



## مجلة البحوث المحاسبية

[/https://abj.journals.ekb.eg](https://abj.journals.ekb.eg)

كلية التجارة – جامعة طنطا

العدد : الثاني

يونيو ٢٠٢٣

قياس أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق  
المالية السعودية : دراسة حدث

عبد الله سعيد المزراقي

مدرب المحاسبة بالكلية التقنية بابها

المؤسسة العامة للتدريب التقني والمهني، المملكة العربية السعودية

## قياس أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية: دراسة حدث

### ملخص:

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر خصائص مجلس الإدارة، (حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، نشاط مجلس الإدارة، ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة، وخبرة مجلس الإدارة)، والتي تمثل المتغيرات المستقلة للدراسة، على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، والتي تمثل المتغير التابع للدراسة. وقد احتوت العينة النهائية للدراسة على ١٤٣ شركة مدرجة بالسوق المالية السعودية تاسي، بإجمالي مشاهدات بلغت ٦٥١ مشاهدة (شركة - سنة). ولقياس القيمة السوقية للأسهم استخدمت الدراسة طريقة قياس التباين في العائد غير العادي على الأسهم، وذلك باستخدام منهج دراسة الحدث.

وقد أوضحت نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الدراسة قبول الفرض الرئيس للدراسة، والذي ينص على أنه "يوجد أثر ايجابي معنوي لخصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية". حيث إن خصائص مجلس الإدارة توفر بالمجمل مسؤولية رقابية للتعامل مع مشكلات الوكالة الناشئة عن الإدارة التنفيذية، ومن ثم التأثير على القيمة السوقية لأسهم الشركة. كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لخصائص مجلس الإدارة، المتمثلة في حجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة ونشاط مجلس الإدارة و ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة وخبرة مجلس الإدارة، على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية. وتوصي الدراسة بأن تقوم الشركات بتحديد الحجم المناسب لمجلس الإدارة بما يتناسب مع حجم الشركة، بحيث يتمكن أعضاء المجلس من القيام بمهامهم الموكلة إليهم حسب لائحة حوكمة الشركات. وضرورة أن تعتمد الشركات على اختيار رئيس وأعضاء مجلس الإدارة من الأشخاص الذين يتمتعون بالكفاءة العلمية والخبرة المهنية، التي تمكنهم من متابعة وتنفيذ مهام مجلس الإدارة باقتدار، مما يؤدي إلى تحسين قيمة أسهم الشركة السوقية. وأن تقوم الشركات بزيادة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، مما يعطي المستثمرين ثقة في قرارات مجلس الإدارة المتعلقة باستثماراتهم وعوائدها.

المصطلحات الأساسية: خصائص مجلس الإدارة؛ القيمة السوقية للأسهم؛ منهج دراسة الحدث؛

حوكمة الشركات.

## ١. الإطار العام للدراسة:

## ١.١ مقدمة:

تعمل الأسواق المالية على توفير الإطار التنظيمي الذي ينساب من خلاله المال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، وهذا الانتقال للأموال بين الطرفين يكون من خلال الأصول المالية كألسهم (زاير & زاير, ٢٠١٧). وتخضع القيمة السوقية لألسهم لحالة العرض والطلب في السوق المالية (Yuninda & Kusumawardhani, 2021)، أي يجب أن يتحدد سعر السهم بناءً على ما هو متوفر من معلومات وتقارير مالية وغير مالية عن الشركات المصدرة لها، أو بعبارة أخرى يجب أن يكون السوق المالي الذي تتداول فيه الألسهم يتمتع بنوع من الكفاءة (Ananzeh, 2021)، ويقصد بكفاءة السوق المالية السوق التي تعكس أسعار الألسهم فيها بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة (لخضر, ٢٠١٩). وتمثل السوق المالية فرص استثمارية ممتازة، وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية.

وقد احتلت السوق المالية السعودية مكانةً رائدة بين أسواق المال العالمية، حيث احتلت المرتبة التاسعة بين أسواق المال في العالم من حيث القيمة السوقية والتي بلغت في نهاية عام ٢٠٢٠م (٢.٤٢) تريليون دولار أمريكي، والتي تمثل ما نسبته ٧٧.٦٦٪ من إجمالي القيمة السوقية لأسواق المال في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (MENA)، كما أن لديها أعلى نسبة رسملة سوقية إلى إجمالي الناتج المحلي بين الأسواق الناشئة الرائدة، إذ بلغت ٣٥٦.٣٩٪ (السوق المالية السعودية تداول ٢٠٢٢).

ولنجاح الدور الذي يمكن أن تلعبه الأسواق المالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية لابد من توفر متطلبات ومقومات، ونظم ولوائح متكاملة تتفاعل من خلالها هذه الأسواق، وتستند إليها في أداء واجباتها باقتدار، وتمكنها من الوصول الى درجة عالية من الثقة بإجراءاتها (وزودة وبوكفة, ٢٠١٨). ومن أهم هذه النظم نظام حوكمة الشركات.

وقد زاد الاهتمام بنظام حوكمة الشركات وآلياتها منذ نهاية القرن الماضي، وأصبح من الركائز الأساسية التي تعتمد عليها الشركات في تسيير أعمالها (باجاخر وآخرون, ٢٠٢٠)،

حيث أن آليات حوكمة الشركات تقوم بشكل أساسي على حماية حقوق المساهمين والمحافظة عليها، عن طريق فرض الرقابة اللازمة على الإدارة وتحديد مسؤوليات مجلس الإدارة، والإدارة التنفيذية تجاه المساهمين (عبدالله، ٢٠١٨).

وتعتبر المملكة العربية السعودية من الدول التي اهتمت بحوكمة الشركات، إذ قامت هيئة السوق المالية بإصدار لائحة حوكمة الشركات السعودية في عام ٢٠٠٦م كلائحة استرشادية، ثم تم تطويرها في عام ٢٠١٧م لتصبح لائحة الزامية في أغلب موادها (عبدالمجيد، ٢٠١٨)، وكان آخر تحديث لها في عام ٢٠٢٢م (هيئة السوق المالية، ٢٠٢٢).

وتتكون حوكمة الشركات من آليات داخلية، مثل مجلس الإدارة ولجنة المراجعة والرقابة الداخلية والملكية الإدارية، وآليات خارجية مثل المراجعة الخارجية والملكية المؤسسية (Aduroh & Paramu, 2021). وتهدف هذه الآليات إلى سد الفجوة التي يمكن أن تحدث بين الإدارة والمساهمين نتيجة الممارسات السلبية التي يمكن أن تضر بالشركة (Al-Matari et al., 2014).

ولقد أثار موضوع خصائص مجلس الإدارة اهتمام الباحثين والأكاديميين في الفكر المحاسبي دولياً وعربياً ومحلياً، حيث قاموا بدراسة أثر هذه الخصائص على العديد من المعلومات والمؤشرات والقوائم والتقارير المالية وغير المالية. ومن هنا جاءت فكرة هذه الدراسة المتمثلة في دراسة أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية: دراسة حدث.

## ١.٢ مشكلة الدراسة:

أكدت بعض الدراسات أن غياب أو ضعف مجلس الإدارة يتسبب في ظهور الأزمات المالية والاقتصادية والانهيارات في الأسواق المالية، باعتباره أهم آليات حوكمة الشركات، والتي

تعمل على تنظيم العلاقات وتحديد المسؤوليات بين مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والمساهمين بالشركة، لحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح، وذلك في جو من الإفصاح والشفافية والمسئولية الاجتماعية، مما يقود الشركة لتجنب مخاطر التعثر والفشل المالي والإداري على مستوى الشركة خاصة، والاقتصاد المحلي عامةً (Antenucci, 2019; Jogani & Patel, 2020; الحناوي, ٢٠١٤; العمري وعويني, ٢٠١٦).

كما أكدت دراسة الزين (٢٠٢٠) أن آلية مجلس الإدارة تستند على مجموعة من الخصائص تمكنها من تنظيم العلاقة بين أصحاب المصالح في الشركة، مما يجنب الوقوع في صراعات مع تلك الأطراف والتي قد تؤدي في النهاية إلى الانهيار أو الإفلاس، كما تخفض هذه الخصائص جملة المخاطر التي تتعرض لها الشركة، ويمكنها من المنافسة والاستمرارية، مما ينعكس على قيمة أسهمها وحجم تداولها بالسوق المالية.

ومن هنا جاءت هذه الدراسة للتعرف على أثر خصائص مجلس الادارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، من خلال محاولة الإجابة على التساؤل الرئيس للدراسة وهو:

ما مدى أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية؟

وينبثق من السؤال الرئيس الأسئلة الفرعية التالية:

١. ما هو أثر حجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية؟
٢. ما هو أثر استقلالية مجلس الادارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية؟
٣. ما هو أثر نشاط مجلس الادارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية؟

٤. ما هو أثر ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الادارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية؟
٥. ما هو أثر خبرة مجلس الادارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية؟
- ١.٣ أهداف الدراسة:

انطلاقاً من مشكلة الدراسة وأسئلتها يسعى الباحث الى تحقيق الهدف الرئيس للدراسة وهو:  
التعرف على أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

وينبثق من الهدف الرئيس الاهداف الفرعية التالية:

١. التعرف على أثر حجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.
  ٢. التعرف على أثر استقلالية مجلس الادارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.
  ٣. التعرف على أثر نشاط مجلس الادارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.
  ٤. التعرف على أثر ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الادارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.
  ٥. التعرف على أثر خبرة مجلس الادارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.
- ١.٤ أهمية الدراسة:

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية المشكلة التي تتناولها وهي ما مدى أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، وذلك كما يلي:

## ١.٤.١ الأهمية العلمية:

١. تشير العديد من الدراسات إلى تضارب في نتائجها حول أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات، فبعضها يشير إلى وجود تأثير إيجابي والبعض سلبي والبعض يشير إلى عدم وجود تأثير. وتأتي هذه الدراسة لتحديد ما إذا كان هناك تأثير من عدمه، ونوعه في حالة وجوده في السوق المالية السعودية (Fariha et al., 2021; John et al., 2020; Khanh et al., 2020; Omotoye et al., 2021; Silva Rosa et al., 2021; السويركي, ٢٠٢١)
٢. برغم أن موضوع الدراسة قد حظي باهتمام واسع حديثاً في الدراسات الأجنبية السابقة، إلى أن الدراسات العربية في هذا المجال قليلة، ولذلك تحاول هذه الدراسة سد الفجوة البحثية في الدراسات العربية.
٣. ركزت غالبية الدراسات السابقة التي تناولت أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات على تناول أثر بعض هذه الخصائص مع بعض خصائص آليات حوكمة الشركات الأخرى، حين أن الباحث قام بتناول أثر أغلب خصائص مجلس الإدارة.
٤. استخدمت الدراسات السابقة بعض المقاييس التقليدية لقياس المتغير التابع (القيمة السوقية لأسهم الشركات)، في حين أن الباحث استخدم نموذج دراسة الحدث والذي يعتبر من أهم وأشهر المقاييس الحديثة في هذا النوع من الدراسات.
٥. تعتبر هذه الدراسة -على حد علم الباحث- الأولى التي تدرس أثر أغلب خصائص مجلس الإدارة مجتمعة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.
٦. تساعد نتائج هذه الدراسة في اختبار فرضية كفاءة السوق المالية السعودية.

## ١.٤.٢ الأهمية العملية:

يعتقد الباحث أن نتائج هذه الدراسة قد تساعد كلاً من:

١. هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية لتطوير لائحة حوكمة الشركات السعودية.



٢. مجلس الادارة والإدارة التنفيذية بالشركة في تحديد طرق تحسين وتطوير نظم التقارير المالية وغير المالية بشكل عام، ودرجة الإفصاح والشفافية عن المعلومات المالية وغير المالية للشركة.

٣. أصحاب المصالح في الشركة مثل المساهمين، والمستثمرين، والمحللين الماليين، والمقرضين.. وغيرهم، في ترشيد قراراتهم الاستثماري بها.

#### ١.٥ منهج الدراسة ومصادر جمع البيانات:

بناءً على طبيعة مشكلة الدراسة والأهداف التي تسعى لتحقيقها، يعتمد الباحث على استخدام المنهجين الاستقرائي والاستنباطي، حيث يتم من خلال المنهج الاستقرائي مراجعة الأدبيات المحاسبية المتعلقة بقياس أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات والعلاقة بينهما، ومن ثم بناء نموذج خطي لقياس هذا الأثر. ثم يأتي من خلال المنهج الاستنباطي تطبيق النموذج الخطي المقترح، باستخدام البيانات المستخرجة من تقرير مجلس الإدارة، والتقارير والقوائم المالية السنوية للشركات المساهمة المدرجة بالسوق المالية السعودية المنشورة بموقع السوق المالية السعودية (تداول)، وكذلك البيانات اليومية للمؤشر الرئيسي للسوق المالية (تاسي) وأسعار اغلاق تداول أسهم الشركات المدرجة اليومية، وموقع شركة أرقام، وذلك طوال فترة الدراسة من عام ٢٠١٧م إلى عام ٢٠٢١م.

#### ١.٦ حدود الدراسة:

تتمثل الحدود الموضوعية للدراسة في دراسة تأثير خصائص مجلس الإدارة (حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، نشاط مجلس الإدارة، ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة، خبرة مجلس الإدارة)، حيث يقع خارج نطاق الدراسة الخصائص الأخرى. وتتمثل الحدود المكانية في تطبيق هذه الدراسة على جميع الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية تداول (السوق الرئيسي تاسي) بعد استبعاد شركات قطاع البنوك، وقطاع التأمين، وقطاع الصناديق العقارية، لأنها تخضع لقواعد خاصة بالإفصاح والشفافية والرقابة، بالإضافة إلى خضوعها لأنظمة وقوانين البنك المركزي السعودي، مما يؤدي إلى وجود خلل في المقارنة بينها وبين

الشركات الأخرى. أما الحدود الزمانية فتتمثل في تطبيق هذه الدراسة على الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية تداول، للفترة الزمنية التي تمتد من بداية عام ٢٠١٧م وحتى نهاية عام ٢٠٢١م (خمس سنوات). وتم اختيار بداية هذه الفترة (٢٠١٧م) لأنها تأتي بعد اعتماد هيئة السوق المالية لآخر تحديث على لائحة حوكمة الشركات بالمملكة العربية السعودية في تاريخ ٢٠١٣/٢/١٣م، وأصبحت جميع الشركات المدرجة بالسوق ملتزمة بتنفيذها من ذلك التاريخ. وبداية الزامية نشر الشركات المدرجة بالسوق المالية لتقارير مجلس ادارتها سنوياً على الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية تداول، والذي تعتمد هذه الدراسة على تاريخ نشره كأساس لمنهج دراسة الحدث المستخدم في قياس المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للأسهم. في حين تم اختيار نهاية الفترة بنهاية عام (٢٠٢١م) لأنها تمثل أحدث مصدر بيانات يمكن للباحث الحصول عليها حتى تاريخ اعداد الدراسة.

#### ١.٧ خطة الدراسة:

في ضوء أهداف ومنهج الدراسة التي تم ايضاحها ولاختبار فروض الدراسة سيتم تقسيم الدراسة إلى ستة أقسام. تناول القسم الاول مقدمة الدراسة، ومشكلتها، وأهدافها، وأهميتها، ومنهجها، وحدودها مع بيان خطة الدراسة. في حين يتناول القسم الثاني خصائص آليات مجلس الإدارة، ونظريات حوكمة الشركات التي تفسر أثر خصائص مجلس الادارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات، وايضاح هذا الأثر في الفكر المحاسبي، وعرض منهج دراسة الحدث. ويستعرض القسم الثالث الدراسات السابقة المتعلقة بأثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات، ومن ثم التعليق عليها وتحديد الفجوة البحثية وبناء فروض الدراسة. ويتضمن القسم الرابع بيان منهجية الدراسة من حيث مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع بياناتها، وتحديد وقياس متغيرات الدراسة، ومن ثم تحديد نموذج الدراسة. أما القسم الخامس فيتضمن إجراء الجانب التطبيقي للدراسة، من خلال تحليل بيانات الدراسة واختبار صحة فروضها، ومن ثم مناقشة وتفسير نتائج التحليل. وفي القسم السادس يقدم الباحث ملخصاً للدراسة ولأهم نتائجها، بالإضافة الى مجموعة من التوصيات التي يقترحها الباحث على ضوء ما سنقره الدراسة من نتائج، مع ذكر قيود الدراسة وأهم المجالات البحثية المقترحة مستقبلاً.

## ٢. الإطار النظري للدراسة:

## ٢.١ خصائص آليات مجلس الإدارة:

وصف كربوسه واسماعيلية (٢٠٢٢) مجلس الإدارة بأنه مجموعة من الأفراد الذين يتم انتخابهم من قبل مساهمي الشركة للإشراف على الإدارة التنفيذية في الشركة بشكل دوري، وتمثيل مصالح المساهمين، ويعتبر (بخاوه وطبيبي, ٢٠٢٢) مجلس الإدارة من أكثر آليات حوكمة الشركات أهمية، لأنه يمثل قمة إطار حوكمة الشركات بسبب الوظيفة الرئيسة له، وهي كما بينها (Al-Matari et al. (2022) تقليل تكاليف الوكالة بين مجلس الإدارة والمساهمين الناشئة عن الفصل بين الملكية وسلطة اتخاذ القرار. وتظهر أهميته أيضاً من خلال سلطته الاشرافية على الإدارة التنفيذية المستمدة من الجمعية العامة للمساهمين (Olaoye & Adeyemi, 2021). كما يعتبر أفضل أداة رقابية على سلوك الإدارة التنفيذية (بودالية, ٢٠٢٢).

ومن ضمن مهام مجلس الإدارة وضع الخطط والسياسات والاستراتيجيات والأهداف الرئيسة للشركة، والإشراف على تنفيذها ومراجعتها بشكل دوري، والتأكد من توافر الموارد البشرية والمالية اللازمة لتحقيقها، ووضع نظم وضوابط للرقابة الداخلية والإشراف العام عليها، والإشراف على الإدارة المالية في الشركة، وإعداد القوائم المالية الأولية والسنوية للشركة واعتمادها قبل نشرها، وإعداد تقرير مجلس الإدارة واعتماده قبل نشره، وتشكيل لجان متخصصة منبثقة عنه بقرارات يحدّد فيها مدة اللجنة وصلاحياتها ومسؤولياتها، وكيفية رقابة المجلس عليها (لائحة حوكمة الشركات ٢٠١٧ وتعديلاتها).

وحتى يتمكن مجلس الإدارة من ممارسة مهامه الرقابية ورفع كفاءته وتحقيق أهدافه لا بد أن تتوفر فيه مجموعة من الخصائص، أهمها حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، ونشاط مجلس الإدارة، وملكية مجلس الإدارة لأسهم الشركة، وخبرة مجلس الإدارة، وازدواجية رئيس مجلس الإدارة، وتنوع الجنس بمجلس الإدارة. وفي هذه الدراسة سوف يتم الاقتصار على خمسة من هذه الخصائص فقط، على النحو التالي:

## ٢.١.١ حجم مجلس الإدارة:

يمثل حجم مجلس الإدارة عدد أعضاء مجلس الإدارة (Chenchehene, 2019)، الذين يقومون بمهام ومسؤوليات المجلس (Ahulu & MacCarthy, 2019). ويبين Al Harbi (2018) أهمية حجم مجلس الإدارة في أنه يعزز مستويات الجودة، لأنه يتخذ قراراته من خلال التشاور والتصويت. ويبين بخاوه وطيب (٢٠٢٢) أن حجم مجلس الإدارة يمارس دور مهم في تعزيز الشفافية الإفصاح للشركات، نتيجة لزيادة وتنوع الخبرات به. ويضيف (Chenchehene 2019) أنه عامل هام في التأثير على وظيفة المجلس.

ترى بعض الدراسات ومنها دراسة (Khanh et al. (2020 أن مجالس الإدارة صغيرة الحجم تقلل من مشاكل الخلاف بين الأعضاء مما يساعدها على العمل بكفاءة أكبر بمجلس الإدارة. بينما يرى البعض من الدراسات عكس ذلك ومنها دراسة (Khan et al. (2017، حيث ترى أن حجم مجلس الإدارة الكبير لديه سيطرة أكبر على الإدارة التنفيذية، ومن ثم رقابة أقوى على أداء الإدارة التنفيذية.

وقد نصت لائحة حوكمة الشركات السعودية في مادتها السادسة عشر فقرة (١) أن يُراعى في تكوين مجلس الإدارة تناسب عدد أعضائه مع حجم الشركة وطبيعة نشاطها، كما نصت المادة السابعة عشر فقرة (أ) من نفس اللائحة أن يحدد نظام الشركة الأساسي عدد أعضاء مجلس الإدارة على ألا يقل عن ثلاثة ولا يزيد على أحد عشر (لائحة حوكمة الشركات ٢٠١٧ وتعديلاتها).

## ٢.١.٢ استقلالية مجلس الإدارة:

يقصد باستقلالية مجلس الإدارة مدى وجود أعضاء بمجلس الإدارة مستقلين تماماً عن الإدارة التنفيذية في الشركة، ولا تربطهم بالشركة أو بإدارتها أي علاقة أو مصلحة، مما يعطي تظميناً للمساهمين وأصحاب المصلحة في موثوقية عمل مجلس إدارة الشركة (Al Farooque et al., 2020). وقد عرفت لائحة حوكمة الشركات (٢٠١٧) العضو المستقل بأنه عضو مجلس إدارة غير تنفيذي يتمتع بالاستقلال التام في مركزه وقراراته، ولا تتطابق عليه عوارض

الاستقلال المنصوص عليها في المادة العشرين من نفس اللائحة (لائحة حوكمة الشركات (٢٠١٧) وتعديلاتها).

