

أثر القدرة الإدارية على تزامن سعر السهم: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية

حميده محمد عبد المجيد

جامعة الملك خالد

المملكة العربية السعودية

جامعة الأزهر

جمهورية مصر العربية

الملخص

هدف الدراسة: هدفت الدراسة إلى قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على تزامن سعر السهم في الشركات المساهمة غير المالية المدرجة في السوق المالية السعودية. تصميم/منهجية/طريقة الدراسة: استعملت الدراسة نموذج (Demerjian et al. (2012) لقياس القدرة الإدارية، وقيس تزامن سعر السهم باستعمال التحويل اللوغاريتمي لمعامل التحديد (R^2) الناتج عن نموذج انحدار السوق، وطبقت تجليلات إضافية تمثلت في تغيير عدد مشاهدات العوائد في نموذج انحدار السوق، وقسمت القدرة الإدارية إلى: قدرة إدارية عالية، وقدرة إدارية منخفضة، وقسمت أيضًا فترة الدراسة إلى فترتين وفقًا للتحوّل نحو تطبيق المعايير الدولية للتقرير المالي IFRS في المملكة العربية السعودية. عينة الدراسة وبياناتها: أجريت الدراسة على عينة شملت 159 شركة مساهمة غير مالية مدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2008 إلى 2022 بمشاهدات بلغت 2036 مشاهدة (سنة-شركة). نتائج الدراسة: توصلت الدراسة إلى أن ارتفاع القدرة الإدارية يسهم في تخفيض تزامن سعر سهم الشركات السعودية، كما أظهرت التحليلات الإضافية ثبات وقوة نفس العلاقة عبر تغييرات مختلفة، مع بروز أكبر لتأثير القدرة الإدارية المرتفعة بعد تطبيق المعايير الدولية للتقرير المالي IFRS في المملكة العربية السعودية. أصالة الدراسة: تعد هذه الدراسة أول دراسة تتناول العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم في البيئة السعودية، مع تقديم نموذج تطبيقي شامل وتحليلات تفصيلية تعزز فهم هذه العلاقة في سياق الأسواق الناشئة. حدود الدراسة وتطبيقاتها: اقتصرَت الدراسة على الشركات غير المالية المدرجة، واستعملت العائد الأسبوعي ومعامل التحديد (R^2) الناتج عن نموذج انحدار السوق لقياس التزامن. الكلمات المفتاحية: تزامن سعر السهم، القدرة الإدارية، تحليل مغلف البيانات (DEA)، المملكة العربية السعودية.

تصنيف JEL: G10, G30, M10

تم تسلم البحث في 2025/3/6، التعديل الأول في 2025/4/18، التعديل الثاني في 2025/5/7، أُجيز للنشر في 2025/5/13.

تصدر عن مجلس النشر العلمي بجامعة الكويت. جميع الحقوق محفوظة للمجلة.

الإشارة المرجعية: عبدالمجيد، حميده محمد. (2025). أثر القدرة الإدارية على تزامن سعر السهم: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية. *المجلة العربية للعلوم الإدارية*. النشر المبكر. <https://doi.org/10.34120/ajas.2025.1381>

ABSTRACT

**Impact of Managerial Ability on Stock Price Synchronicity:
An Empirical Study on Saudi Companies**

Hemeda M. Abdelmageed
King Khalid University, KSA
Al-Azhar University, Egypt

Purpose: This study examined the impact of managerial ability on stock price synchronicity in non-financial firms listed on the Saudi Stock Exchange.

Study design/methodology/approach: Managerial ability was measured using the model proposed by Demerjian et al. (2012), while stock price synchronicity was assessed through the logarithmic transformation of the coefficient of determination (R^2) derived from the market model regressions. Additional analyses included varying the number of return observations, categorizing managerial ability into high and low groups, and segmenting the study period based on the adoption of IFRS in Saudi Arabia.

Sample and data: The sample comprised 159 non-financial companies listed on the Saudi Stock Exchange between 2008 to 2022, yielding 2,036 firm-year observations.

Results: Higher managerial ability is associated with lower stock price synchronicity among Saudi firms. Additional analyses confirmed the robustness and consistency of this effect across multiple model specifications, with a more pronounced impact following the adoption of IFRS in Saudi Arabia.

Originality/value: This study is the first to investigate the relationship between managerial ability and stock price synchronicity in the Saudi market. It provides a comprehensive empirical framework and detailed analyses that enhance understanding of this relationship in the context of emerging markets.

Research limitations/implications: The study was limited to non-financial listed companies and relied on weekly return data and the coefficient of determination (R^2) from market model regressions as a proxy for synchronicity.

Keywords: Stock Price Synchronicity, Managerial Ability, Data Envelopment Analysis (DEA), Kingdom of Saudi Arabia.

Published by the Academic Publication Council of Kuwait University. All rights reserved.

To cite: Abdelmageed, H. M. (2025). Impact of managerial ability on stock price synchronicity: An empirical study on Saudi companies. *Arab Journal of Administrative Sciences*. Online first.

<https://doi.org/10.34120/ajas.2025.1381>

الإطار العام للدراسة

المقدمة

يمثل تزامن سعر السهم مقياسًا لتحركات المشتركة Co-movement في أسعار الأسهم أو العوائد على هذه الأسهم في السوق الماليّة، بناءً على أو استجابة للمعلومات المتاحة في هذا السوق، بالإضافة إلى الاستجابة إلى المعلومات عن بعض العوامل الأخرى المؤثرة على السوق (Beuselinck et al., 2009; Bissessur & Hodgson, 2012). والمعلومات التي يعكسها سعر سهم الشركة تكون عادة على نوعين هما: المعلومات عن الشركة نفسها (المعلومات الخاصّة)، والمعلومات عن السوق الماليّة (معلومات السوق) (Wang et al., 2022).

ويشير التزامن إلى الدرجة أو المدى الذي تتحرّك فيه أسعار الأسهم المختلفة معاً (أي: تحرك متزامن) وفي نفس الاتجاه خلال فترة من الزمن، وذلك بالقدر الذي تنعكس فيه المعلومات الخاصّة، ومعلومات السوق في سعر سهم كل شركة متداولة في السوق الماليّة (Figlioli et al., 2000; Morck et al., 2017). وإذا كان سعر سهم الشركة يعكس معلومات السوق أكثر من المعلومات الخاصّة بالشركة، فإن هذا سيؤدي إلى تحرك الأسعار في السوق معاً في نفس الاتجاه؛ مما يجعلها أكثر تزامناً، أي يكون هناك تزامن مرتفع في السوق الماليّة. أما إذا كان سعر سهم الشركة يعكس المعلومات الخاصّة بالشركة أكثر من معلومات السوق، فإن سعر السهم لا يتحرّك مع تحركات أسعار الأسهم الأخرى؛ مما يؤدي إلى أن يكون التزامن منخفضاً في السوق الماليّة (Castro & Santana, 2018; Figlioli et al., 2017).

ويمثل تزامن سعر سهم الشركة أحد المقاييس المهمّة لكفاءة السوق الماليّة؛ إذ كلما انخفض تزامن سعر السهم دلّ ذلك على أن أسعار الأسهم تعكس المعلومات الخاصّة بالشركة أكثر من معلومات السوق، وكلّما دلّ ثانياً على أن السوق يوظّف المعلومات الخاصّة أكثر من معلومات السوق، وكلّما دلّ ثالثاً على أن إدارة الشركة تعمل على توفير بيئة معلومات مناسبة للشركة وتحسينها (Abedifar et al., 2021; Ryu et al., 2024; Tiron-Tudor, 2019).

ونظراً لأهمية تزامن سعر السهم؛ فقد اهتمت الدراسات السابقة بدراسة العديد من محدّداته، التي من بينها القدرة الإداريّة Managerial Ability، وتشير القدرة الإداريّة إلى مجموعة الخصائص أو الكفاءات الإداريّة، مثل: المعرفة، والموهبة، والقدرة، والسمعة، والمهارات، وغيرها، التي يتّصف بها فريق الإدارة التنفيذيّة، وهي تتحقّق من تراكم خبراتهم طوال فترة حياتهم المهنيّة، وذلك بالطريقة التي تساعدهم على أداء المهام المُوكلة إليهم، وبما يُؤثر في عملية اتّخاذ القرارات بالشركة (Demerjian et al., 2012, 2013)، ولقد ثبت في الدراسات السابقة أن لهذه القدرة الإداريّة تأثيرات على الكثير من الجوانب، أهمها: -في سياق السوق الماليّة- التأثير في خطر انهيار سعر سهم الشركة (Cui et al., 2019; Garg et al., 2021; Liu & Lei, 2021)، والتأثير في فرص الاستثمار في الشركات وكفاءتها (Habib &

(Hasan, 2017; Lee et al., 2018). ثم كان من المهم دراسة تأثير القدرة الإدارية في تزامن سعر السهم، كأحد المحددات المهمة لتفسير هذا التزامن.

ولما كان للإدارة التنفيذية دور مهم في تهيئة بيئة معلومات مناسبة خاصة بالشركة وتحسينها، فإن هناك حاجة لدراسة مدى تأثير القدرة الإدارية على المعلومات الخاصة بالشركة، ثم على تزامن سعر السهم، وهو ما تحاول الدراسة الحالية تحقيقه.

مشكلة الدراسة

يُعدُّ سوق المال السعودي من أبرز الأسواق الماليّة الناشئة، ويحتلّ مكانة متقدّمة في منطقة الشرق الأوسط، فضلاً عن ارتباطه المتزايد بالأسواق الماليّة العالميّة. وفي ضوء هذه الأهمية، فإن هناك حاجة إلى تقييم وتحسين جوانب كفاءة هذا السوق، ومن أبرز مؤشرات هذه الكفاءة تزامن سعر السهم، الذي يعكس درجة انعكاس المعلومات (سواء الخاصّة بالشركة أو المتعلقة بالسوق) في أسعار الأسهم (Morck et al., 2000; Figlioli et al., 2017).

ولما كان تزامن الأسعار يتأثر بنوعية وجودة المعلومات المتاحة عن الشركات، فإن للإدارة التنفيذية دوراً محورياً في توفير هذه المعلومات من خلال سياساتها وإفصاحها، ومن ثم يُتوقع أن تؤثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين في درجة تزامن سعر السهم (Demerjian et al., 2013; Lee et al., 2018).

ومع تزايد الاهتمام في الدراسات الحديثة بالعوامل المؤثرة في تزامن سعر السهم، إلا أن الدراسات التي درست أثر القدرة الإدارية تحديداً في هذا التزامن، لا تزال محدودة جداً، خصوصاً في سياق الأسواق الناشئة، مثل السوق السعودي؛ فقد اقتصرَت الأدلة التجريبيّة المتوفرة على بيئات تنظيميّة ومؤسسيّة مختلفة، أبرزها السوق الصيني (Fu et al., 2022; Gan & Hu, 2023) دون اختبار هذه العلاقة في السوق السعوديّة التي تتسم بخصوصيّة من الناحية المؤسسيّة والمحاسبيّة، التي تتطلب تحليلاً خاصاً بها.

بالإضافة إلى ذلك، فإن الدراسات السابقة لم تعطِ اهتماماً كافياً لبعض التحوّلات التنظيمية المهمّة في المملكة العربيّة السعوديّة، مثل اعتماد التطبيق الإلزامي للمعايير الدوليّة للتقرير الماليّ IFRS ابتداءً من عام 2017، التي يُتوقع أن يكون لها أثر في تحسين بيئة المعلومات وانعكاساتها على العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم (Beuselinck et al., 2009; Castro & Santana, 2018).

بناءً على ما سبق، تسعى الدراسة الحالية إلى سدّ هذه الفجوة البحثيّة انطلاقاً من التساؤل الرئيسي التالي:

ما أثر القدرة الإدارية على تزامن سعر سهم الشركة؟

هدف الدراسة

تهدف الدراسة إلى فحص وبيان أثر القدرة الإدارية على تزامن سعر السهم في الشركات السعودية غير الماليّة المدرجة في السوق الماليّة السعوديّة، كما تسعى إلى تحليل كميّة اختلاف هذا الأثر عبر ثلاث زوايا تحليليّة رئيسية، تتمثل في تعديل عدد مشاهدات العوائد المستعملة في نموذج انحدار السوق لتقييم استقرار العلاقة، وتصنيف الشركات وفقاً لمستوى القدرة الإداريّة (عالية أو منخفضة) لدراسة تباين التأثير بناءً على جودة الإدارة، وأخيراً تقسيم فترة الدراسة إلى مرحلتين وفقاً لتطبيق المعايير الدولية للتقرير الماليّ IFRS في المملكة العربيّة السعوديّة، بهدف تحليل تأثير التحوّل المحاسبيّ والتنظيميّ في العلاقة المدروسة.

أهمية الدراسة ومساهمتها

تأتي قيمة الدراسة نظرياً أو علمياً من أهمية المتغيّرات والعلاقات التي تدرسها؛ إذ تسهم في إثراء الأدب المحاسبيّ الخاصّ بأحد الآثار الاقتصاديّة للقدرة الإداريّة باعتبارها تشكّل مكملاً مهمّاً لتفسيرات تزامن أسعار الأسهم؛ فهذه الدراسة -على حد علم الباحث- هي الأولى التي تدرس هذه العلاقة باستعمال بيانات الشركات السعوديّة، من ثم فهي توسّع الأدب الخاصّ بالآثار الاقتصاديّة للقدرة الإداريّة، وأيضاً الأدب الخاصّ بالعوامل المؤثّرة في تزامن أسعار الأسهم. وعلى ذلك تقدّم هذه الدراسة مساهمة معرفيّة تتمثل في سدّ فجوة قائمة في الأدبيات المحاسبية والماليّة، من خلال تحليل العلاقة بين القدرة الإداريّة وتزامن سعر السهم، وهي علاقة لم تحظّ باهتمام كافٍ في الدراسات السابقة في البيئات الاقتصاديّة الناشئة، وهي تضيف الدراسة بُعداً نظرياً بتضمين عدّة نظريات لتفسير العلاقة، مثل: نظرية الإشارات، ونظرية الوكالة، ونظرية الموارد.

أما تطبيقياً أو عملياً فتأتي أهمية الدراسة الحالية من تقديمها مساهمة منهجيّة باستعمال نموذج معامل التحديد R^2 المعتمد إلى نموذج السوق لقياس تزامن سعر السهم، مع تطبيقه على عيّنة من الشركات السعوديّة، وهو ما يتيح اختبار العلاقة في سياق مؤسسيّ وتنظيميّ مختلف عن الدراسات السابقة التي ركّزت على السوق الصينية فقط. وعلى ذلك تسهم الدراسة الحالية في تقييم أحد جوانب كفاءة السوق الماليّة السعوديّة، وهو تزامن سعر السهم، والعمل على تحسين هذه الكفاءة، وذلك بتعزيز انعكاس المعلومات الخاصّة بالشركة في سعر سهمها بدرجة تفوق معلومات السوق العامّة.

ويسهم كل ما سبق في تقديم رؤية علميّة وعمليّة شاملة وأكثر وضوحاً، تساعد في تعزيز فهم العلاقة بين الجوانب الإداريّة وأداء السوق الماليّ، وإلى توفير توصيات عملية من شأنها دعم اتّخاذ القرار على مستويات متعدّدة في البيئة الماليّة السعوديّة، ويستفيد من هذه المساهمة العديد من المستفيدين، يأتي في مقدمتهم المستثمرون، سواء كانوا محلّيين أو أجنباً؛ إذ

تساعدهم في تقييم قدرة الإدارة التنفيذية للشركات التي يستثمرون فيها؛ مما يعزز قدرتهم على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، كما يستفيد من هذه الرؤية الشاملة إدارات الشركات في فهم أفضل للدور الذي تؤديه قدراتهم الإدارية في تحسين البيئة المعلوماتية للشركة، وتأثير ذلك في أسعار أسهمهم في السوق، ويستفيد منها أيضًا صانعو السياسات والجهات التنظيمية في السوق المالية السعودية في تطوير سياسات وأدوات من شأنها تحسين جودة الإفصاح المحاسبي، وتعزيز كفاءة السوق المالية، وبالإضافة إلى ما سبق يمكن أن يستفيد أيضًا من هذه الرؤية الشاملة الباحثون والأكاديميون؛ لأنها توفر لهم مرجعًا حديثًا وأساسًا نظريًا واضحًا يمكن البناء عليه في دراسات مستقبلية تتعلق بتزامن سعر السهم والقدرة الإدارية في أسواق مالية مماثلة.

منهجية الدراسة

اعتمدت الدراسة على استعمال المنهج الوصفي التحليلي لقياس أثر القدرة الإدارية في تزامن سعر السهم في الشركات السعودية غير المالية المدرجة في السوق المالية السعودية؛ إذ تم مراجعة وتحليل الدراسات السابقة ذات الصلة بقياس وتفسير العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم، إضافة إلى توضيح أهمية هذه العلاقة في سياق السوق السعودية التي تتميز بخصوصية مؤسسية وتنظيمية، وبناءً على ذلك، بُني نموذج انحدار لقياس وتقدير العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم.

كما طُبِّق النموذج المقترح باستعمال البيانات المستخرجة من التقارير والقوائم المالية السنوية للشركات السعودية غير المالية المدرجة بالسوق المالية السعودية، المنشورة عبر موقع السوق المالية السعودية (تداول)، بالإضافة إلى استعمال بيانات المؤشرات المالية وحركة أسعار الأسهم، التي حُصِل عليها من قواعد البيانات المالية المتخصصة، مثل: قاعدة بيانات شركة أرقام، وقاعدة بيانات Refinitiv Eikon.

تقسيم الدراسة

يهدف الجزء التالي إلى بيان الجوانب النظرية المتعلقة بمفهوم تزامن سعر السهم والقدرة الإدارية، وبيان تأثير القدرة الإدارية في تزامن سعر السهم في الشركات السعودية، يلي ذلك استعراض وتحليل الدراسات السابقة، التي يصاغ من خلالها فرض الدراسة، بعد ذلك تُوضَّح منهجية الدراسة والنموذج التطبيقي، ثم تُحلَّل وتُناقش النتائج وتُختبر فرض الدراسة، التي بناءً عليها تُعرض نتائج وتوصيات الدراسة، مع إدراج قائمة المراجع في القسم الأخير منها.

الإطار النظري للدراسة

يوضَّح هذا القسم من الدراسة الجوانب النظرية لمتغيرات الدراسة، التي يتمثل فيها المتغير التابع في تزامن سعر السهم، في حين يتمثل المتغير المستقل فيها في القدرة الإدارية، وكذلك بيان كيفية تأثير القدرة الإدارية في تزامن سعر السهم.

تزامن سعر السهم

يمكن بيان الجوانب النظرية لمتغير تزامن سعر السهم من خلال بيان مفهومه، وأهمية دراسته، وأهم العوامل المؤثرة فيه، وفي النهاية أهم الطرق التي قدمتها الدراسات السابقة لقياسه.

مفهوم تزامن سعر السهم

يمكن تقسيم المعلومات التي تؤثر في سعر سهم الشركة في السوق المالية عادة إلى نوعين رئيسيين، هما: المعلومات الخاصة بالشركة (المعلومات الخاصة) والمعلومات العامة المتعلقة بالسوق (معلومات السوق) (al., 2017). وتتمثل المعلومات الخاصة بالشركة Private Information، في المعلومات التي تتعلق مباشرة بكل شركة على حدة، مثل: المركز المالي والنتائج المالية، وتوزيعات الأرباح، والتعاقدات الجديدة، والتغييرات الإدارية، أو أي قرارات استثمارية أخرى مهمة، وتعكس هذه المعلومات المخاطر الخاصة بالشركة (Castro & Santana, 2018; Piotroski & Roulstone, 2004).

