

تأثير خصائص مجلس الادارة على سيولة سوق الأسهم: نظرة من سوق تداول السعودية

د. عبدالرحمن سعد حسن القحطاني قسم المحاسبة، كلية إدارة الأعمال جامعة نجران

asalsafran@nu.edu.sa

تاريخ النشر: 2024/07/20

تاريخ القبول: 2024/03/09

تاريخ الاستلام: 2024/01/21

الملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة تأثير خصائص مجلس الإدارة على سيولة أسهم الشركات غير المالية المدرجة في سوق "تداول" السعودية خلال الفترة من 2014 إلى 2021. تم تطبيق نموذج الانحدار بالتأثيرات الثابتة لتحليل عينة شملت 82 شركة غير مالية مدرجة، مع التركيز على قياس تأثير مختلف سمات مجلس الإدارة على سيولة الأسهم. لمعالجة التباين الداخلي، استخدم كل من نموذج الانحدار المتعدد المراحل (2SLS) ونماذج البنية المتأخرة. أظهرت نتائج الدراسة أن عوامل مثل تكرار اجتماعات مجلس الإدارة، مستوى حضور أعضاء المجلس، التنوع الجنسي والأجنبي في المجلس، وعدد اللجان الفرعية للمجلس، لها تأثير إيجابي على سيولة الأسهم. عند فحص النتائج باستخدام نموذج 2SLS ونماذج البنية المتأخرة، أكد على ثبات النتائج ومقاومتها للتباين الداخلي. تسلط هذه الدراسة الضوء على أهمية خصائص مجلس الإدارة الابتكارية في تحسين سيولة الأسهم، ما يحمل دلالات مهمة للمستثمرين، أعضاء مجلس الإدارة، وصانعي السياسات. تُعد هذه الدراسة الأولى من نوعها التي تستكشف تأثيرات خصائص مجلس الإدارة الابتكارية - مثل التنوع الأجنبي للمجلس، وحضور أعضاء المجلس، وعدد اللجان الفرعية - على سيولة الأسهم، وعلى حد علم الباحث لم يُدرس هذا الجانب بشكل مفصل في الأدبيات السابقة فيما يتعلق بسيولة الأسهم.

الكلمات المفتاحية: سيولة الأسهم، خصائص مجلس الإدارة، الشركات غير المالية، حوكمة الشركات

Abstract

This research aims to investigate the impact of board characteristics on the stock liquidity of non-financial companies listed on the Saudi Stock Exchange "Tadawul" during the period from 2014 to 2021. A fixed-effects regression model was employed to analyze a sample comprising 82 listed non-financial companies, focusing on assessing the influence of various board attributes on stock liquidity. To address internal variance, both the Two-Stage Least Squares (2SLS) regression model and lagged structure models were utilized. The findings revealed that factors such as the frequency of board meetings, the level of board member attendance, gender and foreign diversity within the board, and the number of board subcommittees positively affect stock liquidity. When examining the results using the 2SLS model and lagged structure models, the robustness and internal variance resistance of the findings were affirmed. This study highlights the significance of innovative board characteristics in enhancing stock liquidity, bearing important implications for investors, board members, and policy-makers. It is the first of its kind to explore the effects of innovative board characteristics - such as foreign board diversity, board member attendance, and the number of subcommittees - on stock liquidity, and to the researcher's knowledge, this aspect has not been detailed in prior literature regarding stock liquidity.

Keywords: Stock liquidity, Board characteristics, Non-financial companies, Corporate governance

1. المقدمة

في العقود الأخيرة، شهد مفهوم سيولة الأسهم جدلاً متزايداً في الدراسات الخاصة بالأوراق المالية، وقد تعاضمت أهميته عقب الأزمة المالية العالمية الأخيرة (Amihud and Levi, 2023). تسعى الشركات جاهدة لتعزيز سيولة أسهمها والابتعاد عن التحديات التي قد تُضعف هذه السيولة (Enow, 2023). تكتسب السيولة أهمية محورية إذ إن الشركات تسعى وتعتمد على إصدار الأسهم لجمع الأموال، وتبرز الأسهم ذات السيولة العالية كأكثر جاذبية للمستثمرين والمضاربين (Naik and Reddy, 2021). من جهة أخرى، يتوقع المستثمرون عوائد مالية أعلى مقابل امتلاك الأوراق المالية الأقل سيولة، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع التكلفة على الشركات (Belkhir et al., 2020). ويُفضل المستثمرون بشكل عام الأوراق المالية السائلة عن غيرها لإمكانية تداولها بشكل مجهول (Chung et al., 2010).

تُعد العلاقة بين سيولة الأسهم والخصائص الإدارية لحوكمة الشركات من المواضيع التي حظيت باهتمام واسع في الأدبيات البحثية. في هذا السياق، تبرز الشفافية والافصاح كأداة رئيسية في تشكيل هذه العلاقة، كما أشارت الدراسات السابقة على سبيل المثال (Naik and Reddy (2021), An et al (2020). ومع ذلك، تميل معظم الأبحاث التي تناولت هذه العلاقة إلى التركيز على الأسواق المتقدمة، مما يجعل من الصعب تعميم نتائجها على السياق السعودي كدولة نامية نظراً للاختلافات الثقافية والاقتصادية والتنظيمية، فضلاً عن مرحلة تطور سوق رأس المال في المملكة مقارنة بالدول المتقدمة (Alam, 2020). إضافة إلى ذلك، تتسم الغالبية العظمى من الشركات في المملكة العربية السعودية بأنها عائلية (Khoja, 2023). هذا التميز في هيكل الملكية قد يفضي إلى نشوء علاقات مختلفة بين آليات حوكمة الشركات وسيولة الأسهم (Bebchuk and Weisbach, 2010). ويرتبط هذا الأمر، جزئياً، بميل بعض الشركات العائلية إلى استغلال المساهمين الأقلية في فرض سلطتهم وقراراتهم (Lei et al., 2013).

في حين أن بعض الأبحاث قد سلطت الضوء على استكشاف العلاقة بين سيولة الأسهم وحوكمة الشركات في الأسواق الناشئة (مثلاً، UTAMI et al (2020). Ali et al (2022). Hermiyetti et al (2023)). فإن تلك الدراسات قد واجهت قيوداً تتمثل في استخدام أطر زمنية قصيرة، عينات محدودة الحجم، واعتمادها على عدد محدود من مقاييس سيولة الأسهم، مما يؤثر على إمكانية تعميم نتائجها (Hussain et al., 2021). على سبيل المثال، استخدم Biswas (2020) بيانات مقطعية فقط، بينما تعاني دراسة Ali et al. (2022) من محدودية في الإطار الزمني (2016-2018)، واقتصرت دراسة Prommin et al. (2014) على تحليل 100 شركة فقط خلال فترة قصيرة (2006-2009).

