الاتجاهات الحديثة لترقية الأسواق المالية الناشئة
دراسة قياسية لتأثير الحوكمة على سوق دبي المالي 2009-2018

Recent trends to promote emerging financial markets
A Standard Study of the Impact of Governance on the Dubai Financial Market 2009-2018

د.سامية شارفي* - جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف

تاريخ الارسال:2019/06/02 **تاريخ القبول:** 2019/06/09 **تاريخ النشر:** 2019/06/27

ملخص

تثير فكرة كفاءة أسواق الأوراق المالية اهتمام الباحثين والمستثمرين الحاليين والمرتقبين، نظراً لاستجابة أسعار الأصول المالية على وجه السرعة لكل معلومة واردة، وفي نمط عشوائي سواء كانت سارة أو غير سارة، مما يصعب توقع نمط معين لاتجاه حركتها، أو تحقيق عوائد غير عادية من قبل صنّاع السوق.

وتهدف هذه الورقة البحثية الى اختبار كفاءة سوق دبي المالي قبل وبعد تطبيق مبادئ الحوكمة، اعتماداً على نظرية السير العشوائي لأسعار الأسهم، ومن ثم دراسة العلاقة بين المتغيرين وفق نموذج مقترح، لإبراز أثر كل مبدأ من مبادئ الحوكمة في تحسين كفاءة سوق دبي للأوراق المالية، باستعمال النماذج الإحصائيةما بين سنتي 2009 و2018م.

الكلمات المفاتيح: سوق الأوراق المالية، مؤشر أسعار الأسهم لسوق دبي المالي DFM ، كفاءة سوق الأوراق المالية، مبادئ حوكمة الشركات، نموذج الانحدار المتعدد، اختبار التوزيع الطبيعي.

Abstract

The idea of stock markets' efficiency raises the interest of current and prospective investors and researchers, given the rapid response of financial asset prices to each incoming information, and in a random pattern, whether pleasant or unpleasant, making it difficult to predict a particular pattern of movement or extraordinary returns from manufacturers. Market.

This paper aims to test the efficiency of the DFM before and after applying the principles of governance, based on the theory of the random flow of stock prices, and then study the relationship between the two variables according to a proposed model, to highlight the impact of each of the principles of governance in improving the efficiency of the Dubai Stock Exchange. Statistical models between 2009 and 2018.

***Key words:** Stock market, DFM stock market index, stock market efficiency, corporate governance principles, multi regression model, natural distribution test.*

* الباحث المرسل: s.charfi@univ-chlef.dz

مقدّمة:

تعد المعلومات المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية، اعتمادا على درجة الثقة التي تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة، شرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة، لهذه الأوراق المالية وظروف سوق تداولها بالإضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني.

بحيث أجمع المتخصصون في الشأن الاقتصادي على وجود علاقة ارتباطيه كبيرة بين تطبيق المبادئ التي حملتها حوكمة الشركات، ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية، من خلال كبح مظاهر التمويه،وإعادة بعث الثقة في مصداقية المعلومات التي يمكن الوثوق بها والاعتماد عليها من قبل المستثمرين الحاليين والمرتقبين،لتفعيل سوق الأوراق لمالية، بزيادة جاذبية أصولها المالية وتنشيط حركة التداول بها، بغية الوصول إلى السعر العادل كاستجابة تلقائية للمعلومات المتاحة عن الشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة ،وعليه يحاول البحث من خلال اشكاليته الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

ما هو تأثيرحوكمة الشركات على كفاءة سوق دبي المالي بين سنتي 2010 ، 2018؟

أهمية الدّراسة:

إنّ إرفاق العناية البالغة بحوكمة الشركات، كان نتيجة تصاعد حالات الفساد المالي والإداري، التي مُنيت بها كبرى الشركات المقيدة في أشهر أسواق المال العالمية، وتكمن أهمية تطبيق مبادئهافي تعزيز ثقة المستثمرين في المعلومات المفصح عنها في التقارير المالية، وتجنب الوقوع في مشاكلماليةومحاسبية.

I- كفاءة سوق الأوراق المالية:إن السوق الكفء هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة التي تتعلق بالأحداث الماضية والجارية"[1]، فيكون السوق في حالة توازن مستمر[2] بحيث تكون أسعار الاستثمارات فيه مساوية لقيمتها الحقيقية[3]،والتي تتغير بطريقة عشوائية [4]، مما يسمح بتقييم الأسهم بشكل عادل في ضوء المعلومات المتاحة"[5].

I-1-صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية: تتخذ صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية أشكالاً ثلاثة في ضوء سعة المعلومات وشموليتها، مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل سريع، بحيث قام كل من Eugene Famma, HarryRobertبتقسيمكفاءة سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مستويات كما يلي:

I-1-1- المستوى الضعيف: إن الأسعار الحالية للأوراق المالية في هذا المستوى تعكس المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر الورقة المالية في الماضي، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية [13]، ذلك أنّ المستوى الضعيف يستند على نظرية الحركة العشوائية للأسعار[14].

I-1-2- المستوى شبه القوي:يقتضي هذا المستوى أن تعكس الأسعار الحالية المعلومات التاريخية كافة والحالية المتاحة للجمهور، وبهذا لن يستطيع أي مستثمر حتولو قام بالتحليل الأساسي*لتلك المعلومات أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء[15].

I-1-3- **المستوى القوي:** تعكس أسعار الأسهم في هذا المستوى المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة احتكاره لهذه المعلومات وعدم تماثل وجودها مع الآخرين،كونها معلومات خاصة[16]، وفي الواقع العملي لا يتحقق السوق قوي الكفاءة حيث يمكن اعتباره سوق نظري تقاس عليه الأشكال الأخرى للكفاءة.

I-2- **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:** تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توافرالمعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها وعدالة فرص الاستفادة منها[6]، ويتطلب تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من:

I-2-1**كفاءة التسعير:**يطلق عليها الكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير،مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسةلكافة المعلومات المتاحة[7].

I-2-2**كفاءة التشغيل :**يطلق عليها الكفاءة الداخلية وتعني قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب[8]، دون أن يتكبد فيه المتعاملون تكاليف عالية للسمسرة ودون أن يتاح لصناع السوق* فرصة تحقيق ربح مبالغ فيه[9].

وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد بدرجة كبيرة على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى[10].

I-2-3**كفاءة التخصيص :**يؤدي السوق المالي دورا بارزافي جذب المدخرات الوطنية والأجنبية وخلق ما يقابلها من فرص ومشاريع تنموية[11]، وتعبر كفاءة التخصيص عن مدى قدرة السوق على توجيه الموارد الاقتصادية إلى المجالات الأكثر ربحية[12].

II- علاقة حوكمةالشركات بكفاءة سوق الأوراق المالية

ظهرت الحاجة إلى حوكمة الشركات نتيجة حدة الصراع بين أطراف الوكالة، وسلسلة أحداث الفشل التي ضربت الشركات المقيدة في أشهر أسواق المال العالمية، وتمخض عن هذه الظروف وضع مجموعة من المبادئ التي تضمن التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح والشفافية،التي أصبحت الأداة القوية والفعالة التي تحوّل إليها الفكر المحاسبي، للقضاء عل جوانب القصور، التي أصابت المحتوى الإعلامي للمعلومات والتقارير المالية الناشئة عن تطبيق المعايير المحاسبية، التي تلتزم بالحد الأدنى من الإفصاح ، وبالتالي اقتراب القيمة السوقية للأوراق المالية من القيمة الحقيقية لها، وهذا ما يرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية.

II-1-**مفهوم ومبادئ حوكمةالشركات:**يعود الاهتمام بموضوع الحوكمةإلى طروحات "ADAM SMITH" في كتابه "ثروة الأمم"، والى تحذيره الصريح من المخاطر المرتبطة بفصل الملكية عن الإدارة[17].

II-1-1**مفهوم حوكمة الشركات:** يرتكز موضوع حوكمة الشركات على الموازنة بين الصلاحيات التي تتمتع بها إدارة الشركة من جهة، وحماية حقوق المساهمين من جهة أخرى[18]،وفيما يليعرض أهمّ التعاريف المقدّمة من قِبل المنظّمات العالمية والهيئات الدولية، التي حتّى و إن اختلفت في ألفاظها، إلاّ أنّ دلالتها متقاربة.