أما المعلومات العامة في السوق أو معلومات السوق Market-wide Information، فتشمل جميع البيانات أو الأحداث التي تؤثر في غالبية الشركات في السوق في وقت واحد، وتضم هذه المعلومات عدة عوامل، مثل: المعلومات الاقتصادية الكلية التي تعكس المؤشرات العامة للاقتصاد، والتغيرات في أسعار الفائدة، ومعدلات التضخم، وأسعار السلع، وتوقعات النمو. كما توجد معلومات تعكس العوامل المالية، مثل: تحركات أسعار صرف العملات، وتذبذبات أسواق الطاقة والذهب. وهناك المعلومات التنظيمية والسياسات الكلية، التي تشمل التغيرات في السياسات المالية والنقدية، وقرارات البنك المركزي، واللوائح الحكومية، والتشريعات المرتبطة بحكومة الشركات والشفافية، بالإضافة إلى ذلك تشمل هذه المعلومات العوامل الهيكلية، مثل: عدد الشركات المدرجة، وهيكل السوق المالي، ومستوى السيولة، كلها تشكل بيئة السوق العامة. أخيراً تعكس هذه المعلومات أيضاً العوامل السلوكية، مثل: ميول المستثمرين Investor Sentiment، والتقييمات الخاطئة، والتحليلات الفنية، والتضليل الإعلامي، والشائعات (Castro & Santana, 2017; Figlioli et al., 2018). وتحدد هذه المعلومات إلى أي مدى قد تتحرك أسعار الأسهم تحركاً متزامناً؛ كونها تؤثر في السوق ككل، وتعكس المخاطر العامة (Jin & Myers, 2006).

ويشير التزامن إلى المدى أو الدرجة التي تتحرك بها أسعار الأسهم المختلفة معاً (أي: تحرك متزامن) وفي نفس الاتجاه خلال فترة من الزمن. وذلك بناءً على أو استجابة للمعلومات المتاحة في هذا السوق (Beuselinck et al., 2009; Bissessur & Hodgson, 2012) وقد كان Roll (1988) أول من أشار إلى أن هذه الدرجة تعتمد على دمج المعلومات الخاصة بالشركة والمعلومات العامة أو معلومات السوق في أسعار الأسهم، كما كان Morck et al. (2000) أول من استعمل مصطلح التزامن Synchronicity لوصف المقدار الذي يتم فيه المعلومات الخاصة ومعلومات السوق في أسعار الأسهم.

بناءً على هذا التقسيم للمعلومات، فإن تزامن سعر السهم يقيس مدى اعتماد سعر سهم الشركة على معلومات السوق مقارنةً بالمعلومات الخاصة، فإذا كانت تحركات السعر تعتمد اعتماداً أساسياً على معلومات السوق، فإن التزامن يكون مرتفعاً، مما يشير إلى انخفاض انعكاس المعلومات الخاصة في سعر السهم. أما إذا اعتمدت التحركات بدرجة أكبر على المعلومات الخاصة، فإن التزامن يكون منخفضاً، ويعكس ذلك قدرة المستثمرين على الوصول إلى معلومات نوعية خاصة بالشركة تؤثر في تقييم السهم، ويُلاحظ أن التزامن لا يقيس كمية المعلومات بحد ذاتها، إنما يعكس كيفية دمجها في أسعار الأسهم (Abedifar et al., 2021; Beuselinck et al., 2009; Bissessur & Hodgson, 2012; Castro & Santana, 2018; Figlioli et al., 2017; Hutton et al., 2009; Kim & Shi, 2012; Song, 2015).

ويرتبط مع مفهوم التزامن مفهوم تقلب سعر السهم Stock Price Volatility الذي يشير إلى مدى التغيير أو التذبذب في سعر السهم أو العائد عليه بمرور الوقت، ويُستعمل كمقياس للمخاطر المرتبطة بالاستثمار في ذلك السهم، وكلما زاد هذا التقلب دل ذلك على أن سعر السهم يشهد تغييرات حادة ومتكررة، سواء صعوداً أو هبوطاً؛ مما يُشير إلى درجة عالية من عدم التأكد حول قيمته المستقبلية. أما إذا كان التقلب منخفضاً، فإن ذلك يعكس استقراراً نسبياً في حركة السعر، ويُفسر غالباً بأنه مؤشر على انخفاض مستوى المخاطر (Abdoh & Varela, 2017; Zhang et al., 2023).

ومع أن كلا من التزامن والتقلب يتعلقان بتحركات سعر السهم، فإنهما يختلفان؛ إذ يُشير التزامن إلى مدى ارتباط تحركات سعر سهم معين بحركة الأسهم الأخرى أو الحركة العامة للسوق المالية؛ أي إنه يقيس "الاتجاه المشترك" بين الأسهم، في حين يُشير التقلب إلى درجة تذبذب سعر السهم حول متوسطه خلال فترة زمنية محددة، بغض النظر عن علاقته بالسوق، بمعنى آخر: قد يتحرك سعر السهم تحركاً متزامناً مع السوق (تزامن مرتفع)، لكن بمعدل بطيء (تقلب منخفض) أو بمعدل سريع (تقلب مرتفع) دون أن يكون مرتبطاً بالسوق (تزامن منخفض) وتكمن أهمية التفرقة بين المفهومين في أن كلا منهما يُستعمل لقياس أبعاد مختلفة من كفاءة السوق وسلوك المستثمرين (Bissessur & Hodgson, 2012; Campbell et al., 2001; Castro & Santana, 2018; Chan et al., 2013; Jin & Myers, 2006).

أهمية دراسة تزامن سعر السهم

تتجلى أهمية دراسة تزامن سعر السهم في اعتباره من المؤشرات المهمة في تحليل كفاءة السوق المالية، ومدى انعكاس المعلومات المتاحة في الأسعار؛ إذ إن ارتفاع التزامن يدل على اعتماد أسعار الأسهم بدرجة أكبر على العوامل العامة في السوق؛ مما يشير إلى قصور في دمج المعلومات الخاصة بالشركات، وهو ما يعكس بيئة معلومات أقل كفاءة، وفي المقابل، يُعد انخفاض التزامن دليلاً على اندماج المعلومات الخاصة في السعر؛ مما يدعم كفاءة التسعير ويزيد شفافية السوق (Abedifar et al., 2021; Jin & Myers, 2006; Piotroski & Roulstone, 2004).

وتكمن أهمية هذا المؤشر أيضًا في علاقته بقرارات المستثمرين؛ فانخفاض التزامن غالبًا ما يعكس بيئة معلوماتية غنيّة ومتميّزة، تتيح للمستثمرين اتّخاذ قراراتهم بناءً على تحليل معلومات خاصّة بالشركة، بدلاً من الاعتماد فقط على معلومات وتحركات السوق (Fu et al., 2022; Gan & Hu, 2023; Zhou & Yao, 2024). ويشير Hutton et al. (2009) إلى أن انخفاض التزامن غالبًا ما يرتبط بزيادة حجم المعلومات الخاصّة في السوق؛ مما يقلّل فجوة المعلومات بين المستثمرين.

من جانب آخر، ترتبط أهمية تزامن سعر السهم بقدرته على التنبؤ بالمخاطر المستقبلية، مثل خطر انهيار سعر سهم الشركة؛ إذ إن الارتفاع غير الطبيعي في تزامن سعر السهم قد يشير إلى ممارسة إدارة الشركة لعمليات إخفاء الأخبار السيئة Bad News Hoarding التي لم يُفصح عنها بعد، الأمر الذي يزيد احتمالية حدوث انهيارات مفاجئة لاحقًا. ومن هذا المنطلق، يمكن استعمال تزامن سعر السهم باعتباره مؤشراً إنذارياً لمراقبة سلامة الإفصاح الماليّ وجودته (An & Zhang, 2013; Callen & Fang, 2017; Ghafoor et al., 2022).

كما يُستعمل تزامن السعر بوصفه مؤشراً لتقييم فاعلية السياسات التنظيمية، خصوصاً في الأسواق الناشئة؛ فتنبّي المعايير الدولية للتقرير الماليّ IFRS أو تعديلات لائحة حوكمة الشركات يمكن أن يؤدّي إلى انخفاض التزامن من خلال تعزيز دمج المعلومات الخاصّة في الأسعار (Beuselinck et al., 2009; Pradhana, 2014; Rosmianingrum et al., 2023; Santana, 2015).

لهذه الأسباب، يحظى تزامن سعر السهم باهتمام كبير في الدراسات المعاصرة، باعتباره مؤشراً مهماً يعكس تفاعل السوق مع المعلومات، يُستعمل في تقييم الشفافية وكفاءة التسعير فيه، والوقوف على المخاطر، وقياس فعالية البيئة التنظيمية.

العوامل المؤثرة في تزامن سعر السهم

بالإضافة إلى القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين محل الدراسة الحالية، فإن تزامن سعر السهم يتأثر بالعديد من العوامل التي تؤثر في الطريقة التي تدمج المعلومات في أسعار الأسهم، وأول وأهم هذه العوامل هو جودة الإفصاح المحاسبي؛ فالشركات التي تتمتع بإفصاح ماليّ شفاف، وتمتلك نظم معلومات متطورة تُظهر عادة مستوى أقل من التزامن، ويُعزى ذلك إلى قدرة السوق على دمج المعلومات الخاصّة في أسعار هذه الشركات (Hutton et al., 2009). وتشير الأدلة الحديثة إلى أن الإفصاح الاختياريّ، والممارسات المرتبطة بالتقارير المتكاملة تقلّلان التزامن بتحسين بيئة المعلومات للمستثمرين (Zhou & Yao, 2024).

ومن العوامل المؤثرة أيضًا في تزامن سعر السهم التغطية من المحللين الماليين والمؤسسات الاستثمارية؛ فهي تساعد على توصيل معلومات خاصّة أكثر دقة للمستثمرين؛ مما يعزز التفاعل الفرديّ لأسعار الأسهم، ويقلّل تزامن سعر السهم (Bushman et al., 2004). بالمثل، فإن استقرار

المستثمرين المؤسسيين يؤدي إلى انخفاض التزامن أيضاً؛ إذ يسهم هؤلاء المستثمرون في مراقبة أداء الشركة والمساعدة في زيادة الإفصاح عن المعلومات غير المتاحة في السوق (Callen & Fang, 2017).

ومن العوامل المؤثرة أيضاً في تزامن سعر السهم خصائص الشركة نفسها، مثل: حجمها، وتعقدتها التنظيمي، من ثم مدى الاهتمام بها من السوق (Morck et al., 2000). كما تؤدي البيئة القانونية والتنظيمية دوراً هاماً في تشكيل العلاقة بين المعلومات وتزامن السعر، على سبيل المثال: أدى التحول إلى معايير التقرير المالي الدولية IFRS في العديد من الأسواق الناشئة إلى تحسين جودة الإفصاح المحاسبي وتقليل تزامن سعر السهم، كما أن مستوى حماية المستثمرين وصرامة نظم حوكمة الشركات يسهمان في تقليل تزامن السعر بدعم الشفافية (Beuselinck et al., 2009; Castro & Santana, 2018).

طرق قياس تزامن سعر السهم

قدّمت الدراسات السابقة عدة أساليب أو نماذج لقياس تزامن سعر السهم، تعتمد على درجة فهم انعكاس المعلومات -سواء الخاصة أو السوق- في تسعير الأسهم، ومن هذه الأساليب كانت الأساليب غير المباشرة، مثل قياس التباين الخاص Idiosyncratic Variance أو ما يُعرف بالقلب غير المرتبط بالسوق Idiosyncratic Volatility. إذ يُنظر إلى انخفاض هذا النوع من التباين باعتباره مؤشراً على ارتفاع تزامن السعر؛ لأن السعر يتحرك بدرجة أكبر استجابةً للعوامل السوقية وليس الخاصة (Chan & Hameed, 2006). إلا أن هذه الأساليب أقل دقةً وشیوعاً.

ومن الأساليب الأخرى أيضاً تحليل البيانات المقطعية الزمنية Panel Data، وذلك عند توفر بيانات ممتدة على فترة زمنية عدد كبير من الشركات، ويُستعمل تحليل البيانات الطولية لتقدير نماذج الانحدار المناسبة لاستخراج مؤشرات موحدة لقياس تزامن سعر السهم، ويتيح هذا الأسلوب تحليل التغيرات عبر الزمن وعبر الشركات، كما أنه يُستعمل بكثرة في الدراسات المقارنة بين الدول أو عبر الفترات التنظيمية المختلفة؛ لأنه يسمح بالأخذ في الاعتبار التأثيرات الثابتة أو العشوائية لتحسين دقة التقدير، وهو يتيح إمكانية تتبع تزامن سعر السهم بمرور الزمن، ضمن بيانات مؤسسية مختلفة (Hutton et al., 2009).

أما الأساليب الأكثر شيوعاً فهي الاعتماد على معادلة الانحدار لنموذج السوق Market Model، الذي يتضمن انحدار عائد سهم الشركة على العائد على مؤشر السوق الماليّة (أو مؤشر القطاع) وفي ظلّ هذا الأسلوب تقوم بعض الدراسات السابقة بتوسيع هذا النموذج التقليدي ليشمل عوامل إضافية، مثل: حجم الشركة، ونسبة القيمة الدفترية إلى السوق، وعوائد القطاع. مما يتيح قياس تزامن سعر السهم بدقة؛ أنه يأخذ في الاعتبار عوامل مشتركة أخرى قد تؤثر في تحركات السعر، من ثم فإنه يُقدّم مرونة أكبر، إلا أنه يتطلب بيانات أوسع ومعالجة إحصائية أكثر تعقيداً (Jin & Myers, 2006).

وأخيراً تقوم بعض الدراسات السابقة الأخرى باستعمال معامل التحديد R^2 Determination الناتج من نموذج انحدار السوق الطريقة الأكثر؛ إذ يقيس النسبة التي يمكن تفسيرها من تغيّرات عوائد السهم بناءً على عوائد السوق أو عوائد القطاع، وكلما زادت هذه النسبة، دلّ ذلك على أن سعر السهم يتحرّك بدرجة أكبر تأثراً بمعلومات السوق، وليس المعلومات الخاصّة، وهو ما يشير إلى ارتفاع التزامن، والعكس بالعكس (Morck et al., 2000). وعادة تقوم الدراسات السابقة بتحويل هذا المؤشر ليعكس درجة التزامن بشكل أكثر استقراراً إحصائياً، وذلك باستعمال تحويل رياضي يجعل المؤشر يتناسب مع توزيعات العيّنة المستعملة في التحليل (Piotroski & Roulstone, 2004) ويُعدُّ هذا الأسلوب الأكثر شيوعاً واستعمالاً في الدراسات السابقة؛ لأنه الأكثر دقّة في قياس تزامن سعر السهم، والأكثر سهولة في تفسير نتائجه؛ لذلك استعمل في الدراسة الحالية.

القدرة الإدارية

يمكن بيان الجوانب النظرية لمتغيّر القدرة الإدارية من خلال بيان مفهومها وأهميتها وقياسها، وكذلك بيان أسلوب تحليل مغلف البيانات المستخدم في قياسها.

مفهوم وأهمية القدرة الإدارية

تُشير القدرة الإدارية إلى مجموعة الخصائص أو الكفاءات التي يمتلكها المديرون التنفيذيون، مثل: المعرفة، والمهارات الإدارية، والخبرة، والتعليم، والموهبة، والسمعة، والتفاعل الاجتماعي، التي تمكّنهم من استعمال موارد الشركة المتاحة وتحويلها إلى إيرادات، وبالتالي تحسين أداء الشركة التشغيلي والاستثماري والمالي (عبدالمجيد، 2020؛ مليجي، 2019؛ Demerjian et al., 2012, 2013).

لقد حظيت القدرة الإدارية باهتمام متزايد من الدراسات السابقة في مجالات المحاسبة والمالية والإدارية، باعتبارها أحد المكوّنات الجوهرية لرأس المال البشري في الشركات، الذي يمكن أن ينعكس مباشرة على نتائج أعمال الشركات وأدائها العام (Andreou et al., 2017; Baik et al., 2018). إذ إن المديرين التنفيذيين ذوي المهارات والقدرات العالية يتمتّعون بمعرفة فنيّة عميقة تمكنهم من اتّخاذ القرارات الإستراتيجية الفعّالة، والتعامل مع مختلف الظروف التشغيلية والإدارية التي تواجه الشركة (Bertrand & Schoar, 2003).

وتؤكّد نتائج الدراسات السابقة أن المديرين ذوي القدرة الإدارية العالية يسهمون في تحسين كفاءة قرارات الاستثمار، وجودة الإفصاح المالي، وتخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى تحسين جودة بيئة المعلومات المحاسبية بالشركة (Baik et al., 2018; Demerjian et al., 2017; Habib & Hasan, 2017; Park & Jung, 2017). وتبرز أهمية هذه النتائج في توفير

معلومات موثوقة تساعد المستثمرين، وأعضاء مجالس الإدارة، والجهات التنظيمية، في تقييم واختيار المديرين التنفيذيين الذين يمكنهم قيادة الشركات نحو تحقيق أداء مالي وتشغيلي أفضل.

قياس القدرة الإدارية

وقد استعملت الدراسات السابقة مجموعة من المؤشرات والمقاييس لقياس القدرة الإدارية، مثل: الشهرة أو السمعة، والتغطية الإعلامية، ومعدل دوران المديرين التنفيذيين، والخصائص الثابتة للمديرين، والعوائد التاريخية على الأسهم، وغيرها من المقاييس (Baik et al., 2018; Bertrand & Schoar, 2003). إلا أن هذه المقاييس تعرضت للكثير من الانتقادات؛ بسبب عدم قدرتها على الفصل الدقيق بين خصائص الشركة نفسها وخصائص المديرين التنفيذيين، كما أن تلك المقاييس أقل دقة، ولا تعكس بالضرورة القدرة الفعلية للمديرين (Demerjian et al., 2012).

لذلك، قام Demerjian et al. (2012) بتطوير نموذج جديد أكثر دقة لقياس القدرة الإدارية باستعمال أسلوب تحليل مغلف البيانات (Data Envelopment Analysis (DEA) ويتميز هذا النموذج بقدرته العالية على فصل القدرة الإدارية المتعلقة بالمديرين عن خصائص الشركة نفسها، ويُطبق النموذج على مرحلتين: المرحلة الأولى لقياس كفاءة الشركة ككل، من خلال دالة تعظيم إيرادات وتخفيض مدخلات، مثل: تكلفة البضاعة المباعة، والمصروفات العمومية والإدارية، والأصول، وغيرها من المدخلات التي تعكس قرارات المديرين. أما المرحلة الثانية فيتم فيها فصل الكفاءة المرتبطة بالمديرين عن العوامل المرتبطة بالشركة باستعمال نموذج انحدار Tobit وتُشير قيمة البواقي في هذا النموذج إلى القدرة الإدارية الفعلية للمديرين التنفيذيين.