تقدم هذه الدراسة إسهامات هامة في مجال الأبحاث المتعلقة بالعلاقة بين حوكمة الشركات وسيولة الأسهم، حيث تركز بشكل خاص على أهمية خصائص مجلس الإدارة غير التقليدية. وفقاً لأحدث المعلومات المتوفرة للباحث، تعد هذه الدراسة الأولى في تناولها التجريبي للعلاقة بين عدة عوامل مثل معدل حضور أعضاء مجلس الإدارة، وعدد اللجان الفرعية لمجلس الإدارة، وتنوع الجنسيات في المجلس، ومكافآت أعضاء المجلس، وتأثيرها على سيولة الأسهم. ما

يمكن أن يقدم رؤى جديدة ذات قيمة في مجال حوكمة الشركات، خاصة من منظور اقتصادي لدولة نامية مثل المملكة العربية السعودية. ومن الناحية المنهجية، تستخدم الدراسة نموذجين اقتصاديين متقدمين لتحليل البيانات، وهما نموذج المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2SLS) والنموذج ذو البنية الزمنية (lagged structure)، لمعالجة مسائل الاندوجينية (endogeneity) ولضمان متانة النتائج. هذه الأساليب تعزز موثوقية الدراسة وتسهم في توفير فهم أعمق وأكثر دقة للديناميكيات المعقدة بين حوكمة الشركات وسيولة الأسهم.

2. الأدبيات السابقة

تُسلط نظرية الوكالة الضوء على إشكالية المعلومات غير المتماثلة في المنظمات المعاصرة، حيث تكون المعلومات في حوزة الإدارة (المدراء) أكثر مما هي متاحة لأصحاب المصالح الأخرى (المساهمين) (Shapiro, 2005). هذه الفجوة المتنامية في المعلومات بين المطلعين وغير المطلعين داخل الشركة تزيد من مخاطر استغلال الإدارة للموارد لمصلحتها الخاصة. بالإضافة إلى ذلك، تؤدي مشكلة المعلومات غير المتماثلة إلى تفاقم مشكلة الخطورة الأخلاقية، مما يؤدي إلى تراجع جاذبية الاستثمار في السوق، الأمر الذي يزيد من الضغوط على سيولة الأسهم (Lambert et al., 2012). ولمواجهة تحديات المعلومات غير المتماثلة ولحماية مصالح المساهمين، تبرز الحاجة الماسة لآليات حوكمة فعالة تعمل على مراقبة سلوكيات الإدارة والحد من إمكانية استغلالها للمعلومات الداخلية (Lambert et al., 2012).

تُساهم آليات الحوكمة الجيدة في تقليص الفجوة بين الإدارة والمستثمرين، وبالتالي تخفيض مخاطر الاختيار السلبي والخطورة الأخلاقية (Iliev et al., 2021). وفقاً لـ Fama and Jensen (1983)، تتفوق مجالس الإدارة التي تتميز بقوة في اتخاذ القرارات على تحديات المعلومات غير المتماثلة. الآليات الفعالة للحوكمة، مثل استقلالية المجلس وتواجد المديرين غير التنفيذيين، تعزز الشفافية في المعلومات (Glosten and Milgrom, 1985). هذه الشفافية تحفز المدراء على الكشف عن مزيد من المعلومات المالية الداخلية، مما يساعد المستثمرين على تكوين تصور موحد حول الشركة، وبالتالي يقلل من السلوك المضار بين على شراء الاسهم، مما ينعكس على بالإيجاب على مشكلة الاختيار السلبي لنوع السهم. نتيجة لذلك، تُصبح الشركات الأكثر شفافية أكثر جاذبية للمستثمرين، ما يزيد من سيولتها في السوق (Beekes and Brown, 2013). توفر الأدبيات التجريبية أدلة تشير إلى أن تحسين الحوكمة يؤدي إلى انخفاض المعلومات غير المتماثلة، مما يسهم بدوره في تعزيز سيولة الأسهم (Ali et al., 2017).

2.1. اجتماعات مجلس الإدارة وسيولة الأسهم

في الأدبيات النظرية، تُبرز العلاقة بين تكرار اجتماعات مجلس الإدارة وبقظة المجلس جدلاً مستمراً. يُشير بعض الباحثين، مثل Zhang et al (2007)، إلى أن زيادة عدد الاجتماعات تعزز من فعالية مراقبة الإدارة، حيث توفر الاجتماعات المنتظمة الوقت الكافي للتخطيط واتخاذ القرارات. وفي سياق تجريبي، قام Foo and Zain (2010)

بدراسة هذه العلاقة في السوق الماليزية، حيث وجدوا أن تكرار اجتماعات مجلس الإدارة يُسهم إيجابياً في سيولة الأسهم. ومع ذلك، تواجه هذه الدراسة قيوداً تتمثل في استخدام بيانات مقطعية ومدة زمنية قصيرة، مما يدعو إلى إجراء دراسات أعمق. من ناحية أخرى، يُشير إلى أن تزايد تكرار اجتماعات مجلس الإدارة قد يؤدي إلى زيادة التكاليف واستهلاك وقت المديرين التنفيذيين في مناقشة مسائل روتينية، مما يؤدي إلى فوائد محدودة وإهدار للوقت (Vafeas, 1999). يُلاحظ (Jensen 1994) أن معظم وقت الاجتماعات يُخصص لمناقشة جدول أعمال يضعه الرئيس التنفيذي، دون إعطاء الأولوية لأراء وأفكار الأعضاء الخارجيين.

ونظراً لعدم وجود نتائج قاطعة في الأدبيات النظرية حول تأثير اجتماعات مجلس الإدارة على فاعلية المجلس، والنقص في الدراسات التجريبية الشاملة، تبرز فجوة بحثية تستلزم المزيد من الدراسة. تُشير التوقعات إلى أن الاجتماعات المتكررة قد تُحسن وظيفة الرقابة لدى المجلس، مما يُساعد في التخفيف من مشكلات الوكالة، ونتيجة لذلك، قد يُقدم المستثمرون سيولة أكبر لأسهم الشركات التي تعقد اجتماعات مجلس الإدارة بشكل متكرر. لذلك تُصاغ هذه العلاقة في الفرضية التالية:

الفرضية الأولى: تؤثر اجتماعات مجلس الإدارة إيجاباً على سيولة الأسهم.