وتكمن أهمية استقلالية مجلس الإدارة في أن قرارات المجلس تكون حيادية وغير متحيزة (Sharif & Hossain, 2020)، ويحققون التوازن بين أعضاء المجلس في عملية وضع الإستراتيجيات وتقييم الأداء ومراقبة المخاطر، كما يساعد أعضاء المجلس المستقلين على تحسين العلاقات على المستوى الداخلي للشركة، وأيضاً بين الإدارة التنفيذية وأصحاب المصالح (Al Harbi, 2018).

يرى (Assidi 2020) أن أعضاء مجلس الادارة المستقلين يعملون بشكل فعال لما فيه مصلحة أصحاب المصالح، وأنهم يتأكدون من قيام الإدارة التنفيذية بمهامها على أكمل وجه مما ينعكس بشكل ايجابي على كفاءة مجلس الإدارة. في حين أن Jogani and Patel (2020) يرى عكس ذلك، حيث إن زيادة استقلالية مجلس الادارة قد تعيق بعض القرارات التي ترى الإدارة التنفيذية أنها تصب في مصلحة الشركة.

وقد نصت المادة السادسة عشر من لائحة حوكمة الشركات السعودية أنه يراعى في تكوين مجلس الإدارة أن تكون أغلبيته من الأعضاء غير التنفيذيين وألا يقل عدد أعضائه المستقلين عن عضوين أو ثلث أعضاء المجلس أيهما أكثر (لائحة حوكمة الشركات ٢٠١٧ وتعديلاتها).

### ٢.١.٣ نشاط مجلس الإدارة:

يتمثل نشاط مجلس الإدارة في عدد وتواتر الاجتماعات التي يعقدها مجلس الإدارة في السنة (Al-Matari et al., 2014). وتكمن أهمية نشاط مجلس الإدارة في تعزيز فعالية المجلس وقيام أعضائه بواجباتهم بشكل أكثر كفاءة (Bajaher, 2021)، ومراقبة أداء الادارة التنفيذية مما يجعلها تعمل بما يتماشى مع مصلحة المساهمين (Jogani & Patel, 2020). وزيادة التنسيق بين أعضائه لإدارة مهام المجلس وتنفيذها داخل وخارج الشركة، وتحسين

الكفاءة التشغيلية للشركة واتخاذ قرارات أكثر دقة وفي الوقت المناسب (Khanh et al., 2020).

يعتقد (Al-Matari et al. 2014) أن فعالية مجلس الإدارة تعتمد على نشاطه، حيث يمكن أن يؤدي ذلك إلى تحسين أداء مجلس الإدارة، ومن ثم إيجاد حلول للمشكلات المتعلقة بالشركة. إلا أن (Khanh et al. 2020) يرى أن نشاط مجلس الإدارة يكون مكلفاً على الشركة حيث أن ذلك يكبد الشركة مصاريف السفر للأعضاء ومكافآت حضور الاجتماعات وأن هذا التكرار غير مفيد في معظم الأحيان.

وقد نصت المادة الثانية والثلاثون من لائحة حوكمة الشركات السعودية في فقرتها (أ) على أن يعقد مجلس الإدارة اجتماعاته متى ما دعت الحاجة الى ذلك، كما نصت في فقرتها (ب) كفقرة استرشادية أن يعقد مجلس الإدارة أربع اجتماعات في السنة على الأقل بما لا يقل عن اجتماع واحد كل ثلاثة أشهر (لائحة حوكمة الشركات ٢٠١٧ وتعديلاتها).

#### ٢.١.٤ ملكية مجلس الإدارة لأسهم الشركة:

وتمثل مقدار ما يمتلكه أعضاء مجلس الإدارة من أسهم الشركة (سمور ودرغام, ٢٠٢٠). ويرى (Kao et al. 2019) أن ملكية مجلس الإدارة لأسهم الشركة تعد مهمة للحد من التعارض في المصالح بين مجلس الإدارة والمساهمين، ولزيادة حرص المجلس على رقابة الإدارة التنفيذية، ومن ثم تقليل تكاليف الوكالة، وتطمين المساهمين بأن مجلس الإدارة سيعمل بكفاءة عالية لتعظيم أرباحه. وتضيف ابودحيلة (٢٠١٩) أن ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة تعمل على ضبط سلوك مجلس الإدارة وتمنع تجاوزاته.

تؤكد دراسة (Kao et al. 2019) أنه كلما زادت ملكية مجلس الإدارة لأسهم الشركة ارتفع أداء مجلس الإدارة، وعلى النقيض كلما انخفضت ملكية المجلس لأسهم الشركة انخفضت كفاءة المجلس في احكام الرقابة على الإدارة التنفيذية.

وقد نصت المادة الثانية والتسعون من لائحة حوكمة الشركات السعودية على أنه يتعين على مجلس الإدارة وضع سجل خاص بإفصاح ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة

وتحديثه دورياً، وذلك طبقاً للإفصاح المطلوب بموجب نظام الشركات، ونظام السوق المالية، ولوائحهما التنفيذية والتي من ضمنها الإفصاح عن ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة (لائحة حوكمة الشركات ٢٠١٧ وتعديلاتها).

#### ٢.١.٥ خبرة مجلس الإدارة:

تشير خبرة مجلس الإدارة الى مدى توفر الخبرات والمؤهلات المالية والإدارية والمحاسبية لأعضاء مجلس الإدارة (John et al., 2020). كشفت دراسة (Al-Matari et al. (2022) أن خبرات أعضاء مجلس الإدارة ومؤهلاتهم العالية تحدد بشكل كبير فعاليات الرقابة من قبل مجلس الإدارة على الإدارة التنفيذية، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استراتيجية مدروسة. ويذكر (Khalifa (2018) أن أعضاء مجلس الإدارة ذوي الخبرات والمؤهلات التعليمية العليا أكثر قدرة على الابتكار، وأكثر وعياً بالتحديات في بيئة العمل، ويمكنهم التعامل بشكل أفضل مع المشكلات من ذوي الخبرات والمؤهلات المنخفضة.

توصلت دراسة (Dunstan et al. (2011) إلى أن أعضاء مجلس الإدارة الحاصلين على مستويات تعليمية أعلى أدى إلى تعزيز قيام مجلس الإدارة لمهامه بشكل إيجابي. بينما توصلت دراسة (Khalifa (2018) إلى علاقة ضعيفة بين خبرة أعضاء مجلس الإدارة وقدرة المجلس على أداء مهامه.

وقد نصت المادة الثامنة عشر من لائحة حوكمة الشركات السعودية على أن يشترط أن يكون عضو مجلس الإدارة من ذوي الكفاية المهنية ممن تتوفر فيهم الخبرة والمعرفة والمهارة للاستقلال اللازم، بما يمكنه من ممارسة مهامه بكفاءة واقتدار، وذلك بأن يتوفر فيه المؤهلات العلمية والمهارات المهنية والشخصية المناسبة ومستوى التدريب والخبرات العملية ذات الصلة بأنشطة الشركة الحالية والمستقبلية، أو بالإدارة، أو الاقتصاد، أو المحاسبة، أو القانون، أو الحوكمة (لائحة حوكمة الشركات ٢٠١٧ وتعديلاتها).

## ٢.٢ نظريات حوكمة الشركات المفسرة لأثر خصائص مجلس الإدارة:

تتمثل أهم النظريات التي استندت إليها الدراسات السابقة في تفسير أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم في نظرية الوكالة، ونظرية الاعتماد على الموارد، ونظرية الإشراف، ونظرية أصحاب المصالح، ونظرية المساهمين (Al-Faryan & Shil, 2022)؛ إلا أن أكثرها استخداماً في الدراسات السابقة كانت نظرية الوكالة ونظرية الاعتماد على الموارد (Khatib et al., 2022)، والتي اعتمدت عليها الدراسة الحالية في جانبها النظري.

### ٢.٢.١ نظرية الوكالة:

يقصد بمفهوم نظرية الوكالة العلاقة التعاقدية بين المساهمين (الأصلاء) وإدارة الشركة (الوكلاء) (Gosal et al., 2018)، وتعد نظرية الوكالة الإطار النظري الأكثر شيوعاً واستخداماً في الدراسات السابقة في مجال المحاسبة كأساس نظري لحوكمة الشركات (Khatib et al., 2022)، والتي تحدد آليات حوكمة الشركات التي يمكن أن تقلل من تضارب المصالح الناتج عن فصل ملكية الشركة عن إدارتها (Ahulu & MacCarthy, 2019). وتستند نظرية الوكالة حسب المفهوم السابق على العلاقة بين الأصلاء (المساهمين) والوكلاء (إدارة الشركة)، حيث يقوم الوكلاء بتنفيذ أنشطة وإدارة الشركة نيابةً عن الأصلاء (Hamad et al., 2020). وتفترض نظرية الوكالة بأنه من المستحيل على الوكلاء التصرف نيابةً عن الأصلاء دون تضارب في المصالح (Bajaher et al., 2021)، حيث أنه في كثير من الأحيان يتخذ الوكلاء قرارات ليست في مصلحة الأصلاء، لأنهم قد يفضلون مصالحهم الذاتية ويتبعون السلوك الانتهازي، وهو ما لا يرقى إلى مستوى توقعات الأصلاء (Idan, 2022).

وبذلك تخلق نظرية الوكالة مشكلة عدم تماثل المعلومات، والتي تحدث عندما يتم التحكم في المعلومات الداخلية للشركة من قبل إدارة الشركة إلى الحد الذي يكون لديهم معلومات أكثر من المساهمين عن الشركة، مما يجعل المساهمين غير قادرين على اتخاذ القرارات المناسبة



بشأن الشركة (Ahulu & MacCarthy, 2019)، وكلما زاد عدم تماثل المعلومات زاد عدم يقين المساهمين فيما يتعلق بأمور الشركة وآفاق نموها (Khatib et al., 2022).

وكنتيجة لمشكلة عدم تماثل المعلومات تنشأ مشكلة الاختيار العكسي عندما لا يكون المساهمين قادرين على تحديد ما إذا كان بإمكان إدارة الشركة أداء مهامها بالشكل المطلوب، لعدم تحقق المساهمين من مهارات وقدرات الإدارة سواءً عند تعيينهم أو أثناء عملهم، وقد تتخذ إدارة الشركة (الوكلاء) قرارات خاطئة، أو يفشلون في اتخاذ القرارات المناسبة للشركة (Almulhim, 2020; Idan, 2022).

كما تنشأ نتيجة لعدم تماثل المعلومات مشكلة الخطر الأخلاقي من إدارة الشركة، والذي يتمثل في نقص الجهود المبذولة من إدارة الشركة مع عدم مقدرة المساهمين على فرض الرقابة المستمرة على الإدارة، ولذلك تتهرب إدارة الشركة من تحمل المسؤولية الكاملة لقراراتها (Almulhim, 2020; Olayinka, 2019).

ووفقاً لنظرية الوكالة فإن زيادة حجم ونشاط وخبرة مجلس الإدارة تزيد من قدرة المساهمين على فرض الرقابة على إدارة الشركة وعملها وتضبط سلوكها الانتهازي، مما يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة على المساهمين؛ إلا أنه يخفض من مشكلات الوكالة، ومن ثم تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركات. مع ملاحظة أنه يجب الموازنة بين زيادة تكاليف الوكالة وتخفيف مشكلاتها بما يحقق حماية مصالح المساهمين (Al-Matari et al., 2014; Erasmus & Akani, 2021; Khan & Ibrahim, 2017).

إضافة إلى ذلك فإن ملكية أسهم الشركة من قبل مجلس الإدارة واستقلاليتها تخفض تكلفة الوكالة الناشئة عن تضارب المصالح بين إدارة الشركة والمساهمين، وتمنع السلوك الانتهازي من قبل إدارة الشركة، لأن لديها الحافز المناسب للعمل فيما يخدم مصلحة المساهمين بشكل أفضل وبالتالي تحسين أداء الشركة، ومن ثم زيادة قيمتها السوقية (Wang et al., 2019).

## ٢.٢.٢ نظرية الاعتماد على الموارد:

نظرية الاعتماد على الموارد هي نظرية استراتيجية لها أصول في علم الاجتماع والاقتصاد، تهتم بتوزيع السلطة في الشركة، وتتنظر إلى أعضاء مجلس الإدارة كمورد رأس مال بشري، وخاصة الأعضاء المستقلين، يتمثل دورهم الرئيس في استخدام مهاراتهم وسلطاتهم ومعرفتهم لتزويد إدارة الشركة بأفضل النصائح الممكنة للوصول إلى المعلومات والموارد الخارجية، وسد الفجوة بين الشركة وبيئتها كآلية لجذب الموارد مما يعظم قيمة الشركة (Ahmary, 2018).

تتمثل الفكرة الأساسية لنظرية الاعتماد على الموارد في أن الشركة تعتمد على جهات فاعلة خارج الشركة، للحصول على الموارد ذات الصلة بنشاطها والتي قد يوفرها أعضاء مجلس الإدارة المستقلين (Chenchehene, 2019)، حيث تحاول الشركة بناءً على هذه النظرية ممارسة السيطرة على بيئتها، من خلال اختيار الموارد اللازمة لبقائها واستمرارها (John et al., 2020; Sawalqa, 2021)، ويعد مجلس الإدارة مصدراً رئيساً لمختلف الموارد التي تحتاجها الشركة؛ ولذلك يتم اختيار أعضاء مجلس الإدارة بناءً على قدراتهم في توفير هذه الموارد (El-Chaarani et al., 2022; Khatib et al., 2022).

ووفقاً لنظرية الاعتماد على الموارد فإن حجم مجلس الإدارة الكبير له تأثير إيجابي على القيمة السوقية لأسهم الشركات، لأنها تجلب المزيد من الموارد والكفاءات المتنوعة، وتساعد على بناء علاقات أكثر تنوعاً وتعدداً مع المصادر الخارجية للموارد، وبالتالي تمنح الشركة نطاقاً أوسع من الحلول الممكنة لتعظيم قيمتها السوقية (Al-Matari et al., 2022). كما أن زيادة استقلالية مجلس الإدارة تعتبر استراتيجية يجب أن تتبناها الشركة لإدارة العلاقات مع الشركات الأخرى، حيث أن أعضاء مجلس الإدارة المستقلين يُعتبرون مورداً إستراتيجياً، لأنهم يعملون على توسيع المعرفة التنظيمية للشركة، كما يوفرهم الموارد للتعامل مع العوامل الخارجية، بما في ذلك المجتمع أو العملاء أو الموردين، مما يؤدي إلى تحسين القيمة السوقية للشركة (Bataineh & Soumadi, 2020; Dakhllalh et al., 2020).

ومن منظور نظرية الاعتماد على الموارد فإن أعضاء مجلس الإدارة ذوي الخبرة والمؤهلات ذات الصلة يُعتبرون مصدراً غنياً بالأفكار المبتكرة لتطوير مبادرات ذات العمق التحليلي الضروري لتقديم وجهات نظر جيدة حول القضايا الاستراتيجية، كما أن وجودهم يساهم في جذب موارد جديدة للشركة (Al-Matari et al., 2014; Wang et al., 2019).

### ٢.٣ أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم:

#### ٢.٣.١ أثر حجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم:

اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول أثر حجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، حيث توصلت بعض الدراسات السابقة إلى أن أثر حجم مجلس الإدارة كان إيجابياً على القيمة السوقية للأسهم، مثل دراسات (Abdulkarim et al., 2020; Ahulu & MacCarthy, 2019; Al Farooque et al., 2020; Al Harbi, 2018; Assidi, 2020; Bansal & Sharma, 2016; Devi & Suardana, 2021; Dunstan et al., 2011; Fariha et al., 2021; Khalifa, 2018; Khanh et al., 2020; Syafitri, 2018; صالح وآخرون, ٢٠٢١; نادر, ٢٠١٦)، وقد بررت الدراسات السابقة هذا التأثير بأن حجم مجلس الإدارة الكبير يقدم المزيد من المعرفة والخبرة والآراء والمقترحات من خلال أعضاءه، وقدرتهم على التعامل مع البيئة المحيطة بالشركة بشكل أفضل، مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لأسهم الشركة.

في حين توصلت بعض الدراسات السابقة الأخرى إلى أن أثر حجم مجلس الإدارة كان سلبياً، مثل دراسات (Bhat et al., 2018; Khan et al., 2017; Omotoye et al., 2021; Sawalqa, 2021; السويركي, ٢٠٢١)، مبررة ذلك بأن حجم مجلس الإدارة الكبير ينشأ عنه مشاكل في التواصل بين الأعضاء وبالتالي ضعف المتابعة لأعمال مجلس الإدارة، مما يؤثر سلباً على أداء الشركة ككل، والقيمة السوقية لأسهمها بشكل خاص، كما أن طريقة معالجة المشكلات به تؤدي إلى ارتفاع التكاليف، وصعوبة اتخاذ القرارات في الوقت المناسب، وهذا بدوره ينعكس سلباً على القيمة السوقية لأسهم الشركة.

في حين توصلت بعض الدراسات إلى أن حجم مجلس الإدارة لم يكن له تأثير على القيمة السوقية للأسهم، مثل دراسات ( Chua & Ab Razak, 2018; Gurusamy, 2017; ابودحيلة, ٢٠١٩; الزين, ٢٠٢٠)، مبررةً ذلك بأن فاعلية أعضاء مجلس الإدارة هي من تؤثر على القيمة السوقية للشركة، وليس بعدد أعضاءه.

### ٢.٣.٢ أثر استقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم:

اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول أثر استقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، حيث توصلت بعض الدراسات السابقة إلى أن أثر استقلالية مجلس الإدارة كان إيجابياً على القيمة السوقية للأسهم، مثل دراسات ( Ahulu & MacCarthy, 2019; Al Farooque et al., 2020; Assidi, 2020; Bhat et al., 2018; Chua & Ab Razak, 2018; Devi & Suardana, 2021; Dunstan et al., 2011; Gurusamy, 2017; Khalifa, 2018; Khan et al., 2017; Khanh et al., 2020; Silva Rosa et al., 2021; نادر, ٢٠١٦)، وقد بررت الدراسات السابقة هذا التأثير بأن الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة لديهم حافز كبير لحماية مصالح المساهمين حفاظاً على سمعتهم في السوق، كما أنهم يؤدون دوراً مهماً في توفير الموارد الخارجية اللازمة لنشاط الشركة، إضافة إلى دورهم الرقابي على الإدارة التنفيذية ومنع أو تخفيف انتهازية الإدارة التنفيذية.

في حين توصلت بعض الدراسات السابقة الأخرى إلى أن أثر استقلالية مجلس الإدارة كان سلبياً، مثل دراسات ( Bansal & Sharma, 2016; Fariha et al., 2021; الزين, ٢٠٢٠)، وقد بررت ذلك بأن الأعضاء المستقلين لا يمتلكون المعلومات والمعرفة الكافية بالأمور الداخلية في الشركة.

في حين توصلت بعض الدراسات إلى أن استقلالية مجلس الإدارة لم يكن لها تأثير على القيمة السوقية للأسهم، مثل دراسات ( Abdulkarim et al., 2020; ابودحيلة, ٢٠١٩; السويركي, ٢٠٢١; صالح وآخرون, ٢٠٢١)، وذلك لأن المستثمرين يهتمون بجودة وفعالية مجلس الإدارة أكثر من استقلاليته.

**٢.٣.٣ أثر نشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم:**

اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول أثر نشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، حيث توصلت بعض الدراسات السابقة إلى أن أثر نشاط مجلس الإدارة كان إيجابياً على القيمة السوقية للأسهم، مثل دراسات ( Al Farooque et al., 2020; Al Harbi, 2017; Gurusamy, 2017; Fariha et al., 2021; )، وقد عللت هذا الأثر بأن نشاط مجلس الإدارة يزيد من القدرة على تقديم الاستشارات الفعالة لعمليات الإدارة التنفيذية ومراقبتها، وتوفير الفرص لأعضاء مجلس الإدارة لمراجعة أداء الشركة بشكل أعمق، واتخاذ القرارات من قبل مجلس الإدارة بعد دراسة جميع البدائل المتاحة.

في حين توصلت بعض الدراسات السابقة الأخرى إلى أن أثر نشاط مجلس الإدارة كان سلبياً، مثل دراسات (Bhat et al., 2018; Khanh et al., 2020)، وبررت ذلك بأن زيادة عدد اجتماعات مجلس الإدارة يعطي مؤشراً غير جيد للسوق بأن هناك ضعف في إدارة الشركة، كما أن الاجتماعات المتكررة يمكن أن تؤدي إلى توجيه الموارد نحو أنشطة أقل إنتاجية.

في حين توصلت بعض الدراسات إلى أن نشاط مجلس الإدارة لم يكن له تأثير على القيمة السوقية للأسهم، مثل دراسات (Khalifa, 2018; Sawalqa, 2021)، وبررت ذلك بأن اجتماعات مجلس الإدارة تحتاج إلى العديد من الإجراءات التحضيرية والتنظيمية لتكون فعالة، مما يسبب تكلفة إضافية على الشركة.

**٢.٣.٤ أثر ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم:**

اتفقت نتائج الدراسات السابقة التي تم الاطلاع عليها من قبل الباحث حول أثر نشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، حيث توصلت الدراسات السابقة إلى أن أثر ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة كان إيجابياً على القيمة السوقية للأسهم، مثل دراسات (Bansal & Sharma, 2016; Gurusamy, 2017; Omotoye et al., 2021) ابودحيلة، ٢٠١٩؛ صالح وآخرون، ٢٠٢١)، وذلك لأن ملكية أعضاء مجلس الإدارة للأسهم

الشركة يحدث توازناً بين مصلحة أعضاء مجلس الإدارة والمساهمين، مما يؤثر بشكل إيجابي على أداء الشركة، كما أن مجلس الإدارة سيتخذ قرارات متوافقة مع تعظيم أرباح المساهمين وأصحاب المصلحة وأرباحهم الخاصة.

