



مجلة العلوم الاقتصادية

Journal homepage:

<http://journals.sustech.edu/>

## الالتزام بقواعد الضبط المؤسسي وأثره في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية

عبد المطلب عثمان محمود دليل و هلال يوسف صالح  
جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا - كلية الدراسات التجارية

### المستخلص:

تمثلت مشكلة الدراسة في مدى تطبيق شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لبعض قواعد الضبط المؤسسي المتعارف عليها دولياً وأثر تلك الممارسة في القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات. هدفت الدراسة إلى قياس مستوى تطبيق بعض شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لبعض قواعد الضبط المؤسسي. اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج منها: يوجد أثر لتطبيق قاعدة حقوق المساهمين في القيمة السوقية لأسهم شركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، لا يوجد أثر لتطبيق قاعدة حقوق أصحاب المصالح من غير المساهمين من قبل شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية في القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات حسب مستوى الممارسة الحالية. خلصت الدراسة إلى عدة توصيات منها: تبني الشركات المساهمة العامة لحقوق المساهمين التي تكفلها لهم القواعد لاسيما الإفصاح عن قائمة بنسبة ملكيتها في الشركات الأخرى وإتاحة الأولوية للمساهمين في الشركة بالاكتمال في أية إصدارات جديدة، تفعيل دور أصحاب المصالح من غير المساهمين للرقابة على أنشطة الشركات وتزويدهم بالمعلومات اللازمة التي تمكنهم من رفع دورهم الفعال في إطار الضبط المؤسسي، مما يشجع المستثمرين.

### ABSTRACT:

The research problem examined the extent to which public share companies listed on Khartoum Stock Exchange Market complied with the generally accepted international institutional control rules and the effect of this practice on the Market Value of these companies. The research aimed at measuring the level of compliance of some public share companies, which are listed on Khartoum Stock Exchange Market to the institutional control rules. The research most important findings revealed that applying the shareholders rule has an effect on the market value of the public share companies listed on Khartoum Stock Exchange Market; alternatively applying other stakeholders' rule (i.e., those who are not shareholders) has no effect on the market value of companies listed on Khartoum Stock Exchange. The research main recommendations include: The call for the public share companies to take into consideration shareholders rights such as the disclosure of the company's ownership share in other company's; besides giving priority to the company's shareholders to

subscribe to any new issuances. Furthermore, the research highly recommended activating the role of other stakeholders in supervising the activities of the companies and provides them with necessary information to activate their role regarding the institutional control, which in turn may encourage the investors.

**الكلمات المفتاحية:** حقوق المساهمين، حقوق أصحاب المصالح، سعر الإغلاق.

#### المقدمة:

يعتبر الضبط المؤسسي أحد الموضوعات المهمة التي حُطيت بقدر كبير من الاهتمام لدى معظم المؤسسات والمنظمات الإقليمية والدولية، وذلك بسبب حالات الفشل المالي والإداري التي تعرضت لها العديد من المنشآت في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على حد سواء، في العديد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في التسعينات من القرن العشرين، وما شهده الاقتصاد الأمريكي من أزمة مالية حادة في القرن الحالي، والتي طالت آثارها السلبية أغلب أسواق المال علي مستوي العالم بأسره.

إن زيادة الاهتمام بالضبط المؤسسي يرجع إلي العديد من العوامل لعل أبرزها وجود خلل في آليات الرقابة والمتابعة سواء كان علي مستوي الشركات أو أسواق المال، مما أدى إلى ضعف ثقة المستثمرين في التقارير المالية المنشورة لتلك الشركات، كذلك أدى انفصال الإدارة عن الملكية في الشركات إلى انتشار شركات الأموال التي تدافعت باتجاه أسواق المال للحصول على التمويل من مصادر أقل تكلفة، وساعد على ذلك ما شهده العالم من تحرير الأسواق المالية وزيادة انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق، أيضاً اتجهت بعض الدول ومنها السودان إلي تنفيذ برامج خصخصة شركات القطاع العام وتحويلها إلي شركات مساهمة تتداول أسهمها في سوق المال، حيث تكون الاستثمارات المبنية علي الأسواق المالية في هذه الدول أكثر أهمية من ذي قبل من خلال دعمها بنظام فعال للحكومة لتحقيق النمو الاقتصادي.

#### مشكلة الدراسة:

تتخصر مشكلة الدراسة في مدى الالتزام بقواعد الضبط المؤسسي وأثره في القيمة السوقية لأسهم الشركات، وذلك من خلال الإجابة علي التساؤلات الآتية:

1. هل يوجد تأثير لتطبيق الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لمتطلبات قاعدة حقوق المساهمين في القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات.
2. هل هناك تأثير لتطبيق الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لمتطلبات قاعدة حقوق أصحاب المصالح من غير المساهمين في القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات.

#### فرضيات الدراسة

تختبر الدراسة الفرضيات التالية:

1. التزام الشركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية بقاعدة حقوق المساهمين يؤثر في القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات.
2. تبني شركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لمتطلبات حقوق أصحاب المصالح من غير المساهمين يؤثر في القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات.

#### أهداف الدراسة:

تسعي الدراسة إلي تحقيق الأهداف التالية:

1. التعرف علي مستوي تطبيق الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لقواعد الضبط المؤسسي.

2. بيان أثر تبني الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لقواعد الضبط المؤسسي في القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات.

#### أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في الآتي:

#### الأهمية العلمية :

1. الإثراء العلمي الذي يمكن أن تضيفه للمكتبة الأكاديمية نظراً لقلّة الدراسات التي تناولت العلاقة بين قواعد الضبط المؤسسي وكفاءة السوق المالي خاصة علي المستوى المحلي.

2. حثت المنظمات الاقتصادية العالمية بإعداد الدراسات حول ممارسات الضبط المؤسسي في الدول والعمل علي تطويرها وفقاً لظروف كل دولة.

#### الأهمية العملية:

1. الإسهام في إجراء تقييم لما هو مطبق من قواعد الضبط المؤسسي في بيئة الأعمال السودانية.

2. إمكانية الاستفادة من نتائج الدراسة في تطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية حتى يتمكن من جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وذلك بالتعرف علي مستوى تطبيق قواعد الضبط المؤسسي بالشركات.

#### نظرية الدراسة:

يوفر الفكر المحاسبي العديد من النظريات التي تفسر العلاقة بين الضبط المؤسسي والقيمة السوقية لأسهم الشركات. وقد اعتمدت الدراسة علي نظرية السوق، وتهتم هذه النظرية ببيان أثر المعلومات علي أسعار الأوراق المالية في السوق المالي ودراسة سلوك المستثمر تجاه كل معلومة تنشر وانعكاسها علي أسعار الأسهم.

#### منهجية الدراسة:

لتحقيق الأهداف ولأغراض اختبار الفرضيات اعتمدت الدراسة علي المنهج الوصفي التحليلي الذي يتضمن استخدام أسلوب الدراسة الميدانية القائمة علي جمع المعلومات والبيانات المتعلقة بمدى ممارسة بعض شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لبعض قواعد الضبط المؤسسي. والمنهج الإيجابي من خلال استقراء واقع تطبيق الشركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للضبط المؤسسي ودراسة الأسباب المحتملة لتأثير ذلك التطبيق إن وجد في أسعار أسهم الشركات المدرجة فيه.

#### مصادر بيانات الدراسة:

المصادر الثانوية: جمع البيانات الثانوية من الكتب، الدوريات، الرسائل الجامعية، النشرات، والتقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

المصادر الأولية: جمع البيانات الأولية باستخدام استبانة لقياس المتغيرات المستقلة وزعت على الأطراف الرئيسية للضبط المؤسسي بالشركات السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والمهتمين بالمجال.

