

قياس العلاقة بين القيمة السوقية والدفترية والعائد في ظل التضبيب الحوكمي لأسواق الاوراق المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة في بورصة قطر للفترة (2006-2012)

م.د. محمد عصام احمد

كلية الادارة والاقتصاد / جامعة الموصل

Meaq80@yahoo.com

المستخلص:

تستخدم حوكمة الشركات حالياً كوسيلة وقائية في الاسواق المالية لتجنب الوقوع في الازمات المالية او انخفاض كفاءة تلك الاسواق؛ اذ تعمل حوكمة الشركات على تضبيب التعاملات من خلال مجموعة من المبادئ والآليات اللازمة لضمان حقوق جميع الاطراف ذات العلاقة. ويعالج هذا البحث قضية تأثير تطبيق التضبيب الحوكمي في بورصة قطر على العلاقة بين قيمة السهم السوقية والدفترية والعائد خلال الفترة (2006-2012)، وعلى اعتبار 2009 سنة اساس وهي السنة التي بدء فيها السوق بتطبيق حوكمة الشركات من اجل تضبيب التعاملات في السوق المالي، وقد استخدم نموذج تطبيقي احصائي لتحقيق هدف البحث واختبار فرضيته وجاءت النتائج ايجابية، ومن اهم الاستنتاجات التي توصل اليها البحث " هنالك تباين في مستوى تفسير القيمة الدفترية للسهم وعائد السهم للتغيرات في القيمة السوقية للسهم خلال الفترات السابقة والمرافقة واللاحقة لتطبيق انظمة حوكمة الشركات".

الكلمات المفتاحية: التضبيب الحوكمي، حوكمة الشركات، القيمة السوقية للسهم، القيمة الدفترية للسهم، عائد السهم.

Measuring the relationship between market value, Book value and earnings under Governance Adjustment of Financial Stock Market: An Empirical Study on companies registered in Qatar Exchange for the period (2006-2012)

Abstract:

Corporate governance is currently used as a precautionary measure in financial markets to avoid financial crises or to reduce the efficiency of those markets; corporate governance works on adjustment transactions through a set of principles and mechanisms necessary to ensure the rights of all stakeholders.

This research addresses the impact of the application of governance adjustment in Qatar Exchange on the relationship between the market value per share and the book value per share and earnings per share during the period (2006-2012), and considering 2009 years as a base year that the application of corporate governance started in order to adjust transactions.

In this research we used the model applied statistician to achieve the goal of research and testing hypothesis. One of the main conclusions reached "There is variation in the level of interpretation of the book value and earnings per share to the changes in the market value during the previous, accompanying and subsequent periods to the application of corporate governance systems."

Keys word: Governance Adjustment, corporate governance, market value per share, book value per share, earnings per share.

المقدمة:

بعد ان تكرر سيناريو الازمات المالية في شتى ارجاء العالم، كان لابد من ضبط التعاملات في الاسواق المالية من خلال اهم الادوات نجاحاً في العقدين الاخيرين "حوكمة الشركات"، اذ يعد التضبيب الحوكمي Governance Adjustment ممثلاً بمبادئه العامة والياته المختلفة الداخلية والخارجية امراً حاسماً لسد الفجوات في اداء الاسواق. والشاغل الاكبر لاهتمام الباحثين في مجال الادارة المالية والمنظمات الدولية والمحلية ذات العلاقة. ويوجد اعتقاد سائد في ادبيات الادارة المالية على ان انخفاض نوعية التقارير المالية وانخفاض المعولية في محتوياتها قاد بشكل مباشر او غير مباشر الى زيادة زخم الازمات المالية؛ من هنا جاء هذا البحث ليتناول هذه المحاور عبر اطار نظري يعرض التضبيب الحوكمي بشكل مبسط ونوعية التقارير المالية وقياس عملي تطبيقي لاختبار العلاقة بين هذه المتغيرات المستقلة والمعتمدة والضابطة في سوق مالي ناشئ (بورصة قطر) باعتبارها واحدة من اهم الاسواق المالية الغرب اسيوية الناشئة والتي تعد كبيرة نسبياً من حيث حجم التداولات والاستثمارات، ولكونها قد طبقت التضبيب الحوكمي للشركات منذ عام 2009 ولحد الان، وقد جنت العديد من المزايا والفوائد جراء ذلك وفقاً للتقارير الرسمية الصادرة عن هيئة ادارة السوق.

أولاً: منهجية البحث:

1- اهمية البحث: تكمن أهمية البحث في كونه يتناول العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وبعض المتغيرات المستقلة المؤثرة فيها (القيمة الدفترية للسهم وعائد السهم)، في ظل تطبيق اليات التضبيب

الحوكمي في الاسواق المالية عبر الفترات الزمنية المختلفة السابقة والمزامنة واللاحقة، لبيان طبيعة تلك العلاقة وتأثيرها بتطبيق أنظمة ومبادئ التضييق الحوكمي للشركات في السوق المالي.

2- هدف البحث: يهدف البحث لقياس اسهام التضييق الحوكمي في ضبط العلاقة بين تقدير القيمة السوقية للأسهم من قبل المستثمرين واهم المعلومات المالية المفصح عنها، للخروج بنتائج واستنتاجات موضوعية تساعد في تقييم عملية ادارة وتنظيم الاسواق المالية والارتقاء بمستوى كفاءتها.

