



أثر تطوير لوائح وسياسات حوكمة الشركات على ثقة المستثمرين في الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية (تداول)

أكتوبر 2022م
د. زهرة الناصر
جامعة دار العلوم

"هذا المستند وما يحتويه من معلومات ووجهات نظر يعبر عن وجهة نظر معده ولا يعبر عن وجهة نظر هيئة السوق المالية، لذا تخلي الهيئة مسئوليتها عن ما ورد فيه من معلومات وبيانات، ولا يمكن تحميل الهيئة أو منسوبيها المسؤولية عن أية خسائر أو أضرار تنشأ عن استخدام هذا المستند، مع الأخذ بالاعتبار أن المعلومات والبيانات ووجهات النظر قابلة للتغيير دون إشعار مسبق"



المحتوى

3	الملخص:
4	مقدمة:
5	2. تطوير المملكة العربية السعودية للوائح وسياسات حوكمة الشركات:
5	3. الإطار النظري:
6	4. مراجعة الادبيات وتطوير الفرضيات:
9	5. المنهجية:
13	6. النتائج والمناقشة:
16	7. الخاتمة
20	المراجع:

المخلص:

الهدف: تهدف هذه الدراسة إلى بحث العلاقة بين تطوير لوائح وسياسات حوكمة الشركات (CG)، وثقة المستثمرين في الشركات غير المالية المدرجة في سوق الأسهم السعودية (تداول) في الفترة من 2006م إلى 2020م.

المنهجية: ضمت عينة هذه الدراسة أكثر من 104 شركة غير مالية مدرجة ونشطة في "تداول" وتمثل 1355 من الملاحظات السنوية للشركات في الفترة من 2006 إلى 2020. ثقة المستثمرين، والتي يتم قياسها من خلال مؤشر ثقة المستثمر (ISI) باستخدام قواعد بيانات تومسون رويترز، حيث إنها المتغير الرئيسي للدراسة هذا إلى جانب مؤشر حوكمة الشركات المبني على أحكام لائحة حوكمة الشركات (CGC) وأفضل الممارسات الدولية. أولاً، في هذه الدراسة، فحص الباحث بيانات العينة ككل، للحصول على صورة واضحة عن الموضوع، ثم قسمها إلى فترات ما قبل وبعد الفترة الإلزامية. استخدم الباحث عددًا من التقنيات الإحصائية والاقتصادية القياسية مثل OLS Fixed Effects وGMM للتغلب على بعض مشاكل النمو الداخلي المتأصلة في البيانات. اختبر الباحث المتانة باستخدام العديد من المتغيرات البديلة مثل إدارة الأرباح ومواصفات قياس الشركة.

النتائج: تظهر نتائج هذه الدراسة أن تطوير لوائح وسياسات حوكمة الشركات يحسن ثقة المستثمرين ويعزز أداء الشركات والاستثمار في الشركات المدرجة في تداول¹، حيث أصبحت هذه النتائج واضحة عندما فحص الباحث البيانات باستخدام تقنيات GMM وقد أسفرت هذه الدراسة عن نتائج مختلفة في إطار فترات ما قبل وما بعد الإلزامية. في ظل فترة ما قبل الفترة الإلزامية، لا توجد علاقات ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الرئيسية. في فترة ما بعد الإلزامية، هناك علاقة إيجابية بين مؤشر حوكمة الشركات، وثقة المستثمرين، وأداء الشركة، واستثمار الشركة. تشير هذه النتائج أيضًا إلى أن تطبيق وممارسات حوكمة الشركات الجيدة يمكن أن تعزز دور أعضاء مجلس إدارة الشركات لتنفيذ وظائف المراقبة بكفاءة وفعالية. لذلك، يجب أن تتبنى الشركات ممارسات حوكمة الشركات، من خلال تعزيز وظيفة المراقبة وتوسيع نطاق فعالية هيكل الملكية للتخفيف من السلوكيات الانتهازية للمديرين التنفيذيين والتي بدورها تؤثر على ثقة المستثمرين وأداء الشركة والاستثمار.

القيمة المضافة: وفقًا لمعرفة الباحث فإن هذه هي الدراسة الأولى التي استخدمت 14 عامًا من قواعد البيانات للتركيز على تأثير تطوير لوائح وسياسات حوكمة الشركات على ثقة المستثمرين في المملكة العربية السعودية. لذلك، تساهم نتائج هذه الدراسة من خلال التركيز على ذلك، هناك دراسات محدودة موجودة عن البلدان الناشئة، حيث تقدم هذه الدراسة أيضًا أدلة تجريبية لممارسي وواضعي السياسات والأكاديميين من خلال إظهار دور حوكمة الشركات الأساسي في تعزيز ثقة المستثمرين في السوق وبشكل خاص في دولة ناشئة مثل المملكة العربية السعودية، حيث تتوسع التنمية وريادة الأعمال بسرعة، وتلعب حوكمة الشركات دورًا محوريًا في ذلك. يجب على واضعي السياسات التأكيد على أن اتباع حوكمة الشركات يجني فوائد أكبر لأصحاب المصالح المعنية والشركات ككل.

المصطلحات الرئيسية: حوكمة الشركات؛ ثقة المستثمرين؛ المملكة العربية السعودية

¹ مع الحوكمة الرشيدة، تزداد ثقة مستثمر الشركة. لذلك، تتمتع الشركات ذات الحوكمة الرشيدة بأداء وريحية أفضل وتشارك بشكل أكبر في الاستثمار بكفاءة. هذه النتيجة مشابهة لنتائج (بيمو وآخرون، 2021؛ ألبوليسكو، 2020، وشاهد وعباس، 2019). تدعم هذه النتائج الأهمية المتزايدة للسوق السعودي على المستوى العالمي ولها آثار جديرة بالملاحظة على الشركات المدرجة في سوق الأسهم، وكذلك للهيئات المحلية مثل هيئة السوق المالية المهمة بتطوير وزيادة أداء سوق الأسهم.

مقدمة:

في عام 2006، انهار سوق الأسهم السعودية (تداول) وانخفض مؤشره العام بنسبة 45% من قيمته السوقية. انخفض مؤشر ثقة المستثمر من 20,100.40 في نهاية عام 2005 إلى 11,141.04 بنهاية عام 2006 (حسيني والنودل، 2008)، وأدى إلى فقدان ثقة المساهمين (ليرنر وآخرون، 2017). يحتاج المستثمرون إلى تطمينات بأن الشركات يمكنها معالجة المخاطر التي تؤثر على عملياتها. وفقاً لسعيد (عام 2015) "النقطة الأساسية هي أن المستثمر لا يشتري الماضي، بل المستقبل للشركة، وبالتالي فهو بحاجة إلى معرفة كيفية إدارة الشركات لتهدئة مخاوفهم وجلب الثقة إلى السوق" وللتغلب على هذه المشكلة وتعزيز ثقة المستثمرين، كثفت هيئة السوق المالية جهودها لتوفير العدالة في سوق الأسهم السعودية (تداول). تم ذلك من خلال إدخال قواعد ولوائح حوكمة الشركات لمنع حدوث أزمات مماثلة في المستقبل ودفع الشركات نحو مزيد من الشفافية والاستدامة.

وفقاً لكتاب بيرلي ومينز الصادر (1932)، من المرجح أن يكون معظم المستثمرين الخارجيين من الأفراد، الذين ليس لديهم الخبرة والموارد لمراقبة تصرفات المطلعين أو الوصول إلى المعلومات حول توقعات الشركات، في وضع غير مؤات. تشجع الممارسات الجيدة للحوكمة على الاستخدام الأمثل لموارد الشركة. لذلك، يمكن ضمان صحة آليات المساءلة جنباً إلى جنب مع تحسين الشفافية الإدارية وجودة المعلومات المالية وكفاءة سوق رأس المال (شايلر، 2004) من خلال جودة ممارسة حوكمة الشركات والتي بدورها تعزز ثقة المستثمرين.

وبناءً على ذلك يُطرح السؤال التالي:

لماذا نحتاج إلى لوائح حوكمة الشركات التي تهدف إلى تعزيز ثقة المستثمرين؟

توضح نتائج الدراسات السابقة أن التحسن في مؤشرات جودة حوكمة الشركات هو ظاهرة عالمية وأن هناك اختلافات أقل بين البلدان من حيث جودة الحوكمة. ومع ذلك، يرى العلماء أنه نظراً لارتباطه بالقدرة على جذب الاستثمار المحلي والأجنبي الضروري لعملية التنمية، فقد تكون للحوكمة الأهمية الكبرى فيما يتعلق بالاقتصادات النامية ذات الموارد الشحيحة. لذلك، فإن الحاجة إلى المنظمين لتطوير جودة إنفاذ حوكمة الشركات هي ليس رفاهية. على العكس من ذلك، فهي ضرورة تفرضها الحاجة إلى جذب الاستثمارات الأجنبية وتعزيز ثقة المستثمرين في الاقتصادات النامية؛ وأيضاً تعزيز السلامة المالية فيها. هذا هو الحال بشكل خاص لأنه يتضح من نتائج استطلاع آراء المستثمرين أن هناك فهماً أكبر للحاجة إلى القيام بذلك.

ترتبط ثقة المستثمرين بالتنمية المستقرة والصحية لسوق الأسهم. لذلك، يتم طرح الأسئلة التالية:

هل يعني ذلك أن ثقة المستثمرين قد تغيرت في السنوات الأخيرة؟

هل تؤثر حوكمة الشركات على ثقة المستثمرين؟

وفقاً لكُتاب مختلفين، مثل (بولك وسابينزا)، (2009)؛ جيلكريست وآخرون (2005)؛ بيكر وغلر، (2004)؛ بيمو وآخرون (2021)؛ ألبوليسكو، (2020)، تؤثر القرارات التي يتخذها مديرو الشركات على ثقة المستثمرين والتي بدورها تؤثر على تأثير حوكمة الشركات القوية وحماية المساهمين. عندما يصبح المستثمرون أكثر تفاعلاً بشأن الشركة، فإنهم يميلون إلى الاستثمار بشكل أكبر. من الناحية النظرية، تضمن حوكمة الشركات الرشيدة أن تكون الشركة عادلة وشفافة وخاضعة للمساءلة أمام المستثمرين. وهذا يؤدي إلى ثقة أكبر (لاركر وآخرون، 2007). ومع ذلك، لا يزال هناك دليل غير حاسم على وجود ارتباط بين تطوير حوكمة الشركات وثقة المستثمرين. لذلك، ليس من الممكن تحديد ما إذا كان تطوير حوكمة الشركات له تأثير إيجابي على ثقة المستثمرين في جميع الأوضاع المؤسسية. ومع ذلك، وفقاً للمؤلفات المطروحة، هناك مشاكل وكالة (agency problems) داخل إدارة الشركة. ينتج هذا الاختلاف بسبب عدم تصرف أو اتخاذ المديرين قرارات بناءً على مصالح المساهمين. بالإضافة إلى ذلك، تُقدم الحجة من خلال جنسن وميكلنج، (1976)؛ بيكر وآخرون، (2003)؛ دونج وآخرون، (2007) الذين يوضحون أنه قد يعزز المساهمين المسيطرين مصالحهم على حساب مساهمي الأقلية.

في سياق هذا الموضوع، تُعد "تداول" فريدة من نوعها إلى حد ما، حيث يمكن التعرف على مشكلة الأصيل -الأصيل في الشركات السعودية أكثر من مشكلة الأصيل - الوكيل. تكون لهذه العوامل القدرة على زيادة أهمية مراقبة مجلس الإدارة. تداول هي إحدى الأسواق الناشئة الرائدة وقد نمت بسرعة (الناصر، 2019). شرعت حكومة المملكة العربية السعودية في العديد من السياسات والإصلاحات من أجل التنمية المالية. لذلك، برز دور تداول كسوق جذاب ورائد عالمياً للمستثمرين الدوليين والمحليين (كور وآخرون، 2006).

على الرغم من التحسن في الأداء في السنوات الأخيرة، لا يمكن التنبؤ بالسوق بشكل كبير بسبب عدد من العوامل الداخلية والخارجية. في المملكة العربية السعودية، أصبحت لائحة حوكمة الشركات واحدة من أهم مجالات البحث للتحقق مما إذا كان يمكن التخفيف من هذه الآثار السلبية من خلال ممارسات الحوكمة السليمة.

إلى جانب المجموعة المحدودة من المؤلفات الموجودة التي تحلل العلاقة بين تطوير لوائح وسياسات حوكمة الشركات وثقة المستثمرين في الاقتصادات المتقدمة، هناك نقص في التركيز على مثل هذا الارتباط في الاقتصادات النامية. تعتبر ممارسات الحوكمة أكثر أهمية بالنسبة للاقتصادات الناشئة مقارنة بالاقتصادات المتقدمة. في الأونة الأخيرة، نظراً لمعدلات النمو المرتفعة وفرص الاستثمار الأفضل، قام العديد من كبار المستثمرين بنقل رؤوس أموالهم من الأسواق المتقدمة إلى الأسواق النامية (سينغام، 2003؛ دي يونغ وسوينكلز، 2022؛ بدوان، 2022؛ أرينيك وآخرون، 2022). يعتبر إطار عمل حوكمة الشركات أمراً شائعاً تقريباً عبر البلدان. لذلك، يمكن مقارنة تطبيق حوكمة الشركات وثقة المستثمرين عبر الشركات والأسواق (ذو الكفلي وصمد، 2007؛ شاهد وعباس، 2019). تظهر

² وفقاً للدراسات السابقة، يصبح المستثمرون متفائلين عندما ترتفع قيمة السوق ولذلك يفترضون استمرارية.

نتائج العديد من الدراسات أن ممارسات حوكمة الشركات السليمة توفر تحسناً وتخفيفاً لمشاكل الوكالة التي تنطوي عليها الإدارة، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين (كريمرز وناير، 2005؛ كور وآخرون، 2006). يشجع هذا أيضاً المستثمرين المحليين والدوليين على شراء أسهم في الشركات المحلية. لذلك، هناك ميزة في إجراء مزيد من البحوث في العلاقة بين ممارسات حوكمة الشركات وثقة المستثمرين لأن هذه المعلومات ضرورية للأسواق الناشئة مثل المملكة العربية السعودية ولسد الفجوة في المؤلفات المتعلقة بالاقتصادات الناشئة.

على حد علم الباحث، قدمت هذه الدراسة العديد من المساهمات التي تختلف عن الدراسات السابقة، من خلال استخدام 14 عامًا من البيانات، وهي أول دراسة سعودية تركز على تأثير تطوير لوائح وسياسات حوكمة الشركات على ثقة المستثمرين. وبالتالي، تساهم هذه الدراسة في العدد المحدود من الدراسات التي ركزت على هذه المسألة فيما يتعلق بالبلدان الناشئة. بالإضافة إلى ذلك، من خلال إظهار الدور الأساسي الذي تلعبه حوكمة الشركات لتعزيز ثقة المستثمرين في السوق، تقدم هذه الدراسة أدلة تجريبية للممارسين وواضعي السياسات والأكاديميين. يُعد هذا الأمر مهم بشكل خاص في دولة الناشئة، مثل المملكة العربية السعودية، حيث تتوسع التنمية وزيادة الأعمال بسرعة وتلعب لائحة حوكمة الشركات دورًا حاسمًا في ذلك. يجب على واضعي السياسات التأكيد على أن اتباع حوكمة الشركات يجني فوائد أكبر لجميع أصحاب المصلحة والشركات ككل.

تقسم هذه الورقة إلى النحو التالي. يناقش القسم الثاني تطوير المملكة العربية السعودية للوائح وسياسات حوكمة الشركات الحالية. أما القسم الثالث يركز على الإطار النظري، ويقدم القسم الرابع مراجعة الدراسات السابقة وتطوير الفرضيات؛ و يصف القسم الخامس منهجية البحث وعينة بيانات الدراسة. بينما يعرض القسم السادس النتائج، ويقدم القسم الأخير الاستنتاجات والملاحظات.

2. تطوير المملكة العربية السعودية للوائح وسياسات حوكمة الشركات:

بعد عُمان، كانت المملكة العربية السعودية ثاني دولة خليجية تتبنى حوكمة الشركات للشركات المدرجة، وقد شهدت هذه اللائحة العديد من الإصلاحات والتعديلات، حيث إن هيئة السوق المالية السعودية هي المسؤولة عن لائحة حوكمة الشركات في، والذي يتماشى مع مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD، 2004). تتمثل إحدى أدوار هيئة السوق المالية في وضع أفضل الممارسات الدولية في مجال الحوكمة الشركات المدرجة في تداول ولتعزيزها. والهدف من ذلك هو تحسين مستوى الحماية لجميع المستثمرين، وعلى وجه الخصوص، مساهمي الأقلية من خلال تزويدهم بالمشورة القانونية لتنفيذ حقوقهم والتصدي لأي ممارسات ظلم من قبل أصحاب المساهمين المسيطرين. (الجنادي وآخرون، 2016).

سعت هيئة السوق المالية إلى تحقيق أهداف واستراتيجيات تنظيم السوق المالية السعودية بما يتماشى مع رؤية المملكة العربية السعودية 2030. في عام 2006م، أدخلت اللوائح الاسترشادية لحوكمة الشركات المدرجة في النظام التشريعي الوطني الذي تعمل الشركات من خلاله. لدفع اقتصاد المملكة؛ ولزيادة الناتج المحلي الإجمالي. علاوة على ذلك، في عام 2010م، أدخلت هيئة السوق المالية العديد من التعديلات التي أصبحت فيها أحكام حوكمة الشركات إلزامية للشركات المدرجة. على سبيل المثال، أدخلت بعض التغييرات على تعريف العضو المستقل الذي يعرف الآن بالعضو غير التنفيذي في مجلس الإدارة وهو يتمتع باستقلالية كاملة في منصبه / منصبها وقراراته وليس أي من عناصر الاستقلالية التي تؤثر على المسائل المنصوص عليها في اللوائح.

في عام 2016م، أضافت اللائحة أحكامًا تفصيلية لتشكيل الشركات المدرجة لمجلس الإدارة واللجان، مثل مهامهم ومسؤولياتهم، واجتماعاتهم، وحقوق أعضائهم وواجباتهم. كما تتضمن اللائحة أحكامًا تفصيلية حول مدققي الحسابات وإجراءات الرقابة الداخلية. تهدف هذه الإجراءات إلى ضمان قيام الشركات بالإفصاح عن المعلومات التي يحتاجها المساهمون وغيرهم من أصحاب المصلحة لتمكينهم من بناء استراتيجيات الاستثمار بطريقة منهجية وعادلة. في عام 2017م، حددت هيئة السوق المالية حوكمة فعالة تركز على المعاملة العادلة لحقوق أصحاب المصلحة دون تمييز وشفافية في المعلومات حتى يتمكن أصحاب المصلحة من ممارسة حقوقهم القانونية بالكامل. في عام 2018م، أضافت هيئة السوق المالية شرطاً يقضي بأن يفصح أعضاء مجلس الإدارة عن المصالح المباشرة وغير المباشرة في أعمال الشركة وعقودها. في عام 2019م، طلبت هيئة السوق المالية من رئيس مجلس الإدارة إبلاغ الجمعية العامة بأي ممارسات تجارية من قبل أعضاء مجلس الإدارة. في عام 2020م، طورت هيئة السوق المالية تعريف "الأطراف ذات العلاقة" بناءً على أفضل الممارسات الدولية وأفضل معايير المحاسبة عند تحديد الأطراف ذات العلاقة. (هيئة السوق المالية، 2022م).

