

أثر إرساء مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية- دراسة قياسية
لسنتي 2010-2018م

**The Effect of Establishing Corporate Governance Principles on the
Efficiency of the Egyptian Stock Market - Empirical Study during 2010,
2018**

فلاق صليحة	بلعزوز بن علي	شارفي سامية
مخبر الأنظمة المالية والمصرفية	مخبر الأنظمة المالية والمصرفية	مخبر العولمة وانعكاساتها على
في ظل التحولات الاقتصادية	في ظل التحولات الاقتصادية	اقتصاديات دول الشمال الإفريقي
والعالمية جامعة الشلف، الجزائر	والعالمية جامعة الشلف، الجزائر	جامعة الشلف، الجزائر
		s.charfi@univ-chlef.dz
تاريخ القبول : 2109-12-28		تاريخ الاستلام: 2019-08-30

مستخلص:

تهدف هذه الورقة البحثية الى اختبار كفاءة البورصة المصرية قبل وبعد تطبيقها لمبادئ الحوكمة خلال سنتي 2010 و 2018، اعتماداً على نظرية السير العشوائي لأسعار الأسهم، وقد أظهرت نتائج القياس وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين إرساء مبادئ الحوكمة ورفع كفاءة السوق المالية المصرية، من خلال دفع الشركات المطبقة لها إلى الإفصاح عن معلومات أكثر جودة ومصداقية، والقضاء على مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، وبالتالي زيادة ثقة المتعاملين في سوق الأوراق المالية، والتي لا تتأتى إلا بحصولهم على معاملة عادلة ومتكافئة سواء كانوا محليين أو أجانب.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات؛ سوق الأوراق المالية؛ مؤشر أسعار الأسهم المصرية EGX؛ نموذج الانحدار المتعدد؛ اختبار التوزيع الطبيعي.

تصنيف JEL: G34؛ C3؛ O16

Abstract:

This research paper aims to test the efficiency of the Egyptian Stock Exchange before and after its application to the principles of governance during the years 2010 and 2018, based on the theory of random movement of stock prices, the results of the measurement showed a positive relationship statistically significant between the establishment of the principles of governance and raise the efficiency of the Egyptian financial market, through pushing Applicable companies have to disclose more quality and credible information, eliminate the problem of asymmetry of information among investors, and thus increase the confidence of dealers in the stock market, which can only be achieved by obtaining fair and equal treatment, whether domestic or foreign.

Keywords: Corporate Governance; Stock Market; Egyptian Stock Price Index EGX; Multiple Regression Model; Natural Distribution Test.

Jel Classification Codes : G34; C3; O16

مقدمة

تُشكل الأسواق المالية بتقسيماتها المتفرعة عاملاً أساسياً، في تحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية حيوية، الأمر الذي جعل كفاءة الأسواق المالية تتصدر قائمة المواضيع التي تستقطب اهتمام العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على حدٍ سواء،
إلا أنّ حالات التمويه والتضليل المتعمد في المعلومة المحاسبية، حالت دون استيفاء خصائص السوق الكفاءة، وبحكم الدور الذي تلعبه حوكمة الشركات في إضفاء الثقة والمصدقية على التقارير المالية بأعلى مواصفات الجودة، فإنه من الأهمية بمكان التحقق من طبيعة العلاقة بين الكفاءة والحوكمة، بحيث تمّ اختبار هذه العلاقة في البورصة المصرية باعتبارها من أقدم البورصات عربياً، والتي تمّ تقييمها من قبل صندوق النقد الدولي، من أجل الوصول إلى نموذج مقترح لإرساء متطلبات حوكمة الشركات في الأسواق المالية العربية، وعليه يحاول البحث من خلال اشكاليته الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

ما هو أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية

بين سنتي 2010 ، 2018؟

أهمية البحث: تكمن أهمية هذه الدراسة في كوننا نعالج أحد الموضوعات الهامة والتي تتعلق بدراسة أثر مبادئ الحوكمة على كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر، خاصة في ظل زيادة اهتمام المنظمات بالحوكمة بغرض ضمان بقائها وإبراز مكانتها في السوق.
أهداف الدراسة: نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

• التعرف على أهمية الحوكمة ودورها في تحقيق جودة المعلومات ومصدقيتها مما يساهم في تعزيز ثقة المستثمرين في السوق المالية؛

• اختبار مدى تطبيق البورصة المصرية لمبادئ الحوكمة في الواقع العملي؛

• الوقوف على أثر تطبيق آليات الحوكمة على كفاءة السوق المالية.

• فرضيات الدراسة: تأسيساً على ما تقدم، اعتمدنا الفرضيات التالية كمنطلق وأساس لمناقشة موضوع الدراسة، وهي:

H₀: السلسلة غير مستقرة أي حركة الأسعار عشوائية مما يدل على كفاءة البورصة

المصرية؛

H₁: السلسلة مستقرة أي حركة الأسعار غير عشوائية مما يدل على عدم كفاءة البورصة

المصرية.

منهج الدراسة: ، تمّ استعمال المنهج الاستنباطي بأداتيه الوصف والتحليل، لتوضيح مختلف المفاهيم النظرية لحوكمة الشركات، والدور الذي تؤديه في رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية، بينما تمّ استعمال المنهج الاستقرائي باستخدام مجموعة من التقنيات الإحصائية والرياضية لاختبار أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية. الدراسات السابقة: اكتسبت دراسة العلاقة بين الحوكمة والأسواق المالية أهمية كبيرة في الأدبيات الاقتصادية، حيث تم دراسته من قبل العديد من الأكاديميين والباحثين، وقد تم الرجوع إلى العديد من الدراسات التي تناولت هذه العلاقة سواء باللغة العربية أو الأجنبية، نذكر أهم هذه الدراسات فيما يلي:

• دراسة للباحث مصباحي محمد الأمين (2017) بعنوان: حوكمة الشركات: ودورها في زيادة مستوى الإفصاح وتقليل الفساد وأثرها على كفاءة الأسواق المالية، حاول الباحث من خلال دراسته توضيح أهمية حوكمة الشركات في النهوض بالاقتصاد، ولقد توصلت الدراسة إلى أن تطبيق مبادئ الحوكمة القائمة على الإفصاح والشفافية من قبل الشركات المدرجة في أسواق المال تسمح بضمان حقوق المساهمين مما يشجعهم على الإستثمار في الأوراق المالية دون تخوف، كما يساهم الإلتزام بمبدأ الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في تنشيط السوق والوصول إلى السعر الحقيقي للسهم ومن ثم رفع كفاءة السوق المالي؛

• دراسة للباحثان أحمد مداني، مداح عبد الهادي (2016) بعنوان: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الإمارات للأوراق المالية، ركز الباحثان من خلال دراستهما على إبراز دور تطبيق مبادئ الحوكمة في تحسين كفاءة السوق المالي، مع دراسة حالة سوق الإمارات العربية المتحدة، ولقد توصل الباحثين من خلال هذه الدراسة أن الحوكمة لها دور هام في رفع أداء الشركات وحماية حقوق جميع أصحاب المصالح، كما تسمح بمكافحة الفساد داخل الشركات، وقد ساهم تطبيق الإفصاح والشفافية في رفع أداء السوق الإمارات للأوراق المالية سواء من حيث مؤشر السوق أو القيمة السوقية أو حجم التداول وحتى عدد الصفقات المنجزة، مما أدى إلى زيادة نشاطها وتحسن أدائها.

• دراسة Hanaa Abdelkader El-Habashy (2019) بعنوان: Of Effects The Listed Publicly Of Performance The On Structures Ownership And Board Egypt In Companies، حاولت الباحثة من خلال هذه الدراسة قياس مدى الارتباط بين آليات حوكمة الشركات ومستوى الأداء في الشركات المدرجة في البورصة المصرية، وتم دراسة عينة تتكون من أكثر من 40 شركة غير مالية نشطة مدرجة في البورصة المصرية، وتم جمع

240 ملاحظة. وقد أظهرت النتائج أن مؤشر الحوكمة له تأثير إيجابي كبير على أداء الشركة فاستقلالية مجلس الإدارة تساهم في زيادة عائد حقوق المساهمين والعائد على الاستثمار.

• دراسة للباحثين **Abdulaziz Mohammed Alsahlawi**, **Mohammed**

Abdullah Ammer (2017) بعنوان: Corporate Governance, Ownership Stock Market Liquidity in Saudi Arabia: A Conceptual Structure and Framework Research حاول الباحثين من خلال دراستهما توضيح آثار حوكمة الشركات على السوق المالي مع التركيز على البيئة المؤسسية السعودية. وقد خلصت الدراسة لكون حوكمة الشركات لها دور فعال في تحقيق الإفصاح وجودة المعلومات، مما يساهم في زيادة ثقة المستثمرين. كما توصلت الدراسة إلى أن سوق الأسهم السعودي يعد من بين الأسواق النامية التي تشهد تطوراً سريعاً في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. حيث عرف السوق السعودي نمواً سريعاً في الشركات والحجم، وله إمكانات كبيرة، إلا أنه يواجه عدة تحديات مما يتطلب ضرورة تفعيل مبادئ الحوكمة لتحقيق الشفافية والإفصاح وتناسق المعلومات في السوق.

• ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة: من خلال الاطلاع على الدراسات المعروضة سابقاً، لوحظ أن معظمها ركزت على أهمية نظام حوكمة الشركات، وتوضيح الأثر الإيجابي لها على أداء الأسواق المالية. بينما ركزت دراستنا على اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية بمصر في الواقع العملي، ومحاولة صياغة نموذج كمي يربط بين كفاءة البورصة المصرية ومبادئ الحوكمة كلٌّ على حدى، لمعرفة وتدعيم المبادئ الأساسية التي كان لها دورٌ بارز في رفع كفاءة هذه السوق.

• مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية: قبل تحديد معنى كفاءة سوق الأوراق المالية لا بد من توضيح تعريف ضعف كفاءة الأسواق المالية والذي يدل على أن أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية فقط كأسعار الأوراق المالية السابقة ومعلومات عن العائد الماضي، حجم التداول، وبمعرفة هذه المعلومات لا يمكن للمستثمر تحقيق عائد أعلى من المتوسط، حيث تستند التوقعات على المعلومات التاريخية (Miljan, 2018, pp. 371-372). في حين تعدد التعاريف المقدمة حول كفاءة سوق الأوراق المالية والتي نوضح أهمها فيما يلي:

يقصد بالسوق الكفاء تلك السوق التي تتمتع بقدر عالٍ من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، مما يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفاءة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدر للأوراق المالية المتداولة في السوق (حفصي بونبعو و بلحمري، 2019، صفحة 331)؛

كما يعرف السوق الكفاء بأنه: "السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما، كافة المعلومات المتاحة والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأن في ظل السوق المالي الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد يلعب دور التعويض للمستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في تلك الأسهم من مخاطر (مزيود و بلحيان، 2017، صفحة 310)".

من خلال ما سبق يمكن تعريف السوق الكفاء بأنه: السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المتاحة لكل المستثمرين وبأدنى تكلفة.

• **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:** تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على متطلبين أساسيين هما كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير (بن لخضر، 2019، الصفحات 751-752):

• **كفاءة التشغيل :** يطلق عليها بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق أي فرصة لتحقيق هامش ربح مغال:

2.1. الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية: تسمى أيضاً الكفاءة التسعيرية أو الخارجية ويقصد بها أن المعلومات تصل إلى المستثمرين والمتعاملين في السوق المالي بسرعة ومن دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة.