- **تعريف البنك الدولي:** إن أولظهورصريحلمصطلحالحوكمة من قبل المؤسسات الدولية،جاءفيتقريرأصدرهالبنكسنة 1989بعنوان:" **أفريقياجنوبالصحراءالكبرىمنالأزمةإلىالتنميةالمستدامة**"،لدراسةواقع وآفاق البلدان التي تضمها إفريقيا

P-ISSN: 2437-0916 / E-ISSN: 2437-0916/ LEGAL DEPOSIT N°6970-2015

جنوب الصحراء بعد 30 سنة من استقلالها، ومستقبلها خلال 30 سنة لاحقة، وقام بإبراز مشاكل التنمية في هذه البلدان،والذي خلص إلى أن أزمة هذه الدول هي أزمة حكم، ومن هنا تم تقديم الحوكمة من قبل البنك الدولي على أنها:"ممارسةالسلطةالسياسيةلإدارةشؤونالدولة"[19]، ثم طُوِّر هذا المفهوم في التقرير الصادر عام 1991 والذي جاء فيه أن"الحوكمة هي أسلوب ممارسة القوة في إدارة الموارد الاقتصادية والاجتماعية للدولة بهدف التنمية"[20].

-تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD):حوكمة الشركات على أنها نظام يتم بواسطته توجيه منظمات الأعمال والرقابة عليها حيث تقوم بتحديد توزيع الحقوق والمسؤوليات بين مختلف أصحاب المصالح[21].

-تعريف لجنة كادبري البريطانية:"حوكمة الشركات هي النظام الذي يُتيح للمساهمين توجيه ومراقبة الشركة عن طريق تعيين أعضاء مجلس الإدارة، و اختيار المراقب الخارجي، كما تشمل الحوكمة تنظيم الحقوق و المسؤوليات المنوطة بالأطراف ذات العلاقة بالشركة"[22].

-تعريف مؤسسة التمويل الدولية(IFC): عرفتها مؤسسة التمويل الدولية سنة 1998، على أنها" النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات، والتحكم في أعمالها"[23].

II-1-2مبادئ حوكمة الشركات:تمّ اعتماد عدة مبادئلحوكمة الشركات من قبل المنظمات الرائدة في هذاالمجال، والمتمثلة في منظمة التعاون الاقتصادي(OECD)،ومركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)،والمؤسسات المالية الدولية (IFC)،واتحاد المصارف العربية(UAB)، والتي يمكن ايجازها فيما يلي:

-مبدأ حماية حقوق المساهمين: ينبغي على أي نظام لحوكمةالشركات أن يحمي ويسهل ممارسة المساهمين لحقوقهم[24]؛ فهذا المبدأ عبارة عن بيان للحقوق الأساسية للمساهمين التي تم الاعتراف بها قانونياً، وهناك حقوق إضافية كالموافقة على توزيعات الأرباح، والتعيين المباشر لأعضاء مجلس الإدارة.

-مبدأ الإفصاح والشفافية: تعمل حوكمة الشركات على ضمان الشفافية والإفصاح الدقيق في الوقت المناسب، وبأقل تكلفة ممكنة عن كل البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركة، لاسيما الوضع المالي للشركة، وكذا الإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم [25].

-مسؤولية مجلس الإدارة: يتم من خلال هذا المبدأالعمل على تحقيق الرقابة الفعالة على الإدارة من قبل مجلس الإدارة وتحديد مسؤولياته ، وكذا ضمان التوجه الاستراتيجي للشركة، ولهذا الغرض اقترحت مؤسسة التمويل الدولية"IIF" أن يتم إصدار بنود تشريعية للحوكمة التي يمكن أن تتضمن قوانين أسواق الأوراق المالية ولوائح الشركات، والتأكيد على كفاءة المناخ التنظيمي والرقابي الذي يشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية[26].

-المعاملة العادلة لحملة الأسهم:لابدّ أن يضمن نظام حوكمة الشركات معاملة عادلة لكل المساهمين، بما فيهم الأقلية والأجانب،وأن يحصلوا على تعويض فعلي عند التعدي على حقوقهم[27].

-وضعنظام فعال لحوكمةالشركة: ينبغي على نظام حوكمة الشركات أن يساهم في رفع مستوى الشفافية وكفاءة الأسواق، وأن يكون متوافقا مع قانون الدولة، ويحدد بشكل واضح توزيع المسؤوليات بين الهيئات المختلفة المسؤولة عن الاشراف والرقابة والالتزام بتطبيق النصوص القانونية[28].

P-ISSN: 2437-0916 / E-ISSN: 2437-0916/ LEGAL DEPOSIT N°6970-2015

II-2-**دور مبادئ حوكمة الشركات في تفعيل سوق الأوراق المالية:**تعتمد كفاءة سوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة على مدى تماثل المتعاملين في الحصول على المعلومات، التي تعكس واقع وظروف الشركات المصدرة لها، مما أدى إلى ضرورة الاستعانة بمضامين مبادئ الحوكمة لضبط الأداء الإداري للشركات، وفيما يلي إبراز مساهمة كل مبدأ من مبادئ الحوكمة في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية[29]:

-**دور تطبيق مبدأ حفظ حقوق المساهمين في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية:** إن حفظ حقوق المساهمين كحق تلخيص التصويت والحصول على الأرباح،يعزز من ثقة المستثمرين في السوق، حيث يضمن لهم تحقق عائد مناسب لاستثماراتهم، وبالتالي رفع القيمة السوقية لأسهم الشركة، نظرا لارتفاع الطلب عل أسهمها، ما يدعم مركزها التنافسي في السوق، كما إن هذا المبدأ هو ضمان وكفالة للحقوق الأساسية لحملة الأسهم، الأمر الذي ينعكس على تفعيل مشاركة العديد من المساهمين وضخ أموال جديدة، وبالتالي زيادة وتيرة انتعاش السوق ورفع مؤشرات كفاءتها.

- **دور تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في ضمان تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية :** يتم تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية من قبل لجنة المراجعة التي تقوم بتوفير المعلومات لكل الأطراف، من خلال دور اللجنة التنسيقية بين إدارة المراجعة الداخلية بالشركة والمراجع الخارجي المستقل، وهذا التنسيق من شانه التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات، كما تتحقق لجنة المراجعة من تطبيق معايير المحاسبة عند إعداد القوائم المالية، وبذلك تكون قد أضفت على المعلومات الصادرة درجة عالية من المصداقية والثقة وتحسين المحتوى المعلوماتي المفصح عنه، وحتى يكون الفاصل الزمني صغيراً بين نشر المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، فإن هيئة الرقابة المالية الإفصاح الالكتروني تقوم بإرسال هذه المعلومات في نفس الوقت لجميع المتعاملين الداخليين والخارجيين.

- **دور تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية:** يمثل مبدأ مسؤوليات مجلس الادارة أهم تطبيقاتها في خلق كيان مؤسسي قوي للشركة مما ينعكس على تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، إذ يكمن دورهفي وضع استراتيجية واضحة المعالم، تعكس خطط التوسع الرأسي والأفقي لأنشطة الشركة، تعيين عدد من الأعضاء غير التنفيذيين المستقلين للرقابة على حالات تعارض المصالح، إضافة إلى مراعاة عدم المغالاة في الأجور والمزايا النقدية والعينية لأعضاء مجلس الإدارة والمسئولين التنفيذيين لتجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية

- **دور تطبيق مبدأ المعاملة المتكافئة بين المساهمين في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية:** إن تطبيق مبدأ المساواة بين حملة الأسهم سواء كانوا وطنيين أو أجانب،ودون التفرقة بين حائزي أكبر نسبة من الأسهم وصغار المساهمين في اتاحة المعلومات بسرعة وبأدنى تكلفة، نظرا لتأثيرها على المباشر علىأسعار الأسهمسواء كانت معلومات تاريخية،أومعلومات حالية عن الأحداث المستجدة للأسهم،ومثل هذه المعلومات الجديدة تكون متاحة في المقام الأول لإدارة المنشأة، وقد يتم تسريبها إلى بعض المساهمين من ذوي الملاءة المالية الكبيرة، مما يؤدي إلى الإخلال بمبدأ المعاملة العادلة لحملة الأسهم وتحقيق أرباح غير عادية، ومن هذا المقام تبرز أهمية قيام الشركة بالإفصاح عن هذه المعلومات من خلال الإيضاحات والملاحظات المتممة للقوائم المالية المرفقة بمحاضر مجلس الإدارة والوثائق التي تؤكد مصداقيتها، وهذا ما

يقلل من فجوة المعلومات بين مختلف فئات المستثمرين ويحقق العدالة والمساواة بينهم مما ينعكس إيجابا على تفعيل كفاءةسوق الأوراق المالية.

