

اثر الحاكمية المؤسسية على أداء الشركات المدرجة في الاسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي

عبدالمطلب محمد مصلح السرطاوي*

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر الحاكمية المؤسسية على أداء الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، وتحديد مستوى، ومدى التفاوت بين هذه الشركات في تطبيق الحاكمية. ولتحقيق هذه الأهداف تم تحليل البيانات المالية المنشورة لـ 240 شركة من شركات القطاع المالي- البنوك، الاستثمار، والتأمين- المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي. وقد اظهرت نتائج الدراسة وجود مستوى كاف من الالتزام بمبادئ الحاكمية المؤسسية بالرغم من تباين مستوى تطبيقها، وكذلك أظهرت النتائج وجود أثر للالتزام بتطبيق مبادئ الحاكمية على بعض مؤشرات الأداء. لكون الحاكمية المؤسسية تعد مبدأ مهما يسهم في حماية حقوق حملة الأسهم؛ فإن نتائج هذه الدراسة تقدم دليلاً عملياً للجهات التشريعية والمنظمة في دول مجلس التعاون الخليجي على ضرورة توحيد الجهود نحو ايجاد مقياس ودليل موحد للحاكمية المؤسسية صالح للتطبيق في دول مجلس التعاون الخليجي، وكذلك ضرورة قيامهم بتوعية المجتمع بأهمية الالتزام بمبادئ الحاكمية المؤسسية لضمان الممارسة الصحيحة لمبادئها .

الكلمات الدالة: الحاكمية المؤسسية، الأداء المالي، الأداء التشغيلي، أداء الأسهم، دول مجلس التعاون الخليجي.

المقدمة

بمنعها للتلاعب والتحريف والخداع، وبتخفيضها للأثر السلبي لظاهرة عدم تماثل المعلومات (زيدان، 2005 و Tomyeva و Wereko& (2012) الأمر الذي من شأنه تحقيق مصلح مختلف الأطراف، وتحسين كفاءة استغلال الموارد وتوجيهها لخدمة المنظمة وتحقيق أهدافها (ياسين، 2008).

ويمكن للحاكمية المؤسسية من خلال تحسين الإطار القانوني والنظامي للمنظمة توجيه حركة النشاط الاقتصادي بكل من المجتمع المحلي والمجتمع الدولي (أبو عمشة، 2011)؛ إذ إن الحاكمية المؤسسية الملائمة تؤثر على القرارات الإستراتيجية بالمنظمة، وترشد من ممارسات المحاسبين العاملين بالشركات، وتعزز من استقلالية مدقق الحسابات الخارجي وتحسن مستوى أدائه، وتحسن آلية اتخاذ القرارات الاستثمارية من قبل المستثمرين من خلال تعزيز واستعادة ثقتهم بالقوائم والتقارير المالية وما تعبر عنه من معلومات الأمر الذي من شأنه تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية، ومساعدة الحكومات على رسم السياسات المستقبلية بما يحقق الرفاه الاجتماعي والنمو الاقتصادي (بشير، 2003، و Eugene, & Jensen, 2009).

تعد الحاكمية المؤسسية بمبادئها، وإجراءاتها المختلفة من مفرزات انفصال الملكية عن الإدارة وظهور نظرية الوكالة، فالحاكمية المؤسسية أبعد من كونها ردة فعل على أزمات مالية هنا أو هناك (حمدان، 2012). وبالرغم من ذلك إلا أن تبلور مفهوم الحاكمية المؤسسية وانتشارها ارتبط بظهور المشكلات المالية التي تعرضت لها كبريات الشركات العالمية، وما تلاه من مطالبات بضرورة وجود مجموعة من الضوابط والأعراف والمبادئ الأخلاقية والمهنية بهدف تحقيق الثقة والمصداقية في المعلومات الواردة بالقوائم المالية (سليمان، 2006). إذ إن الحاكمية المؤسسية الجيدة توفر لمجلس الإدارة الحوافز المناسبة لبلوغ الأهداف، وتحسن من فعالية الإجراءات الرقابية

* أستاذ المحاسبة المساعد، الجامعة الأهلية، كلية المال والأعمال، قسم المحاسبة والاقتصاد، مملكة البحرين.

amasartawi@hotmail.com.

تاريخ استلام البحث 2014/2/23 وتاريخ قبوله 2015/3/18.

أهمية الدراسة

تعد دول مجلس التعاون الخليجي من أنشط الأسواق المالية العربية؛ من وجهة نظر المحللون الماليون، والمستثمرون، والباحث، ومن أقل الأسواق تأثراً بتداعيات الأزمة المالية العالمية (Al-Shammari & Al-Sultan, 2010) كوحدة واحدة مقارنة بباقي دول العالم، وعليه فإن هذه الدراسة تعد مهمة لتسليطها الضوء على الحاكمية المؤسسية ودورها في أداء الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي؛ إذ إن تحديد مستوى الحاكمية المؤسسية سيغطي مؤشرات مهمة حيال طبيعة ونوعية المعلومات المالية التي تؤثر في طبيعة القرارات الاستثمارية المستقبلية في منطقة الخليج العربي ككل مما يساعد الجهات التشريعية، والرقابة المنظمة والمشفرة على عمل هذه الأسواق في تطويرها من خلال إصدار دليل موحد للحاكمية المؤسسية في دول مجلس التعاون الخليجي يعزز من استفادتها من نتائج تجاربها الفردية في هذا المجال.

وتعد هذه الدراسة مهمة أيضاً لأنها ستعطي مؤشرات تعد هي الأولى من نوعها في دول مجلس التعاون كوحدة واحدة حول علاقة الحاكمية المؤسسية بالأداء، مما سيوفر دليلاً إضافياً للجهات المهتمة بالأسواق المالية الخليجية؛ من مستثمرين وشركات وجهات تشريعية ورقابية وتنظيمية على أهمية الحاكمية المؤسسية ودورها في تحسين واستعادة ثقة المساهمين والمستثمرين في الشركات المدرجة ونتائج أعمالها. الأمر الذي من شأنه أن يحسن من عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية كون الحاكمية المؤسسية الجيدة تعد مدخلاً مهماً في عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية والاستثمارية (الجيدي، 2007) ليس على مستوى المستثمرين الأفراد بل على مستوى الدول والتحالفات الاقتصادية كونها تعكس مدى جاهزية وازدهار البيئة الاقتصادية فيها، مما يعزز آفاق التعاون الاقتصادي ويرفع من قدرتها كوحدة واحدة في توحيد التعليمات الناظمة للعمل فيها؛ الأمر الذي من شأنه أن يعكس على تعزيز ثقة المستثمرين ومساعدة هذه الدول في تحقيق معدلات نمو متسارعة (Liu, 2006).

لما للحاكمية المؤسسية من أهمية بالغة في تحسين أداء الشركات العاملة في المجتمع ولدورها في تحقيق النمو الاقتصادي، ولكون دول مجلس التعاون الخليجي من الدول التي حققت قفزات نوعية في معدلات نمو الناتج القومي الإجمالي خلال العام 2010 (IMF, 2011)، ولما تتبناه حكومات هذه الدول من خطط إستراتيجية تسعى من خلالها لجعل دولها في قلب العالم التجاري والمالي من خلال توسيع دور القطاع الخاص وزيادة وتنوع القطاعات والمجالات الاقتصادية والاستثمارية، فإن هذه الدراسة تسعى إلى بيان أثر الحاكمية المؤسسية على مؤشرات الأداء للشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

مشكلة الدراسة

ان التطبيق الجيد للحاكمية المؤسسية يمكن الشركات من تخفيض جملة من المخاطر التي تواجهها ويمكنها كذلك من الاستمرارية والمنافسة، مما ينعكس على قيمة أسهمها ويؤثر في حجم تداولها؛ حيث أشار النجار 2014 بأن للحاكمية المؤسسية تأثيراً ضمناً يسهم في تحسين حجم وقيمة التداول على اسهم الشركات من خلال رفع سوية القرارات الادارية فيها مما ينعكس ايجابياً على جودة الانتاج الخدمات. وتسهم كذلك الحاكمية المؤسسية في تحسين طبيعة المعلومات المفصح عنها من حيث الجودة والحيادية بما يضمن فرصاً متكافئة لمتخذي القرارات الاستثمارية (Al-Shammari & Al-Sultan, 2010) وعليه فإن مشكلة هذه الدراسة تتمثل في الإجابة على التساؤلات التالية:

1. ما هو مستوى الحاكمية المؤسسية في الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي؟
2. هل يوجد تفاوت في مستوى تطبيق الحاكمية المؤسسية بين الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي؟
3. هل تسهم الحاكمية المؤسسية في تحسين مؤشرات الأداء - المالي، والتشغيلي، وأداء الأسهم - للشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي؟

أهداف الدراسة

- يتمثل الهدف الرئيس لهذه الدراسة في سعيها لبيان أثر الحاكمية المؤسسية على الأداء في الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي كهدف رئيس تندرج تحته جملة من الأهداف الفرعية:
1. تحديد مستوى الحاكمية المؤسسية في الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.
 2. بيان مدى التفاوت في مستوى تطبيق الحاكمية المؤسسية بين الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.
 3. التعرف الى أثر الحاكمية المؤسسية في تحسين مؤشرات الأداء - المالي، والتشغيلي، وأداء الأسهم- في الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

الإطار النظري

يتناول الباحث في هذا الجزء من الدراسة الإطار النظري والدراسات السابقة، واهم ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة، وكذلك التعريفات الإجرائية.