3. الإطار النظري:

نظرية الوكالة:

في الأونة الأخيرة كان هناك اهتمام متزايد بدراسة وفحص حوكمة الشركات. ومع ذلك، لا يوجد إطار نظري واحد يقدم شرحًا كاملاً لتأثير تطوير لائحة حوكمة الشركات على ثقة المستثمرين. ومع ذلك، يتبين من الدراسات السابقة أن نظرية الوكالة هي النظرية الأكثر استخدامًا لشرح امتثال الشركة لمتطلبات الحوكمة لحماية مصالح المساهمين والتي بدورها تعزز ثقة المستثمرين (كاربنتر وفيروز، 1992؛ ديجان، 2002؛ إنج ومالك، 2003).

تركز نظرية الوكالة على العلاقة بين الملاك والمديرين. ويرهان وجودها عندما تضع الشركة الحوافز المناسبة والكافية للقضاء على السلوكيات الانتهازية لإدارة الشركة وتضمن أنها تسعى إلى تحقيق أقصى قدر من الثروة والمصالح ليس فقط للشركة ولكن أيضا للعمل بالنيابة عن المساهمين (جنسن وميكلنج، 1976). تركز النظرية على الحد من مشكلة الوكالة بهدف تعظيم قيمة الشركة والعوائد على

استثمارات المساهمين. بالإضافة إلى ذلك، تقترح النظرية بعض الطرق لخفض تكاليف الوكالة لتعزيز أداء الشركة وثقة المستثمرين. وهذه التدابير هي: مراقبة التكاليف؛ وتكاليف الترابط؛ والخسائر المتبقية التي تنبع من هيكل حوكمة الشركات (أيزنهاردت، 1989؛ شبير وباجيت، 2005).

4. مراجعة الأدبيات وتطوير الفرضيات:

من خلال استخدام سمات حوكمة الشركات المختلفة وخصائص الشركة، توصلت الدراسات السابقة إلى نتائج مختلطة. تحدد هذه الدراسة العوامل الرئيسية لحوكمة الشركات استناداً إلى الأدبيات النظرية والتجريبية ولائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية والتي تؤثر بشكل مباشر على امتثال الشركات للحوكمة مما ينعكس على ثقة المستثمرين. تصنف هذه العوامل إلى ثلاثة أنواع. أولاً، متغيرات هيكل الملكية التي تتمثل في ملكية الحكومة والملكية المؤسسية والملكية العائلية. ثانياً: خصائص مجلس الإدارة ولجانته من حجم مجلس الإدارة، وعدد اجتماعات مجلس الإدارة، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة من المستقلين، ووجود لجنة الترشيحات والمكافآت، ولجنة المراجعة. بالإضافة إلى ذلك، هناك خصائص للجنة المراجعة مثل حجم اللجنة وعدد الاجتماعات والخبرة المحاسبية داخل أعضاء اللجنة. مدقق الحسابات الخارجي هو أحد شركات التدقيق الأربعة الكبرى BIG4. ثالثاً، متغيرات الشفافية والمساءلة من الإفصاح عن حوكمة الشركات وغيرها من التقارير.

4.1 هيكل الملكية:

لا يزال كبار المساهمين أو الملكية المركزة يتحكمون بالشركات في البلدان الناشئة. بالإضافة إلى ذلك، يؤكد هانسمان (2000) على أن أهم جانب من جوانب حوكمة الشركات هو هيكل الملكية الذي يؤثر على ثقة المستثمرين. وقد استنتج شلايفر وفيشني (1997) وكلاسنس (2002) أنه يظهر تأثير آليات حوكمة الشركات على ثقة المستثمرين من خلال التخفيف من إساءة استخدام السلطة والموارد من قبل المديرين والمساهمين المسؤولين عن الإدارة، كما استنتج عبد الله وإسماعيل (2017) إلى أنه في دول مجلس التعاون الخليجي، كلما ارتفعت نسبة الملكية، كان هيكل الحوكمة والأداء أضعف، مما يقلل بدوره من ثقة المستثمرين. تتشابه النتائج التي توصل إليها مله وآخرون (2012) في السياق المتبع جنوب إفريقيا. ومع ذلك، تظهر بعض نتائج الدراسات وجود علاقة إيجابية بين هيكل الملكية وثقة المستثمرين. استنتج جوتون وشميد (2000) إلى أنه في السياق الألماني، هناك علاقة إيجابية بين الملكية المركزة وأداء الشركة وهذا يشير إلى أنهم يلعبون دوراً أساسياً في لائحة حوكمة الشركات وثقة المستثمرين. إن هيكل الملكية المشتركة الثلاثة في المملكة العربية السعودية هي ملكية الحكومة وملكية العائلة والملكية المؤسسية (السعيدى والشمري 2015).

4.1.1 أ. ملكية العائلة:

هناك حجتان فيما يتعلق بتأثيرات ملكية العائلة على أداء الشركة. من جانب، يجادل البعض بأنه نظراً لقوتهم التصويتية ومشاركتهم في إدارة الشركة، تفضل العائلة المتحكمة وضع مصالحها فوق مصالح أصحاب المصلحة الآخرين. تؤثر هذه السياسات التي تفيدهم والتي بدورها تقلل من أداء الشركة وثقة المستثمرين (لا بورتا وآخرون، 1999؛ وواتانكانتافغ، 2001؛ بانياسريفانيت، 2005). من الناحية التجريبية، توفر نتائج كوتشوليلي وميكوتشي (2008) وأروسا وآخرون (2010) دليلاً على وجود علاقة سلبية بين ملكية العائلة وأداء الشركة، وهذا بدوره يقلل من ثقة المستثمرين. من ناحية أخرى، يجادل باحثون آخرون بأن ملكية العائلة توفر مراقبة جيدة وتزيد من قيمة الشركة من خلال ثروتها ومساهمتها في الشركة والتي بدورها تزيد من أداء الشركة وثقة المستثمرين. (سميث وأموكو - أدو، 1999؛ ويواتانكانتافغ، 2001؛ بانياسريفانيت، 2005).

4.1.1 ب. ملكية الحكومة:

ووفقاً لنظرية الوكالة، يمكن لملكية الحكومة أو الدولة أن تخفف من تكاليف الوكالة بسبب دورها في التركيز على زوايا مختلفة مثل تنظيم الاقتصاد؛ وحماية حقوق مساهمي الأقلية؛ والحد من الشركات؛ تعريضهم لمعلومات غير متماثلة؛ والتخفيف من العوامل الخارجية. ولذلك، من المرجح أن تؤدي ملكية الدولة إلى تحسين أداء الشركات الذي ينعكس في تحسين ثقة المستثمرين (الفاريج وآخرون، 2012؛ الجفري ومصطفى، 2007)، وتظهر النتائج التي توصل إليها بيلاي وآخرون (2018) والسعيدى والشمري (2015) أن ملكية الدولة في دول مجلس التعاون الخليجي وسوق الكويت للأوراق المالية على التوالي لها تأثير إيجابي على أداء الشركات، الأمر الذي ينعكس بدوره بشكل إيجابي على ثقة المستثمرين.

يقول باحثون آخرون بأن ملكية الدولة للشركات قد تشجع السلطة التنفيذية على التركيز أكثر على المسائل الاجتماعية والسياسية بدلاً من الربحية وهذا يقلل من أداء الشركة وجودة حوكمتها (شين ولين، 2009). وقد بحثت دراسات سابقة ملكية الدولة في الاقتصادات المتقدمة النمو والاقتصادات الناشئة ووثقت وجود علاقة سلبية بين ملكية الدولة وأداء الشركات (شو ووانغ 1997؛ صن وتونغ، 2003؛ غويتا، 2005؛ ليو وصن، 2005؛ وي وآخرون، 2005؛ ميجيسون ونيتز، 2001). وفي سنغافورة، تبين النتائج التي توصل إليها هيراكلوبوس (2001) أن الشركات المملوكة للدولة، بالمقارنة مع الشركات الخاصة، من المرجح أن تؤدي إلى انخفاض معدلات أداؤها. يرجع ذلك لغياب الأهداف الواضحة مما يؤدي إلى أداء غير فعال. النتائج التي توصل إليها صالح وآخرون (2009) بأن الشركات المملوكة للدولة من المرجح أن تقلل من أداؤها بسبب اختيارها لأعضاء مجلس الإدارة بناء على أهداف سياسية واجتماعية بدلاً من خبرات.

4.1.1 ج. الملكية المؤسسية:

وللملكية المؤسسية تأثير مختلف على الأداء. ويرى بعض الباحثين أن تأثير هذه الملكية يعتمد على الإطار المؤسسي. وإذا كان الإطار المؤسسي يفتقر إلى الممارسات السليمة في مجال حوكمة الشركات، فإن الملكية المؤسسية تلعب دوراً كبدل لآليات حوكمة الشركات لحماية المستثمرين. كما يقولون بأن الملكية المؤسسية قد تستخدم التمثيل في مجلس الإدارة وقوة التصويت لتوفير دور مراقبة أفضل

لأنشطة المدير، وهذا بدوره يقلل من مشكلة الوكالة تشين وآخرون (2009). هذا يؤدي إلى أداء أفضل وأكثر فعالية للشركة (جروسمان وهارت، 1986؛ هو وإيزوميديا، 2008؛ عاروري وآخرون، 2014). ويقول آخرون بأن الملكية المؤسسية يمكن أن تزيد من مشاكل الوكالة عن طريق مصادر ثروة حملة الأسهم الأقلية وهم يسعون إلى الحصول على منافع خاصة بدلاً من المراقبة الفعالة (فيلالونجا وأميت، 2006، السعيد، 2012). وتماشياً مع ضعف الرقابة التي توفرها الملكية المؤسسية، تظهر الأدلة التي أوردها السعيد والشمرى (2015) أنه فيما يتعلق بسوق الكويت للأوراق المالية، لا توجد علاقة بين الملكية المؤسسية وأداء الشركات. وفي هذا السياق، تظهر النتائج التي توصل إليها جورجن (2012) وجود ارتباط سلبي بين الملكية المؤسسية وأداء الشركة، مما يقلل بدوره من ثقة المستثمرين. وتظهر النتائج التي توصل إليها شهبان (2015) أنه من حيث الشركات المصرية المدرجة، فإن الملكية المؤسسية ليس لها علاقة بهيكل حوكمة الشركات وأداء الشركة.

4.2. مجلس الإدارة:

أحد أهم عوامل ظهور وتطور أسواق رأس المال (منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، 2004)، هو ثقة المستثمرين في استخدام أموالهم المستثمرة بالطريقة المثلى وتأخذ في الاعتبار مصالحهم ولن يساء استخدامها من قبل أعضاء مجلس الإدارة أو كبار المساهمين أو المديرين. الأمر هو تمتع مجالس الإدارة وكبار المساهمين والمديرين، بالفرصة لاتخاذ القرارات التي تحقق مصالحهم على حساب مصالح المساهمين الأقلية لذلك، ثقة المستثمرين لا تزداد إلا إذا كانوا على يقين من أنهم سيحصلون على معاملة عادلة ومتساوية بغض النظر عما إذا كانوا محليين أو أجانب. لذلك، يجب أن يقدم نظام حوكمة الشركات الفعال وسائل يمكن للمساهمين استخدامها لحماية حقوقهم.

يشكل مجلس الإدارة جزءاً أساسياً من آليات الحوكمة نظراً لالتزامه الائتماني تجاه حملة الأسهم (مونكس ومينو، 1995؛ جبران وآخرون، 2019). علاوة على ذلك، يجب على مجلس الإدارة القيام بمسؤولياته وأداء واجباته من خلال مراقبة أداء إدارة الشركة للتأكد من أنها تعمل لصالح المساهمين. وقد أكدت نتائج الدراسات السابقة أن فعالية مجلس الإدارة في أداء أنشطة حوكمة الشركات التي تساعد على مواءمة مصالح المساهمين والمديرين، ومن خلال التخفيف من تكاليف الوكالة، التي تساعد على حماية مصالح المساهمين (جنسن وميكلنج، 1976؛ فاما، 1980؛ جنسن، 1993؛ بريان، 2006؛ لينك وآخرون، 2009). وهذا يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين. وقد وجدت الدراسات الحالية بالفعل في بعض الجوانب المحددة لحوكمة الشركات وبنيت أهمية وجود مجلس إدارة فعال وعناصر مثل حجمه، وعدد الأعضاء المستقلين، وازدواجية المناصب بين الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وتواتر الاجتماعات التي عقدها غومبرز وآخرون (2003)؛ يرمك (1996)، لبيتون ولورتش (1992)؛ هيرمالين وفاسباخ (1991)، بهاغات وبلاك (2007)، بيشوك وآخرون (2005)، كريمرز ونير (2005)، كور وآخرون (1999)، حيث تبين نتائج الدراسات التجريبية، التي استخدمت مختلف مؤشرات حوكمة الشركات، أن هناك ارتباطاً إيجابياً بين لائحة حوكمة الشركات وقيمة الشركة أو عوائد الأسهم (بيشوك وآخرون، 2005؛ جومبرز وآخرون، 2003؛ غاراي وجونز اليس 2003؛ غاراي وغونز اليس 2008).

4.2.أ. حجم مجلس الإدارة:

أكدت أفضل ممارسات حوكمة الشركات ومعظم الدراسات السابقة على أهمية حجم مجلس الإدارة. توصي لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية بالحد الأدنى والحد الأقصى لحجم مجلس الإدارة بين 3 إلى 11 عضواً. ولكن لا يوجد اتفاق على أفضل حجم لمجلس الإدارة (زهرة وبيرس الثاني، 1989). وقد أفادت دراسات سابقة بنتائج مختلطة حول الحجم الفعال لمجلس الإدارة. على سبيل المثال، تظهر نتائج زهرة وبيرس الثاني (1989)، كلين (2002)، بوز (2008) وخان وآخرون (2019) أنه نظراً لمجموعة متنوعة من الخبرات والمهارات لدى الأعضاء، فإن حجم مجلس الإدارة الكبير أكثر قدرة على التصرف بما يحقق مصالح المساهمين. ومع ذلك، فإن عيب مجلس الإدارة الكبير أنه غير قادر على تشجيع عملية صنع القرارات سريعة والابتكار (إسماعيل وآخرون، 2010). واستنتج باحثون آخرون، مثل جنسن (1993)، فافيس (2000)، ألونسو وآخرون (2000)، إلى أن حجم مجلس الإدارة الصغير أكثر فعالية في زيادة القيمة السوقية للشركة من خلال مراقبة الرئيس التنفيذي والإبلاغ عن جودة الأرباح (لبيتون ولورش 1992؛ كارامانو وفافيس، 2005). تسلط هذه النتائج الضوء على الرأي القائل بأن المجلس الصغير، بالمقارنة مع مجلس الإدارة الكبير، يتمتع بمهارات اتصال أفضل وأفضل في التحكم في أنشطة الإدارة ورصدها. يفترض سيرتو (2003) أنه من حيث الاتصال والتنسيق، فإن دور حجم مجلس الإدارة الكبير ليس فعالاً وأكثر رمزية. قد يتم إشراكهم كمستشارين بدلاً من مجرد مراقبة الإدارة. بالإضافة إلى ذلك، قد يواجه مجلس الإدارة الكبير صعوبات في التنسيق وقد يتم التحكم فيه بسهولة من قبل رئيس تنفيذي قوي (جنسن، 1993).

4.2.ب. الأعضاء المستقلون:

يعد تعيين أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة أحد أهم القرارات التي تتخذها الشركات الحديثة من حيث آليات حوكمة الشركات الداخلية للتخفيف من مشاكل الوكالات ومشاكل عدم تناسق المعلومات (فاما، 1980؛ لبيتون ولورش 1992؛ ينسن، 1993). ومع ذلك، هناك نظريتان حول تعيين أعضاء مجلس إدارة مستقلين. وجد مجموعة من العلماء وجود المزيد من الأعضاء المستقلين في المجلس مؤشر إيجابي بينما تعترض مجموعة أخرى وتفضل وجود المزيد من المديرين التنفيذيين في مجلس الإدارة.

أولئك الذين يؤيدون الرأي الأول، يبنون حججهم على نظرية الوكالة ويزعمون أنه بالمقارنة مع المديرين التنفيذيين، يمكن للأعضاء المستقلين أن يكونوا أكثر عرضة للمساءلة لأنهم يصدرون أحكاماً مستقلة عند النظر في القرارات التي سيتخذها المجلس (فاما، 1980؛ تقرير كادبوري، 1992؛ سانينفيلد، 2002؛ تشاوشاريا وغرينشتاين، 2009). وذلك لأن الأعضاء المستقلين لا يعتمدون مالياً على الشركة، ووفقاً للائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية، لا ينبغي أن يكون لديهم روابط عائلية وثيقة مع الشركة. يجب ألا يتقاضى الأعضاء المستقلين رسوماً لا علاقة لها بأداء الشركة، ويجب ألا يعملوا في مجلس الإدارة لأكثر من تسع سنوات. وينبغي ألا يشغلوا مناصب إدارية مشتركة في شركات أخرى ولا ينبغي أن يمثلوا مجموعات محددة من المساهمين. إذا تم استيفاء هذه الخصائص، يعتقد أن الأعضاء المستقلين في وضع يمكنهم من مراقبة إدارة الشركة بشكل أكثر فعالية ويكونون قادرين على التغلب على أي ضغوط لقبول التلاعب بالأرباح. على سبيل المثال، تظهر نتائج بيرد وهيكمان (1992) وبريكلي وآخرون (1994) وخان وآخرون (2019) أن الشركات، التي لديها أعضاء مستقلين أكثر، تكون أكثر فعالية في مراقبة أنشطة الإدارة.

تظهر نتائج لي وشايلير (2008) أن الإفصاح عن معلومات حوكمة الشركات يزيد من مسؤوليات الأعضاء المستقلين ومجلس الإدارة ولجانته وإدارته، بالإضافة إلى ذلك، يضمن سلامة البيانات المالية للشركة مما يعزز ثقة المستثمرين. تظهر نتائج ديو وآخرون (2014) أن نسبة الأعضاء المستقلين تؤثر على ثقة المستثمرين ولها تأثير إيجابي على قيمة الشركات المدرجة.

