

أثر الحوكمة على ثقة المستثمرين في الشركات غير المالية المدرجة في تداول السوق السعودي الرئيسي (تاسي) خلال
العام 2023م

"The Impact of Governance on Investor Confidence in Non-Financial Companies Listed on Saudi
Tadawul Main Stock Market (TASI) during the Year 2023"

إعداد الطالب/

صلاح جميل صلاح الدين دكيدك

232001667

إشراف/

د. الفصيل عبد الحميد

د. وليد سلمان

العام الدراسي 2024

(1) المقدمة/

في البداية كما هو معروف كان المالك (مالك المنشأة) هو من يدير الشركة بنفسه ومازالت حتى اليوم وتطلق عليها الشركات العائلية، حتى جاءت نظرية انفصال الملكية عن الإدارة والتي تظهر جلياً في شركات الاموال على وجه العموم والشركات المساهمة العامة على وجه الخصوص.

إلا أن حجم ملكية الاشخاص في المنشأة ونسب مساهمتهم فيها قد يؤثر في تحديد واختيار الإدارة التنفيذية ومجلس الادارة واللجان المنبثقة منها الامر الذي اوجد العديد من التحديات التي تؤثر مستوى الثقة والاطمئنان لدى مساهمي المنشأة على استثماراتهم كما ان الحاجة الى توفير العدالة والشفافية لجميع أصحاب المصالح أدى الى خلق مصطلح جديد في عالم الادارة يدعى "الحوكمة".

يقصد بحوكمة الشركات القواعد التي يتم من خلالها قيادة الشركة وتوجيهها وتشتمل على آليات لتنظيم العلاقات المختلفة بين مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والمساهمين وأصحاب المصالح، وذلك بوضع إجراءات خاصة لتسهيل عملية إتخاذ القرارات وإضفاء طابع الشفافية والمصادقية عليها بغرض حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح وتحقيق العدالة والتنافسية والشفافية في السوق وبيئة الأعمال.

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 مستقبلاً مماثلة لما حدث في العام 2006 عندما انهار سوق الاسهم السعودي وانخفض مؤشره العام بنسبة 45% من قيمته السوقية وحث الشركات نحو مزيد من الشفافية والاستدامة.

(2) مشكلة الدراسة/

على الرغم من التحسن في الأداء في السنوات الأخيرة إلا أنه لا يمكن التنبؤ بالسوق المالي بشكل كبير بسبب عدد من العوامل الداخلية والخارجية. أصبحت لائحة حوكمة الشركات واحدة من أهم مجالات البحث في المملكة العربية السعودية 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 الآونة 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 في العالم. لذلك يمكن مقارنة تطبيق حوكمة الشركات وثقة المستثمرين عبر الشركات والأسواق (ذو الكفلي وصمد 2007/ شاهد وعباس 2019) تظهر نتائج العديد من الدراسات أن ممارسات حوكمة الشركات السليمة توفر تحسناً وتخفيفاً لمشاكل الوكالة التي تنطوي عليها الإدارة، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين (كريمز وناير 2005/ كور وآخرون 2006) يشجع هذا أيضاً المستثمرين المحليين والدوليين على شراء أسهم في الشركات المحلية وبالتالي 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.

بما أنه لا يوجد نموذج موحد لحوكمة الشركات لأنه يختلف من دولة إلى أخرى بسبب بيئاتها الاقتصادية والقانونية وحتى الاجتماعية المختلفة كما أنه يمكن أن تختلف نماذج الحوكمة أيضاً داخل نفس البلد بسبب قطاعاتها الاقتصادية المختلفة ووفقاً للشكل القانوني لمؤسساتها.

وعلى الرغم من ذلك فإن الثابت هو وجود عناصر مشتركة تحدد الأساليب المناسبة لحوكمة الشركات وبالتالي تركز هذه الدراسة على الشركات غير المالية المدرجة في تداول وتحديدًا في السوق الرئيسي (تاسي) والتي تتبع لائحة حوكمة الشركات الذي قدمته هيئة السوق المالية.

