

دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة السوق المالي السعودي
دراسة قياسية باستخدام نماذج بانل خلال الفترة 2013-2019.

The Role of Corporate Governance in Improving the Efficiency of the
Saudi Financial Market: A Standard Study through Using Panel Models in
(2013-2019)

جداي ياسين¹، سولم صلاح الدين²

¹ جامعة سوق أهراس، مخبر البحوث والدراسات الاقتصادية، y.djeddai@univ-soukahrass.dz

² جامعة سوق أهراس، مخبر مالية محاسبة جباية وتأمين، se.soualem@univ-soukahrass.dz

تاريخ النشر: 2022/10/31

تاريخ القبول: 2021/02/10

تاريخ الاستلام: 2020/11/13

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة السوق المالي السعودي من سنة 2013 إلى سنة 2019، وقد تم الاعتماد في ذلك على أسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (panel data)، حيث تشمل متغيرات الدراسة على متغير مستقل واحد معبر عن كفاءة السوق المالي وهو ربحية السهم، وأربعة متغيرات مستقلة مع متغير ضابط، وهي على التوالي الاستقلالية، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، الازدواجية، حجم مجلس الإدارة. وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين ربحية السهم وحجم مجلس الإدارة، أما باقي المتغيرات الأخرى فهي ليست معنوية وبالتالي ليس لها أي تأثير على ربحية السهم.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، كفاءة، ربحية السهم، ازدواجية، استقلالية، مجلس الإدارة.

تصنيف JEL: G1، G2، G3.

Abstract:

This study aims to highlight the role of corporate governance in improving the efficiency of the Saudi financial market in (2013-2019), and this has been based on the method of analyzing panel data. The variables of the study include one independent variable that expresses the efficiency of financial market which is earnings per share, in addition to four independent variables, with a regulatory variable, which are respectively: independence, number of meetings of the board of directors, duplication, and the size of the board of directors.

The study has concluded that there is a positive relationship between earnings per share and the size of the board of directors. For the rest of the other variables, they are not influential, and therefore, they have no effect on earnings per share.

Keys words: Corporate Governance, earnings per share, duplication, independence, the board of directors.

JEL classification codes: G1; G2; G3.

المؤلف المرسل: ياسين جداي، y.djeddai@univ-soukahrass.dz

تمهيد:

أعطت الأزمات المالية الأخيرة التي مست اقتصاديات كبرى الدول وأثرت بشكل واضح على الحياة الاقتصادية درساً مهماً لي اتخاذ إجراءات استباقية وقائية وتوجيهية من قبل العديد من الدول والهيئات الدولية المالية المعتمدة، وهو ما تجسد في مفهوم حوكمة الشركات والذي يعتبره الكثير من المفكرين الاقتصاديين الحل الأمثل لتحقيق فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية التي لا تزال دوماً تثير اهتمامهم خاصة العاملين في مجال الأسواق المالية، لما لها من تأثير بالغ في تحقيق الأرباح لكل الأطراف، حيث أدى ذلك إلى ظهور الكثير من الأبحاث التي تحدد مجموعة الشروط الواجب توافرها في سوق الأوراق المالية لكي تتسم بنوع من الكفاءة وعدم الوقوع في أزمات كبرى تهدد اقتصاد البلد.

وبناء على ما سبق، يمكن طرح هذه الإشكالية في تساؤل رئيسي مفاده:

مدى مساهمة حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية السعودي؟

➤ **الفرضيات:** تم صياغة فرضيات هذه الدراسة كما هو موضح في الآتي:

- H1: يؤثر حجم مجلس الإدارة للشركات قيد الدراسة على كفاءة السوق المالي السعودي.
- H2: تؤثر استقلالية المدير التنفيذي للشركات قيد الدراسة على كفاءة السوق المالي السعودي.
- H3: تؤثر الازدواجية للشركات قيد الدراسة على كفاءة السوق المالي السعودي.
- H4: يؤثر عدد اجتماعات مجلس الإدارة للشركات المدروسة على كفاءة السوق المالي السعودي.

➤ أهداف البحث

- التعرف على أهمية حوكمة الشركات وكيفية الاستفادة منها لتحسين أداء أسواق الأوراق المالية.
- إيجاد العلاقة التي تربط حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية.

➤ منهجية البحث:

تعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، من خلال استخدام تقنية قياسية استنتاجية لدراسة العلاقة وأثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية وذلك بالاعتماد على تحليل بيانات البانل.

1- الإطار النظري لحوكمة الشركات:**1-1- ماهية حوكمة الشركات**

يجب التمييز بين نوعين من الحوكمة وهما الحوكمة على المستوى الكلي Opacity، وتسمى Governance والنوع الآخر هو حوكمة الشركات Corporate Governance، ولا يمكن الجزم بأن أي منهما أهم من الآخر، حيث تؤثر الشفافية في المستوى الكلي على مدى جاذبية مناخ الاستثمار بالدولة ككل، بينما تؤثر حوكمة الشركات في درجة جاذبية الشركة للمستثمرين، ومن الطبيعي أن يكون كلا المستويين مهم ومكملاً للآخر.

