

هل ساهم إصدار إجراءات الشركات ذات الخسائر المتراكمة في تحسين الأداء المالي لتلك الشركات؟¹

د. عمر بن محمد المنيع²
أستاذ التمويل والاستثمار المساعد بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، محلل مالي معتمد CFA

ملخص:

يهدف هذا البحث إلى الإجابة على ما إذا ساهم إصدار هيئة السوق المالية لإجراءات الشركات التي بلغت خسائرها المتراكمة 50% فأكثر من رأس المال في تحسين الأداء المالي لتلك الشركات. اختبار أثر هذه التجربة سيرجع بفائدة كبيرة على الجهات المنظمة للأسواق المالية بشكل عام وهيئة السوق المالية السعودية بشكل خاص وذلك لاختبارها الأثر المالي لإصدار مثل تلك الإجراءات. عينة الدراسة تشمل جميع الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة الزمنية من 2009 إلى 2018. باستخدام عدد من نماذج الفروقات Difference in difference؛ فإن الدراسة وجدت أن لإصدار تلك الإجراءات أثر جوهري في تحسين الأداء المالي لتلك الشركات وبدرجة معنوية 1%. صدور إجراءات الشركات الخاسرة زاد - في المتوسط - من معدل العائد على أصول تلك الشركات بمقدار 8.4%. تجربة الدواء الوهمي Placebo test تدعم أيضا هذه النتائج وذلك عن طريق افتراض توقيت وهمي لصدور إجراءات الشركات الخاسرة. كما كان لتلك الإجراءات أثر ممتد Spillover effect حيث شمل التحسن في الأداء المالي للشركات ذات الخسائر المتراكمة التي لم يصدر بحققها الإجراءات. لتحديد قنوات التأثير على الأداء المالي؛ قامت الدراسة باستخدام عدد من نماذج الفروقات الثلاثية Difference in difference التي وجدت أن رفع كفاءة تشغيل الأصول وتحسن هوامش الأرباح أسهم بشكل جوهري في التحسن في الأداء المالي للشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات.

¹ هذا المستند وما يحتويه من معلومات ووجهات نظر يعرب عن وجهة نظر معده ولا يعرب عن وجهة نظر هيئة السوق المالية، لذا تخلي الهيئة مسؤوليتها عن ما ورد فيه من معلومات وبيانات، ولا يمكن تحميل الهيئة أو منسوبيها أو الباحث المسؤولية عن أية خسائر أو أضرار تنشأ عن استخدام هذا المستند، مع الأخذ بالاعتبار أن المعلومات والبيانات ووجهات النظر قابلة للتغيير دون إشعار مسبق.
² للتواصل مع الباحث: omaralmanea@gmail.com

تمثل الشركات ذات الخسائر المتراكمة (يُشار إليها لاحقًا بالشركات الخاسرة) عقبة أمام إعادة تخصيص الموارد الاقتصادية (البشرية والرأسمالية) إلى أنشطة وشركات أكثر إنتاجية مما ينعكس سلبيًا على العديد من المتغيرات الاقتصادية كالنمو في الناتج الإجمالي وكفاءة النظام المالي. ساهم هذا النوع من الشركات في التراجع الاقتصادي لليابان خلال التسعينات الماضية حيث تزايد أعدادها بشكل كبير في تلك الفترة (Hoshi, 2000). بالنظر إلى 14 سوق مالية متقدمة، نجد أن حصة هذه الشركات من الشركات المدرجة ارتفعت من 2% في أواخر الثمانينات إلى 12% في 2016 وهو ما قد يكون له انعكاسات اقتصادية سلبية حيث تنخفض إنتاجية العمال ومعامل الانتاج الكلي لتلك الشركات (Banerjee & Hofnman, 2018). كما أن الشركات الخاسرة تؤثر بشكل كبير على الشركات الرابحة الزميلة في نفس القطاع حيث ينخفض الاستثمار والتوظيف لدى الشركات الرابحة (Barros & Pereira, 2017)، نظرًا لاتجاه الشركات الخاسرة نحو حرب الأسعار لاهتمامها بمعيار السيولة والاكتفاء بتغطية متوسط التكاليف المتغيرة وهو ما قد يؤثر إجمالاً على كفاءة وإنتاجية القطاع. كما أن للشركات الخاسرة تأثير سلبي على ثروة حملة الأسهم التي تتمحور النظريات المالية والاستثمارية حول تعظيمها.

في هذا السياق، أصدرت هيئة سوق المال السعودية في منتصف عام 2014 الإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات التي بلغت خسائرها المتراكمة 50% فأكثر من رأس المال (يُشار إليها لاحقًا بإجراءات الشركات الخاسرة). تشير الإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات التي بلغت خسائرها المتراكمة 50% فأكثر من رأس المال إلى أنه عند بلوغ الخسائر المتراكمة للشركة ما نسبته 50% أو أعلى إلى رأس المال فإنه يُوضع علم بجانب اسم الشركة في موقع السوق الإلكتروني (علم أصفر في حال كانت نسبة الخسائر تتراوح بين 50% و75%، علم برتقالي في حال كانت نسبة الخسائر تتراوح بين 75% و100%، علم أحمر في حال كانت نسبة الخسائر 100% أو أكثر). تتضمن التعليمات كذلك إعلان الشركة الخاسرة عن قوائمها المالية المعدة من قبل إدارة الشركة لنهاية كل شهر (الفقرة ج من المادة الثالثة).

في حال بلوغ الخسائر المتراكمة للشركة ما نسبته 75% أو أكثر؛ وجب على مجلس إدارة الشركة إعداد خطة لتعديل أوضاع الشركة وإعلانها لمساهمي الشركة (الفقرة د من المادتين الرابعة والخامسة)، كما يجب على الشركة تكوين لجنة لا يقل أعضائها عن ثلاثة يكون من بينهم أحد أعضاء مجلس الإدارة تتولى مسؤولية تنفيذ الخطة المطلوبة (الفقرة و من المادتين الرابعة والخامسة) والإعلان عن تفاصيلها بشكل ربع سنوي وكذلك الإفصاح عن التوقعات المالية المستقبلية ومقارنة ذلك بالأداء المالي الفعلي مع شرح مبررات انحراف الأداء (الفقرة ز من المادتين الرابعة والخامسة). كما نصت الإجراءات على إلغاء إدراج أسهم الشركة في حال عدم التزام الشركة بإعداد الخطة المطلوبة في الفقرة (د) من المادتين الرابعة والخامسة أو في حال انقضاء سنتين ماليتين تاليتين للسنة المالية التي تجاوزت فيها الخسائر المتراكمة للشركة 75% من رأس مالها دون تعديل أوضاعها بخفض الخسائر عن 75% من رأس المال أو عدم تحقيق الشركة أرباحًا تشغيلية وتدفعًا نقديًا تشغيليًا موجبًا عن السنة المالية الأخيرة (الفقرة ي من المادة الرابعة والفقرة ك من المادة الخامسة).

إن تدخل هيئة السوق المالية بإصدار هذه الإجراءات قد يكون محققًا للشركات الخاسرة في إعادة ترتيب أوراقها والعمل الجاد على تحسين الأداء المالي. هذا التدخل يعتبر تجربة طبيعية Natural experiment تُمكن هذه الدراسة من اختبار تأثيرها على الأداء المالي للشركات. هناك عدد من الأدوات الإحصائية التي تستخدمها الدراسات لاختبار أثر التجارب الطبيعية. أبرز تلك الأدوات هو نموذج الفروقات Difference-in-difference وهو ما تستخدمه هذه الورقة. تنفيذ نموذج الفروقات يتطلب وجود حدث جوهري (صدور إجراءات الشركات الخاسرة) ووجود مجموعة تجريبية تتأثر بذلك الحدث (الشركات الخاسرة) ومجموعة ضابطة لا تتأثر بالحدث (الشركات غير الخاسرة) (Roberts & Whited, 2013)³. كما ستستخدم تجربة الدواء الوهمي لتعزيز نتائج نموذج الفروقات، بالإضافة إلى استخدام نموذج الفروقات الثلاثي لمعرفة قنوات الأثر المالي.

³ تفصيل أكثر حول نموذج الفروقات سيتم نقاشه في فقرة أدوات الدراسة.

لهذه الورقة أهمية تطبيقية وأدبية. من المتوقع أن تستنسخ عدد من الهيئات المنظمة للأسواق المالية هذه التجربة التي طبقت على السوق السعودي حال ثبوت فاعليتها. على سبيل المثال؛ أعلن الرئيس التنفيذي لهيئة الأوراق المالية والسلع في أبوظبي عن عزم الهيئة لتطبيق إجراءات احترازية للشركات التي تجاوزت خسائرها المتراكمة 50% من رأس المال (المنشاوي، 2018). ومن هنا تأتي أهمية هذه الدراسة وذلك لاختبارها مدى مساهمة إصدار تلك الإجراءات في تحسين الأداء المالي للشركات ذات الخسارة مما يعني أن اختبار أثر تلك التجربة سيرجع بفائدة كبيرة على الجهات المنظمة للأسواق المالية.

إلى جانب هذه المساهمة التطبيقية للدراسة؛ فإن للورقة أيضا أهمية أدبية، إذ أنها تنظر إلى الأثر الخارج المنشأ (exogenous) لحوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات، إذ أن الدراسات التجريبية السابقة اختبرت أثر حوكمة الشركات على الأداء باستخدام المعادلات الخطية، في حين أن تلك المعادلات قد تعاني من مشكلة التداخل أو ما يُعرف بالإنجليزية بـ endogeneity (Larcker & Rusticus, 2010). تنتج مشكلة التداخل من أخطاء في قياس المتغيرات أو من تجاهل متغيرات مهمة وعدم شمول النموذج القياسي بها، أو بسبب أن مسار العلاقة متعاكس حيث أن التأثير يأتي من المتغير التابع إلى المستقل أو أن ارتباطهما يعود إلى متغير ثالث غير مشمول في النموذج (Wooldridge, 2015). أي أن هناك تداخل في العلاقات بين الحوكمة والأداء المالي، فالشركات ذات الأداء المالي الجيد غالبًا ستقوم بتطبيق ممارسات حوكمة جيدة. يعتبر استخدام نموذج الفروقات أحد أهم الأساليب الفعالة لحل مشكلة التداخل عن طريق اختبار التجربة الطبيعية لإصدار إجراءات الشركات الخسارة⁴.