2.2. لجان مجلس الإدارة وسيولة الأسهم

تُعد لجان مجلس الإدارة عنصراً هاماً في الشركات، حيث تُسهم في تعزيز مصداقية وفعالية المجلس (Pucheta-Martínez et al., 2021). وذلك لأن هذه اللجان تزيد من التنسيق والتواصل داخل مجالس الإدارة (Lee, 2020). وتُعد اللجان الفرعية مهمة لأنها تنفذ وتساعد في أداء وظيفة الرقابة لمجالس الشركات (Rezaee, 2008). وفقاً (Chen and Wu, 2016) قد تُنشأ اللجان لتنفيذ وظائف مجلس الإدارة مثل تعيين المديرين، تحديد أجورهم، ومراجعة التقارير المالية، مما يوفر الوقت الثمين لمجلس الإدارة ويحسن بالتالي من فعالية المجالس.

ومع ذلك، قد يؤدي إنشاء لجان مجلس الإدارة إلى زيادة الأعباء المالية على الشركة ورفع التكاليف الإجمالية (Chen and Wu, 2016) ويُشير (Harrison 1987) إلى أن الإدارة غالباً ما تُنشئ هذه اللجان فقط لتبرير جهودها في تحسين الحوكمة دون الاهتمام بفعاليتها. علاوة على ذلك، قد تزداد تعقيدات قرارات مجلس الإدارة مع إنشاء عدد كبير من اللجان (Doucouliagos et al., 2007). لذلك، لم تتمكن الأدبيات النظرية المتاحة من تطوير اتفاق موحد حول ما إذا كانت اللجان الفرعية تعزز أو تضعف فعالية المجلس. بالإضافة إلى ذلك، يحفز نقص الأدبيات التجريبية على فحص تأثير عدد لجان مجلس الإدارة على سيولة الأسهم. تم تطوير الفرضية التالية استناداً إلى التوقع بأن عدد لجان مجلس الإدارة يُعزز فعالية المجلس ويؤدي إلى زيادة سيولة الأسهم.

الفرضية الثانية: عدد لجان مجلس الإدارة له تأثير إيجابي على سيولة الأسهم.

2.3. حضور أعضاء مجلس الإدارة في الاجتماعات وسيولة الأسهم

يعد مستوى حضور أعضاء مجلس الإدارة (حضور الاجتماعات) مقياساً لحيويتهم ونزاهتهم تجاه الشركة. فعلى سبيل المثال، يُلاحظ أن أعضاء مجلس الإدارة من النساء يحضرون الاجتماعات بشكل منتظم أكثر، كما يعملون على ضمان حضور زملائهم الرجال، مما يجعلهم مراقبين أكثر يقظة (Adams and Ferreira, 2009). كما ترتفع فاعلية المجلس مع ارتفاع مستوى حضور أعضائه (Tabassum and Singh, 2020). ويؤكد Maitlis (2004) أن حضور الرئيس التنفيذي في اجتماعات مجلس الإدارة يحسن عملية اتخاذ القرارات. استناداً إلى مراجعة الأدبيات النظرية المتاحة، تستنتج هذه الدراسة أن مستوى حضور أعضاء مجلس الإدارة المرتفع في اجتماعات مجلس الإدارة يساهم في التغلب على مشكلة عدم التكافؤ في المعلومات بين الإدارة والمساهمين، مما يحسن فاعلية المجلس. وهذا بدوره يجذب المستثمرين للاستثمار في أسهم الشركة وبالتالي يؤثر إيجاباً على سيولة الأسهم. ويمكن صياغة هذه العلاقة في الفرضية التالية:

الفرضية الثالثة: مستوى حضور أعضاء مجلس الإدارة في اجتماعات مجلس الإدارة له تأثير إيجابي على سيولة الأسهم.

2.4. تعويض أعضاء مجلس الإدارة وسيولة الأسهم

ترى نظرية الوكالة أن مكافأة أعضاء مجلس الإدارة بشكل مناسب تحفزهم على السعي بصدق وفاعلية إلى تعظيم ثروة المساهمين (Lemma et al., 2021). ويؤكد Razak (2014) أن تعويضات أعضاء مجلس الإدارة تلعب دوراً رئيسياً في تحسين حوكمة الشركات، حيث تجذب التعويضات الأعلى مدراء أكفاء وقادرين، مما يلعبون دوراً بارزاً في جعل المجالس فعالة. كما يحفز التعويض أعضاء المجلس على أداء واجباتهم بطريقة لائقة (Mumu et al., 2021). ووفقاً لـ Doucouliagos et al. (2007) فإن التعويضات تستخدم لإرضاء مصلحة أصحاب الأسهم ومكافأة لإنتاجيتهم. وبالتالي، يمكننا استنتاج أن التعويضات تحسن فاعلية المجلس.

ومع ذلك، يذكر Macey and O'hara (2003) أن المساهمين يكرهون التعويضات العالية، عندما لا تكون مرتبطة بهدف تعظيم ثروة المساهمين أو عندما يسعى المدراء لتحقيق منافع شخصية، حيث تؤدي إلى تكلفة عليهم دون زيادة في أرباحهم. كما قد يتعرض المدراء للمقاضاة القانونية بسبب عدم توزيع الأرباح وتوجيه أرباح الشركة نحو أنفسهم في شكل تعويضات (Razak, 2014). وهذا من شأنه تثبيط المستثمرين عن الاستثمار في الشركة وبالتالي ستتأثر سيولة الأسهم سلباً. تفتقر الأدبيات النظرية المتاحة حول تعويضات أعضاء مجلس الإدارة وتحسين الحوكمة إلى تقديم

أدلة قاطعة، سواء كانت تعويضات المدراء تحسن أو تضعف فاعلية المجلس. كما لم يتم العثور على دراسة تفحص تجريبياً تأثير تعويضات أعضاء مجلس الإدارة على سيولة الأسهم، وبالتالي تترك فجوة كبيرة لهذه الدراسة. لذلك، تم تطوير الفرضية التالية لاستكشاف هذه العلاقة، وإيجاد الرابط بين تعويضات أعضاء مجلس الإدارة وسيولة الأسهم.

الفرضية الرابعة: تعويضات أعضاء مجلس الإدارة تؤثر على سيولة الأسهم.