أ. الإطار النظري والدراسات السابقة:

تعرف الحاكمية المؤسسية على أنها الأسلوب أو الآلية التي تدار وتراقب من خلاله الوحدة الاقتصادية (MacMillan and Downing, 1999)، فبذلك تعد الحاكمية المؤسسية أداة لتوزيع وتدرج السلطات والمسؤوليات، ووسيلة لضمان حقوق أصحاب الحقوق المختلفة في داخل الوحدة الاقتصادية. الأمر الذي من شأنه خفض حدة تعارض المصالح، وجذب الاستثمارات بشتى أنواعها سواء كانت فردية أم مؤسسية (Chung & Zhang, 2011). وتؤثر كذلك الحاكمية المؤسسية في مستويات الإفصاح وجودته وفي طبيعة السياسات المتعلقة به (حمدان، 2012، و ياسين، 2008، و Lara et al., 2009)؛ بحيث إذا انخفضت الملكية العائلية وزادت رقابة الجهات الإشرافية ارتفعت جودة التقارير المالية وزادت درجة الثقة فيها (Klai&Omri, 2011). وذلك لما للحاكمية المؤسسية من أثر مهم في تحسين عمل مدقق الحسابات الخارجي وزيادة درجة الثقة بعمله وتعزيز استقلاليته (حمدان ومشتهى، 2011)، ولا يقتصر ذلك الأثر

على التدقيق الخارجي بل يمتد لعمل المدقق الداخلي عبر زيادة التزامه بميثاق أخلاقيات مهنة التدقيق الداخلي، وزيادة الالتزام بمعاييرها وتطوير أدائه المهني، وتحسين ممارساته وأساليبه المتبعة (زريقات، 2011). هذا ويعزز المستوى الجيد من الحاكمية المؤسسية في قدرة الوحدة الاقتصادية على الاستمرار (Kocmanova, et al., 2011)؛ لأنها تعد أداة مهمة في مواجهة وإدارة المخاطر بينائها وتحديدها للصلحيات، وتفعيلها لنظام الرقابة الداخلية، وبما تكفله من حماية لحقوق المساهمين بحفاظها على موارد الوحدة الاقتصادية (أبو عمشة، 2011).

بناء عليه يتضح لنا بأن الحاكمية المؤسسية تؤثر في الوحدة الاقتصادية التي تطبق بها من نواح عدة، مما ينعكس على مؤشرات الأداء فيها (Brown & Caylor, 2004)، و (Weir et al., 2011)، ويحسن من عملية اتخاذ القرارات (السرطاوي وحمدان، 2012). وقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة السابقة بين الحاكمية المؤسسية والأداء فقد أشار (Ibrahim & Abdul Samad, 2011) في دراستيهما إلى أن الشركات العائلية تحقق معدل عائد على الملكية أفضل من الشركات غير العائلية، غير أن آليات الحاكمية المؤسسية كحجم مجلس الإدارة، وازدواجية الأدوار، واستقلالية أعضاء مجلس الإدارة لها تأثير مهم على الأداء في الشركات غير العائلية. وأكد كل من (Brown et al., 2008)، والجعيدي، 2007 و (Gurbuz et al., 2010) على أن وجود بعض آليات الحاكمية المؤسسية كالمستثمرين المؤسسين والخصائص الجيدة لأعضاء مجلس الإدارة، ولجان التدقيق يتركزاً إيجابياً على الأداء المالي والتشغيلي في الشركة، وعلى أداء الأسهم؛ بحيث تتأثر القيمة السوقية المضافة للشركة ومعدل العائد على استثماراتها، وهامش صافي الربح، والعائد التشغيلي على الأصول، ومعدل العائد على السهم العادي بدرجة متفاوتة وفقاً لنوع القطاع الذي تنتمي له الشركة. أما (AI-Shammari & Al-Sultan, 2010) فقد بين بأن الحاكمية المؤسسية المطبقة في الشركات الكويتية -عينة دراسته- لا تؤثر فقط بمؤشرات أداء الشركة بل تدفعها إلى التحسين في مجالات بهدف كسب ثقة مستخدمي تقاريرها المالية من خلال تزويدهم بالمعلومات الملائمة لاتخاذ القرارات وبشكل عادل؛ إذ

الداخلية والخارجية بما يسهم في حماية حقوق المساهمين وهذا ما تحققة الحاكمية المؤسسية الجيدة (السرطاوي، 2013). وما يميز هذه الدراسة في هذا المجال كذلك تركيزها من خلال أهدافها على توحيد ممارسات الحاكمية المؤسسية عن طريق تقديم دليل ملموس لمتخذي القرار في دول مجلس التعاون على أهمية إيجاد دليل موحد للحاكمية المؤسسية بما يخدم البيئة الاستثمارية في هذه الدول. وتتميز هذه الدراسة كذلك في تركيزها على القطاع المالي في دول مجلس التعاون إذ يشكل هذا القطاع ما نسبته 36% من إجمالي الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

ت. التعريفات الإجرائية:

أولاً: الأداء المالي: لأغراض هذه الدراسة فإن الأداء المالي يتمثل في المؤشرات المتعلقة بتقييم أداء الشركة من الناحية المالية كاحتساب القيمة السوقية المضافة (Market Value Added)، ومعدل العائد على الاستثمار (Return on Investment).

ثانياً: الأداء التشغيلي: لأغراض هذه الدراسة فإن الأداء التشغيلي يتمثل في المؤشرات المتعلقة بتقييم بفعالية الشركة في استغلال مواردها المتاحة كاحتساب هامش صافي الربح (Net Profit Margin)، ومعدل العائد على الأصول (Return on Assets).

ثالثاً: أداء الأسهم: لأغراض هذه الدراسة فإن أداء الأسهم يتمثل في المؤشرات المتعلقة بتقييم مدى كفاءة الشركة في تحقيق عوائد مرتفعة لحملة الأسهم كاحتساب العائد على السهم العادي (Earning Per Shear).

منهجية الدراسة:

يتناول الباحث في هذا الجزء من الدراسة بشيء من التفصيل مجتمع الدراسة، وأسلوب اختيار العينة، وفرضيات ونماذج الدراسة وتعريف متغيراتها وأساليب قياسها.

أ. مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات:

تكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي والبالغ عددها حتى نهاية العام 2013 (697) شركة مدرجة، ولأهداف هذه الدراسة فقد تم اقتصار عينة الدراسة على شركات القطاع

إن الشركات التي تلتزم بتطبيق الحاكمية المؤسسية ستكون أكثر ميلاً للإفصاح وبشكل طوعي، وبأن لبعض مبادئ الحاكمية المؤسسية كجان التدقيق مثلاً دوراً أكثر وضوحاً في هذا الاتجاه .

بالإضافة لما سبق فقد استنتج العديد من الباحثين في مجال الحاكمية المؤسسية مجموعة من العلاقات الدالة التي تربط ما بين الحاكمية المؤسسية ونسب التحليل المالي للشركة، فقد بين كل من (Tang & Wang, 2011)، و (Chung et al. 2010) بأن التطبيق السليم للحاكمية المؤسسية يسهم في زيادة وتحسين سيولة الشركة. إذ أشاروا إلى أن زيادة مستويات الحاكمية (1%) يسهم في زيادة نسبة مبيعات الشركة السنوية بنسبة (1.2%)، مما يعكس على زيادة نسبة التدفقات النقدية للشركة من الأنشطة التشغيلية ويحسن من سيولتها وقدرتها على مواجهة أية متطلبات مالية مستقبلية طارئة. وكذلك فإن هذه الزيادة في المبيعات تعني وجود نمو حقيقي بالأرباح لا تكون الشركات معه بحاجة على ممارسة سياسات إدارة الأرباح فقد بين (Kang & Kim, 2011) بأن الشركات التي تتمتع بنظام حوكمة راسخ كانت أقل ميولاً تجاه ممارسات إدارة الأرباح. وهذا يعتبر دليلاً إضافياً على دور الحاكمية المؤسسية في تحسين أداء الشركة ككل، فالشركات التي أعادت تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية لم تكن مستويات أدائها جيدة، ولم تكن توقعات المستثمرين تجاهها ملائمة بعكس الشركات التي احتفظت بمستويات جيدة من الحاكمية مما حقق لها مزيداً من التوجهات الاستثمارية، والمؤشرات المالية المرتفعة وذلك بحسب ما أشار إليه كل من (Mahmood & Abbas, 2011، و Cheung et al., 2011).