#### ٢.٣.٥ أثر خبرة مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم:

اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول أثر خبرة مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، حيث توصلت بعض الدراسات السابقة إلى أن أثر خبرة مجلس الإدارة كان إيجابياً على القيمة السوقية للأسهم، مثل دراسات (Dunstan et al., 2011; John et al., 2018; Khalifa, 2020)، وقد بررت هذه الدراسات ذلك بأن أعضاء مجلس الإدارة من ذوي الخبرة والمؤهلات العالية أكثر قدرة على الابتكار والتطوير من الأعضاء ذوي الخبرة والمؤهلات الأقل، كما أن أعضاء مجلس الإدارة من ذوي الخبرة والمؤهلات العالية أكثر وعياً بالتحديات في بيئات العمل، ويمكنهم التعامل بشكل أفضل مع المشكلات على عكس أعضاء مجلس الإدارة ذوي الخبرة والمؤهلات الأقل.

في حين توصلت بعض الدراسات إلى أن خبرة مجلس الإدارة لم يكن لها تأثير على القيمة السوقية للأسهم، مثل دراسة الزين (٢٠٢٠)، وبررت ذلك بأن خبرة ومؤهلات أعضاء مجلس الإدارة قد تكون في تخصصات لا تخدم نشاط الشركة كالتطب والهندسة، بخلاف الخبرة والمؤهلات التي تحتاجها الشركة سواءً كانت مالية، أو محاسبية، أو اقتصادية، أو إدارية.

#### ٢.٤ منهج دراسة الحدث:

وصف (Khan 2011) نموذج دراسة الحدث بأنه نموذج لقياس العلاقة بين القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية والأحداث الاقتصادية. في حين أن (Corrado 2011) وعبدالمجيد (٢٠١٨) وصفاه بأنه تقنية إحصائية تُقدر تأثير الأحداث المالية كإعلان الأرباح أو التوزيعات، وغير المالية كإعلان اتفاقيات أو عقود تجارية أو استقالة أو تعيين عضو مجلس إدارة في الشركات محل الدراسة على الاستجابة السوقية لإعلانات هذه الأحداث.

قدم منهج دراسة الحدث event-study على مدى العقود الماضية مساهمات كبيرة في الدراسات المتعلقة بالأسواق المالية (Corrado, 2011). يحلل منهج دراسة الحدث تأثير حدث معين على القيمة السوقية لأسهم الشركات من خلال تحليل العوائد غير العادية حول هذا الحدث (Mann & Babbar, 2017). وعلى الرغم من أن غالبية الدراسات السابقة في هذا الشأن تتتبع حركة أسعار الأسهم إلا أن هناك دراسات أخرى عديدة تركز على دراسة حجم التداول، أو على درجة تباين العوائد، سواءً كانت عوائد يومية أو شهرية أو حتى سنوية للأسهم (الشواور، ٢٠١٧).

ويعتبر منهج دراسة الحدث من أهم المناهج التي اهتمت بتوضيح أثر الإعلان عن معلومات مالية وغير مالية على تحركات القيمة السوقية لأسهم الشركات واتجاهاتها داخل السوق المالية، والتي تعكس أسعارها كافة المعلومات المتاحة للأطراف ذات العلاقة، ومن ثم تساعدهم في اتخاذ القرار الاستثماري السليم (العبيشي، ٢٠١٠).

وهناك ثلاثة افتراضات يستند عليها تطبيق منهج دراسة الحدث لقياس تأثير الحدث المالي وغير المالي على القيمة السوقية لأسهم الشركات (Lin, 2021)، ويمكن توضيحها في الآتي:

- أن السوق المالية تتمتع بالكفاءة شبه القوية على أقل تقدير (عبد العزيز، ٢٠١٥)، بمعنى أن تعكس القيمة السوقية لأسهم الشركات جميع المعلومات المتاحة للجمهور (Sorescu et al., 2017)، ويؤدي ذلك إلى تغيير وجهة نظر المستثمرين تجاه الشركات، وتتحرك الأسعار بطريقة عشوائية (المليجي، ٢٠٠٨)، لذلك فإن ردة فعل السوق على هذا الحدث يمكن قياسه من خلال عوائد الأسهم في الفترة الزمنية المحددة للدراسة (الفتلاوي وآخرون، ٢٠٢١).
- أن المعلومات التي يتم نشرها بالسوق المالية تحتوي على محتوى مفاجئ، وتنتقل إشارة إلى السوق حول تأثيرها على القيمة السوقية لأسهم الشركة، وسيتم ظهور عوائد غير طبيعية تعكس تقييم السوق لأثر هذا الحدث على القيمة السوقية لأسهم الشركات (Mann & Babbar, 2017).

- أن فترة الحدث المراد قياس أثره على القيمة السوقية لأسهم الشركات لا يتداخل معه حدث آخر، بمعنى أن تأثير الأحداث الأخرى تبقى معزولة (الشواور، ٢٠١٧).
- ويطبق منهج دراسة الحدث من خلال عدة خطوات معيارية في مختلف الدراسات، لقياس المحتوى المعلوماتي عن تأثير إعلان حدث مالي أو غير مالي على القيمة السوقية لأسهم الشركات (الفتلاوي وآخرون، ٢٠٢١). وقد تختلف هذه الخطوات من دراسة إلى أخرى في الشكل، لكنها متفقة في المضمون (المليجي، ٢٠٠٨). وفيما يلي بيان هذه الخطوات:

#### الخطوة الأولى: تحديد الحدث وتاريخه:

يعد تحديد الحدث المراد قياس أثره على القيمة السوقية لأسهم الشركات، وتاريخ حدوثه بشكل دقيق شرطاً أساسياً لهذا المنهج، لأنه في حالة عدم وجوده سيكون من الصعب تحديد فترة الإعلان المسبق وما بعد الإعلان لدراسة مقدار أو حجم العائد غير الطبيعي، وهو أول يوم إعلان عام يتم فيه نشر الحدث للمتعاملين بالسوق المالية (Mann & Babbar, 2017)، وإذا كان يوم الحدث يوافق إجازة للتداول في السوق المالية جرت العادة في الدراسات السابقة أن يتم اعتبار يوم الحدث هو أول يوم تداول بعد الإجازة للسوق المالية (Padmanabhan, 2018).

#### الخطوة الثانية: تحديد نافذة الحدث:

في منهج دراسة الحدث من الممكن استخدام بيانات عوائد الأسهم اليومية أو الأسبوعية أو الشهرية، إلا أن البيانات اليومية تسمح بعزل تأثير الأحداث أو العوامل الأخرى المؤثرة على السهم (Khan, 2011). ولقياس تأثير حدث معين على القيمة السوقية لأسهم الشركات لابد من تحديد نافذة (فترة) الحدث التي يتوقع أن يظهر بها كل تأثيرات الحدث، والتي سيتم من خلالها دراسة العائد غير الطبيعي للسهم (Mann & Babbar, 2017).

وتحتوي نافذة الحدث على أيام قبل الحدث وأيام بعد الحدث إضافة إلى يوم الحدث لقياس تأثير الحدث على السوق المالية (Padmanabhan, 2018). وذلك لأنه قد تتسرب



معلومات الحدث قبل الإعلان لبعض المتعاملين في السوق، مما يؤثر على قيمة السهم قبل الإعلان عن الحدث، أما الفترة بعد الحدث فلقياس استيعاب السوق لهذا الحدث ( Sorescu et al., 2017).

#### الخطوة الثالثة: تحديد فترة التقدير:

فترة التقدير هي الفترة التي سيتم استخدامها للوصول إلى العوائد العادية أو الطبيعية أو الفعلية في أسهم الشركات (Mann & Babbar, 2017)، للتأكد من أن تأثير الحدث لا يؤثر على العوائد خلال فترة التقدير (Padmanabhan, 2018). ويتم اختبار هذه العوائد بغرض التأكد مما إذا كان هناك تغيير في هذه العوائد نتيجة الحدث أم لا (Lin, 2021). ويمكن أن تقع فترة التقدير قبل الحدث أو بعد الحدث أو قبل وبعد الحدث، ولكنها لا تتضمن نافذة الحدث (عبدالمجيد, ٢٠١٨).

ولا يوجد اتفاق بين الدراسات السابقة حول مدة فترة التقدير المثالية لحساب العوائد الطبيعية للأسهم، إلا أن الفترة التي تزيد عن ١٠٠ يوم تعتبر أفضل، وكلما كانت أكبر كلما كانت النتائج الإحصائية سليمة (Lehmann & Schwerdtfeger, 2016)، وبالعكس يمكن أن تؤدي فترة التقدير القصيرة إلى ضعف القدرة التنبؤية للنموذج (Wang & Chen, 2017).

#### الخطوة الرابعة: قياس العوائد اليومية للسهم:

يعتمد منهج دراسة الحدث على قياس كل من عائد السهم العادي (الطبيعي أو الفعلي)، وقياس عائد السهم المتوقع للوصول لعائد السهم غير العادي (Lin, 2021)، والذي يمثل جوهر منهجية دراسة الحدث لأن حجم العوائد غير العادية من شأنها أن تشير إلى تأثير الحدث على القيمة السوقية لأسهم الشركات (Mann & Babbar, 2017). ويمكن بيان ذلك فيما يلي:

## أ- عائد السهم العادي اليومي:

تعددت الطرق لقياس العوائد العادية اليومية للأسهم normal returns بتعدد الدراسات، ولا يوجد إجماع على أفضلية أي طريقة منها (Pagaddut, 2020). إلا أنها في مجملها تعطي نتائج متقاربة (بديدة والعربي, ٢٠١٨).

## ب- عائد السوق العادي اليومي:

كذلك تعددت الطرق لقياس العوائد العادية اليومية للسوق normal market returns بتعدد الدراسات تستخدم، ولا يوجد إجماع على أفضلية أي طريقة منها (الفتلاوي وآخرون, ٢٠٢١)، إلا أن أغلب الدراسات تستخدم نفس الطريقة المستخدمة في إيجاد العائد العادي اليومي للسهم (Pagaddut, 2020).

## ت- عائد السهم المتوقع:

يمثل العائد المتوقع expected returns لكل سهم في العينة خلال فترة التقدير العائد الذي ليس له علاقة بالحدث (Pagaddut, 2020). وهناك نماذج عدة استخدمتها الدراسات لتقدير العائد المتوقع من أهمها نموذج السوق (Market model)، للمقارنة بين عائد السهم الفعلي والعائد المتوقع له في فترة التقدير (الفتلاوي وآخرون, ٢٠٢١)، وذلك لأن نموذج السوق يفترض وجود علاقة خطية بين العائد المتوقع للسهم وعائد السوق، وينتج عنه تباينات أقل من العوائد غير الطبيعية تعطي تطابق أوثق للاختبارات الإحصائية القياسية، كما أنه يتحكم تلقائياً في تأثير حجم التباين (Khan, 2011).

## ث- عائد السهم غير العادي:

يتم حساب العائد غير العادي abnormal returns حول تواريخ الأحداث على أنها الفرق بين العائد العادي (الفعلي) الذي حققه السهم، والعائد المتوقع له الذي كان سيكسبه خلال نافذة الحدث لو لم يحدث هذا الحدث، والذي سيتم اختياره لاستنتاج ما إذا كان هناك أي اختلاف كبير في العائدات نتيجة لإعلان الحدث (Karagol, 2016).

## ج- حساب التباين في العائد غير العادي للسهم:

بعد أن يتم حساب العائد غير العادي يتم حساب التباين في العائد غير العادي للسهم (the abnormal stock returns variance) AVAR، من خلال اللوغاريتم الطبيعي للنسبة الناتجة عن قسمة (متوسط مربع العائد غير العادي خلال نافذة الحدث) على (تباين العائد غير العادي خلال فترة التقدير) (Poretta et al., 2017; عبدالمجيد, ٢٠١٨).

## ٣. الدراسات السابقة والفجوة البحثية وبناء الفروض:

هدفت دراسة (Dunstan et al. (2011) إلى تحديد العلاقة بين حجم واستقلالية وخبرة مجلس الإدارة ونوع الجنس به، والقيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ١٢٥ شركة مدرجة في بورصة نيوزيلندا خلال الفترة من ١٩٩٨م إلى ٢٠٠٧م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٥٤٣ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لحجم واستقلالية وخبرة مجلس الإدارة ونوع الجنس به على القيمة السوقية للشركة.

كما هدفت دراسة (Bansal and Sharma (2016) إلى اكتشاف أثر حجم واستقلالية مجلس الإدارة، وملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٣٥ شركة عامة غير مالية مدرجة في بورصة NSE500 الهندية، خلال الفترة من ٢٠٠٤م إلى ٢٠١٣م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٢٣٥٠ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لحجم مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي، وملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة؛ بينما يوجد أثر سلبي وغير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة.

وتناولت دراسة نادر (٢٠١٦) اختبار أثر حجم مجلس الإدارة وملكيته واستقلاليته على القيمة السوقية للشركات؛ وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتي بلغت ٢٤ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠٩م إلى ٢٠١٤م، بإجمالي مشاهدات

بلغت ١٢٠ مشاهدة (شركة-سنة) وتوصلت الدراسة الى وجود أثر إيجابي ومعنوي لملكية مجلس الادارة وحجمه واستقلاليته على القيمة السوقية للشركات.

كما هدفت دراسة (Khan et al. (2017 إلى معرفة أثر حجم مجلس الادارة واستقلاليته على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ٩١ شركة مدرجة في بورصة كراتشي KSE-100 بباكستان خلال الفترة من ٢٠١٠م الى ٢٠١٤م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٤٥٥ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة، ووجود أثر سلبي ومعنوي لحجم مجلس الادارة على القيمة السوقية للشركة.

وناقشت دراسة (Gurusamy (2017 تحديد تأثير حجم واستقلالية ونشاط وملكية مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ٣٥٧ شركة من شركات التصنيع المدرجة في بورصة بومباي (BSE)، خلال الفترة من ٢٠٠٦م إلى ٢٠١٥م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٣٥٧٠ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى أن استقلالية ونشاط وملكية مجلس الإدارة لها تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية للشركات، بينما حجم مجلس الإدارة وازدواجية الرئيس التنفيذي لا يوجد لها تأثير على القيمة السوقية للشركة.

كما تحققت دراسة (Chua and Ab Razak (2018 من تأثير حجم واستقلالية مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي، ونوع الجنس في مجلس الإدارة، ومكافأة مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ١٠٠ شركة عامة مدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة من ٢٠١٢م إلى ٢٠١٦م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٥٠٠ مشاهدة (شركة-سنة). وقد أثبتت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي ومعنوي لاستقلالية مجلس الإدارة ومكافأته على القيمة السوقية للشركة، وتأثير سلبي ومعنوي لنوع الجنس في مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة، بينما لم يكن هناك تأثير لحجم مجلس الإدارة وازدواجية الرئيس التنفيذي على القيمة السوقية للشركة.

وهدفت دراسة (Khalifa (2018) إلى معرفة تأثير حجم واستقلالية ونشاط وخبرة مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ٤٧ شركة مدرجة في سوقى أبوظبي ودبي المالية خلال الفترة من ٢٠٠٦م إلى ٢٠١٥م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٤٦٤ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لحجم ونشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة، وتأثير سلبي وغير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير لخبرة مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة.

كما قامت دراسة (Syafitri (2018) بقياس أثر حجم مجلس الادارة على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ٩ شركات مدرجة في بورصة اندونيسيا IDX خلال الفترة من ٢٠١٢م إلى ٢٠١٦م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٤٥ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر ايجابي معنوي لحجم مجلس الادارة على القيمة السوقية للشركة.

وهدفت دراسة (Bhat et al. (2018) إلى التحقق من أثر حجم مجلس الادارة واستقلاليته ونشاطه على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ٧٦ شركة مدرجة ببورصة باكستان خلال الفترة من ٢٠١٠م إلى ٢٠١٤م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٣٨٠ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية غير معنوية بين حجم مجلس الادارة ونشاطه، والقيمة السوقية للشركة، وكذلك وجود علاقة إيجابية غير معنوية بين استقلالية مجلس الادارة والقيمة السوقية للشركة.

كما هدفت دراسة (Al Harbi (2018) إلى تحديد أثر حجم مجلس الادارة ونشاطه واستقلاليته على القيمة السوقية للشركة في المملكة المتحدة والمملكة العربية السعودية والمقارنة بينهما؛ وذلك بالتطبيق على ٥٦ شركة (عبارة عن ٢٦ شركة من بورصة لندن و ٣٠ شركة من السوق المالية السعودية)، خلال الفترة من ٢٠١٠م إلى ٢٠١٥م، بإجمالي مشاهدات بلغت ١٨٠ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة الى وجود أثر إيجابي ومعنوي لحجم مجلس الإدارة، ونشاطه واستقلاليته على القيمة السوقية للشركة، في كلاً من بورصة لندن والسوق المالية السعودية.

وهدفت دراسة (Ahulu and MacCarthy (2019) إلى توضيح أثر حجم مجلس الادارة واستقلاليته على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ٢٣ شركة مدرجة في بورصة غانا GSE خلال الفترة من ٢٠٠٩م الى ٢٠١٨م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٣١٠ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين حجم مجلس الادارة واستقلاليته على القيمة السوقية للشركة.

وهدفت دراسة ابودحيلة (٢٠١٩) إلى معرفة أثر حجم مجلس الادارة واستقلاليته وملكيته للأسهم على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ٥٢ شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من ٢٠١٤م الى ٢٠١٧م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٢٠٨ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لملكية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة، بينما لا يوجد أثر لحجم مجلس الادارة واستقلاليته على القيمة السوقية للشركة.

وقامت دراسة (Al Farooque et al. (2020) بالتحقق من أثر حجم واستقلالية ونشاط مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ٤٥٢ شركة مدرجة في بورصة تايلاند للأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠٠٠م إلى ٢٠١٦م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٥٤٧١ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى أن حجم واستقلالية ونشاط مجلس الإدارة لها تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية للشركة.

وهدفت دراسة (John et al., 2020) إلى تحديد تأثير التنوع بين الجنسين وعمر وخبرة أعضاء مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على عينة من ٤١١ شركة من شركات البورصة الأندونيسية خلال الفترة من ٢٠١٦م الى ٢٠١٨م، بإجمالي مشاهدات بلغت ١١٥١ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى أن خبرة وعمر أعضاء مجلس الإدارة يؤثران إيجابياً وبشكل معنوي على القيمة السوقية للشركة، في حين أن التنوع بين الجنسين ليس له تأثير على القيمة السوقية للشركة.

كما هدفت دراسة (Abdulkarim et al. (2020) إلى تحديد تأثير استقلالية وحجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ١٠ شركات صناعية مدرجة في

بورصة نيجيريا خلال الفترة من ٢٠١٠م إلى ٢٠١٩م، بإجمالي مشاهدات بلغت ١٠٠ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لحجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركات، بينما يوجد تأثير سلبي وغير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة.

وهدفت دراسة الزين (٢٠٢٠) إلى معرفة أثر حجم مجلس الإدارة واستقلاليته وخبرة أعضائه على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ١٢ شركة مالية مدرجة في بورصة فلسطين لأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠١٤م إلى ٢٠١٩م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٧٢ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر لحجم مجلس الإدارة وخبرة أعضائه على القيمة السوقية للشركة، بينما يوجد أثر سلبي ومعنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة.

كما هدفت دراسة (Assidi (2020) إلى تحديد أثر حجم مجلس الإدارة واستقلاليته على القيمة السوقية للشركة، وذلك بالتطبيق على ١٢٠ شركة مدرجة في مؤشر SBF120 الفرنسي خلال الفترة من ٢٠٠٦م إلى ٢٠١٦م، بإجمالي مشاهدات بلغت ١٠٠١ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لحجم مجلس الإدارة واستقلاليته على القيمة السوقية للشركة.

وأيضاً هدفت دراسة (Khanh et al. (2020 إلى اختبار أثر حجم مجلس الإدارة واستقلاليته ونشاطه على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على جميع الشركات المدرجة في بورصة فيتنام خلال الفترة من ٢٠٠٨م إلى ٢٠١٨م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٢٩٣٧ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لحجم مجلس الإدارة واستقلاليته على القيمة السوقية للشركة، وأثر سلبي ومعنوي لنشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة.

وهدفت دراسة السويركي (٢٠٢١) إلى فحص أثر استقلال مجلس الإدارة وحجمه على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ١٢ شركة صناعية مدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة من ٢٠١٥م إلى ٢٠١٩م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٦٠ مشاهدة (شركة-سنة).

وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة وحجمه على القيمة السوقية للشركة.

كما هدفت دراسة (Devi and Suardana (2021) إلى اختبار أثر حجم مجلس الإدارة واستقلاليته على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ٩٠ شركة صناعية مدرجة في بورصة اندونيسيا خلال الفترة من ٢٠١٥م إلى ٢٠١٩م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٤٥٠ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى أن هناك أثر إيجابي ومعنوي لحجم مجلس الإدارة واستقلاليته على القيمة السوقية للشركة.

وهدف دراسة (Silva Rosa et al. (2021) إلى تحديد وتحليل أثر استقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة في السوق المالية البرازيلية خلال الفترة من ٢٠١٠م إلى ٢٠١٨م، بإجمالي مشاهدات بلغت ١٦٧٠ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة.

وتناولت دراسة (Fariha et al. (2021) تحليل تأثير حجم واستقلالية مجلس الإدارة، وتنوع الجنس في مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي ونشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ٣٠ بنكاً تجارياً مدرجاً في بورصة دكا DSE خلال الفترة من ٢٠١١م إلى ٢٠١٧م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٢١٠ مشاهدة (شركة-سنة). وقد توصلت الدراسة إلى أن حجم مجلس الإدارة ونشاطه لهما تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية للشركة، بينما يوجد تأثير سلبي ومعنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة.