2/ فرضية الدراسة

يعتبر إصدار هيئة السوق المالية لإجراءات الشركات الخسارة تدخلاً فريداً من نوعه. وعلى ذلك؛ فإنه لا توجد - على حد علم الباحث - تدخلات سابقة مشابهة في أسواق مالية أخرى. ومن هنا؛ فإن هذا التدخل يعتبر تجربة طبيعية Natural experiment تُمكن هذه الدراسة من اختبار تأثيرها على الأداء المالي للشركات. ولذلك فإن هذه الورقة تستخدم المنهج

⁴ إجراءات الشركات الخسارة لها طابع حوكمي فهي تتضمن تشكيل لجنة وإعداد خطة لتصحيح الأوضاع وكذلك الإفصاح عن مستجداتها بالإضافة إلى الإفصاح عن القوائم المالية بشكل شهري.

التجريبي لمحاولة إيجاد تأثير إصدار تلك الإجراءات على الأداء المالي للشركات. هناك عدد من الأدوات الإحصائية التي تستخدمها الدراسات لاختبار أثر التجارب الطبيعية. أبرز تلك الأدوات هو نموذج الفروقات Difference-in-difference وهو ما سيستخدم في هذه الورقة.

عند مراجعة الأدبيات والدراسات التي استخدمت نموذج الفروقات لاختبار أثر التشريعات؛ نجد أن Jayaratne & Strahan (1996) قاما باستخدام نموذج الفروقات لدراسة كيف تأثر النمو الاقتصادي جزاء تحرير أنظمة القطاع البنكي في بعض الولايات الأمريكية دون غيرها. تتمثل الإضافة العلمية للدراسة في حسم الجدول الحاصل حول تأثير تطور النظام المالي على النمو الاقتصادي، إذ تعاني هذه العلاقة من مشكلة التداخل endogeneity حيث أنه من غير الواضح ما إذا كان التطور المالي يقود إلى النمو الاقتصادي وليس العكس (أي أن زيادة النمو الاقتصادي تدفع بتطور القطاع المالي) أو أن عوامل أخرى تقود كلا المتغيرين. ومن هنا؛ فإن تحرير أنظمة القطاع المصرفي في بعض الولايات الأمريكية دون غيرها مكن الباحثين من تطبيق نموذج الفروقات الذي ينظر إلى الفرق في النمو الاقتصادي من بُعدين: (1) الفرق بين الولايات التي قامت بتحرير القطاع (المجموعة التجريبية) والولايات التي لم تقم بذلك (المجموعة الضابطة) و(2) الفرق قبل وبعد تحرير أنظمة القطاع المصرفي. وجدت الدراسة نموًا اقتصاديًا في الولايات التي قامت بتحرير القطاع المالي مما يدعم فرضية التأثير الإيجابي لتطوير القطاع المالي على النمو الاقتصادي.

كما استخدم Koirala, Marshall, Neupane, & Thapa (2018) نموذج الفروقات لاختبار تأثير الحوكمة على مستوى المخاطرة لدى الشركات الهندية. في عام 2000؛ أصدرت الجهة المشرفة على السوق المالية الهندية Securities and Exchange Board of India لائحة لحوكمة الشركات أسمتها "البند 49" حيث ألزمت بعض الشركات المدرجة دون غيرها من التوافق معها. مكن ذلك الباحثين من استخدام نموذج الفروقات والنظر إلى التغيير في ممارسات أخذ المخاطر بعد تطبيق اللائحة للمجموعة التجريبية ومقارنة ذلك مع ممارسات أخذ المخاطر للمجموعة الضابطة. وجدت الدراسة بأن تطبيق أنظمة الحوكمة أسهم في رفع مستوى أخذ الشركات الهندية للمخاطر مما أدى إلى ارتفاع قيم تلك الشركات. تعتبر هذه

النتيجة خلاف ما وجدته العديد من الدراسات التجريبية من علاقة عكسية بين الحوكمة والمخاطر.

في سياق الورقة الحالية؛ فإن استخدام نموذج الفروقات سيمكننا من اختبار الأثر المالي على الشركات الخاسرة جرّاء إصدار هيئة السوق المالية للإجراءات. يعتقد Abebe, Angriawan, and Liu (2011) بأن مجلس الإدارة يتأثر كثيرًا بتغيرات بيئة الأعمال بما في ذلك تغيرات التشريع. كما وجد Pugliese, Minichilli, and Zattoni (2014) بأن الشركات التي تخضع لمستويات رقابة أعلى من الجهات التشريعية يتعزز لديها الأداء الرقابي لمجلس الإدارة. ولذلك، فإنه من المتوقع أن يكون لصدور إجراءات الشركات الخاسرة ضغط على مسؤولي الشركات الخاسرة بفعل وضع الأعلام بجانب اسم الشركة في منصة التداول، وتشكيل لجنة وإعداد خطة لتصحيح الأوضاع وكذلك الإفصاح عن مستجداتها بالإضافة إلى الإفصاح عن القوائم المالية بشكل شهري. يمكن المحاجة بأن هذا الضغط الذي سيقع على مسؤولي الشركات الخاسرة قد يؤدي بهم إلى بذل مجهودات أعلى من أجل تحسين الأداء المالي لشركاتهم لتجنب تطبيق تلك الإجراءات على شركاتهم أو حتى مآلاتها كإلغاء إدراج تلك الشركات من السوق. ولذلك نجد أن الشركات الخاسرة قامت بإجراءات سريعة مثل خفض رأس المال وإطفاء الخسائر المتركمة أو رفع رأس المال أو التحويل من الاحتياطي النظامي وذلك لتفادي استمرار تطبيق تلك الإجراءات عليها. ولكن تفادي تلك الإجراءات سيكون مؤقتًا ما لم يتحسن الأداء المالي لتلك الشركات ويقلل من تراكم الخسائر.

ومن هنا تفترض هذه الدراسة بأن إصدار الإجراءات قد يكون محققًا للشركات الخاسرة في إعادة ترتيب أوراقها والعمل الجاد على تحسين الأداء المالي. لذا تم صياغة فرض الدراسة كما يلي:

يُتوقع أن تكون الشركات الخاسرة التي لديها مستويات عالية من الحوكمة أقل عرضة لتراكم الخسائر.

3/ عينة وأدوات الدراسة

1/3 عينة الدراسة

تشمل عينة الدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة الزمنية من 2009 إلى 2018. اختيار هذا النطاق يمكننا من معرفة أثر صدور الإجراءات على أداء الشركات الخاسرة. بما أن الإجراءات صدرت في منتصف عام 2014، وبالتالي فإن عينة الدراسة تشمل خمس سنوات قبل صدور الإجراءات وخمس سنوات بعد صدورها. يدخل ضمن تعريف الشركات الخاسرة جميع الشركات التي تزيد خسائرها عن 50%⁵. مصدر البيانات المالية هو ثومسون رويترز من خلال قاعدتي البيانات Eikon و Datastream.

2/3 أدوات الدراسة

للإجابة على سؤال البحث؛ استخدمت الدراسة عدد من الأدوات البحثية وهي على النحو التالي:

1) مجموعة الإحصاءات الوصفية التي توضح التغيرات التي طرأت على الشركات الخاسرة (المجموعة التجريبية) بعد صدور الإجراءات ومقارنة ذلك مع الشركات غير الخاسرة (المجموعة الضابطة). وتشمل تلك المتغيرات الفروقات في معدل العائد على الأصول (ناتج قسمة صافي الدخل على إجمالي الأصول) وكذلك معدل العائد النقدي التشغيلي على الأصول (حاصل قسمة التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية على إجمالي الأصول). استخدمت الدراسة معدل العائد النقدي التشغيلي وذلك لمحاولة تقليل أثر الإدارة المحتملة للشركات الخاسرة للأرباح. في حين لم يُعتبر العائد على حقوق المساهمين وكذلك هامش صافي الأرباح كمؤشرات على الأداء المالي وذلك لانخفاض حقوق المساهمين في عدد من الشركات الخاسرة إلى أرقام صغيرة (وأحيانا سالبة) وكذلك انخفاض المبيعات بدرجة حادة في بعض الشركات الخاسرة (تصل إلى صفر في بعض الحالات) مما قد يؤدي إلى أرقام غير واقعية بسبب تأثير تلك القيم الشاذة.

⁵ يدخل ضمن الشركات الخاسرة (المجموعة التجريبية) جميع الشركات التي انطبقت عليها الإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات التي بلغت خسائرها المتراكمة 50% فأكثر من رأس المال التي أصدرتها هيئة السوق المالية وذلك في منتصف عام 2014.

ولذلك من الأنسب قسمة صافي الدخل وصافي التدفق النقدي التشغيلي على إجمالي الأصول وذلك لأن إجمالي الأصول أكثر استقرارًا. يعتبر استقرار المقام هنا ضروري لأن الغرض من الدراسة معرفة تغير البسط (صافي الدخل وصافي التدفق النقدي التشغيلي) وبالتالي فإن التقلبات الحادة في المقام قد يعطي نتائج غير واقعية كأن يكون التحسن في العائد على حقوق المساهمين يعود إلى انخفاض حقوق المساهمين وليس ارتفاع صافي الدخل⁶.

(2) كما استخدمت الدراسة نموذج الفروقات Difference in difference للإجابة على أسئلة البحث المختلفة، حيث سيمكننا من مقارنة الأداء المالي للشركات الخاسرة مع غير الخاسرة قبل وبعد صدور الإجراءات⁷. إذ أن النظر المجرد للفروقات بين المجموعتين (الشركات الخاسرة وغير الخاسرة) قبل وبعد صدور الإجراءات دون اعتبار المتغيرات الأخرى لن يمكننا من اكتشاف التأثير السببي للإجراءات، في حين يتميز نموذج الفروقات بالتغلب على هذا القصور، وبالتالي فإن النموذج يقدم نتائج راسخة. حيث أن النموذج يقوم بحساب الفروقات في الأداء المالي بين المجموعتين (الشركات الخاسرة وغير الخاسرة) قبل وبعد صدور الإجراءات مع الأخذ بالحسبان المتغيرات الأخرى المؤثرة على الأداء المالي. نموذج الفروقات هو كالتالي:

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LOSS_{i,t} * POST_{i,t} + \beta_2 LOSS_{i,t} + \beta_3 POST_{i,t} + \sum_{i=1}^n \beta_i CONTROLS_{it} + \varepsilon_{it}$$

يشير المتغير التابع ROA إلى معدل العائد على الأصول وهو حاصل قسمة صافي الدخل على إجمالي الأصول. أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة في النموذج؛ فإن المتغير LOSS هو متغير وهمي يأخذ القيمة 1 إذا كان لدى الشركة خسائر متراكمة بنسبة 50% من رأس المال أو أكثر (الشركات الخاسرة حسب تعريف هذه الورقة)؛ و0 في حالة أن الشركة ليست كذلك. كما أن

⁶ على أية حال؛ تتوافق نتائج الدراسة باستخدام العائد على حقوق المساهمين وكذلك هامش صافي الأرباح إجمالاً مع النتائج الحالية للدراسة.

