Alireza Tourani RAD, "**Convergence of Corporate Governance Systems**", *Managerial Finance*, vol. 26, Issue 10, 2000.
- Heidi MEIER, Natalie MEIER, "**Corporate Governance: An Examination of US and European Models**", *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, vol 9, Issue 2, 2013.
- Hervé ALEXANDRE, Mathieu PAQUEROT, "**Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants**", *Revue de Finance-Contrôle-Stratégie*, vol.3, n°2, 2000.
- Houssein RACHDI, Ines GHAZOUANI BEN AMEUR, "**Board Characteristics, Performance and Risk Taking Behaviour in Tunisian Banks**", *International Journal of Business and Management*, vol. 6, n°6, 2011.
- Jackie KRAFFET et al., "**Gouvernance d'Entreprise et Performances Sectorielles: Une Réévaluation de la Fiabilité des Scores et Mesures de Bonne Gouvernance**", *Revue d'Economie et Prévision*, 2012.
- Jean-Marc HUGUENIN, "**Data Envelopment Analysis (DEA): Un Guide Pédagogique à l'Intention des Décideurs dans le Secteur Public**", cahier n°278/2013, Institut de Hautes Etudes en Administration Publique (IDHEAP), Swiss Graduate School of Public Administration, Suisse, 2013.
- Jean-Pascal GOND, Samuel MERCIER, "**La Théories des Parties Prenantes: une Synthèse Critique de la Littérature**", document accessible en ligne sur: <https://www.researchgate.net/publication/228772810>, 2003.
- Jeroen WEIMER, Joost PAPE, "**A Taxonomy of Systems of Corporate Governance**", *Corporate Governance*, vol 7, n°2, 1999.
- Joseph HEATH, Wayne NORMAN, "**Stakeholder Theory, Corporate Governance and Public Management: What can the History of State-Run Enterprises Teach us in the Post-Enron era?**", *Journal of Business Ethics*, n° 53, 2004.
- Juan Pablo GONZALES-BUSTOS, Ana Beatriz HERNANDEZ-LARA, "**Corporate Governance and Innovation: A Systematic Literature Review**", *Corporate Ownership & Control*, vol. 13, n° 3, 2016.
- Karima BOUAISS, Christine MARSAL, "**Les Mécanismes Internes de Gouvernance dans les Banques : Un Etat de l'Art**", *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 12, n°1, Mars 2009.
- Katten MUCHIN, Zavis ROSENMAN, "**The Ratings Game: Corporate Governance Ratings and Why You Should Care**", *Global Corporate Governance Guide: Best Practice in the Boardroom*, Global White Page, 2004.