ب. أهم ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة:

تمتاز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في كونها تسلط الضوء على الحاكمية المؤسسية في دول مجلس التعاون الخليجي ككل وليس دولة واحدة منها، وذلك نظراً لتشابه البيئة التمويلية والاستثمارية والبنى السياسية والاقتصادية في هذه الدول كونها تلتزم بالاتفاقيات المبرمة بينها فيما يتعلق بالتنمية الاقتصادية والتي يعتبر من أهم مكوناتها توفير بيئة استثمارية تتسم بالاستقرار من خلال بيئة تشريعية داعمة للاستثمارات

(240) شركة مدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي. الجدول رقم (1) يظهر توزيع عينة الدراسة على الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي وفقا للقطاع المالي، والشركات المستنثة وصولاً لعينة الدراسة. وقد تم جمع بيانات الدراسة من خلال مراجعة البيانات المالية والإفصاحات الأخرى المتعلقة بالشركات في قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

المالي المكون من البنوك، والاستثمار، والتأمين حيث إن عدد شركات هذا القطاع يشكل حوالي 36% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي وتم اختيار الشركات في عينة الدراسة من القطاعات الثلاث على أساس توفر البيانات اللازمة لقياس متغيرات الدراسة، وقد تم استثناء (12) شركة من شركات عينة الدراسة لعدم توفر البيانات الكافية عنها، ليصبح مجموع عينة الدراسة

جدول (1)

العينة	المستنثاة	الشركات المدرجة وفقا للدولة							توزيع عينة الدراسة القطاع
		OMA	BAH	QAT	KSA	KUW	UAE		
							ABDM	DUM	
66	2	8	9	8	9	9	13	12	البنوك
97	5	21	11	4	2	52	3	9	الاستثمار
77	5	2	5	5	33	7	17	13	التأمين
240	12	31	25	17	44	68	33	34	المجموع

تابع رئيس على مجموعة من المتغيرات الفرعية التابعة المتمثلة في الأداء المالي، والأداء التشغيلي، وأداء الأسهم؛ بحيث سيصار إلى فحص مدى تأثيرها ايجابياً بمبادئ الحاكمة المؤسسية، ولهذا فإن فرضية الدراسة الرئيسية الثانية تم صياغتها على النحو الآتي:

H₀₂: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحاكمة المؤسسية في تحسين أداء الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

ومن أجل اختبار هذه الفرضية وكما تم الإشارة له سابقاً فقد تم بناء مجموعة من النماذج الرياضية بالاعتماد على مبادئ الحاكمة المؤسسية -المتعلقة بصفات مجلس الإدارة - كمتغيرات مستقلة في نماذج الدراسة، وأداء الشركة - المالي، والتشغيلي، والأسهم - كمتغيرات تابعة، ودعم نموذج الدراسة كذلك بعدد من المتغيرات الضابطة؛ لضبط العلاقة بين المتغيرات، وتقليل نسبة الخطأ العشوائي في النموذج وصولاً إلى أفضل تمثيل للعلاقة بين مبادئ الحاكمة المؤسسية والأداء، ويمكن كتابة نموذج الدراسة الرياضي الرئيس، والذي

ب. تطوير فرضيات الدراسة والنماذج الرياضية:

بالاعتماد على أهداف وعناصر مشكلة الدراسة، وبالاعتماد على ما تم التطرق إليه في الإطار النظري حول قدرة الحاكمة المؤسسية ودورها في تحسين أداء الشركات، فإنه يمكننا بناء الفرضيات الآتية:

فرضية الدراسة الرئيسية الأولى:

وجهت هذه الفرضية لقياس مدى وجود اختلاف في تطبيق مبادئ الحاكمة المؤسسية بين شركات العينة، وذلك لربط مستوى التطبيق بقدرة الحاكمة المؤسسية في التأثير على الأداء باختلاف القطاعات التي تنتمي لها الشركات وعليه فإنه تم صياغة هذه الفرضية على النحو الآتي:

H₀₁: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في مستوى تطبيق الحاكمة المؤسسية بين الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

فرضية الدراسة الرئيسية الثانية:

تسعى هذه الفرضية لدراسة العلاقة بين مبادئ الحاكمة المؤسسية، وأداء الشركة، حيث يقتصر أداء الشركة كمتغير

يخدم الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة كما يأتي:

ويمكن توضيح النموذج الرياضي الداعم لهذه الفرضية كما

$$MVA_i = \beta_0 + \beta_1 OLSH_i + \beta_2 SBoard_i + \beta_3 OThLSh_i + \beta_4 IndepB_i + \beta_5 ChCSEO_i + \beta_6 PManager_i + \beta_7 CSize_i + \beta_8 Leverage_i + \sum_{k=1}^{n=3} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \quad (1.1)$$

$$Perf_i = \beta_0 + \beta_1 OLSH_i + \beta_2 SBoard_i + \beta_3 OThLSh_i + \beta_4 IndepB_i + \beta_5 ChCSEO_i + \beta_6 PManager_i + \beta_7 CSize_i + \beta_8 Leverage_i + \sum_{k=1}^{n=3} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \quad (1)$$

حيث إن: MVA_i: المتغير التابع الفرعي الأول: القيمة السوقية المضافة للشركة (i).

حيث: Perf_i: تعبر عن المتغير التابع الرئيس: أداء الشركة (i).

H02.2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحاكمية المؤسسية في تحسين العائد على الاستثمار للشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي. ويمكن توضيح النموذج الرياضي الداعم لهذه الفرضية كما يلي:

وتعبر β_0 : (قيمة الثابت في النموذج) عن مستوى الأداء للشركة دون أخذ أثر عوامل الحاكمية المؤسسية والمتغيرات الضابطة الأخرى. وتعبر $\beta_{1..16}$: عن الميل للمتغيرات المستقلة والضابطة في النموذج.، فيما تعبر $OLSh_i$: عن ملكية أكبر مساهم في الشركة (i).

$$ROI_i = \beta_0 + \beta_1 OLSH_i + \beta_2 SBoard_i + \beta_3 OThLSh_i + \beta_4 IndepB_i + \beta_5 ChCSEO_i + \beta_6 PManager_i + \beta_7 CSize_i + \beta_8 Leverage_i + \sum_{k=1}^{n=3} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \quad (1.2)$$

وتعبر $SBoard_i$: عن حجم مجلس إدارة الشركة (i)، فيما تعبر $OThLSh_i$: عن ملكية أكبر المساهمين في الشركة (i). وتعبر $IndepB_i$: عن استقلالية أعضاء مجلس إدارة الشركة (i)، وتعبر $ChCSEO_i$: عن الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للشركة (i)، وتعبر $PManager_i$: عن ملكية المديرين في أسهم الشركة (i)، وتعبر $CSize_i$: عن المتغير الضابط: حجم الشركة (i)، وتعبر $Leverage_i$: المتغير الضابط: الرافعة المالية للشركة (i)، وتعبر $Sector_{i,k}$: عن المتغير الضابط: نوع القطاع الذي تنتمي له الشركة (i)، وهو يقسم إلى ثلاثة قطاعات (k=3)، وأخيرا تمثل ε_i : الخطأ العشوائي.

حيث إن: ROI_i: المتغير التابع الفرعي الثاني: معدل العائد على الاستثمار للشركة (i).

بناء على ما سبق ونظرا لكون الأداء يقاس من خلال مؤشرات مختلفة فإنه تم اشتقاق الفرضيات، والنماذج الفرعية التالية من فرضية الدراسة الثانية ونموذجها الرئيس:

ثانيا: الفرضيات، والنماذج المتعلقة بأثر مبادئ الحاكمية المؤسسية على الأداء التشغيلي: تم قياس الأداء التشغيلي من خلال هامش صافي الربح (Net Profit Margin)، ومعدل العائد على الأصول (Return on Assets)، وعليه يمكننا صياغة الفرضيات والنماذج الرياضية الآتية:

H02.3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحاكمية المؤسسية في تحسين هامش صافي ربح الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

أولا: الفرضيات، والنماذج المتعلقة بأثر مبادئ الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي: تم قياس الأداء المالي من خلال القيمة السوقية المضافة (Market Value Added)، ومعدل العائد على الاستثمار (Return on Investment)، وعليه يمكننا صياغة الفرضيات والنماذج الرياضية الآتية:

$$NPM_i = \beta_0 + \beta_1 OLSH_i + \beta_2 SBoard_i + \beta_3 OThLSh_i + \beta_4 IndepB_i + \beta_5 ChCSEO_i + \beta_6 PManager_i + \beta_7 CSize_i + \beta_8 Leverage_i + \sum_{k=1}^{n=3} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \quad (1.3)$$

H02.1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحاكمية المؤسسية في تحسين القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

H02.5: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحاكمية المؤسسية في تحسين العائد على السهم العادي للشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي. ويمكن توضيح النموذج الرياضي الداعم لهذه الفرضية كما يأتي:

$$EPS_i = \beta_0 + \beta_1 OLSH_i + \beta_2 SBoard_i + \beta_3 OThLSh_i + \beta_4 IndepB_i + \beta_5 ChCSEO_i + \beta_6 PManager_i + \beta_7 CSize_i + \beta_8 Leverage_i + \sum_{k=1}^{n=3} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \quad (1.5)$$

حيث إن: EPS_i: المتغير التابع الفرعي الخامس: معدل العائد على السهم العادي للشركة (i).

ج. أسلوب قياس متغيرات الدراسة:

إن اختيار متغيرات الدراسة وأسلوب قياسها تم بما يتوافق وما هو مفصّل عنه في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، ويظهر الجدول رقم (2) أسلوب قياس متغيرات الدراسة التابعة المتمثلة في المؤشرات المؤثرة في كل من الأداء المالي، والأداء التشغيلي، وأداء الأسهم:

حيث إن: NPM_i: المتغير التابع الفرعي الثالث: هامش صافي الربح للشركة (i).

H02.4: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحاكمية المؤسسية في تحسين العائد على أصول الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي. ويمكن توضيح النموذج الرياضي الداعم لهذه الفرضية كما يأتي:

$$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 OLSH_i + \beta_2 SBoard_i + \beta_3 OThLSh_i + \beta_4 IndepB_i + \beta_5 ChCSEO_i + \beta_6 PManager_i + \beta_7 CSize_i + \beta_8 Leverage_i + \sum_{k=1}^{n=3} \beta_k Sector_{i,k} + \varepsilon_i \quad (1.4)$$

حيث إن: ROA_i: المتغير التابع الفرعي الرابع: معدل العائد على الأصول للشركة (i).