ثانياً: انعكاس تطبيق حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية

• **مفهوم حوكمة الشركات:** تعددت التعاريف المقدّمة من قبل المنظّمات العالمية والهيئات الدولية حول مفهوم الحوكمة، إلا أنّ دلالتها متقاربة. حيث تعرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الحوكمة بأنها: "نظام يتم بواسطته توجيه منظمات الأعمال والرقابة عليها، حيث تحدد هيكل وإطار توزيع الواجبات والمسؤوليات بين المشاركين في الشركة مثل مجلس الإدارة والمديرين وغيرهم من أصحاب المصالح وتضع القواعد والأحكام لاتخاذ القرارات المتعلقة بشؤون الشركة" (مداني ومداح، 2016، صفحة 97):

وتعرفها مؤسسة التمويل الدولية (IFC) على أنها: "النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات، والتحكم في أعمالها" (مصباحي، 2017، صفحة 190):

• **مبادئ حوكمة الشركات:** تقوم حوكمة الشركات على عدة مبادئ يمكن ايجازها فيما يلي (بن زغدة وعيمر، 2019، الصفحات 268-269):

1.2. ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلا من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يتفق مع أحكام القانون:

2.2. حفظ حقوق جميع المساهمين: وتشمل نقل ملكية السهم واختيار مجلس الإدارة والحصول على عائد الأرباح، إضافة إلى مراجعة القوائم المالية، وحق المساهمين في اجتماعات الهيئة العامة؛

• **المعاملة المتساوية لكافة المساهمين:** وتعني المساوات بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية وكذلك حقهم في الاطلاع على جميع المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين؛

• **دور أصحاب المصالح:** وتشمل احترام حقوقهم القانونية، والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة، وحصولهم على المعلومات المطلوبة؛

5.2. الإفصاح والشفافية: يتناول الإفصاح عن المعلومات المهمة ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة؛

• **مسؤوليات مجلس الإدارة:** يشمل ضمان مجلس الإدارة الالتزام بالقوانين النافذة، توفير جميع المعلومات على أساس تحقيق المعاملة المتساوية بين المساهمين ومراجعة استراتيجيات الشركة، وضمان سلامة التقارير المالية ومراجعة مستويات الرواتب ومزايا الموظفين.

• **أثر تطبيق مبادئ الحوكمة على كفاءة سوق الأوراق المالية:** يوجد ارتباط كبير بين تطبيق مبادئ الحوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية، ويظهر ذلك من خلال مايلي:

1.3. حماية حقوق المساهمين: تقوم حوكمة الشركات أساساً على تحديد العلاقة بين المساهمين، ومجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين وغيرهم من أصحاب المصالح، حيث تهدف إلى زيادة قيمة حقوق حملة الأسهم إلى أقصى درجة ممكنة، وذلك من خلال تحسين أداء الشركات، وترشيد اتخاذ القرارات فيها بما يضمن خدمة مصالحهم واحترام مصالح غيرهم في نفس الوقت، خاصة حقوق الأقلية من حملة الأسهم (مداني و مداح، 2016، صفحة 99)؛

2.3. تحقيق مبدأ الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية: تساهم حوكمة الشركات في تحقيق فعالية مجلس الإدارة وضمان الشفافية، مما يسمح بتحسين جودة المعلومات التي يمكن الوصول إليها من طرف المستثمرين، فتزيد درجة ثقتهم في السوق المالي (Mohammed & Abdullah Ammer, 2017, p. 18)؛

3.3. زيادة ثقة المستثمرين وتنشيط حركة التداول في السوق: يساهم التزام الشركات بمبدأ الشفافية وتفعيل دور التدقيق الداخلي والخارجي في تحقيق دقة بياناتها وتقاريرها المالية، مما يترتب عليه زيادة ثقة المستثمرين فيها، وبالتالي زيادة جاذبية الأوراق المتداولة فيه وتنشيط حركة التداول، ومنه الوصول إلى تسعير الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية كاستجابة

للمعلومات المتاحة عن الشركات خاصة المطبقة للحوكمة المعنية (مداني و مداح، 2016، صفحة 99).

ثالثاً: اختبار كفاءة البورصة المصرية قبل وبعد تطبيق مبادئ حوكمة الشركات يتم اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال اختبار عشوائية الأسعار، أو العوائد الماضية للأوراق المالية المتداولة، وفق أسلوبين؛ اختبار الارتباط المتسلسل والذي يقيس العلاقة بين قيمة المتغير العشوائي في الزمن (t) وبين قيمته في الفترات السابقة، إضافة إلى اختبار الدورات للكشف عن تغيرات أسعار الأسهم المتعاقبة، وذلك بالاعتماد على الفرضيتين التاليتين:

H₀: السلسلة غير مستقرة أي حركة الأسعار عشوائية مما يدل على كفاءة السوق المالي؛

H₁: السلسلة مستقرة أي حركة الأسعار غير عشوائية مما يدل على عدم كفاءة السوق.

- تحديد متغيرات الدراسة: إن المتغيرات التي تم على أساسها بناء النموذج تتمثل فيما يلي:
- 1.1 المتغيرات المستقلة (مبادئ حوكمة الشركات):** تم قياسها من خلال المؤشرات التالية :
 - **تركز الملكية:** يقصد بها نسبة المساهمين في الشركة، وكلما زاد تركز الملكية لأسهم الشركة أدى ذلك إلى تحسن في إدارة الشركة من خلال تخفيض تكلفة الوكالة؛
 - **الإفصاح والشفافية:** يقاس الإفصاح والشفافية عن طريق إعداد مؤشر للإفصاح عن مدى الالتزام بمبادئ الحوكمة، ويتكون من أربعة بنود وهي: أعضاء مجلس الإدارة، لجنة التدقيق، كبار المساهمين وتوزيع المساهمين؛
 - **حجم مجلس الإدارة:** يعتبر عاملاً هاماً في تحقيق فعالية مجلس الإدارة، بحيث كلما كان كبير الحجم يقدم منفعة للشركة وذلك من خلال تنوع خبرات أعضائه.
 - **استقلالية مجلس الإدارة:** لاستقلالية مجلس الإدارة دور هام في ضمان كفاءة السوق المالي فله أثر إيجابي على العائد على حقوق المساهمين وعلى الاستثمار (Abdelkader El- (Habashy, 2019, p. 4)، ومن خلال دراستنا تعطى القيمة (1) في حالة الاستقلالية، والقيمة (0) في حالة عدم انفصال مهامهما.