وهدف دراسة (Omotoye et al. (2021) إلى تحديد تأثير حجم مجلس الإدارة وملكية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ١٢ بنك مدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة من ٢٠١٣م إلى ٢٠١٧م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٥٢ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي لحجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة، بينما يوجد تأثير إيجابي ومعنوي لملكية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة.



كما هدفت دراسة صالح وآخرون. (٢٠٢١) إلى اختبار أثر حجم واستقلالية مجلس الإدارة وازدواجية الرئيس التنفيذي على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بحسب مؤشر EGX 100 خلال الفترة من ٢٠١٤م إلى ٢٠١٩م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٧٨ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لحجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة، كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي ومعنوي لازدواجية الرئيس التنفيذي على القيمة السوقية للشركة، بينما توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة.

وهدف دراسة (Sawalqa (2021) إلى قياس تأثير حجم ونشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة؛ وذلك بالتطبيق على ١١ بنك تجاري مدرجة في بورصة عمان بالأردن خلال الفترة من ٢٠١٣م إلى ٢٠١٩م، بإجمالي مشاهدات بلغت ٧٧ مشاهدة (شركة-سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي لحجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة، بينما لا يوجد تأثير لنشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة.

### ٣.١ التعليق على تصميم الدراسات السابقة:

يمكن التعليق على تصميم الدراسات السابقة حول أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات من خلال عدة جوانب على النحو التالي:

#### ٣.١.١ من حيث بيئة تطبيق هذه الدراسات:

فقد تنوعت بيئة تطبيق هذه الدراسات، حيث تم تطبيق بعضها على بيانات من شركات في بعض الدول المتقدمة، مثل دراسة (Al Harbi (2018) في المملكة المتحدة، ودراسة (Assidi (2020) في فرنسا، ودراسة (Oncioiu et al. (2020) في ألمانيا. وقامت بعض الدراسات الأخرى بالتطبيق على بيانات من شركات في بعض الدول النامية مثل دراسة (Al Farooque et al. (2020) في تايلاند، ودراسة (Khanh et al. (2020) في فيتنام، ودراسة (Devi and Suardana (2021) في اندونيسيا، ودراسة (Bhat et al. (2018) في باكستان. في حين قامت دراسات أخرى بالتطبيق على بيانات من شركات في عدة دول مثل

دراسة (2021) Bendigeri في الهند، ودراسة Chua and Ab (2018) Chua, et al. (2018) Razak (2018) في ماليزيا. بينما لم يلق هذا الموضوع نفس الاهتمام في البيئات العربية، حيث تم تناوله في بعض الدراسات مثل ودراسة السويركي (٢٠٢١) في فلسطين، ودراسة Khalifa (2018) في سوقي أبوظبي ودبي المالية، ودراسة صالح وآخرون. (٢٠٢١) في مصر.

### ٣.١.٢ من حيث فترة التطبيق:

تفاوتت طول الفترات الزمنية التي تم تطبيق الدراسة عليها، حيث قامت بعض الدراسات باستخدام بيانات عن فترة زمنية طويلة، مثل دراسة Al Farooque et al. (2020) والتي استخدمت بيانات من سنة ٢٠٠٠م إلى ٢٠١٦م، وذلك عن فترة بلغت ١٦ سنة. ودراسة Erasmus and Akani (2021) والتي استخدمت بيانات من سنة ٢٠٠٦م وحتى ٢٠١٩م، وذلك عن فترة بلغت ١٤ سنة. وكذلك دراسة Khalifa (2018) والتي استخدمت بيانات من سنة ٢٠٠٦م إلى ٢٠١٥م، وذلك عن فترة بلغت ١٠ سنوات. وبعضها على فترة زمنية متوسطة، مثل دراسة Devi and Suardana (2021) والتي استخدمت بيانات من سنة ٢٠١٥م إلى ٢٠١٩م، وذلك عن فترة بلغت ٥ سنوات. وبعضها على فترات زمنية قصيرة، مثل دراسة (John et al., 2020) والتي استخدمت بيانات من سنة ٢٠١٦م إلى ٢٠١٨م، وذلك عن فترة بلغت ٣ سنوات.

### ٣.١.٣ من حيث عدد ونوعية خصائص مجلس الإدارة:

تتعدد الدراسات حول عدد ونوعية متغيرات الدراسة المستقلة المتعلقة بخصائص مجلس الإدارة، حيث ركزت بعض الدراسات على عدد محدود من خصائص مجلس الإدارة فقط، مثل دراسة Chua and Ab Razak (2018) والتي ركزت على حجم واستقلالية مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي، ونوع الجنس في مجلس الإدارة، ومكافأة مجلس الإدارة، ودراسة Bhat et al. (2018) والتي ركزت على حجم مجلس الإدارة واستقلاليته ونشاطه، ودراسة (John et al., 2020) والتي ركزت على التنوع بين الجنسين وعمر وخبرة أعضاء مجلس

الإدارة، ودراسة (Abdulkarim et al. (2020) والتي ركزت على استقلالية وحجم مجلس الإدارة، ودراسة (Assidi (2020) والتي ركزت على حجم مجلس الإدارة واستقلاليته، ودراسة (Khanh et al. (2020) والتي ركزت على حجم مجلس الادارة واستقلاليته ونشاطه، ودراسة (Ahulu and MacCarthy (2019) والتي ركزت على حجم مجلس الادارة واستقلاليته، ودراسة السويركي (٢٠٢١) والتي ركزت على استقلال مجلس الإدارة وحجمه.

بينما ركزت بعض الدراسات على خصائص مختلفة لعدة آليات من آليات حوكمة الشركات، مثل دراسة (Bansal and Sharma (2016) والتي ركزت على حجم واستقلالية مجلس الإدارة، وملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي، واستقلالية ونشاط لجنة المراجعة، ودراسة (Khan et al. (2017) والتي ركزت على حجم مجلس الادارة واستقلاليته، وحجم لجنة المراجعة، ودراسة (Gurusamy (2017) والتي ركزت على حجم واستقلالية ونشاط وملكية مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي، وحجم واستقلالية لجنة المراجعة، ودراسة (Khalifa (2018) والتي ركزت على حجم واستقلالية ونشاط وخبرة مجلس الإدارة، وحجم واستقلالية ونشاط وخبرة لجنة المراجعة، ودراسة (Al Harbi (2018) والتي ركزت على حجم مجلس الادارة ونشاطه واستقلاليته، وحجم لجنة المراجعة ونشاطها، ودراسة (Al Farooque et al. (2020) والتي ركزت على حجم واستقلالية ونشاط مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي، وحجم واستقلالية ونشاط لجنة المراجعة، ودراسة (Silva Rosa et al. (2021) والتي ركزت على استقلالية مجلس الإدارة، وحجم المراجع الخارجي، ودراسة (Fariha et al. (2021) والتي ركزت على حجم واستقلالية مجلس الإدارة، وتنوع الجنس في مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي ونشاط مجلس الإدارة، وحجم واستقلالية ونشاط لجنة المراجعة، ودراسة (Omotoye et al. (2021) والتي ركزت على حجم مجلس الإدارة وملكية مجلس الإدارة، وحجم وخبرة أعضاء لجنة المراجعة، وتنوع الجنس في لجنة المراجعة، ودراسة (صالح وآخرون. (٢٠٢١) والتي ركزت على حجم واستقلالية مجلس الإدارة وازدواجية الرئيس التنفيذي، وحجم واستقلالية ونشاط لجنة المراجعة، وحجم مكتب المراجعة، ودراسة (Sawalqa (2021) والتي ركزت على حجم ونشاط مجلس الإدارة، ونشاط لجنة المراجعة.

## ٣.١.٤ من حيث طرق قياس متغيرات الدراسة:

انتقلت أغلب الدراسات السابقة في طرق قياس المتغيرات المستقلة المتعلقة بخصائص مجلس الإدارة؛ إلا أنها اختلفت في طريقة قياس المتغير التابع وهو القيمة السوقية لأسهم الشركة، حيث استخدمت بعض الدراسات السابقة مقياساً واحداً لقياس القيمة السوقية، مثل دراسة Bhat et al. (2018)، ودراسة John et al. (2020)، ودراسة الزين (٢٠٢٠)، ودراسة Assidi (2020)، ودراسة Ahulu and MacCarthy (2019)، ودراسة Sawalqa (2021)، ودراسة Oncioiu et al. (2020)، والتي استخدمت مقياس Toobin's Q. أما دراسة Abdulkarim et al. (2020)، ودراسة Khanh et al. (2020)، ودراسة السويركي (٢٠٢١)، فاستخدمت مقياس سعر السهم السوقية في نهاية العام. ودراسة Bataineh and Soumadi (2020) التي استخدمت مقياس العائد على الأصول (ROA).

بينما استخدمت بعض الدراسات السابقة مقياسين لقياس القيمة السوقية، مثل دراسة Chua and Ab Razak (2018) التي استخدمت مقياسي العائد على الأصول (ROA) ومقياس Tobin's Q. في حين استخدمت بعض الدراسات ثلاث مقياس لقياس القيمة السوقية، مثل دراسة Khalifa (2018) التي استخدمت مقياسي العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، وTobin's Q.

## ٣.٢ التعليق على نتائج الدراسات السابقة:

## ٣.٢.١ حجم مجلس الإدارة:

توصلت بعض الدراسات السابقة إلى أن حجم مجلس الإدارة يؤثر تأثيراً إيجابياً على القيمة السوقية لأسهم الشركة، مثل دراسات (Abdulkarim et al., 2020; Ahulu & MacCarthy, 2019; Al Farooque et al., 2020; Al Harbi, 2018; Assidi, 2020; Bansal & Sharma, 2016; Devi & Suardana, 2021; Dunstan et al., 2011; Fariha et al., 2021; Khalifa, 2018; Khanh et al., 2020;

Syafitri, 2018; صالح وآخرون, ٢٠٢١; نادر, ٢٠١٦). في حين توصلت بعض الدراسات الأخرى إلى أن هذا التأثير يكون سلبياً، مثل دراسات ( Bhat et al., 2018; Khan et al., 2017; Omotoye et al., 2021; Sawalqa, 2021; Chua & Ab Razak, ) في حين توصلت باقي الدراسات إلى عدم وجود تأثير، مثل دراسات ( Chua & Ab Razak, 2017; Gurusamy, 2018; ابودحيلة, ٢٠١٩; الزين, ٢٠٢٠).

### ٣.٢.٢ استقلالية مجلس الإدارة:

توصلت بعض الدراسات السابقة إلى أن استقلالية مجلس الإدارة تؤثر تأثيراً إيجابياً على القيمة السوقية لأسهم الشركة، مثل دراسات ( Ahulu & MacCarthy, 2019; Al Farooque et al., 2020; Assidi, 2020; Bhat et al., 2018; Chua & Ab Razak, 2018; Devi & Suardana, 2021; Dunstan et al., 2011; Gurusamy, 2017; Khalifa, 2018; Khan et al., 2017; Khanh et al., 2020; Silva Rosa et al., 2021; نادر, ٢٠١٦). في حين توصلت بعض الدراسات الأخرى إلى أن هذا التأثير يكون سلبياً، مثل دراسات ( Bansal & Sharma, 2016; Fariha et al., 2021; الزين, ٢٠٢٠). في حين توصلت باقي الدراسات إلى عدم وجود تأثير، مثل دراسات ( Abdulkarim et al., 2020; ابودحيلة, ٢٠١٩; السويركي, ٢٠٢١; صالح وآخرون, ٢٠٢١).

### ٣.٢.٣ نشاط مجلس الإدارة:

توصلت بعض الدراسات السابقة إلى أن نشاط مجلس الإدارة يؤثر تأثيراً إيجابياً على القيمة السوقية لأسهم الشركة، مثل دراسات ( Al Farooque et al., 2020; Al Harbi, 2018; Fariha et al., 2021; Gurusamy, 2017). في حين توصلت بعض الدراسات الأخرى إلى أن هذا التأثير يكون سلبياً، مثل دراسات ( Bhat et al., 2018; Khanh et al., 2020). في حين توصلت باقي الدراسات إلى عدم وجود تأثير، مثل دراسات ( Khalifa, 2020; Sawalqa, 2021).

**٣.٢.٤ ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة:**

توصلت معظم الدراسات السابقة التي تم الاطلاع عليها إلى أن ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة تؤثر تأثيراً إيجابياً على القيمة السوقية لأسهم الشركة، مثل دراسات ( Bansal, 2016; Gurusamy, 2017; Omotoye et al., 2021; ابودحيلة, ٢٠١٩; صالح وآخرون, ٢٠٢١).

**٣.٢.٥ خيرة مجلس الإدارة:**

توصلت بعض الدراسات السابقة إلى أن خبرة مجلس الإدارة تؤثر تأثيراً إيجابياً على القيمة السوقية لأسهم الشركة، مثل دراسات ( Dunstan et al., 2011; John et al., 2020; Khalifa, 2018). في حين توصلت دراسة الزين (٢٠٢٠) إلى عدم وجود أي تأثير لخبرة مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات.

**٣.٣ الفجوة البحثية حول أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركة:**

تتمثل الفجوة البحثية في مجال أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات في وجود تفاوت واضح في نتائج الدراسات السابقة حول هذا الأثر، فيما بين الشركات في عدة بيئات مختلفة وخلال فترات زمنية مختلفة، حيث توصلت أغلب الدراسات السابقة إلى وجود أثر إيجابي، في حين توصلت بعض الدراسات الأخرى إلى أن هذا الأثر سلبياً، بينما توصلت دراسات أخرى إلى عدم وجود تأثير. وهذا الأمر يحتاج إلى مزيد من البحث حول هذا الأثر في بيئة مختلفة عن بيئة الدراسات السابقة، والتي تتمثل في الدراسة الحالية ببيئة الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية.

كما توجد فجوة مكانية تتمثل في عدم وجود دراسة مماثلة تمت على البيئة السعودية، حول مستوى أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، وهو ما تسعى الدراسة الحالية إليه.

كما توجد أيضا فجوة زمنية تتمثل في عدم وجود دراسة مماثلة تمت في البيئة السعودية حول مستوى هذا الأثر منذ أن أصبحت لائحة حوكمة الشركات السعودية إلزامية التطبيق في عام ٢٠١٧م وحتى وقت إعداد هذه الدراسة؛ وهو ما ستقوم به الدراسة الحالية، حيث أن فترة تطبيق الدراسة الحالية خمس سنوات تمتد من عام ٢٠١٧م إلى عام ٢٠٢١م.

وتوجد أيضاً فجوة نوعية تتمثل في محدودية خصائص مجلس الإدارة التي تم تناولها في الدراسات السابقة، حيث ركزت بعض الدراسات السابقة على عدد قليل من خصائص مجلس الإدارة وأثرها على القيمة السوقية لأسهم الشركات، وبعضها ركزت على عدد قليل جداً من خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وحجم مكتب المراجع، ولم تقم الدراسات السابقة بمحاولة وضع مؤشر يحتوي على عدد كبير من خصائص مجلس الإدارة يقيس أثر هذه الخصائص على القيمة السوقية لأسهم الشركات، وهو ما ستقوم به الدراسة الحالية، حيث وضعت مؤشر لخصائص مجلس الإدارة يحتوي على ٥ خصائص لقياس أثرها على القيمة السوقية لأسهم الشركات.

كما توجد فجوة منهجية تتمثل في اختلاف طرق قياس القيمة السوقية لأسهم الشركات في الدراسات السابقة، حيث استخدمت هذه الدراسات مقاييس معدل العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، ومقياس Tobin's Q ، ومقياس سعر السهم السوقي في نهاية العام؛ ولكنها لم تستخدم قياس التباين في العائد غير العادي على الأسهم المعتمد على منهج دراسة الحدث، والذي يعتبر من أفضل المقاييس الحديثة المستخدمة في مثل هذه الدراسات، وهو ما ستستخدمه الدراسة الحالية في تطبيقها على بيانات البيئة السعودية.

#### ٣.٤ صياغة فروض الدراسة:

في ضوء اختلاف نتائج الدراسات السابقة حول أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات، وفي ضوء ما ورد في الإطار النظري، فإنه يمكن القول بوجود تأثير لهذه الخصائص على القيمة السوقية لأسهم الشركات، وهو ما يؤدي إلى صياغة فرض الدراسة الرئيس على النحو التالي:

**الفرض الرئيس:** يوجد أثر إيجابي معنوي لخصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

وفي ضوء تعدد خصائص مجلس الإدارة، يتم تقسيم الفرض الرئيس إلى مجموعة من الفروض الفرعية على النحو التالي:

**ف١:** يوجد أثر إيجابي معنوي لحجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

**ف٢:** يوجد أثر إيجابي معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

**ف٣:** يوجد أثر إيجابي معنوي لنشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

**ف٤:** يوجد أثر إيجابي معنوي لملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

**ف٥:** يوجد أثر إيجابي معنوي لخبرة مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

#### ٤. منهجية الدراسة:

##### ٤.١ مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة بالسوق المالية السعودية (السوق الرئيسية)، فيما عدا قطاعات البنوك، والتأمين، والصناديق العقارية؛ نظراً لأنها تخضع للوائح وتنظيمات ومعالجات محاسبية ذات طبيعة خاصة، ولخضوعها لقواعد خاصة بالإفصاح والشفافية والرقابة، مما يؤدي إلى وجود خلل في المقارنة بينها وبين الشركات الأخرى، والذي يتكون من ١٥٠ شركة تنتمي إلى ١٨ قطاعاً؛ خلال فترة الدراسة من ٢٠١٧م إلى ٢٠٢١م، وذلك بسلسلة زمنية مقدارها خمس سنوات.



- وقد تم استبعاد الشركات التي لا تحقق الشروط التالية من عينة الدراسة:
١. أن تكون مدرجة في السوق المالية السعودية (السوق الرئيسي) ومتداولة أثناء فترة الدراسة.
  ٢. أن تكون قد أعلنت عن تقرير مجلس الإدارة ونشرته للجمهور على موقع تداول.
  ٣. أن يتوفر لها قيمة سوقية نشطة على أسهمها في السوق المالية السعودية (السوق الرئيسي) طيلة فترة دراسة الحدث، ٢٦١ يوماً (يوم الإعلان عن تقرير مجلس الإدارة، و٥ أيام بعده، و٢٥٥ يوماً قبله).
  ٤. أن تتوفر بها جميع بيانات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والضابطة معاً خلال السنة المالية للشركة.

وبناءً على هذه الشروط أصبحت العينة النهائية عبارة عن ١٤٣ شركة تنتمي إلى ١٨ قطاعاً، بإجمالي مشاهدات بلغت ٦٥١ مشاهدة (شركة - سنة)، تفاصيلها كما في الجدول رقم (٤-١)، يعرض القسم (أ) بيانات العينة على أساس قطاعات السوق، ويعرض القسم (ب) بيانات العينة على أساس سنوات الدراسة.

الجدول رقم (٤-١): تفاصيل عينة الدراسة:

أ. البيانات على أساس قطاعات السوق:

النسبة المئوية للمشاهدات	عدد المشاهدات	عدد شركات	القطاع
٣.٤%	٢٢	٥	الطاقة
٣٠.٩%	٢٠١	٤١	المواد الأساسية
٧.٩%	٥١	١١	السلع الأساسية
٢%	١٣	٤	الخدمات التجارية والمهنية
٤%	٢٦	٦	النقل
٤.١%	٢٧	٦	السلع طويلة الأجل
٦.١%	٤٠	١٠	الخدمات الاستهلاكية
١.٦%	١٠	٢	الإعلام والترفيه
٣%	٢٠	٤	الاتصالات
١.٧%	١١	٣	المرافق العامة
٨%	٥٢	١١	إدارة تطوير العقارات
٥.٢%	٣٤	٨	تجزئة السلع الكمالية
٢.٨%	١٨	٥	تجزئة الأغذية
٩.٢%	٦٠	١٢	أنتاج الأغذية
٥.٧%	٣٧	٨	الرعاية الصحية
٠.٨%	٥	١	الأدوية
٣%	٢٠	٤	الاستثمار والتمويل
٠.٦%	٤	٢	التطبيقات وخدمات التقنية
١٠٠%	٦٥١	١٤٣	الإجمالي

## ب . البيانات على أساس سنوات الدراسة:

السنة	عدد المشاهدات	نسبة المشاهدات
٢٠١٧	١٢٣	٪١٨.٩
٢٠١٨	١٢٤	٪١٩
٢٠١٩	١٢٥	٪١٩.٢
٢٠٢٠	١٣٧	٪٢١
٢٠٢١	١٤٢	٪٢١.٩
الاجمالي	٦٥١	٪١٠٠

يتضح من الجدول (٤-١) القسم (أ) أن قطاع المواد الأساسية أكثر القطاعات تمثيلاً لعينة الدراسة (٣٠.٩٪)، ويعود ذلك إلى كونه أكبر القطاعات من حيث عدد الشركات في السوق وأقدميتها؛ يليه قطاع إنتاج الأغذية (٩.٢٪)، ثم قطاع السلع الرأسمالية مالية (٧.٩٪). كما يُلاحظ أن أقلها في تمثيل العينة قطاع التطبيقات وخدمات التقنية (٠.٦٪) وقطاع الأدوية (٠.٨٪)، وذلك يعود إلى قلة الشركات المدرجة بهذين القطاعين. أما بقية القطاعات فمتقاربة نسبياً في عدد المشاهدات.