- Khaled ALZEAIDEEN, Sara AL-RAWASH, "**The Effect of Ownership Structure on Share Price Volatility of Listed Companies in Amman Stock Exchange**", Research Journal of Finance and Accounting, vol 5, n° 6, 2014.
- Krishna PRASANNA, "**Impact of Corporate Governance regulations on Indian Stock Market Volatility and Efficiency**", International Journal of Disclosure and Governance, vol. 10, n°1, 2013.
- Lex DONALSON, James DAVIS, "**Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns**", Australian Journal of Management, vol. 16, n° 1, 1991.
- Madan BHASIN, "**Corporate Governance Rating Systems: A powerful tool of accountability**", Indian Journal of Corporate Governance, Vol.1, n°1, 2008.
- Merkus BERNDT, "**Global Differences in Corporate Governance Systems Theory and Implications for Reforms**", Discussion Paper n° 303, Harvard Law School, Cambridge, 2000.
- Michael RUBACH, Terrence SEBORA, "**Comparative Corporate Governance : Competitive Implications of an Emerging Convergence**", Journal of World Business, vol.33, Issue 2, 1998.
- Mohammad EZAZI et al., "**The Effect of Ownership Structure on Share Price Volatility of Listed Companies in Tehran Stock Exchange : An Empirical Evidence of Iran**", International Journal of Business and Social Science, vol 2, n°5, 2011.
- Mohammed SOLIMAN, "**Ownership Structure, Board Composition, and Dividend Policies: Evidence from Saudi Arabia**", SSRN Electronic Journal, 2013.
- Mouna ALOUI, Anis JARBOUI, "**The Effects of Corporate Governance on the Stock Return Volatility: during the Financial Crisis**", International Journal of Law and Management, 2018.
- Nabil BAYDOUN et al., "**Corporate Governance in Five Arabian Gulf Countries**", Managerial Auditing Journal, vol. 28, n°1, 2013.
- Nabil BIKOURANE, Donatien AVELE, "**Influence des Caractéristiques des Conseils d'Administration des Banques Européennes Acheteuses sur leurs Performances Boursières**", Revue du Financier, vol.26, n° 208-209, 2014.
- Nassreddine GAROUI, Anis JARBOUI, "**Cognitive Approach of Corporate Governance : A Visualization Test of Mental Models with Cognitive Mapping Technique**", The Romanian Economic Journal, n°43, 2012.
- Nurullah TEKIN, "**The Notion of Corporate Governance and Comparison of the US, UK and German Corporate Governance Models**", Law & Justice Review, vol V, Issue 1, 2014,.
- Patrick McCOLGAN, "**Agency Theory and Corporate Governance: A Review of the Literature from a Uk Perspective**", Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde, Glasgow, 2001.
- Paul ANDRE, Eduardo SCHIEHL, "**Systèmes de Gouvernance, Actionnaires Dominants et Performance Future des Entreprises**", Finance Contrôle Stratégie, vol. 7, n° 2, 2004.
- Paul COLLIER, Mahbub ZAMAN, "**Convergence in European Corporate Governance: the Audit Committee Concept**", Corporate Governance, vol.13, n° 6, 2005.
- Paul ROUSE et al., "**Efficient Governance Structures and Corporate Performance**", available at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.196.1212>, 2004.
- Pietro BERITELLI et al., "**Destination Governance: Using Corporate Governance Theories as a Foundation for Effective Destination Management**", Journal of Travel Research, vol. 46, 2007.
- Rachella KORDIJK, "**The Effect of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Netherlands**", Thesis in Business and Economics, Specialization : finance and organization, University of Amsterdam, Netherlands, 2014.
- Rafik ABDESSELAM et al., "**Are Corporate Governance Systems Typologies Relevant? Evidence from European Transfers of Ownership Rights**", Corporate Ownership and Control, vol.5, Issue 1, Fall 2007.
- Rajaa MTANIOS, Mathieu PAQUEROT, "**Structure de Propriété et Sous-Performance des Firmes : Une Etude Empirique sur le Marché au Comptant, le Règlement Mensuel et le Second Marché**", Finance Contrôle Stratégie, vol. 2, n°4, 1999.
- Ronald GILSON, "**Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function**", The American Journal of Comparative Law, vol 49, n°2, 2001.