➤ **التطور التاريخي لمفهوم الحوكمة:** هي الترجمة الأقرب للمصطلح الانجليزي Governance الذي تعود جذوره الأصلية إلى الفعل اليوناني Kubernan والذي استعمله " أفلاطون " لأول مرة بطريقة مجازية في حواراته الفلسفية (George, 2009, p04)، فلقد كانت تعبر هذه الكلمة عن قدرة ربان السفينة ومهارته في القيادة وسط الأمواج والأعاصير وما يمثلته من قيم وأخلاق نبيلة وسلوكيات نزيهة في الحفاظ على أرواح وممتلكات الركاب، فإذا ما وصل بها إلى ميناء الوصول ثم عاد إلى ميناء الإبحار من مهمته سالماً، أطلق عليه التجار وخبراء البحار القبطان المتحكوم جيداً Good governance (بجلول، 2011، صفحة 32-33) وذلك في القرن الثالث عشر، ثم استعمل بعدها في اللغة اللاتينية بكلمة Gubernan في بداية القرن

عنوان المقال: دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة السوق المالي السعودي: دراسة قياسية ...

الرابع عشر بنفس المعنى، وابتداء من سنة 1487 استخدم المصطلح Governance للتعين الإداري والقانوني في بعض مدن شمال فرنسا التي كانت تحت السيطرة الهولندية (عبد القادر، 2011/2010: 23) كمترادف لمصطلح الحكومة gouvernement والذي كان يقصد به فن أو طريقة الحكم، ثم توقف الفرنسيون عن استعماله باعتباره من اللغة الفرنسية القديمة، وبعدها استعمل في القرن السادس عشر في اللغة الإنجليزية بالمصطلح الحالي Governance ولم يعد استعماله في اللغة الفرنسية إلا في بداية التسعينات، في حين يشير المؤرخون الإنجليز في العصور الوسطى إلى هذا المصطلح لتمييز مؤسسة السلطة الإقطاعية، وفي سنة 1840 استعار الملك "تشارلز ألبرت" ملك مملكة "بيدومنت" و "سردينيا" مصطلح Buon governo كإطار أساسي لحل مشكلة الكساد الاقتصادي وسوء التسيير في مملكته (خلاف، 2009-2010، صفحة 135).

وقد ظهر مصطلح الحوكمة بشكله المعاصر عندما أحياء البنك الدولي في تقريره حول التنمية في إفريقيا جنوب الصحراء في سنة 1989 بعنوان "إفريقيا من الأزمة إلى النمو المستدام"، حيث ركز في أول طرح له لهذا المفهوم على أهمية توافر بعدين أساسيين وهما البعد الإداري والبعد الاقتصادي دون التركيز على البعد السياسي، ثم مع بداية التسعينات أعطى للبعد السياسي أهمية، حيث طرح المفهوم كمقاربة تحمل البعد السياسي والمؤسسي لاستراتيجيات التنمية وسياسات التعديل الهيكلي. (فرج، 2012، صفحة 08)

ومع طرح هذا المفهوم من قبل البنك الدولي، فإن العديد من المؤسسات الدولية الأخرى، وكذلك المؤسسات الإقليمية والمؤسسات العلمية الأكاديمية المتخصصة، بدأت تتناول هذا المفهوم بدرجات متفاوتة، فقام البعض من تلك المؤسسات بوضع تصور شامل فيما يتعلق بمفهوم الحوكمة والقضايا التي تعالجها ومجالات تطبيقها واقتصر البعض الآخر على مجرد تعريف للحوكمة ينسجم مع المنهج الفكري الخاص بكل مؤسسة والأولويات المرتبة بسياق عملها، ولقد مهد هذا الاهتمام بمفهوم الحوكمة من قبل المؤسسات المختلفة الطريق لتطور أدبيات الحوكمة بسرعة بلغت ذروتها مع نهاية عقد التسعينات من القرن العشرين. (شعراوي، 2001، صفحة 03)

➤ **مفهوم الحوكمة:** إن ترجمة المصطلحات من اللغات الأجنبية خاصة الإنجليزية أو الفرنسية إلى اللغة العربية دوماً تطرح عدة إشكاليات لعل أهمها عدم وجود ترجمة حرفية واحدة متفق عليها تعكس نفس المعنى أو المفهوم، وهذا ما اعترضنا بالنسبة لمفهوم Governance، حيث وجدت عدة ترجمات لهذا المصطلح مثل (الحوكمة، الحاكمية، الحكم، الحكم الراشد، الإدارة المجتمعية...) والتي لا تعكس دلالات المفهوم وأهدافه لتنوع وجهات نظر المترجمين والباحثين كل حسب منطلقاته وتوظيفاته.

وفيما يلي سيتم عرض أو رصد لأهم التعاريف حول مصطلح الحوكمة والتي تناوّلها كل من البنك الدولي وبرنامج الأمم

المتحدة الإنمائي:

● **البنك الدولي:** عرفها أول مرة سنة 1989 على أنها: "ممارسة السلطة السياسية لإدارة شؤون الدولة" (فرج، 2012، صفحة 08) ثم عرفها سنة 1992 لما أعطى للبعد السياسي للمفهوم أهمية على أنها: "الطريقة التي تمارس بها السلطة لأجل زيادة كفاءة الموارد الاقتصادية والاجتماعية لأي بلد من أجل التنمية". (Bank, 1992, p03) وبذلك يعتبر البنك الدولي أن التسيير الجيد للاقتصاد ما هو إلا مترادف للحكومة الجيدة.