ويلاحظ من الجدول (٤-١) القسم (ب) أنه يوجد تقارب نسبي بين عدد المشاهدات خلال السنوات المختلفة؛ كما يلاحظ أن نسبة عدد المشاهدات تزيد بتقدم السنوات إلى أن أصبحت أكبرها مشاهدات عام ٢٠٢١م بنسبة ٢١.٩٪، وهذا طبيعي نتيجة إدراج شركات جديدة في السوق الرئيسية كل سنة.

وقد تم تجميع بيانات الدراسة من تقرير مجلس الإدارة والتقارير والقوائم المالية السنوية للشركات المساهمة المدرجة بالسوق المالية السعودية المنشورة بموقع هيئة السوق المالية السعودية (تداول)، وموقع أرقام على الانترنت، وبالتواصل المباشر مع مدير معلومات السوق والمؤشرات بمجموعة تداول السعودية.

## ٤.٢ قياس متغيرات الدراسة:

يهدف هذا القسم إلى بيان كيفية قياس المتغير التابع، والمتغيرات المستقلة، والمتغيرات الرقابية، وذلك على النحو التالي:

## ١. قياس المتغير التابع: القيمة السوقية لأسهم الشركات:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية. وقد استخدم الباحث في هذه الدراسة لقياس المتغير التابع طريقة قياس التباين في العائد غير العادي على الأسهم (AVAR) the abnormal stock returns variance وذلك باستخدام منهج دراسة الحدث، والذي استخدمته دراسة (Poretti et al. (2017)، ودراسة عبدالمجيد (٢٠١٨). وفي ظل هذه الطريقة يتم في الخطوة الأولى تقدير العوائد غير العادية على الأسهم باستخدام منهج دراسة الحدث، ثم في الخطوة الثانية يتم حساب التباين على هذه العوائد غير العادية.

## ١.١ الخطوة الأولى: تقدير العوائد غير العادية على الأسهم باستخدام منهج دراسة الحدث:

يمر منهج دراسة الحدث كما سبق توضيحه في الإطار النظري لتقدير العوائد غير العادية على الأسهم بمجموعة من الخطوات كما يلي:

## ١.١.١ الحدث:

يتمثل الحدث بهذه الدراسة في تاريخ إعلان تقرير مجلس الإدارة للشركات المدرجة بموقع السوق المالية السعودية (تداول)، على اعتبار أن هذا التقرير يتضمن معظم خصائص آليات حوكمة الشركات خلال فترة الدراسة ٢٠١٧م-٢٠٢١م. وقد تم الحصول على تواريخ نشر تقارير مجلس الإدارة لشركات العينة من واقع تواصل الباحث المباشر مع السوق المالية السعودية (تداول). وإذا كان يوم الحدث ليس من أيام العمل الرسمية فقد تم اعتبار أول يوم عمل تالي ليوم الحدث هو يوم الحدث، والذي تم تجميع بيانات سعر السهم خلاله. ويتم الرمز لليوم بالرمز  $t$ ، وعلى ذلك يصبح يوم الحدث هو  $t = 0$ .

## ١.١.٢ نافذة الحدث:

اعتمد الباحث على نافذة حدث عبارة عن خمسة أيام قبل الإعلان وخمسة أيام بعد الإعلان إضافة إلى يوم الاعلان عن تقرير مجلس الإدارة، مما يعني أن نافذة الحدث هي إحدى عشر يوماً أسوأ بالدراسات السابقة ( Rahman et al., 2021; Sare et al., 2014; Syed & Bajwa, 2018; عبدالمجيد, ٢٠١٨). وذلك تأخذ فترة نافذة الحدث الأيام الآتية:

$$t = 5+, 4+, 3+, 2+, 1+, 0, 1-, 2-, 3-, 4-, 5-$$

ويرى الباحث أن هذه الفترة تعد فترة مناسبة بحيث يستوعب السوق المالية أثر الإعلان عن تقرير مجلس الإدارة وما يحتويه من معلومات عن خصائص آليات حوكمة الشركات.

## ١.١.٣ فترة التقدير:

استخدم الباحث فترة تقدير تتضمن ٢٥٠ يوماً قبل نافذة الحدث أسوأ بالدراسات السابقة مثل ( Corrado, 2011; Lehmann & Schwerdtfeger, 2016; Rahman et al., 2021; Roca, 2013; Syed & Bajwa, 2018; Wang & Chen, 2017). وعلى ذلك، فإن فترة التقدير تأخذ الأيام الآتية:

$$t=-6, t=-7, \dots, t=-255$$

ويرى الباحث أن هذه الفترة تعد فترة مناسبة لتقدير معاملات نموذج السوق وهي  $\alpha$  و  $\beta$ ، حيث أنها تتميز بطولها النسبي.

## ١.١.٤ قياس العوائد:

اعتمدت الدراسة الحالية على استخدام العوائد اليومية على أسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية. وقد تم قياس العوائد اليومية على الأسهم من خلال عدة خطوات تتمثل في الآتي:

## ١.١.٤.١ حساب العوائد اليومية العادية (الفعلية) للسهم:

تم حساب العوائد اليومية العادية على أسهم الشركة  $i$  خلال اليوم  $t$  ( $Rit$ ) في كل من نافذة الحدث وفترة التقدير، كما استخدمها نماذج الدراسات السابقة (Abdeldayem & Nekhili, 2016; Cooke & Bailey, 2015; Karagol, 2016; Khan, 2011 و آخرون, ٢٠٢١)، عن طريق حساب لوغاريتم (سعر اقبال السهم  $i$  في اليوم  $t$  مقسوماً على سعر اقبال السهم  $i$  في اليوم السابق  $t-1$ ) من خلال استخدام المعادلة التالية:

$$Rit = \ln\left(\frac{pit}{pit-1}\right) \dots\dots 1$$

حيث أن:

$Rit$ : العائد اليومي العادي (الفعلي) لسهم الشركة  $i$  في اليوم  $t$ .

$Pit$ : سعر اقبال سهم الشركة  $i$  في اليوم  $t$ .

$pit-1$ : سعر اقبال سهم الشركة  $i$  في اليوم  $t-1$ .

$Ln$ : اللوغاريتم الطبيعي.

## ١.١.٤.٢ حساب العوائد اليومية العادية (الفعلية) للسوق:

تم حساب العوائد اليومية العادية للسوق ( $Rmt$ ) باستخدام نفس الطريقة المستخدمة بإيجاد العوائد اليومية العادية للسهم، حيث يتم إيجاد العائد اليومي للسوق في كل من نافذة الحدث وفترة التقدير باستخدام مؤشر السوق الرئيسي (تاسي) من خلال استخدام المعادلة التالية (Abdeldayem & Nekhili, 2016; Cooke & Bailey, 2015; Karagol, 2016; Khan, 2011; الفتلاوي وآخرون, ٢٠٢١):

$$Rmt = \ln\left(\frac{TASIt}{TASIt-1}\right) \dots\dots 2$$

حيث أن:

$Rmt$ : العائد على السوق في اليوم  $t$ .

$TASIt$ : مؤشر السوق في اليوم  $t$ .

$TASIt-1$ : مؤشر السوق في اليوم  $t-1$ .

$ln$ : اللوغاريتم الطبيعي.

## ١.١.٤.٣ حساب العوائد اليومية المتوقعة:

تمثل العوائد المتوقعة  $E(Rit)$  لكل سهم في العينة خلال فترة تقدير العوائد التي ليس لها علاقة بالحدث، تم استخدام نموذج السوق في الدراسة الحالية، ويفترض نموذج السوق أن تتولد العوائد المتوقعة من خلال استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط التالي (الشواره، ٢٠١٧):

$$E(Rit) = \alpha i + \beta i Rmt + \varepsilon it \dots\dots 3$$

حيث أن:

$E(Rit)$ : العائد العادي المتوقع للسهم  $i$  خلال اليوم  $t$ .

$Rmt$ : عائد السوق  $m$  خلال اليوم  $t$ .

$\alpha i$  ,  $\beta i$ : معاملات نموذج السوق للسهم  $i$  يتم تقديرهما باستخدام معادلة الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (OLS) في فترة التقدير.

$\varepsilon it$ : الخطأ العشوائي.

ونظراً لأن فترة تقدير هذه المعلمات كانت فترة طويلة تكونت من ٢٥٠ يوم عمل؛ فإنه يمكن افتراض أن خطأ التقدير  $\varepsilon it$  سيقترب من الصفر (Kothari & Warner, 2007).

## ١.١.٤.٤ حساب العوائد اليومية غير العادية:

يتم حساب العوائد غير العادية  $ARit$  حول تواريخ الأحداث على أنها الفرق بين العائد العادي (الفعلي) الذي حققه السهم (ناتج المعادلة ١)، والعائد المتوقع له (ناتج المعادلة ٣) الذي كان سيكسبه خلال نافذة الحدث لو لم يحدث هذا الحدث، والذي سيتم اختياره لاستنتاج ما إذا كان هناك أي اختلاف كبير في العوائد نتيجة لإعلان الحدث. ويتم حساب العائد غير العادي من خلال المعادلة التالية (Syed & Bajwa, 2018):

$$ARit = Rit - E(Rit) \dots\dots\dots 4$$

حيث أن:

$AR_{it}$ : تمثل العائد غير العادي للسهم  $i$  في اليوم  $t$ .

$R_{it}$ : تمثل العائد الفعلي للسهم  $i$  في اليوم  $t$ .

$E(R_{it})$ : تمثل العائد العادي للسهم  $i$  في اليوم  $t$ .

١.٢ الخطوة الثانية: حساب التباين في العوائد غير العادية على أسهم الشركات:

تم حساب التباين في العوائد غير العادية على الأسهم من خلال اللوغاريتم الطبيعي للنسبة الناتجة عن قسمة (متوسط مربع العوائد غير العادية خلال نافذة الحدث) على (تباين العوائد غير العادية خلال فترة التقدير أي: من  $t = -6$  حتى  $t = -250$ ). وذلك من خلال المعادلة التالية (Poretti et al., 2017):

$$AVAR_{it} = \ln \left( \frac{\frac{1}{N} \sum_1^N AR_{it}^2}{\sigma_{it,ARest}^2} \right)$$

حيث إن:

$AVAR_{it}$ : التباين في العوائد غير العادية للسهم  $i$  في اليوم  $t$ .

$\frac{1}{N} \sum_1^N AR_{it}^2$ : متوسط مربع العوائد غير العادية خلال نافذة الحدث للسهم  $i$  في السنة  $t$ .

$\sigma_{it,ARest}^2$ : تباين العوائد غير العادية خلال فترة التقدير للسهم  $i$  في السنة  $t$ .

$Ln$ : اللوغاريتم الطبيعي.

وقد تم استخدام الرمز (AVAR) كرمز للمتغير التابع في هذه الدراسة.

## ٢. المتغيرات المستقلة:

## ٢.١ حجم مجلس الإدارة:

تم قياس حجم مجلس الإدارة Board Size من خلال عدد أعضاء مجلس الإدارة في نهاية كل سنة مالية (Ahulu & MacCarthy, 2019)، وقد تم تجاهل أي تغيرات تحدث خلال السنة المالية، مثل إعادة تشكيل مجلس الإدارة، أو استقالة بعض أعضاءه، أو وفاتهم، أو تعيين أعضاء جدد. ويتم الرمز لهذا المتغير بالرمز *BS*.

## ٢.٢ استقلالية مجلس الإدارة:

تم قياس استقلالية مجلس الإدارة Board Independence من خلال عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين مقسوماً على إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة في نهاية كل سنة مالية (Eguavoen et al., 2022)، وتم كذلك تجاهل أي تغيرات تحدث خلال السنة المالية، مثل إعادة تشكيل مجلس الإدارة، أو استقالة بعض أعضاءه، أو وفاتهم، أو تعيين أعضاء جدد. ويتم الرمز لهذا المتغير بالرمز *BI*.

## ٢.٣ نشاط مجلس الإدارة:

تم قياس نشاط مجلس الإدارة Board Meetings من خلال عدد الاجتماعات السنوية لمجلس الإدارة (Bhat et al., 2018). ويتم الرمز لهذا المتغير بالرمز *BM*.

## ٢.٤ ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة:

تم قياس ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة Board Ownership من خلال عدد الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة مقسوماً على إجمالي عدد أسهم الشركة (ابودحيلة، ٢٠١٩). ويتم الرمز لهذا المتغير بالرمز *BO*.



### ٢.٥ خبرة مجلس الإدارة:

تم قياس خبرة مجلس الإدارة Board Experience من خلال عدد أعضاء مجلس الإدارة الحاصلين على مؤهل دكتوراه في الإدارة، أو الاقتصاد، أو المحاسبة، أو القانون، أو الحوكمة (Khalifa, 2018). ويتم الرمز لهذا المتغير بالرمز *BE*.

### ٣. قياس المتغيرات الرقابية:

يوجد العديد من المتغيرات التي تعبر عن عوامل مختلفة تتحكم وتؤثر على العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والقيمة السوقية لأسهم الشركات (Khalifa, 2018). وبغرض تحديد أثر خصائص آليات حوكمة الشركات على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية فقد تم تضمين النماذج التطبيقية للدراسة الحالية بمجموعة من المتغيرات الرقابية التي تمثل هذه العوامل المختلفة. وتتضمن هذه المتغيرات الرقابية ما يلي:

#### ٣.١ حجم الشركة:

يعتبر حجم الشركة Company Size من العوامل المهمة والمؤثرة على القيمة السوقية لأسهم الشركات، حيث أن الشركات كبيرة الحجم أكثر عرضة لمشكلة الوكالة وذلك بسبب ما يواجه المستثمرون من صعوبة الحصول على المعلومات (عبدالمجيد, ٢٠١٨). كما أن مشكلة الوكالة تزداد في الشركات الصغيرة بسبب تعرض المستثمرين الى مشكلة عدم تماثل المعلومات، لأن الشركات الكبيرة تخضع لرقابة المساهمين فتكون أقل عرضة لهذه المشكلة (ابودحيلة, ٢٠١٩).

وقد تم قياس متغير حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة المالية للشركة (Poretta et al., 2017)، ومن المتوقع أن تكون علاقته موجبة مع المتغير التابع (عبدالمجيد, ٢٠١٨). ويتم الرمز لهذا المتغير بالرمز *CS*.

#### ٣.٢ الرافعة المالية:

توضح الرافعة المالية Financial Leverage مدى اعتماد الشركة على تمويل احتياجاتها المالية من مصادر تمويل خارجية مثل الاقتراض أو اصدار سندات دين أو غيرها من طرق

التمويل المتعارف عليها وذلك لتحقيق المزيد من العوائد للمساهمين (الدباس, ٢٠١٧)، مما يترتب على ذلك زيادة القيمة السوقية لأسهم الشركة (Okolie & Izedonmi, 2014). وقد تم قياس متغير الرافعة المالية بإجمالي المطلوبات مقسوماً على إجمالي الأصول (Okolie & Izedonmi, 2014)، ومن المتوقع أن تكون علاقته موجبة مع المتغير التابع (Chua & Ab Razak, 2018). ويتم الرمز لهذا المتغير بالرمز *FL*.

### ٣.٣ معدل العائد على الأصول:

يقيس معدل العائد على الأصول *Rate Of Return On Assets* مقدار ما ينتج عن استخدام أصول الشركة من أرباح، وبالتالي فإنه كلما زاد هذا المعدل دل على حسن استغلال إدارة الشركة لأصول الشركة في توليد الأرباح، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة السوقية لأسهمها (فوزي وآخرون, ٢٠١٩).

وقد تم قياس متغير معدل العائد على الأصول بصافي الربح مقسوماً على إجمالي الأصول (فوزي وآخرون, ٢٠١٩)، ومن المتوقع أن تكون علاقته موجبة مع المتغير التابع (نصر, ٢٠١٩). ويتم الرمز لهذا المتغير بالرمز *ROA*.

### ٣.٤ فجوة التقرير:

إن الفترة التي تمر بين نهاية السنة المالية واعتماد ونشر التقارير المالية وتقرير مجلس الإدارة يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية لأسهم الشركات، حيث إن تأخر نشر التقارير المالية يؤدي إلى زيادة المعلومات المعروضة من المصادر الأخرى قبل نشر التقارير المالية (Poretti et al., 2017)، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تقليل تأثير خصائص آليات حوكمة الشركات على القيمة السوقية لأسهم الشركات (Eguavo et al., 2022).

وقد تم قياس متغير فجوة التقرير *Reporting Lag* باعتباره عدد الأيام بين تاريخ نهاية السنة المالية وتاريخ نشر تقرير مجلس الإدارة الخاص بهذه السنة (Alabi et al., 2021)، ومن المتوقع أن تكون علاقته موجبة مع المتغير التابع (Poretti et al., 2017). ويتم الرمز لهذا المتغير بالرمز *LAG*.

ويخلص الجدول رقم (٤-٢) متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، والعلاقة المتوقعة بينها وبين القيمة السوقية للأسهم.

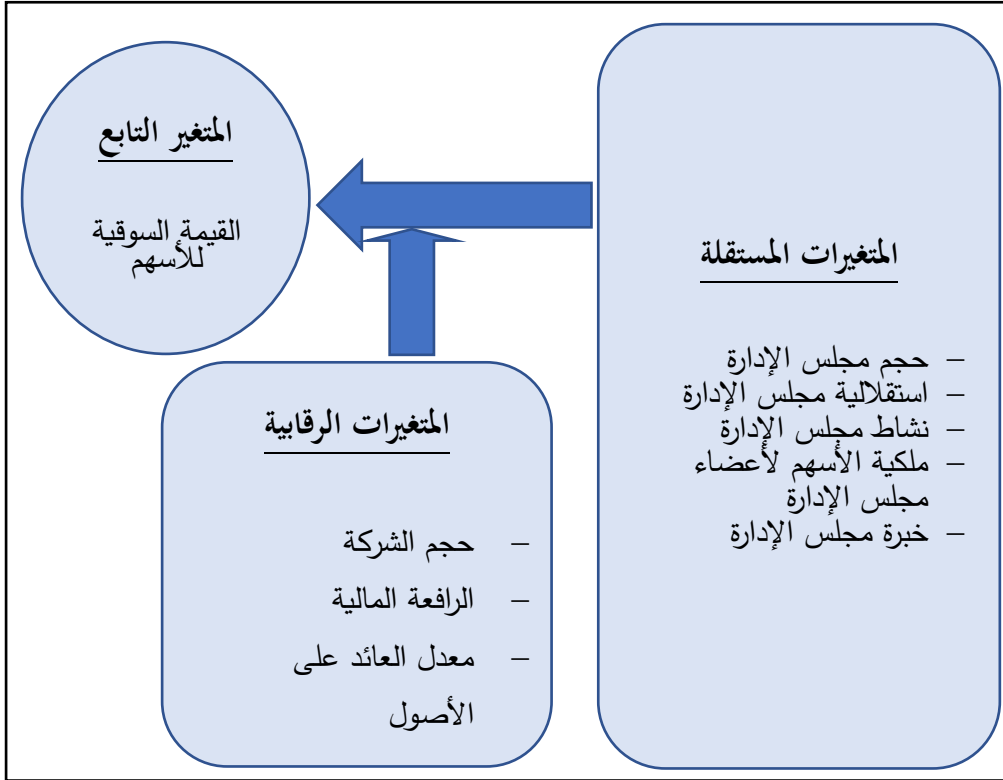
الجدول رقم (٤-٢): متغيرات الدراسة وكيفية قياسها والعلاقة المتوقعة مع القيمة السوقية للأسهم:

م	المتغير	رمز المتغير	طريقة القياس	الدراسات السابقة	العلاقة المتوقعة مع المتغير التابع
<b>المتغير التابع</b>					
١	القيمة السوقية للأسهم	(AVAR)	التباين على العوائد غير العادية للأسهم	(Poretti et al., 2017)	.....
<b>المتغيرات المستقلة (خصائص مجلس الإدارة)</b>					
١	حجم مجلس الإدارة	(BS)	عدد أعضاء مجلس الإدارة	(Ahulu & MacCarthy, 2019)	إيجابية
٢	استقلالية مجلس الإدارة	(BI)	عدد الأعضاء المستقلين بالمجلس / عدد أعضاء مجلس	Eguavoen et al., 2022	إيجابية
٣	نشاط مجلس الإدارة	(BM)	عدد الاجتماعات السنوية لمجلس الإدارة	(Bhat et al., 2018)	إيجابية
٤	ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة	(BO)	عدد الأسهم التي يمتلكها مجلس الإدارة/إجمالي عدد	(ابودحيلة, ٢٠١٩)	إيجابية
٥	خبرة مجلس الإدارة	(BE)	عدد أعضاء المجلس الحاصلين على مؤهل دكتوراه في الإدارة، أو الاقتصاد، أو المحاسبة، أو القانون، أو الحوكمة	(Khalifa, 2018)	إيجابية
<b>المتغيرات الرقابية</b>					
١	حجم الشركة	(CS)	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة	(Poretti et al., 2017)	إيجابية
٢	الرافعة المالية	(FL)	إجمالي المطلوبات/إجمالي الأصول	(Okolie & Izedonmi, 2014)	إيجابية
٣	معدل العائد على الأصول	(ROA)	صافي الربح / إجمالي الأصول	(فوزي وآخرون, ٢٠١٩)	إيجابية
٤	فجوة التقرير	(LAG)	عدد الأيام بين تاريخ نهاية السنة المالية وتاريخ نشر	(Alabi et al., 2021)	إيجابية

## ٤.٣ نموذج الدراسة:

يمكن التعبير عن العلاقة بين متغيرات الدراسة من خلال الشكل رقم (٤-١).