- Rosa HAAS et al., "**Corporate Governance: The Rights of Shareholders and Role of the Board – A Comparison of Us, Uk and Germany**", ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives, vol 3, Issue 3, 2014.
- Sanjai BHAGAT et al., "**The Promise and Peril of Corporate Governance Indices**", European Corporate Governance Institute (ECGI) working paper series in law, n°89, 2007.
- Sanjai BHAGAT et al., "**The Promise and Peril of Corporate Governance Indices**", Law Working Paper, n°89/2007, ECGI, 2007.
- Sekhar Muni AMBA, "**Corporate Governance and Firms' Financial Performance**", Journal of Academic and Business Ethics, 2014.
- Siti Normala Sheikh Obid, Babak Naysary, "**Toward a Comprehensive Theoretical Framework for Shariah Governance in Islamic Financial Institutions**", Journal of Financial Services Marketing, n°19, 2014.
- Stephen PROWSE, "**Corporate Governance: Comparaison Internationale. Une Etude des Mécanismes de Contrôle d'Entreprise aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, au Japon et en Allemagne**", Revue d'Economie Financière, n° 3, 1994.
- Steve LETZA et al., "**Shareholding Versus Stockholding: A Critical Review of Corporate Governance**", Corporate Governance an International Review, vol.12, n° 3, 2004.
- Stijn CLAESSENS, B. Burcin YURTOGLU, "**Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey**", Emerging Markets Review, n°15, 2013.
- Sunday KOJAL, "**Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms**", Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Issue 14, 2008.
- Sunday OGBEIDE & Esther Evbayiro-OSAGIE, "**Corporate Governance Mechanisms and Share Price Volatility of Quoted Firms : Insights from Nigeria**", International Journal of Accounting and Finance, vol. 8, n° 1, 2019.
- T.VELNAMPY, "**Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies**", Journal of Economics and Sustainable Development, vol. 4, n°3, 2013.
- Thi Kieu PHAN, Nam TRAN, "**Dividend Policy and Stock Price Volatility in an Emerging Market : Does Ownership Structure Matter?**", Cogent Economics & Finance, 7, 2019.
- Toru YOSHIKAWA, Abdul RASHEED, "**Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions**", Corporate Governance: An International Review, vol. 17, n° 3, 2009.
- Utrero-González, Callado-Muñoz, "**Do Investors React to Corporate Governance News? An Empirical Analysis for the Spanish Market**", BRQ Bus. Res. Q., 2015.
- Wan YUSOFF , Idris ALHAJI, "**Corporate Governance and Firm Performance of Listed Companies in Malaysia**", Trends and Development in Management Studies, vol. 1, Issue 1, 2012.
- Wided KHIARI et al., "**Corporate Governance and Performance: An Indexing Approach using the Stochastic Frontier Analysis**", Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, vol. 7, Iss: 2, 2006.
- Wiem Elmanaa MADANI, Wafa KHLIF, "**Effets de la Structure de Propriété sur la Performance Comptable: Etude Empirique sur les Entreprises Tunisiennes Industrielles non Cotées**", Comptabilité et Connaissances, 2005.
- Yahya AL-MATARI et al., "**Board of Directors, Audit Committee Characteristics and Performance of Saudi Arabia Listed Companies**", International Review of Management and Marketing, vol. 2, n° 4, 2012.
- Yanping ZHANG, Mingsheng LI, "**Grey System Forecasting Based on MATLAB and its Example Application**", IEEE, 2010.
- Yaser SASANINEJAD et al., "**Investigating the Relationship between Corporate Governance Ranking and Earnings Management in Companies Listed in Tehran Stock Exchange**", Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review, vol.3, n°12, August 2014.
- Yousuf ALAWFI, Konstantinos VERGOS, "**Determinants of Ownership Concentration in Middle East and North Africa (MENA) Region**", SSRN Electronic Journal, 2017.

- Yusuf MUGALOGLU, Eser ERDAG, "**Corporate Governance, Transparency and Stock Return Volatility : Empirical Evidence from the Istanbul Stock Exchange**", Journal of Applied Economics and Business Research, vol.3, n° 4, 2013.
- Zakaria ZURIAWATI et al., "**The Impact of Dividend Policy on the Share Price Volatility: Malaysian Construction and Material Companies**", International Journal of Economics and Management Sciences, vol.2, n°5, 2012.

### C- Les Conférences/ The Conferences

- Ali El MIR, Imen KHANCHEL, "**De l'Efficienc e de la Gouvernance**", la 13<sup>e</sup> conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, France, 2-4 Juin 2004.
- Salwa SAID et al., "**Ownership Structure and Firm Performance in the MENA Region**", Proceedings of the 22<sup>nd</sup> Asia-Pacific Conference on Global Business, Economics, Finance & Social Sciences, Thailand, February 15-17, 2019.