● **برنامج الأمم المتحدة الإنمائي:** يعرفها بأنها "ممارسة السياسية والإدارية من أجل إدارة الشؤون العامة عند كل المستويات، وهي تشمل الآليات والإجراءات والمؤسسات التي تدور مصالح المواطنين حولها، ممارسة حقوقهم المشروعة، أداء واجباتهم وإدارة خلافتهم". (PNUD, 1997)

• كما تعرف الحوكمة على أنها "مجموعة العلاقات والتفاعلات والقواعد والإجراءات التي تتم في إطار الشراكة بين المؤسسات الحكومية من جانب ومؤسسات المجتمع المدني والقطاع الخاص من جانب آخر من أجل إدارة شؤون الدولة والمجتمع". (العلواني، 2001، صفحة 140)

ومما سبق يمكن القول أن مفهوم الحوكمة أصبح شعارا إصلاحيا وجزءا من الخطابات السياسية والاقتصادية لمختلف حكومات دول العالم أو من يقف في مقابلتها من مجتمع مدني أو قطاع خاص، حيث طرح هذا المفهوم مختلف الآليات للتعامل مع الاستحقاقات الإدارية والمالية والمحاسبية وكذلك المهنية والأخلاقية لتحقيق الغايات النهائية للبرامج والمشاريع الاقتصادية والاجتماعية التنموية.

1-2- مفهوم حوكمة الشركات:

تعود جذور حوكمة الشركات إلى كل من Berle et Means سنة 1932 ثم إلى كل من Jensen et Mekling سنة 1976 الذين أسسوا نظرية الوكالة التي انبثقت عنها حوكمة الشركات من خلال مناداتهم بضرورة فصل الإدارة عن ملكية الشركات مع فرض رقابة شديدة على مسيرتها وذلك لحماية حقوق صغار المساهمين ويمكن إجمال بعض التعريفات في ما يلي:

➤ **منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE (2004):** هي مجموعة العلاقات القائمة بين إدارة الشركة، مجلس الإدارة، المساهمين و أصحاب المصلحة الآخرين، كما توفر الهيكل الذي يتم من خلاله تحديد أهداف الشركة، فضلا عن وسائل تحقيق هذه الأهداف وضمان مراقبة هذه النتائج. (OCDE، 2004، p11)

➤ **مؤسسة التمويل الدولية IFC:** هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها. (M, 07-08 May 2007)

➤ **معهد المدققين الداخليين IIA:** هي العمليات التي تتم من خلال الإجراءات المستخدمة من ممثلي أصحاب المصالح، من أجل توفير إشراف على إدارة المخاطر، مراقبة مخاطر المؤسسات، والتأكيد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر، مما يؤدي إلى المساهمة المباشرة في إنجاز أهداف وحفظ قيم الشركة. (The Institute of International Auditors, 2002)

مما سبق يمكن القول بأن حوكمة الشركات هي علاقة بين عدد من الأطراف المشاركة التي تؤدي إلى توجيه وتحسين أداء لشركة، فهي تقوم بعملية تصحيح هذه العلاقة بين الشركة وأصحاب المصالح في المستويات المختلفة، بغية الوصول إلى الأهداف المنشودة.

1-3- خصائص حوكمة الشركات:

يتفاوت تحديد مميزات وخصائص حوكمة الشركات وفقا لاختلاف وجهات النظر المختلفة والتي أعطت الموضوع الأهمية في الدراسة والتحليل لتحديد عدد من الخصائص تنسجم بها حوكمة الشركات على النحو التالي: (حماد، 2005، صفحة 03)

- **الانضباط:** من خلال إتباع سلوك أخلاقي مناسب وصحيح.
- **الشفافية:** والتي تركز على حرية تدفق المعلومات بحيث تكون العمليات والمؤسسات والمعلومات في متناول المعنيين بها، وتكون المعلومات المتوفرة كافية لفهم ومتابعة العمليات في المؤسسات.
- **الاستقلالية:** أي عدم وجود تأثيرات وضغوطات على العمل.
- **المساءلة:** و ذلك من خلال تقييم وتقدير كل أعمال مجلس الإدارة والتنفيذيين.
- **المسؤولية:** أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف.
- **العدالة:** بحيث تكون الأنظمة والقوانين عادلة وتنفيذها نزيه سيما ما يتعلق باحترام حقوق مختلف المصالح.

عنوان المقال: دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة السوق المالي السعودي: دراسة قياسية ...

➤ المسؤولية الاجتماعية: وتعني النظر إلى الشركة كمواطن جيد.

1-4- مبادئ حوكمة الشركات

إن أغلب لوائح حوكمة الشركات المعدة عبر مختلف الاقتصاديات عبر أنحاء العالم تم إعدادها وفق المعايير التي توصلت إليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE في عام 1999 والتي عدلت عام 2004، وتتمثل فيما يلي: (بلعادي، 2017-2018، صفحة 15-16)

➤ **ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات:** يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلا من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يكون متوافقاً مع أحكام القانون، وأن يحدد بوضوح تقسيم المسؤوليات فيما بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.

حفظ حقوق جميع المساهمين: وتشمل نقل ملكية الأسهم، اختيار مجلس الإدارة، الحصول على عائد في الأرباح، مراجعة القوائم المالية وحقوق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.

➤ **المعاملة المتساوية بين جميع المساهمين:** وتعني المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقوقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عمليات استحواذ أو دمج مشكوك فيها، أو من الاتجار في المعلومات الداخلية، وكذلك حقهم في الإطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.

➤ **دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركة:** وتشمل احترام حقوقهم القانونية، والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة، وحصولهم على المعلومات المطلوبة، ويقصد بأصحاب المصالح البنوك والعاملين وحملة السندات والموردين والعملاء.