III- اختبار كفاءة سوق دبي المالي قبل وبعد تطبيق مبادئ الحوكمة

يتم اختبار كفاءة سوق الأوراق الماليةمن خلال اختبار عشوائيةالأسعار،أوالعوائد الماضية للأوراق المالية المتداولة، وفق أسلوبين؛اختبار الارتباط المتسلسل والذييقيس العلاقة بين قيمة المتغير العشوائي في الزمن(t) وبين قيمته في الفترات السابقة، إضافة إلى اختبار الدورات للكشف عن تغيرات أسعار الأسهم المتعاقبة، وذلك بالاعتمادعلى الفرضية التالية:

H_0:(كفاءة السوق) السلسلة غير مستقرة أي حركة الأسعار عشوائية مما يدل على أن المؤشر كفء
H_1:(عدم كفاءة السوق) السلسلة مستقرة أي حركة الأسعار غير عشوائية مما يدل على أن المؤشر غير كفء

III-1تحديد متغيرات الدراسة:إن المتغيرات التي تم على أساسها بناء النموذج تتمثل فيما يلي:

III-1-1 المتغيرات المستقلة (مبادئ حوكمة الشركات) : وقد تم قياسها من خلال المؤشرات التالية :

-تركز الملكية : يقصد بها نسبة أكبر 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،يتكون من أربعة بنود وهي: أعضاء مجلس الإدارة، لجنة التدقيق، كبار المساهمين، وتوزيع المساهمين[30].

- حجم مجلس الإدارة :يعتبر عدد أعضاء مجلس الإدارة عاملا هاما في فعالية مجلس الإدارة، بحيث كلما كان كبير الحجم يقدم منفعة للشركة من خلال تنوع خبرات أعضائه.

- استقلالية مجلس الإدارة :إن فصل الأدوار الرئيسية بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يؤدي دورا هاما في فاعلية وكفاءة المجلس، بحيث لا يسند منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي لنفس الشخص،وتعطى القيمة (1) في حالة الاستقلالية، والقيمة (0) في حالة عدم انفصال مهامهما[31].

III-1-2 المتغير التابع:تم قياسه من خلال مضاعف الربحية، والذي يقصد بهنسبة سعر السهم العادي الواحد الى العائد لكل سهم عادي، وهذا المؤشر معروف في سوق الأوراق المالية بمصطلح (P/E) وهو مؤشر تقومي مهم، بحيث كلما اقترب سعر السهم السوقي من قيمته الحقيقية، دلّ ذلك على كفاءة السوق، وبالتالي يمكن الاسترشاد بمضاعف الربحية على أنه أحسن مؤشر للدلالة على كفاءة سوق الأوراق المالية.

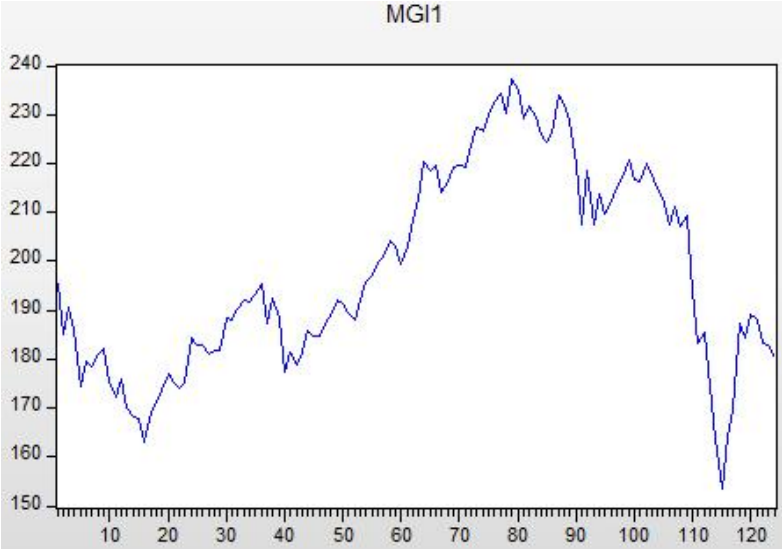
III-2 اختبار سلسلة المؤشر العام لأسعار أسهم دبي قبل تطبيق الحوكمة:ونرمز لها بالرمز(MGI1) بحيثتتكون السلسلة 124 مشاهدة والمعبر عنها بالأيام (124 يوم) أي الفترة الممتدة من 22 جوان 2009 إلى 22 ديسمبر 2009، بحيث يعتبر سوق دبي المالي حديث النشأة نسبيا، وقد تم تأسيسه كمؤسسة عامة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 6 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة

دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات، وتم طرح نسبة 20% من رأسمال السوق،وإدراج شركة سوق دبي المالي برمز تداول (DFM)، والتي تسعى لأن تكون سوقاً مالية إقليمية بمقاييس عالمية.

III-2-1 التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (MGI1)

- **التمثيل البياني:** يمثل الشكل (01) تطور(MGI1)

الشكل رقم (01) : التمثيل البياني للسلسلة الزمنية (MGI1)

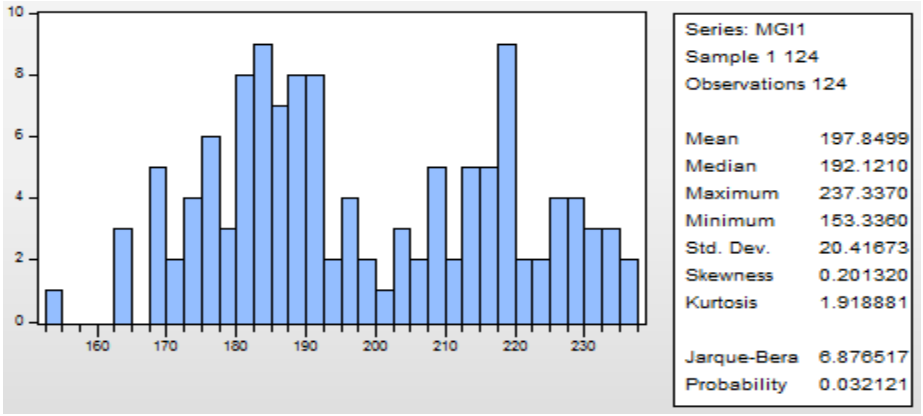


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الشكل(01) أن المؤشر العام لأسعار بورصة دبي قد سجل انخفاض ملحوظ في أواخر شهر جوان 2009 إلى منتصف شهر جويلية 2009، كما أدى بالارتفاع إلى غاية منتصف شهر أكتوبر 2009، ثم بدأ في الانخفاض إلى غاية 09 ديسمبر 2009.

- **الدراسة الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (MGI1):** سنقوم الآن بدراسة وصفية للسلسلة الزمنية وذلك من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية لها.

الشكل رقم(02):المؤشرات الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (MGI1)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول أن المؤشر سجل متوسط 197.84 وقد بلغ أدنى قيمة بـ 153.33 وسجل أقصى قيمة له بـ 237.33 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 192.12، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 20.41، كما نلاحظ أن معامل الالتواء Skewnessيختلف عن الصفر وبالتالي فإن منحناه يبتعد عن التماثل وبما أن قيمته موجبة فهو ينحاز نحو اليمين. 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.