ثالثاً: الفرضية والنموذج المتعلق بأثر مبادئ الحاكمية المؤسسية على أداء الأسهم: تم قياس أداء الأسهم من خلال العائد على السهم العادي (Earning Per Shear)، وعليه يمكننا صياغة الفرضية والنموذج الرياضي الآتي:

جدول (2)

قياس متغيرات الدراسة التابعة

المتغيرات التابعة	الرمز	التعريف، والقياس
الأداء المالي	MVA	يشير إلى الفرق بين القيمة السوقية للشركة، ورأس المال المقدم من الملاك، وتساوي (عدد الأسهم المتداولة × سعر السهم السوقي في نهاية العام) - (عدد الأسهم المتداولة × القيمة الاسمية للسهم).
	ROI	يقاس من خلال قسمة صافي الأرباح على حقوق الملاك.
الأداء التشغيلي	NPM	يشير إلى نسبة المتبقي من كل دينار مبيعات كأرباح، ويحسب من خلال قسمة صافي الربح على الإيرادات.
	ROA	يشير إلى كفاءة الإدارة في استخدام الأصول لتوليد الأرباح، ويشير كذلك إلى نسبة ربحية الشركة إلى أصولها، ويحسب من خلال قسمة صافي الربح على مجموع الأصول.
أداء الأسهم	EPS	تشير إلى حصة السهم العادي من أرباح الشركة، وتساوي (صافي الأرباح - حصة الأسهم الممتازة من الأرباح إن وجدت) ÷ المتوسط المرجح لعدد الأسهم المصدرة.

رئيس مجلس الإدارة. ويظهر الجدول كذلك المتغيرات الضابطة المتمثلة في حجم الشركة، والرافعة التشغيلية، ونوع القطاع الذي تعمل به الشركة:

ويظهر الجدول رقم (3) آلية قياس متغيرات الدراسة المستقلة المتمثلة في مبادئ الحاكمية المؤسسية كنسبة ملكية أكبر مساهم من مساهمي الشركة، وحجم مجلس الإدارة، واستقلالية أعضائه، والفصل بين مناصبي المدير التنفيذي

جدول (3)

قياس متغيرات الدراسة المستقلة، والضابطة

المتغيرات	الرمز	التعريف، والقياس
المستقلة	OLSh	يجب ألا تزيد نسبة الملكية لأكثر مساهم عن 20% من الأسهم المصدرة، في حال تحقق المبدأ تعطي الشركة الرقم (1) والا تعطي (0).
	Sboard	يجب ألا يقل عدد أعضاء مجلس الإدارة عن 7 ولا يزيد عن 13 عضو، فإذا حققت الشركة هذا المبدأ تعطي الرقم (1) والا تعطي الرقم (0).
	OThLSH	يجب ألا تزيد نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين بالشركة عن 50% من الأسهم المصدرة، في حال تحقق المبدأ تعطي الرقم (1) والا تعطي الرقم (0).
	IndepB	يجب أن يتكون مجلس الإدارة من 50% من الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين، في حال تحقق المبدأ تعطي الرقم (1) والا تعطي الرقم (0).
	ChCSEO	يجب أن يكون هناك فصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، في حال تحقق المبدأ تعطي الرقم (1) والا تعطي الرقم (0).
	PManager	يجب ألا تزيد ملكية المديرين بأسمهم الشركة عن 20% من الأسهم المصدرة، في حال تحقق المبدأ تعطي الشركة الرقم (1) والا تعطي الرقم (0).
الضابطة	CSize	اللوغارتم الطبيعي لمجموع الأصول.
	Leverage	نسبة إجمالي الأصول إلى إجمالي الالتزامات.
	Sector	نوع القطاع الاقتصادي:
		تعطي الشركة (1) إذا كانت من قطاع البنوك، والا تعطي (0).
		تعطي الشركة (1) إذا كانت من قطاع الاستثمار، والا تعطي (0).
		تعطي الشركة (1) إذا كانت من قطاع التأمين والا تعطي (0).

ثبات تباين الخطأ العشوائي ومعالجته في نماذج الدراسة باستخدام اختبار (White). يتبين لنا مما سبق بأن نماذج الدراسة الخمس الفرعية صحيحة وقادرة على قياس العلاقات التي بنيت من أجلها؛ إذ تعبر جميع المتغيرات في الطرف الأيمن عن متغيرات غير عشوائية عدا المتغير الأخير الطبيعي بمتوسط صفر وتباين ثابت يمكن التعبير عنه بـ $\varepsilon_{i,t,1}, \varepsilon_{i,t,2}, \varepsilon_{i,t,3}, \varepsilon_{i,t,4}, \varepsilon_{i,t,5}$ الذي يفترض أنه يتبع التوزيع الطبيعي

التأكد من صلاحية البيانات:

تم اختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي من خلال اختبار مدى اقتراب بيانات المتغيرات المتصلة من التوزيع الطبيعي، وتم معالجة بعضها ممن لا تقترب منه باستخدام اللوغارتم الطبيعي (Natural Log) وتبين كذلك خلو نماذج الدراسة من التداخل الخطي. أما فيما يتعلق بالارتباط الذاتي فقد تم معالجته باستخدام الـ (Lag.1)، و تم كذلك اختبار عدم

الانخفاض في مؤشرات الأداء الأخرى كالعائد على الاستثمار (ROI)، وهامش مجمل الربح (NPM)، والعائد على الأصول (ROA)، والعائد على السهم العادي (EPS) التي كانت سالبة. وكما يبين الجدول رقم (4) فإن اعتماد الشركات الخليجية على التمويل الذاتي لأصولها يبدو واضحا إذ إن متوسط قيمة الرافعة المالية لإجمالي شركات العينة بلغت (6.6%). أما فيما يتعلق بمدى تقارب المتغيرات من التوزيع الطبيعي يلاحظ بأن الالتواء (Skewness) لجميع المتغيرات لا يقترب من الصفر، والتفرطح (Kurtosis) لا يقترب من (3) وهذا يشير إلنا أن هذه المتغيرات لا تقترب من التوزيع الطبيعي. ولمقارنة مؤشرات الأداء بين القطاعات الثلاث للشركات، تم استخدام اختبار (Bonferroni) لإيجاد متوسط التمايز (Mean difference)، ضمن اختبار (OneWay ANOVA)، إذ تم مقارنة قطاع الاستثمار بالقطاعات الاقتصادية الأخرى؛ نظراً لكونه يشكل حوالي (41%) من شركات العينة ونظر لكون الدراسة لا تتسع لمقارنة كل القطاعات ببعضها البعض، وقد ظهرت النتائج كما هي بالجدول رقم (6)، وقد ظهر متوسط التمايز إلى الأعلى بينما ظهرت قيمة (p-value) أسفل منها بين قوسين، وتشير قيمة متوسط التمايز الموجبة إلى أن المقارنة كانت في صالح القطاع المقارن وهو الاستثمار.

هذه المتغيرات هي متغيرات مستقلة، أما المتغيرات التابعة في النماذج نفسها نفس التوزيع الاحتمالي للخطأ العشوائي $\varepsilon_{i,t,1}, \varepsilon_{i,t,2}, \varepsilon_{i,t,3}, \varepsilon_{i,t,4}, \varepsilon_{i,t,5}$ بتباين $\sigma_1^2, \sigma_2^2, \sigma_3^2, \sigma_4^2, \sigma_5^2$ ومتوسط هو:

$$\begin{aligned} & \beta_0 + \beta_1 \cdot \ell(OLSh_i) + \beta_2 \cdot \ell(SBoard_i) + \\ & \beta_3 \cdot \ell(OLThLSh_i) + \beta_4 \cdot \ell(IndepB_i) + \\ & \beta_5 \cdot \ell(ChCSEO_i) + \beta_6 \cdot \ell(PManager_i) + \\ & \beta_7 \cdot \ell(CSize_i) + \beta_8 \cdot \ell(Leverage_i) + \\ & \beta_k \cdot \ell\left(\sum_{k=1}^{n=3} \beta_k Sector_{i,k}\right) + 0 \quad \dots\dots\dots (2) \end{aligned}$$

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يستعرض هذا الجزء نتائج الإحصاء الوصفي، والاختبارات المستخدمة لمقارنة مؤشرات الأداء ومبادئ الحاكمية المؤسسية بين القطاعات الثلاث، والجدول (4، 5، 6) توضح النتائج المتعلقة بذلك.

أ. وصف مؤشرات الأداء:

من خلال ملاحظتنا للجدول (4) يتبين لنا بأن الشركات الخليجية حققت قيمة سوقية مضافة تفوق قيمتها الدفترية نظراً لارتفاع قيمتها السوقية مما يعتبر دليلاً على وجود مستوى جيد لأداء الشركات الخليجية خلال العام 2013؛ نظراً لكون متوسط القيمة السوقية المضافة (MVA) موجبا وبدرجة تفوق

جدول (4) مقاييس الإحصاء الوصفي

الجزء الأول: متغيرات الدراسة المتصلة Continuous variables							
المتغير	الرمز	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أكبر قيمة	الإنتواء	التفرطح
Variable	Label	Mean	SD	Minimum	Maximum	Skewness	Kurtosis
القيمة السوقية المضافة (ملايين الدولارات)	MVA	309.271	1486.831	-277.522	15256.49	22.09455	195.6514
معدل العائد على الاستثمار	ROI	-0.34688	1.3209	-8.33888	1.856475	-10.2453	44.17245
هامش صافي الربح	NPM	-2.86103	11.01398	-90.8341	38.2617	-12.4986	82.17608
معدل العائد على الأصول	ROA	-0.07493	0.496725	-4.95893	2.13675	-13.2035	128.4797
العائد على السهم العادي	EPS	-0.02498	0.596625	-8.21123	1.884225	-32.1179	447.6908
حجم الشركة (ملايين الدولارات)	CSize	13483.93	179646.2	8.98545	2677262	41.30865	615.2702
الرافعة المالية	Leverage	6.607275	31.28258	0.002775	345.5902	22.5774	210.1785
الجزء الثاني: متغيرات الدراسة المنفصلة Dichotomous variables							
المتغير	الرمز	الشركات التي حققت مبادئ الحاكمية		الشركات التي لم تحقق مبادئ الحاكمية			
Variable	Label	Frequency of 1's		Frequency of 0's			
		العدد	النسبة	العدد	النسبة		
مبادئ الحاكمية المؤسسية:		Frequency	Percent	Frequency	Percent		
نسبة ملكية أكبر مساهم من أسهم الشركة	OLSh	87	36%	153	64%		
حجم مجلس الإدارة	SBoard	196	82%	44	18%		
نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة	OThLSh	130	54%	110	46%		
استقلالية أعضاء مجلس الإدارة	IndepB	48	20%	192	80%		
الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي	ChCSEO	146	61%	94	49%		
ملكية المديرين	PManager	168	70%	72	30%		