➤ **الإفصاح والشفافية:** وتتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب دون تأخير.

➤ **مسؤوليات مجلس الإدارة:** وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

1-5- أهمية حوكمة الشركات:

سيتم التطرق إلى هذه الأهمية من خلال التركيز على جوانب أساسية والمتمثلة في الجانب القانوني والاقتصادي والاجتماعي والتي تؤكد في نهاية المطاف القيمة المضافة التي تقوم حوكمة الشركات بخلقها.

➤ **أهمية حوكمة الشركات من الناحية الاقتصادية:** تقوم حوكمة الشركات على الصعيد الاقتصادي بتقديم الضمان والطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم لتحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم مع العمل على حماية حقوقهم وخاصة حائزي الأسهم من صغار المساهمين، كما أن إتباع حوكمة الشركات يؤدي لتعظيم القيمة السوقية للشركة وبدفع عجلة التنمية الاقتصادية للبلاد، حيث تعمل على رفع كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركة وتدعيم تنافسيتها في أسواق المال العالمية بما يمكنها من جذب رؤوس الأموال، وخلق فرص جيدة للأفراد وظهور كيانات اقتصادية وتجارية عملاقة، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة والتنمية الاقتصادية المطلوب (علي، 2012، صفحة 185).

➤ أهمية حوكمة الشركات من الناحية القانونية: بالرغم من اختلاف القوانين والنظم الأساسية والمرتبطة بحوكمة الشركات بين الدول، إلا أن الأنظمة القانونية تعد هي صمام الأمان الرئيسي الضامن لحوكمة جيدة للشركات، وتتمثل هذه الأهمية في قدرة المعايير التي تستند إليها حوكمة الشركات على الوفاء بحقوق كافة الأطراف المستفيدة في الشركة مثل حملة الأسهم والمقرضين والعاملين وغيرهم، وتعد القوانين والمعايير المنظمة لعمل الشركات (مثل قوانين الشركات وقوانين الأسواق المالية والمعايير المحاسبية والتدقيقية) العمود الفقري لإطار حوكمة الشركات، إذ تنظم تلك القوانين والمعايير العلاقة بين الأطراف المهتمة بالشركة والمعنية بالاقتصاد كله، كما أن الأشكال المختلفة للعقود بين الأطراف المعنية في الشركة تمثل حجر الأساس في تنظيم العلاقات التعاقدية بينهم بالشكل الذي يعمل على ضمان حقوق كل طرف منهم. (يوسف، 2013، صفحة 218-219)

1-6- مؤشرات حوكمة الشركات:

وسيتم ذكر أهم المؤشرات التي استخدمت في الدراسة التطبيقية وهي كالآتي:

➤ حجم مجلس الإدارة: يعرف حجم المجلس بأنه العدد الإجمالي للمديرين الذي يتضمنه هذا المجلس، ويتكون مجلس الإدارة من المديرين التنفيذيين وغير التنفيذيين الذين هم إما أعضاء مستقلين أو غير مستقلين. (Cheng, 2019, p69)

➤ استقلالية مجلس الإدارة: تكشف الدراسات السابقة أن هناك علاقة إيجابية بين المديرين الخارجيين وأداء الشركة، بينما يشير آخرون إلى وجود علاقة سلبية.

➤ ازدواجية المدير التنفيذي: تحدث الازدواجية عندما يشغل المدير التنفيذي أيضًا منصب رئيس مجلس الإدارة.

➤ اجتماعات مجلس الإدارة: يرى الباحثون أن اجتماعات مجلس الإدارة وكثافتها تعتبر وسيلة لتعزيز نشاط المراقبة من قبل أعضاء مجلس الإدارة والعمل على تعزيز أداء الشركة. (Al-Daoud, 2016, p12)

2- الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية

2-1- تعريف كفاءة الأسواق المالية:

نجد الكثير من التعريفات المتعلقة بهذا المفهوم وإن كان أغلبها يدور حول ما جاء به العالم FAMA، والتي يمكن تحديد أهمها في ما يلي:

➤ التعريف الأول: يعرفها E.FAMA بأنها ذلك السوق الذي تكون فيه الأسعار المتداولة تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، حيث أن سعر السهم يعكس أي معلومة جديدة ترد إلى السوق في نفس الوقت وبدقة ويتحرك بقدر يتجاذج وحجم هذه المعلومة. (Fama, 1970)

➤ التعريف الثاني: يعرفها M.C.JENSEN بأنها ذلك السوق الذي من المستحيل فيه تحقيق أرباح اقتصادية غير عادية في الزمن Ot بواسطة المتاجرة أو التداول على أساس المعلومات المتوفرة في هذا الزمن. (Jensen, 1978, p96)

2-2- خصائص كفاءة الأسواق المالية:

يمكن ذكر أهمها في النقاط الآتية: (جانبو، 2011-2012، صفحة 77)

➤ الأمن والأمان: أي توفير الحماية اللازمة ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، وحماية السوق من كل الممارسات غير الأخلاقية.

➤ العقلانية: أي أن يكون هدف المتعاملين تعظيم المنفعة المتوقعة من خلال تحليل ومعالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل في السوق.

عنوان المقال: دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة السوق المالي السعودي: دراسة قياسية ...

➤ دقة وسرعة وصول المعلومات: على السوق تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر، كما يزودهم بالظروف السائدة في السوق.

2-3- مؤشرات كفاءة الأسواق المالية:

اعتمدت هذه الدراسة على متغير تابع واحد يعبر على كفاءة الأسواق المالية وهو مؤشر ربحية السهم.