يبني معارضو الأعضاء الأكثر استقلالية في مجلس الإدارة حججهم على نظرية الإشراف من حيث أن الأعضاء المستقلين لديهم معرفة أقل بالشركة (وير ولينج، 1999) وأن هذا يمنح مجلس الإدارة القدرة على اتخاذ قرارات أفضل جودة (حنيفة وهدياب، 2006). الأعضاء المستقلين هم موظفون غير متفرغين يتواجدون عادة في مجالس إدارة الشركات الأخرى (بوزيك، 2005؛ جرابورن وآخرون، 2009). لذلك، ليس لديهم سوى القليل من الوقت لفهم وتقديم مراقبة فعالة لتعقيدات أنشطة الشركة. وبناء على ذلك، فإن هذا له تأثير سلبي على أداء الشركة (بايسنجر وهوسكيسون، 1990؛ وير ولينج، 1999؛ بوزيكو، 2005). على العكس من ذلك، تظهر نتائج كيل ونيكلسون (2003) أنه نظراً لمعرفتهم الأكبر بأنشطة الشركة، يمكن لعدد أكبر من المديرين التنفيذيين في مجلس الإدارة تقديم عملية صنع قرار أفضل وبالتالي يتحقق الأداء الأفضل للشركة.

بالإضافة إلى ذلك، يدعي بعض العلماء أنه في البلدان الناشئة، يكون للأعضاء المستقلين دور صوري في مجلس الإدارة ومن المرجح أن يتبعوا التوجهات التي يتخذها المدراء التنفيذيين (ماهاديو وسوباروين، 2012). ونتيجة لذلك، يشارك الأعضاء المستقلون بشكل ضعيف في عملية صنع القرار في مجلس الإدارة لأنه من المرجح أنه لا يفي اختيارهم بتوصيات أي من لائحة حوكمة الشركات في جميع أنحاء العالم (فيراريني وفيلوبيلي، 2014).

4.4.2 ج. اجتماعات مجلس الإدارة:

يلعب تكرار اجتماعات مجلس الإدارة دوراً أساسياً في مراقبة ومعالجة المسائل الداخلية للشركة بشكل أكثر فعالية. توصي أفضل ممارسات حوكمة الشركات ولائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية بأن يعقد مجلس الإدارة اجتماعات منتظمة للقيام بواجباته بكفاءة. وتدعم نتائج الدراسات السابقة هذه التوصية. ومع ذلك، تظهر نتائج دراسات أخرى أن اجتماعات مجلس الإدارة ليست مفيدة بالضرورة لأنها تنفذ المهام الروتينية بسبب شغلها للكثير من الوقت.

وتوثق الدراسات الموجودة أيضاً أهمية اجتماع مجلس الإدارة بشكل متكرر من أجل قياس عمليات المجلس وأنشطة الشركة (فيفيس، 1999). ولذلك، يعكس زيادة عدد اجتماعات مجلس الإدارة أن المجلس نشط وقادر على حل المشاكل ورصد إدارة الشركة (فيفيس، 1999)؛ كونجر وآخرون، 1998؛ ماناغينا وتورينجانا، 2008؛ آدم وفيريرا، 2009؛ خان وآخرون، 2019).

ومع ذلك، وجدت نتائج دراسات أخرى بأن معظم المشاكل في الشركات المدرجة ترجع عدم كفاية الوقت الذي يقضيه مجلس الإدارة لحضور الاجتماعات من أجل أداء واجباته ورصد إدارة الشركة بفعالية (ليبتون ولورش، 1992؛ قنجر وآخرون، 1998). لذلك، ونظراً لضيق الوقت، قد لا تعكس اجتماعات مجلس الإدارة حقا تبادل المعلومات والأفكار بين أعضاء مجلس الإدارة وإدارة الشركة.

4.4.3 لجنة المراجعة:

4.4.3 أ. الأعضاء المستقلين في لجنة المراجعة:

توثق الدراسات النتائج حول العلاقة بين استقلالية لجنة المراجعة وأداء الشركة أو المؤسسة. يفترض هاريسون (1987) ووايلد (1994) وصن وكاهان (2009) أن هناك ارتباطاً إيجابياً بين إنشاء هذه اللجان للمراقبة وتحقيق الأداء المطلوب للشركة. ويرجع ذلك إلى انتخاب أعضاء مجلس إدارة مستقلين لهذه اللجان الذين هم في وضع أفضل لحماية مصالح المساهمين (فيفيس، 1999). يذكر تشان ولي (2008) أن هناك ارتباطاً إيجابياً بين الأعضاء المستقلين في لجنة المراجعة وقيمة الشركة. ومع ذلك، توثق نتائج هسو (2008)، كلاينز (1998)، ريدي وآخرون (2008) وكوتر وسيلفستر (2003) وجود علاقة ضئيلة بين استقلال لجنة المراجعة الحسابات وقيمة الشركة.

4.4.3 ب. حجم لجنة المراجعة:

ذكرت الدراسات السابقة نتائج مختلطة حول الارتباط بين حجم لجنة المراجعة وأداء الشركة وقيمة الشركة. ثقة المستثمرين هي انعكاس لأداء الشركة الجيد. دالتون وآخرون (1999) صالح وآخرون (2007)، مير وسعاد عام (2008)، كارامانو وفافياس (2005) يفترض أن لجنة المراجعة كبيرة الحجم مفيدة للأداء لأن الأعضاء لديهم قاعدة معرفية أوسع. استنتج كولمان وآخرون (2007) و كيبكوش (2016) أن هناك ارتباطاً إيجابياً وهاماً بين حجم لجنة المراجعة وأداء الشركة. ومع ذلك، في ماليزيا وسنغافورة، تشير نتائج ماك وكوسنادي (2005)، عامر وآخرون (2014) وأونو وآخرون (2014) إلى عدم وجود علاقة بين المتغيرين (حجم لجنة المراجعة وأداء الشركة).

4.4.3 ج. اجتماع لجنة المراجعة:

نظراً لعوامل مختلفة، فإن نتائج الدراسات السابقة غير حاسمة حول تأثير اجتماعات لجنة المراجعة على أداء الشركة وقيمة الشركة. تنعكس ثقة المستثمرين على أداء الشركة الجيد. تُظهر النتائج التي توصل إليها عزام وآخرون (2010) وعامر وآخرون (2014) ارتباطاً إيجابياً بين تكرار اجتماعات لجنة المراجعة وأداء الشركة. ومع ذلك، نظراً لكون اجتماعات اللجنة هذه مجرد "رمزية أو صورية"، فإن نتائج أونو وآخرون (2014) تظهر عدم وجود علاقة بين المتغيرين (كرامبيا كابارديس وبساروس، 2006).

4.4.3 د. خبرة لجنة المراجعة:

وفقاً للدراسات السابقة، هناك القليل من الدراسات التي حققت في الارتباط بين خبرة لجنة المراجعة وأداء الشركة وقيمة الشركة مما يعكس ثقة المستثمرين. تظهر نتائج تشان ولي (2008) وجود علاقة إيجابية بين خبرة أعضاء لجنة المراجعة وقيمة الشركة. تُظهر نتائج هسو (2008)، عامر وآخرون (2014)، كيبكوش (2016) أن هناك علاقة إيجابية وهامة بين خبرة لجنة المراجعة وأداء الشركة.

4.4 لجنة المكافآت والترشحات:

يمكن لمجلس الإدارة تفويض بعض صلاحياته للجان محددة ومتخصصة. هذه اللجان مهمة لتوفير مزيد من الحماية لمصالح المستثمرين والآراء المستقلة حول أنشطة الشركة المختلفة؛ وهذا بدوره يعزز ثقة المستثمرين. تظهر النتائج التي توصل إليها جعفر وآخرون (2015) أن لجنة المكافآت والترشحات الفعالة تقلل من مشكلة الوكالة وتشجع إدارة الشركة على الأداء بشكل أفضل. وهذا بدوره يعزز أداء الشركة وثقة المستثمرين. تُظهر نتائج فيريس وآخرون (2018) أن هيكل تعويضات التنفيذيين المناسب للجنة المكافآت والترشحات يعزز أداء الشركة الذي يعكس أيضًا ثقة المستثمرين القوية. في هذا السياق، تظهر نتائج أجيماج مينته (2015) أن هناك علاقة إيجابية بين هيكل التعويضات التنفيذي المناسب للجنة المكافآت والترشحات وأداء الشركة. بعد استخدام 250 شركة مدرجة في المملكة المتحدة في عام 1994م للتحقيق في تأثير لجان المراجعة والمكافآت والترشحات على أداء هذه الشركات، وجد فافباس وثيودورو (1998) بأن لجنة المكافآت والترشحات تحدد في النهاية جودة المدراء المعيّنين، ويساعد الشركات على تحقيق حوكمة جيدة. ومع ذلك، تظهر النتائج التي توصلوا إليها عدم وجود علاقة بين وجود لجان تابعة لمجلس الإدارة وأداء الشركة.

4.5 الشفافية والمساءلة:

يحتاج المستثمرون في سوق الأوراق المالية إلى معلومات مالية وغير مالية لمساعدتهم على أن يكونوا موضوعيين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. من المتعارف عليه أنه كلما انخفض مستوى الإفصاح كلما ارتفع مستوى الغموض في التقارير بغض النظر عما إذا كانت المعلومات مالية أو غير مالية. هذا يعني أن هذه الشركات لا تتبع مبادئ الشفافية ومعايير الإفصاح. ونتيجة لذلك، أدت مثل هذه الأحداث إلى انهيارات متتالية في السوق وفقد ثقة المستثمرين.

هناك دراسات محدودة تركز بشكل مباشر على حوكمة الشركات وثقة المستثمرين (شياو لو وآخرون، 2016). من المهم لجميع الشركات أن يكون لديها مزيج من آليات حوكمة الشركات الخارجية والداخلية للتأكد من أن لديها هياكل حوكمة فعالة وتوازن القوة بين المساهمين والمدراء التنفيذيين ومجلس الإدارة من أجل حماية أفضل لمصالح المستثمرين (ديان وآخرون، 2003).

تقدم نتائج سيمون وآخرون (2001) دليلاً على أن الحوكمة الفعالة تؤدي إلى عدد من الفوائد مثل المساعدة في ضمان تشغيل أفضل لآلية المساءلة وزيادة الموثوقية والجودة العالية لمعلومات حوكمة الشركات وزيادة النزاهة والكفاءة في سوق رأس المال. يعمل هذا على تحسين ثقة المستثمرين. بالإضافة إلى ذلك، تظهر حوكمة الشركات التي تم فحصها في 14 شركة ناشئة، نتائج ليورا وإنيسا (2004) العلاقة بين مستوى حوكمة الشركات داخل الشركة وعدم تناسق المعلومات.

تُظهر النتائج التي توصل إليها نبيل وآخرون (2014) كذلك أن هيكل حوكمة الشركات الفعال يتحقق من الشفافية وآلية المساءلة ويعزز موثوقية وجوده وسلامة المعلومات المالية. وهذا بدوره يعزز كفاءة سوق رأس المال وثقة المستثمرين. تظهر النتائج التي توصلوا إليها أيضًا أنه إلى حد ما في المستقبل قد تؤثر ثقة المستثمرين على تطور الشركة. وتظهر نتائج وايز (2002) من فحص أهمية الشركات التي تركز على ثقة المستثمرين في النماذج الأخرى، مثل الإفلاس والمشاكل المالية التقليدية أنه إذا فقدت الشركة ثقة المستثمرين، فقد تواجه صعوبات في الحصول على الأموال اللازمة لتلبية متطلبات النمو. بالإضافة إلى ذلك، تُظهر نتائج لاي وآخرون (2012) أن هناك علاقة قوية بين ثقة المستثمرين وجود حوكمة الشركات التي تعرقها الشركة. تُظهر نتائج لي وآخرون (2005) أن الحوكمة السليمة الجيدة للشركة تجلب الاتساق والاستقرار إلى إستراتيجية حوكمة الشركات الخاصة بها وتضمن الاستثمار المستقبلي الذي يزيد من ثقة المستثمرين. تظهر نتائج شياولو وآخرون (2016) أن المستوى القوي من حوكمة الشركات له تأثير إيجابي على ثقة المستثمرين. في سياق سوق الأوراق المالية في عمان، تظهر نتائج عمران وشعبان (2021) أن آليات حوكمة الشركات الداخلية تعزز ثقة المستثمرين وتقلل من مخاطر تقلبات الأسهم.

باختصار، تؤكد نتائج الدراسات النظرية والتجريبية أنه من خلال توفير معلومات مناسبة ومفهومة وموثوق بها، تساهم حوكمة الشركات في تعزيز جودة معلومات الشركات والإفصاح والمحاسبة التي يمكن للمستثمرين استخدامها لإجراء مقارنات بين الشركات المختلفة على مدى فترات زمنية متعددة.

4.6 الفرضيات:

من المذكور أعلاه، يمكن ملاحظة أن آليات حوكمة الشركات وهيكل الملكية والشفافية والمساءلة لها تأثير إيجابي على ثقة المستثمرين. لذلك صاغ الباحث الفرضيات التالية:

1. كان لتطوير لوائح وسياسات حوكمة الشركات تأثير إيجابي وملاموس على ثقة المستثمرين.
2. كان التطبيق الاسترشادي للوائح حوكمة الشركات من 2006م إلى 2010م تأثير إيجابي وهام على ثقة المستثمرين في السوق المالية السعودية.
3. كان للتطبيق الإلزامي في المملكة العربية السعودية للوائح حوكمة الشركات من 2011م إلى 2020م تأثير إيجابي هام على ثقة المستثمرين.

5. المنهجية:

الغرض من هذه الدراسة هو فحص تأثير تطوير لوائح وسياسات حوكمة الشركات على ثقة المستثمرين. في هذه الدراسة، استخدم الباحث معلومات حوكمة الشركات التي تم الحصول عليها من التقارير السنوية للشركات والمتاحة إما من موقع الشركة أو من موقع تداول والبيانات المالية التي تم جمعها من قاعدة بيانات تومسون رويترز. تتعلق بيانات العينة بـ 104 شركة غير مالية مدرجة ونشطة في تداول من عام 2006م إلى عام 2020م، وتمثل هذه البيانات 1355 ملاحظة.

5.1 معايير اختيار العينة

هناك معايير من أجل تضمين الشركة في العينة النهائية. أن تكون لائحة حوكمة الشركات والمعلومات المالية متاحة لمدة 10 سنوات على الأقل خلال الفترة من 2006م إلى 2020م. طبق الباحث هذه المعايير على جميع الشركات المدرجة للأسباب التالية:

- يساعد بيانات العينة على تغطية تطبيق لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية قبل وبعد التنفيذ الإلزامي لللائحة. وهذا أيضًا لتحقيق المدى الذي أدى فيه تطوير وتنظيم حوكمة الشركات في الدولة إلى تعزيز ممارسات حوكمة الشركات والتي بدورها عززت ثقة المستثمرين.
- البيانات عبارة عن مجموعة غير متوازنة³ (3) من الشركات غير المالية⁴ (4). وفقًا لمؤشر ثقة المستثمر، فإن ثقة المستثمرين هي المتغير الرئيسي لهذه الدراسة. تمثل ثقة المستثمرين سلوك المستثمر المستخدم في النموذج القائم على التمويل السلوكي. تشير ثقة المستثمرين إلى المؤشر، والذي يمكن بناؤه من الموقف الكلي في مجتمع الاستثمار. في أي وقت من الأوقات، يمكن أن يكون قياس موقف سوق الأسهم صعودًا أو هبوطًا بشكل مفرط، أو في مكان ما في الوسط.

5.2 حساب ثقة المستثمرين

تم إنشاء مؤشر ثقة المستثمر باتباع النهج الذي اعتمده بيرسود (1996) وباندوباديايا وجونز (2006). لحساب مؤشر ثقة المستثمر لهذه الدراسة، قام الباحث أولاً بحساب العوائد الأسبوعية لشركات العينة من تداول. بعد ذلك، حساب متوسط الانحراف المعياري لكل شركة من خلال أخذ عوائد الأسابيع الأربعة السابقة لقياس التقلبات التاريخية اليومية. بعد ذلك، صنف الباحث المعدلات اليومية للعوائد والتقلبات التاريخية لحساب ارتباط رتبة بيرسون بين العوائد الأسبوعية والتقلب التاريخي.

معادلة مؤشر ثقة المستثمر هي كما يلي:

$$ISI = \frac{\sum (R_i - \hat{R}_i) (S_i - \hat{S}_i)}{\sum (R_i - \hat{R}_i)^2 \sum (S_i - \hat{S}_i)^2}$$

Table 1: Variables Definition

R_i	The rank of the weekly return for security i
S_i	The rank of historical volatility for security i
\hat{R}_i and \hat{S}_i	The population means the return and historical volatility rankings.

يتم تمثيل مستويات الثقة الأعلى من خلال القيم الإيجابية لهذا المؤشر (الارتباط الإيجابي). من ناحية أخرى، تشير القيم السلبية لهذا المؤشر إلى ثقة منخفضة بسبب حالة العزوف عن المخاطرة.

5.3 إنشاء مؤشر حوكمة الشركات:

أيضًا، لا يوجد نموذج موحد لحوكمة الشركات لأنه يختلف من دولة إلى أخرى بسبب بيئتها الاقتصادية والقانونية وحتى الاجتماعية المختلفة. يمكن أن تختلف نماذج الحوكمة، أيضًا، داخل نفس البلد بسبب قطاعاتها الاقتصادية المختلفة ووفقًا للشكل القانوني لمؤسساتها. ومع ذلك، فإن الثابت هو أن هناك عناصر مشتركة تحدد الأساليب المناسبة لحوكمة الشركات. وبالتالي، تركز هذه الدراسة على الشركات غير المالية المدرجة في تداول، والتي تتبع لائحة حوكمة الشركات الذي قدمته هيئة السوق المالية. كما تم تقديمه من قبل البنك المركزي في المملكة العربية السعودية، فإن البنوك وشركات التأمين في المملكة لديها لائحة إضافية لحوكمة الشركات.

تتأثر عملية حوكمة الشركات بالآليات القانونية والتنظيمية والتعاقدية والقائمة في السوق. إلى جانب أن مبادئ الشركة وقيمتها وإجراءاتها وسياساتها تؤثر في آليات الحوكمة المؤسسية وهي الأساس التي تطورها وتنفذها الشركة، لذلك فإن أهمية حوكمة الشركات تعتمد على شفافية الشركة والإفصاح والمساءلة ونزاهة إدارتها. يجب ألا تركز لائحة حوكمة الشركات على الامتثال فحسب، بل التعامل معه على أنه عمل مستمر نحو بناء شركة متميزة.

³ على عكس العديد من الدراسات السابقة التي تضمنت فقط الشركات الكبيرة في عيناتها، فإن هذه الدراسة تشمل جميع الشركات التي تتوفر عنها بيانات من أجل تعزيز تعميم نتائجها.