* تشير القيمة السالبة لمتوسط التمايز إلى أن المقارنة كانت في غير صالح البنوك

ب. وصف مبادئ الحاكمية المؤسسية:

وقد اظهر التحليل كذلك - جدول (4) - وجود اختلاف في مستوى تطبيق الحاكمية المؤسسية بين القطاعات الثلاث، فقد تبين بأن ما نسبته (36%) من شركات العينة حققت المبدأ الأولى للحاكمية مقارنة بـ (64%) من الشركات التي لم تحقق هذا المبدأ. وهذا يعني بأن أكبر مساهمي الشركة تزيد ملكيته عن (20%) مما يعني احتمالية وجود سيطرة مرتفعة لأقلية مالكة على مجمل قرارات الشركة، وهذا بدوره يعطي مؤشر على ضعف دور الجهات المنظمة على عمل الشركات المدرجة، وهذا ما يؤكد نتائج تحليل المبدأ الرابع للحاكمية إذ إن (20%) فقط من إجمالي شركات

العينة أوفت بهذا المبدأ أي أن استقلالية أعضاء مجلس الإدارة منخفضة مما يمكن النظر إليه كنتيجة حتمية لتفرد كبار المساهمين. أما فيما يتعلق بباقي المبادئ فإننا نجد بأن أكثر من (50%) من الشركات حققت تلك المبادئ مما يعطي انطبعا جيدا تجاه إمكانية استجابة الشركات لأي تعليمات من شأنها تحسين مستوى تطبيق الحاكمية المؤسسية في دول المجلس. ويوضح الجدول رقم (5) مستوى تطبيق الحاكمية المؤسسية نظرا لاختلاف القطاع الاقتصادي وكذلك أظهر بأن المؤشر العام لمستوى الحاكمية المؤسسية لشركات العينة بلغ (54%) أي غالبية الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول المجلس التعاون

الاستثمار يعتبر الأفضل بالنسبة لهذين المؤشرين مقارنة بالقطاعات الأخرى. أما فيما يتعلق بمعدل العائد على الاستثمار فقد كان قطاع البنوك هو القطاع الأفضل ولكن ليس بدلالة إحصائية، وكذلك معدل العائد على الأصول فقد كانت المقارنة لصالح قطاع البنوك والتأمين ولكن ليس بدلالة إحصائية، وأخيراً فإن مقارنة العائد على السهم العادي كانت لصالح قطاع البنوك ولكن ليس بدلالة إحصائية؛ وعليه فإن الشركات التي تنتمي إلى القطاع الاستثماري في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تفوقت على باقي الشركات في القطاعات المالية الأخرى لوجود دلالة إحصائية على مستوى أدائها فيما يتعلق بالقيمة السوقية المضافة وهامش صافي الربح ولعل ذلك يعود من وجهة نظر الباحث إلى السياسات الاقتصادية التي انتهجتها دول مجلس التعاون الخليجي في جذب وتشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي.

الخليجي تفي بمبادئ الحاكمية المؤسسية وخاصة فيما يتعلق بقطاع البنوك والاستثمار فقد تماثلت في مستوى تطبيقها لمبادئ الحاكمية مقارنة بقطاع التأمين. ولعل السبب يرجع إلى وجود متابعة ورقابة أعلى على عمل كل من قطاع البنوك وقطاع الاستثمار في دول مجلس التعاون الخليجي مقارنة بقطاع التأمين إذ يوجد دليل خاص بالحاكمة المؤسسية في غالبية دول مجلس التعاون صادر عن البنوك المركزية فيها لتنظيم عمل البنوك، وكذلك لحرص الدول على توسيع القطاع الاستثماري وفرض رقابات عليه.

ج. مقارنة مؤشرات الأداء:

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي لمؤشرات الأداء بالنسبة للقطاعات التي تنتمي لها الشركات الجدول رقم (6) بأن متوسط التمايز بالنسبة للقيمة السوقية المضافة وهامش صافي الربح جاءت جميعها موجبة وذات دلالة إحصائية، وقد كان قطاع

جدول (5)

التكرارات والنسب المئوية لمدى تحقق مبادئ الحاكمية المؤسسية في القطاعات الاقتصادية

القطاع								الحاكمة المؤسسية
المؤشر العام للحاكمة		التأمين		الاستثمار		البنوك		
متحقق	غير متحقق	متحقق	غير متحقق	متحقق	غير متحقق	متحقق	غير متحقق	
153	87	54	23	56	41	43	23	OLSh
46%	36%	70%	30%	58%	42%	65%	35%	
44	196	0	77	44	53	0	66	SBoard
18%	82%	0%	100%	45%	55%	0%	100%	
110	130	43	34	25	72	42	24	OThLSh
46%	54%	56%	44%	26%	74%	64%	36%	
192	48	54	23	72	25	66	0	IndepB
80%	20%	70%	30%	74%	26%	100%	0%	
94	146	43	34	44	53	7	59	ChCSEO
49%	61%	56%	44%	45%	55%	11%	89%	
72	168	43	34	15	82	14	52	PManager
30%	70%	56%	44%	15%	85%	21%	79%	
665	775	237	225	256	326	172	224	الإجمالي
46%	54%	51%	49%	44%	56%	43%	57%	

* للأعلى عدد الشركات التي حققت مبدأ الحاكمية المؤسسية، ولأسفل النسبة المئوية.

جدول (6)

المقارنات المتعددة لأداء الشركات الخليجية ومبادئ الحاكمية المؤسسية

القطاعات الاقتصادية مقارنة بقطاع الاستثمار			السمة المقارنة
F-Test	التأمين	البنوك	
Oneway ANOVA – Bonferroni			مقارنة مؤشرات الأداء:
7.473	1,384,517,227	1,399,859,117	MVA
(0.000)	(0.000)	(0.000)	
2.8775	0.012	0.241	ROI
(0.003)	(0.506)	(0.337)	
1.553	0.930	2.197	NPM
(0.056)	(0.805)	(0.640)	
2.373	-0.006	0.098	ROA
(0.004)	(0.478)	(0.675)	
1.005	0.008	0.126	EPS
(0.246)	(0.762)	(0.397)	
Oneway ANOVA – LSD			مقارنة مبادئ الحاكمية المؤسسية:
1.313333	-0.04	-0.0725	OLSh
(0.11167)	(0.695)	(0.49667)	
3.705833	0	0.383333	SBoard
0	(0.62917)	(0.00667)	
1.210833	-0.07917	-0.15583	OThLSh
(0.14667)	(0.585)	(0.24833)	
2.6225	-0.23833	-0.21667	IndepB
(0.00167)	(0.19917)	(0.11333)	
2.900833	0.383333	0.290833	ChCSEO
(0.00083)	(0.04833)	(0.03833)	
2.24	0.290833	0.05167	PManager
(0.00667)	(0.11583)	(0.59417)	
2.293333	0.065833	0.03	مؤشر الحاكمية المؤسسية
(0.00583)	(0.48667)	(0.61083)	

* للأعلى قيمة متوسط التمايز (Mean difference)، ولأسفل بين قوسين (p-value).

** جميع الاختبارات تمت عند مستوى ثقة 99%.

الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي بمبادئ الحاكمة المؤسسية إذ انه من الجدول (7) يتبين لنا بأن قيمة (Z-test) المحسوبة كانت أكبر من قيمتها المجدولة وذلك عند مستوى دلالة إحصائية 99%. أما فيما يتعلق باختبار الفرضية الأولى المتعلقة بمدى تفاوت الشركات بتطبيق مبادئ الحاكمة المؤسسية، فقد تم استخدام اختبار ذو الحدين (Binomial test)؛ إذ نصت الفرضية العدمية على أنه: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق مبادئ الحاكمة المؤسسية بين الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

$$H_0 : p = p(\text{high - CorpGov}) = 0.5 \text{ and } q = p(\text{low - CorpGov}) = 0.5$$

وقد أظهرت نتائج الاختبار - الجدول (7) - بأن 36% من الشركات تطبق المبدأ الأول بينما 64% منها تقريباً لم تلتزم بتطبيقه، إضافة على انخفاض الوسط الحسابي لهذا المبدأ إلى أقل من 50%، وكذلك فقد انخفضت قيمة (p-value) عن مستوى الدلالة الإحصائية البالغة 5%؛ مما يشير إلى وجود تفاوت في مستوى التزام الشركات بتطبيق هذا المبدأ المتعلق بتحديد نسبة ملكية أكبر مساهم في أسهم الشركة، وهذه النتيجة تنطبق على المبدأ الرابع المتعلق باستقلالية أعضاء مجلس الإدارة. أما بالنسبة للمبادئ الأخرى فقد لوحظ وجود تقارب في مستوى التطبيق نظراً لارتفاع قيمة (p-value) عن 5%؛ مما يشير إلى رفض الفرضية البديلة وقبول الفرضية العدمية أي أنه لا يوجد تفاوت في مستوى تطبيق الشركات الخليجية لمبادئ الحاكمة المؤسسية ككل.