#### الدراسات السابقة:

#### دراسة : فوزي،(2003م):

تمثلت مشكلة الدراسة في أن الإطار القانوني والمؤسسي الذي يحكم قواعد تنظيم سوق المال في مصر يستند إلى القانون المدني الفرنسي الخاص بالشركات وأن الممارسات العملية للشركات ما زالت بعيدة عن التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات. هدفت الدراسة إلى تقييم القوانين والقواعد التي تضمن التطبيق السليم لقواعد

حوكمة الشركات في مصر. ظهرت أهمية الدراسة في تقييم الإطار القانوني والمؤسسي لسوق المال في مصر. إتبعَت الدراسة المنهج التاريخي، المنهج الاستنباطي، المنهج الاستقرائي، بالإضافة إلى المنهج التحليلي الوصفي. توصلت الدراسة إلى نتائج منها، شهد سوق المال في مصر تطوراً ملحوظاً في مجال إرساء قواعد الضبط المؤسسي، توجد بعض القواعد التي تحتاج إلى مزيد من التعزيز كحماية حقوق الأقلية، الاهتمام بالإفصاح عن تفاصيل هيكل الملكية وتدعيم القدرة المؤسسية للهيئات الرقابية في مصر. أوصت الدراسة باستكمال الإطار المؤسسي للحوكمة في جمهورية مصر لضمان التطبيق السليم لقواعدها. يتضح أن هذه الدراسة اهتمت بتحليل القوانين المنظمة لسوق المال في مصر، وتقييم قواعد الضبط المؤسسي، وتختلف الدراسة الحالية عنها بأنها تناولت أثر تطبيق قواعد الضبط المؤسسي في القيمة السوقية للشركات.

دراسة : عقل، (2005م) :

تطرقَت مشكلة الدراسة في قصور التقرير المالي للشركات في توفير المعلومات الضرورية لتقييم كفاءة القيادة الإدارية للشركة، بالإضافة إلى عدم الإفصاح الكافي عن هيكل الملكية وما يرتبط به من عمليات خلال الفترة المالية. هدفت الدراسة إلى تقييم دور الهيئة العامة لسوق المال في مجال الإفصاح المحاسبي، تحليل التقارير المالية لعينة من الشركات المقيدة بسوق المال المصرية. ظهرت أهمية الدراسة من أن العلاقة بين التقرير المالي وحوكمة الشركات لها أهمية خاصة في الفكر المحاسبي ومدخل بناء المعايير المحاسبية الحاكمة لإعداد التقارير المالية ومراجعتها. اعتمدت الدراسة على المنهج الاستنباطي والمنهج الاستقرائي. توصلت الدراسة إلى نتائج منها، أن مصر تعد من الدول التي قامت بجهود ملموسة في مجال تطبيق الضبط المؤسسي وتقوم بجهود واضحة لتأسيس هيكل تنظيمي ومؤسسي قوى لتحسين مستوى حوكمة الشركات، تعتبر حوكمة الشركات نظاماً شاملاً يساعد الهيئة العامة لسوق المال من التأكد من حسن إدارة الشركات بطريقة تحمي أموال المستثمرين. أوصت الدراسة بتعديل قانون سوق المال في مصر بما يلزم المراجع أن يذكر في تقريره مدي تطبيق الأبعاد المحاسبية لحوكمة الشركات.

يتضح أن هذه الدراسة حاولت تقييم دور هيئة سوق المال في مصر في تحسين فاعلية التقرير المالي بموجب هذه القواعد، وتختلف الدراسة الحالية عنها بأنها تطرقت إلى حقوق المساهمين وأصحاب المصالح.

دراسة: Dyck, A., et al., 2006 :

تمثلت مشكلة الدراسة في محاولة معرفة تأثير التغطية الإعلامية علي حوكمة الشركات في روسيا وانعكاس ذلك علي سياسات الشركات تجاه المساهمين. هدفت الدراسة إلي إظهار دور التغطية الإخبارية في التأثير علي واقع الشركات خاصة تلك الأخبار المتعلقة بحوكمة الشركات. ظهرت أهمية الدراسة في دور وسائل الإعلام في عكس الحقائق الواقعية من خلال ممارسات الحوكمة في الشركات. استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي. توصلت الدراسة إلي نتائج منها، أن الصحافة الأنجلو- أمريكية لها تأثير كبير وفعال في صنع السياسات الكفيلة لتنمية الدول وبالأخص الدول التي في حاجة للدعم الأجنبي والاستثمارات الخارجية، أن وسائل الإعلام الأنجلو- أمريكية تعكس الوضع الاجتماعي العادي والقيم الاجتماعية والتي تعتبر بمثابة مرآة في الدول العالمية الأخرى، أن الشركات الروسية تواجه صعوبة في الوصول لأسواق المال العالمية وذلك للدور الذي قامت بها الصحافة في عكس واقع تلك الشركات بعد الانهيارات التي تعرضت لها روسيا. أوصت الدراسة أن تعطي الشركات أهمية كبيرة لمعلومات الحوكمة التي تعكسها وسائل الإعلام. يتضح أن هذه الدراسة تناولت تأثير التغطية الإعلامية لحوكمة الشركات في أداء الشركات الروسية، وتختلف الدراسة الحالية عنها بأنها تناولت دور الضبط المؤسسي في حماية وتعزيز حقوق المساهمين.

دراسة : Kevin, C, et al., 2009 :

تمثلت مشكلة الدراسة في محاولة التعرف علي تأثير مستوى حوكمة الشركات علي تكلفة رأس المال، وكيفية انعكاسها علي حماية حقوق المستثمرين. هدفت الدراسة إلي استكشاف ما إذا كانت جودة الحوكمة يمكن أن تقلل من تكلفة الأسهم في تلك الأسواق التي تتوافر فيها الحماية القانونية للمستثمرين. تكمن أهمية الدراسة من توضيحها للعلاقة بين تطبيق الحوكمة في الدول تكلفة رأس المال. استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي. توصلت الدراسة إلي نتائج منها، أن الحكم علي مستوى حوكمة الشركات في الشركة له تأثير كبير علي تكلفة رأس المال في أسواق الأسهم الأكثر نمواً، تأثير حوكمة الشركات علي توفير الحماية القانونية للمستثمرين تكون أكثر وضوحاً في الدول التي توفر حماية قانونية ضعيفة للمستثمرين، وأن المستثمرين في الشركات علي استعداد لدفع أعلى علاوة علي الأسهم في الشركات ذات الجودة الجيدة. أوصت الدراسة بالاهتمام بتطبيق حوكمة الشركات في الدول لأنها توفر حماية للمستثمرين.

تناولت هذه الدراسة دور مستوى حوكمة الشركات في توفير الحماية للمستثمرين، إلا أن الدراسة الحالية تختلف عنها بأنها تطرقت إلي الوفاء بحقوق المساهمين المكفولة بالقواعد في القيمة السوقية للشركات.

دراسة: سيد أحمد، (2011م):

تمثلت مشكلة الدراسة في التعرف علي مدي ملائمة الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية للشركات المساهمة العامة السودانية ودوره في تفعيل تطبيق حوكمة الشركات، كذلك تحديد اثر تطبيق الآليات المحاسبية والإدارية للإفصاح علي موثوقية التقارير المالية المنشورة. ظهرت أهمية الدراسة من الحاجة لمعرفة مستوى الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية وكفايته لاحتياجات المستخدمين علي اختلاف فئاتهم. هدفت الدراسة إلي التعرف علي العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وتفعيل حوكمة الشركات، ودراسة العلاقة بين الآليات المحاسبية والإدارية للإفصاح المحاسبي ودورها في تفعيل حوكمة الشركات. اعتمدت الدراسة علي المنهج التاريخي، المنهج الاستنباطي، المنهج الاستقرائي، والمنهج الإحصائي الوصفي والتحليلي. توصلت الدراسة الي نتائج منها، أن الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية للشركات المساهمة السودانية تعتبر المصدر الأساسي للمعلومات التي يعتمد عليها المستثمرين في اتخاذ قراراتهم، وأن الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية للشركات المساهمة السودانية تحتوي علي العناصر الضرورية لتفعيل تطبيق حوكمة الشركات. أوصت الدراسة بإصدار دليل لأفضل الممارسات لإدارة الشركات يتضمن قواعد حوكمة الشركات.

يتضح أن هذه الدراسة تناولت دور الإفصاح المحاسبي للشركات المساهمة السودانية في توفير مقومات التطبيق الفعال لحوكمة الشركات، إلا أن الدراسة الحالية تختلف عنها بأنها تناولت قياس مستوى تطبيق قواعد الضبط المؤسسي في الشركات المساهمة السودانية.