⁴ في بيانات العينة، تم استبعاد البنوك وشركات التأمين وشركات الخدمات المالية لأنها تخضع لأنظمة مختلفة عن الشركات في القطاعات غير المالية الأخرى. على سبيل المثال، لدى المملكة العربية السعودية لوائح مختلفة لحوكمة الشركات للبنوك والمؤسسات المالية. حتى شركات التأمين لديها لوائح حوكمة الشركات الخاصة بها من البنك المركزي السعودي. هذه المتغيرات لها خصائص مختلفة فيما يتعلق بالبيان المالي وقياس الربحية وتقييم السيولة وهيكل رأس المال. بعبارة أخرى، تختلف خصائص الاستحقاق في الشركات المالية عن الشركات الأخرى (بيكريس وآخرون، 2011؛ وانج شين، 2011؛ مؤسسة النقد العربي السعودي، 2022).

ووفقاً لبوهرين وأوديجارد (2003) فإن "ربط أداء الشركة بجانب معين من آليات حوكمة الشركات قد لا يعكس العلاقة الحقيقية ما لم يتم التحكم في هذا الجانب المحدد مع جوانب أخرى من آليات الحوكمة." شجع العديد من الباحثين لبناء مؤشرات حوكمة الشركات كإليه أداء تهدف إلى قياس حوكمة الشركات في عدة أبعاد. تم وضع مؤشرات حوكمة الشركات للأسواق المتقدمة وبعض الأسواق الناشئة (جوميرز وآخرون، 2003؛ كلابر والحب، 2004؛ بلاك وآخرون، 2006؛ بالاسوبرامانيان وآخرون، 2010).

استعرضت هذه الدراسة بعناية العوامل الرئيسية لحوكمة الشركات بناءً على الأدبيات النظرية والتجريبية لأندرسون وداود (2005)؛ وأيلير ومحمد (2005)، وأكسو وكوسداغ (2006) و أيضاً مواد لائحة حوكمة الشركات المملكة العربية السعودية، يؤثر ذلك بشكل مباشر على امتثال الشركات لحوكمة الشركات والذي بدوره يؤثر على ثقة المستثمرين. بعد ذلك، في هذه الدراسة، حدد الباحث القائمة النهائية لعوامل حوكمة الشركات واختارها وقرن قائمة العناصر هذه مع تلك الآليات والادوات في لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية كما تم تقديمه وتنفيذه من قبل هيئة سوق المالية. وقد أتاحت ذلك للباحث إنشاء مؤشر حوكمة الشركات الذي يمكن تطبيقه على الشركات السعودية.

من أجل بناء مؤشر حوكمة الشركات للشركات المدرجة في تداول، تعتمد هذه الدراسة على آليات حوكمة الشركات التي اعتمدها براون وكيلور (2004)؛ جيل وآخرون (2012) وجافيد وآخرون (2014). يعتمد مؤشر حوكمة الشركات على أحكام تشمل هيكل الملكية ومجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة والشفافية والمساءلة. قام الباحث بتعيين قيمة واحدة إلى آلية حوكمة الشركات لكل شركة إذا استوفت الشركة الحد الأدنى المقبول للمعيار على تلك الآليات، أو قيمة صفر بخلاف ذلك. استوفت جميع الشركات في العينة الحد الأدنى من المعايير المقبولة التي تمثل المتطلبات الإلزامية لهيئة السوق المالية بشأن لائحة حوكمة الشركات.

اختار الباحث أربعين (40) مؤشراً لحوكمة الشركات، وصنف هذه المؤشرات ضمن محاور رئيسية. تتكون المؤشرات الفرعية من مؤشرات: ثلاثة للملكية وثمانية عشر عاملاً لمجلس الإدارة ولجانته وتسعة عشر عاملاً للشفافية والمساءلة. ووفقاً لهر (2005) فإن فحص أحكام حوكمة الشركات الفردية قد لا يعكس تأثير حوكمة الشركات تماماً كما هو الحال في الحالة التي يتم فيها النظر في جميع الأحكام بشكل كلي. لذلك، تقيس هذه الدراسة الحوكمة الشاملة للشركات من خلال جمع المؤشرات الفرعية واستخدام المؤشر الكلي لتحديد العلاقة بين لائحة حوكمة الشركات وثقة المستثمرين. وبالتالي، تشير درجة لائحة حوكمة الشركات الأعلى إلى الحوكمة أفضل للشركة. يوضح الجدول 2 في الملحق بناء هذه المتغيرات.

5.4 متغيرات التحكم

إلى جانب مؤشر حوكمة الشركات ومؤشر ثقة المستثمرين، استخدم الباحث مجموعة من المتغيرات الرقابية كتقديرات لتجنب بعض القيود الملازمة لكل نموذج. إذا تركت دون رقابة، فقد لا تكون النتيجة موثوقة أو صالحة (ديشو وآخرون، 1995؛ كوثاري وآخرون، 2005). حدد الباحث من الدراسات السابقة هذه المتغيرات الضابطة بما في ذلك حجم الشركة وعمر الشركة والرافعة المالية والتدفق النقدي والعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. وفقاً لأورينز وآخرون (2009)، إذا كانت هذه النسب أكبر، فإنها ستعكس ثقة المستثمرين العالية في التقارير المالية للشركة أو المعلومات التي تم الكشف عنها. حجم الشركة وعمر الشركة والتحكم في التدفق النقدي للمزايا المحتملة لحجم ونطاق قوة السوق وفرص السوق. ضوابط الرافعة المالية لخصائص المخاطر المختلفة للشركة. تتحكم هذه الدراسة أيضاً في التأثيرات الثابتة المتعلقة بالقطاع والتأثيرات الثابتة الخاصة بالسنة.

5.5 مواصفات النموذج التجريبي

تستخدم هذه الدراسة نموذج محدد يعتمد على ثقة المستثمرين كمتغير تابع والمتغيرات المستقلة مثل مؤشر حوكمة الشركات، واستثمار الشركة، ومتغيرات خصائص الشركة.

قد يؤدي استخدام مقدار حوكمة الشركات فقط إلى نتائج غير متسقة ومنحازة لأن المتغيرات في النموذج ذاتية في طبيعتها. قام الباحث بحل مشكلة التجانس في التقدير بتطبيق GMM كأسلوب تقدير. تسمح لنا بنية بيانات النموذج باتباع الشركة i across $(i = 1, \dots, I)$ time, $t (t = 1, \dots, T)$.

$$ISI_{it} = \alpha + \beta_1 \ln \ln (INVEST)_{it} + \beta_2 CGindex_{it} + \beta_3 Leverage_{it} + \beta_4 Firm\ size_{it} + \beta_5 Firm\ age_{it} + \beta_6 ROA\ or\ ROE_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 Year_{it} + \beta_9 Industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

الجدول 3: تعريف وقياس جميع المتغيرات.

الجدول 3: تعريف المتغيرات				
المتغير	الرمز	المعنى المتغير	العلامة المتوقعة	المرجع
المتغير التابع				
ثقة المستثمرين	ISI	مؤشر ثقة المستثمر. يتم إنشاء مؤشرات الثقة من خلال حساب ارتباط بيرسون بين صفوف العائد الأسبوعي والتقلب التاريخي		بيرسون (1996) و بانديباديايا وجونز (2006)
المتغير المستقل				



ريتشاردسون (2006)؛ جراندي ولي (2010)	+	مؤشر قرار الاستثمار المؤسسي يكون مجموع جميع النفقات على نفقات رأس المال وعمليات الاستحواذ والإيصالات من بيع الممتلكات والمنشآت والمعدات مطروحاً منها نقص القيمة والاستهلاك	Ln (INVEST)	استثمار
جافيد وآخرون (2014)؛ جيل وآخرون (2012)؛ براون وكابلور (2004).	+	يظهر بناء هذه المتغيرات في الجدول 2 في الملحق.	CGI	مؤشر حوكمة الشركات
متغيرات التحكم				
ديميتروبولوس وأستيروس (2010) الغامدي. رودس (2015)	-	إجمالي المطلوبات مقسوماً على إجمالي الأصول	الرافعة المالية	الرافعة المالية
لافين وآخرون (2016) بوالاي وآخرون (2017)	+	لو غاريم إجمالي الأصول في بداية العام	حجم الشركة	حجم الشركة
ديميتروبولوس وأستيروس (2010) الغامدي رودس (2015)	+	التغير السنوي في صافي المبيعات مقسوماً على إجمالي الأصول	عمر الشركة	عمر الشركة
دانوشانا ورافيفاثاني (2013)	+	صافي الدخل مقسوماً على متوسط إجمالي الأصول	العائد على الأصول	ROA
الغول وآخرون (2011)	+	صافي الدخل مقسوماً على متوسط حقوق المساهمين	العائد على حقوق الملكية	ROE
ريتشاردسون (2006)	+	مجموع الأرباح قبل فترة غير عادية والاستهلاك مخفضاً من إجمالي الأصول.	التدفق النقدي	CF
الناصر (2019)		متغير صوري يأخذ قيمة واحدة إذا كانت الشركة تنتمي إلى الصناعة z و يأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.	القطاع	القطاع
		متغير صوري يأخذ قيمة واحدة إذا كانت السنة z و يأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.	السنة	السنة
		الاعتراض		α
		معامل المتغيرات المستقلة		β
		مصطلح الخطأ العشوائي		ε_{it}

5.6 حوكمة الشركات قبل وبعد الإلزامية

كما تمت مناقشته سابقاً، تم إصدار لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية لأول مرة في عام 2006م. ومع ذلك فقد كانت الأحكام استرشادية. تم إصدار اللائحة المعدلة وتنفيذها في عام 2010م⁵ عندما أصبحت معظم مواد حوكمة الشركات إلزامية. لذلك، من أجل الحصول على صورة واضحة عن كيفية تأثير تطوير سياسات ولوائح حوكمة الشركات على ثقة المستثمرين وتكوين العلاقة،

⁵ اشتملت الدراسة على عام 2010 على أنها قبل فترة الإلزامية حيث إن التطبيق الأولي قد لا يكون قوياً كما هو الحال في السنوات التالية (الناصر، 2019).

قسم الباحث بيانات عينة هذه الدراسة إلى فترة حوكمة الشركات قبل الإلزامية من 2006 إلى 2010 (الفترة ما قبل الإلزامية) والفترة اللاحقة لحوكمة الشركات بعد الإلزامية من 2011م إلى 2020م (فترة ما بعد الإلزامية).

من أجل تقسيم بيانات العينة، كان على الباحث التأكد من حدوث تغييرات خلال الفترة الزمنية، لذلك استخدم الباحث t-test (يرجى الاطلاع على الجدول 4) وهو اختبار مقارنة متوسط لفحص ما إذا كانت القيمة المتوسطة تتغير على مدى فترات مختلفة. بالنظر إلى أن المتغيرات كانت متساوية ولم تتغير خلال الفترة، رفض الباحث الفرضية الصفرية للقيمة $p\text{-value} > 5\%$ بمعنى آخر، استخدم الباحث t-test كعينة مستقلة لمقارنة نتائج فترات حوكمة الشركات قبل وبعد الإلزامية. بالإضافة إلى ذلك، استخدم الباحث اختبار Wilcoxon z test (يرجى الاطلاع على الجدول 5) لفحص المساواة في القيمة المتوسطة خلال الفترة، وبالتالي رفضت هذه الدراسة الفرضية. يبدو أنه في حين أنه أكثر فعالية في فترة ما بعد الإلزامية، كانت لائحة حوكمة الشركات غير فعالة في تعزيز ثقة المستثمرين في فترة ما قبل الإلزامية.

Table 4- T-test

Variable	T-test	P-val
ISI	0.16	0.87
Ln (INVEST)	-0.21	0.83
CGI	-27.75	0.00
Leverage	-1.60	0.11
Firm size	-0.35	0.73
Firm age	-5.69	0.00
CF	4.78	0.00
ROA	4.47	0.00
ROE	3.69	0.00

Table 5- WilcoxonZ

Variable	WilcoxonZ	P-val
ISI	0.29	0.77
Ln (INVEST)	-0.47	0.64
CGI	-24.64	0.00
Leverage	-1.30	0.19
Firm size	-0.17	0.87
Firm age	-5.76	0.00
CF	5.20	0.00
ROA	4.16	0.00
ROE	3.92	0.00

5.7 اختبار المتانة:

يمكن أن تتأثر ثقة المستثمرين بإدارة الأرباح، وبناءً على اهتماماتهم في استخدام طرق مختلفة لإدارة الأرباح، مثل إعداد وعرض التوازن وفقاً لأساس الاستحقاق، يمكن لإدارة الشركة التأثير على أداء الشركة. لذلك وللتحقق من متانة النتائج قام الباحث في هذه الدراسة بتضمين متغيرات إدارة الأرباح المستخدمة في نموذجين بواسطة ديفوند وبارك (2002) وفرانسي ووانغ (2004). وفقاً لسيفراماكريشنان وآخرون (2011)، هناك ارتباط كبير بين الحوكمة الملائمة للشركات وجودة الأرباح. بالإضافة إلى ذلك، كانت أحداث عام 2020م استثنائية لجميع الشركات والاقتصادات المتأثرة في جميع أنحاء العالم. لذلك استخدم الباحث اختبار قوة آخر في هذه الدراسة عن طريق إجراء التحليل باستخدام 2020م كمتغيرات ضابطة لفترة زمنية وكمتغير صوري.

6. النتائج والمناقشة:

يقدم الجدول 6 إحصائيات موجزة عن المتغيرات المدرجة في العينة.

Table 6: Descriptive Statistics (firm level data)

Variable	Mean	Median	Std	Min	Max
----------	------	--------	-----	-----	-----

ISI	1.71	1.72	0.37	0.72	2.84
Ln(INVEST)	14.20	14.06	2.11	5.00	20.94
CGI	19.60	17.00	5.76	10.00	31.00
Leverage	0.23	0.21	0.20	-0.27	1.05
Firm size	13.46	13.35	1.71	0.85	18.90
Firm age	27.15	26.00	14.28	0.00	67.00
CF	0.08	0.07	0.11	-0.65	0.66
ROA	5.21	4.39	8.92	-61.70	35.25
ROE	6.47	6.69	17.40	-113.05	61.81

يقدم الجدول 6 إحصائيات وصفية لعينة الشركات غير المالية المدرجة في تداول خلال الفترة من 2006م إلى 2020م. ويوضح أن متوسط مؤشر ثقة المستثمر 1.71 بينما الانحرافات المعيارية 0.37 على التوالي. وهذا يتفق مع استنتاج شاهد وعباس (2019) (المتوسط = 1.50 والانحراف المعياري = 0.57، ومتوسط استثمار الشركات 14.20 والانحراف المعياري 2.11، ويكون متوسط مؤشر حوكمة الشركات 19.60. الأداء إيجابي ويشير إلى مستوى جيد من الأداء المالي. الشركات غير المالية المدرجة في تداول تستخدم الرافعة المالية لتمويل الاستثمار الرأسمالي. كما هو موضح في الجدول 6، فإن نسبة الرافعة المالية هي 23

Table 7 : Correlation Matrix Analysis

Variable	Ln (INVEST)	CGI	Leverage	Firm size	Firm age	CF	ROA	ROE	VIF
Ln(INVEST)	1	0.04	0.06	0.35	-0.17	0.02	0.01	0.01	1.18
CGI	0.04	1	0.02	0.03	0.20	0.00	0.01*	0.01	1.05
Leverage	0.06**	0.02	1	0.38	-0.04	-0.14	-0.20	-0.19	1.31
Firm size	0.35**	0.03	0.38**	1	-0.13	0.10	0.11	0.15	1.50
Firm age	-0.17**	0.20	-0.04	-0.13	1	0.06	0.05	0.04	13.27
CF	0.02	0.00	-0.14**	0.10**	0.06	1	0.57*	0.47	1.55
ROA	0.01	-0.01	-0.20**	0.11**	0.05	0.57	1	0.88	5.05
ROE	0.01	0.01	-0.19**	0.15**	0.04	0.47*	0.88*	1	4.45

Notes: * correlation is significant at the 0.05 level (two-tailed). ** correlation is significant at the 0.01 level (two tailed)

يوضح الجدول 7 مصفوفة ارتباط بيرسون للمتغيرات. من الواضح أنه لا توجد مشكلة ذات علاقة خطية متعددة نظرًا لعدم تجاوز قيمة معامل ارتباط بيرسون 0.80 بين أي متغيرين (الفوجاراتي، 2009). بالإضافة إلى ذلك قام الباحث بحساب عوامل تضخم التباين لكل انحدار وأظهرت النتائج أن العلاقة الخطية المتعددة ليست مشكلة. يحتوي مؤشر ثقة المستثمر على مصفوفة ارتباط كبيرة مع العائد على الأصول وهذا يتفق مع نتيجة شاهد وعباس (2019).

6.1 نتائج الانحدار

يقدم الجدول 8 نتائج الانحدار للنموذج. أجرى الباحث اختبار Breusch and Pagan LM(BPLM) واختبار Hausma test واختبار BP لاختيار الأسلوب الأنسب. فشلت إحصائية الاختبار في طريقة اختبار Breusch and Pagan LM رفض الفرضية الصفوية (LM Prob>chi2=1) كما رفضت إحصائية اختبار Hausma test الفرضية (Prob>chi2=0.007 Hausma) لذلك، تم استخدام تقدير التأثير الثابت لتحليل نموذج الدراسة. تظهر النتائج التجريبية أن مؤشر ثقة المستثمر ليس ذا دلالة إحصائية مع تطوير لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية. علاوة على ذلك، هناك ارتباط سلبي وغير مهم بين ثقة المستثمر وأداء الشركة (العائد على الأصول) واستثمار الشركات.

وقد وثقت المؤلفات أن العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء الشركات تعاني من مشاكل التجانس التي قد تؤدي إلى نتائج غير دقيقة (مورا، 2007). لذلك لا يمكن للباحث أن يفترض الاستقلالية بين المتغيرين. من أجل التعامل مع هذه المشكلة، استخدم الباحث الطريقة GMM لتقليل عدم التجانس والاندماج الديناميكي (روبرتس وويتيد، 2013). لذلك، يتضمن هذا النهج الأداء المتأخر كمتغير توضيحي ويأخذ الاختلاف الأول، والذي بدوره يلغي التأثيرات الثابتة المحددة للشركة. بعبارة أخرى، تستخدم الطريقة المعممة لتقدير اللحظات مستويات متخلفة من الأداء كأدوات تتحكم في كل من التجانس الديناميكي والمتزامن. تسمح الطريقة GMM للقيم الحالية للمتغيرات التفسيرية بالاعتماد على قيمها السابقة والمتغيرات المستقلة (شاهد وعباس، 2019). تظهر النتيجة أن مؤشر ثقة المستثمر له علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية مع مؤشر حوكمة الشركات عند مستوى 5٪. وهذا يعني أنه مع تطوير الجهة سياسات ولوائح حوكمة الشركات، التي تعزز ثقة المستثمر. هذا الاكتشاف يعني أن الفرضية 1 مقبولة. عمليًا، باستخدام هذه الطريقة، أكد الباحث أن تأثير حوكمة الشركات على الأداء في هذه الدراسة لم يكن مدفوعًا بتأثيرات الشركة غير الملحوظة مثل التجانس المتزامن أو التجانس الديناميكي. لذلك، تلعب حوكمة الشركات دورًا مركزيًا في تعزيز ثقة المستثمر حيث إن الدعامات المركزية لآليات حوكمة الشركات هي مجلس الإدارة المسؤول عن مراقبة الإدارة التنفيذية بكفاءة لمنع تضارب المصالح ولضمان امتثال عمليات الشركة جنبًا إلى جنب مع القوانين التي بدورها تعمل على تحسين ثقة المستثمر. بالإضافة إلى ذلك، تتوافق نتائج هذه الدراسة مع الإطار النظري الذي يمثل نظرية الوكالة والدراسات السابقة. تنص هذه على أن الحوكمة القوية للشركات من حيث التطوير والتنفيذ تعزز ثقة المستثمر، والتي بدورها تخفف

من مشكلة الوكالة وتثني الإدارة عن الانخراط في ممارسات المصلحة الذاتية (الشمري والسعيد، 2015؛ شاهد وعباس، 2019؛ واتج، 2021، وبونيني ولاجاسيو، 2022؛ بيمو وآخرون، 2021؛ ألبوليسكو، 2020).