III-2-2 اختبار استقرارية السلسلة الزمنية (MGI1): لاختباراستقرارية السلسلة محل الدراسة سنعتمد على اختبار ديكي-فولر المطور AD، حيث سنقوم بتلخيص نتائج هذا اختبار في الجدول التالي:

الجدول رقم (01):نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (MGI1) عند المستوى5%

المتغيرة	درجة التأخير	النموذج	إحصائية ADF	القيمة المجدولةعند5%	القرار
MGI1	0	3	1.13-	-3.44	السلسلة غير مستقرة من النوع DS
	0	2	1.28-	-2.88	
	0	1	-0.38	-1.94	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (01) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أكبر من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%،وبالتالي نقبل فرضية العدم $(H_0: \emptyset_1 = 1)$ أو $(H_0: \lambda = 0)$وهذا يعني أن وجود جذر وحدوي، أي أن السلسلة غير مستقرة من نوعDS. وبالتالي سنقوم بإجراء الفروق اثمن الدرجة الأولى لجعلها مستقرة.

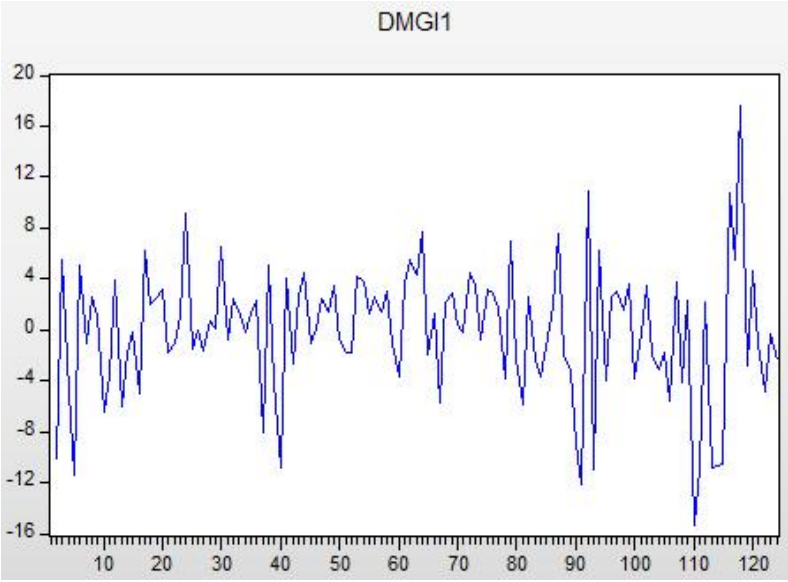
الجدول رقم (02):نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (MGI1) عند الفرق الأول

المتغيرة	درجة التأخير	النموذج	إحصائية ADF	القيمة المجدولة عند 5%	القرار
MGI1	0	3	-11.47	-3.44	السلسلة مستقرة
	0	2	-11.45	-2.88	
	0	1	-11.49	-1.94	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (02) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أقل من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%،وبالتالي نرفض فرضية العدم $(H_0: \emptyset_1 = 1)$ أو $(H_0: \lambda = 0)$وهذا يعني أن عدم وجود جذر وحدوي. وبالتالي نقول بأن السلسلة مستقرة عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى.

الشكل رقم (03): التمثيل البياني للسلسلة المستقرة(DMGI1)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ أن السلسلة تلتف حول محور الفواصل، حيث أنها تدور حول الصفر، أي أن المتوسط الحسابي لها يساوي الصفر وتباينها ثابت عبر الزمن، بمعنى عدم وجود اتجاه عام في السلسلة.

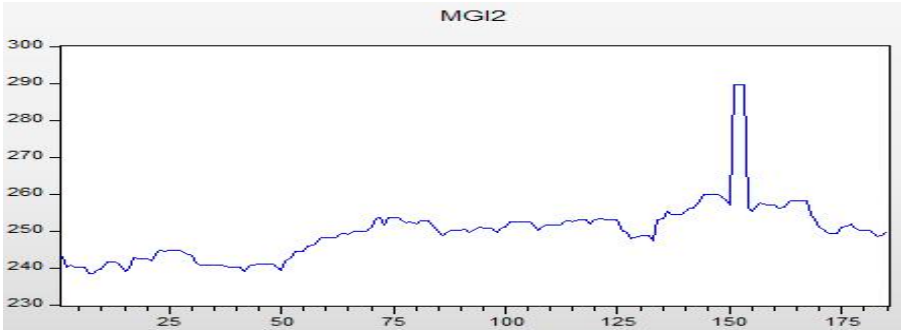
نتيجة:نقول بأن المؤشر العام لأسعار بورصة دبي يتميز بحركة عشوائية،وهذا ما يدل على أن سوق دبي المالي كفء عند المستوى الضعيف قبل تطبيق مبادئ الحوكمة.

III-3 اختبار السلسلة بعد تطبيق الحوكمة ونرمز لها بالرمز(MGI2): تتكون هذه السلسلة 185 مشاهدة والمعبر عنها بالأيام (185 يوم) أي الفترة الممتدة من 22 ماي 2018 إلى 22 نوفمبر 2018،أولاً سنتطرق إلى التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (MGI2)، ثم بعد ذلك نقوم بدراسة إستقرارية هذه السلسلة.

III-3-1 التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (MGI2)

-التمثيل البياني: يمثل الشكل 04تطور(MGI2)

الشكل رقم (04) : التمثيل البياني للسلسلة الزمنية (MGI2)

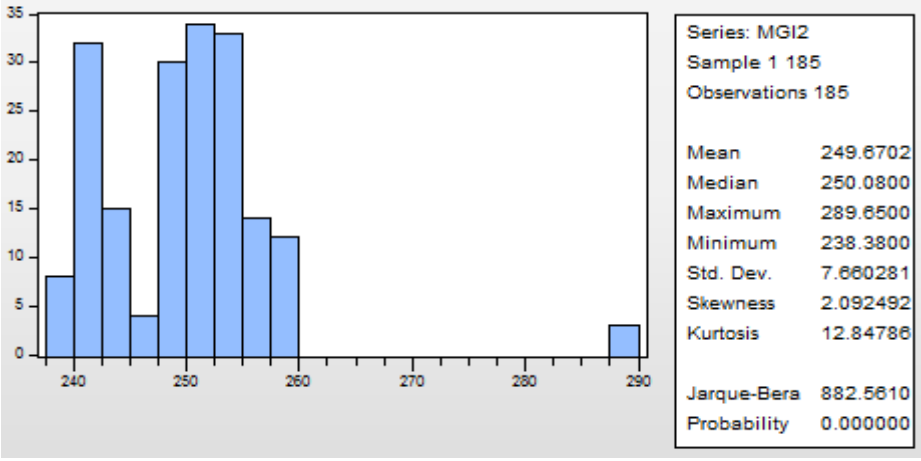


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الشكل 4 أن المؤشر العام لأسعار بورصة دبي بعد تطبيق الحوكمة قد سجل ارتفاع طفيف إلى غاية 18 أكتوبر2018، ثم بعد هذا اليوم وإلى غاية 21 أكتوبر 2018 سجل ارتفاع كبير جداً، ثم انخفض إلى مستواه الذي كان عليه من قبل.

-الدراسة الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (MGI2): سنقوم الآن بدراسة وصفية للسلسلة الزمنية وذلك من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية لها.

الشكل رقم (05) :المؤشرات الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (MGI2)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

P-ISSN: 2437-0916 / E-ISSN: 2437-0916/ LEGAL DEPOSIT N°6970-2015

نلاحظ من خلال الشكل 05 أن المؤشر سجل متوسط 249.67 وقد بلغ أدنى قيمة بـ 238.38 وسجل أقصى قيمة له بـ 289.65 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 250.08، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 7.66، كما نلاحظ أن معامل الالتواء Skewnessيختلف عن الصفر وبالتالي فإن منحناه يبتعد عن التماثل وبما أن قيمته موجبة فهو ينحاز نحو اليمين. كما نلاحظ أن الاحتمال المقابل لإحصائية Jarque-Bera أقل من مستوى المعنوية 5% مما يجعلنا نرفض فرضية التوزيع الطبيعي.