ومنذ تطوير نموذج Demerjian et al. (2012) أصبحت القدرة الإدارية تُدرس دراسة مكثفة في سياقات عديدة تشمل جودة الإفصاح والتقارير المالية (Demerjian et al., 2013; Garg et al., 2022; García-Meca & García-Sánchez, 2018) وخطر انهيار سعر السهم (Habib & Hasan, 2017) وجودة القرارات الاستثمارية (Andreou et al., 2017) وجودة الأرباح (Demerjian et al., 2013) والتجنّب الضريبي (Koester et al., 2016) وغيرها من المجالات المهمة التي تؤثر مباشرة في أداء الشركات، من ثم على قيمتها السوقية.

ومع قيام Demerjian et al. (2012) بإثبات صلاحية نموذجهم المقترح لقياس القدرة الإدارية، إلا أنهم أشاروا إلى أن هذا المقياس عليه بعض القيود أو المحددات، التي تمثلت في احتمال وجود بعض الأخطاء في قياس قيمة بعض المتغيرات المحاسبية، التي تُستعمل في عملية تقدير درجة كفاءة الشركات، وتتم في المرحلة الأولى، وفي المرحلة الثانية قد تتجاهل عملية الانحدار أو تستبعد أو تحذف بعض العوامل التي تؤثر في كفاءة الشركة وقدرتها الإدارية؛ بسبب عدم توافر بعض البيانات، إضافة إلى أن قيمة البواقي (التي تُستعمل مقياس للقدرة الإدارية) ربما تتضمن بعض العوامل التي لا يمكن إرجاعها مباشرة إلى القدرة الإدارية.

أسلوب تحليل مغلف البيانات

يُعدُّ أسلوب تحليل مغلف البيانات DEA من أبرز أساليب بحوث العمليات المستعملة في قياس وتقييم كفاءة الوحدات الاقتصادية والإدارية، ويتميز هذا الأسلوب بقدرته على التعامل مع العديد من المدخلات، مثل: الموارد المالية، والتكاليف، والأصول. والمخرجات، مثل: الإيرادات، والأرباح، والإنتاجية. في نفس الوقت. ويعتمد أسلوب تحليل مغلف البيانات على نموذج رياضي يُحدّد أفضل أداء ممكن (الذي يمثّل حد الكفاءة Efficiency Frontier) يمكن للوحدة الاقتصادية تحقيقه بالمقارنة مع الوحدات الأخرى في ذات العينة، إذ تُقاس الكفاءة النسبية لكل وحدة عن طريق مقارنة المخرجات المحقّقة بالمدخلات المستعملة (Banker et al., 1984; Charnes et al., 1978; Cooper et al., 2002).

وقد اقترح Charnes et al. (1978) أول نماذج تحليل مغلف البيانات، (والمعروف بنموذج CCR) الذي يفترض ثبات العائد إلى الحجم (Constant Return to Scale (CRS). وهذا معناه أن أي زيادة في المدخلات تؤدي إلى زيادة بنفس النسبة في المخرجات. أما النموذج المقترح لاحقاً من قبل (Banker et al., 1984) (المعروف بنموذج BCC) فيفترض تغيير العائد على الحجم (Variable Return to Scale (VRS مما يعني أن المخرجات قد تزداد أو تنخفض بنسب مختلفة عن التغيير في المدخلات، وقد استعمل النموذج الثاني من (Demerjian et al. (2012 عند قياس القدرة الإدارية؛ لأنه الأنسب في الحالات التي تختلف فيها الشركات محل الدراسة من حيث الحجم أو الخصائص التشغيلية والإدارية (Banker et al., 1984; Demerjian et al., 2013).

أثر القدرة الإدارية في تزامن سعر السهم

تعدُّ القدرة الإدارية أحد العوامل الجوهرية التي قد تسهم في تشكيل بيئة المعلومات الخاصة بالشركة، من ثم التأثير في درجة تزامن سعر سهمها مع تحركات السوق، وتعتمد الدراسات السابقة في تحليل هذه العلاقة على مجموعة من النظريات؛ أهمها نظرية الوكالة Agency Theory التي تنظر إلى الإدارة على أنها طرف وكيل، قد يتصرف أحياناً بما لا يتوافق مع مصالح المساهمين؛ مما قد يؤثر في تدفق المعلومات الخاصة، ويزيد من تزامن السعر (Callen & Fang, 2017). ومن النظريات الأخرى نظرية الإشارة Signaling Theory التي ترى أن القرارات الإدارية تُعد بمنزلة إشارات للمستثمرين تعكس جودة أداء الشركة ومصداقيتها، وبالتالي فإن القدرة الإدارية المرتفعة قد تُترجم إلى معلومات نوعية تدمج في سعر السهم وتقلل تزامنه مع السوق (Fu et al., 2022). بالإضافة إلى ذلك فإن نظرية الموارد Resource-based View تنظر إلى القدرة الإدارية باعتبارها أصلاً غير ملموس يسهم في تحسين كفاءة العمليات واتخاذ القرار؛ مما يعمل على توفير معلومات خاصة تعكس الأداء الفعلي للشركة وتقلل اعتماد السوق على المعلومات العامة (Gong et al., 2021).

بناء على ذلك تبنت الدراسات السابقة اتجاهين متعارضين في تفسير أثر القدرة الإدارية في تزامن سعر السهم، يرى الاتجاه الأول أن ارتفاع القدرة الإدارية يسهم في تحسين أداء الشركات (Demerjian et al., 2021)، ثم يعزّز جودة بيئة المعلومات داخل الشركة (Fu et al., 2022) وزيادة دقة التقارير الماليّة (Zhou & Yao, 2024)، وتقليل الممارسات الاحتياالية (Zhao et al., 2016) وزيادة جودة الأرباح (Demerjian et al., 2013)، وزيادة مستويات الإفصاح الاختياري (Lee et al., 2023) والتحفّظ المحاسبي (Haider et al., 2021)، وغيرها من الجوانب الأخرى، ويسهم كل ذلك في تعزيز اندماج المعلومات الخاصّة بالشركة في سعر سهمها، وبالتالي يؤدي إلى انخفاض التزام (Fu et al., 2022) ويدعم وجهة النظر هذه نتائج بعض الدراسات السابقة التي ربطت القدرة الإداريّة بكفاءة القرارات الاستثماريّة (Gan & Hu, 2023) مما يدلّ على وجود محتوى معلوماتيّ نوعيّ مرتبط بأداء الشركة يُمكن للمستثمرين تحليله، وبالتالي تقليل ارتباط سعر سهم الشركة بحركة السوق العامة أو بمعلومات السوق (Fu et al., 2022; Gong et al., 2021).

كما تؤيد هذه النتيجة الأدلة التي تربط القدرة الإداريّة بتحسين جودة الإفصاح (Demerjian et al., 2022; Fu et al., 2021)، وهذا يدعم تدقّق المعلومات الخاصّة بالشركة، ويقلّل الاعتماد على المعلومات السوقية العامة، وبالتالي تقليل التزام (Zhou & Yao, 2024) وتشير نظرية الإشارات في هذا السياق إلى أن المديرين ذوي القدرة الإداريّة العالية يرسلون رسائل إيجابيّة للسوق بأداء متّسق وإفصاحات واضحة (Spence, 1973) ليقبّل الغموض ويدفع السوق نحو تسعير سهم الشركة على أساس المعلومات الخاصّة بالشركة (Fu et al., 2022).

في المقابل، يرى الاتجاه الآخر أن ارتفاع القدرة الإداريّة للمديرين التنفيذيين قد لا يعني بالضرورة تحسين بيئة معلومات الشركة، بل يمكن أن تستعمل هذه القدرة في تحقيق أهدافهم الشخصية (عبدالمجيد، 2020) خصوصاً في البيئات التي تتسم بضعف حوكمة الشركات أو انخفاض كفاءة السوق الماليّة، وفي هذه الحالة، قد تُوظف المهارات الإداريّة في تعقيد الإفصاح أو زيادة غموضه (Liu & Lei, 2021) أو تأخير الإعلان عن الأخبار السيئة (Callen & Fang, 2017) أو التلاعب بالمعلومات (Yang, 2023) مما يؤديّ إلى زيادة تزامن سعر السهم نتيجة انخفاض المحتوى المعلوماتيّ الخاص بالشركة، في مقابل ارتفاع معلومات السوق، التي تمثل مؤشراً على ارتفاع درجة المخاطر النظاميّة في تسعير السهم (Liu & Lei, 2021).

ومع وجاهة الرأيين السابقين، فإن هناك رأياً ثالثاً يرى أن القدرة الإداريّة قد لا يكون لها تأثير واضح ومباشر في تزامن سعر السهم، إنما يتوقّف أثرها في السياق المؤسسيّ والسوقيّ المحيط بسعر السهم، مثل: مستوى كفاءة السوق (Gong et al., 2021) ونضج البنية التحتية لحوكمة الشركات (Zhou & Yao, 2024)، ودرجة شفافية النظم التنظيمية (Yang, 2023) على سبيل المثال: يمكن أن يكون السوق الماليّة غير كفاء في أن يعكس المعلومات المتوافرة فيه في أسعار الأسهم.

وبناءً على ما سبق، فإن العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم تتأثر بتفاعل عوامل داخلية وخارجية، وتعتمد اعتماداً كبيراً على جودة البيئة المؤسسية وفعالية آليات الإفصاح وحوكمة الشركات.

الدراسات السابقة وبناء الفروض

تمثل القدرة الإدارية أحد المحاور الأساسية التي تكلمت عنها الدراسات السابقة الحديثة في سياق تحليل الخصائص غير المالية التي تفسر اختلاف جودة التقارير المالية وشفافيتها، ومن ثم أثرها في تسعير الأسهم، وقد ظهرت حديثاً دراسات تربط هذه القدرة بدرجة أو مدى تزامن سعر سهم الشركة؛ لأنها تعكس طبيعة بيئة معلومات الشركة، ومدى انعكاس المعلومات الخاصة في تسعير أسهمها، إلا إن الأدلة حول الأثر المباشر للقدرة الإدارية على تزامن سعر السهم محدودة جداً في ضوء محدودية الدراسات السابقة التي درست هذه العلاقة مباشرة، وهما دراستان فقط، طُبقتا على البيئة الصينية: دراسة Fu et al. (2022) ودراسة Gan and Hu (2023).

فدراسة Fu et al. (2022) بيّنت أثر القدرة الإدارية في تزامن سعر السهم للشركات المدرجة في بورصة شنغهاي للأوراق المالية SHSE وبورصة شنتشن للأوراق المالية SZSE من عام 2008 إلى عام 2020، بعينة بلغت 17551 مشاهدة (شركة-سنة) وتوصّلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم؛ وذلك بسبب ارتفاع القدرة الإدارية، الذي أسهم في تحسين جودة المعلومات الصادرة عن الشركة، وتقليل درجة غموض التقارير المالية، وهو ما يدفع المستثمرين إلى تسعير الشركة وفقاً لمعلوماتها الخاصة، وليس وفقاً لمؤشرات السوق العامة، وقد استمرت هذه النتيجة في ظل مجموعة من مقاييس القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم، وتحليل العينات الفرعية، كما أظهرت التحليلات الإضافية أن العلاقة السلبية كانت أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات الخاصة والشركات المساهمة التي ترتفع فيها الملكية المؤسسية نتيجة ارتفاع الرقابة المؤسسية.

أما دراسة Gan and Hu (2023) فقد درست تأثير المديرين التنفيذيين في تزامن أسعار الأسهم، من خلال تحليل تجريبي لبيانات الشركات الصينية المدرجة في الفئة A من عام 2014 إلى عام 2021. وتوصّلت الدراسة إلى أنه كلما ارتفعت قدرة المديرين التنفيذيين تحسّنت فعالية الإفصاح المحاسبي، وهذا يعني نقل المزيد من المعلومات إلى الخارج من خلال إدارة الشركة؛ مما يؤدي إلى زيادة المعلومات الخاصة بالشركة، وبالتالي انخفاض تزامن سعر السهم، وذلك إلى جانب دور ارتفاع القدرة الإدارية في الحد من ممارسات التلاعب أو إخفاء الأخبار السيئة، التي قد تؤدي إلى ارتفاع التزامن، وتوصّلت الدراسة أيضاً إلى أنه في الشركات المدرجة ذات الملكية المؤسسية العالية، يمكن لارتفاع القدرة الإدارية أيضاً أن يقلل تزامن أسعار الأسهم، كما أكدت الدراسة كذلك على دور بعض العوامل المؤسسية في تعديل هذه العلاقة، مثل: مستوى الإفصاح الإلزامي، وطبيعة تكوين مجلس الإدارة.

وبالنظر إلى نتائج الدراستين السابقتين، فإنهما تمثلان إطاراً مرجعياً مهماً للدراسة الحالية؛ فقد كانت نتائجهما متقاربة ومتسقة من حيث الأثر السالب للقدرة الإدارية على تزامن سعر السهم، كما استعملت كلا الدراستين منهجاً كمياً قائماً على استعمال بيانات الشركات المدرجة في السوق الصينية، وذلك بتحليل بيانات مقطعية زمنية Panel Data وباستعمال نماذج انحدار تتضمن متغيرات رقابية متعددة، وكلا الدراستين قاستا القدرة الإدارية باستعمال نموذج Demerjian et al. (2012) الذي يعتمد على استعمال أسلوب تحليل مغلف البيانات DEA لقياس كفاءة الشركة، ثم استعمال نموذج انحدار Tobit لعزل القدرة الإدارية عن خصائص الشركة، بالإضافة إلى ذلك استعملت الدراستان منهج Morck et al. (2000) في قياس تزامن سعر السهم باستعمال التحويل اللوغاريتمي لمعامل التحديد R^2 بعد تحويله الناتج عن نموذج السوق.

ومع اتساق النتائج بين الدراستين، فإن الاختلاف في البيئة المؤسسية والتنظيمية بين السوق المالية الصينية والسوق المالية السعودية يطرح تساؤلاً مهماً حول قابلية تعميم تلك النتائج؛ فالسوق المالية السعودية تخضع لبيئة تنظيمية تختلف في مستوى الشفافية والإفصاح، ومستوى تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، مقارنة بالأسواق الأخرى؛ مما يجعل من الضروري اختبار العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم في هذا السياق الخاص، كما أن التباين في مستوى التطور التنظيمي بين الأسواق الناشئة قد يؤدي إلى اختلاف في آليات تأثير الإدارة على المعلومات المتاحة للمستثمرين، ما يبرز الحاجة لإعادة اختبار العلاقة في السياق السعودي.

أما على المستوى النظري، فيمكن فهم العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم من خلال سلسلة من التأثيرات المترابطة؛ إذ تؤدي القدرة الإدارية العالية إلى تحسين أداء الشركة المالي والتشغيلي من خلال قرارات إستراتيجية فعالة، وترجم هذا التحسن في الأداء إلى إفصاح محاسبي أكثر دقة وشفافية، سواء كان إلزامياً أو اختياريًا؛ لتزيد المعلومات الخاصة بالشركة، ويقل الاعتماد على معلومات السوق؛ لينخفض تزامن سعر السهم، ويدعم هذا المسار نظرية الإشارات التي ترى أن جودة الإفصاح تعكس كفاءة الإدارة (Verrecchia, 2001)، ونظرية الموارد التي تعد القدرة الإدارية أنها تمثل أحد الموارد الإستراتيجية غير الملموسة التي تعزز قيمة الشركة في السوق المالية (Sengupta, 1998).

وفي ضوء ما سبق، فإن إعادة اختبار العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم في بيئة السوق المالية السعودية، يعد خطوة بحثية ضرورية لفهم ما إذا كانت النتائج السابقة قابلة للتعميم في سياقات تنظيمية ومؤسسية مختلفة أم ليست كذلك. وبناءً عليه، وفي ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة، يمكن صياغة فرض الدراسة كالاتي: يوجد علاقة سلبية بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم.

تصميم الدراسة

عينه الدراسة

يمثل المجتمع الذي سحبت منه عينة الدراسة جميع الشركات المساهمة العامة المسجلة في سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية خلال الفترة من 2008 حتى العام 2022، وذلك بسلسلة زمنية تمتد إلى 15 سنة، وقد استُبعدت شركات بيانات شركات قطاع الصناديق العقارية المتداولة، وقطاع البنوك، وقطاع التأمين وقطاع الاستثمار والتمويل؛ نظراً لأنها تخضع لمعالجات محاسبية ذات طبيعة خاصة، والشركات التي لا يتوفر عنها بيانات عن متغيرات الدراسة، وبذلك أصبحت العينة النهائية عبارة عن 173 شركة بإجمالي مشاهدات بلغ 2036 مشاهدة (سنة-شركة) تضم شركات من 17 قطاع فرعي من بين 21 قطاع تمثل سوق المال السعودي، طبقاً للتصنيف الجديد لقطاعات السوق الصادرة في 2017، ويوضح جدول (1) بيانات عينة الدراسة.

وقد جُمعت بيانات الدراسة بالرجوع إلى التقارير المالية المنشورة لكل شركة من شركات العينة، التي حُصل عليها من موقع بيانات الشركات بالمملكة العربية السعودية، وهو موقع شركة السوق المالية السعودية (تداول) على شبكة الإنترنت (1)، وأيضاً بالرجوع إلى الموقع الإلكتروني لكل شركة على حدة، كما حُصل على بعض البيانات من قاعدة بيانات Datastream، إضافة إلى ذلك، فقد أُخذت بعض البيانات من موقع مباشر (2) وموقع أرقام (3) المتخصصين في تجميع البيانات المختلفة للشركات العاملة في المنطقة العربية، كما حُصل على أسعار الأسهم من موقع (تداول) ومن قاعدة بيانات Datastream أيضاً.

جدول 1

عينه الدراسة

أ. على أساس قطاعات السوق			
القطاع الرئيس	القطاع الفرعي	عدد الشركات	عدد المشاهدات خلال الفترة
			النسبة المئوية
1. الطاقة والمرافق الخدمية	1. الطاقة	6	72
2. المواد الأساسية	2. المواد الأساسية	44	617
			3.54%
			30.30%

(1) موقع هيئة السوق المالية (تداول) على شبكة الإنترنت هو: www.tadawul.com.sa.

(2) موقع مباشر على شبكة الإنترنت هو: www.mubasher.info.

(3) موقع أرقام على شبكة الإنترنت هو: www.argaam.com.