2.1 المتغير التابع: تم قياسه من خلال مضاعف الربحية، والذي يقصد به نسبة سعر السهم العادي الواحد إلى العائد لكل سهم عادي، وهذا المؤشر معروف في سوق الأوراق المالية

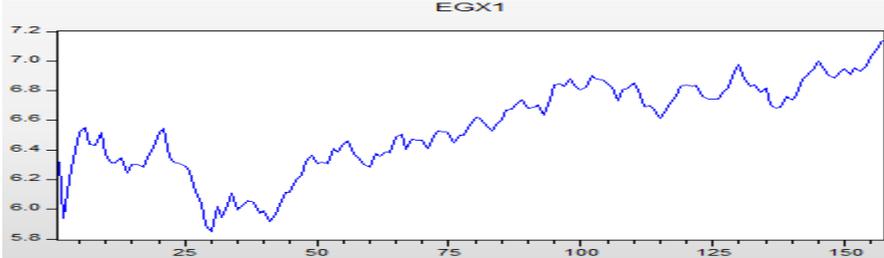
بمصطلح (P/E)، بحيث كلما اقترب سعر السهم السوقي من قيمته الحقيقية، دلّ ذلك على كفاءة السوق.

• اختبار سلسلة المؤشر العام لأسعار أسهم البورصة المصرية قبل تطبيق مبادئ الحوكمة: نرّمز لها بالرمز (EGX1)، حيث تتكون السلسلة من 157 مشاهدة والمعبر عنها بالأيام (157 يوم) أي الفترة الممتدة من 24 ماي 2010 إلى 31 ديسمبر 2010 قبل التطبيق الفعلي لمبادئ الحوكمة في مصر، بحيث أن مؤشر «EGX30» عبارة عن مؤشر بورصة القاهرة والإسكندرية، يحتوي على 30 سهم الأكثر نشاطا في البورصات المصرية، ويتم حسابه وفقا للطريقة التالية:

1.2 التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (EGX1): ويكون من خلال تمثيل السلسلة بيانيا، والدراسة الإحصائية الوصفية.

أ. التمثيل البياني: يمثل الشكل رقم (01) تطور المؤشر العام لأسعار بورصة مصر من 24 ماي 2010 إلى 31 ديسمبر 2010 .

الشكل رقم (01): التمثيل البياني للسلسلة الزمنية (EGX1)

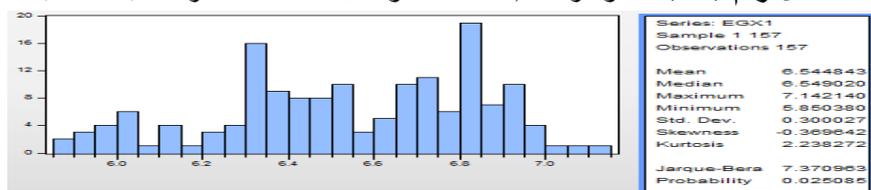


المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

نلاحظ من خلال الشكل (01) أن المؤشر العام لأسعار بورصة مصر يسجل ارتفاعا في أواخر شهر ماي 2010، وانخفاضا ملحوظا في شهر جوان 2010، ثم بدأ في تطور مستمر من بداية شهر جويلية 2010 إلى غاية 31 ديسمبر 2010.

ب. الدراسة الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (EGX1): سنقوم بدراسة وصفية للسلسلة الزمنية وذلك من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية المميزة لها.

الشكل رقم (02) : المؤشرات الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (EGX1)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

نلاحظ من خلال الشكل أن المؤشر سجل متوسط 6.544 وقد بلغ أدنى قيمة بـ 5.85 وسجل أقصى قيمة له بـ 7.14 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 6.549، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.3، كما نلاحظ أن معامل الالتواء Skewness يختلف عن الصفر وبالتالي فإن منحناه يتعد عن التماثل، وبما أن قيمته سالبة فهو ينحاز نحو اليسار. كما نلاحظ أن الاحتمال المقابل لإحصائية Jarque-Bera أقل من مستوى المعنوية 5% مما يجعلنا نرفض فرضية التوزيع الطبيعي أي أن السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي.

2.2 دراسة الاستقرار:

أ. اختبار جذر الوحدة: لاختبار استقرار السلسلة الزمنية محل الدراسة نعتمد على اختبار ديكي- فولر المطور (ADF) ويعتمد هذا الأخير في دراسة استقرار السلسلة (y_t) على تقدير النماذج الثلاثة التالية:

يتم تحديد مستوى التأخير p حسب أقل قيمة للمعايير (AIC)، Schwarz (SC)، Hannan Quinn (HQ). بحيث يتم الحصول على درجة التأخير تلقائياً من خلال البرنامج الإحصائي Eviews.

ب. اختبار استقرار السلسلة الزمنية (EGX1): لاختبار استقرار السلسلة محل الدراسة سنعتمد على اختبار ديكي- فولر المطور AD، والنتائج ملخصة في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (EGX1) عند المستوى

المتغيرة	درجة التأخير	النموذج	إحصائية ADF	القيمة المجدولة عند 5% القرار
EGX1	0	3	-2.99	3.44
	0	2	-0.95	2.88
	0	1	0.85	1.94

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (01) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أكبر من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نقبل فرضية العدم أو وهذا يعني أن وجود جذر وحدوي، أي أن السلسلة غير مستقرة من نوع DS. وبالتالي سنقوم بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى لجعلها مستقرة.