3- مشكلة البحث: لم يعد تحديد القيمة السوقية للسهم امراً سهلاً وعاكساً للقيمة الحقيقية للشركات في ظل الازمات المالية العاصفة الناتجة عن عدد من المؤثرات كمشكلة الوكالة وضعف الافصاح والمساءلة وغياب الشفافية، ذلك ما افقد المعلومات المالية قدرتها على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للأسهم؛ لذا يحاول البحث الاجابة على التساؤل الخاص بمدى تأثير تطبيق حوكمة الشركات باعتبارها متغير وسيط ضابط لتلك المؤثرات على العلاقة بين المعلومة المالية والقرارات الاستثمارية المتعلقة بالقيمة السوقية.

4- فرضية البحث: تم تحقيق الهدف البحثي اعتماداً على فرضية مفادها "يؤدي تضييق الاسواق المالية عبر تطبيق حوكمة الشركات الى زيادة الثقة بالمعلومات المالية وانعكاس ذلك على تحديد القيمة السوقية للأسهم".

5- منهج البحث: تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي والقياس الكمي، وذلك لتحقيق هدف البحث واختبار فرضيته بالأساليب والطرائق الاحصائية المناسبة.

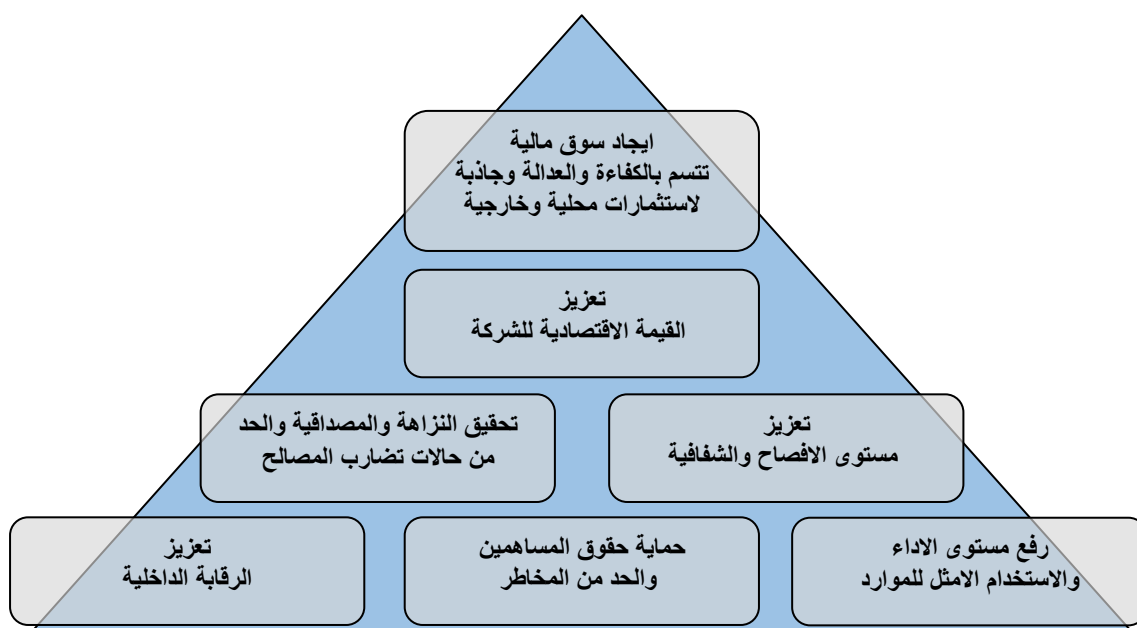
ثانياً: الجانب النظري:

1- حوكمة الشركات والتضييق الحوكمي: تحافظ حوكمة الشركات على نزاهة المعاملات التجارية كما تدعم مفاهيم رئيسة في عملية الاصلاح الاقتصادي مثل سيادة القانون والحكم الديمقراطي. وتعد حوكمة الشركات مفهوم وتطبيق يحتوى على سبل فعالة لمعالجة الفساد بما فيه من تحديد للحقوق الخاصة والمصالح العامة. فالحوكمة فى جوهرها لا ترسم فقط خريطة للعلاقات بين المستثمرين ومجلس الإدارة والمديرين والأطراف الأخرى ذات المصلحة وإنما تمتد فى التطبيق إلى أكثر من الشركات ومجالس إدارتها (مركز المشروعات الدولية الخاصة ، 2013، www.cipe-arabia.org).

ويرى (Brigham and Ehrhardt , 2010, 531) ان الحوكمة تعني مجموعة من الانظمة والتشريعات والقوانين والإجراءات والتي تهدف الى تضييق عمليات الشركات وعملية صنع القرارات لدى المدراء. ويضيف (Gillan, 2006, 381) الى ان غالبية هذه الاحكام تقع تحت

سيطرة الشركات الداخلية والتي تصنف في خمسة مجالات: (1) الرصد والانضباط من قبل مجلس الإدارة (2) أحكام الاستحواذ، (3) خطط التعويض، (4) خيارات هيكل رأس المال، (5) نظام الرقابة المحاسبية، فضلا عن عوامل البيئة الخارجة عن سيطرة الشركات كالبيئة التنظيمية ومنع بعض انماط الملكية، والمنافسة ووسائل الاعلام والتقاضي.

وللحوكمة اهداف عدة تسعى من خلالها الى تضبيب العلاقة بين مختلف الاطراف في الاسواق المالية والشكل (1) يوضح اولويات هذه الاهداف وترتيبها من القاعدة الى القمة وحسب الاهمية (ال الشيخ، 2012، 4).



المصدر: ال الشيخ، احمد بن عبد الله، (2012)، "حوكمة الشركات"، هيئة السوق المالية ، المملكة العربية السعودية، الرياض.