الشكل رقم (٤-١): العلاقة بين متغيرات الدراسة:



المصدر: من اعداد الباحث

وفي ضوء هذا الشكل، فإن الدراسة الحالية تستخدم نموذج انحدار متعدد لقياس أثر خصائص مجلس الادارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، ويأخذ هذا النموذج الشكل التالي:

$$AVAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 BI_{it} + \beta_3 BM_{it} + \beta_4 BO_{it} + \beta_5 BE_{it} + \beta_6 CS_{it} + \beta_7 FL_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 LAG_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots 1$$

حيث أن:

$AVAR_{it}$  : يمثل المتغير التابع (القيمة السوقية لأسهم الشركة  $i$  خلال السنة  $t$  .  
 $\beta_0$  : معامل أو ثابت الانحدار .

$BS_{it}$  : حجم مجلس الادارة للشركة  $i$  خلال السنة  $t$  .

$BI_{it}$  : استقلالية مجلس الادارة للشركة  $i$  خلال السنة  $t$  .

$BM_{it}$  : عدد اجتماعات مجلس الادارة للشركة  $i$  خلال السنة  $t$  .

$BO_{it}$  : ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الادارة للشركة  $i$  خلال السنة  $t$  .

$BE_{it}$  : خبرة مجلس الادارة للشركة  $i$  خلال السنة  $t$  .

$CS_{it}$  : حجم الشركة  $i$  خلال السنة  $t$  .

$FL_{it}$  : الرافعة المالية للشركة  $i$  خلال السنة  $t$  .

$ROA_{it}$  : معدل العائد على الاصول للشركة  $i$  خلال السنة  $t$  .

$LAG_{it}$  : فجوة التقرير للشركة  $i$  خلال السنة  $t$  .

$\beta_1, \dots, \beta_9$  : معاملات نموذج الانحدار للمتغيرات المستقلة والرقابية.

$\varepsilon_{it}$  : يمثل البواقي residuals أو حد الخطأ العشوائي error term في معادلة الانحدار .

٥ . الدراسة التطبيقية:

٥.١ المعالجات المرتبطة بإدخال البيانات:

تعتبر خطوة المعالجات المرتبطة بإدخال البيانات Data Pre- processing الخطوة الأولى في عملية تحليل البيانات، والتي تهدف إلى الكشف عن كيفية التعامل مع المشاهدات، أو القيم المفقودة Missing Values خلال فترة الدراسة، وكيفية تغيير بعض المتغيرات من صورتها الأصلية باستخدام طرق التحويل المختلفة Transformation Methods من أجل تحقيق استقرار البيانات، وكيفية التعامل مع القيم الشاذة أو المتطرفة Outliers، والتي قد تكون موجودة في مجموعة البيانات محل الدراسة ( Youssef et al., 2021). ويمكن توضيح ذلك على النحو التالي:

## ٥.١.١ التعامل مع المشاهدات أو القيم المفقودة:

أشار (Anh et al., 2017) إلى أن شركات عينة الدراسة التي تحتوي علي مشاهدات أو قيم مفقودة Missing Values خلال فترة الدراسة يجب معالجتها علي النحو التالي:

- إذا كانت هذه المشاهدات أو القيم المفقودة تمثل نسبة أكثر من ١٠٪ من إجمالي عدد المشاهدات في عينة الدراسة فإنه يجب حذف هذه الشركة من العينة.
- إذا كانت هذه المشاهدات أو القيم المفقودة تمثل نسبة أقل من ١٠٪ من إجمالي عدد المشاهدات في عينة الدراسة فإنه يمكن استبدال هذه القيم بالمتوسط الحسابي للمتغير في كل شركة على حدة. وهذا ما أتبعه الباحث في هذه الدراسة للوصول إلى البيانات النهائية موضوع التحليل.

## ٥.١.٢ التعامل مع المتغيرات التي سيتم تحويلها من صورتها الأصلية:

تم استخدام كل المتغيرات في صورتها الأصلية، فيما عدا المتغير الرقابي فجوة التقرير للشركة (LAG) الذي تم تحويله من صورته الأصلية، وذلك بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لفترة التقرير للشركة، وذلك من أجل تحقيق استقرار البيانات، وتقليل الفروق الكبيرة بين شركات العينة خلال فترة الدراسة، مع مراعاة الحفاظ على صفات تلك البيانات (Kamel, 2021).

## ٥.١.٣ التعامل مع المتغيرات التي تحتوي على قيم شاذة أو متطرفة:

توجد في بعض الدراسات بيانات تحتوي على قيم غير متنسقة مع بقية البيانات (شاذة أو متطرفة)، مما قد تؤثر على نتائج تحليل البيانات، بحيث تعطي نتائج مضللة، ولذلك أصبح الكشف عن وجود القيم المتطرفة جزءاً مهماً في تحليل البيانات، ومعالجتها للحصول علي نتائج صحيحة وذات كفاءة عالية (Youssef et al., 2021).

وتعتبر طريقة الوسط المبتور Trimmed mean من أكثر الطرق استخداماً في معالجة القيم الشاذة أو المتطرفة، حيث تقوم هذه الطريقة بإعادة ترتيب قيم المتغير الذي يوجد به قيم متطرفة ترتيباً تصاعدياً أو تنازلياً، ثم تحذف أكبر قيمة وأصغر قيمة، ويتم بعد ذلك حساب المتوسط للقيم المتبقية واستخدامه محل القيم المتطرفة في البيانات محل الدراسة (Youssef et al., 2022).

## ٥.٢ الكشف عن مشكلات القياس ومعالجتها:

يعد الكشف عن مشكلات القياس الاحصائية Diagnostic Tests المرتبطة ببيانات الدراسة أمراً ضرورياً، وذلك بهدف التوصل إلي نتائج دقيقة وذات كفاءة عالية، ومن ثم الوصول إلي النموذج الملائم للبيانات محل الدراسة (Sapra, 2005). وتتمثل المشكلات الاحصائية فيما يلي:

### ٥.٢.١ مشكلة عدم ثبات التباين:

قد تنشأ مشكلة عدم ثبات التباين Heteroscedasticity of Residuals بسبب وجود تباين واختلاف في ممارسة الظاهرة محل الدراسة بين الشركات. وقد تم الاعتماد على اختبار Pagan-Breusch Weisberg-Cook لتحديد ما إذا كان هناك ثبات في تباين البواقي أم لا. وتظهر مشكلة عدم ثبات التباين بشكل كبير في بيانات المقاطع العرضية، حيث يتم تجميع عدد كبير من بيانات الشركات المختلفة التي تتسم باختلاف التباين خلال فترة زمنية معينة (Gujarati, 2022).

ويتمثل فرض العدم في ظل هذا الاختبار في ثبات تباين البواقي، بينما يتمثل الفرض البديل في عدم ثبات تباين البواقي، بحيث يقبل فرض العدم عندما تكون قيمة الاحتمال المحسوبة لهذا الاختبار أكبر من ٥٪، بينما يقبل الفرض البديل عندما تكون قيمة الاحتمال المحسوبة لهذا الاختبار أقل من ٥٪ (Gujarati, 2022).

### ٥.٢.٢ مشكلة توصيف النموذج:

يتم الكشف عن مشكلة توصيف النموذج Model Specification من خلال إجراء اختبار Ramsey Reset Test ، ووفقاً لهذا الاختبار فإنه إذا كانت القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار أقل من ٥٪ يتم رفض فرض العدم، وقبول الفرض البديل القائل بوجود مشكلة توصيف النموذج (Sapra, 2005).

### ٥.٢.٣ مشكلة الارتباط الذاتي أو التسلسلي:

تم الاعتماد على اختبار Durbin Watson (DW) للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي، أو التسلسلي Auto/ Serial Correlation بين البواقي، وتعني هذه المشكلة أن البواقي في العام الحالي مرتبطة بالبواقي الأخرى في العام السابق أو القادم، وتظهر بشكل كبير في بيانات السلاسل الزمنية لدراسات. وتتعدم هذه المشكلة عندما تكون قيمة اختبار Durbin Watson قريبة من ٢، وتظهر عندما تكون القيمة أقل أو أكبر من ٢ (Brooks, 2008).

### ٥.٢.٤ مشكلة الازدواج الخطي:

يقصد بمشكلة الازدواج الخطي (الارتباط المتعدد) Multicollinearity التحقق من عدم وجود علاقة ارتباط قوية بين اثنين أو أكثر من المتغيرات المستقلة، والتي يراد قياس أثرها على المتغير التابع. ويتم الكشف عن هذه المشكلة من خلا إجراء اختبار Variance (VIF) Inflation Factor. بحيث تنعدم هذه المشكلة عندما تكون قيمة VIF أقل من ٥، وتظهر عندما تكون قيمة VIF أكبر من ٥ (Kamel & Abonazel, 2023).

كما يمكن الكشف عن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة من خلال مصفوفة الارتباط، حيث يمكن إقرار مشكلة الارتباط الخطي المتعدد عندما تكون درجة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة في مصفوفة الارتباط أكبر من ٨٠٪، ويمكن التحقق من ذلك عن طريق فحص مصفوفة ارتباط بيرسون Correlation Matrix لمتغيرات الدراسة (Field, 2013).

### ٥.٢.٥ اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

يهدف اختبار التوزيع الطبيعي Normal distribution test إلى التحقق من اعتدالية التوزيع الطبيعي للمتغيرات محل الدراسة لجميع الشركات. وقد تم إجراء اختبار شابيرو (Shapiro-Wilk Test for Normality)، ووفقاً لهذا الاختبار يجب أن يكون مستوى المعنوية P-value أكبر من ٥٪، حتى يتم قبول الفرض العدمي القائل بأن البيانات تتبع



التوزيع الطبيعي (Elliott & Woodward, 2007). والجدول التالي يوضح نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات محل الدراسة.

جدول رقم (٥-١): اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

Variables	Z-Statistic	P-value
<i>AVAR</i>	12.464	0.0000
<i>BS</i>	2.150	0.0158
<i>BI</i>	7.787	0.0000
<i>BM</i>	8.916	0.0000
<i>BO</i>	14.348	0.0000
<i>BE</i>	6.317	0.0000
<i>CS</i>	12.019	0.0000
<i>FL</i>	14.689	0.0000
<i>ROA</i>	14.351	0.0000
<i>LAG</i>	12.522	0.0000

ويتضح من الجدول رقم (٥-١) عدم اعتدالية التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة، حيث أن قيمة مستوي المعنوية P-value أقل من ٥٪، وقد أشار Elliott and Woodward (2007) إلي أنه في حالة استخدام العينات كبيرة الحجم والتي يزيد عدد المشاهدات بها عن ٣٠ مشاهدة، يمكن استخدام الاختبارات الاحصائية المعلمية Parametric Statistics باستخدام المتوسط.

## ٥.٣ التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة:

يتم التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة من خلال نوعين من التحليل، هما التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة، والتحليل الإحصائي الاستدلالي، ولغرض إجراء التحليل الإحصائي لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام برنامج الحزمة الإحصائية STATA Software (version 16).

## ٥.٣.١ التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يتمثل التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة في المتوسط الحسابي Mean، والوسيط الحسابي Median، وأدنى قيمة Min، وأعلى قيمة Max، والانحراف المعياري Standard Deviation. وتستخدم هذه الإحصاءات لوصف الملامح الأساسية لمتغيرات الدراسة. ويوضح الجدول (٥-٢) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

الجدول رقم (٥-٢): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

Variables	Mean	Median	Max.	Min.	Std. Dev.
<i>AVAR</i>	0.6639	-0.2099	26.2251	-5.2468	3.3406
<i>BS</i>	8.3349	9.0000	15.0000	4.0000	1.5247
<i>BI</i>	0.4803	0.4444	1.0000	0.1111	0.1455
<i>BM</i>	5.1982	5.0000	15.0000	1.0000	1.8955
<i>BO</i>	0.0859	0.0038	7.9979	0.0000	0.4519
<i>BE</i>	0.6498	0.0000	4.0000	0.0000	0.8173
<i>CS</i>	1.3013	1.3234	1.4299	0.3179	0.0833
<i>FL</i>	0.9170	0.4320	58.7550	0.0015	3.6507
<i>ROA</i>	0.4122-	0.0257	36.7522	77.2130-	5.1930
<i>LAG</i>	1.9381	1.9542	2.9581	0.0000	0.1475

يعرض الجدول رقم (٥-٢) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات محل الدراسة، ومن خلالها نستطيع تحديد أكبر المتوسطات، وأصغرها، وقيم انحرافها، ونلاحظ من نتائج الجدول ما يلي:

- بلغ المتوسط الحسابي للمتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم) ٠.٦٦٣٩؛ مما يدل على ارتفاع طفيف للقيمة السوقية للأسهم لدى شركات الدراسة، حيث بلغت أعلى قيمة للقيمة السوقية للأسهم ٢٦.٢٢٥١، بينما كانت أقل قيمة ٥.٢٤٦٨-، وقد بلغت قيمة الانحراف المعياري ٣.٣٤٠٦ وهي قيمة كبيرة؛ مما يدل على أن هناك تباين كبير للقيمة السوقية للأسهم لدى شركات عينة الدراسة.

- وفيما يتعلق بالمتغيرات الخاصة بخصائص مجلس الإدارة، فيمكن ملاحظة أن الوسط الحسابي لمتغير حجم مجلس الإدارة بلغ ٨.٣٣٤٩؛ مما يدل على ارتفاع حجم مجلس الإدارة لدى شركات الدراسة، وقد بلغت أعلى قيمة لمتغير حجم مجلس الإدارة ١٥.٠٠٠٠، بينما كانت أقل قيمة ٤.٠٠٠٠، وقد بلغت قيمة الانحراف المعياري ١.٥٢٤٧، ويدل ذلك على تقارب حجم مجلس الإدارة لدى شركات عينة الدراسة. كما بلغ متوسط نسبة متغير استقلالية مجلس الإدارة ٠.٤٨٠٣ من إجمالي عدد الاعضاء؛ مما يدل على انخفاض نسبي لاستقلالية مجلس الإدارة لدى شركات عينة الدراسة، وبلغت قيمة الانحراف المعياري ٠.١٤٥٥. كما تبين أن متوسط متغير نشاط مجلس الإدارة ٥.١٩٨٢ بانحراف معياري قدره ١.٨٩٥٥. كما بلغ متوسط متغير ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة ٠.٠٨٥٩ بانحراف معياري قدره ٠.٤٥١٩؛ مما يشير إلى ارتفاع طفيف في ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة لدى شركات عينة الدراسة، بينما بلغ متوسط خبرة مجلس الإدارة ٠.٦٤٩٨ بانحراف معياري قدره ٠.٨١٧٣.

فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، فيمكن ملاحظة أن المتوسط الحسابي لمتغير حجم الشركة بلغ ١.٣٠١٣، وقد بلغت أعلى قيمة لحجم الشركة ١.٤٢٩٩، بينما كانت أقل قيمة ٠.٣١٧٩، وقد بلغت قيمة الانحراف المعياري ٠.٠٨٣٤؛ مما يدل على أن أغلب الشركات محل الدراسة متوسطة الحجم. كما يمكن ملاحظة أن المتوسط الحسابي لمتغير الرافعة المالية بلغ ٠.٩١٧٠، وقد بلغت أعلى قيمة للرافعة المالية ٥٨.٧٥٥٠، بينما كانت أقل قيمة ٠.٠٠١٥، وقد بلغت

قيمة الانحراف المعياري ٣.٦٥٠٧ وهي قيمة كبيرة، وتدل على أن هناك تباين كبير في الرافعة المالية لدي شركات الدراسة. كما تشير النتائج إلى أن متوسط العائد على الاصول بلغ ٠.٤١٢٢-، بانحراف معياري قدره ٥.١٩٣٠؛ مما يدل ذلك على وجود تباين كبير في معدل العائد على الاصول لدي الشركات محل الدراسة، حيث بلغت أكبر قيمة ٣٦.٧٥٢٢، بينما بلغت أقل قيمة ٧٧.٢١٣٠-. يتضح من النتائج كذلك أن المتوسط الحسابي لمتغير فجوة التقرير للشركة بلغ ١.٩٣٨١، وقد بلغت أعلى قيمة لفجوة التقرير ٢.٩٥٨١، بينما كانت أقل قيمة صفر، وقد بلغت قيمة الانحراف المعياري ٠.١٤٧٥ وهي قيمة كبيرة، وتدل على أن هناك تباين كبير لدي شركات الدراسة بفجوة التقرير.

ومن خلال جدول الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة يمكن ملاحظة زيادة الانحراف المعياري في العينة ككل لمتغيرات الدراسة، حيث بلغت أعلى قيمة للانحراف المعياري ٥.١٩٣٠ لمتغير معدل العائد على الاصول وأقل قيمة ٠.٠٨٣٣ للمتغير حجم الشركة، وبالتالي تشير نتائج الانحراف المعياري بين متغيرات شركات الدراسة على عدم التجانس بين هذه الشركات، نظراً للارتفاع النسبي للانحراف المعياري بين شركات العينة، كما أنه مرتفع أيضاً خلال فترة الدراسة لكل شركة على حدة، مما يشير الى وجود تذبذب وتباين كبير بين متغيرات الدراسة.

### ٥.٣.٢ التحليل الإحصائي الاستدلالي لبيانات الدراسة:

يتمثل التحليل الإحصائي الاستدلالي لبيانات الدراسة في اختبار مدي صحة فروض الدراسة، باستخدام مصفوفة الارتباط، ونماذج السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Models (نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية).

### ٥.٣.٢.١ تحليل مصفوفة الارتباط بين جميع متغيرات الدراسة:

ويتضح من الجدول رقم (٥-٣) أن جميع متغيرات الدراسة ظهرت بقيم ارتباط أقل من ٨٠٪، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي في البيانات محل الدراسة، ويمكن بيان ذلك كما يلي:

١. فيما يتعلق بنتيجة العلاقة بين المتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم) وباقي المتغيرات المستقلة:

يرتبط المتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم) بعلاقة طردية قوية مع المتغيرات المستقلة استقلالية مجلس الإدارة، ونشاط مجلس الإدارة، وملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة، وخبرة مجلس الإدارة، حيث بلغت معاملات الارتباط ٠.١٦٤، ٠.٠٩٠، ٠.٠٠٠، ٠.١٩٧، على التوالي، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪، بينما يرتبط بعلاقة عكسية ضئيلة مع حجم مجلس الإدارة، حيث بلغ معامل الارتباط ٠.٠٠٤.

٢. فيما يتعلق بنتيجة العلاقة بين المتغيرات المستقلة ببعضها البعض يتضح ما يلي:

- توجد علاقة إحصائية طردية قوية بين متغير حجم مجلس الإدارة والمتغير خبرة مجلس الإدارة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط ٠.١٠٩، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪.
- يرتبط المتغير استقلالية مجلس الإدارة ارتباطاً طردياً مع المتغير نشاط مجلس الإدارة، حيث بلغ معامل الارتباط ٠.٠٩٧، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪.
- توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين متغير نشاط مجلس الإدارة والمتغير خبرة مجلس الإدارة، حيث بلغ معامل الارتباط ٠.٠٨٢، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪.

الجدول رقم (٥-٣): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

Variables	<i>AVAR</i>	<i>BS</i>	<i>BI</i>	<i>BM</i>	<i>BO</i>	<i>BE</i>	<i>CS</i>	<i>FL</i>	<i>ROA</i>	<i>LAG</i>
<i>AVAR</i>	1									
<i>BS</i>	-0.004	1								
<i>BI</i>	0.164*	0.056	1							
<i>BM</i>	0.090*	0.051	0.097*	1						
<i>BO</i>	0.000	-0.012	0.032	0.026	1					
<i>BE</i>	0.197*	0.109*	0.036	0.082*	-0.051	1				
<i>CS</i>	-0.179*	-0.079*	-0.204*	-0.040	-0.072	-0.131	1			
<i>FL</i>	0.017	-0.009	0.022	-0.004	-0.008	0.017	-0.039	1		
<i>ROA</i>	-0.043	-0.008	0.029	0.025	0.007	0.031	0.049	0.002	1	
<i>LAG</i>	0.048	0.008	0.226*	0.019	0.002	0.008	0.010	0.008	0.016	1

حيث إن إشارة \* : تعني أن المعلمة معنوية إحصائياً سواء عند المستوى ١٠٪، أو ٥٪، أو ١٪ على الترتيب.

#### ٥.٣.٢.٢ اختبار فروض الدراسة:

تُعد البيانات التي تعتمد عليها الدراسة الحالية بيانات سلاسل زمنية مقطعية Panel Data، حيث إن بيانات عينه الدراسة مكونة من ١٤٣ شركة مدرجة في السوق المالية السعودية، خلال الفترة من ٢٠١٧م إلى ٢٠٢١م، بإجمالي عدد مشاهدات ٦٥١ مشاهدة؛ ولذلك سوف يتم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، من خلال تطبيق نماذج السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Models لاختبار مدى صحة فروض الدراسة. ولذلك تم استخدام نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model لتقدير معاملات نموذج الدراسة وكانت النتائج على النحو التالي:

الجدول رقم (٥-٤): تقدير معاملات نموذج الدراسة باستخدام نموذج الانحدار التجميعي:

Variables	Estimate	Std. Err.	T-value	P> T	VIF	1/MF
BS	-0.0005	0.0015	-0.3300	0.7400	1.06	0.9445
BI	0.0090**	0.0039	2.3100	0.0210	1.57	0.6365
BM	0.0063***	0.0024	2.5900	0.0100	1.23	0.8146
BO	-0.0066***	0.0013	-4.9400	0.0000	1.30	0.7711
BE	0.0352***	0.0031	11.4200	0.0000	1.62	0.6185
CS	-0.9462***	0.1519	-6.2300	0.0000	1.20	0.8318
FL	0.1612***	0.0254	6.3500	0.0000	1.42	0.7062
ROA	-0.0883***	0.0338	-2.6100	0.0090	1.44	0.6953
LAG	0.0192	0.0279	0.6900	0.4910	1.04	0.9631
Constant	1.1601***	0.0773	15.0100	0.0000	----	
Number of observations	651					
Model Fit.	statistic = 29.92-F					
Durbin-Watson D-statistic	Durbin-Watson d-statistic (10, 651) = 1.470699					
Breusch-Pagan Test	F(9, 641) = 13.34					
Ramsey RESET test	F(3, 638) = 48.34					
R-squared	0.2958					
Adj R-squared	0.2860					
Root MSE	.11584					

حيث إن \*، \*\*، \*\*\*: تمثل القيمة الإحصائية ل T-Statistic يعني أن المعلمة معنوية إحصائياً، سواءً عند المستوى ١٠٪ أو ٥٪ أو ١٪ على الترتيب.