من بين المتغيرات الأخرى، فإن الارتباط بين مؤشر ثقة المستثمر واستثمار الشركة وأداء الشركة، كما تم قياسه من خلال العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية على التوالي، هو أمر إيجابي، ولكنه ليست ذو دلالة إحصائية. متغيرات التحكم الأخرى مثل الرافعة المالية وحجم الشركة وعمر الشركة والتدفق النقدي لها علاقة سلبية ولكن ليست ذات دلالة إحصائية مع حوكمة الشركات.

6.2 نتائج الانحدار لفترات ما قبل وما بعد الفترة الإلزامية:

تم الحصول على النتائج من النموذجين 2 و3 لفترة ما قبل وما بعد الفترة في الجدولين 9 و10 على التوالي بحيث يمكن مقارنتها بسهولة. أجرى الباحث تقنيات مشابهة لتحليل البيانات بالكامل، ولذلك بدأت هذه الدراسة باستخدام OLS Fixed Effects وانتهت بالطريقة GMM. في فترة ما قبل الإلزامية، تكون معاملات جميع المتغيرات تقريباً، وبشكل أكثر تحديداً، مؤشر حوكمة الشركات ليس ذا دلالة إحصائية مع مؤشر ثقة المستثمر في إطار الطريقة GMM بينما، في الفترة ما قبل الإلزامية، هناك مؤشر إيجابي بين علاقة مؤشر حوكمة الشركات ومؤشر ثقة المستثمر. علاوة على ذلك، هناك أيضاً علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين مؤشر ثقة المستثمر وأداء الشركة (العائد على الأصول). هناك أيضاً علاقة إيجابية وهامة بين مؤشر ثقة المستثمر والاستثمار الثابت. وبالتالي، في ظل غياب التطبيق القوي وتطوير لائحة حوكمة الشركات، تصبح آليات حوكمة الشركات غير فعالة في تعزيز مؤشر ثقة المستثمر وهذا يعكس النتائج في فترة ما قبل الإلزامية. هذه النتائج غير متوافقة مع الفرضية 2 في فترة ما قبل الإلزامية، ولكنها تتوافق مع الفرضية 3 في فترة ما بعد الإلزامية. تتماشى نتائج فترة ما بعد الإلزامية مع نظرية الوكالة التي تفترض أن حوكمة الشركات تقلل من إساءة استخدام المديرين التنفيذيين للسلطة، وبالتالي تعزز ثقة المستثمرين (جنسن وميكلنج، 1976؛ كاربنتر وفيروز، 1992؛ دونغ، 2006) والنتائج العملية للشمري والسعيد (2015)، شاهد وعباس (2019)؛ وانغ (2021)، بيمو وآخرون (2021)، ألبوليسكو (2020) وبونيني ولاجاسيو (2022) يذكرون أن تأثير آليات حوكمة الشركات على ثقة المستثمرين يعتمد على تطوير الدولة لسياسات ولوائح حوكمة الشركات. تشير هذه النتائج إلى أن السياسات واللوائح في فترة ما بعد الإلزامية حوكمة الشركات قد حسنت أداء الشركات واستثمارها وجودة الإفصاحات المالية، وبالتالي تعزز ثقة المستثمرين. بالإضافة إلى ذلك، تم الكشف عن بعض الحقائق المثيرة للاهتمام حول الاختلافات بين الفترات السابقة واللاحقة لحوكمة الشركات. خلال الفترة ما قبل الإلزامية، لم تفعل ممارسات لحوكمة الشركات الكثير لحماية المستثمرين حيث كانت المعلومات المتاحة في المجال العام أقل ولم يحسن ذلك ثقة المستثمرين.

6.3 نتائج اختبار المتانة:

تُظهر النتائج أن اختبار المتانة أنها تتماشى مع نظرية الوكالة والنتائج التجريبية، فإن العلاقة بين ثقة المستثمرين وإدارة الأرباح سلبية إحصائياً (ديفوندي وبارك، 2002، فرانسوي وانغ، 2008 وسيفارامكاريشان وآخرون، 2011) وكانت نتائج المتغيرات الأخرى دون تغيير ومماثلة لتلك المذكورة في النموذج الرئيسي. بعبارة أخرى، فإن نتائج هذا النموذج، كما ورد في الجداول من 11 إلى 16 في الملحق، تتفق مع نتائج النماذج الأخرى من حيث وجود علاقة واتجاه مهمين.

6.4 المناقشة:

كما ذكرنا سابقاً، كان لأهمية لائحة حوكمة الشركات كظاهرة عالمية والاختلافات في متطلبات جودة لائحة حوكمة الشركات تأثير إيجابي على الشركات في جميع أنحاء العالم التي تكشف عن المعلومات وتعزز ثقة المستثمرين. ومع ذلك، هناك حاجة ماسة لقواعد حوكمة الشركات في البلدان الناشئة للاحتفاظ بالمستثمرين المحليين والأجانب المحتملين واجتذابهم. يستثمر المستثمرون أموالهم سواء كانوا يشترون أو يبيعون أو يحتفظون بأسهم تلك الشركات المدرجة في السوق. إنهم بحاجة إلى معلومات وبيانات يمكنهم من خلالها الحكم على هذه الشركات ومقارنتها. لذلك، يجب أن يكونوا واثقين إما لتوسيع استثماراتهم في شركات معينة أو لزيادة الاستثمار في السوق. يؤمن المستثمرون باللوائح والإنفاذ لحماية استثماراتهم من أي إساءة من إدارة الشركة والمساهمين المسيطرين والحفاظ على استثماراتهم في السوق.

من تحليل البيانات الكاملة من عام 2006م إلى عام 2020م باستخدام الأساليب الإحصائية المختلفة مثل GMM، تُظهر نتائج هذه الدراسة أن تطوير لوائح وسياسات حوكمة الشركات له تأثير إيجابي على ثقة المستثمرين وأداء الشركات واستثمارات الشركة. بالإضافة إلى ذلك، تظهر نتائج هذه الدراسة عدم وجود علاقة بين ثقة المستثمرين وقيمة الشركة ونموها.

توضح نقطة فترات ما قبل وما بعد الإلزامية أن بعض أحكام لوائح هيئة السوق المالية تستغرق وقتاً للتنفيذ، وإلى حد معين، لفرصها. كما هو مذكور في قسم النتائج حول فترة ما قبل الإلزامية، تظهر النتائج أن تطوير حوكمة الشركات لم يكن له تأثير إيجابي وكبير على ثقة المستثمرين. لذلك، لم تتحقق آثار التغييرات التنظيمية بالكامل قبل عام 2010م عندما كان التنفيذ استرشادي. تم تحسين بيئة حوكمة الشركات بعد أن قامت الهيئة السوق المالية بمراجعة لائحة حوكمة الشركات عدة مرات. خلال فترات ما بعد الإلزامية، تظهر النتائج تغييرات في ثقة المستثمرين بمرور الوقت وتحسن هذا مع تنفيذ بعض لوائح حوكمة الشركات، بالإضافة إلى لائحة حوكمة الشركات، هناك العديد من العوامل التي أدت إلى زيادة ثقة المستثمرين. ومن ثم، فإن زيادة ثقة المستثمرين تنشأ من التطوير المستمر لهيئة السوق المالية باستخدام الأدوات ولوائح حوكمة الشركات. يعتمد هذا التطور المستمر على عدة عوامل مثل الخبرة المتراكمة لهيئة السوق المالية مثل انهيار السوق المالية في عام 2006م. حيث فرضت هيئة السوق المالية غرامات مالية شديدة على المتلاعبين بأسعار الأسهم وتم تطبيق هذه الغرامات على الشركات المتلاعبية وأعضاء مجالس إدارتها. في المملكة العربية السعودية، أدى إنشاء بعض التشريعات غير الإلزامية كأفضل الممارسات وإعداد الشركات لتنفيذ أعلى معايير حوكمة الشركات إلى تحولها بمرور الوقت إلى تشريعات إلزامية. أدت الرقابة الصارمة على تداول ونشر معلومات الشركات وفق ضوابط معينة إلى زيادة كفاءة السوق.

في الواقع، تعد آليات وأدوات وأحكام حوكمة الشركات مطلباً أخلاقياً يتناسب مع التطور الاقتصادي ويواكبه. في المقابل، تحمي هذه الإجراءات المستثمرين والشركات من الوقوع في صفقات غير قانونية. عندما يتم الكشف عن المعلومات في بعض الأحيان وبشفافية

عالية، فإنها تفيد الشركة والمستثمر وكذلك اقتصاد الدولة. كجزء من آليات حوكمة الشركات، يتعين على الشركات المدرجة تقديم المعلومات اللازمة للمستثمرين من خلال التقارير المالية السنوية والربع سنوية المنشورة. أخيرًا، لتمكين السوق المالي من أن يصبح منحنًا استثماريًا مناسبًا، من حيث المعلومات المفصّل عنها، يجب أن تكون هناك مساواة وعدالة لجميع فئات المستثمرين فيما يتعلق بنوع ومكان ووقت التقارير المالية التي يتلقاها المستثمرون من الشركات المساهمة. وهذا يشير إلى أن هيئة السوق المالية تؤمن بأهمية حوكمة الشركات كجزء من البيئة الاقتصادية المعاصرة للمملكة العربية السعودية. لقد أصبح من الصعب على الشركات جذب التمويل اللازم من المستثمرين دون إنشاء أنظمة حوكمة مؤسسية جيدة وفقًا للمعايير الدولية. وبالتالي، من أجل الحصول على أفضل ممارسات حوكمة الشركات، تتجاوز بعض الشركات السعودية الحد الأدنى من متطلبات لائحة حوكمة الشركات وتطبق وتنفذ المزيد من الأحكام الاسترشادية مثل الممارسات البيئية والحوكمة الاجتماعية والمعايير الدولية الأخرى.

7. الخاتمة:

كما هو الحال في المملكة العربية السعودية، وبشكل أكثر تحديدًا، الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، تلعب الشركات دورًا مهمًا كواحدة من أهم الأجهزة الاقتصادية وتتطلب المزيد من الأموال من المستثمرين لتعمل بشكل صحيح. مثل معظم البلدان المتقدمة والناشئة، شهد السوق السعودي أيضًا أزمة حادة في عام 2006م وكان لذلك تأثير عميق على ثقة المستثمرين. كما كشفت هذه الأزمة عن أوجه قصور كبيرة في نزاهة الإدارات وجودة البيانات المالية والشفافية والإفصاح عن المعلومات في هذه الأسواق.

وبسبب هذه الأزمات، اتخذت العديد من الدول والمؤسسات إجراءات لضمان استعادة ثقة المستثمرين في الأسواق وتجنب تكرار هذه الأزمات. وقد احتلت الجهود المبذولة لتحسين لائحة حوكمة الشركات مكانة متقدمة ضمن هذه الإجراءات. كما هو موضح في الدراسات، أثبتت العديد من الدراسات أن لائحة حوكمة الشركات تساهم في ثقة المستثمرين وتطوير أسواق رأس المال. يبدو أيضًا من مراجعة الدراسات أن العديد من نتائج الدراسات السابقة قد أثبتت أن التحسينات في جودة لائحة حوكمة الشركات تساهم بشكل إيجابي في تعزيز ثقة المستثمرين في الشركات. وينعكس هذا في استعدادهم لدفع علاوة إضافية إلى أسعار أسهم تلك الشركات التي لديها أنظمة حوكمة أكثر تقدمًا.

توضح الدراسات أيضًا أن نتائج التحليل الإحصائي تثبت بوضوح أن التحسينات في جودة لائحة حوكمة الشركات ترتبط بشكل إيجابي بتحسين الكفاءة الاقتصادية وتنعكس بشكل إيجابي في تحسين ثقة المستثمرين ومؤشرات السلامة المالية. لذلك، بحثت هذه الدراسة في تأثير تطوير لوائح سياسات حوكمة الشركات على ثقة المستثمرين في الشركات المدرجة في تداول. تتكون البيانات من 104 شركة غير مالية مدرجة في تداول خلال الفترة من 2006م إلى 2020م. حلل الباحث البيانات باستخدام OLS Fixed Effects و GMM للتحقق من صحة النتائج. يتم قياس ثقة المستثمرين باستخدام مؤشر ثقة المستثمر الذي طوره بيرسود (1996) وباندوباديا وجونز (2006). يحتوي مؤشر حوكمة الشركات على 40 عنصرًا بناءً على الأنواع الثلاثة الرئيسية للحوكمة المحددة في الأدبيات النظرية والتجريبية ولائحة الحوكمة أحكام المملكة العربية السعودية، هي: هيكل الملكية، أعضاء مجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة، والشفافية والمساءلة.

توضح نتائج هذه الدراسة أن ثقة المستثمرين في سوق المملكة العربية السعودية قد تأثرت بشكل إيجابي من خلال تطوير لوائح وسياسات حوكمة الشركات. تصبح هذه النتائج أكثر وضوحًا بعد تقسيم بيانات العينة إلى فترات ما قبل وما بعد الفترة الإلزامية. أيضًا، تظهر النتائج النهائية وفقًا لفترات ما بعد التطبيق. تعمل ممارسات حوكمة الشركات الجيدة على تحسين وظيفة المراقبة لأعضاء مجلس الإدارة وتؤثر في مصالح المساهمين. لذلك، يتخذ أعضاء مجلس إدارة الشركات القرارات بفعالية. ومع ذلك، يحتاج المستثمرون إلى مزيد من التأكيدات ليكون لديهم ثقة أكبر في قوة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية فيما يتعلق بالأسواق السعودية ودمج حوكمة الشركات في سياساتهم الاستراتيجية. بالإضافة إلى ذلك، تؤكد نتائج هذه الدراسة أن إطار حوكمة الشركات يوفر حماية للمساهمين والمستثمرين، فإنه سيساعد على تعزيز أداء الشركة وثقة المستثمرين. تظهر النتائج أن الشركات يمكنها جمع المزيد من رأس المال، وبالتالي، سيكون لديها المزيد من الأموال لاستثمارات الشركات. كما أوضحنا سابقًا، نظرًا لوجود مبالغ كبيرة من المال، تعتبر قرارات الاستثمار حاسمة لأن الشركات والمستثمرين بحاجة إلى أن يكونوا واثقين من السوق، وكذلك في الشركات.

على الرغم من أن هيئة السوق المالية تقوم حاليًا بعمل رائع، بناءً على نتائج هذه الدراسة، يوصى بما يلي لهيئة السوق المالية:

- زيادة ضوابط آليات السوق المالية من خلال التركيز على تطوير أنظمة حوكمة الشركات بناءً على التغيرات المتوقعة في الاقتصاد المحلي والدولي.
- وضع منهجية مراقبة مشتركة لرصد شكاوى المستثمرين.
- تحسين الشفافية لتعزيز الوعي والنزاهة لأن بناء الوعي والثقافة حول أهمية حوكمة الشركات سيؤدي إلى بناء اقتصاد يتمتع بحوكمة قوية للشركات.
- يكون تدريب أعضاء مجلس الإدارة إلزامياً.

أخيرًا، تعد حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية هي الأفضل عند مقارنتها بالدول الأخرى التي تطبق قواعد حوكمة الشركات، وبالتالي يمكن أن تكون المملكة العربية السعودية بمثابة مثال للدول المجاورة حيث تسعى كل منها إلى تحسين حوكمة الشركات بما يتناسب مع المعايير الدولية. تلعب حوكمة الشركات دورًا مهمًا في الحفاظ على ثقة المستثمرين وبنائها لمساعدتهم على التقييم العملي لقيمة الشركة ومستوى حوكمة الشركات من منظور المستثمرين.



تقتصر هذه الدراسة على أنها ركزت فقط على المملكة العربية السعودية، والتي قد لا تعكس المنطقة ككل. لذلك، يوصى بأن توسع الدراسات المستقبلية نطاق البحث ليشمل دول مجلس التعاون الخليجي الأخرى لتمكين المقارنات مع دول آسيوية أخرى. بالإضافة إلى ذلك، يوصى بأن تتضمن الدراسات المستقبلية سعر النفط لأن النفط يشكل جزءًا كبيرًا من صادرات المملكة العربية السعودية ويعتمد الناتج المحلي الإجمالي على عائدات النفط. علاوة على ذلك، يوصى بأن تغطي الدراسات المستقبلية على القصور في هذه الدراسة من خلال فحص ما إذا كانت معايير حوكمة الشركات المناسبة على مستوى الشركة يمكن أن تساعد الشركات على معالجة مشاكل انخفاض الإنتاج وممارسات الإدارة السيئة وتؤدي إلى مزيد من الشفافية في الكشف عن معلومات الشركة.