تابع/ جدول 1
عيننة الدراسة

أ. على أساس قطاعات السوق				
النسبة المئوية	عدد المشاهدات خلال الفترة	عدد الشركات	القطاع الفرعي	القطاع الرئيس
8.64%	176	12	3. السلع الرأسمالية	3. الصناعات
2.65%	54	5	4. الخدمات التجارية والمهنية	
3.19%	65	5	5. النقل	
3.88%	79	6	6. السلع طويلة الأجل	4. السلع الاستهلاكية الكمالية
6.78%	138	13	7. الخدمات الاستهلاكية	
4.37%	89	7	8. تجزئة السلع الكمالية	
4.13%	84	8	9. تجزئة الأغذية	5. السلع الاستهلاكية الأساسية
9.87%	201	14	10. إنتاج الأغذية	
1.67%	34	2	11. الإعلام والترفيه	6. الاتصالات
2.90%	59	4	12. الاتصالات	
5.40%	110	9	13. الرعاية الصحية	7. الصحة
0.98%	20	2	14. الأدوية	
2.41%	49	5	15. المرافق العامة	8. المرافق العامة
1.57%	32	5	16. التطبيقات وخدمات التقنية	9. تقنية المعلومات
7.71%	157	12	17. إدارة وتطوير العقارات	10. العقار
100%	2036	159	الإجمالي	
ب. على أساس سنوات الدراسة				
النسبة المئوية لكل سنة	عدد المشاهدات خلال السنة	السنة		
5.01%	102	2008		
5.16%	105	2009		
5.60%	114	2010		
5.80%	118	2011		
5.99%	122	2012		
6.09%	124	2013		
6.24%	127	2014		

تابع/ جدول 1
عينه الدراسة

ب. على أساس سنوات الدراسة		
السنة	عدد المشاهدات خلال السنة	النسبة المئوية لكل سنة
2015	133	6.53%
2016	141	6.93%
2017	152	7.47%
2018	158	7.76%
2019	160	7.86%
2020	161	7.91%
2021	160	7.86%
2022	159	7.81%
الإجمالي	2036	100%

ملاحظة: عدد الشركات الواردة أمام كل قطاع هو العدد في نهاية السنة المالية 2022 وهو آخر فترة الدراسة، في حين أن عدد المشاهدات الظاهرة أمام السنوات يمكن أن يختلف في بعض السنوات عن عدد الشركات؛ بسبب التغيرات الناتجة عن تسجيل أو إلغاء تسجيل بعض الشركات.

ويتضح من جدول (1) أن قطاع المواد الأساسية هو أكثر القطاعات تمثيلاً في عينة الدراسة 30.30% يليه قطاع إنتاج الأغذية 9.87% ثم قطاع السلع الرأسمالية 8.64% وهي تضم وحدها ما يقارب من نصف البيانات 48.82%، في حين كان أقل القطاعات تمثيلاً في العينة قطاع الأدوية 0.98%. كذلك يُلاحظ وجود زيادة مستمرة في عدد المشاهدات مع مرور الزمن حتى العام 2020 في حين انخفضت في السنتين الأخيرتين بسبب تأخر بعض الشركات في نشر التقارير المالية الخاصة بها حتى وقت إعداد الدراسة.

قياس متغيرات الدراسة

قياس المتغير التابع: تزامن سعر سهم الشركة

يبدأ قياس تزامن سعر السهم بإجراء معادلة الانحدار لنموذج السوق بالصيغة التالية (Chan et al., 2013):

$$R_{i,w} = \alpha + \sum_{k=-1}^{+1} \beta_{i,k} R_{TASI,w-k} + \varepsilon_{i,w} \dots \dots \dots (1)$$

حيث إن:

- $R_{i,w}$: تمثل العائد على سهم الشركة i في الأسبوع w ، والمحسوب بقسمة الفرق بين سعر إغلاق الأسبوع الحالي، وسعر إغلاق الأسبوع السابق على سعر إغلاق الأسبوع السابق.

- $R_{TASI,w-k}$: تمثل العائد على مؤشر السوق الماليّة السعوديّة $TASI$ خلال الأسبوع w مخصّوفاً منه عدد مشاهدات متغيّر العوائد k ، الذي حُسيب بنفس طريقة حساب العائد على سعر سهم الشركة.

وقد تضمّن النموذج مشاهدة سابقة وأخرى لاحقة للأسبوع محل الدراسة للعائد على مؤشر السوق بغرض الأخذ في الاعتبار أي تعديل متأخّر في أسعار الأسهم بناءً على المعلومات المتاحة على مستوى السوق (Chan et al., 2013; Gul et al., 2010) وقد اشترط (Morck et al., 2000) أن تتوفّر 30 مشاهدة (عائد) في كل شركة في كل سنة عند إجراء معادلة الانحدار لنموذج السوق.

بعد ذلك أُجريّ تحويل لوغاريتميّ Logistic Transformation للقوة التفسيرية أو معامل التحديد R^2 الخاص بنموذج السوق الوارد في المعادلة (1) طبقاً للشكل التالي (Morck et al., 2000):

$$Synch = Ln\left(\frac{R^2}{1-R^2}\right) \dots \dots \dots (2)$$

حيث إن $Synch$ يمثّل تزامن سعر السهم.

وقد قامت بعض الدراسات السابقة عند إجراء معادلة الانحدار لنموذج السوق باستعمال عائد الأسبوع فقط (Abedifar et al., 2021; Fu et al., 2022) وأخرى قامت باستعمال بيانات أسبوعين سابقين، وأسبوعين لاحقين (Ghafoor et al., 2022).

بناءً على ذلك، رُمز لمتغيّر تزامن سعر السهم بالرمز $Synch3$ عند استعمال فترة أسبوع سابق ولاحق، والرمز $Synch1$ عند استعمال الأسبوع الحالي فقط، والرمز $Synch5$ عند استعمال فترة أسبوعين سابقين وأسبوعين لاحقين، وسوف يجرى التحليل الأساسي للدراسة الحالية بناءً على الطريقة الأولى في القياس $Synch3$ ، مع الاعتماد على الطريقتين الأخيرتين ($Synch1$ و $Synch5$) في التحليلات الإضافية.

قياس المتغير المستقل: القدرة الإدارية

قيست القدرة الإدارية باستعمال النموذج المقترح من (Demerjian et al., 2012) وفي ظلّ هذا النموذج، قيسَت أيضاً درجة القدرة الإدارية MA-Score في مرحلتين، تتمثّل المرحلة الأولى في قياس درجة كفاءة الشركة باستعمال أسلوب تحليل مغلف البيانات DEA لقياس درجة كفاءة الشركة داخل القطاع الذي تنتمي له، وذلك من خلال حلّ مشكلة تعظيم الأرباح التالية:

$$\max_{\theta} \theta = Sales / (v_1 CoGS + v_2 SG\&A + v_3 PPE + v_4 OpsLease + v_5 R\&D + v_6 Goodwill + v_7 OtherIntan) \dots \dots \dots (3)$$

حيث إن:

- θ : تمثّل درجة كفاءة الشركة.

- $CoGS$: تمثّل تكلفة البضاعة المباعة (بمتوسط الأرصدة أول وآخر الفترة).

- *SG&A*: تمثل المصروفات العموميّة والإداريّة (بمتوسط الأرصدة أول وآخر الفترة).
- *OpsLease*: تمثل مصروفات التأجير التشغيلي (بالأرصدة أول الفترة).
- *R&D*: تمثل نفقات البحوث والتطوير (بالأرصدة أول الفترة).
- *PPE*: تمثل الأصول الثابتة (بالأرصدة أول الفترة).
- *Goodwill*: تمثل الشهرة المشتراة (بالأرصدة أول الفترة).
- *OtherIntan*: تمثل الأصول غير الملموسة الأخرى (بالأرصدة أول الفترة).

وعند تجميع بيانات هذه العناصر من التقارير الماليّة للشركات السعودية، تبين أنها لم تفصح في فترة الدراسة عن بعض هذه العناصر على الإطلاق، أو لم تفصح عنها إلا في مرات قليلة، لا تصلح للاستعمال في التحليل الإحصائيّ، وهي مصروفات التأجير التشغيليّ، ونفقات البحوث والتطوير، والشهرة المشتراة؛ لذلك تم استبعادهما من المعادلة (3) السابقة، وهو نفس الإجراء الذي قام به بعض الدراسات السابقة، التي منها على سبيل المثال: (Akbari et al., 2018; Park et al., 2016) وفي برنامج stata v.17 اعتمد على الأداة المقترحة من (Ji and Lee (2010) لتطبيق أسلوب تحليل مغلف البيانات.

وفي المرحلة الثانية قيست درجة القدرة الإداريّة للشركة بإجراء انحدار لدرجة الكفاءة المستخرجة في المرحلة الأولى على مجموعة من العناصر، التي يمكن إرجاعها إلى خصائص الشركة نفسها أكثر منها إلى خصائص المديرين، التي تمثلت في ستة عناصر، يتضمّن نموذج الانحدار التالي:

$$\begin{aligned}
 \text{Firm Efficiency} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ln}(\text{Total Assets}) + \alpha_2 \text{Market Share} + \alpha_3 \text{Positive} \\
 & \text{Free Cash Flow} + \alpha_4 \text{Ln}(\text{Age}) + \alpha_5 \text{Business Segment} \\
 & \text{Concentration} + \alpha_6 \text{Foreign Currency Indicator} + \text{Year Indicators} \\
 & + \varepsilon \dots\dots\dots (4)
 \end{aligned}$$

حيث إن:

- *Firm Efficiency*: هي درجة الكفاءة المستخرجة في المرحلة الأولى.
- $\text{Ln}(\text{Total Assets})$: تمثل اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول والمستعمل للتعبير عن حجم الشركة.
- *Market Share*: تمثل الحصة السوقية للشركة.
- *Positive Free Cash Flow*: تمثل التدفقات النقدية الحرة.
- $\text{Ln}(\text{Age})$: تمثل اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة: *Business Segment Concentration*.

- قطاعات التشغيل بالشركة. *Foreign Currency Indicator*: يمثل مؤشر العملة الأجنبية.
- *Year Indicators* فيمثل متغيراً وهمياً يمثل السنة.

ونظراً لعدم توافر بيانات قطاعات التشغيل بالشركة والعملة الأجنبية؛ فقد تم استبعادهما من المعادلة رقم (4) السابقة.

ولأن المتغير التابع يأخذ قيمًا تتراوح قيمها بين (الواحد) و(الصفر) فقد أجريت معادلة الانحدار رقم (4) باستعمال نموذج انحدار Tobit، وتمثل قيمة البواقي في معادلة الانحدار رقم (4) العوامل التي يمكن نسبتها إلى المديرين التنفيذيين بالشركة؛ لذلك فإنها تُستعمل باعتبارها تمثل درجة القدرة الإدارية *MA-Score*؛ أي مقياس القدرة الإدارية، ويُرْمز لهذا المتغير بالرمز *MAS*.

وقد قامت بعض الدراسات السابقة بتقسيم متغير القدرة الإدارية، بناءً على متوسط قيم هذا المتغير، إلى متغيرين فرعيين، هما: القدرة الإدارية العالية *MAS_H* وهي القيم التي تزيد عن أو تساوي المتوسط، والقدرة الإدارية المنخفضة *MAS_L* وهي القيم التي تقل عن المتوسط (Fu et al., 2022).

وسوف يجري التحليل الأساسي للدراسة الحالية بناءً على قياس القدرة الإدارية كاملة *MAS*، مع الاعتماد على قياس القدرة الإدارية العالية *MAS_H* والمنخفضة *MAS_L* في التحليلات الإضافية.

قياس المتغيرات الرقابية

في ضوء الدراسات السابقة (Fu et al., 2022; Gan & Hu, 2023) تضمن نموذج الدراسة مجموعة من المتغيرات الرقابية التي أثبتت أهميتها في تفسير تزامن سعر السهم؛ وذلك لضبط العوامل المؤثرة الأخرى وتحقيق نتائج أكثر دقة، ويمكن تصنيف هذه المتغيرات إلى مجموعتين رئيسيتين، وفقاً للبعد التحليلي الذي تمثله، على النحو التالي:

المجموعة الأولى: متغيرات تعكس خصائص الشركة

تشتمل المجموعة على المتغيرات التي تتعلق بالبنية الأساسية والخصائص الهيكلية للشركة، مثل: الحجم، والرافعة المالية، ومؤشرات الأداء والربحية، وجودة المراجعة. ويهدف تضمين هذه المتغيرات لنموذج الدراسة إلى تمثيل الخصائص التي تعبر عن قدرة الشركة في إدارة معلوماتها، ومدى توافرها وجودتها في السوق المالية، وهو ما يؤثر على شفافية هذه المعلومات المتاحة، ومن ثم التأثير على مستوى تزامن سعر السهم.

- **حجم الشركة:** ضُمن نموذج الدراسة في هذا المتغير؛ لأن الشركات الأكبر تمتلك عادة موارد معلوماتية أكبر، وتحظى بتغطية إعلامية وتحليلية أوسع؛ مما يعزز انعكاس المعلومات الخاصة في سعر سهمها، ويؤثر في مستوى التزامن، وقد قيس هذا المتغير من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة، ومن المتوقع أن تكون علاقة

هذا المتغير مع المتغير التابع موجبة أو سالبة (Fu et al., 2022; Gan & Hu, 2023) ورُمز لهذا المتغير بالرمز *Size*.

- **الرافعة المالية:** ضُمّن نموذج الدراسة في هذا المتغير؛ لأن الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة قد تكون أكثر تحفظًا في الإفصاح؛ مما يؤدي إلى انخفاض تدفق المعلومات الخاصة وارتفاع التزامن، وقد قيسَ هذا المتغير من خلال قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول. ومن المتوقع أن تكون علاقة هذا المتغير مع المتغير التابع موجبة (Gan & Hu, 2023) ورُمز لهذا المتغير بالرمز *LEV*.

- **نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية:** ضُمّن نموذج الدراسة في هذا المتغير؛ لأنه يُعد مؤشرًا على فرص النمو وتقييم السوق للشركة؛ فقد تؤدي التوقعات العامة إلى ارتفاع تزامن سعر السهم، وقد قيسَ هذا المتغير من خلال قسمة القيمة السوقية للسهم على قيمته الدفترية في نهاية السنة، ومن المتوقع أن تكون علاقة هذا المتغير مع المتغير التابع موجبة (Fu et al., 2022) ورُمز لهذا المتغير بالرمز *MTB*.

- **العائد على حقوق الملكية:** ضُمّن نموذج الدراسة في هذا المتغير؛ لأنه يعكس أداء الشركة وربحيتها؛ مما يزيد اهتمام المستثمرين بالمعلومات الخاصة المرتبطة بها، ليؤدي إلى تخفيض تزامن سعر سهمها، وقد قيسَ هذا المتغير من خلال قسمة صافي الدخل على إجمالي حقوق الملكية، ومن المتوقع أن تكون علاقة هذا المتغير مع المتغير التابع سالبة (Gan & Hu, 2023) ورُمز لهذا المتغير بالرمز *ROE*.

- **عمر الشركة في السوق:** ضُمّن نموذج الدراسة في هذا المتغير؛ كونه مؤشرًا على نضج الشركة؛ فالشركات الأقدم عادة ما تمتلك ممارسات إفصاح أكثر تطورًا واستقرارًا؛ مما يقلل تزامن سعر سهمها، وقد قيسَ هذا المتغير من خلال عدد السنوات منذ إدراج الشركة في السوق المالية، ومن المتوقع أن تكون علاقة هذا المتغير مع المتغير التابع سالبة (Gan & Hu, 2023) ورُمز لهذا المتغير بالرمز *Lage*.

- **نوع المراجع:** ضُمّن نموذج الدراسة في هذا المتغير باعتباره مؤشرًا على جودة المراجعة؛ إذ يرتبط وجود مراجعين من شركات المراجعة الكبرى بارتفاع في جودة الإفصاح المحاسبي، ما يعزز انعكاس المعلومات الخاصة في سعر سهم الشركة، ومن ثم تخفيض تزامنه، وقد قيسَ هذا المتغير من خلال متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان المراجع من ضمن شركات المراجعة الكبرى Big4، والقيمة (صفر) فيما عدا ذلك، ومن المتوقع أن تكون علاقة هذا المتغير مع المتغير التابع سالبة (Fu et al., 2022)، ورُمز لهذا المتغير بالرمز *Auditor*.

المجموعة الثانية: متغيرات تعكس خصائص تحركات سعر سهم الشركة

تضمُّ هذه المجموعة المتغيرات التي تصف خصائص السلوك السعري للسهم داخل السوق خلال فترة الدراسة، مثل: مدى تقلبه، أو تماثل توزيع عوائده. وتُستعمل هذه المتغيرات لفهم

ديناميكية حركة السهم، وكيفية تفاعله مع المعلومات سواء خاصة أو عامة، التي قد تؤثر في درجة تزامنه مع السوق.

- **التقلب Volatility**: ضُمّن نموذج الدراسة في هذا المتغير باعتباره مؤشراً على عدم استقرار حركة سعر السهم، وقد يدلّ التقلب المرتفع على ردود فعل غير منتظمة على المعلومات؛ مما قد يُقلل من تزامن سعر السهم، وقد قيس هذا المتغير من خلال الانحراف المعياري لعوائد السهم الأسبوعية خلال السنة، ومن المتوقع أن تكون علاقة هذا المتغير مع المتغير التابع سالبة (Fu et al., 2022) ورُمز لهذا المتغير بالرمز *Vola*.
- **التواء العوائد Returns Skewness**: ضُمّن نموذج الدراسة في هذا المتغير؛ كونه يعكس درجة انحراف العوائد عن التوزيع الطبيعي؛ إذ يُستعمل مؤشراً لاحتمال وجود ممارسات من الإدارة التفضيضية لإخفاء المعلومات عن الأخبار السيئة، ما قد يؤدي إلى ارتفاع تزامن سعر السهم، وقد قيس هذا المتغير من خلال التواء العوائد الأسبوعية خلال السنة، ومن المتوقع أن تكون علاقة هذا المتغير مع المتغير التابع موجبة (Gan & Hu, 2023) ورُمز لهذا المتغير بالرمز *Skew*.
- **تفرطح العوائد Returns Kurtosis**: ضُمّن نموذج الدراسة في هذا المتغير؛ لأنه يشير إلى وجود تحركات سعرية حادة وغير اعتيادية، قد لا تكون ناتجة عن معلومات خاصة؛ مما يرفع احتمالية وجود تزامن مرتفع، وقد قيس هذا المتغير من خلال تفرطح العوائد الأسبوعية خلال السنة، ومن المتوقع أن تكون علاقة هذا المتغير مع المتغير التابع موجبة (Gan & Hu, 2023) ورُمز لهذا المتغير بالرمز *Kurt*.
- **حجم التداول Stock Trading Volume**: ضُمّن نموذج الدراسة في هذا المتغير؛ كونه يُعدُّ مؤشراً على سيولة سهم الشركة، ومدى اندماج المعلومات في سعر هذا السهم؛ إذ إن السيولة المرتفعة قد تسهم في خفض التزامن من خلال تعزيز تفاعل المستثمرين مع المعلومات الخاصة، وقيس هذا المتغير من خلال اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول السنوي، ومن المتوقع أن تكون علاقة هذا المتغير مع المتغير التابع سالبة (Gan & Hu, 2023)، ورُمز لهذا المتغير بالرمز *TVol*.

نموذج الدراسة

لقياس أثر القدرة الإدارية على تزامن سعر السهم، استُعمل نموذج الانحدار التالي (Fu et al., 2022; Gan & Hu, 2023):

$$\begin{aligned} Synchron_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 MAS_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 MTB_{it} + \alpha_5 ROE_{it} + \\ & \alpha_6 Vola_{it} + \alpha_7 TVol_{it} + \alpha_8 Skew_{it} + \alpha_9 Kurt_{it} + \alpha_{10} LAge_{it} + \alpha_{11} \\ & Auditorit + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (5) \end{aligned}$$

حيث إن:

- $Synch_{it}$: يمثّل تزامن سعر السهم للشركة i في السنة t .
- MAS_{it} : يمثّل القدرة الإداريّة للشركة i في السنة t .
- $Size_{it}$: يمثّل حجم الشركة i في السنة t .
- Lev_{it} : يمثّل الرافعة الماليّة للشركة i في السنة t .
- MTB_i : يمثّل نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للشركة i في السنة t .
- ROE_{it} : يمثّل العائد على حقوق الملكية للشركة i في السنة t .
- $Vola_{it}$: يمثّل التقلب للشركة i في السنة t .
- $TVol_{it}$: يمثّل حجم التداول للشركة i في السنة t .
- $Skew_{it}$: يمثّل التواء العوائد للشركة i في السنة t .
- $Kurt_{it}$: يمثّل تفرطح العوائد للشركة i في السنة t .
- $LAge_{it}$: يمثّل عمر الشركة في السوق للشركة i في السنة t .
- $Auditor_{it}$: يمثّل نوع المراجع للشركة i في السنة t .
- ε_{it} : يمثّل بواقي النموذج.