### D- Les Thèses/ The Thesis

- Alex MANZONI, "**A New Approach to Performance Measurement using Data Envelopment Analysis: Implications for Organisation Behaviour, Corporate Governance and Supply Chain Management**", thesis of doctorat in business administration, faculty of business and law, Victoria University, Australia, 2007.
- Amir LOUIZI, "**Les Déterminants d'une Bonne Gouvernance et la Performance des Entreprises Françaises : Etudes Empiriques**", thèse de doctorat en sciences de gestion, école doctorale sciences économique et de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, Lyon, 2011.
- Eloisa Perez DE TOLEDO, "**Quality of Governance and Firm Performance: Evidence from Spain**", Master thesis, Universitat Autònoma de Barcelona, Espagne, p: 11, 12.
- Gëzim TOSUNI, "**The Impact of Corporate Governance on the Performance of Financial Institutions**", PhD thesis, Staffordshire University, England, 2013.
- Hamza ALMUSTAFA, "**National Governance, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from Tow MENA Countries –Jordan and UAE-**", PhD thesis, University of Salford Manchester, UK, 2017.
- Lin LIN, "**An Application of Grey System Theory into Real Estate Investment Decision-Making**", master of science thesis, dept of real estate and construction management, div of building and real estate economics, 2010.
- Mariam KEITA, "**Evaluation de la Performance des Institutions de Micro-Finance (IMFs) par la Méthode d'Enveloppement des Données**", thèse de doctorat en administration, université du Québec, Canada, 2007.
- Sophie AUDOUSSET-COULIER, "**La Publication des Honoraires d'audit par les Sociétés Cotées Française : Deux Etudes de Déterminants, les Déterminants du Caractère Volontaire de la Publication des Honoraires d'audit et les Déterminants du Montant des Honoraires d'audits Publiés**", thèse de doctorat en sciences de gestion, école doctorale science de la décision et de l'organisation, école des hautes études commerciales de Paris, France, 2008.

### E- Les Rapports/ The Reports

- Doing Business report, 2019.
- DVFA Commission Governance & Stewardship, "**DVFA Scorecard for Corporate Governance**", version 2, Germany, November 2019.
- G20/OECD, "**G20/OECD Principles of Corporate Governance**", OECD, 2015.
- Gabriela Figueiredo Dias, "**The Business Case for Corporate Governance and the Evolution of the Concept in the MENA (Middle East and North Africa) Region**", MENA-OECD Working Group on Corporate Governance, Morocco, 12-13 December 2017.

- OECD, "**2018 OECD Survey of Corporate Governance Frameworks in the Middle East and North Africa**", 2018 MENA-OECD Working Group on Corporate Governance: Policy Options to Achieve Sound Corporate Governance for Competitiveness, 4-5 July, 2018, Portugal.
- OECD, "**Challenges for Reform of Financial Markets in MENA Countries**", MENA-OECD Investment Programme, working group N°4, Jeddah, 2005.
- OECD, "**Ownership Structures in MENA Countries : Listed Companies, State-Owned, Family Enterprises and Some Policy Implications**", Conference about OECD- MENA/Initiative on Governance & Investment for Development, Rabat, September 2005.
- OECD, "**Policy Brief on Improving Corporate Governance of Banks in the Middle East and North Africa**", available at: <https://www.oecd.org/>, 2009.
- OECD, "**The Role of MENA Stock Exchanges in Corporate Governance**", available at: [www.oecd.org/daf/ca/RoleofMENAstockexchanges](http://www.oecd.org/daf/ca/RoleofMENAstockexchanges), 2012.
- Roberto ROCHA et al., "**Financial Access and Stability: A Road Map for the Middle East and North Africa**", The World Bank, 2011.
- Structure des Opérations et de Développement du Marché, "**Bilan d'Activité 2014**", Bourse d'Alger, 2015.
- Structure des Opérations et de Développement du Marché, "**Rapport d'Activité 2013**", Bourse d'Alger, 2014.
- Structure des Opérations et de Développement du Marché, "**Rapport d'Activité 2016**", Bourse d'Alger, 2017.
- Structure des Opérations et de Développement du Marché, "**Rapport d'Activité 2017**", Bourse d'Alger, 2018.
- Structure des Opérations et de Développement du Marché, "**Rapport de Gestion 2019**", Bourse d'Alger, 2020.
- World Economic Forum, "**The Global Competitiveness Report 2019**", available at : [www.weforum.org/gcr](http://www.weforum.org/gcr), 2020.