VARIABLES	FE	FE	GMM	GMM
Ln (INVEST)	-0.00455 (0.00926)	-0.00446 (0.00923)	0.0110 (0.0438)	0.00678 (0.0425)
CGI	6.14e-05 (0.00586)	-3.69e-05 (0.00585)	0.0637** (0.0258)	0.0626** (0.0253)
Leverage	-0.0593 (0.0795)	-0.0784 (0.0798)	0.0565 (0.391)	-0.0312 (0.406)
Firm size	-0.00769 (0.0104)	-0.00344 (0.0106)	-0.00291 (0.0452)	-0.00187 (0.0445)
Firm age	0.0603 (0.0497)	0.0598 (0.0496)	0.343 (0.227)	0.337 (0.226)
CF	-0.134 (0.141)	-0.129 (0.135)	-0.760 (0.538)	-0.653 (0.532)
ROA	-0.00318* (0.00165)		0.00590 (0.00689)	
ROE		-0.00244*** (0.000847)		
Constant	1.733*** (0.266)	1.681*** (0.266)		
R-squared	0.156	0.159		
Adjusted R-squared	0.066	0.069		
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Company FE	Yes	Yes	Yes	Yes

Notes: Robust standard errors in parentheses * p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1**



Table 9: Pre- mandatory corporate governance period From 2006 to 2010 using Fixed effects and GMM				
VARIABLES	FE	FE	GMM	GMM
Ln (INVEST)	0.0198 (0.0306)	0.0206 (0.0305)	-0.276 (0.230)	-0.272 (0.244)
CGI	0.00813 (0.0302)	0.00780 (0.0301)	0.00369 (0.241)	-0.0109 (0.223)
Leverage	0.179 (0.307)	0.164 (0.304)	-0.172 (2.614)	0.468 (2.488)
Firm size	0.108 (0.0737)	0.115 (0.0755)	0.258 (0.699)	0.307 (0.689)
Firm age	-0.109 (0.0916)	-0.109 (0.0915)	-1.432 (1.504)	-1.086 (1.463)
CF	0.191 (0.352)	0.212 (0.350)	-0.822 (1.915)	-0.518 (1.706)
ROA	-0.000326 (0.00618)		0.0202 (0.0594)	
ROE		-0.00108 (0.00306)		
Constant	0.140 (1.195)	0.0527 (1.217)		
R-squared	0.386	0.386		
Adjusted R-squared	0.145	0.146	.	.
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Company FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Notes: Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

Table 10: post-mandatory corporate governance period From 2011 to 2020 using Fixed effect and GMM				
VARIABLES	FE	FE	GMM	GMM
Ln (INVEST)	-0.0149	-0.0154	0.0238*	0.0165*
	(0.0118)	(0.0118)	(0.0835)	(0.0825)
CGI	0.00118	0.00103	0.0820**	0.0808**
	(0.00656)	(0.00654)	(0.0474)	(0.0458)
Leverage	-0.108	-0.141	0.257	-0.0325
	(0.0933)	(0.0941)	(0.550)	(0.569)
Firm size	-0.00283	0.00244	0.0774	0.0918*
	(0.0119)	(0.0121)	(0.0529)	(0.0540)
Firm age	0.104	0.103	0.780*	0.739*
	(0.0978)	(0.0975)	(0.444)	(0.423)
CF	-0.300*	-0.276	-1.300	-1.262
	(0.180)	(0.173)	(0.865)	(0.902)
ROA	0.00311		0.00900*	
	(0.00193)		(0.0122)	
ROE		0.00274***		
		(0.000983)		
Constant	1.666***	1.616***		
	(0.421)	(0.420)		
R-squared	0.157	0.162		
Adjusted R-squared	0.041	0.046	.	.
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Company FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Notes: Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

المراجع:

- آنو ، أو اس أوديانسن أي إف ، وفويكي ، أو أي (2014). تأثير لجنة للتدقيق المراجعة والأداء المالي الثابت في نيجيريا: تحليل تجريبي. مجلة المحاسبة والتدقيق المراجعة 2014 م 1.
- عبد الله، أ. وإسماعيل، أ. (2017) ، "ممارسات حوكمة الشركات ، وهيكل الملكية ، وأداء الشركات في دول مجلس التعاون الخليجي"، مجلة الأسواق المالية الدولية والمؤسسات والمال، المجلد 46، ص 98-115.
- أجيمانج مينته، ب. (2015). لجنة الترشيحات وأداء الشركة: تحقيق تجريبي للمؤسسات المالية البريطانية خلال فترة ما قبل/ بعد الأزمة المالية. مجلس إدارة الشركة: الدور والواجبات والتكوين، 11 (3)، 176-190.
- أكسو ، إم، وكوسداغ ، أ. (2006). درجات الشفافية والإفصاح ومحدداتها في بورصة اسطنبول. حوكمة الشركات: مراجعة دولية، 14 (4) ، 277-296.
- أبوليسكو، سي (2020). سلوك الاستثمار والأداء المالي للشركات: تحليل مقارن باستخدام بيانات على مستوى الشركة من صناعة النسيج. طبعة أريكسف التمهيدية: أريكسف: 2001. 10423
- الغامدي، محمد رودس ، إم. (2015) ، " ملكية الأسرة، حوكمة الشركات والأداء: دليل من المملكة العربية السعودية"، المجلة الدولية للاقتصاد والتمويل، المجلد 7 رقم 2، ص 78.
- الأبيني، و.أ. ، و شعبان و.س. (2021). آليات حوكمة الشركات الداخلية وثقة المستثمرين ومخاطر تقلبات أسعار الأسهم. مجلة الحوكمة والتنظيم، 10 (1) ، 22-28.
- الجنادي، يحيى، رحمن، أر.، العزاني، أ. (2016). هل تؤثر الملكية الحكومية على حوكمة الشركات والإفصاح عنها؟ شواهد من السعودية. مجلة التدقيق الإداري.
- الناصر، ز. أ. (2019). تأثير أفراد العائلة المالكة في مجلس الإدارة على أداء الشركة في المملكة العربية السعودية. مجلة المحاسبة في الاقتصادات الناشئة.
- الصعدي، و. أ، فنع، هـ. ، فينشورن ، ك.أ. (2012). امتزاز البولي فينيل بيروليديون على غلاف ايه جي : نظرة ثاقبة على عامل توجيه الهيكل. أحرف نانو ، 12 (2) ، 997-1001.
- الشمري، ب. أ ، السعدي، محمد ت. (2015). تأثير حوكمة الشركات وخصائص الشركة على توقيت تقارير الشركات عبر الإنترنت في الكويت. مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية 41 (157).
- الفرايح، م. ، العنزي، ف. والمجمد ، هـ. (2012) ، "تأثير الملكية المؤسسية والحكومية على أداء الشركة: دليل من الكويت"، أبحاث الأعمال الدولية، المجلد. 5 رقم 10 ، ص. 192.
- علي، ج.ب ، فنايش، ن.، السعدي، إل، شبل موريلو، ب، وفنايش، ف. (2015). تطبيق تحليل الوضع التجريبي والشبكة العصبية الاصطناعية لتشخيص خطأ المحمل التلقائي بناءً على إشارات الاهتزاز. الصوتيات التطبيقية ، 89 ، 16-27.
- الجفري، ك. ومصطفى م. (2007)، "أثر آليات حوكمة الشركات على أداء الشركات الإماراتية: تحليل تجريبي"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد. 23 رقم 2 ، ص 71 - 93.
- ألونسو، ب، بالينزويلا، ف وإيتوريجا، ف. (2000). أعضاء مجلس الإدارة "السلوك التقديري وإدارة الأرباح وحوكمة الشركات: تحليل دولي تجريبي. ورقة عمل، جامعة فالادوليد.
- عامر، م، رجب، أ ، شحاتة، س. (2014). خصائص لجنة المراجعة للتدقيق وأداء الشركة: أدلة من الشركات المصرية المدرجة. في المؤتمر الأمريكي السنوي السادس لبحوث الأعمال في فندق شيراتون لاجوارديا إيست، نيويورك، الولايات المتحدة الأمريكية.
- أرنكي، جي. اديجبت. اي. و توني ايه (2022) نقل ممارسات حوكمة الشركات إلى بيئات الأسواق الناشئة الضعيفة من قبل المستثمرين المؤسسيين الأجانب. مراجعة الأعمال الدولية ، 101978.
- أروسا. بي. اترولدي. تي. وميسدا. ايه (2010) هيكل الملكية وأداء الشركة في الشركات غير المدرجة: دليل من إسبانيا". مجلة إستراتيجية الأعمال العالمية، 1 (2) ، 88-96 . <https://doi.org/10.1016/j.ifbs.2010.03.001>
- عاروري، حسين، م. وبدروول متكين، م. (2014) ، "أثار مجلس الإدارة وهيكل الملكية على أداء الشركة: دليل من دول مجلس التعاون الخليجي" ، مجلة المحاسبة في الاقتصادات الناشئة ، المجلد. 4 رقم 1 ، ص 117-130 ، دوى: 10.1108 / 2012-02-JAEE -0007.

عزام. ام ان. حوكي. ام زي وياسمين. ام (2010) "لجنة المتفتحين" المراجعة وعائد حقوق الملكية: حالة الشركات الأسترالية" ، المجلة الدولية لأوراق أبحاث الأعمال ، المجلد. 4 ، ص 202-8.

بونيني. اس. لاجسيو. في. (2022) ديناميكيات اجتماعات مجلس الإدارة ونشر المعلومات. حوكمة الشركات: مراجعة دولية. بيكر. ام. وورجلر. جيه (2004) نظرية التمويل للأرباح. مجلة المالية ، 59 (3) ، 1165-1125.

بيكر. ام، شتاين، جيه سي، أند ورجلر، ج. (2003). متى يهيم السوق؟ أسعار الأسهم واستثمارات الشركات المعتمدة على الأسهم. المجلة الفصلية للاقتصاد ، 118 (3) ، 1005-969.

بدوان، ن. (2022). الفصل المنظور الأسواق المالية الدولية وتدفقات رأس المال المالي: النماذج والعوامل وأدوات التقييم.

بالاسوبرامانيان. ايه، مهجان. ار. وفينكاترماني. ايه. (2010) زيادة الجيل الثالث باستخدام واي فاي. في وقائع المؤتمر الدولي الثامن للأنظمة والتطبيقات والخدمات المتنقلة (ص 209 - 222).

باندوبادي، أ. وجونز، أ. ل. (2006). قياس معنويات المستثمرين في أسواق الأسهم. مجلة إدارة الأصول، 7 (3) ، 215-208. بايسينغر، بي. وهوسكيسون. ار. اي (1990) تكوين مجالس الإدارة والرقابة الإستراتيجية: التأثيرات على إستراتيجية الشركة. مراجعة أكاديمية الإدارة، 15 (1) ، 87-72.

بكريس، إف ف، ودكاكيس، إل سي (2011). حوكمة الشركات وإدارة أرباح المستحقات. اقتصاديات الإدارة واتخاذ القرار ، 32 (7) ، 456-439.

بيرل، أدولف وغاردنر مينز، الشركة الحديثة والملكية الخاصة. نيويورك: محكمة هار وبريس اند وولد 1968 ، طبعة منقحة.

بيمو، أي دي سيلالاهي، إي، وكوسوماديوي، إن إل جي إل (2021). حوكمة الشركات وكفاءة الاستثمار في إندونيسيا: الدور الوسيط لمنافسة الصناعة. مجلة التقارير المالية والمحاسبة. بلاك، ب.س، جانغ، ه. ، وكيم، و. (2006). هل تتوقع حوكمة الشركات القيم السوقية للشركات؟ دليل من كوريا. مجلة القانون والاقتصاد والتنظيم ، 22 (2) ، 413-366.

بوهرين. او. واوديجارد. بي. ايه (2003) مراجعة الحوكمة والأداء. ورقة عمل ECGI-Finance ، (28).

بوزيك، ر. (2005). مجالس الإدارة وانضباط السوق وأداء الشركات. مجلة تمويل الأعمال والمحاسبة ، 32 (9-10) ، 1921-1960.

بري بريكلي، جيه إيه ، كولز، جي إل، وتيري ، آر إل (1994). المخرجون الخارجيون واعتماد الحبوب السامة. مجلة الاقتصاد المالي، 35 (3) ، 390-371.

براون. ال. كابلور. ام. (2004) "إدارة الشركات وأداء الشركة" ، ورقة عمل (رقم 586423) ، متاحة على: <https://ssrn.com/abstract=586423>

بوغلاي ، أ ، حمدان ، أزريقات ، ق. (2017)، "حوكمة الشركات وأداء الشركة: إثبات من المملكة العربية السعودية"، المحاسبة الأسترالية، مجلة الأعمال والمالية ، المجلد. 11 رقم 1 ، ص. 78.

بير بيرد، جيه دبليو، وهيكمان، ك.أ. (1992). هل يراقب المدراء الخارجيون المديرين؟ دليل من العطاءات العطاءات. مجلة الاقتصاد المالي ، 32 (2) ، 221-195.

كادبوري، أ. (1992). الجوانب المالية لحوكمة الشركات (تقرير كادبوري). لندن، المملكة المتحدة: لجنة الجانب المالي لحوكمة الشركات (لجنة كادبوري) وجي اند كو ليمنت.

كاربنتر، في.إل، وفيروز، إي إتش (1992). مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً كرمز للشرعية: قرار ولاية نيويورك بتبني مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً. المحاسبة والمنظمات والمجتمع ، 17 (7) ، 643-613.

سيرتو ، إس تي (2003). التأثير على مستثمري الطرح العام الأولي ذوي المكانة المرموقة: التشاور مع هياكل مجلس الإدارة، أكاديمية مراجعة الإدارة ، 28 (3) ، 446-432.

تشنين، جي، فيرث، إم ، شو، إل (2009) ، "هل نوع التحكم في الملكية مهم؟ دليل من الشركات الصينية المدرجة في البورصة" ، مجلة البنوك والاقتصاد، المجلد. 33 رقم 1 ، ص 171 - 181.

تشتوتشاريا. في وجرينستين. واي. (2009) تعويضات الرئيس التنفيذي وهيكل مجلس الإدارة. مجلة المالية ، 64 (1) ، 261-231. كلايسنس. اس. دجانكوف. اس ولانج. ال. اتش. بي (2000) فصل الملكية والتحكم في شركات شرق آسيا ، مجلة الاقتصاد المالي، 58 ، 112-81.

- كلاسينس. اس. دجانكوف. اس. فان. جيه. بي. ولانج. ال. اتش. (2002) الحافز وأثار الترسخ للمساهمات الكبيرة"، مجلة المالية، المجلد. 57 رقم 6، ص 2741-2771.
- كولمان. ايه. ادجاسي. سي وأبور. جيه (2007) إدارة الشركة وأداء الشركة: دليل من الشركات الغانية المدرجة" ، ملكية الشركات والتحكم فيها، المجلد. 4، عدد 2، ص 123 - 132.
- كونجر. جي، دي. فاينجولد واي. لويز 3 1998: "تقييم المجلس"، هارفارد بيزنس ريفيو، 76 ، 1 ، 136-148.
- كولينز، جيه إي (2021). هل أسلوب الاجتماع مهم؟ آثار التعرض لاجتماعات مجلس إدارة المدرسة التشاركية والتداولية. مراجعة العلوم السياسية الأمريكية ، 115 (3) ، 790-804.
- كور. جيه. اي، جواي. دبليو. ار. روستيكس. تي. او. (2006) هل ضعف الحكم يسبب ضعف عوائد الأسهم؟ فحص أداء الشركة التشغيلي وتوقعات المستثمرين. مجلة المالية ، 61 (2) ، 655-687.
- كريمز. كيه. جيه. ام 0 ونير. في. بي. (2005) آليات الحوكمة وأسعار الأسهم. مجلة المالية، 60 (6) ، 2859 - 2894.
- كوكوليلي. ام. وميكوسي. جي (2008) الخلافة العائلية وأداء الشركة: دليل من الشركات العائلية الإيطالية. مجلة تمويل الشركات، 14 (1) ، 17-31.
- تشن، إكس، هارفورد، جي، ولي، ك. (2007). المراقبة: ما هي المؤسسات المهمة؟ مجلة الاقتصاد المالي ، 86 (2) ، 279-305.
- "دانوشانا. اس. ورافيفاثاني. تي. تأثير حوكمة الشركات على أداء الشركات: دراسة حول المؤسسات المالية في سري لانكا"، مجلة الجدارة البحثية للمحاسبة والتدقيق والاقتصاد والمالية، المجلد. 1 رقم 6 ، ص 118-121.
- دي يونج إم وسوينكس إل (2022). قدرة حماية رأس المال للسندات المرتبطة بالتضخم في الأسواق الناشئة. مجلة إدارة المحافظ. ديشو، بي إم، سلون، آر جي، وسويني، إيه بي (1995). كشف إدارة الأرباح. مراجعة محاسبية ، 193-225.
- ديفوند، إم إل وبارك، سي دبليو (2001). عكس الاستحقاقات غير الطبيعية وتقييم السوق لمفاجآت الأرباح. التدقيق المحاسبي، 375:3-76-404.
- ديان، واي (2014). إدارة الشركات وأداء الشركات: تحليل اجتماعي يعتمد على التجربة الصينية. العلوم الاجتماعية في الصين، 35 (1)، 44-67.
- ديان، ك دي وماكونيل، جيه جيه (2003). حوكمة الشركات الدولية. مجلة التحليل المالي والكمي ، (38) ، 1-36.
- ديمتروبولز. بي. اي. واستريو. دي (2010) "تأثير تكوين مجلس الإدارة على المعلوماتية وجودة الأرباح السنوية: دليل تجريبي من اليونان"، بحث في الأعمال الدولية والتمويل، المجلد. 24 العدد 2 ، ص 190 - 205.
- دونغ ، إم ، هيرشليفر ، دي إيه ، وتيوه ، إس إتش (2007). سوء تقييم سوق الأوراق المالية واستثمارات الشركات. متوفر على 972765 SSRN.
- دو، واي (2014). حجم مجلس الإدارة وثقة المستثمر وقيمة الشركات الزراعية المدرجة. الاقتصاد الكلي، (2).
- أيزنهاردت، ك.م (1989). اتخاذ قرارات إستراتيجية سريعة في بيئات عالية السرعة. مجلة أكاديمية الإدارة، 32 (3) ، 543-576.
- الغول، س، غيدامي، أو، كوك، سي. وميشرا، د. (2011) ، "هل تؤثر المسؤولية الاجتماعية للشركات على تكلفة رأس المال؟" ، مجلة البنوك والاقتصاد ، المجلد. 35 رقم 9 ، ص 2388-2406.
- اي ان جي. ال. ال. وماك. واي. تي (2003) حوكمة الشركات والإفصاح للطوعي لأسترشادي. مجلة المحاسبة والسياسة العامة، 22 (4) ، 325-345.
- فاما، إي ف (1980). مشاكل الوكالة ونظرية الشركة. مجلة الاقتصاد السياسي ، 88 (2) ، 288-307.
- فيراني. جي. وفيلبي. ام (2015) أعضاء مجلس الإدارة المستقلون والمساهمون المسيطرون حول العالم. في كتيب بحثي حول قوة المساهمين. إدوارد الجار للنشر.
- فيريس. اس. بي. ليو. ان. واي. اي وتامم. سي (2018) تعويض المخرجين المشغولين: تحليل دولي بحث في الاعمال والاقتصاد العالمي، 46، 294-312.