2.5. تمثيل النساء في مجلس الإدارة وسيولة الأسهم

يعزز وجود تمثيل للنساء في مجلس الإدارة (تمثيل النساء) من مستوى حوكمة الشركات، إذ تزيد السيدات من فاعلية المجلس (Adams and Ferreira, 2009). وتتميز السيدات في مجالس الإدارة عادةً بزيادة الحيطة، وبالتالي يرفع وجودهن من وظيفة الرقابة للمجلس (Ahmed and Ali, 2017). وعلى الصعيد التجريبي، قام Ye et al. (2021) بدراسة العلاقة في الصين ووجدوا علاقة إيجابية. ومع ذلك، يتأثر تأثير تمثيل النساء على فاعلية المجلس بمستوى المنافسة في السوق، حيث تميل السيدات إلى العزوف عن المخاطرة أكثر في البيئات التنافسية، مما يبطئ عملية اتخاذ القرار (Smith et al., 2006). وبالتالي يضعف مستوى الحوكمة. وهذا من شأنه أن يؤثر سلباً على سيولة الأسهم. وتهدف هذه الدراسة إلى فهم هذه العلاقة في المملكة نظراً لاختلاف بيئة الأعمال وسيطرة الذكور على المجتمع (Almagoushi, 2018). كما أن معظم الشركات السعودية مملوكة عائلياً (Hassan Bazhair and Naif, 2022). استناداً إلى مراجعة الأدبيات النظرية والعملية المتاحة، يُتوقع أن يزيد تمثيل النساء في مجلس الإدارة من مستوى الرقابة والاستقلالية لمجالس الإدارة السعودية، وبالتالي يؤثر إيجاباً على سيولة الأسهم. ويمكن صياغة هذه العلاقة في الفرضية التالية:

الفرضية الخامسة: تمثيل النساء في مجلس الإدارة له تأثير إيجابي على سيولة الأسهم.

2.6. تمثيل الأجانب في مجلس الإدارة وسيولة الأسهم

تشير الأدبيات النظرية إلى أن وجود تمثيل للأجانب في مجلس الإدارة يحسن من فاعلية المجلس. فمن خلال خبرتهم العالمية والمعارف المتنوعة، يفيد الأعضاء الأجانب مجالس الإدارة بتوسيع نطاق قدراتهم الفنية وحزمهم في اتخاذ القرارات (Estélyi and Nisar, 2016). ومع ذلك، تواجه مجالس الإدارة المتنوعة ثقافياً تعقيدات سوء الفهم وسوء التواصل والارتباك وفقدان الثقة والتعاون (Anderson et al., 2011). وبالتالي تتدهور فاعلية مجلس الإدارة. استناداً إلى مراجعة الأدبيات النظرية، لم تتمكن الدراسة من العثور على رابط واضح بين تمثيل الأجانب وفاعلية المجلس، وفي النهاية سيولة الأسهم. تتوقع الدراسة أن وجود مدراء أجانب في مجالس الإدارة لشركات السعودية قد يحسن

فاعليتها، مما يخفف من مشكلة عدم التكافؤ في المعلومات. وبالتالي، ستتأثر سيولة الأسهم إيجاباً. ويمكن صياغة هذه العلاقة في الفرضية التالية:

الفرضية السادسة: تمثيل الأجانب في مجلس الإدارة له تأثير إيجابي على سيولة الأسهم.

3. منهجية الدراسة

يتمثل الهدف الأساسي لهذا البحث في التحقيق في كيفية تأثير خصائص مجلس الإدارة على سيولة الأسهم للشركات غير المالية المدرجة بالبورصة السعودية. يعزز هذا التوجه البحثي اختيار السوق السعودية كحالة دراسية نموذجية لعدة عوامل محورية. يتضمن ذلك، أولاً، التحديات المتعلقة بالعلاقة بين المساهمين الرئيسيين والأقلية في الشركات ذات الملكية العائلية بالمملكة، والتي تمثل صورة من صور مشكلة الوكالة. بالتزامن مع ذلك، تبنت المملكة العربية السعودية النموذج الأنجلو-أمريكي لحوكمة الشركات، الذي يهدف إلى التقليل من تأثير مشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين. ينجم عن ذلك تساؤل حول مدى فاعلية هذا النموذج في معالجة هذه الإشكالية ضمن السياق السعودي. ثانيًا، تتسم آليات حوكمة الشركات وبنية السوق في الاقتصادات الناشئة بالضعف وتختلف بشكل ملحوظ عن نظيرتها في الاقتصادات المتطورة. هذا يطرح التساؤل حول إمكانية أن يكون تبني نموذج حوكمة الشركات غير المناسب قادرًا على التخفيف من مشكلة الوكالة في البيئة السعودية. ثالثًا، يتمثل أحد الجوانب البارزة في الاهتمام المتزايد الذي يوليه صانعو السياسات على المستوى الكلي لتحسين بيئة الحوكمة في المملكة، ما يتضح من خلال المراجعة الدورية لمدونة قواعد حوكمة الشركات مرتين في العقد الواحد. وعليه، يصبح من الضروري دراسة مدى فعالية هذه الآليات في مواجهة وتخفيف مشكلة الوكالة ضمن هذا السياق.

تتألف عينة الدراسة من جميع الشركات غير المالية المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول) خلال الفترة من 2014 إلى 2021. تم تحديد الشركات المشمولة في العينة وفقًا لمجموعة من المعايير المحددة، حيث يُشترط توافر البيانات المالية الكاملة للشركة، وبيانات سيولة الأسهم، ومعلومات حول حوكمة الشركات خلال فترة الدراسة. بعد تطبيق هذه المعايير، شملت العينة النهائية 656 ملاحظة من 82 شركة غير مالية مدرجة، ممثلة لجميع الفئات الحجمية لشركات (صغيرة، متوسطة، كبيرة). تُعد فترة الدراسة مهمة لأنها تشمل الإصلاحات التي طُبقت في مدونة حوكمة الشركات السعودية في عامي 2014 و2018، مع توزيع متساوي للسنوات (أربع سنوات لكل فترة). استنادًا إلى الأدبيات المالية، مثل تلك المقدمة من Akbar et al (2013) وKhan and Rehman (2020)، تم استبعاد الشركات المالية من العينة نظرًا لخصائصها المالية الفريدة والبيئة التشغيلية والرقابية المختلفة التي تميزها. تم الحصول على البيانات اللازمة لدراسة العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة من مصادر متنوعة. على سبيل المثال، مواقع البنك المركزي السعودي وموقع بلومبرج وأرقام وموقع هيئة السوق السعودية (تداول) بينما تم الحصول على بيانات المتغيرات المتعلقة بحوكمة الشركات من تقارير الشركات السنوية.