III-3-2 اختبار استقرارية السلسلة الزمنية (MGI2): لاختباراستقرارية السلسلة محل الدراسة سنعتمد على اختبار ديكي-فولر المطور AD، حيث سنقوم بتلخيص نتائج هذا اختبار في الجدول التالي:

الجدول رقم (03)نتائج اختبارADF للسلسلة الزمنية (MGI2) عند المستوى

المتغيرة	درجة التأخير	النموذج	إحصائية ADF	القيمة المجدولة عند 5%	القرار
MGI2	3	6	-2. 77	-3.44	السلسلة غير مستقرة من النوع DS
	3	5	-2.19	-2.88	
	3	4	0.24	-1.94	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أكبر من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%،وبالتالي نقبل فرضية العدم $(H_0: \emptyset_1 = 1)$ أو $(H_0: \lambda = 0)$وهذا يعني أن وجود جذر وحدوي، أي أن السلسلة غير مستقرة من نوع DS.

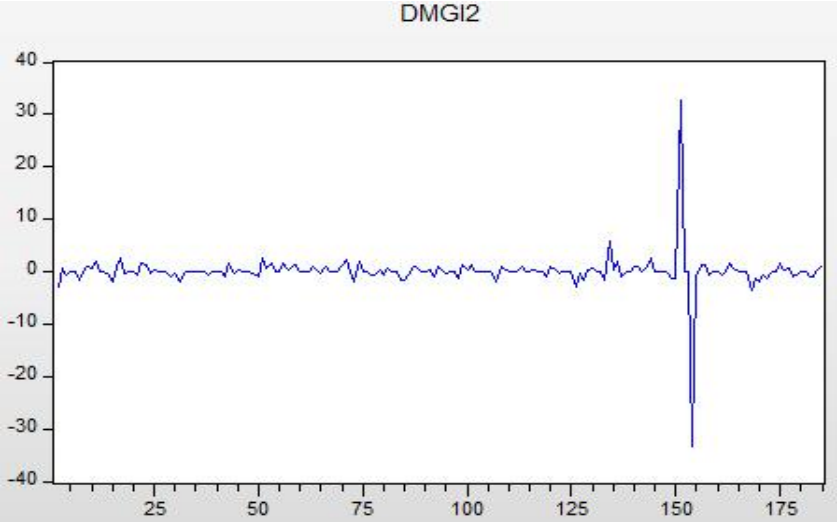
الجدول رقم (04):نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (MGI2) عند الفرق الأول

المتغيرة	درجة التأخير	النموذج	إحصائية ADF	القيمة المجدولة عند 5%	القرار
MGI2	2	6	13.19-	-3.44	السلسلة مستقرة
	2	5	-13.21	-2.88	
	2	4	-13.24	-1.94	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أقل من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%،وبالتالي نرفض فرضية العدم $(H_0: \emptyset_1 = 1)$ أو $(H_0: \lambda = 0)$وهذا يعني أن عدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي نقول بأن السلسلة مستقرة عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى.

الشكل رقم (06) :التمثيل البياني للسلسلة المستقرة(DMGI2)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ أن السلسلة تلتف حول محور الفواصل، حيث أنها تدور حول الصفر، أي أن المتوسط الحسابي لها يساوي الصفر وتباينها ثابت عبر الزمن، بمعنى عدم وجود اتجاه عام في السلسلة.

نتيجة:نقول بأن المؤشر العام لأسعار بورصة دبي يتحرك عشوائيا أي انه كفء عند المستوى الضعيف، فبما أن سوق دبي المالي تتميز بالكفاءة عند المستوى الضعيف قبل وبعد العمل بمبادئ حوكمة الشركات، لذلك سنقوم بصياغة نموذج يربط بين كفاءة سوق الأوراق المالية ومحددات الحوكمة ، لمعرفة المتغيرات الأساسية من ضمن مبادئ الحوكمة التي كان لها دورا بارزا في رفع كفاءة هذه السوق.

IV- دراسة قياسية لكفاءة سوق دبي المالي بدلالة محددات الحوكمة

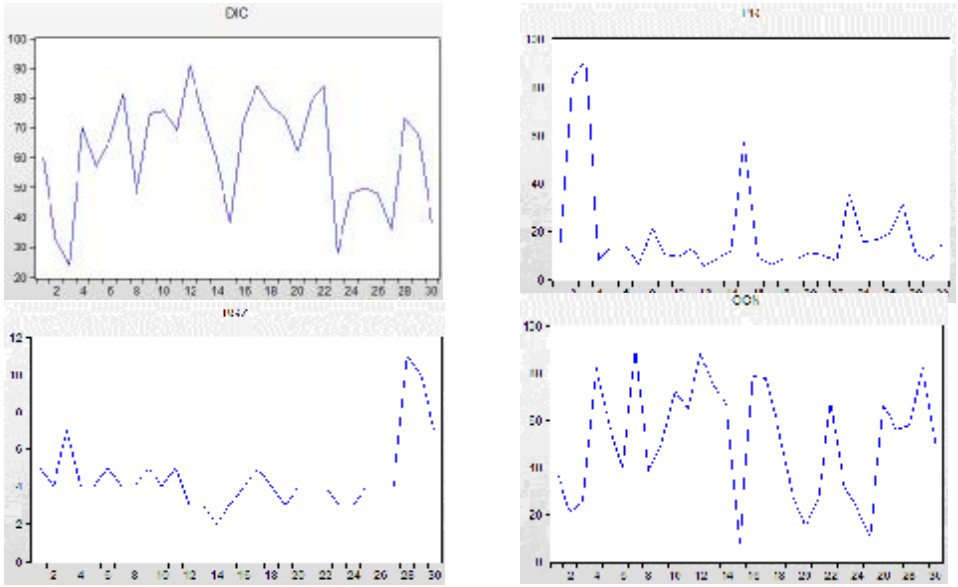
إن النموذج المقترح لاختبار العلاقة بين الحوكمة والكفاءة في الواقع العملي، يقوم على إحصاء بيانات 30 شركة مُدرجة ضمن المؤشر العام لأسعار سوق دبي المالي، إذ تم حساب مضاعف الربحية باعتباره أحسن مؤشر للكفاءة، ثم جدولة المعلومات الخاصة بمحددات الحوكمة ابتداء بعدد أعضاء مجلس إدارتها، ونسبة إفصاحها عن المعلومات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

IV- 1التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: يتم من خلال التمثيل البياني للسلاسل الزمنية المتمثلة في سلسلة مضاعف الربحية (PR)، الافصاح والشفافية (DIC)، تركز الملكية (OCN)، حجم مجلس الإدارة (BSZ).

-التمثيل البياني: تمثل البيانات 1، 2، 3، 4 من الشكل (1)تطور BSZ ، OCN ، DIC، PR

P-ISSN: 2437-0916 / E-ISSN: 2437-0916/ LEGAL DEPOSIT N°6970-2015

الشكل رقم (0):التمثيل البياني للسلاسل



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

-الدراسة الإحصائية الوصفية للسلاسل: إن الدراسة الاحصائية ممثلة نتائجها في الجدول التالي:

الجدول رقم (05):الدراسة الإحصائية الوصفية للسلاسل

	PR	OCN	DIC	BSZ
Mean	19.25200	51.41767	61.43300	4.533333
Median	11.52500	55.50000	67.00000	4.000000
Maximum	91.15000	90.00000	91.00000	11.00000
Minimum	5.900000	7.520000	24.00000	2.000000
Std. Dev.	21.32688	24.61800	18.37753	1.942862
Skewness	2.455331	-0.166554	-0.474686	2.029145
Kurtosis	7.996879	1.824046	2.118576	6.988858
Jarque-Bera	61.35425	1.867288	2.097770	40.47589
Probability	0.000000	0.393119	0.350328	0.000000
Sum	577.5600	1542.530	1842.990	136.0000
Sum Sq. Dev.	13190.24	17575.33	9794.280	109.4667
Observations	30	30	30	30

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

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

P-ISSN: 2437-0916 / E-ISSN: 2437-0916/ LEGAL DEPOSIT N°6970-2015

IV- 2 صياغة النموذج الهيكلي وتحليل استقرارية السلاسل

IV- 2-1 صياغة النموذج الهيكلي: لإيجاد العلاقة بين مضاعف الربحية ومحدداته نقوم بتقدير النموذج عن طريق الانحدار المتعدد لتحديد المتغيرات المؤثرة للمتغير التابع، وتعتبر طريقة المربعات الصغرى العادية الطريقة المثلى في تقدير النموذج الأمثل، وبتالي يتم وصف النموذج الرياضي كالتالي:

$$PR_i =$$

حيث:

PR_i: تمثل مضاعف الربحية للشركة i.