تتأثر عملية حوكمة الشركات بالآليات القانونية والتنظيمية والتعاقدية والقائمة في السوق إلى جانب أن مبادئ الشركة وقيمها 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 كما يجب ألا تركز لائحة حوكمة الشركات على الامتثال فحسب بل التعامل معه على أنه عمل مستمر نحو بناء شركة متميزة.

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 كآلية أداء تهدف إلى قياس حوكمة الشركات في عدة أبعاد. تم وضع مؤشرات حوكمة الشركات للأسواق المتقدمة وبعض الأسواق الناشئة (جومبرز وآخرون 2003/ كلاير والحب 2004/ بلاك وآخرون 2006/ بالاسوبرامانيان وآخرون 2010).

أخذ بعين الاعتبار في هذه الدراسة العوامل الرئيسية لحوكمة الشركات بناءً على الأدبيات النظرية والتجريبية (لأندرسون وداود 2005/ وأولير ومحمد 2005/ وأكسو وكوسداغ 2006) وأيضاً مواد لائحة حوكمة الشركات بالمملكة العربية السعودية، حيث يؤثر ذلك بشكل مباشر على امتثال الشركات للحوكمة والذي بدوره يؤثر على ثقة المستثمرين.

(3) أهمية الدراسة/

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. وطالما أن المستثمرون يستثمرون أموالهم سواء كانوا يشترون أو يبيعون أو يحتفظون بأسهم تلك الشركات المدرجة في السوق إلا إنهم دائماً 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 عطفاً على ما يؤمن به المستثمرون من أن اللوائح والانظمة كفيلاً بحماية استثماراتهم من أي إساءة من إدارة الشركة والمساهمين المسيطرين والحفاظ على استثماراتهم في السوق.

(4) أهداف الدراسة/

تهدف هذه الدراسة إلى بحث العلاقة بين تطوير لوائح وسياسات حوكمة الشركات وثقة المستثمرين في الشركات غير المالية المدرجة في سوق الأسهم السعودية الرئيسي (تاسي) خلال العام 2023م.

(5) تساؤلات الدراسة (الفروض)/

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

(س) هل تؤثر حوكمة الشركات على ثقة المستثمرين؟

(س) هل يعني ذلك أن ثقة المستثمرين قد تغيرت خلال السنة الماضية؟

(س) ولماذا نحتاج إلى الحوكمة لتعزيز ثقة المستثمرين؟

(6) الدراسات السابقة/

وفقًا لكتاب مختلفين مثل: (بولك وسابينزا 2009/ جيلكريست وآخرون 2005/ بيكر ورغلر 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 تفاؤلاً بشأن الشركة فإنهم يميلون إلى الاستثمار بشكل أكبر، أي أنه وفقًا للدراسات السابقة يصبح المستثمرون متفائلين عندما ترتفع قيمة السوق ولذلك يفترضون الاستمرارية. 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 وبالتالي ليس من الممكن تحديد ما إذا كان تطوير حوكمة الشركات له تأثير إيجابي على ثقة المستثمرين في جميع الأوضاع المؤسسية إلا أنه وفقًا 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 تقدم الحجة من خلال (جنسن وميكلنج 1976/ بيكر وآخرون 2003/ دونج وآخرون 2007) الذين يوضحون أنه قد يعزز المساهمين المسيطرين مصالحهم على حساب مساهمي الأقلية.

(7) المنهجية وطرق البحث/

الغرض من هذه الدراسة هو فحص تأثير حوكمة الشركات وتطورها على ثقة المستثمرين في الشركات غير المالية المدرجة في تداول السوق الرئيسي (تاسي) خلال العام 2023م وقد تم الاستعانة ببعض المعايير من أجل تضمين الشركة في العينة النهائية كأن يكون تاريخ إدراجها خلال العام 2023م وتكون لائحة حوكمة الشركات والمعلومات المالية المتاحة من نشرة الإصدار لمدة ثلاث سنوات وقد تم تطبيق هذه المعايير على مجتمع الدراسة للأسباب التالية:

- تحديد نطاق الفحص بالفترة التي تلت تأثير فايروس كورونا كون أثارها امتدت خلال السنوات من 2020 وحتى مطلع

العام 2022.