2- مبادئ حوكمة الشركات : تشير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) Organization for Economic Co-operation and Development الى عدم وجود نموذج وحيد للأساليب السليمة لحوكمة الشركات الا أن المهام التي تم الاضطلاع بها في الدول أعضاء منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وأيضاً داخل المنظمة ذاتها، قد أسفرت عن تعريف بعض العناصر المشتركة التي تحدد ماهية الأساليب السليمة لحوكمة الشركات. وتستند المبادئ التي صاغتها المنظمة إلى تلك العوامل المشتركة، كما أن صياغة المبادئ تمت على نحو من شأنه أن يستوعب النماذج المختلفة القائمة. فعلى سبيل المثال، لا توصي المبادئ بهيكل محدد لمجلس الادارة، كما أن مصطلح "مجلس الإدارة" ذاته يستخدم في هذه الوثيقة بالشكل الذي يفي

نماذج وطنية مختلفة لهياكل مجالس الإدارة التي توجد في الدول أعضاء منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. وفي النظام التقليدي ذي المستويين المطبق في بعض الدول، تستخدم "المبادئ" مصطلح "مجلس الإدارة" للإشارة إلى "المجلس الاشرافي" للإشارة إلى "مجلس الإدارة التنفيذية" وفي النظم التي يوجد بها مجلس وحيد يخضع لاشراف مجلس المراجعين الداخليين، وينطبق مصطلح "مجلس الإدارة" على المجلسين المشار إليهما. وليست المبادئ ملزمة، كما أنها لا تستهدف تقديم توجيهات تفصيلية للتشريعات الوطنية لاي بلد، بل أن الغرض منها يتمثل في أن تكون بمثابة نقاط مرجعية وبالإمكان استخدامها من قبل صانعي السياسة في غمار إعدادهم للأطر القانونية والتنظيمية لأساليب حوكمة الشركات، والتي تعكس ظروفهم الاقتصادية والاجتماعية و الأطراف المختلفة بالسوق عند قيامهم باعداد الممارسات الخاصة بهم. وتعد "المبادئ" دأمة التطور بطبيعتها، وينبغي استعراضها في ضوء التغيرات الكبيرة التي تطرأ على الظروف المحيطة . واستهدفاً للحفاظ على القدرة التنافسية للشركات في العالم الذي تسوده تغيرات مستمرة، يتعين على تلك الشركات أن تدخل التجديدات المستمرة على أساليب حوكمة الشركات بها وأن تطوع تلك الأساليب على النحو الذي يكون من شأنه مواكبة المتطلبات والاستفادة من الفرص الجديدة. وبالمثل، فإن الحكومات يقع على عاتقها مسؤولية هامة لتشكيل إطار تنظيمي فعال يوفر المرونة الكافية التي تكفل بدورها للأسواق امكانية العمل بفعالية والاستجابة لتوقعات المساهمين وغيرهم من الأطراف أصحاب المصلحة. ويترك للحكومات ولأطراف السوق حرية تقرير كيفية تطبيق هذه "المبادئ" عند وضع الأطر الخاصة بهم والمتصلة بأساليب حوكمة الشركات، مع أخذ تكاليف ومنافع تلك الأطر في الحسبان. تغطي المبادئ خمسة مجالات هي حقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة للمساهمين ودور أصحاب المصالح والإفصاح والشفافية ومسؤوليات مجلس الادارة (منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، 2004، 3-4). وقد تم التركيز على مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لكونها تمثل الدعامة الرئيسة لإجراءات نظام التضييظ الحوكمي المطبق في بورصة قطر لعام 2009 والتي تمثل عينة البحث.

3- **قواعد حوكمة الشركات:** وهي مجموعة من القواعد التي تهتدي بها إدارة الشركة لتعظيم ربحية وقيمة الشركة على المدى البعيد لصالح المساهمين . وتعتبر هذه القواعد مكملة للنصوص الواردة في القوانين المختلفة كقانون الشركات وقانون أسواق المال وغيرها، إلا أن هذه القواعد لها خصوصية تميزها عن القواعد القانونية الأخرى، إذ إن قواعد حوكمة الشركات لا تمثل نصوصاً قانونية أمرة ولايوجد إلزام قانوني بها وإنما هي تنظيم وبيان للسلوك الجيد في إدارة الشركات وفقاً للمعايير والأساليب العالمية التي تحقق توازناً بين الأطراف ذات المصالح المختلفة (عبد الفتاح ،

(2007، 101) وإن الخصائص أو السمات التي يجب توفرها في قواعد الحوكمة هي " الشفافية ، المساءلة ، المسؤولية ، العدالة والإنصاف ، الاستقلالية ، الانضباط ، المسؤولية الاجتماعية." لذا فأن هناك العديد من الجهات التي تتأثر وتتأثر في تطبيق قواعد حوكمة الشركات وتشمل المساهمين ومجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والتدقيق الداخلي من الداخل ، وأصحاب المصالح من خارج الشركة.

4- **محددات حوكمة الشركات:** هناك اتفاق على أن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات من عدمه يتوقف على مدى توافر ومستوى جودة مجموعتين من المحددات على النحو الاتي(يوسف، 2007، 7-5):

أ- **المحددات الخارجية:** وتشير إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة، والذي يشمل على سبيل المثال: القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي (مثل قوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية والإفلاس)، وكفاءة القطاع المالي (البنوك وسوق المال) في توفير التمويل اللازم للمشروعات، ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج، وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة) في إحكام الرقابة على الشركات، وذلك فضلا عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة (ومنها على سبيل المثال الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق، مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية وغيرها)، بالإضافة إلى المؤسسات الخاصة للمهن الحرة مثل مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية. وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة، والتي تقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص.