د. مقارنة مبادئ الحاكمة المؤسسية:

لمقارنة اختلاف مستوى دلالة التطبيق لمبادئ الحاكمة المؤسسية بين القطاعات الاقتصادية وقطاع الاستثمار، تم استخدام اختبار (LSD) لإيجاد متوسط التمايز (Mean difference)، ضمن اختبار (OneWay ANOVA)، إذ تبين من الجدول رقم (6) بأن قطاع الاستثمار يعد الأكثر التزاماً بالمبدأ الأول: نسبة ملكية أكبر مساهم، والمبدأ الثالث: نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة، وكذلك المبدأ السادس: ملكية المديرين. أما فيما يتعلق بالمبدأ الثاني: حجم مجلس الإدارة، والمبدأ الخامس: الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي فإن قطاع البنوك امتاز بتطبيقها مقارنة بالقطاعات الأخرى، وبالنسبة للمبدأ الرابع: استقلالية أعضاء مجلس الإدارة فقد كانت الأفضلية لقطاع التأمين، إلا أن تفاوت القطاعات في مستوى التطبيق لم يكن ذو دلالة إحصائية مما يعني بأن مستويات التطبيق بين القطاعات متقاربة إلى حد ما.

اختبار الفرضيات:

تم استخدام الاختبارات المعلمية (Parametric tests)، وغير المعلمية (Non-parametric tests)، لاختبار فرضيات الدراسة وذلك كما يأتي:

اختبار الفرضية الرئيسية الأولى:

وجهت هذه الفرضية لتحليل مدى تفاوت الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون في مستوى تطبيق مبادئ الحاكمة المؤسسية. وقد أظهرت نتائج -الجدول (7)- اختبار (Binomial Test)، واختبار (One-Sample KS)؛ بأنه يوجد دلالة إحصائية على مستوى إيفاء

جدول (7)
نتائج الاختبارات غير المعلمية للفرضية الأولى

One-Sample K.S		Binomial Test					مبادئ الحاكمية المؤسسية
p-value	Z-test	p-value	S.D	Mane	Rate	العدد	
0.000**	7.537	0.001*	0.456	0.363	0.363 (0.637)	87 (153)	نسبة ملكية أكبر مساهم من أسهم الشركة
0.000**	6.360	0.475	0.481	0.817	0.817 (0.183)	196 (44)	حجم مجلس الإدارة
0.000**	4.539	0.072	0.476	0.542	0.542 (0.458)	130 (110)	نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة
0.000**	5.576	0.000*	0.510	0.2	0.2 (0.8)	48 (192)	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة
0.000**	6.342	0.435	0.448	0.608	0.608 (0.392)	146 (94)	الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي
0.000**	5.239	0.578	0.362	0.7	0.7 (0.3)	168 (72)	ملكية المديرين

- ذات دلالة إحصائية عند مستوى: 1**%، 5*%
- قيمة Z المجدولة هي 1.65.
- للأعلى عدد ونسبة الشركات التي حققت مبدأ الحاكمية المؤسسية، ولأسفل بين قوسين عدد ونسبة الشركات التي لم تحقق المبدأ.

اختبار الفرضية الرئيسية الثانية:

لاختبار الفرضيات الفرعية المكونة لهذه الفرضية فقد تم تطوير مجموعة من النماذج الفرعية - كما تم توضيحه سابقاً- وتم استخدام الانحدار المتعدد لاختبارها.

أ. اختبار الفرضية الفرعية الأولى: أثر مبادئ الحاكمية المؤسسية في القيمة السوقية المضافة:

خصصت هذه الفرضية لقياس أثر مبادئ الحاكمية المؤسسية على القيمة السوقية المضافة للشركة، إذ أن هذه الفرضية تحاول الإجابة عن التساؤل التالي: هل يؤثر ارتفاع مستوى الحاكمية المؤسسية في الشركة على زيادة ثقة المستثمرين والذي ينعكس بدوره على زيادة قيمتها السوقية؟ وعند اختبار البيانات الخاصة بهذه الفرضية - الجدول 8- تبين وجود أثر دال إحصائياً لمبادئ الحاكمية المؤسسية على

القيمة السوقية المضافة للشركة وذلك لانخفاض قيمة (p-value) عن 5%، وذلك باستثناء مبدأ حجم مجلس الإدارة الذي لم يكن له تأثير دال إحصائياً على القيمة السوقية المضافة.

ب. اختبار الفرضية الفرعية الثانية: أثر مبادئ الحاكمية المؤسسية في معدل العائد على الاستثمار:

وجهت هذه الفرضية لاختبار أثر تحقيق مبادئ الحاكمية المؤسسية في معدل العائد على الاستثمار وقد بينت النتائج - الجدول 8- بأن المبدأ الثالث فقط كان له تأثير دال إحصائياً على معدل العائد على الاستثمار بينما لم يكن تأثير المبادئ الأخرى ذو دلالة إحصائية، وهذا يعني قبول الفرضية العدمية أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحاكمية المؤسسية في تحسين معدل العائد على الاستثمار في

الدلالة البالغ 5%، وعليه فإنه يمكن قبول الفرضية البديلة بالنسبة للنموذج ككل أي انه يوجد اثر دال إحصائياً لمبادئ الحاكمية المؤسسية في تحسين معدل العائد على أصول الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

هـ. اختبار الفرضية الفرعية الخامسة: أثر مبادئ

الحاكمية المؤسسية في العائد على السهم العادي:
خصصت هذه الفرضية لدراسة أثر مبادئ الحاكمية المؤسسية في أداء الأسهم، من خلال الاعتماد على مؤشر العائد على السهم العادي لكونه من أهم المؤشرات التي يتم الاعتماد عليها عند اتخاذ القرارات المستقبلية المتعلقة بمصير الاستثمارات الحالية أو المستقبلية بالنسبة للمستثمرين، وحتى بالنسبة للإدارة. ويبين الجدول (8) بأنه وبالرغم من وجود علاقة طردية بين تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية والعائد على السهم العادي نظراً لكون قيمة اختبار (t) موجبة إلا أنها لم تكن ذات دلالة إحصائية نظراً لارتفاع قيمة (p-value) عن مستوى الدلالة الإحصائية البالغ 5%، وعليه فإنه يتم قبول الفرضية العدمية؛ أي أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحاكمية المؤسسية في تحسين العائد على السهم العادي للشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

ج. اختبار الفرضية الفرعية الثالثة: أثر مبادئ الحاكمية

المؤسسية في هامش صافي الربح:

تم تخصيص هذه الفرضية لاختبار أثر مبادئ الحاكمية المؤسسية على هامش صافي الربح بصفته مؤشراً من مؤشرات الأداء التشغيلي للشركة ومن خلال التحليل الإحصائي للبيانات الخاصة بهذه الفرضية - الجدول 8- تبين وجود اثر دال إحصائياً لتبني تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية في الشركات الخليجية على هامش صافي الربح.

د. اختبار الفرضية الفرعية الرابعة: أثر مبادئ الحاكمية

المؤسسية في معدل العائد على الأصول:

اهتمت هذه الفرضية بدراسة أثر مبادئ الحاكمية المؤسسية في تحسين العائد على أصول الشركة، والذي يعتبر مؤشراً على الأداء التشغيلي فيها، وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي - الجدول 8- وجود أثر ذو دلالة إحصائية لكل من المبدأ الأول والثالث والرابع والسادس إذ جاءت قيمة ال (p-value) لهذه المؤشرات الأربع أقل من 5% مما يعني وجود أثر دال إحصائياً لها على معدل العائد على أصول الشركة، أما بالنسبة للمبدأ الثاني، والخامس فلم يكن تأثيرهما دال إحصائياً نظراً لارتفاع قيمة ال (p-value) عن مستوى

جدول (8)

نتائج الانحدار المتعدد لاختبار نماذج الدراسة الفرعية

معلومات النموذج					الإشارة المتوقعة	الرمز	المتغير
EPS	ROA	NPM	ROI	MVA			
							المتغيرات المستقلة: مبادئ الحاكمية المؤسسية:
1.566	2.223**	3.226**	0.091	1.985*	+	OLSh	نسبة ملكية أكبر مساهم من أسهم الشركة
(0.119)	(0.000)	(0.008)	(0.927)	(0.031)			
0.969	0.759	4.081**	0.820	1.167	+	SBoard	حجم مجلس الإدارة
(0.334)	(0.449)	(0.000)	(0.413)	(0.245)			
0.385	1.892*	1.896*	-2.443*	2.441**	+	OThLSh	نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين من أسهم الشركة
(0.701)	(0.041)	(0.030)	(0.015)	(0.005)			
1.220	3.469**	2.323*	0.864	1.869*	+	IndepB	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة

(0.224)	(0.000)	(0.011)	(0.389)	(0.045)			
1.552	0.633	4.202**	-0.611	4.199**	+	ChCEO	فصل منصبى رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي
(0.122)	(0.527)	(0.000)	(0.542)	(0.000)			
0.483	3.143**	2.220**	0.866	2.970**	+	PManager	ملكية المديرين
(0.630)	(0.000)	(0.002)	(0.388)	(0.001)			
							المتغيرات الضابطة:
-0.002	-0.292	-0.357	-0.401	0.707	-/+	CSize	حجم الشركة
(0.998)	(0.771)	(0.721)	(0.689)	(0.480)			
0.186	-0.115	0.146	4.171**	-2.371	-/+	Leverage	الرافعة المالية
(0.853)	(0.909)	(0.884)	(0.000)	(0.009)			
						Sector	نوع القطاع الاقتصادي:
-0.188	0.220	0.941	1.174	6.474**	-/+	Banks	قطاع البنوك
(0.851)	(0.826)	(0.348)	(0.242)	(0.000)			
-2.479*	-2.459*	-2.177*	-3.089**	-1.215	-/+	Investment	قطاع الاستثمار
(0.014)	(0.015)	(0.031)	(0.002)	(0.226)			
0.131	0.124	0.541	0.905	-0.735	-/+	Insurance	قطاع التأمين
(0.896)	(0.901)	(0.589)	(0.367)	(0.463)			
1.063	2.027*	2.250*	2.527**	4.844**			F-test
(0.432)	(0.013)	(0.023)	(0.001)	(0.000)			p-value
0.092	0.137	0.089	0.165	0.274			R Square
0.005	0.069	0.018	0.100	0.218			Adjusted R Square
- للأعلى قيمة اختبار (T-test)، وللأسفل بين قوسين قيمة احتمالها (p-value).							
- ذات دلالة إحصائية عند مستوى: **1%، *5%							

وجود تدرج في درجة قوة العلاقة بين المبادئ والأداء عند مقارنة النماذج الخمسة مع بعضها إذ بلغت قيمة (f) في أعلى مستوى لها عند النموذج الأول الخاص بالقيمة السوقية الذي امتاز أيضا بارتفاع درجة تمثيل العلاقة نظرا لارتفاع قيمة معامل التحديد المعدل (Adjusted R Square) مقارنة بباقي النماذج وذلك عند مستوى ثقة قدره 99%.