- كما تم تحديد نطاق عينة الدراسة على الشركات غير المالية المدرجة في تداول وتحديدًا في السوق الرئيسي (تاسي) كون الشركات المالية كالبنوك وشركات التأمين وشركات التمويل في المملكة لديها لائحة إضافية لحوكمة الشركات ويتم تقديمها من قبل البنك المركزي في المملكة العربية السعودية.
- 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 وهذه المتغيرات لها خصائص مختلفة فيما يتعلق بالبيان المالي وقياس الربحية وتقييم السيولة وهيكّل رأس المال وبعبارة أخرى تختلف "خصائص الاستحقاق في الشركات المالية عن الشركات الأخرى" (بيكرس وآخرون 2011/ وانج شين 2011/ مؤسسة النقد العربي السعودي 2022).
- تساعد بيانات العينة على تغطية أثر الفترة التي تلت الانظمة والتحديثات الإلزامية لتطبيق لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية، وهذا أيضًا لتحقيق المدى الذي أدى فيه تطوير وتنظيم حوكمة الشركات في المملكة إلى تعزيز ممارسات حوكمة الشركات والتي بدورها عززت ثقة المستثمرين.

تعتمد هذه الدراسة على آليات حوكمة الشركات التي اعتمدها (براون وكابلور 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.

كما تم اختيار أربعين (40) مؤشراً لحوكمة الشركات بناءً على ورقة بحثية مقدمة من د. زهرة الناصر 2022، وصنفت هذه المؤشرات ضمن محاور رئيسية وفرعية حيث تتكون المؤشرات الفرعية من 3 مؤشرات للملكية و 18 عاملاً لمجلس الإدارة ولجانته و 19 عاملاً للشفافية والمساءلة. ووفقاً (لهو 2005) فإن فحص أحكام حوكمة الشركات الفردية قد لا يعكس تأثير حوكمة الشركات تمامًا 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 الأفضل للشركة ويوضح الجدول التالي بناء هذه المتغيرات:

م	الرمز	المتغير
هيكل الملكية		
1	FAMC	ملكية العائلة
3	STATC	ملكية الحكومة
3	INSTITU	الملكية المؤسسية
خصائص مجلس الإدارة		

4	BSIZE	حجم مجلس الإدارة
5	FD	أنثى
6	RD	القريب
7	IND	أعضاء مجلس إدارة مستقلين
8	IND50	يمثل أعضاء مجلس الإدارة المستقلون وغير التنفيذيين أكثر من 50٪ من أعضاء مجلس الإدارة
9	MEET	تعقد اجتماعات مجلس الإدارة مرة كل ربع سنة
10	MEET4	مجلس الإدارة تعقد أكثر من 4 اجتماعات في السنة
لجان مجلس الإدارة		
11	AUDITSIZE	حجم لجنة المراجعة
12	AUDITID	لجنة المراجعة مستقلة
13	AUDITMEET	اجتماع لجنة المراجعة
14	AUDITMEET4	اجتماع لجنة المراجعة أكثر من 4 مرات في السنة
15	AUDIT	لجنة المراجعة
16	AUDITF	الإعضاء الذين لديهم خلفية مالية / محاسبية في لجنة المراجعة
17	AUDITIND	استقلالية رئيس لجنة المراجعة
18	AUDITREVIEW	تقوم لجنة التدقيق المراجعة بالإشراف على التدقيق الداخلي ومراجعة الإجراءات المحاسبية
19	REM	لجنة المكافآت والترشيحات
20	REMCHAIR	رئيس لجنة المكافآت والترشيحات والتعيينات عضو مستقل
21	BIG4	شركة تدقيق الكبيرة 4-Big
22	CODE	تغيير في لائحة حوكمة الشركات
الشفافية والمساءلة		
23	ANNUALCG	يتضمن التقرير السنوي للشركة قسماً عن أداء الشركة في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات
24	MISSIONCG	رسالة الشركة فيها الأولوية للحوكمة الرشيدة للشركات؟
25	CLEAR	التقارير الواضحة والغنية بالمعلومات
26	AR/EN	تمتلك الشركة موقع إلكتروني باللغة العربية والإنجليزية
27	INTERN	الحسابات تتبع معايير المحاسبة المقبولة دولياً
28	FULL	الإفصاح الكامل عن ممارسات حوكمة الشركات
29	DISCLOSEB	الكشف عن السير الذاتية الكاملة لأعضاء مجلس إدارتها
30	DISCLOSEREM	الإفصاح عن مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والموظفين التنفيذيين
31	TRAINING	برنامج تدريبي حول حوكمة الشركات
32	CGC	لائحة حوكمة الشركة