تحليل البيانات واختبار الفروض

استُعمل برنامج Stata v.17 في إجراء التحليل الإحصائيّ للبيانات، بعد معالجة المشكلات المختلفة المرتبطة مع المتغيّرات ومع نموذج الانحدار.

الإحصاء الوصفيّ لمتغيّرات الدراسة

عُولجت المشكلات المرتبطة مع قيم بعض المتغيّرات، التي كانت مفقودة Missed، أو شاذة Outliers، أو متطرفة Extreme، واستُبدلت القيم المفقودة في بعض المتغيّرات بمتوسط المتغيّر على مستوى العيّنة بالكامل، بشرط ألا تزيد نسبة القيم المفقودة عن 10% من إجماليّ مشاهدات المتغيّر (Kitagawa, 2017). أما بالنسبة للقيم الشاذة والقيم المتطرفة، فقد أُجريت تسوية لها عن باستبدال قيمها بقيمة الوسط التعويضيّ Winsorized Mean، وذلك على أساس 2% من مشاهدات المتغيّر (Gujarati, 2014; Mann & Lacke, 2010; Verbeek, 2017; Wooldridge, 2018). ويوضح جدول (2) الإحصاءات الوصفيّة لمتغيّرات الدراسة.

جدول 2

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات نماذج الدراسة

Var(s)	N	Mean	Median	SD	Min	Max	Skewness	Kurtosis
<i>Synch1</i>	2036	-1.049	-1.113	1.238	-7.253	1.707	-1.360	6.841
<i>Synch3</i>	2036	-0.895	-0.894	1.102	-8.079	1.775	-1.054	6.134
<i>Synch5</i>	2036	-0.706	-0.708	0.970	-5.456	2.289	-0.633	4.471
<i>MAS</i>	2036	0.001	0.052	0.123	-0.763	0.106	-2.742	12.109
<i>MAS H</i>	1531	0.054	0.063	0.028	0	0.106	-0.759	2.540
<i>MAS L</i>	505	-0.161	-0.127	0.154	-0.763	0	-1.520	5.463
<i>Size</i>	2036	14.528	14.410	1.669	6.215	21.637	0.547	4.734
<i>LEV</i>	2036	0.402	0.406	0.210	0.005	0.988	0.188	2.349
<i>MTB</i>	2036	2.441	1.898	1.848	0.033	15.688	2.183	11.522
<i>ROE</i>	2036	0.087	0.096	0.165	-0.947	0.824	-0.825	8.427
<i>TVol</i>	2036	5.861	5.882	0.584	3.286	7.968	0.326	4.244
<i>Vola</i>	2036	0.052	0.051	0.030	0.005	0.431	5.800	58.334
<i>Skew</i>	2036	0.158	0.196	0.940	-5.620	5.819	0.220	11.252
<i>Kurt</i>	2036	2.570	2.221	2.540	-0.955	20.800	2.836	15.682
<i>Auditor</i>	2036	0.544	1.000	0.498	0	0.1	-0.178	1.032
<i>LAge</i>	2036	13.17	13.000	6.634	0.1	0.32	0.523	3.327
<i>Foreigninv</i>	2036	0.685	0.234	17.419	0	786.190	45.070	2032.885
<i>ROA</i>	2036	2.619	2.565	0.839	0.693	3.807	0.152	1.850

يُتضح من جدول (2) بالنسبة للمتغير التابع في الدراسة الحالية، وهو متغير تزامن سعر السهم *Synch*، فإن قيمة المتوسط تقل مع زيادة عدد الأسابيع الداخلة في نموذج انحدار السوق رقم (1)؛ إذ تزيد من الناحية الإحصائية قيمة معامل التحديد كلما زادت عدد المشاهدات للعوائد، ولما كان متغير تزامن سعر السهم يعتمد على التحويل اللوغاريتمي لقيمة معامل التحديد، فإن قيم المتغير تأخذ في الزيادة هي الأخرى مع زيادة عدد المشاهدات للعوائد؛ فقد كان المتوسط -1.049 عند استعمال الأسبوع الحالي فقط *Synch1*، ثم ارتفع وبلغ -0.895 عند

استعمال فترة أسبوع سابق ولاحق *Synch3*، ثم ارتفع وبلغ -0.706 عند استعمال فترة أسبوعين سابقين وأسبوعين لاحقين *Synch5*، كما يتضح أيضاً من قيم الانحراف المعياريّ لمتغيرّ تزامن سعر السهم انخفاض نشئت القيم حول متوسط المتغيرّ.

كما يتضح بخصوص المتغيرّ المستقل في الدراسة الحالية، وهو القدرة الإداريّة *MAS*، أن متوسطه بلغ 0.001 ؛ مما يوضّح انخفاض مستوى القدرة الإداريّة لدى مفردات العيّنة في العموم، وبالنظر إلى المدى (-0.763 ، 0.106) فإنه يُشير إلى عدم تشتت مفردات العيّنة، ويتشابه متوسط القدرة الإداريّة مع ما هو موجود في العديد من الدراسات السابقة، فقد بلغ -0.001 في دراسة (2017) Park and Jung، وبلغ -0.010 في دراسة (2017) Habib and Hasan، وبلغ 0.000 في دراسة (2022) Garg et al.، وبلغ 0.001 في دراسة (2021) Liu and Lei، وبلغ -0.00544 في دراسة (2022) Fu et al.، وبلغ -0.0039 في دراسة (2023) Gan and Hu.

كما يوضّح الجدول الإحصاءات الوصفية للمتغيرّات الرقابية، والتي جاءت على النحو التالي:

- متغير حجم الشركة *Size*: بلغ المتوسط 14.528 ؛ مما يشير إلى ميل الشركات في العيّنة نحو الحجم المتوسط إلى الكبير، كما أن الانحراف المعياريّ 1.669 يعكس تبايناً جيداً في حجم الشركات، بما يتيح إمكانية اختبار تأثير هذا التباين في تزامن سعر السهم.
- متغير الرافعة المالية *LEV*: بلغ المتوسط 0.402 ، ما يدلّ على اعتماد متوسط على التمويل بالديون. أما الانحراف المعياري 0.210 فيعكس وجود تباين متوسط في مستويات المديونيّة بين الشركات.
- متغير نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية *MTB*: بلغ المتوسط 2.441 ، ما يدلّ على أن غالبية الشركات مسعّرة في السوق بأعلى من قيمتها الدفترية، ويدعم الانحراف المعياريّ المرتفع نسبياً 1.848 وجود تباين كبير في تقييمات السوق للشركات.
- متغير العائد على حقوق الملكية *ROE*: بلغ المتوسط 0.087 ، ما يعكس عائداً منخفضاً نسبياً على حقوق الملكية في الشركات المدرجة، في حين يشير الانحراف المعياريّ 0.165 إلى تفاوت واضح في مستويات الربحيّة بين الشركات.
- متغير حجم التداول *TVol*: بلغ المتوسط 5.861 ؛ مما يشير إلى مستويات تداول نشطة نسبياً، مع انحراف معياريّ 0.584 يدلّ على تباين معتبر في حجم التداول، ما يعكس تبايناً في درجة سيولة الأسهم داخل العيّنة.
- متغير التقلب *Vola*: بلغ المتوسط 0.052 ويشير ذلك إلى مستوى معتدل من التذبذب في أسعار الأسهم الأسبوعية، ويعكس الانحراف المعياري 0.030 اختلافاً مقبولاً في مستوى التقلب بين الشركات.

- متغير التواء العوائد *Skew*: بلغ المتوسط 0.158؛ مما يشير إلى ميل طفيف نحو الالتواء الموجب، في حين أن الانحراف المعياريّ 0.940 يدل على تباين ملحوظ في شكل توزيع العوائد بين الشركات.
- متغير تفرطح العوائد *Kurt*: بلغ المتوسط 2.570، وهو قريب من القيمة الطبيعية 3؛ مما يشير إلى وجود تحركات سعرية غير حادة في بعض الحالات، ويعكس الانحراف المعياريّ 2.540 تبايناً كبيراً في هذا السلوك بين الشركات.
- متغير نوع المراجع *Auditor*: وهو متغير ثنائي؛ فقد بلغ المتوسط 0.544 مما يدلّ على توازن تام بين الشركات التي تُراجع من مكاتب المراجعة الكبار Big4 وتلك التي تُراجع من مكاتب المراجعة الأخرى.
- متغير عمر الشركة في السوق *LAge*: بلغ المتوسط 13.170 سنة؛ مما يشير إلى أن العينة تشمل شركات ذات خبرة زمنية متوسطة في السوق، ويظهر الانحراف المعياريّ 6.634 وجود تباين معتبر في عمر الشركات.

التحليل أحادي المتغير (تحليل الارتباط)

يوضّح جدول (3) معاملات ارتباط بيرسون Pearson بين متغيرات الدراسة.

جدول 3
معاملات ارتباط بيرسون Pearson بين متغيرات الدراسة

Variables	Synch3	MAS	Size	LEV	MTB	ROE	TVol	Vol	Skew	Kurt	Auditor	Lage
Synch3	1.000											
MAS	-0.076***	1.000										
Size	0.233***	0.032	1.000									
LEV	0.008	0.156***	0.298***	1.000								
MTB	-0.163***	0.035	-0.195***	0.147***	1.000							
ROE	0.016	-0.059***	0.082***	-0.120***	0.115***	1.000						
TVol	0.189***	0.075***	0.205***	0.078***	-0.241***	-0.137***	1.000					
Vol	-0.055**	0.066***	-0.186***	0.065***	0.171***	-0.100***	0.147***	1.000				
Skew	-0.211***	0.020	-0.058***	0.015	0.107***	-0.009	0.003	0.078***	1.000			
Kurt	-0.197***	-0.005	-0.112***	0.001	0.132***	-0.073***	0.041*	0.180***	0.242***	1.000		
Auditor	0.125***	0.049**	0.415***	0.224***	0.001	0.211***	0.038*	-0.116***	-0.020	-0.095***	1.000	
Lage	-0.001	-0.066***	0.028	-0.161***	-0.060***	-0.105***	0.005	0.045**	-0.036*	-0.004	-0.174***	1.000

حميده عبدالمجيد

ويُتضح من جدول (3) وجود علاقة ارتباط سلبية بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم (-0.076) وقد كانت هذه العلاقة معنوية عند مستوى 1% (0.001) وفي ضوء ذلك يمكن القول مبدئياً: إن ارتفاع القدرة الإدارية قد عمل على تخفيض تزامن سعر السهم في الشركات السعودية خلال فترة الدراسة، وهذا يعني أن ارتفاع القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين يعمل على تعزيز انعكاس المعلومات الخاصة في سعر سهم الشركة، ويُقللون من اعتماده على حركة السوق العامة، ويقدم ذلك دعماً لقبول فرض للدراسة، الذي يشير إلى وجود علاقة سلبية بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم.

ويلاحظ أيضاً أن بعض المتغيرات الرقابية قد عملت معنوياً على تخفيض تزامن سعر السهم، وهي نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية *MTB*، والتقلب *Vola*، والتواء العوائد *Skew*، وتفرطح العوائد *Kurt*، وذلك على النحو التالي:

- العلاقة بين نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية *MTB* وتزامن سعر السهم كانت سالبة (-0.163) ومعنوية عند مستوى 1% ما يدل على أن الشركات ذات التقييمات المرتفعة *MTB* تميل إلى تخفيض تزامن سعر السهم، ربما بسبب احتوائها على معلومات نوعية خاصة تميزها عن معلومات السوق؛ فيعتمد المستثمرون على هذه المعلومات الخاصة أكثر من معلومات السوق.

- العلاقة بين تقلب السهم *Vola* وتزامن سعر السهم كانت سالبة (-0.055) ومعنوية عند مستوى 5%، ما يعكس أن الأسهم ذات التقلب المرتفع غالباً ما تعكس معلومات داخلية أو خاصة، مما يُضعف ارتباطها بحركة السوق؛ ما يقلل تزامن سعر السهم.

- العلاقة بين التواء العوائد *Skew* وتزامن سعر السهم كانت سالبة (-0.216) ومعنوية عند مستوى 1% مما يُشير إلى أن الشركات التي تُظهر توزيعاً غير متماثل للعوائد، قد يكون لديها محتوى معلوماتي خاص؛ مما يقلل تزامن سعر السهم.

- العلاقة بين تفرطح العوائد *Kurt* وتزامن سعر السهم كانت سالبة (-0.211) ومعنوية عند مستوى 1% مما يُشير إلى أن التحركات السعرية الحادة وغير الاعتيادية، قد تعكس استجابة لمعلومات خاصة؛ وبالتالي تقليل تزامن سعر السهم.

وعلى العكس من ذلك، عملت بعض المتغيرات الأخرى معنوياً أيضاً على زيادة تزامن سعر السهم وهي حجم الشركة *Size*، وحجم التداول *TVol*، ونوع المراجع *Auditor*، وذلك على النحو التالي:

- العلاقة بين حجم الشركة *Size* وتزامن سعر السهم كانت موجبة (0.233) ومعنوية عند مستوى 1% مما يُشير إلى أن الشركات الأكبر حجماً تميل إلى تزامن أعلى مع السوق، وهو ما يتماشى مع فكرة أن الشركات الكبيرة تخضع لمتابعة تحليلية مكثفة، وهذا يزيد تأثيرها بعوامل السوق العامة.

- العلاقة بين حجم التداول $TVol$ وتزامن سعر السهم كانت موجبة (0.189) ومعنوية عند مستوى 1% مما يشير إلى أن الأسهم ذات السيولة الأعلى تتحرك بدرجة أكبر تماشياً مع السوق؛ نتيجة ارتفاع حجم التفاعل مع معلومات السوق.
- العلاقة بين نوع المراجع $Auditor$ وتزامن سعر السهم كانت موجبة (0.125) ومعنوية عند مستوى 1% مما يُشير إلى أن الشركات التي تراجع قوائمها من مكاتب المراجعة الكبار، قد تكون تحركات سعر سهمها أكثر اتساقاً مع معلومات السوق.
- أما بالنسبة لباقي المتغيرات الرقابية الأخرى، فقد أظهرت معاملات الارتباط قيماً ضعيفة وغير معنوية؛ مما يشير إلى غياب تأثير خطي واضح بينها وبين تزامن سعر السهم، وهي الرافعة المالية LEV والعائد على حقوق الملكية ROE وعمر الشركة Age ، وذلك على النحو التالي:
- العلاقة بين الرافعة المالية LEV وتزامن سعر السهم كانت موجبة (0.008) إلا أنها لم تكن معنوية؛ مما يشير إلى أن ارتفاع الرافعة المالية قد يؤدي في بعض الحالات إلى زيادة الحذر في الإفصاح والاتجاه نحو تقليل الشفافية، من ثم فإن الرافعة المالية لم تكن مؤثرة في تفسير تزامن سعر السهم في العينة محل الدراسة، على الأقل عند التحليل أحادي المتغير.
- العلاقة بين العائد على حقوق الملكية ROE وتزامن سعر السهم كانت موجبة (0.016) إلا أنها لم تكن معنوية؛ مما يشير إلى أن تحقيق العائد في حد ذاته لا يعكس بالضرورة مدى تميز المعلومات التي تقدمها الشركة للسوق، أو درجة خصوصيتها، أو محتواها المعلوماتي النوعي، ما يجعل أثره على تزامن سعر السهم غير واضح، وقد يرتبط تفسير هذه النتيجة بطبيعة الاختلاف في مصادر الأرباح وتوقيتها بين الشركات، أو الاختلاف في ممارسات الإفصاح حتى بين الشركات ذات الربحية المرتفعة.
- العلاقة بين عمر الشركة Age وتزامن سعر السهم كانت سالبة (-0.001) إلا أنها لم تكن معنوية؛ مما يشير إلى أن عدد سنوات الإدراج ليس له أثر واضح على درجة اعتماد سعر السهم على المعلومات الخاصة بدلاً من معلومات السوق، ومن الممكن تفسير هذه النتيجة بأن عمر الشركة لا يُترجم بالضرورة إلى مستوى أعلى من الشفافية أو جودة الإفصاح.

تحليل الانحدار واختبار فرض الدراسة

بدايةً أُجري اختبار Hausman Test (Hausman, 1978) لتحديد النموذج الأنسب للتحليل بين نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects ونموذج التأثيرات العشوائية Random Effects، وذلك عند تطبيق نموذج الانحدار الوارد في المعادلة (4)، والخاص بالعلاقة بين القدرة الإدراية وتزامن سعر السهم، ويُستعمل هذا الاختبار لفحص ما إذا كانت الفروق غير المرصودة عبر الشركات مرتبطة بالمتغيرات المستقلة أم لا؛ لضمان ملاءمة الأسلوب القياسي المستعمل في تحليل البيانات المقطعية الزمنية Panel Data.

وقد بلغت قيمة $Prob > chi^2 = 0.0000$ ؛ وهي قيمة معنوية عند مستوى 1% ممّا يشير إلى رفض الفرض الصفرى للاختبار الذي يفترض أن الفروق غير المرصودة غير مرتبطة بالمتغيرات المستقلة (Gujarati, 2014) وبالتالي، اعتمد نموذج التأثيرات الثابتة كونه الأكثر ملاءمة؛ إذ يسمح بالتحكم في الخصائص الثابتة غير المرصودة للشركات خلال فترة الدراسة. ويعرض جدول (4) نتائج نموذج الانحدار الأساسي في ظلّ تبني نموذج التأثيرات الثابتة؛ لاختبار العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم.

جدول 4

نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة

Synch3	Coefficient	Standard errors	t-value	p-value
Constant	-3.878***	0.309	-12.530	0.000
MAS	-0.770***	0.187	-4.110	0.000
Size	0.110***	0.017	6.680	0.000
LEV	-0.242***	0.122	-1.980	0.047
MTB	-0.031***	0.014	-2.260	0.024
ROE	-0.026	0.147	-0.180	0.859
TVol	0.290***	0.042	6.910	0.000
Vola	0.524	0.821	0.640	0.524
Skew	-0.189***	0.025	-7.590	0.000
Kurt	-0.060***	0.009	-6.340	0.000
Auditor	0.104***	0.052	1.990	0.046
LAge	-0.004	0.004	-1.010	0.314
Observations	2036			
R ²	0.149		Adjusted R ²	0.144
F-test	32.080		Prob > F	0.000

*** $p < 0.001$, ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$

ويُتضح من جدول (4) أن نتائج تحليل الانحدار أظهرت أن متغير القدرة الإدارية MAS كان له تأثير سالب ومعنوي على تزامن سعر السهم *Synch3*؛ إذ بلغ معامل الانحدار (-0.770) عند مستوى 1% (0.000) وتدعم هذه النتيجة فرض الدراسة، وتؤكد ما توصلت إليه نتائج تحليل

الارتباط؛ مما يعني أن المديرين في الشركات السعودية ذوي القدرة الإدارية العالية يسهمون في تعزيز انعكاس المعلومات الخاصة بشركتهم في سعر سهمها، وتقليل اعتماده على تحركات السوق العامة.