➤ مؤشر ربحية السهم الأساسي: وهي حصة السهم العادي الواحد من صافي أرباح الشركة بعد احتساب الضرائب. ويتم حسابها من خلال قسمة صافي الأرباح على متوسط عدد الأسهم العادية المصدرة. (www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/594237) وسيتم الاعتماد على هذا النوع من المؤشر في الدراسة التطبيقية من بين الأنواع الأخرى المعروفة من مؤشرات ربحية السهم.

3- الدراسة التطبيقية

سيتم في هذه الدراسة التطبيقية التحقق من تأثير مؤشرات حوكمة الشركات المدروسة في الجزء النظري على كفاءة سوق الأوراق المالية بالسعودية، وذلك بالاستعانة بتحليل بيانات البال.

3-1- عينة الدراسة نماذجها ومتغيراتها

➤ عينة الدراسة: تم استخدام عينة متمثلة في ثماني شركات سعودية مدرجة في سوق الأوراق المالي السعودي وذلك بالاستعانة بالبيانات المالية وتقارير الحوكمة لكل منها والمنشورة في المواقع الرسمية لها وتتمثل في: شركة المراعي، شركة سابك، شركة كيان، مجموعة الطيار للسفر، الشركة العربية للأنابيب، مصرف الراجحي، شركة اتصالات السعودية وشركة الأهلي للتكافل.

➤ متغيرات الدراسة: تم الاعتماد على مجموعة من المتغيرات والمتمثلة في:

- المتغير التابع: والمتمثل في ربحية السهم.
- المتغيرات المستقلة: والمتمثلة في حجم المجلس BS، ازدواجية دور المدير التنفيذي DCR، المديرين المستقلين IND، واجتماعات مجلس الإدارة BM.
- المتغير الضابط: والمتمثل في حجم الشركة FIRMS.

➤ نموذج الدراسة: بهدف تحديد العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية ببورصة السعودية ومتغيرات حوكمة الشركات تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي STATA 16.0 وبناء النموذج التالي:

$$EPS = \beta_0 + \beta_1 BS + \beta_2 IND + \beta_3 DCR + \beta_4 BM + \beta_5 FIRMS + u$$

3-2- التحليل الوصفي، تحليل الارتباط والتداخل الخطي لمتغيرات الدراسة

➤ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: من خلال ملاحظة الملحق رقم (01) نلاحظ أن الحالة المالية للشركات كشفت عن متوسط عام قدره 2.28 بحد أدنى 3.07- وحد أقصى 8.43 وانحراف معياري قدره 2.667 بالنسبة ل EPS، أما في ما يخص المتغيرات المستقلة فهي كما موضحة في الملحق (01).

➤ تحليل الارتباط: من خلال نتائج تحليل الارتباط للمتغيرات المستقلة والتابعة قيد الدراسة الممثلة في الملحق رقم 02 نلاحظ وجود علاقة سلبية بين الاستقلالية وربحية السهم، أما باقي المتغيرات فقد كانت ذات علاقة إيجابية بينها وبين ربحية السهم.

➤ معامل تضخم التباين: من خلال الملحق رقم 03 نلاحظ أن قيمة معامل تضخم التباين الذي يقيس مقدار الزيادة في تباين معالم الانحدار نتيجة وجود التداخل الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة أقل من 10 بالنسبة للمتغيرات المستقلة قيد الدراسة، ومنه عدم وجود مشكلة التداخل الخطي.

3-3- تقدير النماذج والمفاضلة بينها

➤ تقدير النماذج :

- نموذج الانحدار التجميعي: وتظهر نتائجه من خلال الملحق رقم 04.
- نموذج التأثيرات الثابتة: وتظهر نتائجه من خلال الملحق رقم 05.
- نموذج التأثيرات العشوائية: وتظهر نتائجه من خلال الملحق رقم 06.

➤ المفاضلة بين النماذج: تمر المفاضلة بين النماذج على ثلاث خطوات أساسية:

- المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة: من خلال نتائج الملحقين رقم 04 و 05 نلاحظ أن $Prob>F$ أقل من 5% وبالتالي فكلتا النموذجين معنوي، حيث يتم حساب F من خلال المعادلة التالية:

$$F = \frac{(R^2_{FEM} - R^2_{PRM}) / (N - 1)}{(1 - R^2_{FEM}) / (NT - N - K)}$$

بعد التعويض في المعادلة (01) نجد: $F = 10.45$

وبالتالي نجد أن F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية والتي تبلغ 2.02 وبالتالي فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج المناسب للبيانات الدراسة.

- المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية: من خلال نتائج الملحق رقم 07 نلاحظ أن $Prob>\chi^2$ أقل من 5% وبالتالي فإن نموذج التأثيرات العشوائية معنوي، ومن خلال اختبار Breusch and PaganLagrangian multiplier نجد أن $Prob>\chi^2 = 0.000$ ، ومنه يصبح نموذج التأثيرات العشوائية أفضل من النموذج التجميعي.

- المفاضلة بين النموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية: من خلال الملحق رقم (08) يتضح أن $Prob>\chi^2 = 0.0199$ ، وهي أقل من 5%، وعليه يصبح نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج المناسب. من خلال ما تم الوصول إليه من نتائج سابقة يتضح أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأنسب للبيانات قيد الدراسة.