مناقشة نتائج الدراسة ومقارنتها بالدراسات السابقة:
بالاعتماد على ما تم تناوله في هذه الدراسة فإنه يمكننا تلخيص نتائجها بالاعتماد على طبيعة فرضياتها الثلاث في

و. مناقشة الفرضية الرئيسية الثانية:
بالاعتماد على ما تم تناوله عند اختبار أثر مبادئ الحاكمية على الأداء من خلال الفرضيات والنماذج الفرعية المكونة لهذه الفرضية؛ فإنه يمكننا استنتاج وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمبادئ الحاكمية المؤسسية على أداء الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي؛ إذ تم قبول ثلاث فرضيات فرعية بديلة ورفض اثنتان فقط وبالنظر إلى قيمة (p-value) لنماذج الدراسة الخمسة نجدها تشير إلى وجود علاقة طردية ولكن هذه العلاقة لم تكن ذات دلالة إحصائية في نموذجين فقط. ويمكننا كذلك ملاحظة

النتيجتين الآتيتين:

1. وجود مستوى كاف من درجة التزام الشركات الخليجية بمبادئ الحاكمية المؤسسية بالرغم من وجود تباين غير دال إحصائياً في الوقت نفسه عن مستوى تطبيق بعض مبادئ الحاكمية المؤسسية عند مقارنة القطاعات التي شملتها عينة الدراسة مع بعضها البعض. ولعل ذلك يعود من وجهة نظر الباحث إلى عدم وجود دليل موحد للحاكمة المؤسسية تتبناه دول مجلس التعاون الخليجي لتوحيد العمل فيما بين الشركات المدرجة في أسواقها المالية؛ بل إن بعض دول مجلس التعاون الخليجي لم تقم بتطوير دليل خاص للحاكمة المؤسسية للشركات المدرجة بأسواقها الخاصة. ولعل هذه النتيجة تتفق مع ما توصلت له دراسة (حمدان وآخرون، 2013) إذ أشارت إلى وجود مثل هذا التفاوت بين الشركات الكويتية. ولعل ما يعزز هذه النتيجة ملاحظة وجود تباين - وإن لم يكن ذو دلالة إحصائية- في مستوى التطبيق بين القطاعات المختلفة فمثلاً كانت وبحسب نتائج الدراسة الأفضلية لقطاع البنوك مقارنة بقطاع التأمين والاستثمار ولعل ذلك يعود إلى وجود دليل حاكمية مؤسسية صادر عن بعض البنوك المركزية في دول مجلس التعاون الخليجي تلتزم بموجبه البنوك بتطبيق الحاكمية المؤسسية.

2. أظهرت الدراسة وجود أثر للالتزام بتطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية على الأداء بشكل عام وذلك على النحو التالي:

أولاً: تبين بأن للحاكمة المؤسسية تأثيراً إيجابياً واضحاً في القيمة السوقية للشركة وهي تعد مؤشراً على الأداء المالي، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه دراسة (السرطاوي، 2013)، ودراسة (حمدان وآخرون، 2013) إذ أشارت هذه الدراسات إلى أثر الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي من خلال تحسينها للقيمة السوقية المضافة للشركة.

ثانياً: اتفقت الدراسة مع الدراسات السابقة كدراسة (الجعدي، 2007، ودراسة حمدان وآخرون، 2013، ودراسة السرطاوي، 2013) في كون أن الحاكمية المؤسسية لا تؤثر فقط على الأداء المالي للشركة وحسب بل تؤثر كذلك على أدائها التشغيلي مقاساً بهامش صافي الربح، ومعدل العائد

على الأصول على الرغم من عدم وجود مؤشرات دالة إحصائية على المقياس الأخير إلى أن اتجاه العلاقة وبحسب النتائج الإحصائية كان إيجابياً حسب ما تم توضيحه سابقاً.

ثالثاً: أما فيما يتعلق بأثر الحاكمية المؤسسية على أداء الأسهم فقد تبين عدم وجود تأثير دال إحصائياً وإن كان إيجابياً للحاكمة المؤسسية على معدل العائد على السهم العادي ولعل ذلك يعتبر منطقياً لكون معدل العائد على السهم العادي يخضع لعدة اعتبارات أخرى كحجم الأسهم المصدرة والمصرح بها، ونسبة الأرباح المحتجزة، وحجم الربح وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة (حمدان وآخرون، 2013، والسرطاوي وحمدان، 2014)، إذ أشارت إلى انخفاض تأثير تبني تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية على أداء الأسهم في البنوك الخليجية.

توصيات الدراسة

لكون الحاكمية المؤسسية تحتوي على جملة من المبادئ التي من شأنها حماية حقوق حملة الاسهم فإن هذه الدراسة تقدم دليلاً عملياً للجهات التنظيمية والتشريعية في دول مجلس التعاون الخليجي على:

أولاً: ضرورة قيام الجهات المشرفة على الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي على تطوير دليل موحد للحاكمة المؤسسية، وذلك لما لتوحيد السياسات والممارسات المؤسسية من مردود اقتصادي وسياسي يسهم في تحقيق الاستقرار الاستراتيجي والاستثماري من خلال زيادة آفاق التعاون بين دول المجلس كخطوة أولية نحو تحقيق الاتحاد الخليجي المنشود.

ثانياً: ضرورة توحيد الجهود نحو تطوير مقياس عام لقياس مستوى الالتزام بالحاكمة المؤسسية في دول مجلس التعاون، بما يسهم في جذب المزيد من الاستثمارات الخارجية، ويوفر حالة من الاستقرار للاستثمارات الحالية من خلال طمأننة جمهور المستثمرين في الشركات الخليجية بوجود مستوى مرتفع من الرقابة في مختلف القطاعات الاستثمارية كون الشركات الخليجية اتسمت وحسب ما أثبتت الدراسة بوجود تباين في مستوى تطبيق مبادئ الحاكمية.

ثالثاً: ضرورة العمل على توعية وتنقيف المجتمع الخليجي بشكل عام، ومجتمع الأعمال بشكل خاص بأهمية

الدراسات المستقبلية التي تركز على مدى إمكانية إيجاد دليل موحد للحاكمية المؤسسية في دول مجلس التعاون الخليجي من حيث دراسات الصعوبات والعقبات المصاحبة لإصدار مثل هذا الدليل.

الحاكمية المؤسسية، من خلال عقد الندوات والدورات وتشجيع البحوث والدراسات المتعلقة بدراسة أثر الحاكمية المؤسسية على الأداء لما لذلك من مردود ايجابي لضمان الممارسة الصحيحة للحاكمية المؤسسية وتحقيق الهدف المنشود منها. بالاعتماد على ما سبق فإنه يمكن إجراء مجموعة من

المراجع

المراجع العربية

للتنمية الإدارية. السرطاوي، عبدالمطلب، (2013). أثر الحاكمية المؤسسية على أداء المصارف الخليجية "دراسة مقارنة بين المصارف الإسلامية والتقليدية في دول مجلس التعاون"، مجلة التعاون، الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، السنة الثالثة والعشرون، العدد (79)، ص ص 66-90.

السرطاوي، عبدالمطلب، علام حمدان، صبري مشتهي، عماد أبو عجيلة، (2013)، اثر لجان التدقيق في الشركات المساهمة العامة الأردنية على الحد من إدارة الأرباح "دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية ما قبل الأزمة المالية العالمية"، مجلة جامعة النجاح للبحااث (العلوم الإنسانية)، جامعة النجاح الوطنية، المجلد (27)، العدد (4)، ص ص 819-846.

السرطاوي، عبد المطلب، علام حمدان، (2013)، مدى التماثل بين المصارف في تطبيق تعليمات الحاكمية المؤسسية وأثرها على العائد على الأسهم "دراسة مقارنة بين المصارف الإسلامية والتقليدية في دول مجلس التعاون الخليجي"، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية (العلوم الإنسانية)، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، المجلد (15)، العدد (2)، ص ص 243-345.

سليمان، محمد مصطفى، (2006)، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، العدد الأول، الإسكندرية: الدار الجامعية.

ياسين، محمد، (2008)، قياس مستوى التحفظ في السياسات المحاسبية في ظل الحاكمية المؤسسية وأثره على جودة الإفصاح عن البيانات المالية للبنوك التجارية الأردنية، رسالة دكتوراة غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمّان، الأردن.