ب- **المحددات الداخلية:** وتشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدي توافرها من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة. وتؤدي الحوكمة في النهاية إلى زيادة الثقة في الاقتصاد القومي، وتعميق دور سوق المال، وزيادة قدرته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والحفاظ على حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين. ومن ناحية أخرى، تشجع الحوكمة على نمو القطاع الخاص ودعم قدراته التنافسية، وتساعد المشروعات في الحصول على التمويل وتوليد الأرباح، وأخيرا خلق فرص عمل.

5- **نوعية التقارير المالية والتضبط الحوكمي:** تعد التقارير المالية السليمة امر اساسي لتطوير اسواق راس المال الناشئة (Saudagaran and Diga, 1997, 1)، اذ يرى المنظرون في

ادبيات الادارة المالية ان هنالك تكريساً متزايداً حول كيفية اعداد التقارير المالية ونوعيتها في هذه الاسواق وسبل تعزيزها، اذ يعمل ذلك على زيادة الشفافية في طرح المعلومات ويخفف بدوره من اثار معضلة الوكالة، ويساعد على حماية مصالح المساهمين مما يؤدي الى تحقيق مستويات مرتفعة من كفاءة الأسواق وينتج عن ذلك تعزيز النمو الاقتصادي وتشجيع تدفق الاستثمار الاجنبي. فمثلاً يشير (Mitton, 2000, 2) الى ان السبب الرئيس وراء تقادم الازمة الاسيوية عام 1997 هو ضعف حوكمة الشركات بشكل عام وعدم الافصاح والشفافية على وجه الخصوص. وهنا تجدر الاشارة الى ان انخفاض اهمية المعلومات المالية كالقيمة الدفترية وعائد السهم في عملية تقييم تشخيص القيمة السوقية للسهم تعود في الغالب الى الافتقار الى عنصر التضييق الحوكمي في السوق. وبذلك يؤكد (Machuga and Teitel, 2009) على ضرورة استخدام حوكمة الشركات من اجل تضيق نوعية المعلومات المحاسبية التي تنتجها الشركات.

بناءً على ما سبق نجد ان (Davis-Friday et al, 2006, 1) قد قدموا دراسة تطبيقية حول مدى ملائمة القيمة الدفترية وعائد السهم لعملية تسعير القيمة السوقية للسهم في اربعة بلدان اسيوية (اندونيسيا، ماليزيا، تايلند، كوريا الجنوبية) خلال فترة الازمة المالية الاسيوية 1996-1997، وفحص الباحثون اثار الية حوكمة الشركات على تقييم الارقام المحاسبية وخلصوا الى ادلة موضوعية تفسر انخفاض اهمية قيمة كل من القيمة الدفترية وعائد السهم خلال الازمة كنتيجة لضعف التضييق الحوكمي للشركات. كذلك قدم (Jamaluddin et al. :2009) دراسة تطبيقية للسوق الماليزية حصراً وللفترة (1999-2001) وباستخدام نموذج (Ohlson's:1995) ومنهجية تطبيق (Davis-Friday et al, 2006) وتوصلت الدراسة الى استنتاج مفاده زيادة اهمية المعلومات المالية (القيمة الدفترية للسهم وعائد السهم) في التأثير على تسعير القيمة السوقية للسهم بعد سنة 2000 التي طبقت فيها اليات التضييق الحوكمي في ماليزيا (MCCG: Malaysian Code on Corporate Governance).

ثالثاً: الجانب التطبيقي:

1. العينة ومسوغات اختيارها وآلية جمع البيانات:

تم اختيار الشركات المدرجة في بورصة قطر كعينة للبحث؛ وذلك لان هذه السوق شهدت في العام 2009 تطبيق نظام حوكمة الشركات المدرجة في الاسواق التي تخضع لرقابة هيئة قطر للأسواق المالية، اذ تم اعداد هذا النظام مع الاخذ بنظر الاعتبار افضل المعايير الدولية للحوكمة كتلك التي وضعتها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD¹ وبنك التسويات الدولية BIS²

¹ OECD: Organization for Economic Co-operation and Development.

² BIS: Bank for International Settlements.

والشبكة الدولية للحوكمة³ ICGN والمعهد المالي الدولي⁴ IIF، مع تكييف هذه الاحكام مع قانون الشركات التجارية المحلي وأنظمة سوق الاوراق المالية القطري. ويلاحظ الباحث ان جل التركيز انصب على معايير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وهذا واضح من تقرير نظام الحوكمة لبورصة قطر لعام 2009.

وقد كان الهدف من تطبيق هذا النظام تحسين الحوكمة الامر الذي يشكل شرطاً اساسياً لتحسين اداء كل شركة، وللخروج من اثار الازمات المالية الناتجة عن مشاكل تتعلق بالوكالة والإفصاح والشفافية والرقابة والتي تشكل معضلة كبيرة امام اصحاب المصالح كافة (هيئة قطر للأسواق المالية، 2009 ، 3). حيث تم اعتماد الشركات المدرجة في دليل المستثمر لعام 2013 والمصنفة الى (7) قطاعات والبالغ عددها (42) شركة وكما هو موضح في الجدول (1) وللفترة (2006-2012). اذ شكل العام (2009) الذي طبق فيه نظام الحوكمة نقطة وسطية سبقتها ثلاث سنوات سابقة وثلاث اخرى لاحقه وبذلك تم التطبيق على (275) مشاهدة توزعت على النحو التالي: (2006: 32 شركة)، (2007: 36 شركة)، (2008: 39 شركة)، (2009: 42 شركة في كل سنة) وان التباين في اعداد الشركات في كل سنة يعود الى تباين الشركات المدرجة من حيث تاريخ الادراج والتعامل في السوق عينة البحث. وقد جمعت جميع البيانات الخاصة من التقارير الرسمية الصادرة عن بورصة قطر عبر موقعها الالكتروني الرسمي (www.qe.com.qa).