في هذه الدراسة، تم اعتماد نموذج الانحدار بالأثر الثابت (Fixed-Effects Regression Model) لاستقصاء العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وسيولة الأسهم. الاختيار الدقيق لهذا النموذج يركز على قدرته في التعامل مع عدم التجانس غير المرئي بين الوحدات التحليلية (Khan and Rehman, 2020). يُعد هذا الجانب بالغ الأهمية في البحوث التي تتطلب النظر في تأثيرات متغيرة بشكل غير ملحوظ عبر الوقت أو عبر الشركات المختلفة (Akbar et al., 2013). بالإضافة إلى ذلك، يُستشهد بنتائج اختبار Hausman (2015) كدعم لاختيار نموذج الأثر الثابت. هذا الاختبار يُقدم دليلاً إحصائياً يُفيد بأن نموذج الأثر الثابت يتفوق في الدقة والملاءمة على نموذج الأثر العشوائي (Random Effects Model) للبيانات المستخدمة في هذا السياق. إذ يُمكن لنموذج الأثر الثابت أن يوفر تحليلاً أكثر دقة لتأثير خصائص مجلس الإدارة، مع الأخذ في الاعتبار التنوعات الخاصة بكل شركة عبر الفترة المدروسة.

متغير التبعية لهذه الدراسة هو سيولة الأسهم أو سيولة التداول، استخدمه هذه الدراسة مقياس عدد الأيام بلا عائد. حيث يعتمد هذا المقياس على نسبة الأيام التي شهدت عائداً صفرياً (يوم بلا عائد) إلى إجمالي أيام التداول خلال سنة. وقد استخدم (Lesmond et al., 1999) هذا المقياس لأول مرة لقياس سيولة الأسهم. الصيغة لحساب عدد الأيام بلا عائد هي كالتالي:

$$ZERO_{it} = \frac{ZR_{it}}{TD_{it}}$$

• ZR_{it} تمثل مجموع الأيام التي شهد فيها السهم عائداً صفرياً (يوم بلا عائد) خلال سنة معينة.

• TD_{it} تمثل مجموع كل أيام العمل (أيام التداول) خلال سنة معينة.

لتعزل تأثير خصائص مجلس الإدارة على سيولة الأسهم، تم تضمين أربع متغيرات تحكمية (ضابطة) على مستوى الشركة (أصول ملموسة، الرافعة المالية، تقلب العائد وحجم الشركة) (Prommin et al., 2014, Ali et al., 2017). حيث تدرس هذه الدراسة تأثير خصائص مجلس الإدارة على سيولة الأسهم من خلال ست فرضيات. تم استخدام نموذج الانحدار بالأثر الثابت بناءً على نتائج اختبار تحديد النموذج لـ Hausman (1978). الجدول رقم 1 يوضح طريقة قياس متغيرات الدراسة

$$Stock Liquidity = \alpha + BF_1 + BF_1 + \dots + \varepsilon_{it}$$

جدول 1 متغيرات الدراسة وطرق القياس

اسم المتغير	طريقة القياس
-------------	--------------

نسبة إجمالي قيمة المعاملات اليومية إلى إجمالي العوائد المطلقة للأسهم خلال سنة	نسبة السيولة
متغير صوري، يكون 1 إذا كان لدى الشركة مديرًا أجنبيًا في مجلس الإدارة و0 خلافًا لذلك.	تمثيل الأجانب في مجلس الإدارة
متغير صوري، يكون 1 إذا كانت لدى الشركة مديرًا أجنبيًا في مجلس الإدارة و0 خلافًا لذلك.	تمثيل النساء في مجلس الإدارة
عدد الاجتماعات الرسمية لمجلس الإدارة في السنة.	عدد اجتماعات مجلس الإدارة السنوية
متوسط نسبة حضور أعضاء مجلس الإدارة في الاجتماعات.	حضور أعضاء مجلس الإدارة
اللوغاريتم الطبيعي لمجموع المكافآت المالية المدفوعة لمجلس الإدارة في السنة.	المكافأة السنوية لمجلس الإدارة
العدد الإجمالي للجان الفرعية العاملة ضمن مجلس الإدارة.	عدد اللجان الفرعية لمجلس الإدارة
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة.	حجم الشركة
نسبة الأصول الثابتة الملموسة إلى إجمالي الأصول.	أصول ملموسة
نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي حقوق الملكية.	الرافعة المالية
الانحراف المعياري لعائدات الأسهم اليومية.	تقلب العائد

4. النتائج والمناقشة

4.1. الإحصائية الوصفية

يقدم الجدول 2 الإحصائيات الوصفية لسيولة الأسهم والمتغيرات الضابطة ومتغيرات حوكمة الشركات. بالنسبة لمقياس سيولة الأسهم، يبلغ متوسط نسبة السيولة 4.40. وبالنسبة لخصائص الشركة، يبلغ متوسط حجم الشركات العينة 9.73، ومتوسط نسبة الرافعة المالية 2.04، ومتوسط نسبة الأصول الملموسة الثابتة 46٪ بينما يبلغ متوسط تقلب العائد 4.60. وفيما يتعلق بمتغيرات حوكمة الشركات، فإن 26٪ من مجالس الإدارة متوسطة الوجود الأجنبي في مجلس الإدارة، و16٪ من المجالس متوسطة تمثيل النساء في مجلس الإدارة، ومتوسط حضور أعضاء مجلس الإدارة في اجتماعات المجلس 82٪، بينما يبلغ متوسط عدد اللجان الفرعية لمجلس الإدارة في الشركات العينة 1.97.

جدول 2: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	المتوسط	الوسيط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري
سيولة الاسهم	4.40	4.88	8.36	1.00	1.00
حجم الشركة	9.73	9.67	11.77	7.68	0.72

2.28	0.02	21.57	1.39	2.04	الرافعة المالية
0.25	0.00	0.99	0.46	0.46	الأصول الثابتة
8.32	0.00	213	03.07	4.60	تقلب العائد
1.34	0.00	1.00	0.00	0.26	تمثيل الأجانب في مجلس الإدارة
0.98	0.00	0.50	0.00	0.16	تمثيل النساء في مجلس الإدارة
2.98	2.00	35	5.00	06.01	عدد اجتماعات مجلس الإدارة السنوية
0.10	0.46	1.00	0.83	0.82	حضور أعضاء مجلس الإدارة
1.16	0.00	10.04	7.73	7.63	المكافأة السنوية لمجلس الإدارة
1.31	0.01	12.00	2.00	1.97	عدد اللجان الفرعية لمجلس الإدارة

4.2. تحليل الارتباط

يوضح الجدول 3 معاملات ارتباط بيرسون بين المتغيرات. تبين النتائج وجود ارتباطات عالية بين مقياس المتغير التابع (سيولة الأسهم). يعلو الارتباط بين المتغير التابع مع بعض المتغيرات المستقلة. فعلى سبيل المثال، تظهر سيولة الأسهم ارتباطاً عالياً مع حجم الشركة، مما يعني أن أسهم الشركات الكبيرة تمتاز بسيولة أعلى. كما يرتبط تقلب العائد بشدة مع سيولة الأسهم، ولكن بعلاقة عكسية، أي أن سيولة الأسهم أعلى للشركات ذات التقلب المنخفض في العائد. لا تتجاوز قيمة الارتباط بين المتغيرات المستقلة حد القلق (threshold value) 0.8 درجة. وهو ما يعني عدم وجود مشكلة التعدد الخطي (multicollinearity) (Daoud, 2017).