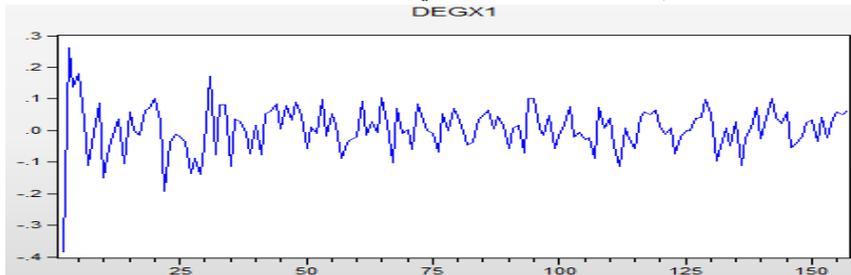
الجدول رقم (02): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (EGX1) عند الفرق الأول

المتغيرة	درجة التأخير	النموذج	إحصائية ADF	القيمة المجدولة عند 5%	القرار
EGX1	0	3	13.77-	3.44	السلسلة
	0	2	13.83-	2.88-	مستقرة
	0	1	13.71-	1.94	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (02) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أقل من القيم المجدولة عند 5%، وبالتالي نرفض فرضية العدم أو وهذا يعني أن عدم وجود جذر وحدوي. وبالتالي إن السلسلة مستقرة عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى.

الشكل رقم (03): التمثيل البياني للسلسلة المستقرة (DEGX1)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

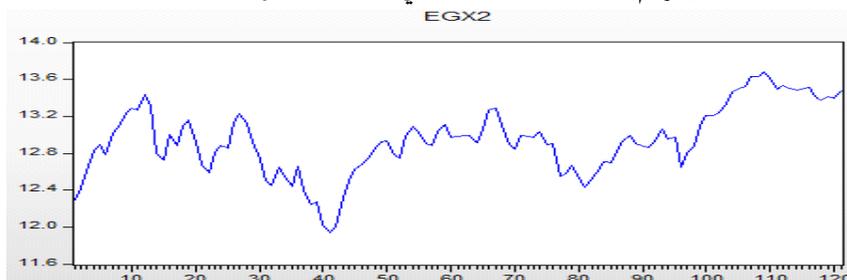
نلاحظ أن السلسلة تلتف حول محور الفواصل، وتدور حول الصفر، أي أن المتوسط الحسابي لها يساوي الصفر وتباينها ثابت عبر الزمن، بمعنى عدم وجود اتجاه عام في السلسلة. **نتيجة:** إن المؤشر العام لأسعار بورصة مصر يتميز بحركة عشوائية، وهذا ما يدل على أن السوق المالي لمصر قبل تطبيق مبادئ الحوكمة كفاء عند المستوى الضعيف.

3. اختبار سلسلة المؤشر العام لأسهم البورصة المصرية بعد تطبيق مبادئ الحوكمة: نرمز لها بالرمز (EGX2)، بحيث تتكون هذه السلسلة 121 مشاهدة والمعبر عنها بالأيام (121 يوم) أي الفترة الممتدة من 02 جانفي 2018 إلى 02 جويلية 2018.

1.3 التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (EGX2)

- التمثيل البياني: يمثل الشكل رقم (04) تطور (EGX2)

الشكل رقم (04): التمثيل البياني للسلسلة الزمنية (EGX2)

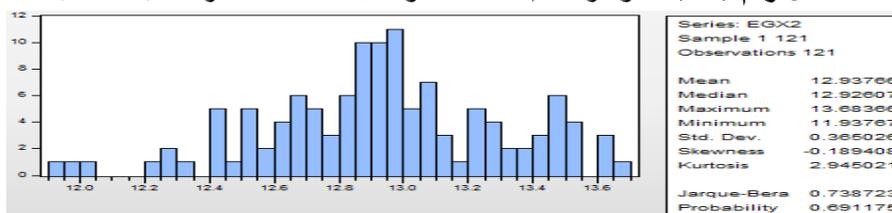


المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

نلاحظ من خلال الشكل أن المؤشر العام لأسعار بورصة مصر بعد تطبيق الحوكمة لا يأخذ اتجاه واحد بل هو متذبذب ويأخذ بالتقريب شكل دوري.

2.3 الدراسة الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (EGX2): سنقوم الآن بدراسة وصفية للسلسلة الزمنية وذلك من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية لها.

الشكل رقم (05): المؤشرات الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (EGX2)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

نلاحظ من خلال الجدول أن المؤشر سجل متوسط 12.93 وقد بلغ أدنى قيمة بـ 11.93 وسجل أقصى قيمة له بـ 13.68 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 12.92، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.36، كما نلاحظ أن معامل الالتواء Skewness يختلف عن الصفر وبالتالي فإن منحناه يبتعد عن التماثل وبما أن قيمته سالبة فهو ينحاز نحو اليسار. كما نلاحظ أن الاحتمال المقابل لإحصائية Jarque-Bera أكبر من مستوى المعنوية 5% مما يجعلنا نقبل فرضية التوزيع الطبيعي.

3.3 اختبار استقرارية السلسلة الزمنية (EGX2): اعتمدنا في اختبارنا لاستقرارية السلسلة محل الدراسة سنعتمد على اختبار ديكي-فولر المطور AD، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (03): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (EGX2) عند المستوى

القرار	القيمة المجدولة عند % 5	إحصائية ADF	النموذج	درجة التأخير	المتغيرة
السلسلة غير	3.44	2.97-	6	1	EGX2
مستقرة من النوع DS	2.88-	2.60-	5	1	
	1.94	0.49	4	1	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

نلاحظ من خلال الجدول (03) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أكبر من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نقبل فرضية العدم أو وهذا يعني أن وجود جذر وحدوي، أي أن السلسلة غير مستقرة من نوع DS. وبالتالي سنقوم بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى لجعلها مستقرة.