⁷ مصطلح نموذج الفروقات هو تعريب اجتهادي من الباحث للنموذج القياسي Difference in difference حيث لا يوجد تعريب متداول فيما نعلم.

المتغير POST هو الآخر متغير وهمي يأخذ القيمة 1 للفترة بعد صدور إجراءات الشركات الخاسرة؛ و 0 للفترة التي تسبق صدور الإجراءات. وعلى ذلك فإن مضروب المتغيرين $LOSS_{i,t} * POST_{i,t}$ يُقصد به الشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات. أما متغيرات الضبط CONTROLS فتشمل حجم الشركة وهو لوغاريثم إجمالي الأصول، والرفع المالي وهو حاصل قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول، والسيولة وهي معدل النقد وهو حاصل قسمة النقد وما في حكمه على الالتزامات المتداولة، ونمو الشركة وهو حاصل قسمة القيمة السوقية للشركة على القيمة الدفترية، والإنفاق الرأسمالي وهو حاصل قسمة مجموع الانفاق الرأسمالي على إجمالي الأصول. كما أُضيفت متغيرات وهمية لجميع السنوات تحت الدراسة (2009 – 2018) حتى يُؤخذ بالاعتبار تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية في النموذج. بالإضافة إلى متغيرات وهمية لجميع القطاعات للأخذ بالحسبان اختلاف الأداء المالي بين القطاعات.

3) ستقوم الدراسة أيضا بتطبيق تجربة الدواء الوهمي Placebo test وذلك عن طريق افتراض توقيت وهمي لصدور إجراءات الشركات الخاسرة. أعلنت هيئة السوق المالية عن إجراءات الشركات الخاسرة في عام 2013، وطُبقت في عام 2014، ومن هنا فإن سنة 2012 تعتبر سنة مناسبة لاعتبارها التوقيت الوهمي (افتراض أن إجراءات الشركات الخاسرة صدرت في عام 2012). استخدام تجربة الدواء الوهمي يعزز من رسوخ النتائج وذلك للتأكد من أن نتائج نموذج الفروقات لم تكن بفعل وجود حدث جوهري يتعلق بالشركات الخاسرة غير إصدار هيئة سوق المال للإجراءات أو لمجرد الصدفة. تستخدم تجربة الدواء الوهمي عادة في الدراسات الإكلينيكية، حيث يُعرّف (Chiodo, Tolle, and Bevan 2000) تجربة الدواء الوهمي بأنها إعطاء عينة من المرضى لمحلول وهمي ليس له أثر حقيقي من حيث لا يعلم المرضى عن ذلك، ومن ثم يُختبر تأثير ذلك الدواء الوهمي عليهم. لتأكيد نتائج الدراسات الطبية؛ يجب أن لا يكون للدواء الوهمي أثر جوهري على المريض. ومن هنا فإنه يجب أن لا يكون للحدث الوهمي تأثير ذو دلالة احصائية على الأداء المالي للشركات الخاسرة.

4) كما ستقوم الدراسة باستخدام عدد من نماذج الفروقات الثلاثية Difference in Difference (DID) لتحديد مصادر وقنوات الأثر التي أتى منها

التحسن في الأداء المالي للشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات⁸. نماذج الفروقات الثلاثية التي استُخدمت في هذه الورقة تشمل النظر إلى مدى مساهمة التغيير في مستوى كفاءة تشغيل الأصول ومعدل هوامش الربحية ومستوى الرفع المالي في تحسين الأداء المالي للشركات الخاسرة كما في النموذج التالي وذلك اتباعاً لعدد من الدراسات السابقة (Koirala, Marshall, Neupane, & Thapa, 2018; Pérez-González & Yun, 2013):

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LOSS_{i,t} * POST_{i,t} * PM_{i,t} + \beta_2 LOSS_{i,t} + \beta_3 POST_{i,t} + \beta_4 PM_{i,t} + \sum_{i=1}^n \beta_i CONTROLS_{it} + \varepsilon_{it}$$

تعريف المتغيرات التابعة والمستقلة مطابق لما هي عليه في نموذج الفروقات كما ورد في الفقرة السابقة، مع اعتبار أن المتغير PM يشير إلى هامش الأرباح.

4/ نتائج الدراسة

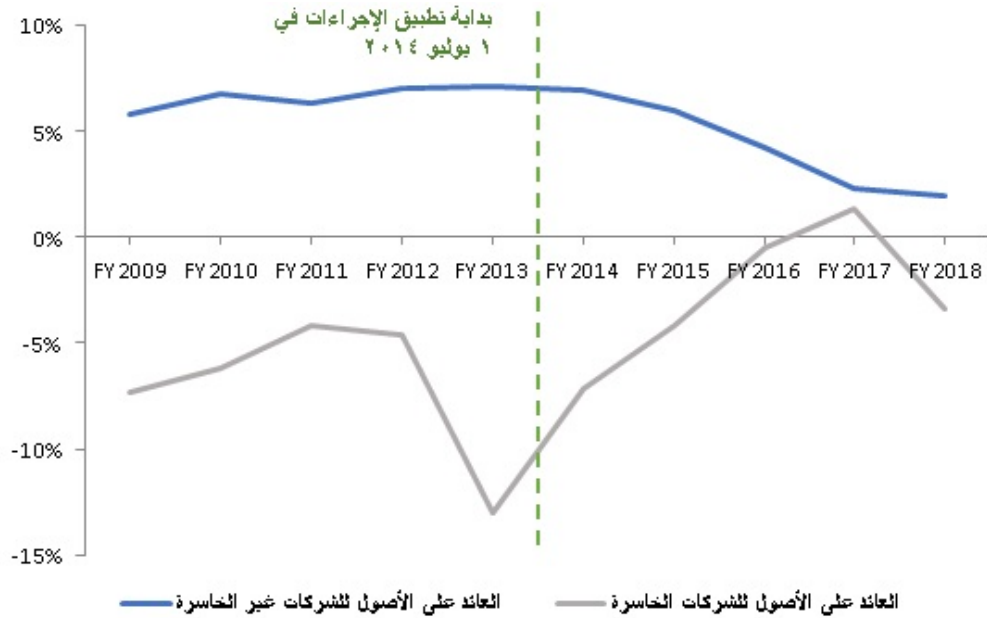
1/4 النتائج الوصفية لتأثير إصدار اللائحة على الأداء المالي تشير النتائج إلى أن إصدار هيئة سوق المال للائحة الشركات الخاسرة أسهم في تعزيز الأداء المالي لتلك الشركات بشكل ملحوظ. حيث نرى في الشكل رقم 1 ارتفاعاً كبيراً في معدل العائد على الأصول للشركات الخاسرة في الأعوام التي تلت صدور الإجراءات. ويعزز من رسوخ هذه النتيجة ارتفاع معدل العائد على الأصول للشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات رغم الظروف الاقتصادية الكلية التي يتضح أثرها في انخفاض معدل العائد على الأصول للشركات غير الخاسرة. وللتأكد من أن التغيير في المقام (إجمالي الأصول) لا يقود هذه النتائج؛ فإن متوسط صافي الخسائر للشركات الخاسرة انخفض من متوسط خسارة سنوية بـ 25 مليون لفترة ما قبل صدور الإجراءات إلى خسارة 10.5 مليون ريال لفترة ما بعد صدور الإجراءات⁹.

⁸ مصطلح نموذج الفروقات الثلاثي هو تعريب اجتهادي من الباحث للنموذج القياسي Difference in difference in difference حيث لا يوجد تعريب متداول فيما نعلم.

⁹ رغم التحسن في الأداء المالي وانخفاض مستوى الخسائر إلا أن متوسط صافي أرباح الشركات الخاسرة لم يتمكن من الخروج من النطاق السلبي إلا في عام 2017 وعاد بعد ذلك للتراجع في عام 2018.

من المفيد النظر إلى متوسط العائد النقدي التشغيلي على الأصول لمحاولة معرفة ما إذا كانت الشركات الخاسرة قد قامت بإدارة الأرباح. ولذلك عند الأخذ بالاعتبار جودة الأرباح؛ فإن ملحق رقم 1 يشير إلى ذات النتيجة من ارتفاع جوهري لمتوسط العائد النقدي التشغيلي على الأصول للشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات وتقليص فجوة الأداء بين الشركات الخاسرة وغير الخاسرة¹⁰.

شكل رقم 1: مقارنة لمعدل العائد على الأصول بين الشركات الخاسرة وغير الخاسرة

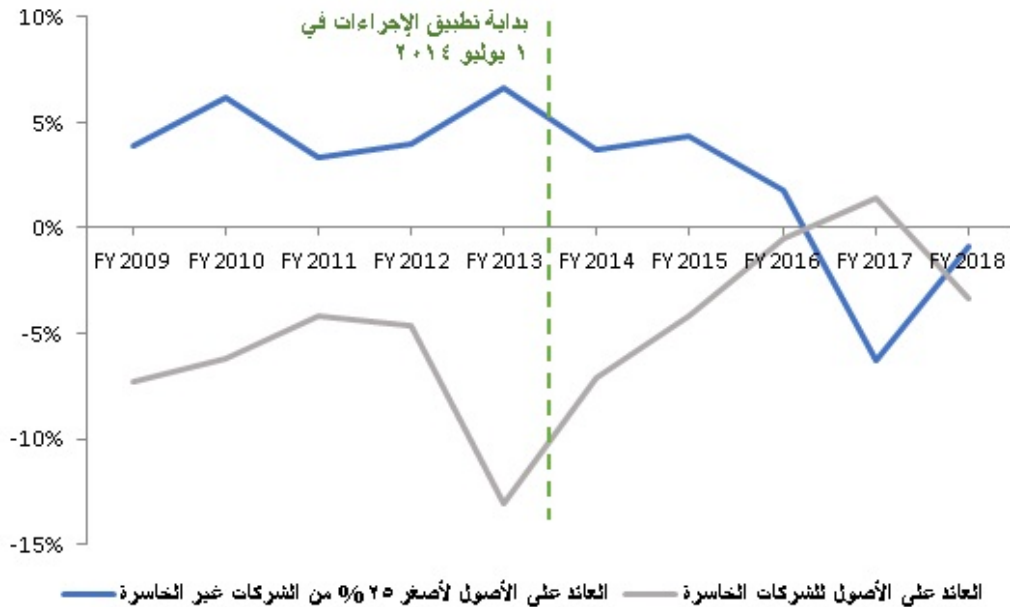


بلغ متوسط أصول الشركات الخاسرة 604 مليون ريال، في حين بلغ متوسط أصول الشركات غير الخاسرة 21.7 مليار ريال مما يشير إلى أن معظم الشركات الخاسرة هي شركات صغيرة الحجم. فالمقارنة في الأعلى قد تكون غير دقيقة، ولذلك من المفيد مقارنة أداء الشركات الخاسرة قبل وبعد صدور الإجراءات مع مثيلاتها من الشركات الصغيرة غير الخاسرة في السوق المالي السعودي. تعريف الشركات الصغيرة في هذا السياق هو أصغر 25% من الشركات المدرجة غير الخاسرة (The first quartile). الشكل رقم 2 وملحق رقم 2 يوضحان أن درجة

¹⁰ من الملاحظ تراجع أداء الشركات الخاسرة في عام 2018 معاكساً للاتجاه الصاعد لفترة ما بعد صدور الإجراءات، ولكن عاد أداء الشركات الخاسرة للتحسن بشكل نسبي خلال التسعة أشهر الأولى من عام 2019 بمتوسط عائد على الأصول يبلغ 1.1%.