#### **F- Les Sites Web et les Bases des données/ The Web-Sites and Data Bases**

- <https://www.biopharmdz.com>.
- Global Financial Development Database, <https://databank.worldbank.org/>.
- <https://www.adx.ae/>.
- <https://www.dfm.ae/>.
- <https://www.msx.om/>.
- <https://www.saidal groupe.dz>.
- <https://www.sgbv.dz>.
- The World Bank Database, <https://data.worldbank.org/>.
- Web of Science.
- Worldwide Governance Indicators, <http://info.worldbank.org/governance/wgi/>

الحمد لله

**ملخص:** تهدف الدراسة لتقييم مستوى تطبيق حوكمة الشركات في أربعة أسواق مالية عربية: بورصة الجزائر، سوق مسقط المالي، سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية. لأجل ذلك، تم استخدام نظرية الأنظمة الرمادية والتحليل التطويقي للبيانات لتقدير المتغيرات وتقييم مستوى تطبيق الحوكمة (كفاءة نظام الحوكمة) في 73 شركة مدرجة بالأسواق المالية العربية للفترة 2016-2019، أين اعتبر مجلس الإدارة، لجان المجلس، هيكل الملكية، الإفصاح والشفافية متغيرات للحوكمة ومدخلات للنموذج، في حين أن العائد على حقوق الملكية، والذي يعتبر مؤشرا مستخدما بكثرة في تقييم الأداء المالي، استخدم كمخرج للنموذج. إضافة إلى ذلك، تم اختبار علاقة حوكمة الشركات بأداء بعض الأسواق المالية العربية.

توصلت الدراسة للنتائج الأساسية الآتية: (1) غياب العلاقة السلبية ذات الدلالة الإحصائية بين آليات حوكمة الشركات وتقلبات أسعار الأسهم. (2) يعتبر مستوى تطبيق الحوكمة في الشركات محل الدراسة متوسطا، كما أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين معدلات كفاءة نظام الحوكمة من شركة لأخرى بحسب الأسواق المالية والقطاعات. أخيرا، لا تعتبر آليات حوكمة الشركات محددات للكفاءة.

**كلمات مفتاحية:** حوكمة شركات، أسواق مالية عربية، أداء مالي، تحليل تطويقي للبيانات، نظرية أنظمة رمادية.

**Abstract :** The purpose of this study is to evaluate the level of corporate governance practices in four Arab financial markets : Algiers Stock Exchange, Muscat Stock Exchange, Dubai Financial Market and Abu Dhabi Securities Exchange. To do so, the Grey System Theory and Data Envelopment Analysis (DEA) has been used to estimate variables and adopt the level of corporate governance practices (The corporate governance efficiency) in 73 companies listed on Arab financial markets during 2016-2019, where board of directors, board committees, ownership structure, disclosure and transparency are the inputs, while the Return On Equity (ROE), which is a frequently used indicator of financial performance, is the output. Furthermore, the relationship between corporate governance and financial market performance has been tested as well.

The main study findings are as follows : (1) The insignificant negative relationship between corporate governance mechanisms and Share Price Volatility. (2) The corporate governance efficiency is considered average in the studied companies, and there are no statistically significant differences between the governance systems efficiency from on company to another according to financial markets and sectors. Finally, corporate governance mechanisms are not considered as determinants of efficiency.

**Keywords:** Corporate Governance, Arab Financial Markets, Financial Performance, Data Envelopment Analysis, Grey System Theory.