دراسة : عبد الله، (2012م) :

تمثلت مشكلة الدراسة في أن القوائم المالية لشركات التأمين بشكها الحالي لا تفي باحتياجات مستخدميها وتعكس ورائها أوضاع مالية غير صحيحة مما ينعكس سلباً علي ثقة المستخدمين في مخرجات النظام المحاسبي التي تعدها شركات التأمين في السودان. ظهرت أهمية الدراسة من تناولها لأهمية وأثر تطبيق حوكمة الشركات علي جودة المعلومات المحاسبية، وأهمية الشفافية في الإفصاح عن المعلومات اللازمة للمساعدة في ترشيد القرارات الاستثمارية. هدفت الدراسة إلي التعرف علي دور حوكمة الشركات في زيادة الثقة في المعلومات المحاسبية. اعتمدت الدراسة المنهج التاريخي، المنهج الاستنباطي، المنهج الاستقرائي، بالإضافة إلي المنهج الوصفي التحليلي. توصلت الدراسة إلي نتائج منها، هناك علاقة بين مفهوم حوكمة

الشركات وجودة المعلومات المحاسبية، تطبيق الحوكمة بشركات التأمين السودانية ينعكس إيجاباً على ثقة المستخدمين في المعلومات المحاسبية، تطبيق الحوكمة يزيد من درجة الاعتماد على المعلومات المحاسبية مما يساعد في اتخاذ القرارات الإدارية بالنسبة لمستخدميها. أوصت الدراسة بإنشاء اتحاد شركات التأمين السودانية مركز لتدريب إدارات شركات التأمين على مفهوم حوكمة الشركات.

يتضح أن هذه الدراسة ركزت على تأثير تطبيق حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية لشركات التأمين السودانية، وتطرق إلى كيفية تحقيق جودة المعلومات المحاسبية لشركات التأمين، وتختلف الدراسة الحالية عنها بأنها تناولت إلى دور قواعد الضبط المؤسسي في تنشيط سوق المال.

**دراسة : نجم، (2013م) :**

تمثلت مشكلة الدراسة في عدم وضوح دور المدققين الداخليين في تحقيق فاعلية التحكم المؤسسي. ظهرت أهمية الدراسة من الدور الذي تقوم به وحدات التدقيق الداخلي باعتباره عنصراً جوهرياً وأساساً حيويماً لضمان الأداء المالي الصحيح في الشركات والمؤسسات المالية. هدفت الدراسة إلى التعرف على إيجابيات ومزايا التحكم المؤسسي وكيفية الاستفادة منه في تحسين فاعلية الأداء المالي الصحيح في الشركات. اعتمدت المنهج الاستقرائي، والمنهج التحليلي الوصفي. توصلت الدراسة إلى نتائج منها، ليس هناك نموذج أو دليل وحيد لأفضل الممارسات لذا ظهرت هياكل مختلفة للإجراءات التحكمية للمؤسسات في الدول المختلفة، وأن وظيفة التدقيق الداخلي في المصارف والمؤسسات المالية العراقية لا تساهم بشكل فعال في التحكم المؤسسي. أوصت الدراسة بمراجعة القوانين ذات العلاقة بالشركات العراقية لمسايرة الممارسات والأنظمة العالمية للتحكم المؤسسي والتكيف معها.

يتضح أن هذه الدراسة تناولت الإطار النظري للتحكم المؤسسي من حيث المفهوم والأهمية والمبادئ، ودور وظيفة التدقيق الداخلي في التحكم المؤسسي، وتختلف الدراسة الحالية عن هذه الدراسة بأنها تناولت تطبيق حقوق المساهمين وأصحاب المصالح في القيمة السوقية للشركات.

**دراسة حماد، (2014م) :**

تمثلت مشكلة الدراسة في مدى تأثير تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في المصارف التجارية السودانية على تطوير الأداء في القطاع المصرفي في السودان. هدفت إلى قياس وفحص مدى تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في المصارف التجارية السودانية. برزت أهمية الدراسة في أن تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في المصارف السودانية لها مساهمة فاعلة في جذب المدخرات وزيادة رأس مال المصارف السودانية. اعتمدت الدراسة على المنهج التاريخي، المنهج الاستنباطي والمنهج الوصفي التحليلي. توصلت الدراسة إلى عدة من النتائج منها، يقوم مجلس الإدارة بدوره الإشرافي والرقابي في المصارف السودانية من توفير المعلومات للأعضاء ووضع الاستراتيجيات وسياسات المصرف ومتابعة تنفيذها، المصارف التجارية السودانية تعامل المساهمين بصورة عادلة ومتساوية وتحافظ على حقوقهم الأساسية التي كفلها لهم القانون. أوصت الدراسة بتطبيق حوكمة الشركات بصورة سليمة في القطاع المصرفي يتطلب تعديلات على قوانين وسياسات وقواعد العمل المصرفي التي تراعي حقوق المساهمين.

يتضح أن هذه الدراسة ركزت على تطبيق حوكمة الشركات بالمصارف حيث تطرقت على انعكاسات تطبيقها على أداء الإداري بالشركات، إلا أن الدراسة الحالية تختلف عن هذه الدراسة بأنها تناولت تطبيق قواعد الضبط المؤسسي وأثرها في أسعار الأسهم في سوق المال.

## الإطار النظري للضبط المؤسسي والقيمة السوقية للأسهم:

## مفهوم الضبط المؤسسي:

تعددت تعاريف مفهوم الضبط المؤسسي من قبل المحاسبين والإداريين والاقتصاديين والقانونيين والمحللين الماليين، ويرجع ذلك إلي تداخله في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والقانونية (سليمان، 2006). فقد عُرف الضبط المؤسسي بأنه نظام للرقابة علي الشركات شاملاً النواحي المالية والنواحي الأخرى والتي من خلالها يمكن توجيه الشركات والرقابة عليها (Cadbury, 1992). وعُرف أيضاً بأنه نظام للتحكم علي الشركة من خلال مجموعة من الأنشطة الداخلية التي تدار بواسطة القواعد والقوانين الموضوعة لضمان الالتزام بالتشريعات والقوانين المنظمة للعمل بالشركة (Cannon, 1994). وعُرف الضبط المؤسسي علي منهجين، المنهج الأول، منهج المساهم أو النموذج الخارجي، والذي يركز علي تعظيم الربحية لصالح المساهمين، وأن تحقيق أهداف الشركة وتعظيمها يكون من قبل الملاك، أما المنهج الثاني، منهج الأطراف أو النموذج الداخلي، والذي يركز علي الرقابة، وأن هياكل الضبط المؤسسي تهتم بمصالح الأطراف المتعددة (أحمد، 2003). فالضبط المؤسسي مجموعة من العلاقات بين الإدارة التنفيذية للشركة، ومجلس إدارتها، ومساهميها، وغيرهم من أصحاب المصلحة، وكذلك الإجراءات والهياكل التي تستخدم لإدارة وتوجيه أعمال الشركة من اجل ضمان تعزيز الأداء والشفافية والمسألة بالشركة وتعظيم فائدة المساهمين علي المدى الطويل مع مراعاة مصالح الأطراف المختلفة (المطيري، 2004).

يُستنتج من تعاريف الضبط المؤسسي الآتي:

1. نظام يتم بمقتضاه إدارة وتوجيه الشركات.
  2. شموله علي الأبعاد المحاسبية، الإدارية، الاقتصادية، الاجتماعية، القانونية والأخلاقية، نتيجة لعدم الاتفاق علي تعريف محدد له.
  3. تنظيم العلاقات ويضبط الممارسات بين الأطراف المختلفة في الشركات.
  4. ليست هدفاً في حد ذاته، بل هو وسيلة لتحقيق أهداف أساسية سواء كانت أهداف المستثمرين أو أهداف الشركة أو الأهداف الاقتصادية والاجتماعية.
  5. يضمن حماية مصالح المساهمين والأطراف المختلفة ذات العلاقة بالشركة.
- عليه يمكن تعريف الضبط المؤسسي بأنه، نظام يشتمل علي مجموعة القوانين والقواعد التي بواسطتها تدار الشركات وتراقب، ويضمن المسألة والمعاملة العادلة بين جميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة.

## أهداف الضبط المؤسسي:

يسعي الضبط المؤسسي إلي تحقيق الأهداف التالية: (جمعان، 2009)

1. تحقيق العدالة في جميع معاملات وعمليات الشركات، وإجراء عمليات المحاسبة والمراجعة علي نحو يمكن من محاربة الفساد المالي والإداري.
2. فرض الرقابة الفعالة علي أداء الشركات من قبل الجهات التي لديها الصلاحيات اللازمة، وتدعيم المسألة المحاسبية فيها.
3. تقويم أداء الإدارات العليا، وتعزيز المسألة ورفع درجة الثقة في القرارات التي يتخذونها.
4. تعميق ثقافة الالتزام بالقوانين والمعايير المتعارف عليها، وخلق أنظمة للرقابة الذاتية في الشركات.
5. تحقيق الحماية اللازمة للملكية العامة مع مراعاة مصالح الأطراف المختلفة في الشركات.