وفي ضوء ذلك يمكن القول: عملت القدرة الإدارية على تخفيض تزامن سعر السهم في الشركات السعودية خلال فترة الدراسة، ويُشير ذلك إلى قبول فرض الدراسة.

وبالإضافة إلى أثر المتغير الرئيس للدراسة، وهو القدرة الإدارية؛ فقد أظهرت المتغيرات الرقابية في نموذج الانحدار الأساسي تأثيرات متباينة على تزامن سعر السهم، وقد اتسقت هذه التأثيرات في معظمها مع الاتجاهات التي ظهرت في تحليل الارتباط، سواءً في اتجاه العلاقة أو دلالتها الإحصائية، إلا أن الأثر الظاهر من تحليل الانحدار سيكون أكثر تمثيلاً وتوضيحاً للأثر؛ لأنه يظهر في ضوء ضبط العوامل الأخرى ذات الأثر على تزامن سعر السهم.

وقد كان لبعض المتغيرات الرقابية تأثير سالبٍ ومعنويٍّ على تزامن سعر السهم، وهي الرافعة المالية *LEV* ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية *MTB* والتواء العوائد *Skew* وتطرغ العوائد *Kurt*، وذلك على النحو التالي:

- كان لمتغير الرافعة المالية *LEV* تأثيرٌ سالبٌ على تزامن سعر السهم (-0.242) ومعنويٌّ عند مستوى 5% ما يدلُّ على أن الشركات ذات المديونية المرتفعة تميل إلى الإفصاح بمزيد من المعلومات النوعية الخاصة، في محاولة لتقليل فجوة المعلومات مع المستثمرين والدائنين، وتعزيز ثقتهم، وبالتالي، فإن هذا السلوك يؤدي إلى تحسُّن في بيئة المعلومات الخاصة بالشركة، ويقلل اعتماد سعر سهمها على معلومات السوق العامة؛ مما يؤدي إلى تخفيض مستوى التزامن.
- وكان لمتغير نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية *MTB* تأثيرٌ سالبٌ على تزامن سعر السهم (-0.031) ومعنويٌّ عند مستوى 1%؛ مما يعكس أن الشركة ذات التقييم السوقي المرتفع تكون محط اهتمام أكبر من جانب المستثمرين بسبب امتلاكها مزايا تنافسية أو فرص نمو نوعية، وبالتالي، فإن سعر سهم هذه الشركة يعتمد بدرجة أكبر على المعلومات الخاصة بها، مما يقلل تزامنه مع السوق.
- وكان لمتغير التواء العوائد *Skew* تأثيرٌ سالبٌ على تزامن سعر السهم (-0.189) ومعنويٌّ عند مستوى 1%، بما يعكس دور توزيع العوائد غير المتماثل في تقليل ارتباط سعر السهم بمعلومات السوق العامة، ومن ثم يقلل تزامنه.
- وأخيراً، كان لمتغير تطرغ العوائد *Kurt* أيضاً تأثيرٌ سالبٌ على تزامن سعر السهم (-0.060) ومعنويٌّ عند مستوى 1%، مما يدلُّ على أن التحركات السعرية الحادة وغير النمطية قد تُعبّر عن معلومات خاصة مفاجئة تؤثر في سعر سهم الشركة تأثيراً مستقلاً عن معلومات السوق، وبالتالي يسهم في تخفيض تزامن سعر السهم.

وعلى العكس من ذلك، كان لبعض المتغيرات الرقابية الأخرى تأثيرٌ موجبٌ ومعنويٌ على تزامن سعر السهم وهي حجم الشركة *Size* وحجم التداول *TVol* ونوع المراجع *Auditor*، وذلك على النحو التالي:

- كان لمتغير حجم الشركة *Size* تأثيرٌ موجبٌ على تزامن سعر السهم (0.110) ومعنويٌ عند مستوى 1%؛ مما يُشير إلى أن الشركة الحجم تخضع لتغطية إعلامية ومتابعة تحليلية موسّعة، كما تكون أكثر ارتباطاً مع الاقتصاد الكلي؛ مما يجعل تحركات سعرها تتماشى بدرجة أكبر مع معلومات السوق مقارنة بالمعلومات الخاصة.
- وكان لمتغير حجم التداول *TVol* تأثيرٌ موجبٌ على تزامن سعر السهم (0.290) ومعنويٌ عند مستوى 1%، وهو ما يُشير إلى أن السهم ذا السيولة المرتفعة يميل إلى التحرك بالتزامن مع معلومات السوق، كاستجابة سريعة للأخبار والمعلومات العامة، وهو ما يُفسر ارتفاع مستوى تزامن سعر السهم.
- وأخيراً، كان لمتغير نوع المراجع *Auditor* أيضاً تأثيرٌ موجبٌ على تزامن سعر السهم (0.104) ومعنويٌ عند مستوى 10%، مما يدل على أن الشركة التي تُراجع من مكاتب المراجعة الأربعة الكبار *Big4* قد تستفيد من ارتفاع مستوى الثقة في الإفصاحات المالية العامة؛ مما يُعزز اعتماد السوق على تلك الإفصاحات، ويزيد تحرك سعر السهم تماشياً مع معلومات السوق، وبالتالي ارتفاع تزامن سعر السهم.

وبالإضافة إلى ما سبق، كان تأثير باقي المتغيرات الرقابية الأخرى غير معنويٌ على تزامن سعر السهم.

في المقابل، أظهرت بعض المتغيرات الرقابية الأخرى تأثيرات غير معنوية على تزامن سعر السهم؛ مما يُشير إلى ضعف أثرها التفسيري في النموذج الحالي، وهي العائد على حقوق الملكية *ROE* والتقلب *Vola* وعمر الشركة *Lage*، وذلك على النحو التالي:

- فلم يكون لمتغير العائد على حقوق الملكية *ROE* تأثيرٌ معنويٌ على تزامن سعر السهم؛ مما يدل على أن مستوى الربحية قد لا يُعد كافياً لتفسير طبيعة سلوك سعر السهم في السوق، خصوصاً إذا لم يصاحبه إفصاح نوعي واضح، يُمكن المستثمرين من تحليل الأداء بدقة.
- ولم يكن لمتغير التقلب *Vola* تأثيرٌ معنويٌ على تزامن سعر السهم، وهو ما يُشير إلى أن درجة تذبذب سعر السهم لا تنعكس مباشرة على مستوى تزامنه، ما لم تكن هذه التحركات مرتبطة بمحتوى معلوماتي خاص يتفاعل معه السوق.
- أخيراً، فلم يكن لمتغير عمر الشركة *Lage* تأثيرٌ معنويٌ على تزامن سعر السهم، وهو ما يدل على أن عدد سنوات الإدراج وحده لا يضمن تحسناً في بيئة معلومات الشركة، أو أن يكون لسهمها سلوكٍ سعريٍّ أكثر استقلاليةً عن معلومات السوق، فقد تمتلك بعض الشركات الناشئة ممارسات إفصاح أفضل من بعض الشركات القديمة.

تحليلات إضافية

سعيًا لتعزيز موثوقية النتائج التي تم التوصل إليها من نموذج الانحدار الأساسي، أُجريت مجموعة من التحليلات الإضافية⁽¹⁾ لاختبار مدى ثبات العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم في ظل ظروف مختلفة، وقد شملت هذه التحليلات ثلاثة جوانب رئيسية تمثلت في: تغيير عدد مشاهدات العوائد في نموذج انحدار السوق، وتقسيم متغير القدرة الإدارية إلى قدرة إدارية عالية وقدرة إدارية منخفضة، وتقسيم فترة الدراسة إلى فترتين على أساس التحوّل نحو تطبيق المعايير الدولية للتقرير المالي IFRS في المملكة العربية السعودية.

تغيير عدد مشاهدات العوائد في نموذج انحدار السوق

في إطار التحليلات الإضافية، فُحص مدى تأثر العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم بعد تغيير عدد مشاهدات العوائد المستعملة في تقدير نموذج انحدار السوق، فقد قامت بعض الدراسات السابقة بقياس متغير تزامن سعر السهم من خلال الاعتماد على بيانات العائد لأسبوع واحد فقط (Fu et al., 2022; Abedifar et al., 2021). وبناءً على ذلك، قيسَ تزامن سعر السهم بالاعتماد على بيانات العائد لأسبوع واحد فقط، التي تمثلت في المتغير *Synch1*.

إذ إن استعمال فترات قصيرة جدًا قد يُخفق في التقاط المعلومات المتأخرة *Delayed Information*. فقد فضّلت بعض الدراسات السابقة الأخرى قياس متغير تزامن سعر السهم في فترة شملت أسبوعين سابقين، وأُسبوعين لاحقين لتعزيز دقة القياس (Ghafoor et al., 2022) ويستند هذا الإجراء إلى أن تعديل فترة احتساب العوائد *Return Interval* عن طريق استعمال عدد أكبر من الأسابيع السابقة واللاحقة *Lead-lag Windows* يُعدُّ من العوامل الجوهرية المؤثرة في دقة قياس معامل التحديد؛ لأنه يُظهر دمجًا أكبر للمعلومات الخاصة في سعر السهم، مما ينعكس على درجة تزامن سعر السهم (Piotroski & Roulstone, 2004; Ghafoor et al., 2022)، وفي معرض دراسة Rosmianingrum et al. (2023) التي أُجريت على السوق الإندونيسية الناشئة أوصيَ بأهمية اختيار الفترة الزمنية بما يتناسب مع طبيعة الإفصاح وتوقيت تداول المعلومات في الأسواق الناشئة.

وبناءً على ذلك، قيسَ تزامن سعر السهم مرة إضافية بالاعتماد على بيانات العائد لأسبوعين سابقين وأُسبوعين لاحقين، والتي تمثلت في المتغير *Synch5*.

(1) من التحليلات الإضافية الأخرى التي تم القيام بها استبدال متغير العائد على الأصول *ROA* بالعائد على حقوق الملكية *ROE*، ولم يتم عرض نتائج ذلك لعدم وجود اختلافات جوهرية بين النتائج. ويتفق ذلك مع ما ورد في تحليل الارتباط الذي اظهر أن العلاقة بين العائد على حقوق الملكية *ROE* وتزامن سعر السهم كانت غير معنوية. كما يتفق ذلك أيضًا مع ما ورد في تحليل الانحدار من أن متغير العائد على حقوق الملكية *ROE* لم يكن له تأثيرًا معنويًا على تزامن سعر السهم.

ويوضّح جدول (5) نتائج نموذج الانحدار وفقاً للمعادلة رقم (4)، الخاصّ بالعلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم، وذلك تحت العمودين 1 و2، وذلك في ضوء تغيير عدد مشاهدات العوائد في نموذج انحدار السوق إلى مشاهدة واحدة (عمود 1) وخمس مشاهدات (عمود 2).

جدول 5

نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة في ظل تغيير عدد مشاهدات العوائد في نموذج انحدار السوق، وتقسيم القدرة الإدارية إلى قدرة إدارية عالية ومنخفضة

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Synch1</i>	<i>Synch5</i>	<i>Synch1</i>	<i>Synch3</i>	<i>Synch5</i>	<i>Synch1</i>	<i>Synch3</i>	<i>Synch5</i>
Constant	-4.422***	-3.287***	-4.627***	-4.236***	-3.598***	-3.313***	-2.212***	-1.945***
MAS	-0.921***	-0.676***						
MAS_H			-1.410	-0.784	-0.436			
MAS_L						-0.725**	-0.638**	-0.540**
Size	0.124***	0.092***	0.137***	0.122***	0.100***	0.090**	0.080**	0.073**
LEV	-0.343**	-0.176	-0.217	-0.142	-0.114	-0.839***	-0.694***	-0.459**
MTB	-0.043**	-0.032**	-0.042*	-0.020	-0.024	-0.052*	-0.067**	-0.054**
ROE	-0.100	-0.043	-0.152	0.027	-0.001	-0.077	-0.249	-0.207
TVol	0.344***	0.257***	0.351***	0.313***	0.280***	0.265**	0.125	0.115
Vola	-1.439	0.294	-2.808	-0.844	-0.643	3.504	5.555*	3.622
Skew	-0.231***	-0.166***	-0.197***	-0.157***	-0.135***	-0.367***	-0.326***	-0.306***
Kurt	-0.052***	-0.046***	-0.040***	-0.052***	-0.038***	-0.076***	-0.072***	-0.058***
Auditor	0.133**	0.078*	0.110*	0.097	0.086	0.169*	0.110	0.037
LAge	-0.002	-0.002	-0.001	-0.001	-0.000	-0.010	-0.017**	-0.012*
Obs.	2,036	2,036	1,531	1,531	1,531	505	505	505
R ²	0.161	0.141	0.147	0.138	0.131	0.247	0.234	0.208
Adj. R ²	0.156	0.136	0.141	0.132	0.125	0.231	0.217	0.190
F-test	28.30	29.06	18.95	18.26	19.93	17.88	14.99	14.70
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < 0.001$, ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$

ويُتضح من جدول (5) في العمود الأول، الذي يمثّل نتائج نموذج الانحدار في ظل احتساب العوائد بناءً على العائد الأسبوعي فقط، أن معامل الانحدار للقدرة الإدارية MAS بلغ (-0.921)، وهو معنوي إحصائيًا عند مستوى 1%. وتشير هذه النتيجة إلى أن ارتفاع القدرة الإدارية يُسهم في خفض تزامن سعر السهم، بما يدعم فرض الدراسة الأساسي القائل بوجود علاقة سلبية بين المتغيّرين، ويمكن تفسير ذلك بأن المديرين الأكفاء يُعززون بيئة المعلومات الخاصة بالشركة من خلال قرارات تشغيلية وإستراتيجية تعزز تدفق المعلومات النوعية أو الخاصة، مما يقلل من اعتماد السوق على المعلومات العامة ويؤدي بالتالي إلى تقليل التزامن.

أما في العمود الثاني، فقد وسّع نطاق احتساب العوائد ليشمل مُدّة أوسع؛ فيُلاحظ أن قيمة معامل الانحدار للقدرة الإدارية MAS قد انخفضت إلى (-0.676)، مع بقائها معنوية عند مستوى 1%، هذا الانخفاض في قوة التأثير قد يُعزى إلى أن استعمال نطاق زمني أوسع في احتساب العوائد يقلّل الضوضاء العشوائية Short-term Noise ويُحسّن من دقة تقدير التزامن، ما يُمكن أن يحدّ من التباين في سلوك الأسعار الناتج عن المعلومات الخاصة في الأجل القصير، ويجعل العلاقة تظهر بدرجة أضعف نسبيًا.

وعموماً، تؤكّد النتائج في كلا النموذجين أن العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم علاقة سلبية ومعنوية؛ مما يُعزز فرض الدراسة، ويُشير إلى استقرار النتائج نسبياً في ظل اختلاف مُدّة احتساب العائد، وهو ما يُضفي قوة تفسيرية ومصداقية منهجية على النموذج المستخدم.

تقسيم القدرة الإدارية إلى قدرة إدارية عالية ومنخفضة

تمثّل ثاني التحليلات الإضافية في قياس أثر القدرة الإدارية على تزامن سعر السهم من خلال تقسيم متغيّر القدرة الإدارية إلى متغيّرين فرعيين هما متغيّر القدرة الإدارية العالية، ومتغيّر القدرة الإدارية المنخفضة. ويستند هذا الإجراء إلى ما ورد في دراسة (Fu et al., 2022)، التي أشارت إلى أن مستوى القدرة الإدارية قد يُنتج تأثيراً تفاضلياً على المتغيّرات التابعة، مما يبرر هذا النوع من التحليل الثنائي.

وقد تم هذا التقسيم بناءً على قيمة متوسط متغيّر القدرة الإدارية MAS على مستوى العينة؛ فقد اعتُبرت المشاهدات التي تزيد عن هذا المتوسط مؤشراً عن ارتفاع القدرة الإدارية، ومن ثم تمثّل قيم متغيّر القدرة الإدارية العالية، في حين اعتُبرت المشاهدات التي تقل عن هذا المتوسط مؤشراً عن انخفاض القدرة الإدارية، ومن ثم تمثّل قيم متغيّر القدرة الإدارية المنخفضة (Fu et al., 2022).

ويوضّح جدول (5) نتائج نموذج الانحدار الوارد في المعادلة رقم (4)، والخاص بالعلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم في ضوء تقسيم القدرة الإدارية إلى قدرة إدارية عالية MAS_H في ضوء طرق قياس متغيّر تزامن سعر السهم الثلاثة، وذلك تحت الأعمدة أرقام 3

4 و5، وقدرة إدارية منخفضة MAS_L في ضوء طرق قياس متغير تزامن سعر السهم الثلاثة، وذلك تحت الأعمدة أرقام 6 و7 و8، وذلك وفق الطرق الثلاثة لقياس متغير تزامن سعر السهم في ظل كل حالة من الحالتين.

ويتضح من جدول (5) أنه فيما يخص نتائج الانحدار في ظل القدرة الإدارية العالية MAS_H ، أظهرت معاملات القدرة الإدارية العالية قيمة سالبة في النماذج الثلاثة (-1.410، -0.784، -0.436 على الترتيب) ويشير هذا إلى أن ارتفاع القدرة الإدارية يصاحبه انخفاض في تزامن سعر السهم، وهو ما يدعم فرض الدراسة الذي يرى أن المديرين ذوي القدرة العالية يسهمون في وجود بيئة معلوماتية أكثر شفافية وثرية بالمعلومات الخاصة، مما يؤدي إلى تسعير الأسهم استناداً إلى معلومات الشركة، وليس إلى حركة السوق العامة، ومن ثم تقليل التزام.

ومع ذلك، فإن هذه العلاقة لم تكن معنوية إحصائياً في أي من النماذج الثلاثة، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن الشركات ذات القدرة الإدارية العالية -مع أنها أقل تزامناً في أسعار أسهمها- قد تكون ذات استقرار معلوماتي نسبي، لا تظهر فروقاً واضحة معنوياً، كما يمكن تفسير هذه النتيجة بأن أثر القدرة الإدارية العالية قد يتداخل مع عوامل أخرى غير مشمولة في النموذج، مثل نوع الصناعة. أخيراً، يمكن تفسير هذه النتيجة بأن التباين داخل مجموعة الشركات ذات القدرة العالية المنخفضة؛ مما يقلل القوة التفسيرية للانحدار ضمن هذه العينة الفرعية.

كما يتضح من جدول (5) فيما يخص نتائج الانحدار في ظل القدرة الإدارية المنخفضة MAS_L ؛ فقد كانت معاملات المتغير سالبة أيضاً في ظل النماذج الثلاثة (-0.725، -0.638، -0.540 على الترتيب)، وكانت جميع هذه العلاقات كانت معنوية عند مستوى 5% في ظل العلاقة مع $Synch1$ ، وعند مستوى 10% عند العلاقة مع $Synch3$ و $Synch5$.