جدول 3 نتائج اختبار الارتباط لبيرسون

المتغير	معامل ارتباط بيرسون
حجم الشركة	*0.349
الرافعة المالية	0022.-
الأصول الثابتة	*0.152
تقلب العائد	*0.217
تمثيل الأجانب في مجلس الإدارة	0.123-
تمثيل النساء في مجلس الإدارة	*0.245-
عدد اجتماعات مجلس الإدارة السنوية	0.028-

0.010	حضور أعضاء مجلس الإدارة
*0.007	المكافأة السنوية لمجلس الإدارة
*0.363	عدد اللجان الفرعية لمجلس الإدارة

4.3. النتائج الرئيسية

يوضح الجدول 4 نتائج نموذج الانحدار بالأثر الثابت (Fixed-Effects Regression Model)، حيث يتم قياس المتغير التابع (سيولة الأسهم) من خلال نسبة السيولة. يتم قياس انحدار المتغير التابع على المتغيرات المستقلة (خصائص مجلس الإدارة). يُظهر تحليل معامل التحديد ($adjusted R^2$) وإحصاءات F لنماذج الانحدار المقدر أن جميع المتغيرات المستقلة الستة تفسر أكثر من 89٪ من التباين في درجة السيولة؛ وتكون هذه الإحصاءات ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5.0٪.

الفرضية الأولى لهذه الدراسة تنبئ بوجود تأثير إيجابي لعدد اجتماعات مجلس الإدارة السنوية على سيولة أسهم الشركة. تُظهر النتائج التحليلية أن معامل الفرضية الأولى يحمل قيمة موجبة وذو دلالة إحصائية مهمة فيما يتعلق بسيولة الأسهم، ما يُشير إلى أن تكرار اجتماعات مجلس الإدارة يمتلك تأثيراً إيجابياً على سيولة الأسهم في الشركة. تتوافق نتائج الدراسة مع نتائج Foo and Zain (2010) وتدعم فكرة أن اجتماعات مجلس الإدارة يحسن فعالية مجلس الإدارة وبالتالي يؤثر بشكل إيجابي على سيولة الأسهم (Zhang et al., 2007). تقترح الفرضية الثانية لهذه الدراسة وجود علاقة إيجابية بين عدد اللجان الفرعية في مجالس الإدارة وسيولة أسهم الشركات. تُشير النتائج التحليلية إلى أن معامل هذه الفرضية يكتسب قيمة موجبة مع أهمية إحصائية، ما يُعزز الفهم بأن زيادة عدد اللجان الفرعية قد يُسهم في تحسين فعالية مجالس الإدارة. الدعم التجريبي الذي توفره هذه النتائج يتسق مع الأدبيات النظرية القائلة بأن زيادة عدد اللجان الفرعية يمكن أن يؤدي إلى تحسين سيولة الأسهم (Hussain et al., 2023). يُفسر هذا التحسين بأنه نتيجة لزيادة الكفاءة في الرقابة والإدارة داخل الشركة، مما يُعطي المستثمرين ثقة أكبر في الحوكمة والإدارة السليمة للشركة (Grimminger, 2011).

تعتمد الفرضية الثالثة لهذه الدراسة على الافتراض بوجود علاقة إيجابية بين مستوى حضور أعضاء مجلس الإدارة وسيولة أسهم الشركات. تُظهر نتائج التحليل أن المعامل المتعلق بهذه الفرضية يحمل قيمة موجبة ذات دلالة إحصائية مهمة، ما يُشير إلى تأثير إيجابي لحضور أعضاء مجلس الإدارة على سيولة أسهم الشركة. وتؤكد هذه النتائج الفرضية المستندة إلى الأدبيات النظرية القائلة بأن الحضور الفعال لأعضاء مجلس الإدارة يُعزز من جودة الرقابة والإشراف التي يقوم بها المجلس. هذا التحسين في الرقابة يُترجم إلى تأثير إيجابي على سيولة الأسهم، وذلك من خلال زيادة ثقة المستثمرين في إدارة الشركة وفي صحة وشفافية المعلومات المقدمة (Tabassum and Singh, 2020). تُقدم الفرضية الرابعة في هذه الدراسة افتراضاً ينص على أن تعويضات أعضاء مجلس الإدارة تؤثر على سيولة أسهم الشركات. تُظهر النتائج التحليلية أن معامل التعويضات يتخذ قيمة موجبة؛ ومع ذلك، لا يُظهر أهمية إحصائية فيما يتعلق

بمقياس سيولة الأسهم. وفقًا لهذه النتائج، يتم رفض الفرضية الصفرية التي تقترح أن لتعويضات مجلس الإدارة تأثير مباشر على سيولة أسهم الشركة. تُشير الأدلة التجريبية المتاحة إلى أن المستثمرين في السوق السعودي قد لا يُولون أهمية كبرى لتعويضات أعضاء مجلس الإدارة. هذا السلوك يمكن تفسيره جزئيًا بخصوصية الشركات العائلية في المملكة، حيث، كما يشير Barde and Zik-Rullahi (2020)، يُظهر معظم المديرين الداخليين استعدادًا للعمل بجد لتحسين فعالية مجلس الإدارة، وذلك بغض النظر عن تعويضاتهم.