هناك أهداف أخرى يمكن إضافتها يسعى الضبط المؤسسي لتحقيقها هي:

1. تجنب الوقوع في الفضائح المالية والمحاسبية، نظراً لآثارها السلبية التي تعود على الاقتصاد القومي.
2. توضيح المهام والمسئوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين ومهام أعضاء مجالس الإدارات ومسئولياتهم.
3. منع المتاجرة بالسلطة في الشركة، وذلك من خلال ضمان وجود هياكل إدارية يمكن معها محاسبة الإدارة.

#### أهمية الضبط المؤسسي:

يعد الضبط المؤسسي من أهم العمليات الضرورية واللازمة لحسن عمل الشركات وتأكيد نزاهة الإدارة فيها، وتظهر أهمية الضبط المؤسسي في الآتي: (علي، وشحاته، 2007).

1. يساعد علي رفع الكفاءة الاقتصادية للشركات من خلال وضع أسس للعلاقة بين مديري الشركات ومجالس الإدارات والمساهمين.
2. تحظي الشركات التي تطبق الضبط المؤسسي بثقة المستثمرين.
3. يكفل الحقوق العادلة لكافة المساهمين كحق التصويت وحق المشاركة في القرارات.
4. يساعد المساهمين علي تحديد المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الشركات.
5. يعتبر أداة جيدة تمكن المجتمع من التأكد من حسن إدارة الشركات بأسلوب علمي وعملي.

كذلك يمكن توضيح أهمية الضبط المؤسسي في الآتي:

1. يعمل علي محاربة الفساد الداخلي في الشركات، وعدم السماح بوجوده والقضاء عليه نهائياً.
2. تعتبر أداة جيدة تمكن المجتمع من التأكد من حسن إدارة الشركات بأسلوب علمي وعملي.
3. تحقق أعلى قدر من الفعالية للمراجعين الخارجيين، وتحقق أعلى درجة من الاستقلالية لهم.
4. حماية من الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية، وهذا بدوره يدعم نشاط الشركات العاملة في الدولة.

#### أطراف الضبط المؤسسي:

هناك أربعة أطراف رئيسية تتأثر وتتأثر في التطبيق السليم للضبط المؤسسي وتحدد مدي النجاح أو الفشل في التطبيق السليم له وهي: (الخضيري، 2005)

1. **المساهمون**، يقومون بتقديم رأس مال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم وذلك مقابل الحصول علي الأرباح، ولهم الحق في اختيار مجلس الإدارة في التأسيس لحماية حقوقهم.
2. **مجلس الإدارة**، يمثلون المساهمين والأطراف الأخرى في الشركة، ويشاركون في وضع إستراتيجية الشركة، وتحديد الحوافز المناسبة للإدارة، ومراقبة وتقويم أدائها، وتعظيم قيمة الشركة.
3. **الإدارة**، المسؤولة عن الإدارة الفعلية للشركة وتقديم التقرير الخاص بالأداء إلي مجلس الإدارة وتعتبر إدارة الشركة هي المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها، بالإضافة إلي مسئوليتها تجاه الإفصاح والشفافية عن المعلومات المالية التي تنشرها للمساهمين.
4. **أصحاب المصالح**، مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة ومنهم الدائنين، والموردين، والعمال والموظفين، والذين يكون لديهم مصالح قد تكون متعارضة.

قيام هذه الأطراف بدورها في إطار الضبط المؤسسي بفعالية، يتطلب توفر عوامل داخلية تحدد العلاقة بين مجلس الإدارة، والمساهمين، والإدارة وأصحاب المصالح، كما تحتاج إلي عوامل خارجية تدعم نظم الحوكمة سواء كانت مؤسسات أو تشريعات (دليل، 2012).



**قواعد الضبط المؤسسي:**

يعتمد نجاح الضبط المؤسسي على توافر مجموعة من القواعد الموحدة والتي تمثل منظومة تطبق بواسطة الجهات المشرفة على شركات المساهمة العامة، لتحقيق التفاعل بين مجلس الإدارة ولجان المراجعة والإدارة التنفيذية والمراجعين الداخليين والخارجيين، من أجل حماية حقوق المساهمين والأطراف الأخرى بالشركة، وإفصاح الشركات في تقاريرها السنوية عن مدى التزامها بتطبيق تلك القواعد والتي من شأنها أن تسهم في زيادة جودة التقارير والقوائم المالية المنشورة (زين، وصبحي، 2009). ونظراً للتزايد المستمر الذي اكتسبته مفهوم الضبط المؤسسي، حرصت عدد من المؤسسات الدولية على وضع قواعد محددة لتطبيقها منها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (المجالي، 2009). وفي مايو 1999م أصدرت المنظمة خمسة قواعد أساسية للضبط المؤسسي تم تعديلها في أبريل 2004م (OECD, 2004). وتمثلت قواعد الضبط المؤسسي بالآتي:

**1. وجود إطار فعال للضبط المؤسسي:**

أن يشجع إطار الضبط المؤسسي على شفافية وكفاءة الأسواق المالية، وأن يكون متوافقاً مع أحكام القانون، ويحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية.

**2. حقوق المساهمين:**

توفير حماية للمساهمين، وأن يسهل لهم ممارسة حقوقهم الأساسية ومنها تأمين تسجيل الملكية، الحصول على المعلومات الكافية والمشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العمومية.

**3. المعاملة العادلة للمساهمين:**

ضمان المعاملة المتساوية لكافة المساهمين بما في ذلك مساهمي الأقلية والمساهمين الأجانب وتتاح الفرصة لكافة المساهمين للحصول على تعويض فعال عن انتهاك حقوقهم.

**4. دور أصحاب المصالح:**

الاعتراف بحقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون، أو تنشأ نتيجة لاتفاقيات متبادلة، وأن يعمل على تشجيع التعاون النشط بين الشركات وأصحاب المصالح في خلق الثروة وفرص العمل واستدامة الشركات السليمة مالياً.

**5. الإفصاح والشفافية:**

ضمان القيام بالإفصاح السليم والصحيح في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي والأداء وحقوق الملكية والضبط المؤسسي.

**6. مسؤوليات مجلس الإدارة:**

يقوم مجلس الإدارة بالتوجيه والإرشاد الاستراتيجي للشركة والرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ومسئوليته أمام الشركة والمساهمين.

يتضح أن قواعد الضبط المؤسسي تستهدف في الأساس تحقيق الشفافية والعدالة ومساءلة إدارة الشركة، وبالتالي تحقيق الحماية للمساهمين والأطراف الأخرى ذات المصلحة، إلا أن تلك القواعد اقتصر على الشركات المسجلة في سوق المال بشكل أساسي باعتبارها تعمل في ظل مناخ قانوني وتنظيمي فعال، إلا أن تلك القواعد قد تصلح للتطبيق في الشركات غير المسجلة بالسوق المالي للاستفادة من مزاياها في الإدارة والرقابة على أنشطة الشركات.

## طبيعة سوق المال:

تساهم الأسواق المالية بشكل فعال في دفع عجلة التنمية الاقتصادية من خلال مسؤوليتها عن توجيه واستخدام الموارد المتاحة بكفاءة عالية في الاستثمارات المختلفة، حيث يرتبط تحقيق معدلات مرتفعة للتنمية ارتباطاً وثيقاً بالقيام باستثمارات ضخمة (علي، 1987). وتمثل سوق المال أحد القطاعات الهامة للأسواق المالية، التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسية إلى وحدات الاستثمار، ويعمل على فتح المجال لتجميع المدخرات وتوظيفها في المجالات الاستثمارية، وبهئى الفرصة للأموال الفائضة عن حاجة مالكيها لاستخدامها في الوحدات التي لديها فرص استثمارية ولكن لا تتوافر لديها الأموال اللازمة، كما تعمل على التغلب على الهزات والتقلبات الاقتصادية الطارئة بحد أدنى من الخسائر وذلك من خلال وجود كمية كبيرة من الأسهم المدرجة في السوق. وتساعد البنوك على استثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية فهي بمثابة مؤشراً بالغ الدلالة على الحياة الاقتصادية (المقابلة، وبرهومة، 2002). ويعد وجود سوق كفاء للأوراق المالية أمراً حيوياً وهاماً لمجتمع الأعمال والاقتصاد القومي ككل، فالى الحد الذي يكون فيه السوق كفاء يتم تسعير الأوراق المالية بشكل ملائم، وبما يضمن الاقتراب من التخصيص الأمثل للموارد النادرة بين الأنشطة المتنافسة في مثل هذا السوق وذلك بالمقارنة مع حالات عدم الكفاءة في تسعير الأوراق المالية (Belkaoui, 1991).