الجدول (1) الشركات المدرجة في بورصة قطر

القطاعات والشركات	
قطاع البنوك والمؤسسات المالية	شركة قطر الوطنية لصناعة الاسمنت
بنك قطر الوطني	الخليج الدولية للخدمات
مصرف قطر الاسلامي	مجمع شركات المناعي (ش.م.ق)
البنك التجاري	قطاع الاستهلاك
بنك الدوحة	شركة الميرة للمواد الاستهلاكية (ش.م.ق)
البنك الاهلي	المجموعة للرعاية الطبية
البنك الدولي الاسلامي	شركة قطر للسينما وتوزيع الافلام
مصرف الريان	شركة قطر للوقود

³ ICGN: International Corporate Governance Network.

⁴ IIF: The Institute of International Finance

بنك الخليج التجاري	الشركة القطرية الألمانية للمستلزمات الطبية
شركة دلالة للوساطة والاستثمار القابضة	الشركة القطرية لتجارة اللحوم والمواشي
المجموعة الإسلامية القابضة	شركة السلام العالمية
الشركة الوطنية للإجارة القابضة	شركة زاد القابضة
شركة قطر وعمان للاستثمار	قطاع العقارات
قطاع التأمين	شركة بروة العقارية
شركة قطر للتأمين	شركة ازدان العقارية
شركة الدوحة للتأمين	مزايا قطر للتطوير العقاري
الشركة القطرية العامة للتأمين وإعادة التأمين	الشركة المتحدة للتنمية
مجموعة الخليج التكافلي	قطاع الاتصالات
الشركة الإسلامية القطرية للتأمين	شركة اتصالات قطر - كيوتل
قطاع الصناعة	فودافون قطر
اعمال	قطاع النقلات
شركة الكهرباء والماء القطرية	شركة الخليج للمخازن
شركة صناعات قطر	شركة قطر لنقل الغاز المحدودة - ناقلات
مجموعة المستثمرين القطريين	شركة الملاحة القطرية
الشركة القطرية للصناعات التحويلية	

المصدر: بورصة قطر، 2013، دليل المستثمر 2013، www.qe.com.qa بتصرف من الباحث

2. نموذج الدراسة: من اجل اختبار التأثير الذي تتركه الازمة المرافقة لتطبيق نظام الحوكمة في السوق المالي على العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية وعائد السهم خلال السنوات المختلفة الممتثلة لحدود البحث الزمانية، تم الاستعانة بالنماذج المطبقة من قبل (Ohlson's:1995) و (Davis-Friday et al. :2006) و (Jamaluddin et al. :2009) والمتعلقة بقياس تأثير عمليات اصلاح الحوكمة او تطبيق انظمتها على العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وقيمتة الدفترية =قيمة عائد السهم ه كما هه مهضه ادناه:

$$MVPS_{it}$$

$$= \beta_0 + \beta_1 I + \beta_2 j + \beta_3 BVPS_{it} + \beta_4 I * BVPS_{it} + \beta_5$$

$$+ \beta_6 EPS_{it} + \beta_7 I * EPS_{it} + \beta_8 J * EPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث ان:

$MVPS_{it}$: Market Value Per Share القيمة السوقية للسهم للشركة i في السنة t .

I : متغير وصفي او وهمي (Dummy) وتكون قيمته مساوية لـ (1) في سنة 2009 (السنة التي طبق فيها نظام الحوكمة في السوق المالي) و(صفر) في السنوات الاخرى.

j : متغير وصفي او وهمي (Dummy) وتكون قيمته (1) في السنوات (2010، 2011، 2012) التي تلت تطبيق نظام الحوكمة في السوق المالي، و(صفر) في السنوات الاخرى عينة البحث.

$BVPS_{it}$: Book Value Per Share القيمة الدفترية للسهم للشركة i في السنة t .

EPS_{it} : Earnings Per Share عائد السهم للشركة i في السنة t .

ان تضمين الانموذج لمتغيرات وهمية تصف السنوات قيد الدراسة يمكن من اختزال عملية قياس التأثير عدة مرات وللسنوات قيد الدراسة، فبدلاً من القياس في سنة 2009 فقط، يتم اللجوء الى المعلمات المتضمنة للمتغير (1) وهي المعلمات β_4 و β_7 ، كذلك تعوض المعلمات β_5 و β_8 المتضمنة للمتغير (1) عن اجراء تحليل الانحدار للسنوات (2010-2012) التي تعقب تطبيق التطبيق الحوكمي للسوق المالي.