3-4- اختبار صحة النموذج:

ويتم ذلك من خلال ما يلي:

- اختبار وجود ارتباط ذاتي للبواقي: من خلال الملحق رقم (09) يلاحظ أن $Prob>F = 0.8323$ وهي أكبر من 5 وبالتالي فإن النموذج خال من مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي.
- اختبار عدم ثبات التباين: من خلال الملحق رقم (10) يتضح أن $Prob>\chi^2 = 0.000$ ، وبالتالي عدم وجود ثبات للتباين.

➤ نتيجة الاختبارات القياسية للنموذج: بالاستناد على النتائج السابقة نجد أن النموذج يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين، ولتجاوز هذه المشكلة تم الاعتماد على طريقة (PCSE)، وهو ما يوضحه الملحق (11).

3-5- مناقشة النتائج:

من خلال نتائج الانحدار المتعدد في الملحق (11) نجد أن النموذج معنوي وذو دلالة إحصائية فقد كانت القيمة الاحتمالية ($Prob>\chi^2 = 0.000$) أقل من 5%، أما نتائج الانحدار للنموذج فكانت كالتالي:

عنوان المقال: دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة السوق المالي السعودي: دراسة قياسية ...

➤ **المعلومات ذات الدلالة الإحصائية:** نلاحظ من نتائج الملحق رقم (11) أن متغير حجم مجلس الإدارة معنوي عند مستوى 1%، وتشير إشارته الموجبة إلى وجود علاقة طردية بين حجم مجلس الإدارة وربحية السهم، أي أن زيادة عضو واحد في مجلس الإدارة يؤدي إلى زيادة ربحية السهم بمقدار 0.602.

➤ **المعلومات الغير معنوية:** من خلال الملحق (11) يتضح عدم وجود علاقة بين كل من استقلالية مجلس الإدارة IND والازدواجية DCR واجتماعات مجلس الإدارة BM وبين ربحية السهم EPS ولذلك لعدم معنوية المعلومات السابقة.

3-6- اختبار الفرضيات:

من خلال النتائج المتوصل إليها سابقا في الدراسة يمكن اختبار الفرضيات المطروحة كما يلي:

الجدول رقم 1: جدول يوضح اختبار فرضيات الدراسة

الفرضية	النتيجة النهائية (رفض/قبول)	التشخيص
H1: يؤثر حجم مجلس الإدارة على كفاءة السوق المالي للشركات المالية السعودية.	قبول الفرضية	كما هو موضح في الملحق (11) كان لحجم مجلس الإدارة تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على ربحية السهم.
H2: تأثير استقلالية الإدارة على كفاءة السوق المالي للشركات المالية السعودية.	رفض الفرضية	يتضح من الملحق (11) أن استقلالية الإدارة غير دالة إحصائيا وبالتالي لا تأثير على ربحية السهم.
H3: تأثير الازدواجية على كفاءة السوق المالي للشركات المالية السعودية.	رفض الفرضية	كما هو موضح في الملحق (11) حيث أظهرت النتائج ازدواجية دور المدير التنفيذي غير دالة إحصائيا وبالتالي لم يكن لها أي تأثير على ربحية السهم.
H4: يؤثر عدد اجتماعات مجلس الإدارة على كفاءة السوق المالي للشركات المالية السعودية.	رفض الفرضية	يتضح من الملحق (11) حيث أظهرت النتائج أن عدد اجتماعات مجلس الإدارة غير دالة إحصائيا وبالتالي لم يكن لها أي تأثير على ربحية السهم.

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تحليل بيانات البانل (Panel data).

الخلاصة

في ظل الأزمات السابقة والتي أثرت على كبرى الاقتصاديات العالمية، كان لزاما على هاته الدول الالتفات إلى مفهوم حوكمة الشركات والذي أصبح قضية رئيسية بالنسبة إلى مجتمعات الأعمال، لما لها من تأثير على أداء المؤسسات، ومن بين هذه الدول نجد الدولة السعودية التي سارعت إلى تطبيق حوكمة الشركات على مستوى سوقها المالي، وتخصيصها سبل تمويل كبيرة من أجل إنجاحها، وقد أثبتت التجارب الدولية كفاءة ونجاعة مبادئ حوكمة الشركات الموصى بها من طرف الهيئات الدولية المختلفة لاستدامة واستمرار المؤسسات وعدم إفلاسها، ومن خلال هذه الدراسة كانت النتائج كالتالي:

- كان لحجم مجلس الإدارة تأثير إيجابي على كفاءة السوق المالي المتمثلة في ربحية السهم، وهو عكس ما تؤكدته نظرية الوكالة، حيث تبين النتائج أن حجم مجلس الإدارة الأكبر في الشركات السعودية لها فعالية من مجالس الإدارة الأصغر.
- كانت نتيجة نسبة استقلالية المجلس ليس لها أي علاقة بكفاءة الشركات محل الدراسة، وهو ما يعني أن الاستقلالية والخبرة الخاصة بالأعضاء الخارجيين لا يمكن أن تساعد في الرفع من كفاءة الشركات.
- بينت النتائج أن الازدواجية ليس لها تأثير على كفاءة السوق وبالتالي فهي ليست عامل مهم في تحديد ربحية السهم للشركات، وذلك في ظل اعتماد معظم الشركات السعودية مبدأ فصل المهام بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة.
- أظهرت نتائج الدراسة أن اجتماعات مجلس الإدارة هي أيضا ليس لها أي تأثير على ربحية سهم الشركات ومنه على كفاءة السوق المالي السعودي، حيث يمكن اعتبار اجتماعات مجلس الإدارة العديدة ليس ضروري في ظل الصعوبات التي تواجهها الشركات.
- ويمكن في الأخير تقديم مجموعة من الاقتراحات والتوصيات بناء على ما تم التوصل إليه من نتائج والتي تتمثل فيما يلي:
- تستدعي نتائج هذه الدراسة المطبقة على بعض الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي وجوب التركيز على دراسات أخرى مختصة في هذا الشأن خاصة الدراسات الدولية الخاصة بحوكمة الشركات ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية والاستفادة منها مستقبلا.
- ضرورة استمرار الدراسات والبحوث المستقبلية في التوسع و في تحليل ودراسة مؤشرات حوكمة الشركات المختلفة وذلك لارتباطها النسبي بمستوى كفاءة أداء مختلف الشركات