## مفهوم سوق المال الكفاء:

عُرف سوق المال الكفاء بأنه السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية بصورة كاملة كل المعلومات المتاحة (Fama, 1970). كما أن سوق المال يكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام معرفة كاملة (Eugene, 1970). وأيضاً عُرف السوق الكفاء للأوراق المالية بأنه السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأسهم فيه مساوية تماماً لقيمتها العادلة، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها (Beaver, 1981). كما أن سوق المال يعتبر كفاء بالنسبة لورقة مالية إذا عكس سعر هذه الورقة كافة المعلومات المتاحة المتعلقة بهذه الورقة (MeInish, and Puglisi, 1982). وأن سوق المال بصفة عامة يُعرف على أنه كفاء إذا عكست كل المعلومات المتاحة فيه بصورة كاملة على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق بحيث تستجيب الأسعار بصورة فورية وغير متحيزة للمعلومات الجديدة (Dykman, et al., 1986). يُستنتج من تعريفات سوق المال الكفاء ما يلي:

1. يقوم المستثمرين بتحليل المعلومات الجديدة بسرعة و يعدلون توقعاتهم طبقاً لها.
  2. أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين في سوق المال عن الأوراق المالية.
  3. في حالة كفاءة السوق لا يكون من السهل تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات المتاحة في السوق لأن هذه المعلومات تكون قد انعكست فعلاً في السعر.
- يمكن تعريف سوق المال الكفاء، بأنه السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة عن هذه الأوراق، وإن هذه الأسعار تعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية بحيث لا يستطيع أي مستثمر أن يقوم باستغلال أي معلومات لتحقيق أرباح غير عادية.

يظهر أهمية سوق المال الكفاء من خلال سعيها إلى تحقيق الأهداف التالية: (علي، 1989)

1. تحديد المنافع الاقتصادية للمعلومات المالية والمحاسبية المنشورة والتي تمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

2. تحقيق التوازن في أسعار الاستثمارات، وتوفير السعر العادل للأوراق المالية حيث تسعر في ضوء المعلومات المتاحة في السوق وبحيث يتناسب عائد الأسهم مع درجة المخاطرة.
  3. تجميع المصادر المناسبة من الاستثمارات وإعادة توزيع الثروة بين الاستهلاك والادخار مما يشير إلى أن سوق المال محددًا هاماً لنمو ثروة الأفراد والمجتمع ككل.
  4. تشجيع المستثمرين على إنشاء الشركات المساهمة وتشجيع المدخرين على الاكتتاب فيما يطرح من أسهم هذه الشركات.
  5. تحديد القيمة السوقية لثروة المستثمر عن طريق معرفة المنافع الاقتصادية للمعلومات، والمساعدة على انتقال هذه الثروة بين أفراد المجتمع.
- كذلك يمكن أن تتمثل أهمية سوق المال الكفاء في الآتي:
1. توفر السيولة للأوراق المالية والتي تفيد المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات مما يسهل عملية التداول.
  2. تؤدي إلي ظهور وتنمية مصادر المعلومات البديلة، وإعطاء المستثمر الحق في اختيار ما يناسبه منها وذلك من خلال المقارنة بين التكلفة والعائد.
- العوامل المرتبطة بسوق المال الكفاء:**
- يتحقق سوق المال الكفاء حينما يتوافر عدد من العوامل في السوق حتى يتسم بالكفاءة منها مرتبط بالتقارير المالية كمصدر رئيسي للمعلومات وهي: (يونس، 2006)
1. إعداد التقارير المالية بصورة مطابقة لمعايير جودة المعلومات المحاسبية، وتمكن المستثمرين من استخدامها للاختيار بين بدائل الاستثمار المتاحة وبشكل يتفق مع أهدافهم وتفصيلاتهم وسلوكهم تجاه المخاطرة.
  2. توفير القدر الكافي من الإفصاح عن المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والأرباح المحققة والمتوقعة مما يسهم في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم المتداولة.
  3. وجود تنظيم فعال وقوى ومحايده لمهنة المحاسبة والمراجعة والتي تشهد بجودة التقارير المالية التي تنشرها الشركات المدرجة في سوق المال.
- هناك عوامل أخرى مرتبطة بالسوق نفسه تتمثل في: (هندي، 1999)
1. نشر الوعي الاستثماري لدي المتعاملين في سوق المال من خلال زيادة الإدراك بأهمية التقارير المالية.
  2. أن يتسم بالعدالة وضمن تماثل المعلومات بأن تكون جميع المعلومات متاحة لجميع المستثمرين والمتعاملين في الأوراق المالية في ذات اللحظة وبدون تكاليف.
  3. وضع التشريعات ووجود نظم معلومات فعالة تعمل على أساسها سوق المال من حيث التنظيم والرقابة وقواعد وإجراءات قيد وتداول الأوراق المالية.
- يستنتج من العوامل المرتبطة بسوق المال الكفاء ما يلي:
1. أسعار الأوراق المالية تكون عادلة ومعبرة عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، وبالتالي فهي تعكس حقيقة الأداء الاقتصادي للشركات المصدرة للورقة المالية.
  2. لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تقوم باستغلال معلومات لتحقيق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى.

3. تغيرات أسعار الأوراق المالية سوف تكون مستقلة وعشوائية من فترة إلى أخرى، بمعنى أنه لا يمكن لأي مستثمر التأثر على هذه التغيرات.

#### القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق المال:

يقصد بالقيمة السوقية للأسهم مجموع الأسهم المدرجة للشركات في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية الفترة؛ وبذلك يمكن عدّها من أهم مؤشرات قياس كفاءة السوق وتطور نشاطها (Rosse, 1996)، ويُعتمد هذا المؤشر من قبل الكثير من المحللين والمقيمين والمراقبين الماليين، فارتفاع القيمة السوقية للسهم يشير إلى كفاءة الشركات من جهة وإلى زيادة حجم التعاملات في الأسواق المالية من جهة أخرى (الحمادني وأيوب، 2007). عليه يمكن تعريف القيمة السوقية للسهم بأنها سعر إغلاق سهم الشركة في نهاية الفترة.

#### العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم:

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر في القيمة السوقية للأسهم منها: (سميرة، 2010)

#### 1. عوامل متعلقة بسوق رأس المال والحالة الاقتصادية:

ومن بين هذه العوامل؛ اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الارتفاع والانخفاض، منافسة الاستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال أي إذا كانت باقي المجالات لها جانبية أكبر للمستثمرين من مجال الاستثمار في الأوراق المالية، والتحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال.

#### 2. عوامل متعلقة بالورقة المالية:

تتأثر قيمة الورقة المالية بعدة عوامل منها؛ درجة العائد، أهمية المدخرات، الزيادة في رأس المال العيني.

#### 3. عوامل فنية متعلقة بآليات البورصة:

من بين العوامل الفنية الخاصة بآليات عمل البورصة؛ علم النفس المتعلقة بالبورصة، درجة اتساع السوق، صفة حاملي الأوراق المالية، العمليات الآجلة. عليه فإن تحديد القيمة السوقية للورقة المالية يتطلب الأخذ في الاعتبار العوامل السابقة التي يمكن أن تؤثر في سعر الورقة المالية، بالإضافة إلى عدد الأوراق المالية المطلوبة والمعروضة، كما يجب اختيار الطريقة المناسبة لتحديد سعر الورقة.

#### العلاقة بين دور التقارير المالية المعدة وفق قواعد الضبط المؤسسي والقيمة السوقية للأسهم:

ترتبط التقارير المالية التي تلتزم بمتطلبات الضبط المؤسسي بالقيمة السوقية للأسهم نتيجة لوجود مجموعة من الأسباب تتمثل في:

1. نوعية المعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين ترجع إلى أن الضبط المؤسسي الجيد هو انعكاس لنوعية الإدارة، مما يعني أن الضبط المؤسسي الجيد للشركات إنما يولد إدارة ذات كفاءة عالية تتجه نحو الحصول على عوائد عالية على رأس المال المملوك.
2. الضبط المؤسسي وآلياتها الرقابية، تمنع التلاعب بالمعلومات الداخلية مما يؤدي إلى تماثل المعلومات بين المستثمرين على حد ما وهو ما ينعكس على سعر السهم السوقي (عبد الملك، 2008).
3. وجود علاقة طردية بين درجة الضبط المؤسسي ومستوى القيمة السوقية للأسهم (إبراهيم، 2005).