التحسن في أداء الشركات الخاسرة كبيرة جدا حتى بالمقارنة مع الشركات غير الخاسرة الصغيرة التي ساء أداؤها منذ نهاية العام 2013 وذلك بالنظر إلى معدلي العائد على الأصول والعائد النقدي التشغيلي على الأصول.

شكل رقم 2: مقارنة لمعدل العائد على الأصول بين الشركات الخاسرة والشركات الصغيرة غير الخاسرة



تشير النتائج الوصفية إلى تأثير صدور الإجراءات على أداء الشركات التي شملتها الإجراءات. عدد الشركات التي شملتها الإجراءات في عام 2014 والربع الأول من 2015 يبلغ 16 شركة، منها 4 شركات تم إلغاء إدراجها، و3 شركات قامت بخفض رأس المال مرة واحدة فقط، و4 شركات قامت بزيادة رأس المال مرة واحدة فقط، وشركتان قامتتا بخفض رأس المال مرة ورفعته مرة أخرى، و3 شركات قامت ب3 اجراءات مختلفة ما بين رفع وخفض رأس المال، وشركة واحدة قامت بخفض رأس المال مرتين ورفعته مرتين¹¹. تتوافق هذه الإحصاءات مع المشاهدات

¹¹ اعتبرت الدراسة الشركات التي تم تطبيق الإجراءات عليها في عام 2014 تارة، وتم إضافة شركتان للعيينة تم تطبيق الإجراءات عليها في الربع الأول من 2015 تارة أخرى. النتائج متماثلة إجمالاً في الحالتين.

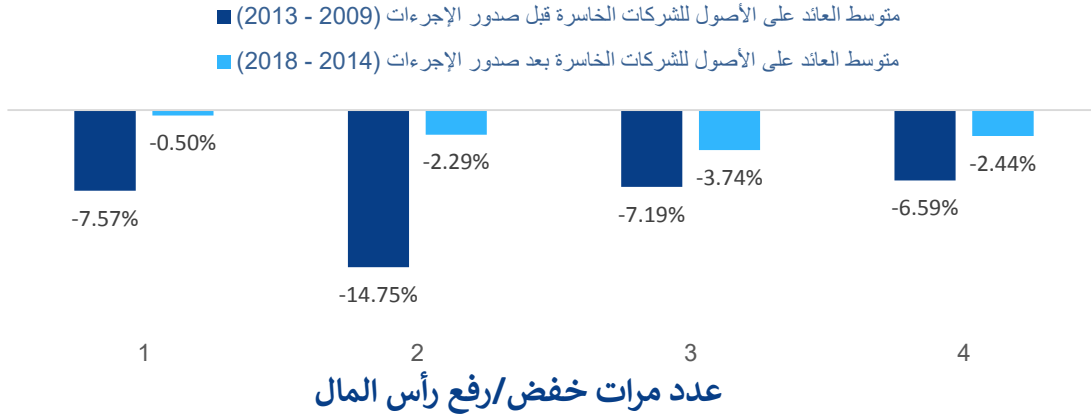
العالمية إذ وجد Banerjee & Hofnman (2018) أن 25% من تلك الشركات تخرج من السوق و60% يتحسن أدائها بشكل نسبي.

جدول رقم 1: عدد مرات خفض/رفع رأس المال للشركات الخاسرة

عدد الشركات الخاسرة	إجمالي إجراءات خفض/رفع رأس المال
7	1
2	2
3	3
1	4

ارتفع متوسط معدل العائد على الأصول للشركات الخاسرة لفترة ما بعد الإجراءات رغم تعدد عمليات خفض/رفع رأس المال. من الملاحظ -كما في شكل رقم 3- تحسّن معدل العائد على الأصول بدرجة أكبر للشركات الخاسرة التي اكتفت بخفض/رفع رأس المال لمرة أو مرتين بحد أقصى، وهو ما منح الفرصة لتلك الشركات في تحسين أدائها المالي.

شكل رقم 3: مقارنة عدد مرات خفض/رفع رأس المال مع متوسط العائد على الأصول



ارتباط التحسن في الأداء المالي مع صدور الإجراءات لا يعني السببية بالضرورة ولذلك فإنه من المفيد اختبار ما إذا كان صدور الإجراءات سببًا في تحسّن أداء الشركات الخاسرة وهذا ما سيُجاب عنه باستخدام نموذج الفروقات Difference-in-difference وتفصيل ذلك في الفقرة القادمة.

2/4 تأثير إصدار الإجراءات على الأداء المالي

1/2/4 نتائج نموذج الفروقات (Difference-in-difference)

يسهم نموذج الفروقات في الإجابة على سؤال البحث، حيث سيمكننا من مقارنة الأداء المالي للشركات الخاسرة مع غير الخاسرة قبل وبعد صدور الإجراءات مع اعتبار المتغيرات الأخرى المؤثرة على الأداء المالي وذلك لمحاولة استنتاج التأثير السببي للإجراءات. تشير النتائج كما في العمود الأول من الجدول رقم 2 إلى أن معامل مضروب الشركات الخاسرة في فترة ما بعد الإجراءات (LOSS*POST) موجب وبدرجة معنوية 1%. أي أن صدور إجراءات الشركات الخاسرة زاد - في المتوسط - من معدل العائد على أصول تلك الشركات بمقدار 8.4%. كما يدعم ذلك نتيجة العمود الثاني وهي أن الإجراءات أسهمت بزيادة معدل العائد النقدي التشغيلي على الأصول للشركات الخاسرة - في المتوسط - بمقدار 3.9%. وبذلك نجد أن الإجراءات أسهمت في تحسن الأداء المالي للشركات الخاسرة، خصوصاً أن النتائج ذات دلالة إحصائية¹². بدأ تطبيق الإجراءات ووضع الأعلام على الشركات الخاسرة في منتصف عام 2014، إلا أن تأثير الإجراءات على الأداء المالي لتلك الشركات قد بدأ فعلياً حين إعلان الإجراءات في عام 2013 وهذا ما تشير له نتائج نموذج Difference in difference. حيث أن الشركات الخاسرة استطاعت أن تحقق أداءً مالياً أفضل منذ إعلان هيئة سوق المال عن نيتها لإصدار تلك الإجراءات¹³.

¹² بسبب أن 4 من الشركات الخاسرة ألغى إدراجها ولذلك لم يعد تتوفر بيانات مالية لأدائها في السنوات الأخيرة من الدراسة؛ فإنه من المحتمل أن إضافة بيانات تلك الشركات لفترة ما قبل صدور الإجراءات وعدم إضافتها لبعض السنوات التي تلي صدور الإجراءات قد يسهم في تحسن متوسط الأداء المالي للشركات الخاسرة وهو ما يُطلق عليه تحيز النجاة Survivorship bias. ولذلك؛ فإن هذه الورقة قامت للاحتياط بإضافة تلك الشركات للعينة تارة واستثنائها تارة أخرى، في كلا الحالتين فإن النتائج متوافقة إجمالاً مع النتائج الحالية للورقة.

¹³ لاختبار ذلك قامت الورقة بتطبيق نموذج الفروقات باعتبار أن الحدث هو إعلان (وليس صدور) الإجراءات في عام 2013. بعبارة أخرى تم حساب الفروقات في الأداء المالي بين المجموعتين (الشركات الخاسرة وغير الخاسرة) قبل وبعد الإعلان عن الإجراءات في عام 2013 مع الأخذ بالحسبان المتغيرات الأخرى المؤثرة على الأداء المالي.

جدول رقم 2: نتائج نموذج الفروقات (Difference-in-difference)¹⁴

ملاحظة: يعرض الجدول نتائج نموذج الفروقات للنظر إلى أثر إصدار إجراءات الشركات الخاسرة على أداء تلك الشركات. المتغيرات التابعة هي العائد على الأصول في العمود الأول، والعائد النقدي التشغيلي على الأصول في العمود الثاني. أما المتغيرات المستقلة فتشمل المتغير LOSS هو متغير وهمي يأخذ القيمة 1 إذا كان لدى الشركة خسائر متراكمة بنسبة 50% من رأس المال أو أكثر؛ و0 في حالة أن الشركة ليست كذلك. كما أن المتغير POST هو الآخر متغير وهمي يأخذ القيمة 1 للفترة بعد صدور إجراءات الشركات الخاسرة؛ و0 للفترة التي تسبق صدور الإجراءات. وعلى ذلك فإن مضروب المتغيرين $LOSS_{i,t} * POST_{i,t}$ يُقصد به الشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات. أما متغيرات الضبط CONTROLS فتشمل حجم الشركة وهو لوغاريتم إجمالي الأصول، والرفع المالي وهو حاصل قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول، والسيولة وهي معدل النقد وهو حاصل قسمة النقد وما في حكمه على الإلتزامات المتداولة، ونمو الشركة وهو حاصل قسمة القيمة السوقية للشركة على القيمة الدفترية. كما أضيفت متغيرات وهمية لجميع السنوات تحت الدراسة (2009 – 2018) حتى يُؤخذ بالاعتبار تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية في النموذج، ومتغيرات وهمية لجميع قطاعات السوق للأخذ بالاعتبار تأثير القطاع على الأداء المالي. تشير النجمة الواحدة * إلى درجة معنوية 10%، والنجمتان ** إلى درجة معنوية 5%، والثلاث نجومات إلى درجة معنوية 1%. انخفاض أعداد المشاهدات يعود إلى الفاقد في متغير السيولة وخصوصاً في البنوك التي لها مقاييس سيولة مختلفة عن غيرها، إلغاء هذا المتغير من النموذج يرفع من عدد المشاهدات بشكل كبير في حين تظل النتائج إجمالاً متماثلة.