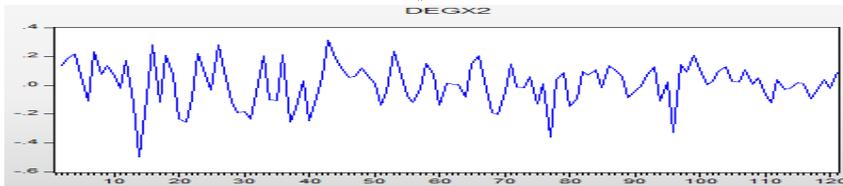
الجدول رقم (04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (EGX2) عند الفرق الأول

القرار	القيمة المجدولة عن %5	إحصائية ADF	النموذج	درجة التأخير	المتغيرة
	3.44	9.00-	3	0	EGX2
السلسلة مستقرة	2.88-	9.04-	2	0	
	1.94	9.05-	1	0	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أقل من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نرفض فرضية العدم أو وهذا يعني أن عدم وجود جذر وحدوي. وبالتالي السلسلة مستقرة عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى.

الشكل رقم (06): التمثيل البياني للسلسلة المستقرة (DEGX2)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

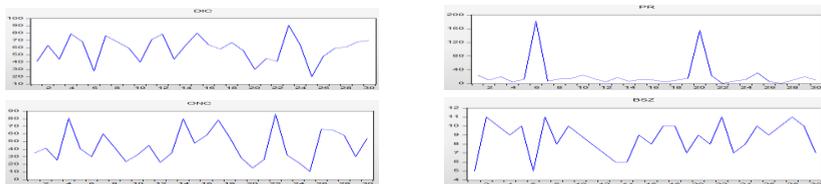
نلاحظ أن السلسلة تلتف حول محور الفواصل (تدور حول الصفر)، والمتوسط الحسابي لها يساوي الصفر وتباينها ثابت عبر الزمن، بمعنى عدم وجود اتجاه عام في السلسلة. نتيجة: إن المؤشر العام لأسعار بورصة مصر يتحرك عشوائياً أي أنه كفاء عند المستوى الضعيف، لذلك سنقوم بصياغة نموذج يربط بين كفاءة سوق الأوراق المالية ومحددات الحوكمة، لمعرفة المتغيرات الأساسية التي كان لها دور في رفع كفاءة هذه السوق.

4. دراسة قياسية لكفاءة البورصة المصرية بدلالة محددات الحوكمة

إن النموذج المقترح لاختبار العلاقة بين الحوكمة والكفاءة في الواقع العملي، يقوم على إحصاء بيانات 30 شركة المدرجة ضمن المؤشر العام لأسعار أسهم البورصة المصرية. إذ قمنا بحساب مضاعف الربحية باعتباره أحسن مؤشر للكفاءة، ثم جدول المعلومات الخاصة بمحددات الحوكمة ابتداء بعدد أعضاء مجلس إدارتها، ونسبة إفصاحها عن المعلومات لجمهور المستثمرين، وكذا حساب نسبة أكبر المساهمين بها، وأخيراً ما إذا كان مجلس الإدارة مستقلاً، وهذا لمعرفة أيٍّ من مؤشرات الحوكمة كان له الفضل في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، للوقوف على نقاط الضعف لتجنبها، ونقاط القوة لتدعيمها.

1.4 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: يتم من خلال التمثيل البياني، والدراسة الوصفية: أ- التمثيل البياني: تمثل البيانات من الشكل (7) تطور PR، OCN DIC، BSZ على التوالي:

الشكل رقم (07): التمثيل البياني للسلاسل الزمنية



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

• الدراسة الإحصائية الوصفية للسلاسل :

الجدول رقم (05): الدراسة الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة

	PR	OCN	DIC	BSZ
Mean	22.37533	44.24833	58.19933	8.633333
Median	11.27500	40.96000	62.00000	9.000000
Maximum	182.1300	86.00000	91.00000	11.000000
Minimum	0.000000	10.50000	20.00000	5.000000
Std. Dev.	40.54944	20.68908	16.92588	1.771096
Skewness	3.332227	0.457211	-0.388984	-0.488993
Kurtosis	12.68834	2.210051	2.581991	2.274845
Jarque-Bera	172.8487	1.825234	0.974960	1.852880
Probability	0.000000	0.401472	0.614172	0.395961
Sum	671.2600	1327.450	1745.980	259.0000
Sum Sq. Dev.	47663.46	12413.10	8308.077	90.96667
Observations	30	30	30	30

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

قراءة الجدول تبين أن المعطيات يمكن أن تبتعد عن خصائص التوزيع الطبيعي (بالنظر إلى معامل التفلطح وإحصائية BJ).

2.4 صياغة النموذج وتقديره

• صياغة النموذج: لإيجاد العلاقة بين مضاعف الربحية ومحدداته نقوم بتقدير النموذج عن طريق الانحدار المتعدد لتحديد المتغيرات المؤثرة في المتغير التابع، بطريقة المربعات الصغرى العادية، وبالتالي يتم وصف النموذج الإحصائي كالتالي:

حيث:

: تمثل مضاعف الربحية للشركة .

: تمثل تركيز الملكية للشركة .

: تمثل الإفصاح والشفافية للشركة .

: تمثل حجم مجلس الإدارة للشركة .

: متغيرة صماء تمثل استقلالية مجلس الإدارة، تأخذ القيمة 1 في حالة الاستقلالية بين رئيس مجلس الإدارة والمدير والقيمة 0 إذا لم يكن هناك استقلالية.

: الخطأ العشوائي، نفرض أن له وسط حسابي يساوي الصفر وتباين ثابت وعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

• تقدير النموذج: نقوم بتقدير النموذج اعتماداً على المتغيرات المفسرة والنتائج ممثلة في الملحق رقم (01)، حيث نلاحظ أن جل المعاملات ليس لها معنى إحصائي لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من حد المعنوية 0.05 فهي غير مقبولة إحصائياً وليس لها تأثير جيد في النموذج، كما نلاحظ كذلك أن احتمال إحصائية فيشر أكبر من حد المعنوية 0.05 أي أن المعلمات غير معنوية إجمالاً. وبالتالي نقول على هذا النموذج غير مقبول من الناحية الإحصائية ولا يمكن الاعتماد عليه، ولصلاحيته نلجأ إلى اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي.

- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي: من أجل اختبار فرضية العدم سلسلة البواقي ذات توزيع طبيعي نقوم بحساب إحصائية جاك بير (JB) التي تتبع توزيع :

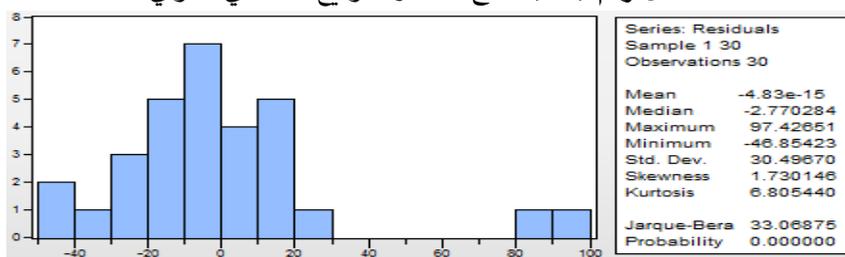
فرضيات هذا الاختبار هي:

• البواقي تتبع التوزيع الطبيعي H_0 :

البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي H_1 :

بعد إجراء هذا الاختبار باستعمال البرنامج (Eviews7) تحصلنا على النتائج التالية:

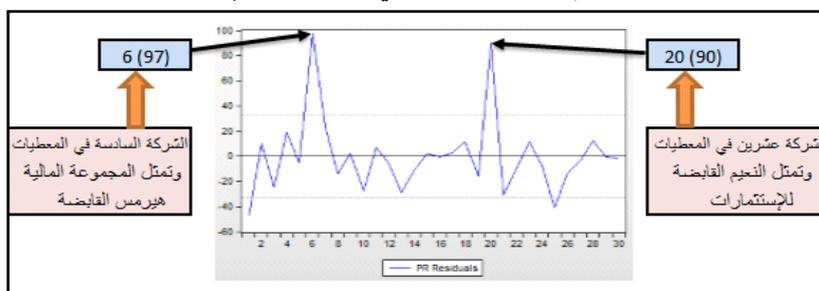
الشكل رقم (08): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

نلاحظ من خلال الشكل أن الاحتمال المقابل للإحصائية JB أقل من 0.05 أي نفرض فرضية عدم معنوية 5% أي البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي، ولتصحيح هذا الاختبار نلجأ إلى منحى البواقي للكشف عن الخلل.

الشكل رقم (09): منحى بواقي مضاعف الربحية PR



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

نلاحظ من خلال المنحى الخلل موجود في المشاهدة السادسة والمشاهدة العشرون إذن لتصحيح هذا الاختبار ندخل متغيرة صماء (وهمية) في النموذج بحيث تأخذ القيمة (1) في تلك المشاهدتين (6 و20) وتأخذ القيمة (0) في المشاهدات الأخرى. النموذج المقدر بعد إدخال المتغيرة الصماء بهدف التوصل في النهاية إلى توليفة المتغيرات التفسيرية المثلى الأكثر فاعلية وتأثيرها على المتغير التابع (PR) فكانت النتائج ممثلة في الملحق رقم (02).

ومن خلال ما سبق نستخلص معادلة النموذج المقدر الثاني:

$$PR_i = 46.05 - \frac{0.078}{(-3.05)} OCN_i - \frac{0.29}{(-12.12)} DIC_i - \frac{0.86}{(-1.86)} BSZ_i - \frac{9.69}{(-4.2)} ICA_i + 129.8657M$$

3- تشخيص النموذج المقدر الثاني: نموذج المعادلة (2) معنوي عند 5% بالنظر إلى إحصائية DW تبين غياب الارتباط بين الأخطاء من الدرجة الأولى (DW=2.05)، ويؤكد اختبار بروش

غودفراي إلى عدم وجود مشكلة ارتباط الأخطاء من الدرجة (2) لأن الاحتمال المقابل لقيمة F أكبر من مستوى المعنوية أي $prob=0.1163 < 0.05$. كما يؤكد اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي إلى أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، وذلك من خلال الاحتمال المقابل للإحصائية (JB) $P=0.515 < 0.05$. وكذلك تشير إحصائية اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) إلى قبول فرضية العدم لثبات تباين الأخطاء، نظراً لأن احتمال إحصائية BP (0.3986) أكبر من مستوى المعنوية 5%.

النتائج الإحصائية للدراسة:

- قيمة معامل التحديد عالية جداً (0.9971) أي 99.71% وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 99.71% من التغير الحاصل في المتغير التابع (PR) وأما النسبة الضئيلة الباقية حوالي 0.29% تمثل متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج.

- المعنوية الفردية: كل معاملات الاحتمال المقابل لاختبار ستودنت أقل من 0.05، إلا معلمة BSZ فهي معنوية عند 10%، أي أن لها معنى إحصائي وتأثير جيد في النموذج.

- المعنوية الإجمالية (اختبار فيشر): إن إحصائية فيشر تساوي 859.44 والاحتمال المقابل لها معدوم 0.000 وهو احتمال أقل من حد المعنوية 0.05 مما يجعلنا نرفض فرضية العدم وبالتالي نقول بأن النموذج معنوي إجمالاً، وعليه يوجد على الأقل إحدى المتغيرات المفسرة تشرح بشكل جيد المتغير التابع (PR).