أبو عمشة، محمد كمال، (2011). "إدارة المخاطر في ظل التحكم المؤسسي للمصارف الكويتية"، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، مجلس النشر العلمي بجامعة الكويت، المجلد (37)، العدد (141)، ص ص 257-322.

بشير، محمد، (2003)، التحكم المؤسسي ومدقق الحسابات، المؤتمر العلمي المهني الخامس لجمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، عمّان، الأردن.

جعدي، عمر، (2007)، مستوى الحاكمية المؤسسية وأثره في أداء الشركات: دراسة تطبيقية لنموذج Credit Lyonnais Securities Asia على الشركات المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمّان، الأردن.

حمدان، علام، عبدالمطلب السرطاوي و رائد جبر، (2013)، أثر حوكمة الشركات في الأداء المالي والتشغيلي، وأداء الأسهم في سوق الكويت المالية، المجلة العربية للعلوم الادارية، المجلد (20)، العدد (1)، ص ص 255-302.

حمدان علام، مشتهي صبري، (2011)، علاقة خصائص لجنة التدقيق بنوع تقرير مدقق الحسابات: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة ببورصة عمان، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد (14)، العدد (1)، ص ص 109-163.

زريقات، قاسم محمد، (2011)، أثر دليل الحاكمية المؤسسية الصادر عن البنك المركزي الأردني في تحسين جودة التدقيق الداخلي في البنوك الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية، المجلد (7)، العدد (2)، ص ص 209-227.

زيدان، عمرو، (2005)، مراحل ومعوقات نمو الشركات الصناعية العائلية، العدد الأول، القاهرة: المنظمة العربية

المراجع العربية باللغة الإنجليزية

- Abu-Amsha, Mohammad K. 2011. Management in the Presence of Corporate Governance in Kuwaiti Banks, *Journal of the gulf and Arabian peninsula studies*, Published by Academic Publication Council - Kuwait University, 37(14): 257-322.
- Al Basher, Mohammad, 2003, Corporate governance and the Auditor, *The 5th Professional Scientific Conference for Jordanian Association of Certified Public Accountants*, Amman, Jordan.
- Aljuaidi, Omar E, 2007, The level of corporate governance and its effect on the performance: imperial study of Credit Lyonnais Securities Asia model on listed compa, *unpublished PhD Thesis*, Arab Academy for Banking and Financial Sciences, Amman, Jordan.
- Hamdan, Allam, Al-Sartawi, A. M. and Jaber, R. J. 2013. The Effect of Corporate Governance on the Financial and Operational Performance and of Stock Performance in Kuwait Stock Exchange, *Journal of Administrative Sciences*, University of Kuwait, 2(1):255-302.
- Hamdan, Allam, SubryMushtaha, The Relationship between Audit Committee Characteristics and Type of Auditor's Report (An Empirical Study on the Public Shareholding Industrial Companies Listed at Amman Bourse), *The Arab Journal of Accounting*, Bahrain, 14(1):109-163.
- Zureigat, Qasim Mohammad, 2011, The Effect of Corporate Governance Guide Issued by the Central Bank of Jordan in Improving the Internal Audit Quality in Jordanian Banks, *Jordan Journal of Business Administration*, 7(2): 209-227.
- Zedan, Amro, 2005. *Stages of growth and constraints of family Industrial companies*, Arab Administrative Development Organization, first issue, Cairo.
- Al-Sartawi, A., 2013, The impact of Corporate Governance on GCC Listed Banks Performance: Comparative Study between the Islamic and non- Islamic banks, *Attaawun Journal*, GCCSG, year (23)79: 66-90.
- Al-Sartawi, A., Allam Hamdan, SubryMushtaha & Imad Abu Ijela, 2013, The Effect of Audit Committees in Jordanian Listed Companies on Earnings Management "Empirical study on Manufacturing Companies before the International Financial Crisis", *An-Najah University Journal for Research – Humanities*, An-Najah University, 27(1):819-846.
- Al-Sartawi, A., Allam Hamdan. 2013, The symmetry in applies Corporate Governance and its impact on shares performance "A comparative study between Islamic and Non- Islamic banks in the GCC", *Applied Science Journal*, Applied Science Private University, Jordan, 15(2): 354-243.
- Suleiman, Mohammed Mustafa, 2006. *Corporate governance and address the financial and administrative corruption*, Al- Dar Al-Jameya, first issue, Alexandria.
- Yassin Mohamed, (2008), Measuring the level of reservation in accounting policies in light of corporate governance and its impact on the quality of financial disclosure in Jordanian commercial banks", *unpublished PhD Thesis*, Arab Academy for Banking and Financial Sciences, Amman, Jordan.

المراجع الأجنبية

- Al-Najjar, N. 2014. Corporate governance, tourism growth and firm performance: evidence from publicly listed tourism firms in five Middle Eastern countries, *Tourism Management*, 42: 342-531.
- Al-Shammari, B. 2008. Voluntary disclosure in Kuwait corporate annual reports, *Review of Business Research*, 8(1): 62-81.
- Al-Shammari, B., and Al-Sultan, W. 2010. Corporate governance and voluntary disclosure in Kuwait, *International Journal of Disclosure and Governance*, 7(3): 262-280.
- Brown, D., and Caylor, L. 2006. Corporate governance and firm valuation, *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(1): 409-434.

- Brown, D., and Caylor, L. 2009. Corporate Governance and Firm Operating Performance, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2): 129-144.
- Chung, K., and Zhang, H. 2011. Corporate Governance and Institutional Ownership, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1): 247-273.
- Chung, K., Elder, J., and Kim, J. 2011. Corporate Governance and Liquidity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2): 265-291.
- Eugene, F. and Jensen, M. 2009. Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301-325.
- Gurbuz, A., Aybars, A., and Kutlu, O. 2010. Corporate Governance and Financial Performance with a Perspective on Institutional Ownership: Empirical Evidence from Turkey, *Journal of Applied Management Accounting Research*, 8(2): 21-37.
- Hamdan, Allam M. and Abdalmuttaleb M.A. Sartawi. 2013. Corporate Governance and Institutional Ownership: Evidence from Kuwait's Financial Sector, *Jordan Journal of Business Administration*, 9(1): 191-203.
- Ibrahim, H., and Abdul Samad, F. 2011. Corporate Governance Mechanisms and Performance of Public-Listed Family-Ownership in Malaysia, *International Journal of Economics and Finance*, 3(1): 105-115.
- INM. (2011). Gulf Cooperation Council Countries Enhancing Economic Outcomes in an Uncertain Global Economy, *International Monetary Fund*, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dp/2011/1101mcd.pdf>
- Kang, S., and Kim, Y. 2011. Does Earnings Management Amplify The Association Between Corporate Governance And Firm Performance?: Evidence From Korea, *International Business and Economics Research Journal*, 10(10): 53-66.
- Klai, N., and Omri, A. 2011. Corporate Governance and Financial Reporting Quality: The Case of Tunisian Firms, *International Business Research*, 4(1): 158-166.
- Kocmanova, A., Hrebicek, J., and Docekalova, M. 2011. Corporate Governance and Sustainability, *Economics and Management*, 16(1): 543-550.
- Lara, J., Osma, B., and Penalva, F. 2007. Board of Directors' Characteristics and Conditional Accounting Conservatism: Spanish Evidence, *European Accounting Review*, 16(4): 727-755.
- Lara, J., Osma, B., and Penalva, F. 2009. Accounting conservatism and corporate governance, *Review of Accounting Studies*, 14(1): 161-201.
- Liu, Qiao. 2006. Corporate Governance in China: Current Practices, Economic Effects and Institutional Determinants, *CESifo Economic Studies*, 52, 2/2006, 415-453.
- MacMillan, K. and Downing, S. 1999. Governance and performance, *Journal of General Management*, 24(3): 11-21.
- Mahmood, I., and Abbas, Z. 2011. Impact of Corporate governance on financial performance of banks in Pakistan, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 2(12): 217-228
- Tang, K., and Wang, C. 2011. Corporate Governance and Firm Liquidity: Evidence from the Chinese Stock Market, *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(1): 47-60.
- Tornyeva, K. and Theophilus Wereko. 2012. Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from the Insurance Sector of Ghana, *European Journal of Business and Management*, 4(13): 2012
- Weir, C., Laing, D., and McKnight, P. 2002. Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies, *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(1): 579-611.

The Effect of Corporate Governance on the Performance of the listed Companies in the Gulf Cooperation Council Countries

*Abdalmuttaleb M. A. Musleh Al-Sartawi**

ABSTRACT

This study investigates the effect of corporate governance on the performance of listed gulf companies. And at the same time investigates the level of difference between these companies in implementing the corporate governance. To achieve that the researcher analyzed the financial statements of 240 listed companies in the financial sector: banks, investment and insurance in GCC. Results indicate that, despite of the variation in applying corporate governance between the GCC Listed companies, there is a sufficient level of commitment to the principles of corporate governance as well as the results showed that some performance indicators effected by corporate governance principles. Because corporate governance is considered as an important principle for shareholders protection, the results of this study provides an empirical evidence to policy makers and regulators in GCC countries to harmonize their efforts toward developing a consolidated guide for corporate governance practices and at the same time the need to educate the public in GCC concerning corporate governance to develop good practices and regulations of corporate governance.

KEYWORDS: Corporate Governance; Financial Performance; Operational Performance; Stock Performance; Gulf Cooperation Council (GCC).

*Assistant Professor of Accounting, Accounting and Economics Department,
College of Business and Finance , Ahlia University, Bahrain.
amasartawi@hotmail.com
Received on 23/2/2014 and Accepted for Publication on 18/3/2015.