الهوامش والمراجع:

1. أحمد خضر علي. (2012). حوكمة الشركات. الإسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي. (2012-2011) الجزائر.
2. جابو، س. (2012-2011) تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية. ورقة، الجزائر.
3. حسين العلواني. (2001). صنع القرار المحلي في إطار مفهوم إدارة شؤون الدولة والمجتمع- دراسة للوحدات المحلية بمركز قوة- القاهرة، مصر: مركز دراسات واستشارات الإدارة العامة.
4. حسين عبد القادر. (2010/2011). الحكم الراشد وإشكالية التنمية المحلية. رسالة ماجستير، 23. جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان.
5. سلوى جمعة شعراوي. (2001). مفهوم إدارة شؤون الدولة والمجتمع - إشكاليات نظرية. القاهرة، مصر: مركز دراسات واستشارات الإدارة العامة.
6. شعبان فرج. (2012). الحكم الراشد كمدخل حديث لترشيد الإنفاق العام والحد من الفقر دراسة حالة الجزائر (2000-2010). أطروحة دكتوراه قسم العلوم الاقتصادية، 08. الجزائر: جامعة الجزائر 03.
7. طارق عبد العال حماد. (2005). حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
8. عمار بلعادي. (2017-2018). دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة أسواق المال في الاقتصاديات الناشئة. أطروحة دكتوراه قسم العلوم المالية، 15-16. عنابة، الجزائر: جامعة باجي مختار.
9. عمار حبيب بهلول. (2011). النظام القانوني لحوكمة الشركات. لبنان: منشورات زين الحقوقية.
10. مصطفى كافي يوسف. (2013). الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جنورها - أسبابها - تداعياتها - آفاقها) (الإصدار 01). عمان، الأردن: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.
11. وليد خلاف. (2009-2010). دور المؤسسات الدولية في ترشيد الحكم المحلي. أطروحة دكتوراه، قسنطينة، الجزائر: جامعة منتوري قسنطينة.
12. Al-Daoud, k. l. (2016). Board meeting and firm performance.
13. Bank, T. W. (1992). Governance and Development. Washington D.C.
14. Cheng, L. Y. (2019). Corporate governance and target price accuracy.
15. Fmma, E. (1970). Efficient capital markets. journal of finance , 25 (2).
16. George, , F. (2009). It governance (3 ed.). Paris: Dunod,.

عنوان المقال: دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة السوق المالي السعودي: دراسة قياسية ...

17. Jensen, M. C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficient. *journal of financial economics* , 6, 95.
18. M, A. (07-08 May 2007). Corporate governance, A Risk Perspective. *paper presented to Corporate Governance and Reform Paving the way to Financial Stability and Development*. Cairo: Egyptian Banking Institute.
19. OCDE. (2004). *Principe de gouvernement d'entreprise*.
20. PNUD. (1997). *Governance for Sustainable Development*. New York: a PNUD Policy document.
21. The Institute of International Auditors. (2002). *The lessons that lie beneath, Tone at the top*. USA.
22. www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/594237. (s.d.). Consulté le 09 28, 2020.

الملاحق

الملحق رقم 01: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
EPS	56	3.287679	2.667974	-3.07	8.43
BSIZE	56	9	1.537412	6	13
INDB	56	.4394107	.163248	.3	1
DUAL	56	.9821429	.1336306	0	1
BM	56	6.464286	2.960125	3	16
FIRMSIZE	56	15.71661	4.249609	2.98	19.71

الملحق رقم 02 : تحليل الارتباط

	EPS	BSIZE	INDB	DUAL	BM	FIRMSIZE
EPS	1.0000					
BSIZE	0.5962	1.0000				
INDB	-0.3748	-0.3926	1.0000			
DUAL	0.0912	0.0000	0.1162	1.0000		
BM	0.3085	0.3036	-0.3247	0.0673	1.0000	
FIRMSIZE	0.4239	0.1232	-0.3290	0.1814	0.2675	1.0000

الملحق رقم 03: عامل التضخم VIF

Variable	VIF	1/VIF
INDB	1.40	0.712302
BSIZE	1.24	0.808278
FIRMSIZE	1.22	0.819217
BM	1.21	0.825155
DUAL	1.08	0.926038
Mean VIF	1.23	

الملحق رقم 04: النموذج التجميعي

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	56
Model	190.000461	5	38.0000922	F(5, 50)	=	9.43
Residual	201.494137	50	4.02988274	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.4853
				Adj R-squared	=	0.4339
Total	391.494598	55	7.1180836	Root MSE	=	2.0075