تطرح الفرضية الخامسة في هذا البحث فكرة وجود علاقة إيجابية بين تنوع الجنس في مجلس الإدارة وسيولة أسهم الشركات. تُشير نتائج التحليل إلى أن وجود تنوع جنسي في مجلس الإدارة يُسهم بشكل ملحوظ وذو أهمية إحصائية في تحسين سيولة الأسهم. تتوافق هذه النتائج مع الأدبيات البحثية السابقة، بما في ذلك الدراسة التي أجراها Ahmed and Ali (2017)، التي أظهرت وجود علاقة إيجابية بين تنوع الجنس في مجلس الإدارة وسيولة الأسهم. يُمكن تفسير هذه العلاقة بأن وجود تنوع جنسي أوسع ضمن مجلس الإدارة يُعزز من جودة عملية اتخاذ القرار والرقابة، مما يُنعكس إيجابًا على ثقة المستثمرين وسيولة الأسهم في السوق. تنص الفرضية السادسة على أن وجود أعضاء أجنبي في مجلس الإدارة يؤثر بشكل إيجابي على سيولة أسهم الشركة. وقد أكدت نتائج التحليل هذه الفرضية، حيث جاءت النتيجة موجبة وإحصائيًا مهمة لسيولة الأسهم، تتماشى نتائج الدراسة مع المنطق النظري القائل بأن تعزيز التنوع الثقافي لمجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين فعاليته. وتكمن الفائدة الأساسية في المعرفة والخبرة الإقليمية والدولية التي يجلبها المديرون الأجانب، مما يساعد مجلس الإدارة على اتخاذ قرارات أكثر استنارة وتقديم إشراف أكثر فعالية على الإدارة التنفيذية. وبالتالي، يمكن أن يؤدي التنوع الأجنبي لمجلس الإدارة إلى تحسين الأداء المالي للشركة وتحقيق نتائج إيجابية للمستثمرين، مما يعزز الطلب على الأسهم ويحسن سيولة التداول (Maznevski, 1994).

4. التباين الداخلي

لتقييم مدى قدرة نتائج نموذج التأثيرات الثابتة على الصمود أمام مشكلة التباين (Endogeneity)، استخدمت الدراسة كلاً من نموذج اختبار المتغير متعدد المراحل (2SLS) ونماذج البنية المتأخرة (lagged structure models). يوضح الجدول 4 النتائج المستندة إلى نموذج 2SLS حيث بلغ ملائمة النموذج $adjusted R^2$ مع مقياس سيولة الأسهم 85%. وبالتحليل النتائج، نجد أن معظم نتائج 2SLS مماثلة من حيث الجودة لتلك الواردة في اختبار نتائج نموذج الانحدار بالآثر الثابت. وبشكل قاطع، فإن نتائج نموذج التأثيرات الثابتة صامدة أمام مسألة التباين الداخلي. يعرض الجدول 5 نتائج اختبار نموذج البنية المتأخرة. نظرًا لأن المتغيرات المستقلة والمتغيرة تأخذ تأخيرًا زمنيًا بسنة واحدة، وبالتالي، ينخفض عدد الملاحظات إلى 574 ملاحظة. تتشابه نتائج هذا النموذج أيضًا إلى حد كبير مع نتائج النموذج الرئيسي، باستثناء بعض الحساسيات الطفيفة في مستوى الأهمية. وبالتالي يمكن القول بأن نتائج نموذج البنية المتأخرة

مماثلة من حيث الجودة لتلك الخاصة بالنموذج الرئيسي. وبشكل قاطع، لم تتأثر نتائج نموذجنا الرئيسي بموضوع التباين الداخلي بين متغيرات الدراسة.

جدول 4 نتائج تحليل اختبارات الدراسة

تحليل البنية المتأخرة lagged structure		الانحدار متعدد المراحل 2SLS		لانحدار بالآثر الثابت Fixed-Effects		المتغير
<i>p</i>	<i>Coef</i>	<i>p</i>	<i>Coef</i>	<i>p</i>	<i>Coef</i>	
**0.200	2.22	0.050	0.59	0.09	1.08	حجم الشركة
**0.026	0.39	0.068	0.83	0.02-	0.23	الرافعة المالية
0.006-**	2.03	***0.014-	9.12	**0.00-	6.60	الأصول الثابتة
*0.386-	2.93	***0.040-	5.05	0.03-	3.97	تقلب العائد
***0.136	1.95	***0.0575	3.14	**0.45	2.55	تمثيل الأجانب
*0.014	2.93	0.122	1.46	***0.122	2.88	تمثيل النساء
***1.115	1.65	***0.045	5.65	***0.02	3.70	عدد اجتماعات المجلس
0.138	6.16	0.846	4.87	***0.68	4.14	حضور أعضاء المجلس
***0.158	1.27	0.052-	1.50	0.00-	0.45	المكافأة السنوية للمجلس
	7.57	0.137	7.12	***0.12	7.05	عدد اللجان الفرعية
0.86		0.87		0.90		R^2 (%)
0.85		0.85		0.89		$adjusted R^2$
0.00		0.00		0.00		$Prob (F stat.)$

5. الخاتمة

نظراً للاهتمام المتزايد للباحثين بعلاقة حوكمة الشركات بسيولة الأسهم في العقد الحالي، ولسد الفجوة القائمة في الأدب، فقد قامت هذه الدراسة بتحليل تأثيرات خصائص مجلس الإدارة وفعاليتها وبالتالي علاقتها بسيولة الأسهم. تحديداً، قامت الدراسة باستكشاف تأثير خصائص مجلس الإدارة على سيولة أسهم عينة من 82 شركة غير مالية مدرجة في سوق تداول خلال الفترة 2014-2021. تدعم نتائج الدراسة نظرية الوكالة وعدم التجانس المعلوماتي التي تقول بأن بعض خصائص مجلس الإدارة فعالة في تحسين مستوى حوكمة الشركات من خلال زيادة الإصلاحات المؤسسية. وبشكل خاص، اجتماعات مجلس الإدارة، وحضور أعضاء مجلس الإدارة في اجتماعات مجلس الإدارة، وعدد لججان مجلس

الإدارة الفرعية، وتنوع جنس مجلس الإدارة، والوجود الأجنبي لمجلس الإدارة حيث ظهرت انها ناجحة في التأثير على سيولة الأسهم بشكل إيجابي

تساهم هذه الدراسة بشكل كبير في الأدب الحالي حول تأثير حوكمة الشركات على سيولة الأسهم بإضافة آليات حوكمة جديدة إلى العوامل المحددة لسيولة الأسهم. أولاً، تدعم هذه الدراسة نتائج الدراسات القائمة المتعلقة بتأثير اجتماعات مجلس الإدارة وتنوع جنس مجلس الإدارة على سيولة الأسهم، مؤكدة أن كلتا سميتي مجلس الإدارة تؤثران بشكل إيجابي على سيولة أسهم الشركات في اقتصاد ناشئ (مثل المملكة). ثانياً، تعتبر هذه الدراسة أول بحث، على حسب علم الباحث، يفحص تأثير حضور أعضاء مجلس الإدارة في اجتماعات مجلس الإدارة، وعدد لجان مجلس الإدارة الفرعية، والتنوع الأجنبي لمجلس الإدارة على سيولة الأسهم، وبالتالي تضيف نتائج الدراسة رؤى جديدة.