يتضح أن الضبط المؤسسي يجعل أسعار الأسهم السوقية تتحدد بشكل أكثر كفاءة نتيجة لتضييق عمليات المضاربة، وتصبح العمليات اليومية أكثر سرعة وأكثر اتصافاً بالصفة الاقتصادية، وبذلك فإن للضبط المؤسسي أهمية في رفع القيمة السوقية لأسهم الشركات ومن ثم تحقيق السعر العادل للسهم.

#### الدراسة الميدانية:

سعت الدراسة الميدانية إلى إجراء اختبار ميداني لمعرفة مستوي تطبيق شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لقواعد الضبط المؤسسي وانعكاسات ذلك التطبيق على القيمة السوقية لأسهم الشركات، وذلك على النحو التالي:

#### أداة الدراسة:

هي الوسيلة التي تستخدم في جمع المعلومات اللازمة عن الظاهرة موضوع الدراسة، ويوجد العديد من الأدوات المستخدمة في مجال البحث العلمي للحصول على المعلومات اللازمة للدراسة، وتم الاعتماد على الإستبانة كأداة لجمع المعلومات، وصُممت الإستبانة لقياس مستوي تطبيق قواعد الضبط المؤسسي من قبل شركات عينة الدراسة، ومرت بمرحلة التحكيم ومرحلة صدق الأداة وثباتها.

#### الأساليب الإحصائية المستخدمة

تمت عملية تحليل البيانات واستخلاص النتائج من خلال تطبيق الأساليب الإحصائية المناسبة لطبيعة البيانات، ونوع العينة، وأهداف الدراسة وذلك باستخدام حزمة برامج التحليل الإحصائي الجاهزة للعلوم الاجتماعية SPSS، كما تم الاعتماد على التوزيعات التكرارية، وتحليل الارتباط (Correlation Analysis)، وأسلوب T-test وأسلوب الانحدار البسيط.

#### مجتمع وعينة الدراسة:

تكون مجتمع الدراسة من الأطراف الرئيسية للضبط المؤسسي في شركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والمهتمين بالمجال، وقد تم حصرهم في الفئات المذكورة في الجدول رقم (1). أما عينة الدراسة فقد تم اختيارها بطريقة قصديه من مجتمع الدراسة، تم توزيع (184) استمارة على المستهدفين استجابوا بنسبة (100%) حيث أعادوا الاستمارات بعد ملئها بكل المعلومات المطلوبة. والجدول أدناه يبين عدد الاستبانات التي تم توزيعها على أفراد العينة والمسترد منها.

جدول رقم (1) تصنيف عينة الدراسة

الفئة	العدد الموزع	العدد المسترد	نسبة الاسترداد
أعضاء مجالس الإدارة	24	24	100%
المدراء التنفيذيون	32	32	100%
المدراء الماليين	31	31	100%
المراجعون الداخليين	36	36	100%
المراجعون الخارجيون	28	28	100%
شركات الوكالة	23	23	100%
المستثمرون	10	10	100%
المجموع	184	184	100%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للإستبانة، 2014م.

## تحليل بيانات الدراسة:

تم تحليل البيانات الأساسية لأفراد العينة، وذلك بتلخيص البيانات في جداول تتضمن قيم كل متغير لتوضيح أهم المميزات الأساسية للعينة في شكل أرقام ونسب مئوية وإحصاء وصفي يعكس الأهمية النسبية لعبارات كل فرضية علي النحو التالي:

## الإحصاء الوصفي لعبارات الفرضية الأولى:

فيما يلي جدول يوضح المتوسط والانحراف المعياري والأهمية النسبية لعبارات المقياس وترتيبها وفقاً لإجابات المستقصى منهم.

جدول رقم (2) الإحصاء الوصفي لعبارات الفرضية الأولى

الترتيب	الأهمية النسبية	الانحراف المعياري	المتوسط	العبارات
7	22.30	0.95	4.26	يحصل كل المساهمين في الشركة على نصيبهم من الأرباح السنوية (عائد الأسهم).
4	24.62	0.96	3.90	يتمتع المساهمون في الشركة بحق الموافقة على مكافآت مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين.
3	25.80	1.05	4.07	تخطر الشركة المساهمين بترشيح أعضاء لجان مجلس الإدارة والمراجعين الخارجيين مع بيان سيرهم الذاتية وأتعابهم المتوقعة.
8	22.22	0.88	3.96	يتمتع المساهمون في الشركة بأولوية الاكتتاب في أية إصدارات جديدة من الأسهم للشركة قبل طرحها للمستثمرين الآخرين.
10	20.23	0.87	4.30	يحق للمساهمين الحصول على كافة المعلومات قبل شراء الأسهم لكافة فئات الأسهم.
9	21.40	0.92	4.30	تسمح إدارة الشركة بعملية التصويت شخصياً أو بالتوكيل أو من خلال موقعها على الإنترنت مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت.
5	23.50	0.98	4.17	تتمتع الجمعية العمومية للمساهمين في الشركة بصلاحيات واسعة بما في ذلك اتخاذ القرارات التي تؤثر على مستقبل الشركة.
1	26.23	1.07	4.08	يحصل المساهمون بالشركة في اجتماع الجمعية العمومية علي معاملة متساوية ومتكافئة.
6	23.37	0.97	4.15	يشارك المساهمون في اتخاذ قرار بزيادة رأسمال الشركة عن طريق إصدار أسهم جديدة.
2	25.93	1.11	4.28	يسمح للمساهمين مسألة مجلس الإدارة واقتراح الحلول المناسبة لمشاكل الشركة.

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للاستبانة، 2014م.

يتضح من الجدول رقم (2) أن هنالك (3) عبارات تزيد أهميتها النسبية عن (25%)، بينما بقية العبارات تزيد أهميتها النسبية عن (20%)، كما يتضح أن أهم عبارة من وجهة نظر أفراد العينة هي " يحصل المساهمون بالشركة في اجتماع الجمعية العمومية علي معاملة متساوية ومتكافئة "، حيث بلغت أهميتها النسبية (26.23%)، وأقل عبارة هي يحق للمساهمين الحصول علي كافة المعلومات قبل شراء الأسهم لكافة فئات الأسهم، حيث بلغت أهميتها النسبية (20.23%).

## الإحصاء الوصفي لعبارات الفرضية الثانية:

فيما يلي جدول يوضح المتوسط والانحراف المعياري والأهمية النسبية لعبارات المقياس وترتيبها وفقاً لإجابات المستقصى منهم.

جدول رقم (3) الإحصاء الوصفي لعبارات الفرضية الثانية

الترتيب	الأهمية النسبية	الانحراف المعياري	المتوسط	العبارات
2	53.85	0.98	4.18	تذكر الشركة صراحة المحافظة على سلامة ورفاهة العاملين.
3	53.68	1.02	4.10	يوجد بالشركة آليات لتوصيل شكاوي العاملين وبحثها.
10	40.76	0.86	3.89	تفصح الشركة عن قائمة بنسبة ملكيتها في الشركات الأخرى حتى ولو كانت أقلية.
5	53.03	1.05	4.02	تقوم الشركة بنشر قوائم مالية مجمعة في حالة وجود شركات تابعة خاضعة لسيطرتها.
1	56.80	1.17	3.94	تلتزم الشركة بالإفصاح عن المعاملات التي تتم بين شركات المجموعة.
4	53.07	0.95	4.21	تفصح الشركة عن كبار المستثمرين أو المؤسسات الاستثمارية التي تمتلك نسبة مرتفعة من رأسمال الشركة.
7	50.55	0.92	4.18	تقوم الشركة بالإفصاح عن نسبة الأسهم التي يمتلكها أشخاص من العاملين بالشركة.
9	50.00	0.94	4.12	تقوم الشركة بالإفصاح عن الاجتماعات غير العادية للجمعية العمومية.
8	50.10	1.02	3.96	يتم الإفصاح عن معلومات تداول أسهم الشركة بالبورصة.
6	50.87	0.88	4.27	يتاح لأصحاب المصالح الحصول على تعويض مناسب عند انتهاك حقوقهم والإفصاح عنها.

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي، 2014م.