- فرانسيس، ج.ر. ود. وانج. (2008). التأثير المشترك لحماية المستثمر وعمليات تدقيق 4-Big على جودة الأرباح في جميع أنحاء العالم. بحوث المحاسبة المعاصرة 25 (1): 157-191.
- جراندي، ب.د، ولي، هـ. (2010). شعور المستثمر، وتعويضات التنفيذيين، واستثمار الشركات. مجلة البنوك والاقتصاد، 34 (10) ، 2439-2449.
- جراي. يو. وجونزالز. ام (2008) إدارة الشركات وقيمة الشركة: حالة فنزويلا. حوكمة الشركات: مراجعة دولية، 16 (3) ، 194-209
- جيلكريست، إس، هيميلبيرج، سي بي، وهوبرمان، ج. (2005). هل تؤثر فقاعات أسعار الأسهم على استثمار الشركات؟ مجلة الاقتصاد النقدي، 52 (4) ، 805-827.
- جيل، إيه، شارما، إس، ماند، إتش إس، وماتور، إن (2012). العلاقة بين حوكمة الشركات والقرار الاستثماري لشركات الأعمال الصغيرة في الهند. مجلة تحليل التمويل والاستثمار ، 1 (2) ، 41-59.
- جورجن ، م. (2012)، إدارة الشركات الدولية ، بيرسون للتعليم المحدودة ، بيرسون ، إنجلترا.
- جوه، إل، وجويتا، أ. (2016). مكافآت أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين: دليل من المملكة المتحدة. مراجعة المحاسبة البريطانية، 48 (3) ، 379-399.
- جومبرز، ب، إيشي، ج، وميتريك ، أ. (2003). حوكمة الشركات وأسعار الأسهم. المجلة الفصلية للاقتصاد، 118 (1) ، 107-156.
- جورتون، ج. وشميد ، اف. إيه (2000) "المصرفية العالمية وأداء الشركات الألمانية"، مجلة الاقتصاد المالي، المجلد. 58 رقم 1-2، ص 29-80.
- غروسمان، إس. وهارت، د. (1986) ، "تكاليف وفوائد الملكية: نظرية التكامل الرأسي والجانب"، مجلة الاقتصاد السياسي، المجلد. 94 رقم 4 ، ص 691-719.
- العوجاراتي، د.، وبورتر، د. (2009). أساسيات الاقتصاد القياسي 4 هـ. ماكجرو هيل.
- هيراسليوس. ال. (2001) ما هو تأثير حوكمة الشركات على الأداء التنظيمي؟ المؤتمر الدولي حول حوكمة وتوجيه الشركات. بلاكويل للنشر المحدودة ، الولايات المتحدة الأمريكية.
- حنيفة. ار. ام. وكوكي. تي. اي (2002) الثقافة وحوكمة الشركات والإفصاح في الشركات الماليزية العدد، 38 (3) ، 317-349.
- حنيفة ، ر.، وهديب، م. (2006). هيكل حوكمة الشركات وأداء الشركات الماليزية المدرجة. مجلة تمويل الأعمال والمحاسبة، 33 (8-7) ، 1034-1062.
- هو، إس إس إم. و وونغ ، ك. (2001) ، "دراسة لممارسة الإفصاح عن الشركات وفعاليتها في هونغ كونغ"، مجلة الإدارة المالية الدولية والمحاسبة، المجلد. 12 رقم 1 ، ص 75-102.
- هسو. اتش. اي 2008. لجان للتدقيق المراجعة في الشركات الريادية الأمريكية. مجلة الأكاديمية الأمريكية للأعمال ، 13 : 121-128.
- هو. واي ولزوميدا. اس (2008) ، "تركيز الملكية وأداء الشركة: تحليل سببي باستخدام بيانات لوحة يابانية" ، إدارة الشركات: مراجعة دولية، المجلد. 16 رقم 4 ، ص 342-358.
- حسيني، ك، والنودل أ. (2008). تقارير حوكمة الشركات عبر الإنترنت من قبل الشركات السعودية المدرجة. حوكمة الشركات في الاقتصادات الأقل نمواً والناشئة.
- جعفر، س.ب، رحمت، م، وجيمس ك. (2015). فحص تجريبي لدور لجنة المكافآت في العلاقة بين مجلس الإدارة والمكافآت. المجلة الدولية للاقتصاد النقدي والتمويل ، 8 (2) ، 126-142.
- جاجي، ب، ليونج، س، وجول، ف. (2009). مراقبة الأسرة واستقلالية مجلس الإدارة وإدارة الأرباح: تستند الأدلة إلى شركات هونغ كونغ. مجلة المحاسبة والسياسة العامة ، 28 (4) ، 281-300.
- جافيد، أ، وعظيم م. (2014). العلاقة المتبادلة بين هيكل رأس المال وتدابير حوكمة الشركات وقيمة الشركة: دراسة جماعية من باكستان. المجلة الباكستانية للتجارة والعلوم الاجتماعية، 8 (3)، 572-589.

جبران، ك، تشين، س، وتوني، م.ز. (2019). النزاعات بين الرئيس والإدارة تنفيذية والممتلكات النقدية للشركات: دليل من الصين. البحث في الأعمال والتمويل الدولي ، 49 ، 70-55.

جنسن، إم سي (2003). نظرية الشركة: الحوكمة والمطالبات المتنبئية والأشكال التنظيمية. مطبعة جامعة هارفارد.

جنسن، إم سي ، وميكلنج ، دبليو إتش (1976). نظرية الشركة: السلوك الإداري وتكاليف الوكالة وهيكل الملكية. مجلة الاقتصاد المالي، 3 (4)، 360-305.

جيرابورن بي. سنغ. ام ولي. سي. اي (2009) حوكمة مؤسسية غير فعالة: انشغال الإدارة تنفيذية وعضوية لجان مجلس الإدارة. مجلة البنوك والتمويل، 33 (5)، 828-819.

كارامانو. اي وفافياس. ان (2005) العلاقة بين مجالس الشركات ولجان المراجعة للتدقيق وتوقعات أرباح الإدارة: تحليل تجريبي. مجلة بحوث المحاسبة، 43 (3) ، 486-453.

كيل، جي سي، ونيكلسون، جي جي (2003). تكوين مجلس الإدارة وأداء الشركة: كيف توضح التجربة الأسترالية النظرية المتناقضة لحوكمة الشركات. حوكمة الشركات: مراجعة دولية ، 11 (3) ، 205-189.

كيبكوش اس. ار (2006) حجم لجنة المراجعة التدقيق والخبرة والأداء المالي للشركة. دليل سوق نيروبي للأوراق المالية، كينيا، م مجلة أبحاث المالية والمحاسبة 7 (15)، 95-87.

كيبكوش اس. ار (2006) حجم لجنة المراجعة للتدقيق والخبرة والأداء المالي للشركة. دليل سوق نيروبي للأوراق المالية، كينيا، م مجلة أبحاث المالية والمحاسبة 7 (15)، 95-87.

كلابر، إل إف، ولوف أي (2004). حوكمة الشركات وحماية المستثمر والأداء في الأسواق الناشئة. مجلة تمويل الشركات، 10 (5) ، 728-703 .

كلارين، أ. (2002). لجنة المراجعة للتدقيق وخصائص مجلس الإدارة وإدارة الأرباح. مجلة المحاسبة والاقتصاد، 33 (3) ، 375-400.

كوثاري، إس بي، ليون، إيه جيه، وسلي، سي إي (2005). أداء مطابق لمقاييس الاستحقاق التقديرية. مجلة المحاسبة والاقتصاد، 39 (1) ، 197-163 .

كرامبيا كابارديس، إم، وبساروس، ج. (2006). تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات في اقتصاد ناشئ: نقد للوضع في قبرص. حوكمة الشركات، 14 (2) ، 139-126 . <http://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00492.x>

ليبتون، إل، ولورش، ج. (1992). اقتراح متوازن لتحسين حوكمة الشركات. محامي الأعمال، 48 (1) ، 77-59.

ليورتا. ار. لوبيز ديسيلانس. اف وشيلفر. إيه (1999) ملكية الشركات حول العالم. مجلة المالية، 54 (2) ، 51-471.

ليفين، إل، رانتوفسكي، إل وتونج، إتش (2016). حجم البنك ورأس المال والمخاطر النظامية: بعض الأدلة الدولية. مجلة المصرفية والمالية، 69 (34S25-S) .

لينغ، د، وويزر، سي إم (1999). هياكل الحوكمة والحجم وأداء الشركات في الشركات البريطانية. قرار الإدارة.

لاركر. دي. اف. ريتشاردسون. اس. إيه. وتونا. إي. ار (2007) حوكمة الشركات والنتائج المحاسبية والأداء التنظيمي. التدقيق المحاسبي، 82 (4) ، 1008-963 .

لي، ج، وشايلر، ج. (2008). تأثير الإصلاحات المتعلقة بمجلس الإدارة على ثقة المستثمرين. مراجعة المحاسبة الأسترالية، 18 (2)، 134-123 .

لي، جي واي، وانج، دبليو، وجين، إكس (2012). جودة حوكمة الشركات وثقة المستثمرين وعائد الأسهم. بحوث المحاسبة (2).

ليورا، إف ك، وإينيسا، إل (2004). حوكمة الشركات: مراجعة دولية. وإيلي بلاكويل ، 12 (4) ، 478-461.

ليرنر جيه. او. اس. انتش وليمون. إيه وديو. اس. تي. اي. في. اي (2017) هيئة السوق المالية وانهايار سوق الأسهم السعودية عام 2006. مجموعة بيلا للأبحاث وهيئة السوق المالية السعودية.

لي، دبليو إيه، وتشينج، إكس إس (2005). تقييم حوكمة الشركات وإنشاء قواعد البيانات. مراجعة المحاسبة الصينية، 2 (2)، 387-400.

لينك، جيه إيه، كرول، جيه إف، وسنديرمان، ج. (2009). فقدان الوصول إلى اللغة الأم أثناء الانغماس في لغة ثانية: دليل على دور التثبيط في تعلم اللغة الثانية. علم النفس، 20 (12) ، 1515-1507 .

مهاديو. جيه. دي. وسوياريون. تي. و خانومان. في. او (2012) تكوين مجلس الإدارة والأداء المالي: الكشف عن آثار التنوع في الاقتصاد الناشئ. مجلة أخلاقيات العمل، 105 (3)، 375-388.

ماك، واي. ت.، وكوسنادي، واي (2005). الحجم مهم حقًا: مزيد من الأدلة على العلاقة السلبية بين حجم مجلس الإدارة وقيمة الشركة. مجلة المحيط الهادئ المالية، 13 (3)، 301-318.

ماكينزي وشركاه "مسح رأي الاستثمار العالمي 2002: النتائج الرئيسية"، تم نشره في 4 سبتمبر 2007 من: http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/co_rpgovernance/pdf/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf

ميلر. دي. لي بريتون-ميلر. اي وليستر. ار. اتش وكانيل. جيه. ار. ايه. ايه (2007) "هل الشركات العائلية ذات أداء متفوق حقًا؟"، مجلة تمويل الشركات، المجلد 13، ص 829-858.

مير أ. وسعاد س. (2008). حوكمة الشركات والعلاقة بين ايفا وخلق قيمة للمساهمين. حوكمة الشركات، 8 (1)، 46-58.

مالا، س.، الفاروق، أ. وكريم، و. (2012)، "هيكل الملكية وحوكمة الشركات وأداء الشركات: دليل من سوق أفريقي ناشئ"، دراسات في الاقتصاد والتمويل، المجلد 29 رقم 4، ص 301-319، دوى: 10.1108/10867371211266937.

مونكس ار. ايه. جي ومينو ان (1995) حوكمة الشركات، بلاكويل، كامبريدج ماساتشوستس.

ر. مورا (2007)، "أداء الشركة: هل للمديرين غير التنفيذيين عقول خاصة بهم؟ دليل من بيانات لوحة المملكة المتحدة"، الإدارة المالية، المجلد 36 رقم 3، ص 81-112.

نبيل، شعبان، عمر، الزعبي، ز. (2014). تأثير هيكل حوكمة الشركات الفعال في تحسين ثقة المستثمرين في المعلومات المالية العامة. المجلة الدولية للبحوث الأكاديمية في الأعمال والعلوم الاجتماعية، 4 (1).

نمازي، إم، وكرماني إي. (2013). تحقيق تجريبي في العلاقة بين هيكل ملكية الشركات وأدائها (دليل من بورصة طهران). مجلة المالية والمحاسبة، 1 (1)، 13-26.

او اي سي دي. او (2004) مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لحوكمة الشركات. المحاسبة والإدارة، (216).

اويلر بي ومحمد اي (2005) مسح لتقارير الإنترنت عن ممارسات حوكمة الشركات من قبل الشركات المدرجة في عمان. في بروك. مؤتمر المحاسبة الدولي السنوي الثاني.

بانياسريفانيت، ن. (2005). هيكل الملكية والمخاطر وأداء الشركات التايلاندية: الدليل من بورصة تايلاند. أطروحة ماجستير غير منشورة، جامعة تاماسات، بانكوك.

بيرسود، أفيناش، (1996)، "شهوة المستثمرين المتغيرة للمخاطرة". جي بي مورجان سيكيوريتيز ليمتد، جلوبال فوركس ريسيرش.

بيغو، إيه سي (1938). الأجور المالية فيما يتعلق بالبطالة. المجلة الاقتصادية، 48 (189)، 134-138.

بيلاي، ر. والملكوي، ح. (2018)، "حول العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء الشركات: أدلة من دول مجلس التعاون الخليجي"، البحث في الأعمال والتمويل الدولي، المجلد 44، ص 394-410.

بولد سي وسبينزا بي (2009) سوق الأوراق المالية واستثمارات الشركات: اختبار لنظرية التموين. مراجعة الدراسات المالية، 22 (1)، 187-217.

ريدي، ك.، لوك، س.، سكرمييجور، إف، وجوناسيكاراج، أ. (2008). ممارسات حوكمة الشركات للشركات الصغيرة وأدائها المالي: دراسة تجريبية في نيوزيلندا. المجلة الدولية لإدارة الأعمال والأخلاق، 4: 51-78.

ريتشاردسون، س. (2006). الإفراط في الاستثمار في التدفق النقدي الحر. مراجعة الدراسات المحاسبية، 11 (2)، 159-189.

روبرتس ام ار ووايتد تي ام (2013)، "التجانس في تمويل الشركات التجريبي 1"، دليل اقتصاديات التمويل، إيسفير، المجلد 2، ص 493-572.

سايتو، ت. (2008)، "الشركات العائلية وأداء الشركات: دليل من اليابان"، مجلة الاقتصاديات اليابانية والدولية، المجلد 22، العدد 4، الصفحات من 620 إلى 646.

- صالح، ن.م.، اسكندر، ت.م.، ورحمت، م. (2007)، "خصائص لجنة المراجعة للتدقيق وإدارة الأرباح: دليل من ماليزيا"، التدقيق الآسيوي للمحاسبة مجلد 15 رقم 2، ص 147-163.
- شابير، أ.، وبادجيت، سي (2005). لائحة حوكمة الشركات في المملكة المتحدة. ربط بين الامتثال والأداء. ورقة عمل، مركز هيئة السوق المالية العالمية، جامعة ريدينغ.
- شاه شاهد، م.س.، وعباس، م. (2019). هل تلعب حوكمة الشركات أي دور في ثقة المستثمر وعلاقة قرارات الاستثمار المؤسسي؟ أدلة من باكستان والهند. مجلة الاقتصاد والأعمال، 105، 105839.
- شهبان، ت. (2015)، "آثار حوكمة الشركات على الأداء المالي والضائفة المالية: دليل من مصر"، حوكمة الشركات، المجلد 15 رقم 5، دوى: 10.1108/10.1108-11-CG-2014-0140 سيمبسون.
- شارما، دي إس، أنانتانارايانان، يو، وليت، بي (2021). تعويضات الرئيس التنفيذي وحوكمة الشركات وألعاب التدقيق: دليل من نيوزيلندا. المجلة الدولية للتدقيق، 25 (1)، 117-141.
- شين، دبليو، ولين، سي (2009). ربحية الشركة وملكية الدولة ودوران الإدارة العليا في الشركات المدرجة في الصين: منظور سلوكي. حوكمة الشركات: مراجعة دولية، 17 (4)، 443-456.
- شليفير، أ.، وفيشني، آر دبليو (1997). "مسح لحوكمة الشركات". المجلة المالية، 52 (2)، 737-783.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- سيمون، إس إم، وونغ، ك.س (2001). دراسة العلاقة بين هياكل حوكمة الشركات ومدى الإفصاح الطوعي. استرشادي. مجلة المحاسبة الدولية والتدقيق والضرائب، 10 (2)، 139-156.
- سينجام، ك. (2003). حوكمة الشركات في ماليزيا. مراجعة قانون بوند، 15 (1)، 13.
- سيفارامكارشنان كيه، يو، اس. سي. وتشينج سي. سي (2011)؟ حول العلاقة بين حوكمة الشركات والأرباح. ورقة عمل، جامعة هيوستن.
- سميث، ب.ف.، وأماكو-أدو، ب. (1999). "تعاقب الإدارة والأداء المالي من الشركات التي تسيطر عليها الأسرة". مجلة تمويل الشركات، 5 (4)، 341-368.
[https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(99\)00010-3](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(99)00010-3)
- سون جيه وسهان اس (2009) تأثير جودة لجنة التعويضات على الارتباط بين التعويض النقدي للرئيس التنفيذي والأداء المحاسبي. حوكمة الشركات: مراجعة دولية، 17 (2)، 193-207.
- فافياس، ن. (1999). وتيرة اجتماعات مجلس الإدارة وأداء الشركة. مجلة الاقتصاد المالي، 53 (1)، 113-142.
- فافياس، ن. (2000). هيكل مجلس الإدارة وقيمة المعلومات المتعلقة بالأرباح. مجلة المحاسبة والسياسة العامة، 19 (2)، 139-160.
- فافياس، ن. (2005). محددات عضوية لجنة التعويضات. حوكمة الشركات، 8 (4)، 356-366.
- فافياس، ن. وبيودروس اس (1998) العلاقة بين هيكل مجلس الإدارة وأداء الشركة في المملكة المتحدة. مراجعة المحاسبة البريطانية، 30 (4)، 383-407.
- فيلالونجا بي وأميت ار (2006)، "كيف تؤثر ملكية العائلة، والرقابة والإدارة على قيمة الشركة؟"، مجلة الاقتصاد المالي، المجلد 80 رقم 2، ص 385-417.
- وانج، إل، وجادج، دبليو كيو (2012). الملكية الإدارية ودور الخصخصة في الاقتصادات الانتقالية: حالة الصين. مجلة آسيا والمحيط الهادئ للإدارة، 29 (2)، 479-498.
- وايلد، جيه ج. (1994). المساءلة الإدارية تجاه المساهمين: لجان المراجعة للتدقيق والسلطة التفسيرية للأرباح مقابل العوائد. مراجعة المحاسبة البريطانية، 26 (4)، 353-374.
- وايز، ر.ل (2002). أزمة ثقة المستثمرين الحالية: حوكمة الشركات واختلال توازن القوى. برنامج ماجستير الفنون العالمي التابع لكلية فليتشر للقانون والدبلوماسية.
- ويواتانكانتانيغ، واي (2001). "السيطرة على المساهمين وقيمة الشركة: دليل من تايلاند". مجلة المحيط الهادئ المالية، 9 (4)، 323-362.
[https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(01\)00022-1](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(01)00022-1)