العائد النقدي التشغيلي على الأصول		العائد على الأصول			
منحني التوزيع الطبيعي t-stat	معامل الانحدار (β)	منحني التوزيع الطبيعي t-stat	معامل الانحدار (β)	المتغيرات	
2.622	0.039***	5.670	0.084***	LOSS*POST	الخسارة*بعد الإجراءات
-5.569	-0.065***	-9.621	-0.110***	LOSS	الخسارة
-2.918	-0.019***	-0.681	-0.003	POST	بعد الإجراءات
12.826	0.039***	13.990	0.035***	Ln(TA)	حجم الشركة
-20.411	-0.191***	-23.334	-0.175***	LEV	الرافعة المالية
-3.163	-0.018***	-0.664	-0.003	LIQ	السيولة
7.161	0.007***	10.973	0.010***	PB	نمو الشركة
-8.263	-0.232***	-10.619	-0.243***	C	المتغير الثابت
نعم		نعم		Year fixed effect	الأثر السنوي الثابت
نعم		نعم		Industry fixed effect	الأثر القطاعي الثابت
				2009 - 2018	العينة
1336		1342		Observations	عدد المشاهدات
				Adjusted R ²	معامل التحديد في النموذج
0.473		0.521			

قامت هيئة السوق المالية بتعديل الإجراءات في شهر أبريل من عام ٢٠١٧ ليشمل تطبيق الإجراءات الشركات التي بلغت خسائرها المتراكمة ٢٠٪ فأكثر من رأس المال. لاختبار أن الأثر لم يكن ناتج عن تلك الإجراءات المحدثة؛ أُجري اختبار نموذج الفروقات مع استبعاد عامي ٢٠١٧ و٢٠١٨ ولم تختلف النتائج عن نتائج النموذج الرئيسي.

¹⁴ للأخذ بعين الاعتبار تأثير الخصائص الخاصة بالشركات على الأداء المالي والتي لا تتغير كثيراً مع مرور الوقت كمتغيرات الحوكمة فإن الورقة استخدمت أيضاً نموذج الأثر الثابت Fixed-effect و النتائج إجمالاً متماثلة (تأثير الإجراءات على الشركات الخاسرة موجب وبدرجة معنوية 1%).

إصدار الإجراءات لم يكن ليكون لولا الأداء المالي المتواضع للشركات الخاسرة، وهذا ما يعنيه التأثير المعاكس reverse-causality. أي أن الأداء المالي هو المؤثر على إصدار الإجراءات وليس العكس. لا يبدو لمشكلة التأثير المعاكس reverse-causality تأثير جوهري على نتائج الدراسة الحالية وذلك أن الأداء المالي للشركات الخاسرة تحسّن على مدى خمس سنوات (بعد صدور الإجراءات) رغم أن الإجراءات أُصدرت قبل تلك السنوات الخمس. بما أن صدور الإجراءات ليس حدث يحصل كل عام في تلك السنوات الخمس فإنه من الصعب القول بوجود تأثير جوهري لمشكلة التأثير المعاكس على نتائج الدراسة الحالية. بعبارة أخرى، يعتبر تأثير صدور الإجراءات متأخرًا عن الأداء المالي أو ما يُعبر عنه بالإنجليزية Lagged، ولذلك يُستبعد أن يكون الأداء المالي هو المؤثر على صدور الإجراءات في النموذج القياسي لهذه الورقة. كما أن تجربة الدواء الوهمي Placebo Test تدعم التأثير السببي الإيجابي للإجراءات على الأداء المالي وهو ما ستناقشه الفقرة القادمة.

1/2/4 نتائج تجربة الدواء الوهمي Placebo test

يفترض نموذج الفروقات عدم وجود حدث جوهري يتعلق بالشركات الخاسرة دون غيرها سوى إصدار هيئة سوق المال لإجراءات الشركات الخاسرة. ولذلك فإنه من الضروري تعزيز رسوخ نتائج نموذج الفروقات. بمراجعة الأحداث والأخبار التي وقعت بالتزامن مع تطبيق إجراءات الشركات الخاسرة؛ لم يرد إلى علمنا وجود حدث جوهري يؤثر على الشركات الخاسرة دون غيرها. ولتأكيد ذلك فإن أحد الحلول الفعالة هو استخدام تجربة الدواء الوهمي. كما أن هذه التجربة ستسهم في توضيح ما إذا كان التحسّن في الأداء المالي هو نتيجة تلقائية لرغبة إدارات الشركات في تحسين الأداء المالي المتدهور لشركاتهم أم أن لصدور الإجراءات تأثير سببي على ذلك.

تستخدم تجربة الدواء الوهمي عادة في الدراسات الطبية. يُعرّف (Chiodo, Tolle, and Bevan 2000) تجربة الدواء الوهمي بأنها إعطاء عينة من المرضى محلول وهمي ليس له أثر حقيقي من حيث لا يعلم المرضى عن ذلك، ومن ثم يُختبر تأثير ذلك الدواء الوهمي عليهم.

لتأكيد نتائج الدراسات الطبية؛ يجب أن لا يكون للدواء الوهمي أثر جوهري على المرضى. تطبيق تجربة الدواء الوهمي في هذه الورقة يكون عن طريق افتراض توقيت وهمي لصدور إجراءات الشركات الخاسرة. أعلنت هيئة السوق المالية عن إجراءات الشركات الخاسرة في عام 2013، وبدأ تطبيقها في عام 2014، ومن هنا فإن سنة 2012 تعتبر سنة مناسبة لاعتبارها التوقيت الوهمي (افتراض أن إجراءات الشركات الخاسرة صدرت في عام 2012)¹⁵. تشير النتائج في جدول رقم 3 إلى عدم وجود تأثير لإصدار الإجراءات الوهمية في عام 2012 على الأداء المالي للشركات الخاسرة¹⁶. وبذلك فإن نتائج تجربة الدواء الوهمي تعزز من رسوخ نتائج نموذج الفروقات وأنه بالفعل هناك تأثير إيجابي لصدور إجراءات الشركات الخاسرة على الأداء المالي لتلك الشركات.

¹⁵ قد يكون من غير المناسب اختيار توقيت وهمي لسنوات ما بعد صدور الإجراءات لاحتمال اكتساب تلك السنوات لأثر الإجراءات. كما أن ما قبل عام 2012 لا يعتبر مناسب بفعل ابتعاد الحدث الوهمي عن الحقيقي حيث سيؤثر التراجع في الأداء المالي لتلك الشركات قبل وقوع الحدث الحقيقي على النتيجة، يعتبر عام 2013 غير مناسب حيث أعلن خلال العام عن الإجراءات.

¹⁶ في تجربة الدواء الوهمي اعتبرت الشركات التي لديها خسائر متراكمة بنسبة 50% أو أكثر بنهاية العام 2012 تارة؛ وفي تارة أخرى تم اعتبار الشركات التي انطبقت عليها الإجراءات الحقيقية في 2014، في كلا الحالتين فإن النتائج إجمالاً متماثلة.

جدول رقم 3: نتائج تجربة الدواء الوهمي Placebo Test

ملاحظة: يعرض الجدول نتائج تجربة الدواء الوهمي لنموذج Difference-in-difference وذلك بالنظر إلى أثر إصدار إجراءات الشركات الخاسرة على أداء تلك الشركات وذلك بافتراض صدورها في عام 2012. المتغيرات التابعة هي العائد على الأصول في العمود الأول، والعائد النقدي التشغيلي على الأصول في العمود الثاني. أما المتغيرات المستقلة فتشمل المتغير LOSS هو متغير وهمي يأخذ القيمة 1 إذا كان لدى الشركة خسائر متراكمة بنسبة 50% من رأس المال أو أكثر؛ و 0 في حالة أن الشركة ليست كذلك. كما أن المتغير POST2012 هو الآخر متغير وهمي يأخذ القيمة 1 للفترة بعد صدور إجراءات الشركات الخاسرة الوهمية؛ و 0 للفترة التي تسبق صدور الإجراءات الوهمية. وعلى ذلك فإن مضروب المتغيرين $LOSS_{it} * POST2012_{it}$ يُقصد به الشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات الوهمية. أما المتغيرات المستقلة الأخرى CONTROLS فتشمل حجم الشركة وهو لوغاريتم إجمالي الأصول، والرفع المالي وهو حاصل قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول، والسيولة وهي معدل النقد وهو حاصل قسمة النقد وما في حكمه على الإلتزامات المتداولة، ونمو الشركة وهو حاصل قسمة القيمة السوقية للشركة على القيمة الدفترية. كما أضيفت متغيرات وهمية لجميع السنوات تحت الدراسة (2009 – 2018) حتى يُؤخذ بالاعتبار تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية في النموذج، ومتغيرات وهمية لجميع قطاعات السوق للأخذ بالاعتبار تأثير القطاع على الأداء المالي. تشير النجمة الواحدة * إلى درجة معنوية 10%، والنجمتان ** إلى درجة معنوية 5%، والثلاث نجومات إلى درجة معنوية 1%. انخفاض أعداد المشاهدات يعود إلى الفاقد في متغير السيولة وخصوصاً في البنوك التي لها مقاييس سيولة مختلفة عن غيرها، إلغاء هذا المتغير من النموذج يرفع من عدد المشاهدات بشكل كبير في حين تظل النتائج إجمالاً متماثلة.

العائد النقدي التشغيلي على الأصول		العائد على الأصول		المتغيرات	
معامل الانحدار (β)	منحني التوزيع الطبيعي t-stat	معامل الانحدار (β)	منحني التوزيع الطبيعي t-stat		
0.568	0.009	1.484	0.026	LOSS*POST2012	الخاسرة* بعد الإجراءات الوهمية
-3.192	-0.047***	-5.233	-0.080***	LOSS	الخاسرة
-2.670	-0.018***	-0.050	0.000	POST2012	بعد الإجراءات الوهمية
12.919	0.039***	14.533	0.036***	Ln(TA)	حجم الشركة
-20.698	-0.194***	-23.106	-0.174***	LEV	الرافعة المالية
-3.587	-0.021***	-1.150	-0.005	LIQ	السيولة
6.603	0.006***	9.741	0.009***	PB	نمو الشركة
-8.285	-0.233***	-11.144	-0.255***	C	المتغير الثابت
نعم		نعم		Year fixed effect	الأثر السنوي الثابت
نعم		نعم		Industry fixed effect	الأثر القطاعي الثابت
				2009 – 2018	العينة
1336		1342		Observations	عدد المشاهدات
0.468		0.498		Adjusted R ²	معامل التحديد في النموذج

3/2/4 الشركات الخاسرة التي لم تشملها الإجراءات (تأثير الامتداد Spillover effect)

تشير نتائج الدراسة الحالية إلى وجود تأثير إيجابي جوهري لصدور إجراءات الشركات الخاسرة على الأداء المالي للشركات التي صدرت بحقها تلك الإجراءات. لكن ماذا عن الشركات ذات

الخسائر المتراكمة التي لم يصدر بحققها إجراءات وذلك لأن خسائرها المتراكمة أقل من 50% من رأس المال؟ في أدبيات الاقتصاد هناك ما يُطلق عليه تأثير الامتداد Spillover effect وهو ما يعني أن وقوع حدث معين في بلد/قطاع محدد قد يكون له تأثير ممتد لبلاد/قطاعات أخرى. تأثير الامتداد في سياق الورقة الحالية يكون بافتراض وجود تأثير ممتد لصدور الإجراءات على الشركات ذات الخسائر المتراكمة التي لم تنطبق عليها الإجراءات (شركات ذات خسائر متراكمة لم يوضع عليها أعلام).