OCN_i: تمثل تركز الملكية للشركة i.

DIC_i: تمثل الافصاح والشفافية للشركة i.

BSZ_i : تمثل حجم مجلس الإدارة للشركة i.

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

$\hat{\varepsilon}_i$: الخطأ العشوائي، نفرض أن له وسط حسابي يساوي الصفر وتباين ثابت وعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

IV- 2-2 دراسة استقرارية السلاسل: لاختبار استقرارية السلاسل محل الدراسة سنعتمد على اختبار ديكي-فولر الموسع ADF، حيث سنقوم بتلخيص نتائج اختبار استقرارية السلاسل في الجدول التالي:

الجدول رقم (06):نتائج اختبارADF لسلاسل متغيرات الدراسة عند المستوى:

المتغيرات	درجة التأخير	النموذج	المعامل	احتمال المعامل	درجة الحرية	القرار
PR	0	3	b	0.1977	1%	b=0
		2	c	0.0145	1%	c=0
		1		0.0015	1%	السلسة مستقرة $\lambda \neq 0$
OCN	0	3	b	0.6902	1%	b=0
			c	0.0004	1%	
		2		0.0001	1%	السلسة مستقرة $\lambda \neq 0$
DIC	0	3	b	0.7221	1%	b=0
			c	0.0009	1%	
		2		0.0005	1%	السلسة مستقرة $\lambda \neq 0$
BSZ	0	3	b	0.2597	1%	b=0
		2	c	0.0185	1%	c=0
		1		0.4567	1%	السلسة غير مستقرة $\lambda = 0$

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

P-ISSN: 2437-0916 / E-ISSN: 2437-0916/ LEGAL DEPOSIT N°6970-2015

نلاحظ من خلال الجدول أن كل السلاسل مستقرة عند المستوى إلا السلسلة BSZفي غير مستقرة من النوع DS ولجعلها مستقرة نقوم بإجراء الفرق من الدرجة الأولى.

الجدول رقم (07):نتائج اختبارADF لسلسلة BSZ عند الفروق من الدرجة الأولى.

	0	3	b	0.5226	1%	b=0
		2	c	0.6699	1%	c=0
		1		0.0000	1%	$\lambda \neq 0$ السلسة مستقرة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

IV- 2-3 **تقدير النموذج الهيكلي:** نقوم بتقدير النموذج اعتمادا على المتغيرات المفسرة فكانت نتائج عملية التقدير كالتالي:

الجدول رقم (08):يبين تقدير النموذج الأول

Dependent Variable: PR
Method: Least Squares
Date: 12/29/17 Time: 03:16
Sample (adjusted): 2 30
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OCN	-0.063925	0.144032	-0.443828	0.6611
DIC	-1.004036	0.276103	-3.636456	0.0013
D(BSZ)	1.591165	1.547081	1.028495	0.3140
ICA	8.175819	9.473125	0.863054	0.3967
C	79.90937	12.19305	6.553682	0.0000

R-squared	0.611410	Mean dependent var	19.48034
Adjusted R-squared	0.546645	S.D. dependent var	21.66703
S.E. of regression	14.58877	Akaike info criterion	8.353967
Sum squared resid	5107.973	Schwarz criterion	8.589707
Log likelihood	-116.1325	Hannan-Quinn criter.	8.427798
F-statistic	9.440428	Durbin-Watson stat	0.867097
Prob(F-statistic)	0.000099		

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن جل المعاملات ليس لها معنى إحصائي لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من حد المعنوية 0.05 أي أنها غير مقبولة إحصائيا وليس لها تأثير جيد في النموذج، كما نلاحظ كذلك أن إحصائية DW تبين ارتباط بين الأخطاء من الدرجة الأولى (DW=0.867)، لذا سنلجأ إلى اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي.

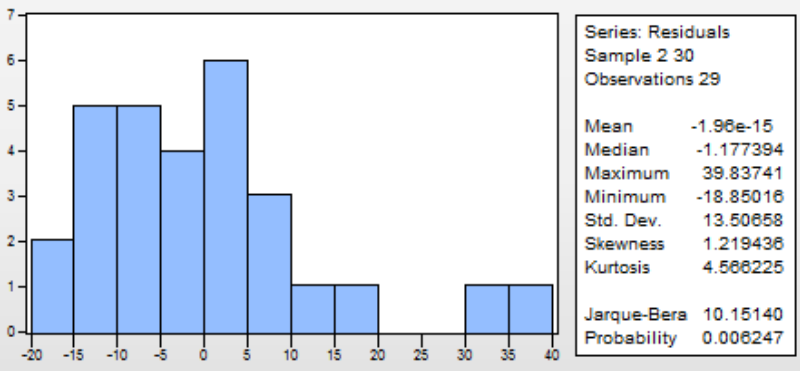
P-ISSN: 2437-0916 / E-ISSN: 2437-0916/ LEGAL DEPOSIT N°6970-2015

- **اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:** من أجل اختبار فرضية العدم H_0 سلسلة البواقي ذات توزيع طبيعي نقوم بحساب إحصائية جاك بيرا (JB) التي تتبع توزيع $x^2_{1-\alpha}$:

- فرضيات هذا الاختبار هي: البواقي تتبع التوزيع الطبيعي : H0
البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي H1:

بعد إجراء هذا الاختبار باستعمال البرنامج (Eviews7) تحصلنا على النتائج الموضحة في الشكل التالي:

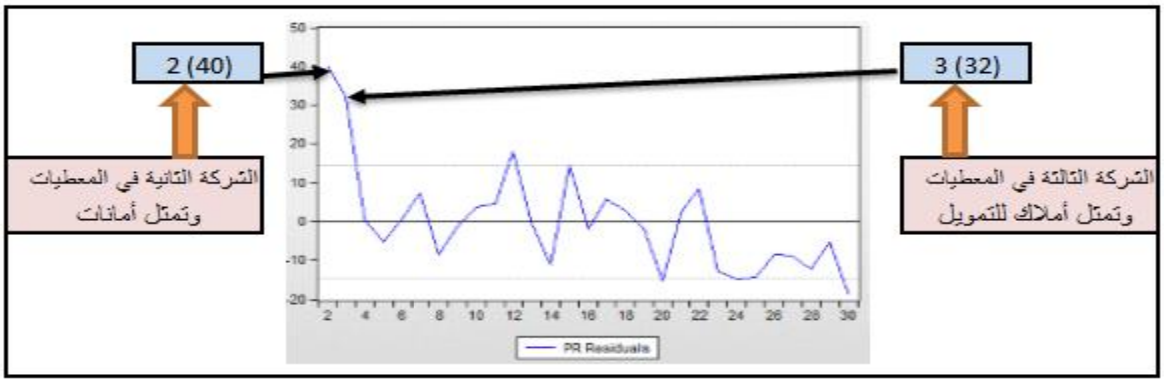
الشكل رقم (08): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر:من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الشكل أن الاحتمال المقابل للإحصائية JB أقل من 0.05 أي $(P = 0.006 < 0.05)$ ومنه نرفض فرضية العدم H_0 بمعنوية 5% أي البواقي لا تتبع التوزيع طبيعي. لتصحيح هذا الاختبار نلجأ إلى منحنى البواقي حتى نكشف أين الخلل.

الشكل رقم (09):منحنى بواقي PR



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

P-ISSN: 2437-0916 / E-ISSN: 2437-0916/ LEGAL DEPOSIT N°6970-2015

نلاحظ من خلال المنحنى الخلل موجود في المشاهدة الثانية والمشاهدة الثالثة إذن لتصحيح هذا الاختبار ندخل متغيرة صماء (وهمية) في النموذج بحيث تأخذ القيمة (1) في تلك المشاهدتين (2 و3) وتأخذ القيمة (0) في المشاهدات الأخرى.