3. الية تطبيق الانموذج: من اجل التحقق من ان عملية تقييم الاسهم في بورصة قطر والتي تعكسها القيمة السوقية للسهم للشركة i في السنة t تستند الى الحقائق المحاسبية التي تقدمها التقارير والنشرات المالية ممثلة بالقيمة الدفترية للسهم للشركة i في السنة t و عائد السهم للشركة i في السنة t . تم اللجوء الى استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد الذي يمثل انموذج البحث افضل تمثيل من اجل تقدير قيم المعلمات، حيث تعكس المعلمات β_3 و β_6 ان كانت ايجابية وذات دلالة معنوية التقييم الرشيد لقيمة الاسهم في السوق. فضلاً عن هذا فان قيم المعلمات β_4 و β_7 تعكس تأثير تطبيق نظام الحوكمة في السوق على الاعتماد على القيمة الدفترية للسهم والعائد على السهم عند تقييم القيمة السوقية من قبل المستثمرين اذا ما كانت ذات قيمة موجبة وذات دلالة معنوية، وان قيم المعلمات β_5 و β_8 تعكس تلك العلاقة في السنوات (2010-2012) اللاحقة للسنة (2009) التي طبق فيها نظام الحوكمة؛ وان القيم الموجبة والمعنوية لهذه المعلمات تعكس تلك العلاقة في السنوات التي تلي تطبيق نظام الحوكمة في السوق.

4. النتائج التطبيقية:

أ- توصيف البيانات: يلخص الجدول (2) نتائج الاحصاء الوصفي للبيانات الخاصة بالبحث ضمن الحدود الزمانية المحددة من خلال عدد المشاهدات والأوساط الحسابية والانحرافات المعيارية وأعلى قيمة وأدنى قيمة لبيان التمرکز والتشتت. اذ يتضح من الجدول (2) صلاحية البيانات لإجراء الاختبارات الاحصائية وقدرتها على تمثيل الظاهرة قيد البحث.

جدول (2) توصيف البيانات الخاصة بالبحث للسنوات (2006-2012)

السنة	عدد الشركات	المتغيرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	اعلى قيمة	ادنى قيمة
2006	32	MVPS	74.228	53.774	225.2	11.2
		BVPS	26.573	18.271	72.91	4.37
		EPS	4.2061	4.8451	16.92	-2.84
2007	36	MVPS	74.33	56.59	228.10	11.40
		BVPS	27.64	21.33	82.89	5.70
		EPS	4.76	5.10	20.54	-0.84
2008	39	MVPS	47.73	39.42	130.10	8.40
		BVPS	24.77	19.93	86.59	6.31
		EPS	6.14	7.80	40.19	-0.80
2009	42	MVPS	48.86	42.69	158.70	0.00
		BVPS	27.38	24.00	99.40	8.37
		EPS	4.85	6.04	27.62	-0.71
2010	42	MVPS	53.78	49.05	180.46	7.71
		BVPS	28.13	22.88	99.40	8.37
		EPS	5.40	6.51	31.00	-0.71
2011	42	MVPS	59.11	55.88	245.00	7.48
		BVPS	31.08	27.58	118.25	7.78
		EPS	5.87	6.78	28.48	-0.57
2012	42	MVPS	58.85	57.62	275.00	8.74
		BVPS	29.30	22.08	96.35	7.30
		EPS	5.01	5.23	22.13	-0.61
2006-2012	275	MVPS	60.92	51.86	275.00	0.00
		BVPS	30.18	23.85	124.80	4.37
		EPS	5.19	5.66	40.19	-2.84

الجدول من اعداد الباحث في ضوء نتائج البرمجيات الاحصائية الجاهزة

ب- اختبار العلاقة: تم اجراء تحليل الارتباط من اجل ايجاد قيمة معامل الارتباط بيرسون بين متغيرات البحث وللفترة (2006-2012) وبواقع (275) مشاهدة ، اذ وجد ان قيمة معامل الارتباط البسيط بين القيمة السوقية للسهم و القيمة الدفترية للسهم تبلغ (0.648) وهي قيمة معنوية عند مستوى (0.05)، كذلك تبين ان القيمة السوقية للسهم ترتبط ايجابياً ومعنوياً بعائد السهم؛ فبلغت قيمة معامل الارتباط بينهما (0.817) وهي قيمة معنوية عند مستوى (0.05)، اما عن قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين (القيمة الدفترية للسهم وعائد السهم) فبلغت (0.692) وهي قيمة موجبة ذات دلالة احصائية معنوية عند مستوى (0.05)؛ يعكس هذا شدة الترابط بين المتغيرين وهو ما يصب في صالح اثبات فرضية البحث. والجدول (3) يلخص ذلك.

جدول (3) قيم معامل الارتباط بين متغيرات البحث للسنوات (2006-2012) #

متغيرات البحث	MVPS	BVPS	EPS
MVPS	1		
BVPS	0.648* {0.000}	1	
EPS	0.817* {0.000}	0.692* {0.000}	1

{ } تشير الى قيمة P-value *P≤0.05 n=275

الجدول من اعداد الباحث في ضوء نتائج البرمجيات الاحصائية الجاهزة

ج- اختبار انموذج البحث : يهدف انموذج البحث الى الوقوف على اتجاه وحجم ومعنوية تأثير القيمة الدفترية للسهم وعائد السهم على تقييم القيمة السوقية للسهم في ظل فترة زمنية معينة من السنوات (2006-2012) يتوسطها السنة التي طبق فيها نظام الحوكمة (2009)، اذ يبين الجدول (4) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد والذي يمثل انموذج البحث، اذ يتضح ان قيمة المعلمة (β_3) (0.674) وهي قيمة موجبة ومعنوية بدلالة قيمة (t) المحسوبة البالغة (4.61) وقيمة (P-value) البالغة (0.000)، اذ يشخص ذلك ان القيمة الدفترية للسهم تعد مؤشرا جيدا عند تقييم القيمة السوقية للسهم وخلال الفترة الزمنية (2006-2012) اي قبل واثناء تطبيق نظام الحوكمة في السوق وبعد ذلك. اما عن تاثير عائد السهم في القيمة السوقية للسهم فيمكن تقديره من خلال قيمة المعلمة (β_6)؛ حيث بلغت قيمتها (5.63) وهي