يوضح الجدول رقم (٥-٤) تقدير معاملات نموذج الدراسة باستخدام نموذج الانحدار التجميعي، حيث تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية ( Ordinary Least Squares) لتقدير النموذج. وقد أجريت عدة اختبارات للكشف عن بعض مشكلات القياس بالنموذج المستخدم، ويتضح من نتائج نموذج الدراسة ما يلي:

- تشير قيم اختبار Durbin-Watson test إلى غياب مشكلة الارتباط الذاتي Serial Correlation بين الأخطاء العشوائية للنموذج، حيث إن قيمة اختبار Durbin-Watson تقارب القيمة ٢.
- يتضح من قيم اختبار Breusch-Pagan Test وجود مشكلة عدم ثبات التباين Heteroskedasticity، حيث نجد أن قيمة المعنوية P-value أقل من ٠.٠٠٥.

- يتضح من قيم اختبار Ramsey RESET test أن نموذج الانحدار المستخدم يعاني من مشكلة توصيف النموذج Model Specification، حيث نجد أن قيمة المعنوية P-value أقل من ٠.٠٠٥، وبالتالي يتم رفض فرض العدم، وقبول الفرض البديل القائل بوجود مشكلة توصيف النموذج.
- توضح قيم معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) أن جميع القيم أقل من ٥، مما يدل على عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي في النموذج المستخدم. وتم استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية، والتي تتمثل في نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)، ونموذج التأثيرات العشوائية (REM) للوصول إلى نتائج أفضل في ظل معالجة بعض مشاكل القياس الموجودة في النموذج، وقد تمت المقارنة بين نتائج النماذج وتوصل الباحث إلى النتائج التالية:

#### الجدول رقم (٥-٥): تقدير معاملات نموذج الدراسة باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة:

Variables	Estimate	Std. Err.	T-value	P> T
BS	0.0035***	0.0012	2.9100	0.0040
BI	0.0128***	0.0050	2.5700	0.0100
BM	0.0065**	0.0026	2.4900	0.0130
BO	0.0053***	0.0014	3.7700	0.0000
BE	0.0369***	0.0057	6.4300	0.0000
CS	0.1279	0.1977	0.6500	0.5180
FL	0.0198	0.0317	0.6200	0.5340
ROA	0.1397	0.1134	1.2300	0.2190
LAG	0.0349	0.0275	1.2700	0.2060
Constant	1.0828***	0.1656	6.5400	0.0000
Number of observations	651			
Model Fit.	statistic = 10.18-F P-value = 0.0000			
R-squared	within	between	overall	
	0.6956	0.0639	0.6535	
	F test that all u <sub>i</sub> =0: F(142, 511) = 5.42 Prob > F = 0.0000			
Adj R-squared	6486.٠٠			
LM-Test	LM- statistic = 222.38 P-value = 0.0000			
Hausman-Test	= 9 = 35.29; df $\chi^2$ P-value = 0.0001			



حيث إن \*، \*\*، \*\*\*: تمثل القيمة الإحصائية ل T-Statistic يعني أن المعلمة معنوية إحصائياً، سواءً عند المستوى ١٠٪ أو ٥٪ أو ١٪ على الترتيب.

يوضح الجدول رقم (٥-٥) تقدير معاملات نموذج الدراسة باستخدام نموذج السلاسل الزمنية المقطعية بالتأثيرات الثابتة، حيث تم استخدام طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (LSDV). ولتحديد النموذج الملائم لتحليل بيانات هذه الدراسة تم استخدام اختبار LM للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة، ونموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية من جهة أخرى، حيث يتضح من نتائج الجدول أن النموذج الملائم لبيانات الدراسة هو الخيار بين نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية، حيث بلغت نتيجة اختبار LM ٢٢٢.٣٨ باحتمال معدوم معنوية إحصائياً.

ويوضح اختبار Hausman Test ارتفاع القيمة الإحصائية (Chi-Sq) بقيمة  $\chi^2 = 35.29$ ، وكانت قيمة P-value أقل من ٠.٠٠٥، مما يشير إلى وجود ارتباط بين تأثيرات الدوال والمتغيرات التفسيرية، فيكون استخدام التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم والأفضل لبيانات نموذج الدراسة.

#### القدرة التفسيرية لنموذج الدراسة:

يبين الجدول رقم (٥-٥) القدرة التفسيرية لنموذج الدراسة، حيث نجد أن قيمة معامل التحديد المعدل ( $Adj R^2$ ) بلغت ٦٥.٣٥٪، بمعنى أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي ٦٥.٣٥٪ من التغير في المتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم)، وأن النسبة المتبقية ترجع إلى تأثير عوامل عشوائية أخرى. كما يتضح من نتائج تحليل الفرض الرئيس أن معظم متغيرات النموذج ذات دلالة إحصائية لأن قيم P-value لهذه المتغيرات أقل من ٠.٠٠٥.

#### معنوية نموذج الفرض الرئيس للدراسة:

يتضح من نتائج تحليل نموذج الفرض الرئيس للدراسة باستخدام نموذج السلاسل الزمنية المقطعية بالتأثيرات الثابتة Fixed Effects Panel Data Model، أن النموذج المستخدم معنوي إحصائياً، لأن قيمة P-value لاختبار فيشر F-statistic (٠.٠٠٠٠٠) أقل من ٥٪؛

مما يدل على أنه يوجد تأثير معنوي للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم).

#### معنوية المتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة:

- يوجد تأثير إيجابي معنوي لحجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، حيث بلغ معامل الانحدار (٠.٠٠٣٥) وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪، وعليه يمكن قبول الفرض الفرعي الأول وهو "يوجد أثر إيجابي معنوي لحجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية".
- يوجد تأثير إيجابي معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، حيث بلغ معامل الانحدار (٠.٠١٢٨) وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪، وعليه يمكن قبول الفرض الفرعي الثاني وهو "يوجد أثر إيجابي معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية".
- يوجد تأثير إيجابي معنوي لنشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، حيث بلغ معامل الانحدار (٠.٠٠٦٥)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪. وعليه يمكن قبول الفرض الفرعي الثالث وهو "يوجد أثر إيجابي معنوي لنشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية".
- يوجد تأثير إيجابي معنوي لملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، حيث بلغ معامل الانحدار (٠.٠٠٥٣) وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪. وعليه يمكن قبول الفرض الفرعي الرابع وهو "يوجد أثر إيجابي معنوي لملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية".

– يوجد تأثير إيجابي معنوي لخبرة مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، حيث بلغ معامل الانحدار (٠.٠٣٦٩) وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪. وعليه يمكن قبول الفرض الفرعي الخامس وهو "يوجد أثر ايجابي معنوي لخبرة مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية".

#### معنوية المتغيرات الرقابية في نموذج الدراسة:

– يوجد تأثير إيجابي معنوي لحجم الشركة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، حيث بلغ معامل الانحدار (٠.١٢٧٩)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪.

– يوجد تأثير إيجابي معنوي للرافعة المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، حيث بلغ معامل الانحدار (٠.٠١٩٨)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪.

– يوجد تأثير إيجابي معنوي لمعدل العائد على الأصول على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، حيث بلغ معامل الانحدار (٠.١٣٩٧)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪.

– يوجد تأثير إيجابي معنوي لفجوة التقرير على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، حيث بلغ معامل الانحدار (٠.٠٣٤٩)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪.

ومن خلال معنوية نموذج انحدار التأثيرات الثابتة Fixed Effects Panel Data Mode المستخدم، ومعنوية خصائص مجلس الادارة (المتغيرات المستقلة) يمكن قبول الفرض الرئيس للدراسة، وهو "يوجد أثر ايجابي معنوي لخصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية

لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية". وتأخذ معادلة الانحدار الخاصة بنموذج الدراسة الشكل التالي:

$$AVAR_{it} = 1.0828 + 0.0035 BS_{it} + 0.0128 BI_{it} + 0.0065 BM_{it} \\ + 0.0053 BO_{it} + 0.0369 BE_{it} + 0.1279 CS_{it} \\ + 0.0198 FL_{it} + 0.1397 ROA_{it} + 0.0349 LAG_{it}$$

٥.٣.٢.٣ مناقشة وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية:

تظهر نتائج التحليل الإحصائي بشقيه الوصفي والاستدلالي لبيانات الدراسة التطبيقية، والتي تم توضيحها في القسم السابق، أن خصائص مجلس الإدارة تؤثر تأثيراً إيجابياً على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية. وفيما يلي بيان تفصيلي لذلك:

- يوجد أثر ايجابي ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪. تتفق هذه النتيجة مع نظرية الوكالة التي تشير إلى أن زيادة حجم مجلس الإدارة يزيد من قدرة المساهمين على فرض الرقابة على إدارة الشركة وعملها وتضبط سلوكها الانتهازي، وكذلك نظرية الاعتماد على الموارد والتي ترى أن حجم مجلس الإدارة الكبير له تأثير إيجابي على القيمة السوقية لأسهم الشركات، لأنها تجلب المزيد من الموارد والكفاءات المتنوعة، وتساعد على بناء علاقات أكثر تنوعاً وتعدداً مع المصادر الخارجية للموارد.

كما تتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات ( Abdulkarim et al., 2020; Ahulu & MacCarthy, 2019; Al Farooque et al., 2020; Al Harbi, 2018; Assidi, 2020; Bansal & Sharma, 2016; Devi & Suardana, 2021; Dunstan et al., 2011; Fariha et al., 2021; Khalifa, 2018; Khanh et al., 2020; Syafitri, 2018; al., 2021 et صالح، ٢٠١٦)، والتي تشير إلى

أن حجم مجلس الإدارة الكبير يقدم المزيد من المقترحات من خلال أعضاءه، وقدرتهم على التعامل مع البيئة المحيطة بالشركة بشكل أفضل؛ مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لأسهم الشركة.

– يوجد تأثير إيجابي معنوي ذو دلالة إحصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪. وتتفق هذه النتيجة مع نظرية الوكالة التي تشير إلى أن استقلالية مجلس الإدارة تزيد من فرض الرقابة على إدارة الشركة، وكذلك نظرية الاعتماد على الموارد والتي ترى أن أعضاء مجلس الإدارة المستقلين يُعتبرون مورداً إستراتيجياً، لأنهم يعملون على توسيع المعرفة التنظيمية للشركة، كما يوفر الموارد للتعامل مع العوامل الخارجية، بما في ذلك المجتمع أو العملاء أو الموردين، مما يؤدي إلى تحسين القيمة السوقية لأسهم الشركة.

كما تتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات ( Ahulu & MacCarthy, 2019; Al Farooque et al., 2020; Assidi, 2020; Bhat et al., 2018; Chua & Ab Razak, 2018; Devi & Suardana, 2021; Dunstan et al., 2011; Gurusamy, 2017; Khalifa, 2018; Khan et al., 2017; Khanh et al., 2020; Silva Rosa et al., 2021; نادر, ٢٠١٦)، والتي تشير إلى أن الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة لديهم حافز كبير لحماية مصالح المساهمين حفاظاً على سمعتهم في السوق.

– يوجد تأثير إيجابي معنوي ذو دلالة إحصائية لنشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪. وتتفق هذه النتيجة مع نظرية الوكالة التي تشير إلى أن نشاط مجلس الإدارة المتمثل في عدد اجتماعاته، يوفر الفرص لأعضاء مجلس الإدارة لمراجعة أداء الشركة بشكل أعمق، وكذلك نظرية الاعتماد على الموارد والتي ترى أن زيادة نشاط مجلس الإدارة يساهم في جذب موارد جديدة للشركة.

كما تتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات ( Al Farooque et al., 2020; Al Harbi, 2017; Gurusamy, 2017; Fariha et al., 2021; 2018)، والتي تشير إلى أن نشاط مجلس الإدارة يزيد من القدرة على تقديم الاستشارات الفعالة لعمليات الإدارة التنفيذية.

– يوجد تأثير إيجابي معنوي ذو دلالة إحصائية لملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪. وتتفق هذه النتيجة مع نظرية الوكالة التي تشير إلى أن ملكية أسهم الشركة من قبل مجلس الإدارة تخفض تكلفة الوكالة الناشئة عن تضارب المصالح بين إدارة الشركة والمساهمين.

كما تتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات ( Bansal & Sharma, 2016; Omotoye et al., 2021; Gurusamy, 2017; ابودحيلة, ٢٠١٩; صالح, et al., 2021)، والتي تشير إلى أن ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة يحدث توازناً بين مصلحة أعضاء مجلس الإدارة والمساهمين، مما يؤثر بشكل إيجابي على أداء الشركة، كما أن مجلس الإدارة سيتخذ قرارات متوافقة مع تعظيم أرباح المساهمين وأصحاب المصلحة وأرباحهم الخاصة.

– يوجد تأثير إيجابي معنوي ذو دلالة إحصائية لخبرة مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪. وتتفق هذه النتيجة مع نظرية الوكالة التي تشير إلى أن خبرة مجلس الإدارة تمنع السلوك الانتهازي من قبل إدارة الشركة. وكذلك نظرية الاعتماد على الموارد والتي ترى أن أعضاء مجلس الإدارة ذوي الخبرة والمؤهلات ذات الصلة يُعتبرون مصدراً غنياً بالأفكار المبتكرة، وتقديم وجهات نظر جيدة حول القضايا الاستراتيجية.

كما تتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات ( Dunstan et al., 2011; John et al., 2018; Khalifa, 2020)، والتي تشير إلى أن أعضاء مجلس الإدارة من ذوي الخبرة والمؤهلات العالية أكثر وعياً بالتحديات في بيئات العمل، ويمكنهم التعامل بشكل أفضل مع المشكلات على عكس أعضاء مجلس الإدارة ذوي الخبرة والمؤهلات الأقل.

– أوضحت نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الدراسة قبول الفرض الرئيس للدراسة، والذي ينص على أنه "يوجد أثر ايجابي معنوي لخصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية". حيث إن خصائص مجلس الإدارة توفر بالمجمل مسؤولية رقابية للتعامل مع مشكلات الوكالة الناشئة عن الإدارة التنفيذية، ومن ثم التأثير على القيمة السوقية لأسهم الشركة.

## ٦. نتائج وتوصيات وقيود الدراسة والدراسات المستقبلية:

### ٦.١ نتائج الدراسة:

من خلال استقراء وتحليل الإطار النظري والدراسات السابقة، لقياس أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، ومن خلال التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

### أ. النتائج على المستوى النظري:

١. أن مجلس الإدارة يقدم ضماناً للمساهمين بأن عمل الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة ينمي حقوقهم، ويقلل احتمالية وقوع أزمات مالية للشركات ومنع حدوث إفلاسها، ويمنع أو يقلل من ظاهرة الفساد المالي والإداري، ومن ثم يعزز من القيمة السوقية لأسهم الشركة.
٢. أن أهم النظريات التي استندت إليها الدراسات السابقة في تفسير أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية للأسهم تتمثل في نظرية الوكالة، ونظرية الاعتماد على الموارد.
٣. أن خصائص مجلس الإدارة تعتبر من أهم المقومات الأساسية للأسواق المالية، حتى يكون لها القدرة على جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، كما تعتبر بمثابة الأداة التي تضمن كفاءة إدارة الشركة في استغلالها لمواردها، وتقييمها للمخاطر، وهو ما يعتبر كمؤشر على تحقيق الشركة أهدافها بالدرجة الأولى، وأهداف الأطراف ذات العلاقة بها بالدرجة الثانية.

٤. أن التباين في نتائج الدراسات السابقة حول وجود تأثير إيجابي أو سلبي أو عدم وجود أثر في الأساس لخصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات، كان نتيجةً لاختلاف خصائص مجلس الإدارة فيما يتعلق بالسياقات التنظيمية للأسواق المالية وللشركات، ومستوى تعارض المصالح بداخل الشركات، كما تظهر بعض خصائص مجلس الإدارة تأثيرات معاكسة في دول مختلفة سواءً متقدمة أو نامية، أو حتى في نفس الدولة من فترة زمنية إلى أخرى.

#### ب. النتائج على المستوى التطبيقي:

١. يظهر التحليل الإحصائي الوصفي أن هناك التزام متفاوت من قبل الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية بخصائص مجلس الإدارة، حيث وجد أن هناك ارتفاع في حجم مجلس الإدارة لدى شركات الدراسة، وأن هناك تقارب في حجم مجلس الإدارة لدى شركات عينة الدراسة، وأن هناك انخفاض نسبي لاستقلالية مجلس الإدارة لدى شركات عينة الدراسة، وارتفاع طفيف في ملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة.

٢. يوجد أثر إيجابي معنوي لخصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، حيث أنه:

أ- يوجد تأثير إيجابي معنوي لحجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

ب- يوجد تأثير إيجابي معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

ت- يوجد تأثير إيجابي معنوي لنشاط مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

ث- يوجد تأثير إيجابي معنوي لملكية الأسهم لأعضاء مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.

ج- يوجد تأثير إيجابي معنوي لخبرة مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.



٣. أن السوق المالية السعودية يمكن وصفها بأنها سوق تتمتع بكفاءة ضعيفة المستوى، حيث أن القيمة السوقية لأسهم الشركات تتأثر بالإعلان عن خصائص مجلس الإدارة بتقرير مجلس الإدارة، وهذا يعني أن المعلومات الحالية تؤثر على قرار المتداول.

٦.٢ توصيات الدراسة:

- في ضوء النتائج النظرية والتطبيقية التي توصلت إليها الدراسة توصي الدراسة بما يلي:
١. أن تكون لائحة حوكمة الشركات السعودية لائحة إلزامية التنفيذ في جميع موادها، وبندوها وفقراتها، وبما فيها إلزامية تكوين لجنة حوكمة الشركات في الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.
  ٢. أن تقوم هيئة السوق المالية بإتاحة البيانات المرجعية عن السوق المالية السعودية المتوفرة لديها للباحثين بالمجان، من خلال تخصيص أيقونة خاصة بها على موقع السوق المالية السعودية تداول من ضمن بيانات السوق.
  ٣. ضرورة قيام هيئة السوق المالية بتفعيل إجراءات الرقابة على الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية، عن مدى التزامها بلائحة حوكمة الشركات، وفرض العقوبات والغرامات الرادعة لمثل هذه التجاوزات.
  ٤. أن تقوم الشركات المدرجة بالسوق المالية على زيادة الالتزام بلائحة حوكمة الشركات، بهدف تحسين صورتها أمام المستثمرين، ومن ثم انعكاس ذلك على قيمة أسهمها السوقية.
  ٥. أن تقوم الشركات بتحديد الحجم المناسب لمجلس الإدارة بما يتناسب مع حجم الشركة، بحيث يتمكن أعضاء المجلس من القيام بمهامهم الموكلة إليهم حسب لائحة حوكمة الشركات.
  ٦. ضرورة أن تعتمد الشركات على اختيار رئيس وأعضاء مجلس الإدارة من الأشخاص الذين يتمتعون بالكفاءة العلمية والخبرة المهنية، التي تمكنهم من متابعة وتنفيذ مهام مجلس الإدارة باقتدار، مما يؤدي إلى تحسين قيمة أسهم الشركة السوقية.
  ٧. أن تقوم الشركات بزيادة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، مما يعطي المستثمرين ثقة في قرارات مجلس الإدارة المتعلقة باستثماراتهم وعوائدھا.

## ٦.٣ قيود الدراسة والدراسات المستقبلية المقترحة:

- على الرغم من بذل الكثير من الوقت والجهد لإعداد هذه الدراسة؛ يوجد بعض القيود على هذه الدراسة والتي تعتبر كلاً منها كمقترح للدراسات المستقبلية في هذا المجال البحثي وهي:
١. تم تطبيق هذه الدراسة على الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية (السوق الرئيسي- تاسي)، ويمكن تكرار تطبيق هذه الدراسة على الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية (السوق الموازية- نمو).
  ٢. تم تطبيق هذه الدراسة على الشركات غير المالية المدرجة بالسوق المالية السعودية، ويمكن تكرار تطبيق هذه الدراسة على الشركات المالية المدرجة بالسوق المالية السعودية.
  ٣. تغطي هذه الدراسة فترة زمنية لخمس سنوات، تمتد من ٢٠١٧م إلى ٢٠٢١م، ويمكن تكرار تطبيق هذه الدراسة على فترة زمنية أطول.
  ٤. تم تطبيق هذه الدراسة على خصائص مجلس الإدارة، ويمكن تكرار تطبيق هذه الدراسة على خصائص آليات أخرى.
  ٥. تم تطبيق هذه الدراسة باستخدام مقياس التباين في القيمة السوقية اليومية لأسهم الشركات لقياس المتغير التابع، ويمكن تكرار تطبيق هذه الدراسة باستخدام مقياس آخر وهو التباين في حجم التداول اليومي لأسهم الشركات.
  ٦. الدراسة الحالية دراسة تطبيقية تعتمد على بياناتكمية، ويمكن تكرار الدراسة على أن تكون دراسة ميدانية تعتمد على بيانات نوعية.
  ٧. تم تطبيق هذه الدراسة على السوق المالية السعودية فقط، ويمكن تكرار الدراسة على أن تكون دراسة مقارنة للسوق المالية السعودية مع الأسواق المالية الخليجية أو مع دول متقدمة، حول أثر خصائص آليات حوكمة الشركات على القيمة السوقية لأسهم الشركات.