- إكسيالو، إل أي، جيجي، إل إيه أي، وجيان، تي إيه إن جي (2016). دراسة تأثير مستوى حوكمة الشركات على ثقة المستثمرين. العلوم الاجتماعية الكندية، 12 (5) ، 8-16.
- يرماك، د. (1996). تقييم سوقي أعلى للشركات ذات مجلس إدارة صغير. مجلة الاقتصاد المالي، 40 (2) ، 185-211.
- يو، ف. (2008). حوكمة الشركات وإدارة الأرباح. مجلة الاقتصاد المالي ، المجلد. 88. ص: 245 – 271
- زهراء اس. ايه و بيرس جيه (1989) مجالس الإدارة والأداء المالي للشركات: نموذج مراجعة وتكامل، مجلة الإدارة ، 15 (2) ، 291-334
- ذو الكفلي، أ.ح.، الصمد، ف.أ. (2007). حوكمة الشركات وأداء الشركات المصرفية: أدلة من الأسواق الناشئة الآسيوية. التقدم في الاقتصاد المالي، 12، 49-74

ملحق

الجدول 2 - متغيرات مؤشر حوكمة الشركات			
هيكل الملكية			
م	الرمز	المتغير	معنى وسرد المتغير
1	FAMC	ملكية العائلة	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كانت العائلة تمتلك 20% على الأقل من الأسهم وكان أحد أفراد العائلة يخدم عضو في مجلس الإدارة وفي الإدارة و يأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك كلاسيكس وآخرون (2000)؛ لابورتا وآخرون (1999)؛ ميلر وآخرون (2007)؛ سايتو، (2008)؛ جاجي وآخرون (2009).
3	STATC	ملكية الحكومة	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان ما لا يقل عن 20% من الأسهم مملوكة للحكومة و يأخذ قيمة بخلاف ذلك (وانج وجودج 2011).
3	INSTITU	الملكية المؤسسية	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان المستثمرون المؤسسيون يمتلكون ما لا يقل عن 15% من الأسهم و يأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك (ديان 2014؛ نمازي وكيرماني 2013).
خصائص مجلس الإدارة			
م	الرمز	المتغير	معنى وسرد المتغير
4	BFSIZE	حجم مجلس الإدارة	متغير صوري يأخذ قيمة واحدة إذا كان مجلس الإدارة يتكون من 6 أعضاء أو أكثر و يأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
5	FD	أنثى	متغير صوري يأخذ قيمة واحدة إذا كان لدى مجلس الإدارة أعضاء من الإناث و يأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
6	RD	القريب	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لمجلس الإدارة أقارب في الإدارة التنفيذية أو المجلس و يأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
7	IND	أعضاء مجلس إدارة مستقلين	يأخذ المتغير الصوري قيمة واحدة إذا كان لمجلس الإدارة أعضاء مستقلين وصفر بخلاف ذلك.
8	IND50	يمثل أعضاء مجلس الإدارة المستقلون وغير التنفيذيين أكثر من 50% من أعضاء مجلس الإدارة	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لدى الشركة أعضاء مستقلين وغير تنفيذيين يمثلون أكثر من 50% من مجلس الإدارة و يأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
9	MEET	تعقد اجتماعات مجلس الإدارة مرة كل ربع سنة	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان المجلس بكامله قد عقد اجتماعات مرة واحدة كل ربع سنة و يأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
10	MEET4	مجلس الإدارة تعقد أكثر من 4 اجتماعات في السنة	يأخذ المتغير الصوري قيمة واحدة إذا اجتمع مجلس الإدارة أكثر من 4 اجتماعات في السنة و يأخذ قيمة صفرًا بخلاف ذلك.
لجان مجلس الإدارة			
11	AUDITSIZE	حجم لجنة المراجعة	يأخذ المتغير الصوري قيمة واحدة إذا كان لدى لجنة التدقيق 3 أعضاء على الأقل و يأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
12	AUDITID	لجنة المراجعة مستقلة	يأخذ المتغير الصوري قيمة واحدة إذا كان لدى لجنة التدقيق المراجعة أعضاء مستقلين و يأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
13	AUDITMEET	اجتماع لجنة المراجعة	يأخذ المتغير الصوري قيمة واحدة إذا كان لدى لجنة التدقيق المراجعة أربعة اجتماعات على الأقل في السنة و يأخذ قيمة صفرًا بخلاف ذلك.
14	AUDITMEET4	اجتماع لجنة المراجعة أكثر من 4 مرات في السنة	يأخذ المتغير الصوري قيمة واحدة إذا كان لدى لجنة المراجعة أكثر من أربعة اجتماعات في السنة و يأخذ قيمة صفرًا بخلاف ذلك.
15	AUDIT	لجنة المراجعة	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لدى الشركة لجنة المراجعة و يأخذ قيمة صفر خلاف ذلك.
16	AUDITF	الأعضاء الذين لديهم خلفية مالية / محاسبية في لجنة المراجعة	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لدى لجنة المراجعة أعضاء لديهم خلفية مالية / محاسبية و يأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
17	AUDITIND	استقلالية رئيس لجنة المراجعة	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان رئيس لجنة المراجعة عضوًا مستقلًا ويأخذ قيمة الصفر بخلاف ذلك.
18	AUDITREVIEW	تقوم لجنة التدقيق المراجعة بالإشراف على التدقيق الداخلي ومراجعة الإجراءات المحاسبية	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كانت لجنة التدقيق المراجعة تشرف على التدقيق الداخلي وتقوم بمراجعة الإجراءات المحاسبية ويأخذ قيمة الصفر بخلاف ذلك.
19	REM	لجنة المكافآت والترشيحات	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لدى الشركة لجنة مكافآت والترشيحات ويأخذ قيمة خلاف ذلك.
20	REMCHAIR	رئيس لجنة المكافآت والترشيحات وللتعيينات عضو مستقل	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان رئيس لجنة المكافآت والترشيحات عضوًا مستقلًا و يأخذ قيمة الصفر بخلاف ذلك.
21	BIG4	شركة تدقيق الكبيرة 4-Big	يأخذ المتغير الصوري قيمة واحدة إذا تم تدقيق الشركة من قبل واحد من 4-Big و يأخذ قيمة الصفر بخلاف ذلك.
22	CODE	تغيير في لائحة حوكمة الشركات	المتغير الصوري يأخذ قيمة واحد إذا تغير لائحة حوكمة الشركة ويصبح ويأخذ قيمة صفرًا بخلاف ذلك.
الشفافية والمساءلة			
م	الرمز	المتغير	معنى وسرد المتغير
23	ANNUALCG	يتضمن التقرير السنوي للشركة قسمًا عن أداء الشركة في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كانت التقارير السنوية للشركة تتضمن قسمًا عن أداء الشركة في تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات ويأخذ قيمة صفرًا بخلاف ذلك.
24	MISSIONCG	رسالة الشركة فيها الأولوية للحوكمة الرشيدة للشركات؟	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا أصدرت الشركة رسالة الشركة يضع بصراحة أولوية على الحوكمة الرشيدة للشركة بصراحة ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
25	CLEAR	التقارير الواضحة والغنية بالمعلومات	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كانت تقارير الشركة واضحة وغنية بالمعلومات ويأخذ قيمة الصفر بخلاف ذلك.

26	AR/EN	تمتلك الشركة موقع إلكتروني باللغة العربية والإنجليزية	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لدى الشركة موقع إلكتروني باللغتين العربية والإنجليزية حيث يتم تحديث النتائج والإعلانات الأخرى على الفور ويؤخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
27	INTERN	الحسابات تتبع معايير المحاسبة المقبولة دولياً	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كانت الشركة لديها حسابات معروضة وفقاً لمعايير محاسبية متعارف عليها دولياً ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
28	FULL	الإفصاح الكامل عن ممارسات حوكمة الشركات	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لدى الشركة إفصاح كامل عن ممارسات حوكمة الشركات ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
29	DISCLOSEB	الكشف عن السير الذاتية الكاملة لأعضاء مجلس إدارتها	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كشفت الشركة عن السير الذاتية الكاملة لأعضاء مجلس إدارتها ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
30	DISCLOSEREM	الإفصاح عن مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والموظفين التنفيذيين	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كشفت الشركة عن مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والموظفين ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
31	TRAINING	برنامج تدريبي حول حوكمة الشركات	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كانت الشركة تضمن أن جميع أعضاء مجلس الإدارة يحضرون برنامجاً تدريبياً واحداً على الأقل حول حوكمة الشركات؛ ويأخذ قيمة الصفر بخلاف ذلك.
32	CGC	لائحة حوكمة الشركة	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لدى الشركة كود حوكمة شركة ويأخذ قيمة الصفر بخلاف ذلك.
33	MINI	تقدم مساهمو الأقلية من أي وقت مضى إلى أي محكمة ضد الشركة في السنوات الخمس الماضية	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان مساهمو الأقلية قد تقدموا إلى أي محكمة ضد الشركة في السنوات الخمس الماضية ولم يحدث خلاف ذلك.
34	GM	هل جميع المعلومات اللازمة للاجتماعات العامة متاحة قبل الاجتماعات العامة؟	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لدى الشركة جميع المعلومات اللازمة للاجتماعات العامة التي تم توفيرها قبل الاجتماعات العامة ويأخذ قيمة صفرًا بخلاف ذلك.
35	CONTROV	إذا كان هناك أي خلافات أو أسئلة أثارت حول أي قرارات من قبل الإدارة العليا في السنوات الخمس الماضية حيث يعتقد أن غالبية المساهمين قد حققوا أرباحاً على حساب مساهمي الأقلية؟	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لدى الشركة أي خلافات أو أسئلة أثارت بشأن أي قرارات اتخذتها الإدارة العليا في السنوات الخمس الماضية حيث يعتقد أن غالبية المساهمين قد حققوا أرباحاً على حساب مساهمي الأقلية ويأخذ قيمة صفرًا بخلاف ذلك.
36	WHISTLE	سياسة الإبلاغ عن المخالفات في الشركة	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كانت الشركة لديها سياسة المبلغين عن المخالفات ويأخذ قيمة الصفر بخلاف ذلك.
37	RELATION	مكتب علاقات المستثمرين	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لدى الشركة مكتب علاقات المستثمرين ويأخذ قيمة صفر بخلاف ذلك.
38	CALL	يحق لأصحاب الأسهم عقد اجتماعات عامة	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لجميع أصحاب الأسهم الحق في الاتصال بالاجتماعات العامة ويأخذ قيمة الصفر بخلاف ذلك.
39	Voting	طرق التصويت يمكن الوصول إليها بسهولة	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا كان لدى الشركة طرق تصويت يسهل الوصول إليها ويأخذ قيمة الصفر بخلاف ذلك.
40	WINNING	الحصول على جائزة في حوكمة الشركات	متغير صوري يأخذ قيمة واحد إذا فازت الشركة بجائزة حوكمة الشركات وصفر بخلاف ذلك.



Table 11: Full sample data and earnings management variable using Defond and Park, (2002) model				
VARIABLES	FE	FE	GMM	GMM
Ln (INVEST)	-0.00448 (0.00927)	-0.00441 (0.00924)	0.0149 (0.0436)	0.0116 (0.0432)
CGI	5.92e-05 (0.00586)	-3.84e-05 (0.00585)	0.0655** (0.0263)	0.0650** (0.0257)
Leverage	-0.0593 (0.0795)	-0.0783 (0.0798)	0.0860 (0.391)	0.0247 (0.406)
Firm size	-0.00749 (0.0105)	-0.00330 (0.0106)	0.000309 (0.0455)	0.000771 (0.0453)
Firm age	0.0614 (0.0500)	0.0607 (0.0498)	0.390 (0.268)	0.393 (0.273)
CF	-0.134 (0.141)	-0.129 (0.135)	-0.751 (0.542)	-0.662 (0.535)
ROA	0.00316* (0.00166)		0.00597 (0.00697)	
Earnings management	-0.0136 (0.0632)	-0.0103 (0.0631)	-0.162* (0.305)	-0.178* (0.301)
ROE		0.00243*** (0.000849)		
Constant	1.727*** (0.267)	1.676*** (0.268)		
R-squared	0.156	0.159		
Adjusted R-squared	0.065	0.069	.	.
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Company FE	Yes	Yes	Yes	Yes



Table 12: Pre- mandatory corporate governance period and earnings management variable using Defond and Park, (2002) model				
VARIABLES	FE	FE	GMM	GMM
Ln (INVEST)	0.0291 (0.0307)	0.0295 (0.0307)	-0.272 (0.234)	-0.262 (0.239)
CGI	0.00635 (0.0300)	0.00616 (0.0299)	0.0187 (0.237)	-0.00669 (0.222)
Leverage	0.182 (0.305)	0.173 (0.302)	0.0520 (2.553)	0.116 (2.778)
Firm size	0.116 (0.0733)	0.119 (0.0751)	0.283 (0.703)	0.330 (0.672)
Firm age	-0.108 (0.0910)	-0.108 (0.0909)	-1.314 (1.482)	-1.291 (1.610)
CF	0.188 (0.350)	0.200 (0.348)	-0.803 (1.867)	-0.797 (1.885)
ROA	0.000109 (0.00614)		0.0198 (0.0567)	
Earnings management	-0.365** (0.180)	-0.362** (0.181)	-0.318 (0.775)	-0.437 (0.965)
ROE		-0.000459 (0.00306)		
Constant	-0.0578 (1.191)	-0.0986 (1.212)		
R-squared	0.397	0.397		
Adjusted R-squared	0.156	0.156	.	.
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Company FE	Yes	Yes	Yes	Yes

Table 13: Post-mandatory corporate governance period and earnings management variable using Defond and Park, (2002) model				
VARIABLES	FE	FE	GMM	GMM
Ln (INVEST)	-0.0148	-0.0152	0.0390*	0.0322*
	(0.0119)	(0.0118)	(0.0937)	(0.0935)
CGI	0.00116	0.000996	0.0961*	0.0970*
	(0.00656)	(0.00654)	(0.0547)	(0.0544)
Leverage	-0.109	-0.142	0.358	0.228
	(0.0935)	(0.0943)	(0.627)	(0.657)
Firm size	-0.00306	0.00215	0.0772	0.0827
	(0.0120)	(0.0122)	(0.0552)	(0.0577)
Firm age	0.101	0.0972	1.208*	1.200*
	(0.1000)	(0.0996)	(0.636)	(0.643)
CF	-0.300*	-0.277	-1.609*	-1.631*
	(0.181)	(0.173)	(0.901)	(0.925)
ROA	-0.00311		0.00961*	
	(0.00193)		(0.0129)	
Earnings management	0.0176	0.0253	-0.884*	-0.902*
	(0.0941)	(0.0939)	(0.717)	(0.722)
ROE		-0.00274***		
		(0.000984)		
Constant	1.679***	1.635***		
	(0.427)	(0.426)		
R-squared	0.157	0.162		
Adjusted R-squared	0.040	0.045	.	.
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Company FE	Yes	Yes	Yes	Yes



VARIABLES	FE	FE	GMM	GMM
Ln (INVEST)	-0.00459	-0.00450	0.0112*	0.00865*
	(0.00926)	(0.00923)	(0.0449)	(0.0440)
CGI	0.000270	0.000179	0.0637**	0.0629**
	(0.00587)	(0.00586)	(0.0257)	(0.0252)
Leverage	-0.0592	-0.0783	0.0561	-0.0303
	(0.0795)	(0.0798)	(0.392)	(0.408)
Firm size	-0.00735	-0.00308	-0.00306	-0.00311
	(0.0104)	(0.0106)	(0.0456)	(0.0450)
Firm age	0.0595	0.0589	0.342	0.332
	(0.0497)	(0.0496)	(0.226)	(0.225)
CF	-0.143	-0.139	-0.764	-0.696
	(0.142)	(0.136)	(0.549)	(0.551)
ROA	-0.00321*		0.00584*	
	(0.00166)		(0.00706)	
Earnings management	0.0157	0.0163	0.00390*	0.0325*
	(0.0281)	(0.0281)	(0.139)	(0.135)
ROE		-0.00246***		
		(0.000848)		
Constant	1.715***	1.663***		
	(0.268)	(0.268)		
R-squared	0.156	0.159		
Adjusted R-squared	0.065	0.069	.	.
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Company FE	Yes	Yes	Yes	Yes



Table 15: Full sample data and intercept of 2020 (period of time)				
VARIABLES	FE	FE	GMM	GMM
Ln (INVEST)	-0.00455	-0.00446	0.0110*	0.00678*
	(0.00926)	(0.00923)	(0.0438)	(0.0425)
CGI	6.14e-05	-3.69e-05	0.0637**	0.0626**
	(0.00586)	(0.00585)	(0.0258)	(0.0253)
2020 Period			-1.082***	-1.061***
			(0.363)	(0.358)
Leverage	-0.0593	-0.0784	0.0565	-0.0312
	(0.0795)	(0.0798)	(0.391)	(0.406)
Firm size	-0.00769	-0.00344	-0.00291	-0.00187
	(0.0104)	(0.0106)	(0.0452)	(0.0445)
Firm age	0.0603	0.0598	0.343	0.337
	(0.0497)	(0.0496)	(0.227)	(0.226)
Cash flow	-0.134	-0.129	-0.760	-0.653
	(0.141)	(0.135)	(0.538)	(0.532)
ROA	-0.00318*		0.00590	
	(0.00165)		(0.00689)	
ROE		-0.00244***		
		(0.000847)		
Constant	1.733***	1.681***		
	(0.266)	(0.266)		
R-squared	0.156	0.159		
Adjusted R-squared	0.066	0.069		
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Company FE	Yes	Yes	Yes	Yes



Table 16: Full sample data and slop of 2020 (dummy variables)

VARIABLES	FE	FE	GMM	GMM
Ln (INVEST)	-0.00413	-0.00406	0.0114*	0.00723*
	(0.00927)	(0.00925)	(0.0437)	(0.0423)
CGI	-0.0139	-0.0135	0.0857*	0.0891*
	(0.0173)	(0.0173)	(0.108)	(0.110)
CG_Period	0.0153	0.0148	-0.0225	-0.0272
	(0.0179)	(0.0179)	(0.108)	(0.109)
Leverage	-0.0606	-0.0795	0.0490	-0.0449
	(0.0795)	(0.0798)	(0.401)	(0.422)
Firm size	-0.00727	-0.00306	-0.00239	-0.00104
	(0.0104)	(0.0106)	(0.0457)	(0.0449)
Firm age	0.0599	0.0594	0.338	0.330
	(0.0497)	(0.0496)	(0.230)	(0.230)
CF	-0.139	-0.134	-0.765	-0.656
	(0.141)	(0.135)	(0.545)	(0.537)
ROA	-0.00318*		0.00581	
	(0.00166)		(0.00687)	
ROE		-0.00244***		
		(0.000848)		
Constant	1.747***	1.695***		
	(0.266)	(0.267)		
R-squared	0.156	0.160		
Adjusted R-squared	0.066	0.069	.	.
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Company FE	Yes	Yes	Yes	Yes



نهاية الدراسة