33	MINI	تقدم مساهمو الإقلية من أي وقت مضى إلى أي محكمة ضد الشركة في السنوات الخمس الماضية
34	GM	هل جميع المعلومات اللازمة للاجتماعات العامة متاحة قبل الإجتماعات العامة؟
35	CONTROV	إذا كان هناك أي مخالفات 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؟
36	WHISTLE	سياسة الإبلاغ عن المخالفات في الشركة
37	RELATION	مكتب علاقات المستثمرين
38	CALL	يحق لأصحاب الاسهم عقد اجتماعات عامة
39	Voting	طرق التصويت يمكن الوصول إليها بسهولة
40	WINNING	الحصول على جائزة في حوكمة الشركات

(8) أدوات الدراسة (أدوات جمع البيانات)

في هذه الدراسة سنستخدم معلومات حوكمة الشركات التي تم الحصول عليها من التقارير السنوية للشركات والتي كانت متاحة إما من خلال موقع الشركة أو من خلال موقع تداول ومؤشرات السوق الرئيسي (تاسي) كما ان البيانات المالية التي تم جمعها من خلال نشرات الاصدار او من تقارير هيئة السوق المالية او هيئة الاحصاء بالمملكة العربية السعودية بالاضافة الى الابحاث والتقارير للمحللين والشركات المالية.

إن ثقة المستثمرين هي المتغير الرئيسي لهذه الدراسة ويمكن تمثيل ثقة المستثمرين في سلوك المستثمر مثل حجم التداول وفجوة العرض والطلب. كما تشير ثقة المستثمرين إلى المؤشر الذي يمكن بناؤه من الموقف الكلي في مجتمع الاستثمار في أي وقت من الأوقات ويمكن أن يكون قياس مؤشر قيمة السهم صعوداً أو هبوطاً بشكل مفرط. وعليه تم إجراء بعض المقابلات الشخصية مع بعض المستثمرين الذين تتجاوز مدد استثماراتهم على 10 سنوات وتكون استثماراتهم على الأقل 60% من الاسهم المحتفظ بها (تم إستثناء الاستثمار بغرض المضاربة) وقد تم توجيه أسئلة البحث خلال المقابلات وفقاً لإستبيان محدد مسبقاً، وتم استخدام هذه المقابلات كوسيلة للتعرف على الأساليب والمنهجيات التي تم اعتمادها في الدراسة وذلك من خلال الحصول على رؤية مفصلة لدرجة الثقة من اشخاص وشركات استثمارية ذات خبرة مباشرة في هذا المجال.

(9) مجالات الدراسة (بشري، مكاني، زمني)

الحدود البشرية : عمل مقابلات مع بعض المستثمرين.

الحدود المكانية : ستتم المقابلات في مدينة الرياض بالمملكة العربية السعودية.

الحدود الزمنية : العمل على اعداد الدراسة مطلع العام 2024 عن الفترة من 2023/1/1م وحتى 2023/12/31م.

To be continued