هذه النتائج تُشير إلى أن انخفاض القدرة الإدارية يسهم في تقليل تزامن سعر السهم، الذي يبدو معاكساً للتوقعات النظرية، التي تفترض أن انخفاض القدرة الإدارية يؤدي إلى زيادة تزامن السعر نتيجة ضعف جودة المعلومات الخاصة بالشركة، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن البيئة المؤسسية والرقابية في الأسواق الناشئة مثل السوق السعودي، قد يكون لها تأثير قوي يجعل الشركات ذات القدرة الإدارية المنخفضة تحاول تجنب المخاطر بتحسين ممارسات الإفصاح، ما يؤدي إلى انخفاض التزام، كما يمكن تفسير هذه النتيجة الشركات ذات القدرة الإدارية المنخفضة أكثر ميلاً للالتزام بالمعايير التنظيمية والإفصاحات الإلزامية، ما يحسن من جودة المعلومات الخاصة بها، ويقلل تزامن السعر. أخيراً، يمكن تفسير هذه النتيجة بأن انخفاض التزام قد يكون ناتجاً عن استجابة السوق لتحسين في جودة الإفصاح حتى في ظل انخفاض القدرة الإدارية، ما يعكس تحولاً إيجابياً في بيئة الإفصاح.

بالتالي، يمكن القول: إن القدرة الإدارية المنخفضة قد تدفع الشركات لتحسين الإفصاح، بوصفه آلية لتجنب المخاطر؛ مما يؤدي إلى تقليل تزامن سعر السهم، وهو ما يُعزز فرض الدراسة القائلة بوجود علاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم.

وعند الجمع بين النتائج السابقة يتبين أن العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم كانت سالبة، في حالة ارتفاع وانخفاض القدرة الإدارية، ولم تكن معنوية إلا في حالة القدرة الإدارية المنخفضة فقط، وهذا يعني أن تأثير ضعف القدرة الإدارية كان أكثر وضوحاً وقوة في تفسير اختلاف تزامن سعر السهم، مقارنةً بتأثير الإدارة ذات القدرة الإدارية المرتفعة.

وتعزز هذه النتائج صحة فرض الدراسة، وتضيف قوة تفسيرية وثباتاً على النموذج التحليلي من خلال اتساق العلاقة في نفس الاتجاه مع أساليب القياس المختلفة للقدرة الإدارية، وتزامن سعر السهم.

تقسيم فترة الدراسة على أساس التحول نحو تطبيق المعايير الدولية للتقرير المالي IFRS في المملكة العربية السعودية

تمثل ثالث التحليلات الإضافية في هذه الدراسة تحليل أثر القدرة الإدارية في تزامن سعر السهم من خلال تقسيم فترة الدراسة إلى فترتين زمنيتين متميزتين، تبدأ الأولى من عام 2008 حتى عام 2016، وتبدأ الثانية من عام 2017 وحتى عام 2022، وقد اختير عام 2017 لإجراء هذا التقسيم؛ لأنه العام الذي قرّرت فيه المملكة العربية السعودية التحول إلى تطبيق المعايير الدولية للتقرير المالي IFRS على الشركات المدرجة في السوق المالية، وذلك وفقاً لتعليمات الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين SOCPA وهيئة السوق المالية، ومن المتوقع أن يكون لهذا التحول التنظيمي والمحاسبي أثراً كبيراً على جودة المعلومات المالية المُفصّل عنها، ومن ثم على علاقة القدرة الإدارية بتزامن سعر السهم في السوق السعودية.

ويوضّح جدول (6) نتائج نموذج الانحدار الوارد في المعادلة رقم (4)، الخاصّ بالعلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم في ظلّ تقسيم فترة الدراسة إلى الفترة قبل تطبيق المعايير الدولية للتقرير المالي، وهي الواردة في الأعمدة أرقام 1 و2 و3، والفترة بعد تطبيق المعايير الدولية للتقرير المالي، وهي الواردة في الأعمدة أرقام 1 و2 و3، مع الاختصار فقط على قياس متغيّر تزامن سعر السهم على أساس عوائد ثلاثة أسابيع *Synch3*، في ظلّ كل فترة من الفترتين، كما يعرض الجدول النتائج أيضاً في ظلّ تقسيم متغيّر القدرة الإدارية إلى قدرة إدارية عالية ومنخفضة.

جدول 6

نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة في ظل تقسيم فترة الدراسة إلى فترتين،
وتقسيم القدرة الإدارية إلى قدرة إدارية عالية ومنخفضة

	Period from 2008 to 2016			Period from 2017 to 2022		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	-2.054***	-2.766***	-0.878	-5.175***	-5.001***	-5.197***
MAS	-0.486***			-0.010		
MAS_H		2.085*			-2.848***	
MAS_L			-1.260***			0.435
Size	0.163***	0.186***	0.128***	0.114***	0.123***	0.096**
LEV	0.136	0.269	-0.146	-0.308*	-0.287	-0.487
MTB	-0.097***	-0.088**	-0.084**	0.036*	0.035	-0.052
ROE	-0.564***	-0.291	-0.920***	-0.214	-0.226	-0.615
TVol	-0.180***	-0.145*	-0.310**	0.432***	0.405***	0.544***
Vola	13.298***	10.828***	17.959***	-3.455***	-3.808***	-1.124
Skew	-0.279***	-0.274***	-0.247***	-0.118***	-0.095**	-0.245***
Kurt	-0.060***	-0.053**	-0.075***	-0.039***	-0.035**	-0.063**
Auditor	-0.102*	-0.086	-0.147	0.056	0.036	0.055
LAge	-0.001	0.004	-0.014*	0.003	0.005	0.001
Obs.	1,086	728	358	950	803	147
R ²	0.236	0.233	0.322	0.158	0.154	0.289
Adj. R ²	0.228	0.221	0.301	0.149	0.142	0.231
F-test	33.79	24.61	17.82	11.94	9.603	4.960
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Standard errors in parentheses

*** $p < 0.001$, ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$

وفيما يخص فترة ما قبل تطبيق المعايير الدولية للتقرير المالي، يتضح من الجدول (6) أن متغير القدرة الإدارية MAS كانت له علاقة سالبة (-0.486) ومعنوية عند مستوى 1%، ويشير

ذلك إلى أن ارتفاع القدرة الإداريّة خلال هذه الفترة أسهم في تقليل تزامن سعر السهم، بما يتّسق مع فرض الدراسة.

وعند الاقتصار على مشاهدات القدرة الإداريّة العالية MAS_H ، كانت العلاقة موجبة (2.085) ومعنويّة عند مستوى 10%، وتخالف هذه النتيجة فرض الدراسة بالشكل الذي يتّفق مع ما ورد في التحليل الإضافي الثاني السابق، ويمكن تفسير ذلك بأن المديرين ذوي القدرة الإداريّة العالية خلال تلك الفترة ربما استغلوا قدراتهم لتعظيم المكاسب قصيرة الأجل، أو لتعزيز إستراتيجيات تودّي إلى تجانس تحركات سعر السهم، خصوصاً في ظلّ ضعف الإفصاح الإلزاميّ خلال تلك الفترة.

أما عند الاقتصار على مشاهدات ذات القدرة الإداريّة المنخفضة MAS_L ، كانت العلاقة سالبة (-1.260) ومعنويّة عند مستوى 1%، وتخالف هذه النتيجة أيضاً فرض الدراسة بالشكل الذي يتّفق مع ما ورد في التحليل الإضافي الثاني السابق، ويمكن تفسير ذلك بأن المديرين ذوي القدرة الإداريّة المنخفضة خلال تلك الفترة حاولوا تحسين ممارسات الإفصاح أو واجهوا ضغوطاً تنظيميّة أو تناقصيّة أدّت إلى خفض التزامن.

وفيما يخصّ فترة ما بعد تطبيق المعايير الدولية للتقرير الماليّ، يتّضح من الجدول (6) أن متغيّر القدرة الإداريّة MAS كانت له علاقة سالبة (-0.010) وغير معنويّة، ويشير ذلك إلى أن القدرة الإداريّة خلال هذه الفترة ظلت تسهم في تخفيض تزامن سعر السهم، لكن ليس بنفس الأثر الواضح على تزامن سعر السهم على مستوى العينة الكاملة.

وعند الاقتصار على مشاهدات القدرة الإداريّة العالية MAS_H ، كانت العلاقة سالبة (-2.848) ومعنويّة عند مستوى 1%، وهو ما يُعزز فرض الدراسة، ويظهر أن المديرين ذوي القدرة الإداريّة العالية، في ظلّ بيئة تنظيميّة محسّنة بعد تطبيق المعايير الدوليّة للتقرير الماليّ، تمكنوا من تقديم معلومات نوعيّة أسهمت في تخفيض تزامن سعر السهم.

أما عند الاقتصار على مشاهدات ذات القدرة الإداريّة المنخفضة MAS_L ، كانت العلاقة موجبة (0.435) وغير معنويّة، ما يدلّ على أن ضعف القدرة الإداريّة لم يكن له تأثير ملحوظ في ظلّ بيئة الإفصاح المحسّنة بعد تطبيق المعايير الدولية للتقرير الماليّ، مما قد يكون نتيجة لارتفاع الحد الأدنى من جودة الإفصاح المفروض على جميع الشركات.

وعند الجمع بين النتائج السابقة يتبيّن أن فترة ما قبل تطبيق المعايير الدولية للتقرير الماليّ كان فيها أثر الإجماليّ للقدرة الإداريّة على تقليل تزامن سعر السهم أوضح، سواء من خلال المعامل السلبّي الكليّ أو من خلال التأثير القويّ للإدارة الضعيفة التي تحاول التكيف مع البيئة. أما خلال فترة ما بعد تطبيق المعايير الدوليّة للتقرير الماليّ أصبحت بيئة الإفصاح أكثر تنظيميّة؛ مما جعل القدرة الإداريّة المنخفضة دون تأثير معنويّ، في حين أن القدرة الإداريّة العالية أصبحت أكثر تأثيراً على تقليل تزامن سعر السهم.

وعند الجمع بين نتائج الفترتين، يتبيّن أن التأثير السلبيّ للقدرة الإداريّة على تزامن سعر السهم كان أكثر وضوحًا في المرحلة السابقة لتطبيق المعايير الدوليّة للتقرير الماليّ، سواء عبر التأثير الإجماليّ أو من سلوك الشركات ذات الإدارة الضعيفة التي حاولت التكيف مع بيئة الإفصاح. في المقابل، وبعد تطبيق المعايير الدوليّة للتقرير الماليّ، أصبحت بيئة الإفصاح أكثر تنظيماً؛ مما قلّل الفروق الناتجة عن ضعف القدرة الإداريّة، في حين برزت أهمية القدرة الإداريّة العالية في تحسين بيئة المعلومات الخاصّة بالشركة، ومن ثمّ تقليل تزامن سعر السهم.

في المجمل يمكن القول: إن تأثير القدرة الإداريّة على تخفيض التزامن كان أكثر وضوحًا في الفترة التي سبقت التحوّل إلى تطبيق معايير التقرير الماليّ الدوليّة عن الفترة التي بدأت مع التحوّل إلى تطبيقها في المملكة العربيّة السعوديّة؛ إذ تحسّنت نوعيّة المعلومات الخاصّة بالشركة في السوق الماليّة.

مناقشة وتفسير النتائج

يمكن مناقشة وتفسير نتائج الدراسة من خلال التحليل الأساسي والتحليلات الإضافية، وربطها بنتائج الدراسات السابقة، وبالنظريات الواردة في الإطار النظريّ، المتمثلة في: نظرية الوكالة، ونظرية الإشارات، ونظرية الموارد.

النتائج العامة لتحليل العلاقة بين القدرة الإداريّة وتزامن سعر السهم

أظهرت النتائج الأساسية للدراسة أن القدرة الإداريّة تقترب في المتوسط مع ما ورد في الدراسات السابقة، وهو ما يشير إلى وجود تقارب بين خصائص المديرين التنفيذيين في الشركات السعوديّة، وبين خصائص المديرين التنفيذيين في الشركات محل الدراسة في بعض الدراسات السابقة.

كما أظهرت النتائج الأساسية أن القدرة الإداريّة للمديرين التنفيذيين تؤثر سلباً على تزامن سعر السهم، وهو ما يعني أن الشركات ذات القدرة الإداريّة الأعلى تكون أسعار أسهمها أقلّ تزامناً مع حركة السوق العامة، ما يعكس اعتماد المستثمرين بدرجة أكبر على المعلومات الخاصّة بهذه الشركات، وتتفق هذه النتيجة مع ما أشارت إليه نظرية الإشارات من أن المديرين الأكفاء يقدّمون معلومات نوعية تعزز شفافيّة السوق، كما تتسق مع نظرية الموارد التي تعدّ الإدارة مورداً إستراتيجياً مؤثراً في قرارات المستثمرين.

وتقدّم نتيجة هذا الدراسة دليلاً غير مباشر على أن السوق الماليّة السعوديّة تستجيب استجابةً مناسبةً للمعلومات الخاصّة بالشركة أكثر من تلك الخاصّة بالمعلومات على مستوى السوق، ومن ثمّ وجود نوع من الكفاءة فيه.

تفسير نتائج التحليلات الإضافية

تمثل أول تحليل إضافي في تغيير عدد مشاهدات العوائد المستعملة في نموذج السوق عند تقدير معامل التزامن، وقد ظلت العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم سالبة ومعنوية في أغلب النماذج؛ مما يعكس ثباتاً في الاتجاه العام للنتائج، ويؤكد على قوة وصلاحيّة النموذج الإحصائي، وعدم تأثره بتغيير عدد المشاهدات، وهو ما يُعزز الثقة في استنتاجات الدراسة.

وعند تقسيم القدرة الإدارية إلى عالية ومنخفضة، أظهر التحليل أن العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن السعر كانت سالبة في كلا الحالتين، لكن التأثير كان معنوياً وأوضح في حالة القدرة الإدارية المنخفضة، ويُفسّر هذا بأن ضعف القدرة الإدارية قد يدفع الشركات إلى تحسين الإفصاح، باعتباره محاولة لتقليل المخاطر المرتبطة بعدم التأكد. ومن ناحية أخرى، لم تكن العلاقة معنوية في حالة القدرة الإدارية العالية، وهذا يرجع إلى انخفاض التباين داخل هذه الفئة أو تداخل التأثير مع متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج، وتُعدّ النتيجة غير متسقة جزئياً مع فرض الدراسة، لكنها تعكس تعقّد العلاقة بين القدرة الإدارية وسلوك المستثمرين في الأسواق الناشئة.

أما عند تقسيم الفترة إلى ما قبل وما بعد التحوّل إلى تطبيق المعايير الدولية للتقرير الماليّ، أظهرت النتائج أن تأثير القدرة الإدارية في تقليل التزامن كان أكثر وضوحاً قبل تطبيق المعايير الدولية للتقرير الماليّ، في حين أصبح التأثير أقل وضوحاً بعد هذا التطبيق، ويمكن تفسير ذلك بأن التحوّل إلى تطبيق المعايير الدولية للتقرير الماليّ أسهم في تحسين جودة الإفصاح الإلزامي؛ مما قلّل الفروقات المعلوماتية بين الشركات ذات القدرة العالية والمنخفضة، إلا أن القدرة الإدارية العالية ظلت مؤثرة بعد تطبيق المعايير الدولية للتقرير الماليّ، وهو ما يؤكد أن القدرة الإدارية تظلّ عاملاً حاسماً، حتى في بيئات الإفصاح المنظم، بما يتماشى مع نظرية الموارد.

العلاقة مع الدراسات السابقة

تتسق النتائج الكلية التي توصلت إليها الدراسة الحالية مع نتائج عدد من الدراسات السابقة التي بحثت في العلاقة بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم، ومن أبرز هذه الدراسات دراسة (Fu et al. (2022 التي تُعدّ أهم الدراسات المرجعية للدراسة الحالية؛ إذ قامت بتحليل أثر القدرة الإدارية على تزامن سعر السهم، وأظهرت أن المديرين ذوي القدرة العالية يقدمون معلومات نوعية تُسهم في تخفيض التزامن، وهو ما يتفق مع النتيجة الأساسية التي توصلت إليها هذه الدراسة، واستعملت هذه الدراسة تحليلاً تفاضلياً بناءً على تقسيم القدرة الإدارية، وهي ذات المنهجية التي تُبنيت في التحليل الإضافي الثاني.

ومن هذه الدراسات السابقة أيضاً دراسة (Gan and Hu (2023 التي قدّمت تفسيراً مقارناً حين أكدت أن قدرة المديرين على اتخاذ قرارات فعالة في ظلّ بيئات معلوماتية معقدة تُسهم في زيادة المعلومات الخاصة بالشركة، ومن ثم تقليل الاعتماد على المعلومات السوقية العامة؛

مما يقلل تزامن سعر السهم، وقد دعمت الدراسة استعمال مؤشرات القدرة الإدارية في شرح الظواهر المرتبطة بكفاءة السوق، وهذا انعكس بوضوح في التصميم التحليلي للدراسة الحالية. وبذلك تُعد الدراسة الحالية مكتملة وموسّعة لما سبقها من دراسات، خاصّة في سياق السوق السعوديّ الذي يشهد تحولات تنظيمية كبيرة، ويتيح فرصة لفهم تفاعل القدرة الإدارية مع خصائص السوق الناشئة.

نتائج وتوصيات الدراسة والمقترحات بدراسات مستقبلية

نتائج الدراسة

هدفت الدراسة إلى قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على تزامن سعر السهم في الشركات المدرجة في السوق الماليّة السعودية خلال الفترة من 2008 إلى 2022، واستعمل نموذج (Demerjian et al. (2012 لقياس القدرة الإدارية، والقائم على تحليل الكفاءة النسبية للشركة من خلال أسلوب تحليل مغلف البيانات DEA، وقد قيس التزامن باستخدام التحويل اللوغاريتم لمعامل التحديد R^2 المستخرج من نموذج السوق الخطي لانحدار العوائد.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ومعنوية بين القدرة الإدارية وتزامن سعر السهم؛ مما يشير إلى أن الشركة ذات القدرة الإدارية العالية تميل إلى تقديم معلومات خاصّة عالية الجودة، تقلل اعتماد المستثمرين على المعلومات العامة، ومن ثم تقود إلى انخفاض في درجة تزامن سعر السهم مع حركة السوق الكليّة.

كذلك، كشفت النتائج عن ثبات نسبيّ في اتجاه العلاقة، حتى عند تغيير عدد المشاهدات المستعملة في تقدير العوائد؛ الأمر الذي يعكس قوة النموذج التحليلي وموثوقية النتائج، وعند تقسيم القدرة الإدارية إلى عالية ومنخفضة، تبين أن العلاقة ظلّت سالبة في الحالتين، لكنها كانت أكثر وضوحاً ودلالة في الشركات ذات القدرة الإدارية المنخفضة، وهذا يعود إلى ضغوط الإفصاح والتنظيم، التي تدفع الشركات الضعيفة إدارياً إلى تحسين جودة المعلومات التي تقدّمها للمستثمرين، كما لوحظ أن أثر القدرة الإدارية على تقليل التزامن كان أقوى في الفترة السابقة للتحوّل نحو تطبيق المعايير الدولية للتقرير الماليّ، في المقابل، استمر تأثير القدرة العالية فقط في الفترة اللاحقة، وهذا يمكن أن يُشير إلى أن البيئة التنظيمية المحسّنة قد أسهمت في تقليل التباينات الناتجة عن انخفاض القدرة الإدارية، في حين ظلّت القدرة العالية قادرة على إحداث تأثير نوعي في بيئة المعلومات.