يتضح من الجدول رقم (3) أن هنالك (5) عبارات تزيد أهميتها النسبية عن (53%)، بينما بقية العبارات تزيد أهميتها النسبية عن (40%)، كما يتضح أن أهم عبارة من وجهة نظر أفراد العينة هي "تلتزم الشركة بالإفصاح عن المعاملات التي تتم بين شركات المجموعة" حيث بلغت أهميتها النسبية (56.80%)، وأقل عبارة هي "تفصح الشركة عن قائمة بنسبة ملكيتها في الشركات الأخرى حتى ولو كانت أقلية" حيث بلغت أهميتها النسبية (40.76%).

## اختبار فرضيات الدراسة:

تم تحليل نتائج الدراسة من خلال المعلومات التي أسفرت عنها جداول تحليل البيانات الإحصائية، بهدف الوصول إلى إجابات عن عبارات الدراسة من خلال مجموعة من الاختبارات الإحصائية لفرضيات الدراسة، واعتماداً على نوعين من البيانات، أولهما البيانات الكمية المنشورة بالتقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية عن أسعار الإغلاق السنوية لأسهم عينة من الشركات المساهمة المدرجة فيه خلال فترة الدراسة، وثانيهما آراء المستقصى منهم، وتم مناقشة وتفسير نتيجة كل فرضية على حدا بهدف الحكم على صحتها أو عدمها استناداً إلى التحليل الإحصائي العام كما يلي:

## عرض ومناقشة نتائج اختبار الفرضية الأولى:

تنص الفرضية الأولى على الآتي:

" التزام الشركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية بقاعدة حقوق المساهمين يؤثر في القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات"

لاختبار هذه الفرضية، تم استخدام الانحدار البسيط في بناء علاقة انحدار بين مستوي تطبيق قاعدة حقوق المساهمين (X1) كمتغير مستقل، والمتغير التابع الذي يعبر عن القيمة السوقية لأسهم الشركات (Y). ويمكن تلخيص نتائج الاختبارات الإحصائية الخاصة بتلك العلاقة في الجدول التالي:

المقياس	القيمة	المعنوية	نتيجة الفرضية
معامل الارتباط (R)	0.50		
معامل التحديد ( $R^2$ )	0.47		
معامل الانحدار (B)	0.290		
اختبار (F)	15.14	0.001	
اختبار (T)	10.318	0.012	قبول

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي، 2014م.

يتضح من الجدول رقم (4) ما يلي:

- أظهرت نتائج التقدير وجود ارتباط طردي متوسط بين قاعدة حقوق المساهمين والقيمة السوقية لأسهم الشركات، وذلك من خلال قيمة معامل الارتباط حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.50).
- أظهرت نتائج التقدير أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) بلغت (0.47)، وهذه القيمة تدل على أن نسبة ما تفسره قاعدة حقوق المساهمين من المتغير التابع (القيمة السوقية لأسهم الشركات) هي نسبة (47%).
- نموذج الانحدار المقدر معنوي حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (15.14)، وهي دالة عند مستوى معنوية اقل (0.001).
- تشير النتائج الواردة بالجدول بثبوت معنوية معامل الانحدار (B) حيث بلغت قيمة (T) المحسوبة (10.318) وهي دالة عند مستوى معنوية اقل (0.012)، وهذه النتيجة تدل على وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل والمتغير التابع. ومن ثم يعطي مؤشر علي وجود تأثير جوهري للمتغير المستقل (قاعدة حقوق المساهمين) علي المتغير التابع (القيمة السوقية لأسهم الشركات).
- من خلال المؤشرات الإحصائية السابقة يمكن قبول الفرضية الأولى، أي أن تطبيق قاعدة حقوق المساهمين (المتغير المستقل) بشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية يؤثر علي القيمة السوقية للشركات (المتغير التابع). أن هذه النتيجة منطقية وتتماشى مع الهدف العام للضبط المؤسسي، حيث أن تفعيل دور المساهمين بالشركات يؤدي زيادة ثقة المستثمرين في التقارير المالية المنشورة وبالتالي تنشيط التعامل في سوق المال.

عرض ومناقشة نتائج اختبار الفرضية الثانية

تنص الفرضية الثانية علي الآتي:

" تبني شركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لمتطلبات حقوق أصحاب المصالح من غير المساهمين يؤثر في القيمة السوقية لأسهم الشركات"

لاختبار هذه الفرضية، تم استخدام الانحدار البسيط في بناء علاقة انحدار بين مستوي تطبيق حقوق أصحاب المصالح من غير المساهمين (X2) كمتغير مستقل، والمتغير التابع الذي يعبر عن القيمة السوقية لأسهم الشركات (Y). ويمكن تلخيص نتائج الاختبارات الإحصائية الخاصة بتلك العلاقة في الجدول التالي:



جدول رقم(5) نتائج الانحدار البسيط بين قاعدة حقوق أصحاب المصالح من غير المساهمين والقيمة

نتيجة الفرضية	المعنوية	القيمة	المقياس
		0.46	معامل الارتباط ( $R$ )
		0.21	معامل التحديد ( $R^2$ )
		0.932	معامل الانحدار (B)
	0.858	9.961	اختبار ( $F$ )
رفض	0.332	0.931	اختبار (T)

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي، 2014م.

يتضح من الجدول رقم (5) ما يلي:

- أظهرت نتائج التقدير وجود ارتباط طردي متوسط بين قاعدة حقوق أصحاب المصالح من غير المساهمين والقيمة السوقية لأسهم الشركات، وذلك من خلال قيمة معامل الارتباط حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.46).

- أظهرت نتائج التقدير أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) بلغت (0.21)، وهذه القيمة تدل على أن نسبة ما تفسره قاعدة حقوق أصحاب المصالح من غير المساهمين من المتغير التابع (القيمة السوقية لأسهم الشركات) هي نسبة (21%).

- نموذج الانحدار المقدر غير معنوي بين المتغير التابع قاعدة حقوق أصحاب المصالح من غير المساهمين والمتغير المستقل القيمة السوقية لأسهم الشركات عند مستوى معنوية (0.858)، وبلغت قيمة (F) المحسوبة (76.28).

- تشير النتائج الواردة بالجدول عدم ثبوت معنوية معامل الانحدار (B) حيث بلغت قيمة (T) المحسوبة (8.73) عند مستوى معنوية (0.332)، وهذه النتيجة تدل على عدم وجود تأثير جوهري لقاعدة حقوق أصحاب المصالح من غير المساهمين في القيمة السوقية لأسهم الشركات.

من خلال المؤشرات الإحصائية السابقة يمكن رفض الفرضية الثانية، أي أن التزام شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية بتطبيق حقوق أصحاب المصالح من غير المساهمين لا يؤثر على القيمة السوقية لأسهم الشركات. وتختلف هذه النتيجة جزئياً مع نتائج احدي الدراسات التي أثبتت وجود علاقة ارتباط بين القيمة السوقية للشركات وبين قرارات الأشخاص أو المجموعات ذات المصالح التشريعية والمالية والفنية في نواحي مختلفة من أنشطة الشركة لتفعيل دور أصحاب المصالح من غير المساهمين. أن هذا الاختلاف يعزي إلي القصور في تطبيق هذه القاعدة بشركات عينة الدراسة.

#### النتائج:

1. تضمن قواعد الضبط المؤسسي حماية مصالح المساهمين والأطراف الآخرين بالشركة، مما يزيد من ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق المال بالتقارير المالية المنشورة.
2. أسعار الأسهم في السوق الكفاء تعكس جميع المعلومات المتاحة بصورة كاملة وفورية وبدون تحيز لجميع المتعاملين في سوق المال.