هذه الفرضية تحتاج بأن مسؤولي الشركات الخاسرة التي لم يصدر بحققها أي إجراءات سيبادرون بالسعي في تحسين الوضع المالي لشركتهم لعلمهم بأن تأخرهم سيؤدي بهم في نهاية المطاف إلى تطبيق تلك الإجراءات عليهم جزاء الاستمرار في تكبد الخسائر. لاختبار تلك الفرضية قامت الورقة بضم جميع الشركات التي لديها خسائر متراكمة بنهاية عام 2014 إلى المجموعة التجريبية في نموذج الفروقات. تشير نتائج ذلك النموذج كما في الجدول رقم 4 إلى أن إصدار الإجراءات أسهم بشكل جوهري في تحسين الأداء المالي للشركات ذات الخسائر المتراكمة. في المتوسط؛ فإن صدور الإجراءات أسهم في زيادة العائد على الأصول والعائد النقدي التشغيلي للشركات ذات الخسائر المتراكمة بنسبة 6.6% و 3.9% على التوالي.

جدول رقم 4: نتائج نموذج الفروقات لجميع الشركات ذات الخسائر المتراكمة (تأثير الامتداد)

ملاحظة: يعرض الجدول نتائج نموذج الفروقات لجميع الشركات ذات الخسائر المتراكمة وذلك بالنظر إلى أثر إصدار إجراءات الشركات الخاسرة على أداء جميع الشركات التي سجلت خسائر متراكمة بنهاية عام 2014. المتغيرات التابعة هي العائد على الأصول في العمود الأول، والعائد النقدي التشغيلي على الأصول في العمود الثاني. أما المتغيرات المستقلة فتشمل المتغير $AccLOSSES_{i,t}$ هو متغير وهمي يأخذ القيمة 1 إذا كان لدى الشركة خسائر متراكمة بأي نسبة كانت؛ و0 في حالة أن الشركة ليست كذلك. كما أن المتغير $POST$ هو الآخر متغير وهمي يأخذ القيمة 1 للفترة بعد صدور إجراءات الشركات الخاسرة؛ و0 للفترة التي تسبق صدور الإجراءات. وعلى ذلك فإن مضروب المتغيرين $AccLOSSES_{i,t} * POST_{i,t}$ يُقصد به جميع الشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات. أما المتغيرات المستقلة الأخرى $CONTROLS$ فتشمل حجم الشركة وهو لوغاريتم إجمالي الأصول، والرفع المالي وهو حاصل قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول، والسيولة وهي معدل النقد وهو حاصل قسمة النقد وما في حكمه على الإلتزامات المتداولة، ونمو الشركة وهو حاصل قسمة القيمة السوقية للشركة على القيمة الدفترية. كما أُضيفت متغيرات وهمية لجميع السنوات تحت الدراسة (2009 – 2018) حتى يُؤخذ بالاعتبار تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية في النموذج، ومتغيرات وهمية لجميع قطاعات السوق للأخذ بالاعتبار تأثير القطاع على الأداء المالي. تشير النجمة الواحدة * إلى درجة معنوية 10%، والنجمتان ** إلى درجة معنوية 5%، والثلاث نجومات إلى درجة معنوية 1%. انخفاض أعداد المشاهدات يعود إلى الفقد في متغير السيولة وخصوصاً في البنوك التي لها مقاييس سيولة مختلفة عن غيرها، إلغاء هذا المتغير من النموذج يرفع من عدد المشاهدات بشكل كبير في حين تظل النتائج إجمالاً متماثلة.

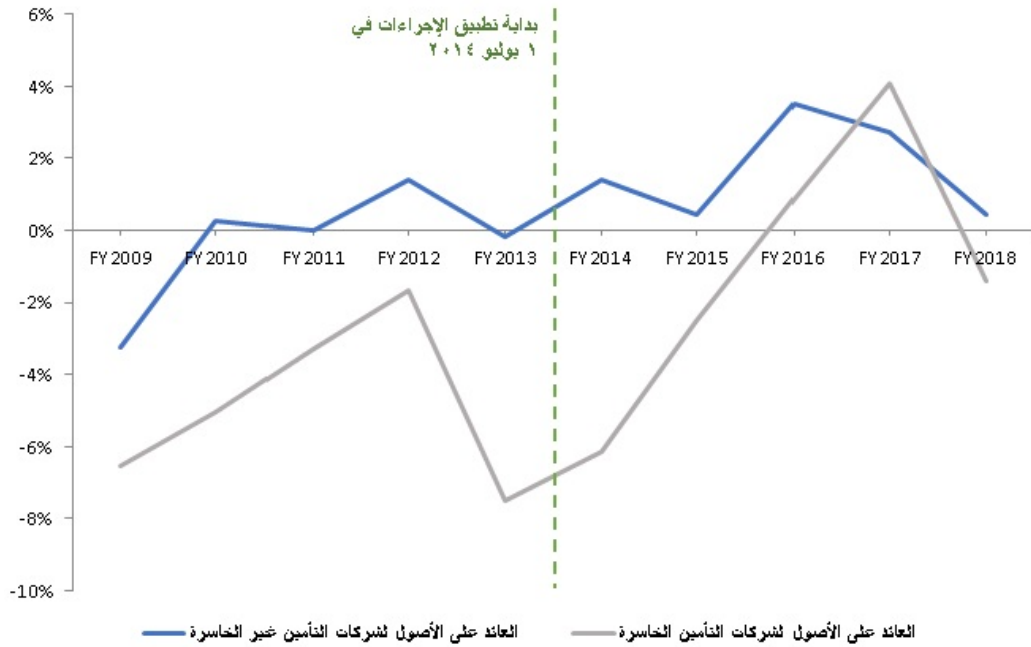
العائد النقدي التشغيلي على الأصول		العائد على الأصول			
منحني التوزيع الطبيعي t-stat	معامل الانحدار (β)	منحني التوزيع الطبيعي t-stat	معامل الانحدار (β)	المتغيرات	
5.226	0.039***	9.022	0.066***	AccLOSSES*POST	ذات خسائر متراكمة*بعد النظام
-9.011	-0.057***	-15.285	-0.092***	AccLOSSES	ذات خسائر متراكمة
-3.322	-0.022***	-2.198	-0.011**	POST	بعد النظام
11.076	0.034***	13.129	0.032***	Ln(TA)	حجم الشركة
-18.784	-0.179***	-23.040	-0.171***	LEV	الرافعة المالية
-4.069	-0.023***	-2.323	-0.011**	LIQ	السيولة
7.507	0.007***	11.468	0.010***	PB	نمو الشركة
-6.461	-0.186***	-9.100	-0.204***	C	المتغير الثابت
نعم		نعم		Year fixed effect	الأثر السنوي الثابت
نعم		نعم		Industry fixed effect	الأثر القطاعي الثابت
				2009 – 2018	العينة
1336		1342		Observations	عدد المشاهدات
0.488		0.557		Adjusted R ²	معامل التحديد في النموذج

تمثل الشركات الخاسرة في قطاع التأمين ما نسبته 70% من إجمالي الشركات الخاسرة. كما أن هناك تحسن ملحوظ في الأداء المالي لقطاع التأمين إجمالاً حيث ارتفع متوسط العائد على الأصول لقطاع التأمين من 1.84% لفترة ما قبل الإجراءات إلى 0.64% بعد صدور الإجراءات. بحكم التحسن العام في قطاع التأمين وبما أن معظم الشركات الخاسرة تعمل في قطاع التأمين فإنه من الضروري التأكد من أن التحسن العام في قطاع التأمين لا يقود النتائج الحالية للدراسة. لإجراء ذلك؛ اختبرت هذه الورقة تأثير صدور الإجراءات على الأداء المالي على عينة

فرعية تشمل شركات التأمين فقط حيث أن المجموعة التجريبية تشمل شركات التأمين الخاسرة والمجموعة الضابطة تشمل شركات التأمين غير الخاسرة. عند النظر إلى النتائج الوصفية للفروقات في الأداء المالي بين الشركات الخاسرة وغير الخاسرة داخل قطاع التأمين؛ فإننا نجد تحسناً ملحوظاً للأداء المالي للشركات الخاسرة وتقليص كبير لفجوة الأداء كما في عام 2013. يتضح ذلك في شكل رقم 4، حيث التحسن الملحوظ في معدل العائد على الأصول للشركات الخاسرة في قطاع التأمين بعد صدور الإجراءات بالمقارنة مع الشركات غير الخاسرة داخل القطاع. كما أن النظر إلى بعض المؤشرات الفنية في قطاع التأمين كمعدل الصرف expense ratio ومعدل المطالبات claim ratio كما في ملحق رقم 4 وملحق رقم 5 فإنه يشير إلى تحسن ملحوظ لدى الشركات الخاسرة في القطاع من خلال خفض تلك المعدلات وتقليص الفجوة بينهم وبين الشركات غير الخاسرة داخل القطاع وذلك لفترة ما بعد صدور الإجراءات. وعند اختبار ذلك إحصائياً باستخدام نموذج الفروقات فإن الشركات ذات الخسائر المتراكمة داخل قطاع التأمين تحسن أدائها بدرجة أكبر من الشركات التي ليس لديها خسائر متراكمة داخل القطاع وبفرق ذو دلالة إحصائية¹⁷.

شكل 4: مقارنة لمعدل العائد على الأصول بين الشركات الخاسرة وغير الخاسرة في قطاع التأمين.

¹⁷ في هذا النموذج اعتُبرت الشركات ذات الخسائر المتراكمة (الشركات التي لديها خسائر متراكمة مع صدور الإجراءات بغض النظر عن نسبة تلك الخسائر من رأس المال) وذلك للأخذ بالاعتبار أثر الامتداد خصوصاً أن 72% من شركات التأمين لديها خسائر متراكمة بنهاية عام 2014. الأثر الإيجابي ذو الدلالة الإحصائية كان محصوراً على معدل العائد على الأصول في حين لم يكن هناك أثر ذو دلالة إحصائية على معدل العائد النقدي التشغيلي على الأصول.