توصيات الدراسة

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة من وجود أثر سلبي للقدرة الإدارية على تزامن سعر السهم، وبما يعكس دور الإدارة في تعزيز البيئة المعلوماتية، يمكن تقديم التوصيات التالية لكل من الجهات ذات العلاقة:

- فيما يتعلّق بمجالس الإدارة والمساهمين: توصي الدراسة بضرورة تبني آليات دقيقة وموضوعية في عملية اختيار وتقييم المديرين التنفيذيين، مع التركيز على استقطاب الكفاءات الإدارية التي تتمتع برؤية إستراتيجية ومهارات تشغيلية عالية؛ لما لذلك من تأثير مباشر على تحسين جودة الإفصاح، وشفافية معلومات الشركة، وتخفيض مستوى تزامن سعر السهم؛ وبالتالي تحقيق تسعير أكثر عدالة لأسهم الشركة.
- فيما يتعلّق بالجهات التنظيمية، مثل هيئة السوق المالية: توصي الدراسة بضرورة تعزيز سياسات الإفصاح الاختياري، والتوسّع في إلزام الشركات بمؤشرات أداء غير مالية مرتبطة بالقدرة الإدارية وجودة الإدارة، بما يسهم في تمكين المستثمرين من تقييم قدرة الإدارة على توجيه أداء الشركة وصياغة إستراتيجياتها؛ وبالتالي دعم كفاءة السوق.
- فيما يتعلّق بالمديرين التنفيذيين: ينبغي على القيادات الإدارية تبني ثقافة مستمرة لتقييم جودة ونطاق المعلومات الخاصة التي تنتجها الشركة، مع الحرص على أن تتسم هذه المعلومات بالوضوح، والدقة، والتوقيت المناسب، بما يعزّز شفافية الإفصاح وموثوقيته أمام المستثمرين، ويقلل التباين المعلوماتي داخل السوق.
- فيما يتعلّق بالأكاديميين والباحثين: توصي الدراسة بتضمين متغيّر القدرة الإدارية في النماذج الاقتصادية والمالية التي تهدف إلى دراسة سلوك السوق، وتفسير العوائد، وقياس كفاءة التسعير والمخاطر، لما لهذا المتغيّر من تأثير تم إثباته في الدراسات السابقة الحديثة، ولما أثبتته الدراسة الحالية من أثر واضح له في بيئة السوق السعودية.

المقترحات بدراسات مستقبلية

- يوجد مجموعة من القيود على نتائج الدراسة الحالية، والتي يمكن أن تمثّل منطلقاً مهماً لدراسات مستقبلية أكثر تفصيلاً وشمولاً، ومن أبرز هذه المقترحات ما يلي:
- تغيير خصائص المتغيّرات الداخلة في قياس القدرة الإدارية: إذ إن مقياس القدرة الإدارية طبقاً لنموذج (Demerjian et al. (2012 يختلف على حسب فترة الدراسة وعلى حسب عدد الشركات المدرجة ضمن كل قطاع؛ لذلك فإن إعادة إجراء هذه الدراسة، مع الأخذ في الاعتبار التغيرات التي تحدث في قطاعات السوق المالية من شطب وإضافة وتغيير التصنيف، يمكن أن يُعطي نتائج مختلفة.
 - تغيير فترة حساب العائد عند قياس متغيّر تزامن سعر السهم: إذ اعتمدت الدراسة الحالية على استعمال العائد الأسبوعي للسهم، ويمكن أن تختلف النتائج إذا استُعمل العائد اليومي، مثلما فعلت (Gan and Hu (2023، فقد يكشف ذلك عن نتائج مختلفة، وخاصةً بسبب مستوى تقلبات السوق السريعة.
 - تغيير العائد المرجعي المستعمل في قياس متغيّر تزامن سعر السهم: إذ استعملت الدراسة الحالية عائد السوق المالية العام TASI مقياساً مرجعياً لتزامن السعر، ويمكن أن تختلف النتائج إذا استُعمل عائد القطاع مثلما فعلت دراسة (Cahan et al. (2021،

فقد يساعد ذلك في إبراز فروق ناتجة عن خصائص القطاعات المختلفة، ويظهر أثر القدرة الإدارية في بيئات صناعية متميزة.

- تحليل تغيّر التزامن وليس مستواه فقط: ركّزت الدراسة على مستوى تزامن سعر السهم، ويمكن أن تختلف النتائج إذا دُرِس التغيّر في التزامن Change in Synchronicity، مثلما فعلت دراسة Chan et al. (2013)، فقد يكون أكثر حساسية للتغيرات الإدارية والتنظيمية.
- دراسة التفاعل مع خصائص حوكمة الشركات: من المقترحات المهمة أيضاً دراسة أثر تفاعل القدرة الإدارية مع خصائص آليات حوكمة الشركة (Doriye, 2008; Farooq & Ahmed, 2014; Susanto & Robiyanto, 2020)، مثل: خصائص مجلس الإدارة (AlAbdulqader, 2019)، و خصائص لجنة المراجعة (Ghafoor et al., 2022)، وهيكل ملكية الأسهم (Boubaker et al., 2014)، لتقييم ما إذا كانت حوكمة الشركات يمكن أن تُعزز أو تُضعف أثر القدرة الإدارية على تزامن سعر السهم.
- توسيع نطاق العوامل المؤثرة في تزامن سعر السهم: إذ يمكن توسيع التحليل بدراسة عوامل أخرى مؤثرة في تزامن سعر السهم، مثل: جودة المعلومات المحاسبية، والإفصاح الاختياري، وهيكل ملكية الأسهم (Boubaker et al., 2014)، والإفصاح عن معلومات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة Environmental, Social, and Governance (ESG) (Xu et al., 2024)، والرقابة التنظيمية، وغيرها من العوامل التي بدأت تكتسب اهتماماً متزايداً في الدراسات الحديثة.
- إجراء دراسات مقارنة إقليمية: مع أن السوق المالية السعودية تُعد نموذجاً متميزاً، إلا أنه من المهم إجراء دراسات مقارنة بين السوق المالية السعودية وأسواق ناشئة أخرى، بغرض تعزيز وتحسين فهم ما إذا كانت العلاقة بين القدرة الإدارية والتزامن تختلف حسب السياق التنظيمي والمؤسسي.

المراجع

- عبدالمجيد، حميده محمد. (2020). قياس أثر القدرة الإدارية على الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية. *معهد الإدارة العامة*, 61(1), 87-158. <https://doi.org/10.36715/0328-061-001-003>
- مليجي، مجدي مليجي عبدالحكيم. (2019). قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*, 3(3), 293-379. <https://dx.doi.org/10.21608/aljalexu.2019.56637>

[Abdelmageed, H. M. (2020). Measuring the impact of managerial ability on investment: An applied study on Saudi companies. *Institute of Public Administration*, 61(1), 87-158. (in Arabic)] <https://doi.org/10.36715/0328-061-001-003>

- Abdoh, H., & Varela, O. (2017). Product market competition, idiosyncratic and systematic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 43, 500–513. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.02.009>
- Abedifar, P., Bouslah, K., & Zheng, Y. (2021). Stock price synchronicity and price informativeness: Evidence from a regulatory change in the U.S. banking industry. *Finance Research Letters*, 40, 101678. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101678>
- Akbari, F., Salehi, M., & Bagherpour Vlashani, M. A. (2018). The effect of managerial ability on tax avoidance by classical and Bayesian econometrics in multilevel models: Evidence of Iran. *International Journal of Emerging Markets*, 13(6), 1656–1678. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-09-2017-0367>
- AlAbdulqader, M. (2019). *Financial experience and boards of directors: An empirical assessment of impact on stock price synchronicity, cash holding and payout policy* [Ph.D. thesis]. Cardiff University. <https://orca.cardiff.ac.uk/id/eprint/133137/>
- An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 21, 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.01.001>
- Andreou, P. C., Karasamani, I., Louca, C., & Ehrlich, D. (2017). The impact of managerial ability on crisis-period corporate investment. *Journal of Business Research*, 79, 107–122. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.05.022>
- Baik, B., Brockman, P. A., Farber, D. B., & Lee, S. (2018). Managerial ability and the quality of firms' information environment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 33(4), 506–527. <https://doi.org/10.1177/0148558X17742820>
- Banker, R. D., Charnes, A., & Cooper, W. W. (1984). Some models for estimating technical and scale inefficiencies in data envelopment analysis. *Management Science*, 30(9), 1078–1092. <https://doi.org/10.1287/mnsc.30.9.1078>
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169–1208. <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>
- Beuselinck, C., Joos, P., Khurana, I. K., & Van der Meulen, S. (2009). *Mandatory IFRS reporting and stock price informativeness*. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1381242>

- Bissessur, S., & Hodgson, A. (2012). Stock market synchronicity: An alternative approach to assessing the information impact of Australian IFRS. *Accounting & Finance*, 52(1), 187–212. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00388.x>
- Boubaker, S., Mansali, H., & Rjiba, H. (2014). Large controlling shareholders and stock price synchronicity. *Journal of Banking & Finance*, 40, 80–96. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.11.022>
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207–252. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2004.00136.x>
- Cahan, S., Lam, B. M., Li, L. Z., & Rahman, M. J. (2021). Information environment and stock price synchronicity: Evidence from auditor characteristics. *International Journal of Auditing*, 25(2), 332–350. <https://doi.org/10.1111/ijau.12221>
- Callen, J. L., & Fang, X. (2017). Crash risk and the auditor–client relationship. *Contemporary Accounting Research*, 34(3), 1715–1750. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12311>
- Campbell, J. Y., Lettau, M., Malkiel, B. G., & Xu, Y. (2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk. *The Journal of Finance*, 56(1), 1–43. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00318>
- Castro, F. H., & Santana, V. (2018). Informativeness of stock prices after IFRS adoption in Brazil. *Journal of Multinational Financial Management*, 47–48, 46–59. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2018.09.001>
- Chan, K., & Hameed, A. (2006). Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 80(1), 115–147. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.010>
- Chan, K., Hameed, A., & Kang, W. (2013). Stock price synchronicity and liquidity. *Journal of Financial Markets*, 16(3), 414–438. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2012.09.007>
- Charnes, A., Cooper, W. W., & Rhodes, E. (1978). Measuring the efficiency of decision making units. *European Journal of Operational Research*, 2(6), 429–444. [https://doi.org/10.1016/0377-2217\(78\)90138-8](https://doi.org/10.1016/0377-2217(78)90138-8)
- Cooper, W. W., Seiford, L. M., & Tone, K. (2002). *Data envelopment analysis: A comprehensive text with models, applications, references and DEA-solver software* (Vol. 2). Springer. <https://doi.org/10.1007/b109347>

- Cui, H., Chen, C., Zhang, Y., & Zhu, X. (2019). Managerial ability and stock price crash risk. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26(5), 532–554. <https://doi.org/10.1080/16081625.2019.1636662>
- Demerjian, P. R., Lev, B., & McVay, S. E. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229–1248. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1487>
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463–498. <https://doi.org/10.2308/accr-50318>
- Doriye, E. J. (2008). *Corporate governance and stock price synchronicity* [Ph.D. thesis]. University of Leeds. <https://etheses.whiterose.ac.uk/11311/>
- Farooq, O., & Ahmed, S. (2014). Stock price synchronicity and corporate governance mechanisms: Evidence from an emerging market. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 10(4), 395–409. <https://dx.doi.org/10.1504/IJAAPE.2014.066392>
- Figlioli, B., Lemes, S., & Lima, F. G. (2017). IFRS, synchronicity, and financial crisis: The dynamics of accounting information for the Brazilian capital market. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(75), 326–343. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201704450>
- Fu, J., Chen, X., Liu, Y., & Chen, R. (2022). Managerial ability and stock price synchronicity. *Research in International Business and Finance*, 60, 101606. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101606>
- Gan, X., & Hu, P. (2023). Managerial ability and stock price synchronicity. *Finance Research Letters*, 56, 104124. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104124>
- García-Meca, E., & García-Sánchez, I.-M. (2018). Does managerial ability influence the quality of financial reporting? *European Management Journal*, 36(4), 544–557. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2017.07.010>
- Garg, M., Khedmati, M., Meng, F., & Thoradeniya, P. (2022). Tax avoidance and stock price crash risk: Mitigating role of managerial ability. *International Journal of Managerial Finance*, 18(1), 1–27. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2020-0103>
- Ghafoor, Z., Ahmed, I., & Hassan, A. (2022). Audit committee characteristics, enterprise risk management and stock price synchronicity. *Managerial Auditing Journal*, 37(1), 69–101. <https://doi.org/10.1108/MAJ-12-2020-2942>

- Gong, Y., Yan, C., & Ho, K.-C. (2021). The effect of managerial ability on corporate social responsibility and firm value in the energy industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(2), 581–594. <https://doi.org/10.1002/csr.2070>
- Gujarati, D. N. (2014). *Econometrics by example* (2nd ed.). Palgrave Macmillan.
- Gul, F. A., Kim, J.-B., & Qiu, A. A. (2010). Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 425–442. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.11.005>
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 42, 262–274. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.048>
- Haider, I., Singh, H., & Sultana, N. (2021). Managerial ability and accounting conservatism. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 17(1), 100242. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100242>
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 46(6), 1251–1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R², and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.003>
- Inam Bhutta, A., Sheikh, M. F., Munir, A., Naz, A., & Saif, I. (2021). Managerial ability and firm performance: Evidence from an emerging market. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1879449. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1879449>
- Ji, Y.-B., & Lee, C. (2010). Data envelopment analysis. *The Stata Journal*, 10(2), 267–280. <https://doi.org/10.1177/1536867X1001000207>
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R² around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257–292. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.11.003>
- Kim, J.-B., & Shi, H. (2012). IFRS reporting, firm-specific information flows, and institutional environments: International evidence. *Review of Accounting Studies*, 17(3), 474–517. <https://doi.org/10.1007/s11142-012-9190-y>
- Kitagawa, G. (2017). Information criteria for statistical modeling in data-rich era. In L. H. Anh, L. S. Dong, V. Kreinovich, & N. N. Thach (Eds.), *Econometrics for financial applications* (Vol. 760). Springer Cham. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-73150-6>

- Koester, A., Shevlin, T., & Wangerin, D. (2016). The role of managerial ability in corporate tax avoidance. *Management Science*, 63(10), 3285–3310. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2016.2510>
- Lee, C.-C., Wang, C.-W., Chiu, W.-C., & Tien, T.-S. (2018). Managerial ability and corporate investment opportunity. *International Review of Financial Analysis*, 57, 65–76. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.02.007>
- Lee, J., Kim, S., & Kim, E. (2023). The effect of managerial ability on voluntary disclosure of carbon emissions. *Borsa Istanbul Review*, 23(3), 685–695. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.01.008>
- Liu, J., & Lei, D. (2021). Managerial ability and stock price crash risk – The role of managerial overconfidence. *Review of Accounting and Finance*, 20(2), 167–193. <https://doi.org/10.1108/RAF-05-2020-0111>
- Mann, P. S., & Lacke, C. J. I. S. (2010). *Introductory statistics*. John Wiley & Sons, INC.
- [Meligy, M. M. A. (2019). Measuring the impact of managerial ability on the quality of financial reporting and the stock price crash risk: An empirical study on listed firms in the Egyptian stock exchange. *Majallat Al-Iskandarīyah lil-Buḥūth Al-Muḥāsabīyah*, 3(3), 293–379. (in Arabic)] <https://dx.doi.org/10.21608/aljalexu.2019.56637>
- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 215–260. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00071-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00071-4)
- Park, J., Ko, C. Y., Jung, H., & Lee, Y.-S. (2016). Managerial ability and tax avoidance: Evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(4), 449–477. <https://doi.org/10.1080/16081625.2015.1017590>
- Park, S. Y., & Jung, H. (2017). The effect of managerial ability on future stock price crash risk: Evidence from Korea. *Sustainability*, 9(12), 2334. <https://doi.org/10.3390/su9122334>
- Piotroski, J. D., & Roulstone, D. T. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *The Accounting Review*, 79(4), 1119–1151. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.1119>

- Pradhana, S. (2014). *IFRS adoption and stock price informativeness in emerging markets* [Master's thesis]. Tilburg University. <https://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=134251>
- Roll, R. (1988). R². *The Journal of Finance*, 43(3), 541–566. <https://doi.org/10.2307/2328183>
- Rosmianingrum, D. A., Mohammed, N. F., Bujang, I., & Leo, L. (2023). IFRS adoption, stock price synchronicity and firm-specific information in Indonesia stock market. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2170520. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2170520>
- Ryu, D., Webb, R. I., & Yu, J. (2024). Stock price synchronicity and market liquidity: The role of funding liquidity. *Finance Research Letters*, 61, 105051. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105051>
- Santana, V. D. F. (2015). *IFRS adoption, stock price synchronicity and volatility* [Master's thesis]. Universidade de São Paulo. São Paulo. <https://doi.org/10.11606/D.12.2015.tde-30032015-143815>
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, 73(4), 459–474. <https://www.jstor.org/stable/248186>
- Song, L. (2015). Accounting disclosure, stock price synchronicity and stock crash risk: An emerging-market perspective. *International Journal of Accounting & Information Management*, 23(4), 349–363. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2015-0007>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Susanto, A. D., & Robiyanto, R. (2020). Corporate governance structure and stock price synchronicity. *Jurnal Organisasi dan Manajemen*, 16(2), 114–128. <https://doi.org/10.33830/jom.v16i2.967.2020>
- Tiron-Tudor, A. (2019). Accounting quality and stock price informativeness: A cross-country study. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 32(1), 2481–2499. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1650655>
- Verbeek, M. (2017). *A guide to modern econometrics* (5th ed.). John Wiley & Sons.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)

- Wang, W., Cheng, S., Nahar, S., Alhaleh, S. E. A., & Wang, H. (2022). Does mixed-ownership reform restrain stock price synchronicity? Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, 73, 390–404. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2021.11.003>
- Wooldridge, J. M. (2018). *Introductory econometrics: A modern approach* (7th ed.). Cengage Learning, Inc.
- Xu, D., Huang, J., Ren, X., & Ye, M. (2024). ESG report textual similarity and stock price synchronicity: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 85, 102343. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2024.102343>
- Yang, J. (2023). Financial stabilization policy, market sentiment, and stock market returns. *Finance Research Letters*, 52, 103379. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103379>
- Zhang, Y., He, J., He, M., & Li, S. (2023). Geopolitical risk and stock market volatility: A global perspective. *Finance Research Letters*, 53, 103620. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103620>
- Zhao, Q., Gao, J., & Wang, S. (2016). Literature review on the relationship between managerial ability and real earnings management. In *2016 13th International Conference on Service Systems and Service Management (ICSSSM)* (pp. 1–4). IEEE. <https://doi.org/10.1109/ICSSSM.2016.7538509>
- Zhou, T., & Yao, G. (2024). Institutional investor distraction and stock price synchronicity. *Accounting & Finance*, 65(2), 1888–1907. <https://doi.org/10.1111/acfi.13393>

حميده محمد عبدالمجيد، أستاذ المحاسبة بكلية التجارة
جامعة الأزهر منذ عام 2021، ويعمل حالياً بكلية الأعمال
جامعة الملك خالد، وكلية التجارة جامعة الأزهر، وتتركز
اهتماماته البحثية على المحاسبة المالية.
(hemeda@kku.edu.sa) (hemeda@azhar.edu.eg).