3. يعد الضبط المؤسسي الجيد انعكاس لنوعية الإدارة، وبالتالي فإن الإدارة الواعية تدرك أن ارتفاع مستوى الضبط المؤسسي هو المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم.
4. اتفاق أفراد عينة الدراسة علي أن كل المساهمين يتمتعون بمعاملة متساوية ومتكافئة في اجتماع الجمعية العمومية للشركات.
5. وجود اتفاق بين أفراد عينة الدراسة علي أن المساهمين لا يحصلون علي كافة المعلومات قبل شراء الأسهم لكافة فئات الأسهم.
6. يوجد أثر لتطبيق قاعدة حقوق المساهمين من قبل شركات المساهمة العامة المدرجة في القيمة السوقية لأسهم الشركات، وذلك لثبوت معنوية معامل الانحدار (B) حيث بلغت قيمة (T) المحسوبة (10.318) وهي دالة عند مستوى معنوية اقل (0.012)، كما أن هناك ارتباط معنوي بين تطبيق قاعدة حقوق المساهمين والقيمة السوقية لأسهم الشركات.
7. تلتزم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية بالإفصاح عن المعاملات التي تتم بين شركات المجموعة التابعة لها.
8. أن شركات عينة الدراسة لا تفصح بصورة كافية نسبة ملكيتها في الشركات الأخرى حتى ولو كانت أقلية.
9. لا يوجد أثر لتطبيق قاعدة حقوق أصحاب المصالح من غير المساهمين من قبل شركات المساهمة العامة المدرجة في القيمة السوقية لأسهم الشركات، وذلك لعدم ثبوت معنوية معامل الانحدار (B) حيث بلغت قيمة (T) المحسوبة (8.73) عند مستوى معنوية (0.332).

#### التوصيات:

1. تبني الشركات المساهمة العامة كل حقوق المساهمين التي تكفلها لهم قواعد الضبط المؤسسي لاسيما الإفصاح عن نسبة ملكيتها في الشركات الأخرى وإتاحة الأولوية للمساهمين في الشركة للاكتتاب.
2. تمكين المساهمين من أداء دورهم بفعالية في الشركات، وذلك بتوفير المعلومات اللازمة التي تساعدهم في أن يعبروا عن آرائهم في أي وقت قبل شراء الأسهم.
3. تفعيل دور أصحاب المصالح للرقابة علي الشركات وتزويدهم بالمعلومات اللازمة التي تمكنهم من رفع دورهم الفعال في إطار الضبط المؤسسي، مما يساهم ويشجع المستثمرين.
4. علي إدارة شركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية أن تفصح للمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين من غير المساهمين عن معلومات تداول أسهم الشركة بالسوق المالي ونسبة الأسهم التي يمتلكها العاملين وغير ذلك.
5. العمل علي إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث فيما يتعلق بممارسة قواعد الضبط المؤسسي وأثرها في مهنة المحاسبة والمراجعة.

#### المراجع :

1. الخضيرى، محسن أحمد، (2005م)، حوكمة الشركات، (القاهرة: مجموعة النيل العربية للطباعة والنشر)، ص34.
2. زين، على أحمد، وصبحي، محمد حسنى عبد الجليل، (2009م)، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات القاهرة: جامعة الدول العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، ص42.

3. سليمان، محمد مصطفى، (2006م) حوكمة الشركات ودورها في معالجة الفساد المالي والإداري، الإسكندرية: الدار الجامعية، ص15.
4. علي، عبد الوهاب نصر، وشحاته، السيد شحاته، (2007م)، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، (الإسكندرية: الدار الجامعية)، صص25-27.
5. هندي، منير إبراهيم، (1999م)، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، (الإسكندرية: منشأة المعارف)، ص460.
6. إبراهيم، محمد احمد، (2005م)، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها علي سوق المال- دراسة تطبيقية، (بنها: جامعة بنها، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، العدد الأول)، ص713.
7. أحمد، عاطف محمد، (2003م)، دراسة اختباريه لآثار آليات حوكمة الشركات علي جودة التقارير المالية وفعالية عملية تدقيق الحسابات في الأردن، (بني سويف: جامعة بني سويف، مجلة الدراسات المالية والتجارية، العدد الأول، السنة الثالثة عشر)، ص477.
8. المجالي، آمال ياسين، (2009م)، مدي توافر أبعاد خصائص الحاكمية المؤسسية وأثرها في الفاعلية التنظيمية في البنوك التجارية العاملة في الأردن (الشارقة: جامعة الشارقة، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد السادس، العدد الثالث)، ص184.
9. المطيري، عبيد بن سعد، (2003م)، تطبيق الإجراءات الحاكمة للشركات في المملكة العربية السعودية، (الكويت: جامعة الكويت، المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد العاشر، العدد الثالث)، ص286.
10. الحمداني، رافعة إبراهيم وأيوب، أوس فخر الدين، (2007م)، تأثير السياسة النقدية في القيمة السوقية للأسهم والسندات - دراسة تحليلية لعينة من دول الخليج العربي، (الموصل: جامعة الموصل، مجلة تنمية الرافدين 88 (79)، ص139.
11. عبد الملك، أحمد رجب، (2008م)، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق المال - دراسة تحليلية، الإسكندرية: جامعة الإسكندرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد الثاني، ص268.
12. عقل، يونس حسن، (2005م)، تقييم دور الهيئة العامة لسوق المال في تحسين فعالية التقارير المالي في ضوء المبادئ الدولية لحوكمة الشركات، حلوان: جامعة حلوان، المجلة العالمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد الأول، ص11-100.
13. المقابلة، علي حسين، وبرهومة، سمير فهمي، (2002م) كفاءة سوق عمان - قطاع لبنوك عند المستوي الضعيف، الرياض: معهد الإدارة العامة، المجلد الواحد والأربعون، العدد، الرابع، ص747.
14. المليجي، هشام حسن عواد، (2005م)، الانعكاسات المحاسبية لحوكمة الشركات علي أسعار الأسهم بسوق المال المصري - دراسة اختبارية، بني سويف: جامعة بني سويف، مجلة الدراسات المالية والتجارية، العدد الأول، ص126.
15. يونس، نجاة محمد مرعي، (2006م)، استخدام البيانات المحاسبية في التنبؤ بأسعار الأسهم لترشيد قرارات صغار المستثمرين- دراسة تطبيقية، القاهرة: جامعة عين شمس، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة، ص67.

16. حماد، الطاهر محمد أحمد محمد، (2014م)، أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في أداء المصارف، الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال غير منشورة.
17. دليل، عبد المطلب عثمان محمود، (2012م)، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق المال، الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه في المحاسبة غير منشورة، ص17.
18. سميرة، لطرش، (2010م)، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، قسنطينة: جامعة منتوري، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، ص180-186.
19. سيد احمد، معتز ميرغني، (2011م)، الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية ودوره في تفعيل حوكمة الشركات، الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه في المحاسبة غير منشورة.
20. عبد الله، عامر الطيب أحمد، (2012م)، حوكمة الشركات ودورها في تعزيز ثقة مستخدمي القوائم المالية بالتطبيق على شركات التأمين السودانية، الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة.
21. علي، مصطفى محمد، (1989م)، تأثير المعلومات المحاسبية المنشورة علي اتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية: جامعة الإسكندرية، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة، ص8.
22. جمعان، نجاه، (2009م)، حوكمة الشركات - متطلبات، مبادئها ونطاق تطبيقها، صنعاء: كونسبت للاستشارات الاستثمارية ص5-7.
23. فوزي، سميحة، (2003م)، تقييم حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية، القاهرة: المركز المصري للدراسات الاقتصادية ECES.
24. علي، آمال التيجاني، (1987م)، دور المعلومات في رفع كفاءة الأسواق المالية، القاهرة: جامعة القاهرة، ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية، ص3.
25. Cannon. T,( 1994) Corporate Governance: A Text Book on Business Ethics, Governance Environment Roles and Responsibility, (London: Pitman, ), p341.
26. Dykman, R, et al., (1986), Efficiency Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, London, Second Edition, p5.
27. Rosse, S, et al., (1996), Essentials of Corporate Finance , McGraw-Hall Companies. USA, p123.
28. Beaver, H, (1981), Market Efficiency, The Accounting Review, (January), Vol LVI, No 1, p432.
29. Dyck, A., et al., (2006),The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia, Journal of Finance, American Finance Association,( June),Vol. 63, No. 3, pp207-252.
30. Eugene, F, (May, 1970), Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work, (Journal of Finance, p278.
31. Fama, E, (May, 1970), Efficiency Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work, (Journal of Finance, p383.
32. Kevin, C, et al., (2009), Legal Protection of Investors, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital, Journal of Corporate Finance, Vol. 15, pp267-293.
33. McInish, H., and Puglisi, J., (1982), The Efficiency of International Money Market, Journal of Business, Finance and Accounting, vol 9, No 2, p167.

34. : Belkaoui. A, (1991), Accounting Theory, Harcourt Brace Jovanovich, Inc, New York. 1991),Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance Cadbury Report, London, p8.
35. Cadbury Commission, (1992), Code of Best Practice: Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Gee Publishing Ltd, London, UK, p5.
36. <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf> (22/2/2015).