قيمة كبيرة وإيجابية وذات دلالة احصائية معنوية، وقد استدل على ذلك من خلال قيمة (t) المحسوبة و (P-value) البالغتين (9.55) و (0.000) على التوالي، وهذا يدل على أن عائد السهم يمثل عاملاً حاسماً في تقييم القيمة السوقية للسهم خلال الفترة الممتدة من قبل تنفيذ أنظمة الحوكمة إلى ما بعدها. ومن أجل بيان تأثير تطبيق نظام الحوكمة على العلاقة السببية الحاكمة لدرجة الاعتماد على القيمة الدفترية للسهم وعائد السهم في تقييم القيمة السوقية للسهم في السنة التي طبق فيها هذا النظام (2009)، تم الاحتكام إلى قيم المعلمات (β_4 و β_7) والمستندة إلى قيم المتغير الوصفي (i) والذي تكون قيمته (1) في سنة (2009) و (صفر) بخلاف ذلك، إذ ظهرت قيمة (β_4) (-0.678)، وهي قيمة سالبة وغير معنوية بدلالة قيمة (t) المحسوبة البالغة (-1.87) وقيمة (P-value) البالغة (0.063) عند مستوى معنوية (0.05)، أن هذه النتيجة تعكس وجود أزمة في سنة (2009) نتيجة الارتباك الحاصل عن فرض تطبيق نظام الحوكمة في السوق نتج عنها تأثير عكسي للقيمة الدفترية للسهم في القيمة السوقية وأن عدم معنوية التأثير يصب في صالح أهداف البحث على اعتبار عدم الحاجة إلى تعميم النتائج وحصرها بسنة (2009). كما اتضح تضائل الاعتماد على عائد السهم في سنة (2009) من خلال قيمة (β_7) البالغة (1.172)، وبالرغم من كونها قيمة موجبة إلا أنها غير معنوية بدلالة (t) المحسوبة و (P-value) البالغتان (0.77) و (0.444)؛ وهذا يصب في جانب أهداف البحث دلالة على أن هذه النتائج خاصة بسنة (2009) سنة تطبيق نظام الحوكمة وليست عرضة للتعميم. فضلاً عن ما سبق، وبغية التحقق من طبيعة تأثير تطبيق نظام الحوكمة على العلاقة السببية الحاكمة لدرجة الاعتماد على القيمة الدفترية للسهم وعائد السهم في تقييم القيمة السوقية للسهم في السنوات التي أعقبت السنة التي طبق فيها نظام الحوكمة في السوق (2010-2012)، تم الاحتكام إلى قيم المعلمات (β_5 و β_8) والمستندة إلى قيم المتغير الوصفي (j) والذي تكون قيمته (1) في السنوات (2010-2012) و (صفر) بخلاف ذلك، إذ ظهرت قيمة (β_5) (-0.569) وهي قيمة مقارنة لما أشر في سنة (2009) إلا أنها قيمة معنوية عند مستوى (0.05) بدلالة قيمة (t) المحسوبة البالغة (-2.67) و (P-value) البالغة (0.008)؛ وهذا يؤشر أن تطبيق نظام الحوكمة أدى إلى أن تصبح القيمة الدفترية مؤشراً يقود إلى خفض تقييم القيمة السوقية بدلالة التأثير السلبي المؤشر انفا. وبلغت قيمة (β_8) (1.818) وهي قيمة معنوية عند مستوى (0.05) بدلالة قيمة (t) المحسوبة البالغة (2.03) و (P-value) البالغة (0.043)؛ وهو مؤشر قوي على أن عائد السهم يمثل دوراً بارزاً في تقييم القيمة السوقية للسهم في السنوات

التي تلت تطبيق نظام الحوكمة في السوق المالية. هذا ويجدر الإشارة الى ان انموذج البحث كان معنوياً بالمجمل بدلالة قيمة معامل التحديد (R^2) البالغة (0.705)؛ مما يعني ان (70.5%) من التغيرات في القيمة السوقية للسهم تفسرها التغيرات الحاصلة في القيمة الدفترية للسهم وعائد السهم وان (29.5%) من التغيرات تعود الى متغيرات عشوائية اخرى لم يتضمنها الأنموذج لاسيما وان الانموذج ككل يعد معنوياً؛ وقد استدل على ذلك من خلال قيمة (F) المحسوبة البالغة (79.45) وهي قيمة معنوية موجبة بدلالة قيمة (P-value) البالغة (0.000) عند مستوى معنوية (0.05) ودرجات حرية (8, 266). ويمكن تصوير معادلة الانحدار للأنموذج على النحو التالي:

$$MVPS_{it} = 18.798 - 1.377 I - 3.555 J + 0.673 BVPS_{it} - 0.678 I \\ * BVPS_{it} - 0.569 J * BVPS_{it} + 5.631 EPS_{it} + 1.172 I \\ * EPS_{it} + 1.818 J * EPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول (4) نتائج تحليل الانحدار لمتغيرات البحث للسنوات (2006-2012) #