3/4 مصادر التحسن في الأداء المالي للشركات الخاسرة

كما نوقش في جزء أدوات الدراسة فإن الورقة الحالية ستبحث عن القنوات المحتملة للتحسن في الأداء المالي للشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات. يُسهم استخدام نموذج الفروقات الثلاثي Difference in difference in difference في تحديد القنوات التي يأتي عن طريقها التحسن في الأداء المالي. تشير نتائج جدول رقم 5 إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لكفاءة تشغيل الأصول وهامش الربحية على الأداء المالي للشركات الخاسرة لفترة ما بعد صدور الإجراءات. على سبيل المثال، تشير النتائج إلى أن كفاءة تشغيل الأصول ارتفعت لدى الشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات من 0.455 إلى 0.48 مقابل انخفاضها لدى الشركات غير الخاسرة من 0.558 إلى 0.517. كما أن معامل الانحدار لمتغير كفاءة تشغيل الأصول موجب وبدرجة معنوية 1%. كما تحسنت هامش الأرباح للشركات الخاسرة بمتوسط 7% لفترة ما بعد الإجراءات حيث ارتفع من 16.5% إلى 9.5% رغم التراجع في هامش الأرباح للشركات غير الخاسرة لفترة ما بعد الإجراءات. ويدعم ذلك مخرجات نموذج الفروقات الثلاثي حيث أن معامل هامش الأرباح موجب وبدرجة معنوية 1%. من المثير للاهتمام تضاعف متوسط الرفع

المالي لدى الشركات الخاسرة لفترة ما بعد الإجراءات حيث ارتفع من 7.3% إلى 14.8%. لجوء الشركات الخاسرة إلى الديون قد يُفسَّر بانخفاض الربحية والتمويل الداخلي وبالتالي الحاجة إلى السيولة وهو ما يتوافق مع نظرية Pecking order theory. كما أن ارتفاع مستويات الدين كان لها تأثير سلبي على أداء الشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات إلا أنه ليس لذلك دلالة احصائية كما تشير النتائج في جدول رقم 5.

جدول رقم 5 : نتائج نماذج Difference-in-difference-in-difference للقنوات المحتملة للتحسن في الأداء المالي

ملاحظة: يعرض العمود المعنون "نموذج الفروقات الثلاثي" نتائج نماذج Difference-in-difference-in-difference. المتغير التابع هو العائد على الأصول. أما المتغيرات المستقلة فتشمل المتغير LOSS هو متغير وهمي يأخذ القيمة 1 إذا كان لدى الشركة خسائر متراكمة؛ و0 في حالة أن الشركة ليست كذلك. كما أن المتغير POST هو الآخر متغير وهمي يأخذ القيمة 1 للفترة بعد صدور إجراءات الشركات الخاسرة؛ و0 للفترة التي تسبق صدور الإجراءات. وعلى ذلك فإن مضروب المتغيرات $POST_{it} * LOSS_{it} * SalesToTotalAssets$ يُقصد به كفاءة تشغيل الأصول لجميع الشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات. أما متغيرات الضبط CONTROLS فتشمل حجم الشركة وهو لوغاريتم إجمالي الأصول، والرفع المالي وهو حاصل قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول، والسيولة وهي معدل النقد وهو حاصل قسمة النقد وما في حكمه على الإلتزامات المتداولة، ونمو الشركة وهو حاصل قسمة القيمة السوقية للشركة على القيمة الدفترية. كما أضيفت متغيرات وهمية لجميع السنوات تحت الدراسة (2009 - 2018) حتى يُؤخذ بالاعتبار تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية في النموذج، ومتغيرات وهمية لجميع قطاعات السوق للأخذ بالاعتبار تأثير القطاع على الأداء المالي. تشير النجمة الواحدة * إلى درجة معنوية 10%، والنجمتان ** إلى درجة معنوية 5%، والثلاث نجيمات إلى درجة معنوية 1%. يعرض العمود الأخير من الجدول نتائج نماذج الفروقات الثلاثية وفي سطر فيه يشكل نموذجًا مستقلًا تتغير فيه القناة المحتملة فقط. كما يعرض الجدول متوسط تلك القنوات قبل وبعد صدور الإجراءات لكل من الشركات الخاسرة (المجموعة التجريبية) والشركات غير الخاسرة (المجموعة الضابطة).

القنوات المحتملة للتحسن في الأداء المالي	قبل صدور الإجراءات	بعد صدور الإجراءات	نموذج الفروقات الثلاثي
المبيعات/الأصول	0.558	0.517	0.129*** (4.491)
غير الخاسرة	0.455	0.480	
هامش الأرباح	0.057	0.037	0.103*** (2.778)
غير الخاسرة	-0.165	-0.095	
إجمالي الديون/إجمالي الأصول	0.166	0.186	-0.202 (-1.502)
غير الخاسرة	0.073	0.148	

5 / خاتمة

درست هذه الورقة أثر إصدار هيئة سوق المال للإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات التي بلغت خسائرها المتراكمة 50% فأكثر من رأس المال. هذا التدخل من هيئة سوق المال يعتبر تجربة طبيعية تمكن هذه الدراسة من اختبار تأثيرها على الأداء المالي للشركات. استخدمت الورقة نموذج الفروقات لاختبار ذلك الأثر. كما استخدمت تجربة الدواء الوهمي لتعزيز النتائج، وكذلك نموذج الفروقات الثلاثي لمعرفة قنوات الأثر المالي.

تشير نتائج الدراسة إلى أن إصدار هيئة سوق المال لإجراءات الشركات الخاسرة أسهم في تحسين الأداء المالي لتلك الشركات بشكل جوهري وبدرجة معنوية 1%. صدور تلك الإجراءات

أسهم -في المتوسط - في زيادة معدل العائد على أصول تلك الشركات الخاسرة بمقدار 8.4% وزيادة معدل العائد النقدي التشغيلي على الأصول بمقدار 3.9%. تعتبر هذه النتائج راسخة إذ أن هذه الدراسة وجدت ذات النتائج عند إجراء المزيد من الاختبارات كتجربة الدواء الوهمي واختبار أثر الامتداد علاوة على استخدام عينات فرعية. كما وجدت الدراسة باستخدام نموذج الفروقات الثلاثي أن قنوات الأثر المالي تتمثل في التحسن في كفاءة تشغيل الأصول وتحسن هوامش الأرباح.

تقدم هذه الدراسة عدد من التوصيات لهيئة السوق المالية وللباحثين في التمويل، حيث توصي هيئة السوق المالية بدراسة تحديد مؤشرات مالية للإنذار المبكر بتراكم خسائر الشركات المدرجة، مثل تحقيق الشركة لخسائر ربعية لأكثر من ربعين متتاليين وذلك لمحاولة الحد بشكل استباقي من تراكم خسائر الشركات المدرجة. كما توصي هذه الدراسة النظر في القيام بتعديلات على إجراءات الشركات التي بلغت خسائرها المتراكمة 50% فأكثر من رأس المال تتمثل في تمييز الشركات التي قامت برفع أو خفض رأس المال لأكثر من مرتين وفرض إجراءات مختلفة عليها حيث أظهرت النتائج تراجع درجة التحسن في الأداء المالي لدى الشركات التي قامت برفع أو خفض رأس المال لأكثر من مرتين، إذ أن استمرار تلك الشركات على منوال رفع وخفض رأس المال قد يكون له تبعات سلبية في جوانب مختلفة كتدهور ثروات المساهمين والتأثير السلبي على التنمية والنمو الاقتصادي من خلال تراجع كفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية.

اعتمدت الورقة الحالية على الأسلوب الكمي في الإجابة على السؤال البحثي. بالرغم من فاعلية الأدوات الكمية كنموذج الفروقات؛ إلا أنه من المفيد تعزيز نتائج الجانب الكمي لهذه الدراسة بإجراء دراسة نوعية تتناول تأثير إصدار إجراءات الشركات الخاسرة على الأداء المالي لتلك الشركات من خلال دراسة الحالة ومقابلة مسؤوليها، وهو ما تقترحه الورقة للأبحاث المستقبلية. كما أنه من المفيد تقييم إصدار الإجراءات من أبعاد مختلفة والبحث عن جوانب التحسين والتطوير. كما تقترح الورقة للأبحاث المستقبلية دراسة تأثير صدور الإجراءات على حماية المستثمرين في السوق المالية ورفع الوعي لديهم.

المراجع

مراجع باللغة العربية:

المنشأوي، أمل (2018) عبید الزعایي: إجراءات احترازية بحق الشركات الخاسرة. الإمارات اليوم. [https://www.emaratalyoum.com/business/local/2018-10-07-](https://www.emaratalyoum.com/business/local/2018-10-07-1.1141296)

[1.1141296](https://www.emaratalyoum.com/business/local/2018-10-07-1.1141296)

مراجع باللغة الإنجليزية:

Abebe, M. A., Angriawan, A., & Liu, Y. (2011). CEO power and organizational turnaround in declining firms: does environment play a role?. *Journal of Leadership & Organizational Studies*, 18(2), 260-273.

Banerjee, R. and Hofmann, B., 2018. The rise of zombie firms: causes and consequences. *BIS Quarterly Review*.

Barros, G. and Pereira, F., 2017. Zombie Companies in Portugal - The non-tradable sectors of Construction and Services. *Gabinete de Estratégia e Estudos*.

Chiodo, G. T., Tolle, S. W., & Bevan, L. (2000). Placebo-controlled trials: good science or medical neglect? *The Western Journal of Medicine*, 172(4), 271–273. Retrieved from <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/10778385>

Hoshi, Takeo (2000). “Naze Nihon wa Ryūdōsei no Wana kara Nogarereainoka?” (Porque é que a economia japonesa não consegue

escapar à armadilha da liquidez?). *Mitsuhiro Fukao and Hiroshi Yoshikawa eds. Zero Kinri to Nihon Keizai.*

Jayaratne, J., & Strahan, P. E. (1996). The finance-growth nexus: Evidence from bank branch deregulation. *The Quarterly Journal of Economics*, 111(3), 639-670.

Koirala, S., Marshall, A., Neupane, S., & Thapa, C. (2018). Corporate governance reform and risk-taking: Evidence from a quasi-natural experiment in an emerging market. *Journal of Corporate Finance*, (August), 1–22. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.08.007>

Larcker, D. F., & Rusticus, T. O. (2010). On the use of instrumental variables in accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, 49(3), 186–205.