النموذج المقدر بعد إدخال المتغيرة الصماء بإضافة أو إسقاط بعض المتغيرات، تدريجيا بهدف التوصل في النهاية إلى توليفة المتغيرات التفسيرية المثلى الأكثر فاعلية وتأثيرها على المتغير التابع والمتمثل لدينا هنا في مضاعف الربحية (PR) فكانت النتائج الموجزة لهاذا التقدير كما يلي:

جدول رقم (09):يبين تقدير النموذج الثاني

Dependent Variable: PR
Method: Least Squares
Date: 12/29/17 Time: 11:47
Sample (adjusted): 13 30
Included observations: 18 after adjustments
Convergence achieved after 12 iterations
MA Backcast: OFF (Roots of MA process too large)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OCN	0.094920	0.043606	2.176746	0.0545
DIC	-0.515347	0.104423	-4.935184	0.0006
D(BSZ)	-1.910153	0.961794	-1.986032	0.0751
ICA	2.666448	4.010463	0.664873	0.5212
C	40.94209	4.114927	9.949652	0.0000
M	29.96059	1.688802	17.74073	0.0000
AR(11)	-0.221854	0.052687	-4.210813	0.0018
MA(15)	7.396577	4.357979	1.697249	0.1205

R-squared	0.968224	Mean dependent var	16.07944
Adjusted R-squared	0.945981	S.D. dependent var	13.03327
S.E. of regression	3.029193	Akaike info criterion	5.355572
Sum squared resid	91.76012	Schwarz criterion	5.751293
Log likelihood	-40.20015	Hannan-Quinn criter.	5.410137
F-statistic	43.52912	Durbin-Watson stat	2.087156
Prob(F-statistic)	0.000001		

Inverted AR Roots	.84-.25i	.84+.25i	.57+.66i	.57-.66i
	.12+.86i	.12-.86i	-.36+.79i	-.36-.79i
	-.73+.47i	-.73-.47i	-.87	
Inverted MA Roots	1.12+.24i	1.12-.24i	.92+.67i	.92-.67i
	.57-.99i	.57+.99i	.12-1.14i	.12+1.14i
	-.35-1.09i	-.35+1.09i	-.76-.85i	-.76+.85i
	-1.04+.46i	-1.04-.46i	-1.14	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

$$PR_i = 40.94 + \underbrace{0.094}_{(2.17)} OCN_i \ \underbrace{-0.51}_{(-4.93)} DIC_i - \underbrace{1.91}_{(-1.98)} D(BSZ_i) + \underbrace{2.66}_{(0.66)} ICA_i + [AR(11) = -0.22, MA(15) = +7.39 \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (4)$$

- **تشخيص النموذج المقدر الثاني**

P-ISSN: 2437-0916 / E-ISSN: 2437-0916/ LEGAL DEPOSIT N°6970-2015

نموذج المعادلة (4) معنوي عند 5 % بالنظر إلى إحصائية DW تبين غياب الارتباط بين الأخطاء من الدرجة الأولى (DW=2.08)، ويؤكد اختبار بروش غودفراي إلى عدم وجود مشكلة ارتباط الأخطاء من الدرجة (2) لأن الاحتمال المقابل لقيمة F أكبر من مستوى المعنوية أي 0.05< prob=0.8245 (أنظر الملحق رقم 14)، كما يؤكد اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي إلى أن البواقي تتبع التوزيع طبيعي وذلك من خلال الاحتمال المقابل للإحصائية (JB)P=0.685>0.05 (أنظر الملحق رقم 15)، وكذلك تشير إحصائية اختبار(Breusch-Pagan-Godfrey) إلى قبول فرضية العدم القائلة بثبات تباين الأخطاء نظراً لأن احتمال إحصائية BP (0.9466) أكبر من مستوى المعنوية 5%.

IV- 3 تقييم النموذج المقدر

IV- 3-1 تقييم النموذج من الناحية الإحصائية: ان النتائج المتحصل عليها احصائيا هي كالآتي:

- اختبار جودة النموذج: إن قيمة معامل التحديد R^2 عالية جداً وتساوي 0.968582 أي 96.82% وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 96.82% من التغير الحاصل في المتغير التابع (PR) وأما النسبة الضئيلة الباقية حوالي 3.18% تمثل متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج.

- المعنوية الفردية (اختبار ستودنت): نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن كل المعاملات الاحتمال المقابل لها أقل من 0.1. إذن نقول على هذه المعلمات أن لها معنى إحصائي وتأثير جيد في النموذج.

- المعنوية الإجمالية (اختبار فيشر): إن احصائية فيشر تساوي 43.52 والاحتمال المقابل لها معدوم 0.000001 وهو احتمال أقل من حد المعنوية 0.05 مما يجعلنا نرفض فرضية العدم وبالتالي نقول بأن النموذج معنوي إجماليا، وعليه يوجد على الأقل إحدى المتغيرات المفسرة تشرح بشكل جيد المتغير التابع (PR).

IV- 3-2 تقييم النموذج من الناحية الاقتصادية: إن الدراسة القياسية تمّ اجراؤها لاختبار العلاقة بين مبادئ الحوكمة ومضاعف الربحية الذي تمّ التعبير عنه من خلال الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأسهم، وكلما كان الفرق بينهما صغيراً (مضاعف الربحية صغير) كان أحسن للشركة، وبالتالي وجود العلاقة العكسية بين مضاعف الربحية و مبادئ الحوكمة، هو ما يطابق منطق النظرية الاقتصادية، وفيما يلي النتائج المتحصل عليها اقتصاديا بعد اختبار العلاقة بين مضاعف الربحية وكل مبدأ من مبادئ الحوكمة على حدى:

-وجود أثر سالب معنوي قوي**لمبدألتركز الملكية** على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدرة للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة لتركز الملكية حوالي 0.094- ويعني هذا أن الزيادة في ONC بنسبة 1%سوف تؤدي إلى انخفاضPR بـ0.094 %، هذه العلاقة العكسية مطابقة لمنطق النظرية الاقتصادية، ويعود السبب الى أن امتلاك حملة الأسهم لنسبة كبيرة من أسهم الشركة (5% على الأقل من رأس مال الشركة) يساعد على تخفيض تضارب المصالح بين الملاك والمديرين، فكلما زاد تركز الملكية أدى ذلك الى تحسين إدارة الشركة من خلال تخفيض تكلفة الوكالة.

-وجود أثر سالب معنوي قوي للإفصاح والشفافية على كفاءة سوق الأوراق المالية، فقد بلغت القيمة المقدرة للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة للإفصاح والشفافية حوالي0.515- ويعني هذا أن الزيادة في الإفصاح والشفافية بنسبة 1%سوف تؤدي إلى انخفاض الفرق بين القيم السوقية لأسعار الأسهم وقيمها الحقيقية بـ 0.515%، هذه العلاقة العكسية مخالفة لمنطق النظرية الاقتصادية،ويعود السبب الى أن تطبيق هذا المبدأ من قبل لجنة المراجعة الداخلية والخارجية

P-ISSN: 2437-0916 / E-ISSN: 2437-0916/ LEGAL DEPOSIT N°6970-2015

من شانه التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات، كما تتحقق لجنة المراجعة من تطبيق معايير المحاسبة عند إعداد القوائم المالية، وبذلك تكون قد أضفت على المعلومات الصادرة درجة عالية من المصداقية والثقة وتحسين المحتوى المعلوماتي المفصح عنه، وهذا ما يزيد من كفاءة أسواق الأوراق المالية.

-وجود أثر سالب معنوي قوي **لحجم مجلس الإدارة** على كفاءة سوق الأوراق المالية، فقد بلغت القيمة المقدرة للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة لحجم مجلس الإدارة حوالي1.91- ويعني هذا أن الزيادة في BSZ بنسبة 1%سوف تؤدي إلى انخفاض PR بـ 1.91%، هذه العلاقة العكسية مطابقة تماما لمنطق النظرية الاقتصادية، ذلك أن مجلس الادارة كبير الحجم يقدم منفعة للشركة من خلال تنوع خبرات أعضائه، وقدرتهم على التعامل مع كل الأطراف ذات الصلة بالشركة من مستثمرين ورجال أعمال، وهذا ما يزيد من فرص التمويل من الأسواق المالية، وبالتالي تنشيط حركة التداول بها، والرفع من كفاءتها.