J*EP S β_8	I*EPS β_7	EPS β_6	J*BVP S β_5	I*BVPS β_4	BVPS β_3	J β_2	I β_1	β_0	
1.818 (2.03) * {0.043 }	1.172 (0.77) * {0.444 }	5.631 (9.55) * {0.000 }	-0.569 (- 2.67)* {0.008 }	-0.678 (-1.87) * {0.063 }	0.673 (4.61) * {0.000 }	- 3.555 (- 0.58) {0.562 }	- 1.377 (- 0.16) {0.870 }	18.79 (4.19) * {0.000 }	MVPS
0.705									R^2
0.696									R^2 - adj
79.45*									F
0.000									P- value

N=275

D.F.=(8, 266)

*P≤0.05

المصدر: من اعداد الباحث في ضوء نتائج البرمجيات الاحصائية الجاهزة

رابعاً: الاستنتاجات والمقترحات:

أ. **الاستنتاجات:** خلص البحث الى عدد من الاستنتاجات وكالاتي:

- 1- يعد التضبيب الحوكمي للشركات اداة فاعلة لضمان التغلب على المشاكل الناجمة عن الوكالة ووسيلة للارتقاء بكفاءة الاسواق المالية.
- 2- تعد المعلومات المالية المفصح عنها دليل يسترشد به عند تحديد القيمة السوقية للسهم تاريخياً، وان تطبيق التضبيب الحوكمي يزيد من الثقة في القرارات المستندة على المعلومات المالية وفي مقدمتها القيمة الدفترية للسهم وعائد السهم الواحد.
- 3- هنالك تباين في مستوى تفسير القيمة الدفترية للسهم وعائد السهم للتغيرات في القيمة السوقية للسهم خلال الفترات السابقة والمرافقة واللاحقة لتطبيق انظمة حوكمة الشركات.
- 4- بعد تطبيق اجراءات التضبيب الحوكمي، لوحظ بان القيمة الدفترية للسهم ترتبط وتؤثر عكسياً في القيمة السوقية للسهم، وان عائد السهم يؤثر ايجابياً ومعنوياً فيها؛ وذلك يدل على ان القيمة الدفترية تعمل على ضبط الاسعار بينما يعمل عائد السهم الجيد على تحقيق القيمة ومن ثم تحقيق العوائد للمستثمرين جراء المضاربة في السهم.

ب. **المقترحات:** في اطار ما سبق عرضه، يقترح الباحث الاتي:

- 1- اجراء دراسات مقارنة لنتائج البحث مع اسواق اخرى اقليمية او دولية، او توسيع المتغيرات المستقلة لتشمل النسب المالية ذات العلاقة.
- 2- العمل على تطوير اجراءات التضبيب الحوكمي بما يتلائم مع المستجدات الاقتصادية والمالية والمحاسبية، وتعميق البحث في تأثير ذلك على قرارات المستثمرين وكفاءة الاسواق بصورة موضوعية.

المصادر:

أولاً: المصادر العربية

أ. **التقارير والنشرات:**

- 1- ال الشيخ، احمد بن عبد الله، (2012)، "حوكمة الشركات"، هيئة السوق المالية ، المملكة العربية السعودية، الرياض.
- 2- بورصة قطر ، (2013) ، دليل المستثمر 2013 ، www.qe.com.qa .
- 3- هيئة قطر للاسواق المالية، (2009)، نظام حوكمة الشركات المدرجة في الاسواق التي تخضع لرقابة هيئة قطر للاسواق المالية، صادر من مجلس ادارة الهيئة في اجتماعه الاول لعام 2009 بتاريخ 27 يناير 2009، www.afma.org.qa

4- منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، (2004)، "مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال حوكمة الشركات"، www.oecd.org.

5- يوسف، محمد حسن، (2007)، "محددات الحوكمة ومعاييرها: مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر"، بنك الاستثمار القومي.

ب. الكتب:

1- عبد الفتاح، محمد عبد الفتاح محمد، (2007)، "المراجعة الإدارية المتقدمة"، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
ت. المواقع الإلكترونية:

1- مركز المشروعات الدولية الخاصة، (2013)، www.cipe-arabia.org.
ثانياً: المصادر الأجنبية:

A. Articles

1-Davis-Friday, P.Y., Eng,L.L., and Liu,C.S.,(2006), "The effects of the Asian crisis: corporate governance and accounting system on the valuation of book value and earnings", The International Journal of Accounting, 41(1), pp22-40.

2-Jamaluddin,Adibah, Mastuki,Nor'Azam, Ahmed,Asyaari Elmiza, (2009), "Corporate Governance Reform and the Value Relevance of Equity Book Value and Earnings in Malaysia", Journal of Financial Reporting & Accounting, 7(2), pp41-59.

3-Ohlson, J.A.,(1995), "Earnings, Book values and dividends in equity valuation", Contemporary Accounting Research, 11(2), pp661-687.

4-Gillan, Stuart L., (2006), "Recent Developments in Corporate Governance: An Overview", Journal of Corporate Finance, June, pp381-402.

5-Saudagaran, S. M., and Diga, J. G., (1997), "Financial reporting in emerging capital markets: Characteristics and policy issues", Accounting Horizons, 35(1), 41-64.

6-Machuga, S. and Teitel, K., (2009), "Board of director characteristics and earnings quality surrounding implementation of a corporate governance code in Mexico", Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 18(1), 1-13.

B. Books:

1-Brigham, Eugene F., Ehrhardt, Michael C., (2010), "Financial Management Theory and Practice", 13th Edition, Cengage Learning.

C. Working paper:

2-Mitton, T., (2000), "A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis", Working paper, Brigham Young University.