Pugliese, A., Minichilli, A., & Zattoni, A. (2014). Integrating agency and resource dependence theory: Firm profitability, industry regulation, and board task performance. *Journal of Business Research*, 67(6), 1189-1200.

Pérez-González, F., & Yun, H. (2013). Risk management and firm value: Evidence from weather derivatives. *Journal of Finance*, 68(5), 2143–2176. <http://doi.org/10.1111/jofi.12061>

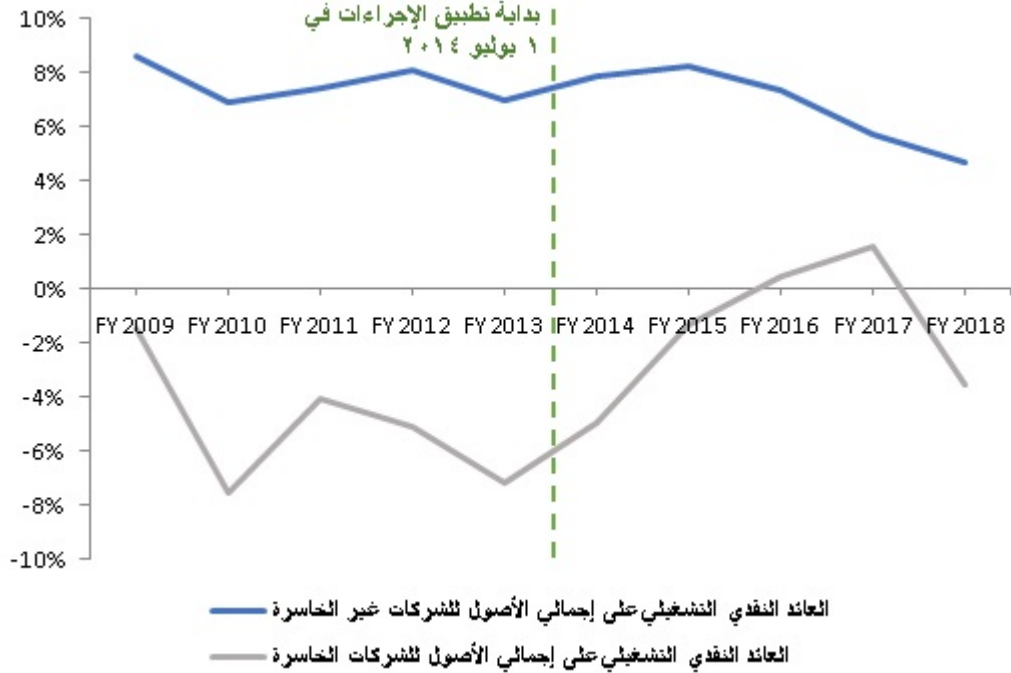
Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2013). Endogeneity in Empirical Corporate Finance. *Handbook of the Economics of Finance*, (PA), 493–572. <http://doi.org/10.1016/B978-0-44-453594-8.00007-0>

Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory econometrics: A modern approach.*

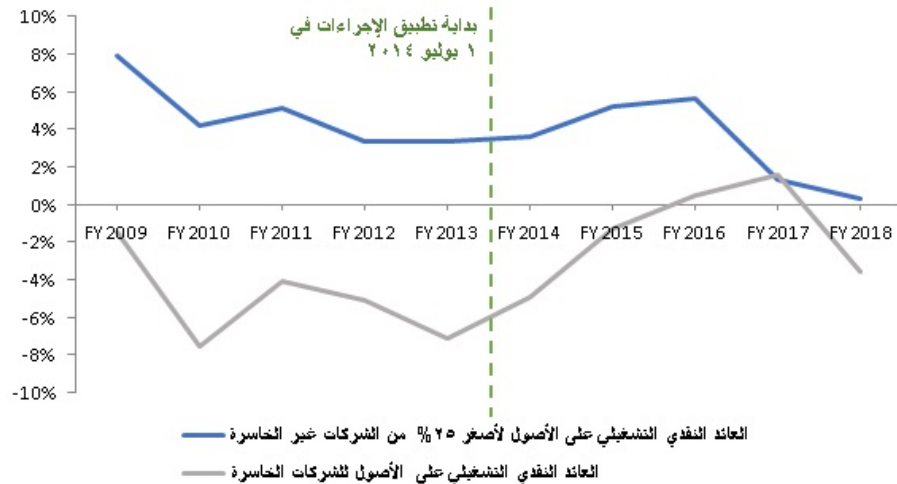
Nelson Education.

الملاحق:

ملحق رقم 1: مقارنة لمعدل العائد النقدي التشغيلي على الأصول بين الشركات الخاسرة والشركات غير الخاسرة



ملحق رقم 2: مقارنة لمعدل العائد النقدي التشغيلي على الأصول بين الشركات الخاسرة والشركات الصغيرة (أصغر 25% من الشركات) غير الخاسرة

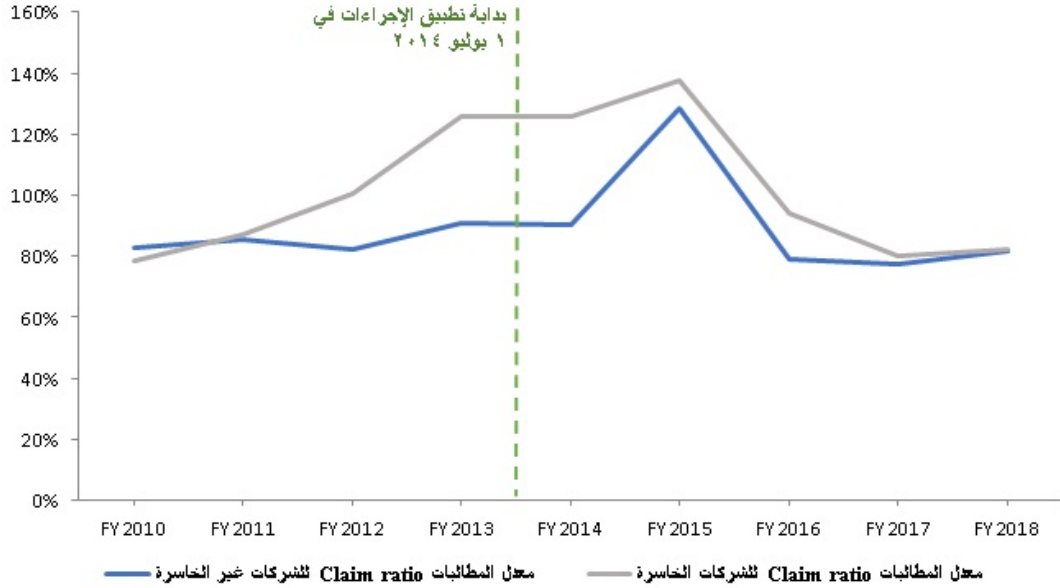


ملحق رقم 3: نتائج نموذج الفروقات مع استثناء عامي 2017 و2018

ملاحظة: يعرض الجدول نتائج نموذج الفروقات للنظر إلى أثر إصدار إجراءات الشركات الخاسرة على العائد على الأصول لتلك الشركات. النموذج الأول يعرض النتائج للعيننة من عام 2009 حتى 2018 في حين يعرض النموذج الثاني النتائج للعيننة من عام 2009 حتى 2016 وذلك لإزالة أثر الإجراءات المحدثة الصادرة في شهر أبريل من عام 2017. المتغيرات التابعة هي العائد على الأصول في العمود الأول، والعائد النقدي التشغيلي على الأصول في العمود الثاني. أما المتغيرات المستقلة فتشمل المتغير LOSS هو متغير وهمي يأخذ القيمة 1 إذا كان لدى الشركة خسائر متراكمة بنسبة 50% من رأس المال أو أكثر؛ و 0 في حالة أن الشركة ليست كذلك. كما أن المتغير POST هو الآخر متغير وهمي يأخذ القيمة 1 للفترة بعد صدور إجراءات الشركات الخاسرة؛ و 0 للفترة التي تسبق صدور الإجراءات. وعلى ذلك فإن مضروب المتغيرين $POST_{i,t} * LOSS_{i,t}$ يقصد به الشركات الخاسرة بعد صدور الإجراءات. أما متغيرات الضبط CONTROLS فتشمل حجم الشركة وهو لوغاريتم إجمالي الأصول، والرفع المالي وهو حاصل قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول، والسيولة وهي معدل النقد وهو حاصل قسمة النقد وما في حكمه على الإلتزامات المتداولة، ونمو الشركة وهو حاصل قسمة القيمة السوقية للشركة على القيمة الدفترية. كما أضيفت متغيرات وهمية لجميع السنوات تحت الدراسة (2009 – 2018) حتى يُؤخذ بالاعتبار تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية في النموذج، ومتغيرات وهمية لجميع قطاعات السوق للأخذ بالاعتبار تأثير القطاع على الأداء المالي. تشير النجمة الواحدة * إلى درجة معنوية 10%، والنجمتان ** إلى درجة معنوية 5%، والثلاث نجومات *** إلى درجة معنوية 1%. انخفاض أعداد المشاهدات يعود إلى الفاقد في متغير السيولة وخصوصاً في البنوك التي لها مقاييس سيولة مختلفة عن غيرها، إلغاء هذا المتغير من النموذج يرفع من عدد المشاهدات بشكل كبير في حين تظل النتائج إجمالاً متماثلة.

النموذج الأول		النموذج الثاني		المتغيرات
معامل الانحدار (β)	منحني التوزيع الطبيعي t-stat	معامل الانحدار (β)	منحني التوزيع الطبيعي t-stat	
0.084***	5.670	0.125***	4.007	الخاسرة*بعد الإجراءات
-0.110***	-9.621	-0.278***	-5.992	الخاسرة
-0.003	-0.681	-0.020	-1.052	بعد الإجراءات
0.035***	13.990	0.027***	9.118	حجم الشركة
-0.175***	-23.334	-0.001***	-12.055	الرافعة المالية
-0.003	-0.664	-0.013	-0.167	السيولة
0.010***	10.973	0.009***	7.177	نمو الشركة
-0.243***	-10.619	-0.251***	-9.432	المتغير الثابت
Year fixed effect	نعم	نعم	نعم	الأثر السنوي الثابت
Industry fixed effect	نعم	نعم	نعم	الأثر القطاعي الثابت
2009 - 2018				العيننة
Observations	1342		1042	عدد المشاهدات
Adjusted R ²	0.521		0.450	معامل التحديد في النموذج

ملحق رقم 4: مقارنة لمعدل المطالبات بين الشركات الخاسرة وغير الخاسرة في قطاع التأمين.



ملحق رقم 5: مقارنة لمعدل الصرف بين الشركات الخاسرة وغير الخاسرة في قطاع التأمين.