-وجود أثر سالب معنوي قوي **لاستقلالية مجلس الإدارة** على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدرة للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة لاستقلالية مجلس الإدارة حوالي 2.66 ويعني هذا أن الزيادة في ICA بنسبة 1%سوف تؤدي إلى انخفاضPR بـ 2.66%، هذه العلاقة الطردية مطابقة تماما لمنطق النظرية الاقتصادية، لأن استقلالية مجلس الإدارة من أهم الخصائص التي تعزز وتحفز مجلس الإدارة للقيام بمهامه الإشراقية والرقابية، للحد من قدرة المديرين على التصرف بما يخدم مصالحهم الخاصة دون الأخذ بعين الاعتبار مصالح الملاك.

ومن الخصائص الرئيسية التي يمكن الاعتماد عليها للوقوف على استقلالية مجلس الإدارة هي فصل الأدوار الرئيسية بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، لما لها من دور بارز في رفع كفاءة وفاعلية المجلس، بحيث لا يسند منصب رئيس مجلس الادارة، والمدير التنفيذي لنفس الشخص، وهذا ما أكدت عليه دراسة (FAMA,1983)،ودراسة (JENSEN,1993)

خاتمة:

توصلنا من خلال دراسة العلاقة بين مبادئ حوكمة الشركات، وكفاءة سوق الأوراق المالية بالإسقاط على سوق دبي المالي الى نتائج هامة نوجزها فيما يلي:

- يعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية من أكثر مبادئ الحوكمة مساهمة في رفع كفاءة سوق دبي الماليمن خلال إلزام الشركات بتوفير قنوات لنشر المعلومات، وإتاحة الفرصة لكل المتعاملين في الحصول عليها بعدالة في الوقت الملائم، وبأدنى تكلفة، مما يسمح بتسعير الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية.
- وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين حوكمة الشركات المقاسة بحجم مجلس الإدارة و كفاءة سوق دبي المالي.
- كلما زاد تركز الملكية لأسهم الشركة أدى ذلك إلى تحسن إدارة الشركة من خلال تخفيض تكلفة الوكالة، أي أن هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين مبدأ تركز الملكية وبين سوق دبي المالي.

P-ISSN: 2437-0916 / E-ISSN: 2437-0916/ LEGAL DEPOSIT N°6970-2015

- يؤدي فصل الأدوار الرئيسية بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي دورا هاما في فاعلية وكفاءة المجلس، بحيث لا يسند منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي لنفس الشخص، وهذا ما أكدت عليه نتائج الدراسة لسوق دبي المالي.

توصيات البحث:

انطلاقا من النتائج المتوصل إليها، ونظراً لطبيعة العلاقة بين الحوكمة والكفاءة، فان أهم الاقتراحات التي نراها كفيلة برفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالدول العربية تتمثل فيما يلي:

-الاهتمام بمبادئ الحوكمة التي لها معامل ارتباط قوي مع كفاءة سوق الأوراق المالية، وجعلها اجبارية التطبيق ،من خلال تفعيل الدور الرقابي لضمان التزام الشركات بتطبيقها.

- مراجعة شروط الإدراج بسوق الاوراق المالية من خلال تضمين مبادئ حوكمة الشركات.

- التركيز على ترقية نظام الإفصاح، باعتباره أهم المبادئ التي تساهم في ترقية ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية، من خلال إنشاء معاهد متخصصة تهتم بنشر وتحليل المعلومات بأعلى جودة ومصداقية.

-تطوير مهنة المحاسبة والمراجعة، لتكييفها مع المعايير الدولية للمراجعة لضمان قيام الشركات بالإفصاح عن قوائم مالية تعكس المركز الحقيقي لها.

قائمة المراجع:

[1]fama, E, "**efficient capital market review of theory and empirical work**", the journal of finance, N°2, may, 1970, pp383-386 .

[2]belkeoui, A, "accounting theory", harcourt brace jovanovich, inc, NY, 1987, p50 .

[3]jenser, michael, "some anomalous evidence regarding market efficiency", journal of financial economics, june, 1978, p96 .

[4]haugen, A, robert, "modern investments theory" prentice-hall, N.J, 1990, p604 .

[5]rees, bill, "financial analysis", prentice-hall N.Y, 199., pp25-35236 .

[13]السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر، عمان-الأردن، 2010، ص:107.

[14]شوقي بورقبة، **الكفاءة التشغيلية في المصارف الإسلامية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2010، ص:143.

[*]**التحليل الأساسي:** يطلق على ممارسيه بالأساسيين، ويعني تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة بالإضافة إلى حجم المخاطر التي تتعرض لها، لتحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم.

[15]السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، مرجع سبق ذكره، ص:108.

[16]الشواورة فيصل محمود، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية**،ص:50-51.

[6]حسن السيسي صلاح الدين، **بورصات الأوراق المالية: الأهمية والأهداف، السبل، ومقترحات النجاح**، الطبعة الأولى، عالم الكتب للنشر ، القاهرة، مصر، 2003، ص:25.

[7] حنفي عبد الغفار،،**البورصات (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، خيارات)**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر،2004، ص190-191.

[8]أرشد فؤاد التميمي، عزمي سلام أسامة، **الاستثمار بالأوراق المالية -تحليل وإدارة**-الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان-الأردن، 2004، ص133.

[*] **صانع السوق:** هو المتخصص أو التاجر أو بيت السمسرة أو أي طرف لديه الاستعداد في أي وقت لبيع أو شراء ورقة مالية، وللمزيد من المعلومات حول صانع السوق وممارساته.

[9] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر، الأردن-عمان 2008، ص:33-34.

[10] منير هندي إبراهيم، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص:116.

[11] الشواورة فيصل محمود، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن-عمان، 2008، ص:208.

[12] حسن السيسي صلاح الدين، ، **بورصات الأوراق المالية: الأهمية والأهداف، السبل، و مقترحات النجاح**، مرجع سبق ذكره، ص:25.

[17] Thierry widemangoiran et autres, **Développement durable et gouvernement d'entreprise** : un dialogue prometteur, édition d'organisation, paris, 2003, p : 103.

[18] Franck bancelle,**la gouvernance des entreprises,économique**,paris,1997,p:19.

[19] The World Bank, **Sub-Saharan Africa From Crisis to Sustainable Growth**, the World Bank Washington, D.C, November 1989,p60.

[20] United Nation Development Programme « UNDP »,"**Governance for Sustainable Human Development**", AUNDP Policy document, NY, USA, 1997, p3.

[21] Organization for Economic-operation and Development(OECD),**Principles of CorporateGovernance**, 2000,P:14.

[22] Report of **the Cadbury committee on the financial aspects of corporate governance**, London, 1992, P 14.

[23] The institute of internal auditors , the lessons that lie beneath , tone at the tope ;USA,February,2002 ,p:2.

[24] غضبان حسام الدين، **محاضرات في نظرية الحوكمة**، دار حامد للنشر والتوزيع،ا لأردن، عمان، 2015، ص: 32.

[25] رشا نايل حامد الطراونة، علي محمد عمر العضايلة، "**اثر تطبيق الشفافية على مستوى المساءلة الإدارية في الوزارات الأردنية**"، المجلة الاردنية في الادارة الاعمال، مجلد 06، العدد1، 2010، ص66 .

[26] Adrian fares,**corporate governancein Egypt from a banking perspective**,workshop(2) , CG from a banking perspective(CIPE), Egypt, februry , 2003, p:3 .

[27] البنك الدولي، "**المسائلة الاجتماعية: تعزيز جانب الطلب على نظم الادارة الراشدة وتقديم الخدمات**"، الفصل الثاني بدون سنة نشر ص05.

[28] نظير رياض محمد الشحات، **إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية التجارة بجامعة المنصورة، مصر 2007، ص: 321.

[29] United Nation Development Programme « UNDP »,"**Governance for Sustainable Human Development**", AUNDP Policy document, NY, USA, 2007, p:5-8

[30] تركي راجي الحمود، إياد عيسى السرطاوي، "**أثر ممارسات الحاكمية على أداء الشركات المساهمة، دراسة تحليلية**"، المؤتمر الثالث للعلوم المالية والمصرفية حول حاكمية الشركات والمسؤولية الاجتماعية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، الأردن، يومي 17،18 أفريل 2013، ص:71.

[31] **مركز المشروعات الدولية الخاصة**، تعريف استرشادي لعضو مجلس الادارة المستقل، مؤسسة التمويل الدولية، القاهرة، مصر، سبتمبر، 2002، ص: 01.