	EPS	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
BSIZE		.9062372	.1958367	4.63	0.000	.5128876	1.299587
INDB		-.8688014	1.964648	-0.44	0.660	-4.814914	3.077311
DUAL		.7114564	2.104963	0.34	0.737	-3.516485	4.939398
BM		.0393257	.100667	0.39	0.698	-.1628699	.2415213
FIRMSIZE		.2033779	.0703747	2.89	0.006	.0620263	.3447296
_cons		-8.636071	2.9873	-2.89	0.006	-14.63624	-2.635902

الملحق رقم 05: نموذج التأثيرات الثابتة

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	56
Model	317.319846	12	26.4433205	F(12, 43)	=	15.33
Residual	74.1747523	43	1.72499424	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.8105
				Adj R-squared	=	0.7577
Total	391.494598	55	7.1180836	Root MSE	=	1.3134

	EPS	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
BSIZE		-.049481	.2848201	-0.17	0.863	-.6238756	.5249135
INDB		2.296486	1.885245	1.22	0.230	-1.505472	6.098445
DUAL		.1782268	1.450262	0.12	0.903	-2.746506	3.102959
BM		.0060047	.0800017	0.08	0.941	-.1553342	.1673436
FIRMSIZE		.6130454	.2334366	2.63	0.012	.1422756	1.083815
id							
2		-2.803701	2.396616	-1.17	0.249	-7.636938	2.029537
3		-1.500565	2.276707	-0.66	0.513	-6.091982	3.090852
4		-6.314663	1.986338	-3.18	0.003	-10.32049	-2.308831
5		-1.874193	2.115392	-0.89	0.381	-6.140288	2.391902
6		2.339574	1.098728	2.13	0.039	.1237778	4.55537
7		-5.725569	1.533856	-3.73	0.001	-8.818884	-2.632255
8		-1.642488	2.062491	-0.80	0.430	-5.801896	2.516921
_cons		-4.934747	3.95427	-1.25	0.219	-12.90929	3.039799

الملحق رقم 06: نموذج التأثيرات العشوائية

-sq:	Obs per group:
within = 0.1079	min = 7
between = 0.3997	avg = 7.0
overall = 0.3313	max = 7
	Wald chi2(5) = 11.49
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Prob > chi2 = 0.0424

	EPS	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
BSIZE		.3937524	.245734	1.60	0.109	-.0878773	.8753821
INDB		1.234505	1.884657	0.66	0.512	-2.459354	4.928365
DUAL		-.1629827	1.556002	-0.10	0.917	-3.212691	2.886726
BM		.0016629	.0811219	0.02	0.984	-.157333	.1606588
FIRMSIZE		.3458598	.1202864	2.88	0.004	.1101027	.5816169
_cons		-6.084967	3.322604	-1.83	0.067	-12.59715	.4272173

sigma_u| 1.3832237
sigma_e| 1.3133904

عنوان المقال: دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة السوق المالي السعودي: دراسة قياسية ...

rho | .52587931 (fraction of variance due to u_i)

الملحق رقم 07: اختبار Breusch and Pagan Lagrangian multiplier

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

EPS[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]

Estimated results:

```

              |          Varsd = sqrt(Var)
-----+-----
EPS |   7.118084      2.667974
      e |   1.724994      1.31339
      u |   1.913308      1.383224
Test:  Var(u) = 0
        chibar2(01) =    23.49
        Prob > chibar2 =    0.0000
```

الملحق رقم 08: اختبار Hausman

```

----- Coefficients -----
              |      (b)      (B)      (b-B)      sqrt(diag(V_b-V_B))
              |      fixed    random    Difference      S.E.
-----+-----
BSIZE |   -.049481    .3937524   -.4432334    .1440047
INDB  |    2.296486    1.234505    1.061981    .0470795
DUAL  |    .1782268   -.1629827    .3412094      .
BM    |    .0060047    .0016629    .0043419      .
FIRMSIZE | .6130454    .3458598    .2671856    .2000596
-----+-----
```

```

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        =    13.40
        Prob>chi2 =    0.0199
        (V_b-V_B is not positive definite)
```

الملحق رقم 09: اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F( 1, 7) =    0.048
Prob > F =    0.8323
```

الملحق رقم 10: اختبار عدم ثبات التباين

```

Modified Wald test for groupwiseheteroskedasticity
in fixed effect regression model
H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i
chi2(8) =    3434.02
Prob>chi2 =    0.0000
```

الملحق رقم 11: نموذج PCSE

```

Linear regression, heteroskedastic panels corrected standard errors
Group variable:  id          Number of obs   =    56
Time variable:  year        Number of groups  =    8
Panels:         heteroskedastic (balanced)  Obs per group:
```

Autocorrelation: no autocorrelation min = 7
 avg = 7
 max = 7
 Estimated covariances = 8 R-squared = 0.4853
 Estimated autocorrelations = 0 Wald chi2 (5) = 76.28
 Estimated coefficients = 6 Prob > chi2 = 0.0000

		Het-corrected					
	EPS	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
BSIZE		.9062372	.1550986	5.84	0.000	.6022495	1.210225
INDB		-.8688014	2.244999	-0.39	0.699	-5.268919	3.531317
DUAL		.7114564	1.829395	0.39	0.697	-2.874092	4.297005
BM		.0393257	.0713531	0.55	0.582	-.1005238	.1791752
FIRMSIZE		.2033779	.0860875	2.36	0.018	.0346496	.3721063
_cons		-8.636071	2.610445	-3.31	0.001	-13.75245	-3.519693