الخاتمة:

توصلنا من خلال دراسة أثر مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية بالإسقاط على سوق الأوراق المالية المصرية لجملة من النتائج والتوصيات نوردها فيما يلي:

- نتائج الدراسة: نتناول أهم نتائج الدراسة فيما يلي:
- تؤدي حوكمة الشركات دوراً فعالاً في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال القضاء على مشكلة عدم تماثل المعلومات مما يساهم في تعزيز ثقة المستثمرين في السوق المالي؛
- تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين وعدالة فرص الاستفادة منها، وهذا ماتنص عليه مبادئ حوكمة الشركات؛

• تميزت سوق الأوراق المالية المصرية بالكفاءة العالية بعد تطبيق مبادئ الحوكمة، ويعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية من أكثر مبادئ الحوكمة مساهمة في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، حيث يوجد أثر معنوي سالب قوي للإفصاح والشفافية ويعود السبب إلى أن تطبيق هذا المبدأ من قبل لجنة المراجعة من شأنه التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات؛

- أظهرت نتائج اختبار كفاءة السوق المالي المصري وجود أثر معنوي سالب قوي لمبدأ تركيز الملكية، هذه العلاقة العكسية مطابقة لمنطق النظرية الاقتصادية، ويعود السبب الى أن امتلاك حملة الأسهم لنسبة كبيرة من أسهم الشركة يساعد على تخفيض تضارب المصالح؛
- بينت النتائج التجريبية وجود أثر معنوي سالب قوي لكل من حجم واستقلالية مجلس الإدارة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصري، فمجلس الإدارة كبير الحجم يقدم منفعة للشركة من خلال تنوع خبرات أعضائه، كما أن استقلالية مجلس الإدارة تحد من قدرة المديرين على التصرف بما يخدم مصالحهم الخاصة وإهمال مصالح الملاك؛
- توصيات البحث: على ضوء النتائج المتوصل إليها نقدم التوصيات التالية :
 - ضرورة مراجعة شروط الإدراج بسوق الأوراق المالية من خلال تضمين مبادئ حوكمة الشركات؛
 - ضرورة التركيز على تفعيل نظام الإفصاح، باعتباره أهم المبادئ التي تساهم في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية المصري؛
 - تطوير مهنة المحاسبة والمراجعة، لتكييفها مع المعايير الدولية للمراجعة لضمان قيام الشركات بالإفصاح عن قوائم مالية تعكس المركز الحقيقي لها.
- قائمة المصادر والمراجع:
 - بن زغدة حبيبة، عمير عبد الحفيظ، (جوان، 2019). دور الحوكمة المؤسسية في تعزيز تنافسية المؤسسة الاقتصادية "دراسة تطبيقية على مؤسسة مديغة الجلود بجيجل (TAJ)". مجلة البشائر الاقتصادية، 5(1). ص ص: 266-277، جامعة بشار.
 - بن لخضر مسعودة، (جويلية، 2019). اختبار كفاءة بورصة ابو ظبي للأوراق المالية عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومات المحاسبية المفصح عنها. مجلة آفاق علمية، 11(3). ص ص: 745-764، جامعة .
 - حفصي بونبعو ياسين، بلحمري خير الدين، (سبتمبر، 2019). قياس كفاءة سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية دراسة قياسية للسوق المالي الأردني خلال الفترة (2000-2016). مجلة الاقتصاد الجديد. 10(3). ص ص: 329-350، جامعة خميس مليانة.
 - مداني أحمد، ومداح عبد الهادي، (جانفي، 2016). دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الإمارات للأوراق المالية. مجلة الاقتصاد والمالية. 2(1). ص ص: 93-109، جامعة الشلف.

- مزويد ابراهيم، وبلحياياني خديجة، (جوان، 2017). اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة RUN TEST حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2015. مجلة معارف. 22(12). ص: 306-322، جامعة البويرة.

- مصباحي محمد الأمين، (مارس، 2017). حوكمة الشركات: ودورها في زيادة مستوى الإفصاح وتقليل الفساد وأثرها على كفاءة الأسواق المالية. مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية. 1(10)، جامعة الوادي.

قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

- Abdelkader El-Habashy, H. (2019). The Effects Of Board And Ownership Structures On The Performance Of Publicly Listed Companies In Egypt *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23.(01)
- Mohammed, A., & Abdullah Ammer, M. (2017, September 01). Corporate Governance, Ownership Structure and Stock Market Liquidity in Saudi Arabia: A Conceptual Research Framework. *Journal of Accounting and Finance Research*, 06(04).
- Miljan, L. (2018, November). EVIDENCE FOR AND AGAINST THE VALIDITY OF EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS. *Economic Themes*, 3(56).

ملاحق

Dependent Variable: PR
Method: Least Squares
Date: 01/02/18 Time: 21:07
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ONC	-0.234769	0.352648	-0.665732	0.5117
DIC	-0.976571	0.405404	-2.408886	0.0237
BSZ	-5.209366	3.532061	-1.474880	0.1527
ICA	-16.67990	15.56475	-1.071646	0.2941
C	145.1374	35.93137	4.039295	0.0004
R-squared	0.434365	Mean dependent var		22.37533
Adjusted R-squared	0.343864	S.D. dependent var		40.54944
S.E. of regression	32.84595	Akaike info criterion		9.972546
Sum squared resid	26971.41	Schwarz criterion		10.20608
Log likelihood	-144.5882	Hannan-Quinn criter.		10.04725
F-statistic	4.799538	Durbin-Watson stat		2.140022
Prob(F-statistic)	0.005187			

الملحق رقم (01): تقدير النموذج الأول

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

الملحق رقم (02): تقدير النموذج الثاني

Dependent Variable: PR
Method: Least Squares
Date: 01/02/18 Time: 14:19
Sample (adjusted): 6 30
Included observations: 25 after adjustments
Convergence achieved after 15 iterations
MA Backcast: 3 5

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ONC	-0.078173	0.025613	-3.052110	0.0072
DIC	-0.291542	0.024041	-12.12664	0.0000
BSZ	-0.865482	0.462990	-1.869331	0.0789
ICA	-9.693390	2.304851	-4.205648	0.0006
M	129.8657	2.706329	47.98591	0.0000
C	46.05834	6.000463	7.675796	0.0000
R-squared	0.997182	Mean dependent var		24.05600
Adjusted R-squared	0.996022	S.D. dependent var		44.26304
S.E. of regression	2.791748	Akaike info criterion		5.145550
Sum squared resid	132.4955	Schwarz criterion		5.535590
Log likelihood	-56.31938	Hannan-Quinn criter.		5.253731
F-statistic	859.4445	Durbin-Watson stat		2.053990
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.81	.25-.77i	.25+.77i	-.66-.48i
Inverted MA Roots	-.66+.48i	-.50-.86i	-.50+.86i	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)