## المراجع

## المراجع العربية:

- ابودحيلة, حنين خليل. (٢٠١٩). اثر الحاكمة المؤسسية وهيكل الملكية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة عمان جامعة اليرموك. الاردن.
- الحناوي, السيد (٢٠١٤). دراسة أثر حوكمة الشركات على قيمة الشركة في سوق الأوراق المالية المصري. مجلة الدراسات التجارية والإدارية, ١(٢), ٤٢-١.
- الدباس, قاسم احمد (٢٠١٧). أثر جودة التدقيق على القيمة السوقية للسهم في البنوك الاردنية المدرجة في بورصة عمان. رماح للبحوث والدراسات, ٢٠١٧(٢١), ٣٩-١١.
- الزين, محمد ديب (٢٠٢٠). اثر ممارسات حوكمة الشركات على قيمة الشركات المالية (دراسة تطبيقية على الشركات المالية المدرجة في بورصة فلسطين) الجامعة الإسلامية بغزة. فلسطين.
- السويركي, هاني جودة (٢٠٢١). أثر اليات الحوكمة في القيمة السوقية للشركات: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية, ٢٩(٣), ١٠٧-١٣١.
- الشواور, فواز خالد (٢٠١٧). تقييم استراتيجية دراسة الحدث المالي والاقتصادي. المجلة العربية للمحاسبة, ٢٠(٢), ٥٩-٩.
- العبيشي, محمد عبدالله (٢٠١٠). العلاقة بين منهج دراسات الحدث ورد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي. مجلة العلوم الإدارية و الاقتصادية, ٣(١), ٢٢٧-٢٩٢.

العمرى, احمد محمد, وعوينى, محمد حكمت (٢٠١٦). تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. المجلة الأردنية في إدارة الاعمال, ١٢(٤), ٨٩٩-٩١٧.

الفتلاوي, ميثاق هاتف, والموسوي, سعدي احمد, والساعدي, سعدون عباس (٢٠٢١). أثر المحتوى المعلوماتي للإعلان عن ترقية وخفض التدرج الائتماني لسندات الشركات في اسعار أسهمها (دراسة تحليلية في سوق ابو ظبي للأوراق المالية). مجلة دنانير, ١(٢١), ٥٦-٨٦.

المليجي, هشام حسن عواد (٢٠٠٨). دور منهج الحدث في قياس الأهمية النسبية لحدث تجزئة الاسهم وتحسين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية - دراسة تطبيقية. المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة(٣), ١-٣٩.

باجاخر, محمد صالح, والهباش, مربع سعد, وآفردان, سعد علي (٢٠٢٠). اثر خصائص حوكمة الشركات على هيكل راس المال في الشركات المساهمة غير المالية المدرجة بسوق المال السعودي مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية, ١٧(٢), ٢١٠-٢٣٢.

بخاوه, محمد الامين, وطبيي, حمزة (٢٠٢٢). توقيت اصدار التقارير المالية كمتغير معدل للعلاقة بين خصائص آليات الحوكمة الداخلية وشفافية الافصاح (دراسة تطبيقية). أبحاث إقتصادية معاصرة, ٥(٢), ١٦٧-١٨٦.

بديدة, حورية, والعربي, العروسي (٢٠١٨). رد فعل السوق المالي تجاه إعلانات التغير في توزيعات الارباح النقدية: حالة السوق المالي الفرنسي مجلة الباحث, ١(١٨), ٥٠٧-٥١٩.

- زاير, مبارك, وزاير, عبدالوهاب (٢٠١٧). نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية. مجلة البشائر الاقتصادية, ٣(١٩٩-٨٦).
- سمور, محمد علاء, ودرغام, ماهر موسى (٢٠٢٠). أثر مكونات هيكل الملكية على تكاليف الوكالة للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية). مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية, ٢٨(٣).
- صالح, سمير ابوالفتوح, حسان, مروة حسن, وجودة, ايمان عوض (٢٠٢١). أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية. مجلة الدراسات والبحوث التجارية, ٤١(١), ٢٨٩-٣٢٤.
- عبد العزيز, غريب محمد (٢٠١٥). أثر الإعلان عن حدث اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة المنشأة. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية, ٦(٢), ٣٣٨-٣٥٨.
- عبدالله, احمد سعيد رحمه (٢٠١٨). استخدام التحليل العاملي لتحديد أهم العوامل المؤثرة في الرضا الوظيفي في كليتي إدارة الأعمال والعلوم والدراسات الإنسانية. مجلة الجزيرة للعلوم الاقتصادية والاجتماعية, ٩(١), ١-١٩.
- عبدالمجيد, حميدة محمد (٢٠١٨). قياس أثر استقلالية لجنة المراجعة على الاستجابة السوقية لاعلانات الأرباح في الشركات السعودية. مجلة الإدارة العامة, ٥٩(٢), ٣٢٣-٣٩٣.
- فوزي, فوزي عبدالباقي, وحسن, ماجد احمد, والقطار, حسن عبدالحميد (٢٠١٩). أثر جودة المراجعة على العلاقة بين جودة الأرباح وأسعار الاسهم: دراسة امبريقية على الشركات المساهمة المصرية. مجلة البحوث التجارية, ٤١(٤), ١٦-٤٩.
- كربوسه, داليا, واسماعيليه, نبيلة (٢٠٢٢). النظام القانوني لحوكمة الشركات. جامعة قاصدي. الجزائر.

لخضر, مسعودة (٢٠١٩). اختبار كفاءة بورصة ابوظبي للاوراق المالية عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومات المحاسبية المفصح عنها. مجلة آفاق علمية, ١١(٣), ٧٦٤-٧٤٥.

نادر, نهاد الياس (٢٠١٦). أثر الملكية الادارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية: دراسة اختيارية باستخدام (Tobins). مجلة تشرين للبحوث والدراسات العلمية, ٣٨(٢), ٢٩-٤٤.

نصر, سناء يونس احمد (٢٠١٩). دور العوامل المرتبطة بجودة التدقيق الخارجي على القيمة السوقية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية في سوق عمان المالي. مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية ٢٧(١), ١٢٠-١٣٨.

وزودة, عمار, ويوكفة, حمزة (٢٠١٨). تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية , معوقات نموها ومرتكزات تطويرها دراسة تحليلية للفترة (٢٠٠٩ - ٢٠١٥) المجلة العالمية للاقتصاد والاعمال, ٤(١), ٤٦-٦٤.

## المراجع الأجنبية:

- Abdeldayem, M. M., & Nekhili, R. (2016). Credit rating changes and stock market reaction in the Kingdom of Bahrain. *International Journal of Economics and Finance*, 8(8), 1-23 .
- Abdulkarim, H., Yusuf, A., & Usman, I. (2020). Board Composition, Board Size and Market Value of Listed Industrial Goods Companies in Nigeria. *International Journal of Research and Innovation in Social Science (IJRISS)*, 6( 7), 14-19. <https://doi.org/10.47772/IJRISS.2020.41201>
- Aduroh, M. S., & Paramu, H. (2021). Determinants of Firm Value and the Role of Good Corporate Governance as A Moderating Variable: Empirical Evidence from Indonesian Public Companies. *International Journal Of All Research Writings*, 3(11), 1-10 .
- Ahulu, H., & MacCarthy, J. (2019). Does Corporate Governance Structures Predict Firm's Market Value? Empirical Evidence from Ghana. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(1), 52-59 .
- Al-Faryan, M. A. S., & Shil, N. C. (2022). Nexus between Governance and Economic Growth: Learning from Saudi Arabia. *Cogent Business & Management*, 9(1), 1-23 .
- Al-Matari, E. M., Al-Swidi, A. K., & Fadzil, F. H. (2014). The effect of board of directors characteristics, audit committee characteristics and executive committee characteristics on firm performance in Oman :An empirical study. *Asian Social Science*, 10(11), 149-171 .
- Al-Matari, E. M., Mgammal, M. H., Alosaimi, M. H., Alruwaili, T. F., & Al-Bogami, S. (2022). Fintech, Board of Directors and Corporate Performance in Saudi Arabia Financial Sector: Empirical Study. *Sustainability*, 14(17), 10750 .

- Al Ahmary, H. (2018). *Does Saudi corporate governance attain International standards using the UK best practice as an exemplar* City, University of London]. United Kingdom .
- Al Farooque, O., Buachoom, W., & Sun, L. (2020). (Board, audit committee, ownership and financial performance—emerging trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32 (1), 54–81. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54-81. <https://doi.org/10.1108/PAR-10-2018-0079>
- Al Harbi, A. (2018). *An assessment of the impact of corporate governance practices on the values of firms in the United Kingdom and Kingdom of Saudi Arabia: a comparative study using the Ethical Process Thinking Model (EPTM)* University of Hull]. United Kingdom .
- Alabi, A., Issa, S. O., & Usman, M. K. (2021). Ownership Structure and Financial Reporting Timeliness of Listed Insurance Companies in Nigeria. *Global Journal of Accounting*, 7(2), 112-124 .
- Almulhim, A. (2020). *Effects of Corporate Governance Quality and Ownership Structure on Stock Liquidity: Evidence from the Alternative Investment Market (AIM)*. The University of Liverpool .
- Ananzeh, I. N. (2021). investigating the efficiency of financial markets: empirical evidence from mena countries. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(1), 205-259 .
- Anh, L. H., Kreinovich, V., & Thach, N. N. (2017). *Econometrics for financial applications* (Vol. 760). Springer .
- Antenucci, R. (2019). The Weakening Relationship between Corporate Governance and Firm Performance. *Association for University Regional Campuses of Ohio*, 25, 1-23 .



- Assidi, S. (2020). The effect of voluntary disclosures and corporate governance on firm value: a study of listed firms in France. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17(2), 168-179 .
- Bajaher, M. (٢٠٢١). Corporate governance and financial performance: an empirical study on cement companies listed in Saudi stock market. *Jerash for Research and Studies Journal*, 20(2), 697-711 .
- Bajaher, M., Habbash, M., & Albarr, A. (2021). Board governance, ownership structure and foreign investment in the Saudi capital market. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(1), 117-125 .
- Bansal, N., & Sharma, A. K. (2016). Audit committee, corporate governance and firm performance: Empirical evidence from India. *International Journal of Economics and Finance*, 8(3), 103-116 .
- Bataineh, A., & Soumadi, M. M. (2020). Does Auditing committee characteristics enhance corporate value? Evidence from Jordan. *International Journal of Financial Research*, 11(2), 348-357 .
- Bendigeri, M. (2021). Effectiveness of audit committee attributes on firm performance of cnx nifty companies in India. *Mudra: Journal of Finance and Accounting*, 8(1), 1-21 .
- Bhat, K. U., Chen, Y., Jebran, K., & Bhutto, N. A. (2018). Corporate governance and firm value: a comparative analysis of state and non-state owned companies in the context of Pakistan. *The International Journal of Business in Society*, 18(6), 1196-1206. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2017-0208>
- Brooks, C. (2008). RATS Handbook to accompany introductory econometrics for finance. *Cambridge Books* .

- Chenchehene, J. (2019). *Corporate governance and financial distress prediction in the UK* Bournemouth University]. United kingdom .
- Chua, M. S., & Ab Razak, N. H. (2018). The Impact of Board of Directors' Characteristics and Remuneration on Companies' Performance in Malaysia. *Indian Journal of Public Health Research and Development*, 9(10), 24-34 .
- Cooke, C., & Bailey, F. (2015). The impact of credit rating changes on Jamaica's global bond prices. *Journal of Economic Literature*, 4(1), 1-26 .
- Corrado, C. J. (2011). Event studies: A methodology review. *Accounting & Finance*, 51(1), 207-234 .
- Dakhlallah, M. M., Rashid, N., Abdullah, W. A. W., & Al Shehab, H. J. (2020). Audit committee and Tobin's Q as a measure of firm performance among Jordanian companies. *Jour of Adv Research in Dynamical & Control Systems*, 12(1), 28-41 .
- Devi, I. G. A. A. L., & Suardana, K. A. (2021). The Effect of Good Corporate Governance and Environmental Performance on the Value of Manufacturing Companies on the Indonesia Stock Exchange 2015-2019. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 5(4), 502-508 .
- Dunstan, K. L., Keeper, T., Truong, T. P., & van Zijl, T. (2011). The influence of board structure on the value of NZX listed firms and its association with growth options. *SSRN* 1-26, Article 76 .
- Eguavo, I., Ugbogbo, S. N., & Kadiri, I. (2022). board characteristics and financial reporting timeliness of firms in nigeria. *Gusau Journal of Accounting and Finance*, 3(2), 17-17 .
- El-Chaarani, H., Abraham, R., & Skaf, Y. (2022). The impact of corporate governance on the financial performance of the banking sector in the

- MENA (Middle Eastern and North African) region: An immunity test of banks for COVID .<sup>١٩</sup>-*Journal of Risk and Financial Management*, 15(2), 1-22 .
- Elliott, A. C., & Woodward, W. A. (2007). *Statistical analysis quick reference guidebook: With SPSS examples*. Sage .
- Erasmus, E. G., & Akani, F. N. (2021). Audit Quality and Market Value of Quoted Banks in Nigeria. *International Journal of Innovative Finance and Economics Research*, 9(4), 18-41 .
- Fariha, R., Hossain, M. M., & Ghosh, R. (2021). Board characteristics, audit committee attributes and firm performance: empirical evidence from emerging economy. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 84-96 .
- Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics*. sage .
- Gosal, M., Pangemanan, S., & Tielung, M. (2018). Pengaruh Good Corporate Governance Pada Nilai Perusahaan: Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Pada Indeks Idx30 Periode 2013-2017. *Jurnal EMBA*, 6(4), 2688-2697 .
- Gujarati, D. N. (2022). *Basic econometrics*. Prentice Hall .
- Gurusamy, P. (2017). Board characteristics, audit committee and ownership structure influence on firm performance of manufacturing firms in India. *International Journal of Business and Economics Research*, 6(4), 73-87 .
- Hamad, S., Draz, M. U., & Lai, F.-W. (2020). The impact of corporate governance and sustainability reporting on integrated reporting: A conceptual framework. *Sage Open*, 10(2), 1-15 .
- Idan, H. Z. (2022). The effect of corporate governance attributes on corporate social responsibility disclosure in Iraqi companies: a literature review.

- Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, 27(2), 2778-2815 .
- Jogani, p. s., & Patel, r. n. (2020). an impact of corporate governance on financial performance of selected non-financial companies. *clear international journal of research in commerce & management*, 11(7), 3-20 .
- John, J. S ., Sudiono, R. R., Haryono, L., & Adelina, Y. E. (2020). The Diversity of Board of Directors Characteristics and Firm Value. *Journal of Applied Accounting and Taxation*, 5(2), 233-245 .
- Kamel, A. (2021). *Handling outliers in seemingly unrelated regression equations model* MSc thesis, Faculty of graduate studies for statistical research (FGSSR) .[...]
- Kamel, A. R., & Abonazel, M. R. (2023). A Simple Introduction to Regression Modeling using R. *Computational Journal of Mathematical and Statistical Sciences*, 2 .٧٩-٥٢ ,(١)
- Kao, M.-F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 189-216 .
- Karagol, R. (2016). *essays on the turkish stock market* University of Aberdeen]. British Library .
- Khalifa, H. (2018). *The effect of board and audit committee characteristics on the financial performance of United Arab Emirates firms* Victoria University]. New Zealand .
- Khan, A., Tanveer, T., & Malik, U. (2017). An empirical analysis of corporate governance and firm value: Evidence from KSE-100 Index. *Accounting*, 3(2), 119-130 .

- Khan, M. A., & Ibrahim, M. Y. (2017). Improving firm financial performance through corporate governance mechanism in Malaysian listed companies: empirical study approach. *Global Business and Management Research*, 9(1), 28-39 .
- Khan, N. U. (2011). *Dividend policy and the stock market reaction to dividend announcements in Pakistan* University of Dundee Scotland .[Scotland .
- Khanh, V., Hung, D., Van, V., & Huyen, H. (2020). A study on the effect of corporate governance and capital structure on firm value in Vietnam. *Accounting*, 6(3), 221-230 .
- Khatib, S. F., Abdullah, D. F., Elamer, A., & Hazaea, S. A. (2022). The development of corporate governance literature in Malaysia: a systematic literature review and research agenda. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 1-50 .
- Kothari, S. P., & Warner, J. B. (2007). Econometrics of event studies. In *Handbook of empirical corporate finance* (pp. 3-36). Elsevier .
- Lehmann, E. E., & Schwerdtfeger, M. T. (2016). Evaluation of IPO-firm takeovers: an event study. *Small Business Economics*, 47(4), 921-938 .
- Lin, L. (2021). *Academic Directors, Female Directors and Corporate Governance: Evidence from China* Coventry University]. United kingdom .
- Mann, B. J. S., & Babbar, S. (2017). Stock Price Reaction Around New Product Announcements: An Event Study. *IUP Journal of Management Research*, 16(3), 46-57 .
- Okolie, A. O., & Izedonmi, F. I. (2014). The impact of audit quality on the share prices of quoted companies in Nigeria. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(8), 150-166 .

- Olaoye, C. O., & Adeyemi, O. S. (2021). Corporate governance and performance of Deposit Money Banks in Nigeria. *International Journal of Management (IJM)*, 12(3), 422-444 .
- Olayinka, O. M. (2019). Audit Committee and Firms Performance in Nigeria: Case Study of selected Nigerian Banks. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 9(9), 315-323 .
- Omotoye, O., Adeyemo, K., Omotoye, T., Okeme, F., & Leigh, A. (2021). Audit Committee Attributes, Board Attributes And Market Performance Of Listed Deposit Money Banks In Nigeria. *Business Perspectives*, 16(1), 168-181 .
- Oncioiu, I., Petrescu, A.-G., Bilcan, F.-R., Petrescu, M., Fülöp, M. T., & Topor, D. I. (2020). The influence of corporate governance systems on a company's market value. *Sustainability*, 12(8), 1-15 .
- Padmanabhan, P. (2018). Do Demerger Announcements Impact Shareholders Wealth? An Empirical Analysis Using Event Study. *The Journal of Business Perspective*, 22(1), 22-31 .
- Pagaddut, J. G. (2020). The effect of corporate governance on abnormal returns around business combinations using PLS-SEM. *International Journal of Management*, 11(9), 1211-1217 .
- Poretti, C., Schatt, A., & Bruynseels, L. (2017). Audit committees' independence and the information content of earnings announcements in Western Europe. *Journal of Accounting Literature*, 40(1), 29-53 .
- Rahman ,M. L., Amin, A., & Al Mamun, M. A. (2021). The COVID-19 outbreak and stock market reactions: Evidence from Australia. *Finance Research Letters*, 38, 101832 .
- Sapra, S. (2005). A regression error specification test (RESET) for generalized linear models. *Economics Bulletin*, 3(1), 1-6 .

- Sare, Y. A., Pearl-Kumah, S., & Salakpi, A. (2014). Market reaction to dividend initiation announcements on the Ghana stock exchange: The case of industrial analysis. *Asian Economic and Financial Review*, 4(4), 440-450 .
- Sawalqa, F. A. (2021). Board mechanisms and corporate market value: Panel Data Evidence from Jordan. *Accounting*, 7(2), 257-268 .
- harif, M. J., & Hossain, M. I. (2020). The Effect of Corporate Governance Practice on Firms' Profitability in the Manufacturing Industry of Bangladesh. *Buft Journal of Business & Economics*, 1, 101-120 .
- Silva Rosa, A. A., Farias Bastos, T. E., da Silva, B., & de Sousa Ribeiro, K. C. (2021). os impactos da governança corporativa e da internacionalização no valor de mercado das empresas brasileiras: uma aplicação da análise dos componentes principais. *Internext: Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM*, 16(3), 323-344 .
- Sorescu, A., Warren, N. L., & Ertekin, L. (2017). Event study methodology in the marketing literature :an overview. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45(2), 186-207 .
- Syafitri, T. (2018). *Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada perusahaan industri sub sektor logam dan Sejenisnya yang terdaftar di bei periode 2012 (٢٠١٦-Universitas Brawijaya)*. Indonesia .
- Syed, A. M., & Bajwa, I. A. (2018). Earnings announcements, stock price reaction and market efficiency—the case of Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11 ,(٣) .٤٣١-٤١٦
- Wang, Y.-S., & Chen, Y.-J. (2017). Corporate social responsibility and financial performance: Event study cases. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 12(2), 193-219 .

- Wang, Y., Abbasi, K., Babajide, B., & Yekini, K. C. (2019). Corporate governance mechanisms and firm performance: evidence from the emerging market following the revised CG code. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/10422521911320000>
- Youssef, A. H., Abonazel, M. R., & Kamel, A. (2022). Efficiency comparisons of robust and non-robust estimators for seemingly unrelated regressions model. *WSEAS Transactions on Mathematics*, 21, 218-244 .
- Youssef, A. H., Kamel, A. R., & Abonazel, M. R. (2021). Robust SURE estimates of profitability in the Egyptian insurance market. *Statistical journal of the IAOS*, 37(4), 1275-1287 .
- Yuninda, Y., & Kusumawardhani, R. (2021). the effect of roa, capital, growth assets, ldr and der on share prices in registered banking sectors in indonesia stock exchange period 2010-2018. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 5(3), 38-51 .

## المواقع الإلكترونية:

- هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa>
- السوق المالية السعودية تداول: <https://www.saudiexchange.sa>
- شركة أرقام: <https://www.argaam.com>
- اتحاد البورصات العالمية: <https://www.world-exchanges.org>
- اتحاد البورصات العربية: <https://arab-exchanges.org>