لنتائج الدراسة تداعيات مهمة لمختلف الأطراف ذات المصلحة. فهي تطلع المستثمرين والمديرين على أهمية خصائص معينة لمجلس الإدارة حيث إنها تؤدي إلى تغيرات في سيولة الأسهم للشركات في اقتصاد ناشئ من خلال الشفافية والنزاهة. وبشكل خاص، تدعو النتائج إلى زيادة اجتماعات مجلس الإدارة، والمطالبة بحضور كبير للمديرين في اجتماعات مجلس الإدارة، وإنشاء المزيد من لجان مجلس الإدارة الفرعية، وتوظيف المزيد من المديرين الأجانب والإناث في مجالس الإدارة، لأن كل هذه الخصائص تعمل على تحسين سيولة الأسهم من خلال تعزيز فعالية مجلس الإدارة.

6. المصادر

- ADAMS, R. B. & FERREIRA, D. 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94, 291-309.
- AHMED, A. & ALI, S. 2017. Boardroom gender diversity and stock liquidity: Evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13, 148-165.
- AKBAR, S., UR REHMAN, S. & ORMROD, P. 2013. The impact of recent financial shocks on the financing and investment policies of UK private firms. *International Review of Financial Analysis*, 26, 59-70.
- ALAM, N. 2020. Do oil price shock, and other macroeconomic variables affect the stock market: A study of the Saudi stock market. *Humanities & Social Sciences Reviews*, 8, 1234-1242.
- ALI, S., LIU, B. & SU, J. J. 2017. Corporate governance and stock liquidity dimensions: Panel evidence from pure order-driven Australian market. *International Review of Economics & Finance*, 50, 275-304.
- ALI, S., ZHONGXIN, W., ALI, Z., USMAN, M. & ZHUOPING, Y. 2022. Does financial transparency substitute corporate governance to improve stock liquidity? Evidence from emerging market of Pakistan. *Frontiers in Psychology*, 13, 1003081.
- ALMAGOUSHI, N. A. I. 2018. *Gender diversity management in multinational corporations in developing countries: The case of Kingdom of Saudi Arabia*. Brunel University London.
- AMIHUD, Y. & LEVI, S. 2023. The effect of stock liquidity on the firm's investment and production. *The Review of Financial Studies*, 36, 1094-1147.
- AN, J., HO, K.-Y. & ZHANG, Z. 2020. What drives the liquidity premium in the Chinese stock market? *The North American Journal of Economics and Finance*, 54, 101088.
- ANDERSON, R. C., REEB, D. M., UPADHYAY, A. & ZHAO, W. 2011. The economics of director heterogeneity. *Financial Management*, 40, 5-38.

- BARDE, I. M. & ZIK-RULLAHI, A. A. 2020. Effect of executive compensation and share ownership on financial performance of listed deposit money banks in Nigeria. *Journal of Accounting and Taxation*, 12, 1-11.
- BEBCHUK, L. A. & WEISBACH, M. S. 2010. The state of corporate governance research. *The review of financial studies*, 23, 939-961.
- BEEKES, W. & BROWN, P. 2013. Do better-governed Australian firms make more informative disclosures? *Financial Accounting and Equity Markets*. Routledge.
- BELKHIR, M., SAAD, M. & SAMET, A. 2020. Stock extreme illiquidity and the cost of capital. *Journal of Banking & Finance*, 112, 105281.
- BISWAS, P. K. 2020. Corporate governance and stock liquidity: evidence from a speculative market. *Accounting Research Journal*, 33, 323-341.
- CHEN, K. D. & WU, A. 2016. *The structure of board committees*, Harvard Business School Boston, MA.
- CHUNG, K. H., ELDER, J. & KIM, J.-C. 2010. Corporate governance and liquidity. *Journal of financial and quantitative analysis*, 45, 265-291.
- DAOUD, J. I. Multicollinearity and regression analysis. *Journal of Physics: Conference Series*, 2017. IOP Publishing, 012009.
- DOUCOULIAGOS, H., HAMAN, J. & ASKARY, S. 2007. Directors' remuneration and performance in Australian banking. *Corporate governance: an international review*, 15, 1363-1383.
- ENOW, S. T. 2023. Stock Market Liquidity during Periods of Distress and its Implications: Evidence from International Financial Markets. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 13, 1.
- ESTELYI, K. S. & NISAR, T. M. 2016. Diverse boards: Why do firms get foreign nationals on their boards? *Journal of Corporate Finance*, 39, 174-192.
- FAMA, E. F. & JENSEN, M. C. 1983. Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26, 301-325.
- FOO, Y.-B. & ZAIN, M. M. 2010. Board independence, board diligence and liquidity in Malaysia: A research note. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 6, 92-100.

- GLOSTEN, L. R. & MILGROM, P. R. 1985. Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of financial economics*, 14, 71-100.
- GRIMMINGER, A. 2011. Achieving Effective Boards: Corporate governance frameworks and board practices in Argentina, Brazil.
- HARRISON, J. R. 1987. The strategic use of corporate board committees. *California Management Review*, 30, 1.125-09
- HASSAN BAZHAIR, A. & NAIF ALSHAREEF, M. 2022. Dynamic relationship between ownership structure and financial performance: A Saudi experience. *Cogent Business & Management*, 9, 2098636.
- HAUSMAN, J. 2015. Specification tests in econometrics. *Applied Econometrics*, 38, 112-134.
- HAUSMAN, J. A. 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 1251-1271.
- HERMIYETTI, H., APRILIANI, R., SANTOSO, M. H., WULANSARI, M. & POERNOMO, A. H. 2023. The Role of Good Corporate Governance as a Moderating Variable in Relationship Between Solvency, Company Size, Liquidity and Stock Price. *JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi)*, 9, 1247-1253.
- HUSSAIN, N., GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M., KHAN, S. A., KHAN, Z. & MARTÍNEZ-FERRERO, J. 2023. Connecting the dots: Do financial analysts help corporate boards improve corporate social responsibility? *British Journal of Management*, 34, 363-389.
- HUSSAIN, W., KHAN, M. A., GEMICI, E. & OLÁH, J. 2021. Governance, firm internationalization, and stock liquidity among selected emerging economies from Asia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8, 287-300.
- ILIEV, P., KALODIMOS, J. & LOWRY, M. 2021. Investors' attention to corporate governance. *The Review of Financial Studies*, 34.5628-5581 ,
- JENSEN, M. C. 1994. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, 4-23.

- KHAN, J. & REHMAN, S. U. 2020. Impact of corporate governance compliance and board attributes on operating liquidity in pre-and post-corporate governance reforms. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 20, 1329-1347.
- KHOJA, B. A. 2023. *Family Influence, Entrepreneurial Passion and Gender: Multiple Case Studies of Saudi Family Businesses*. University of North Carolina at Greensboro.
- LAMBERT, R. A., LEUZ, C. & VERRECCHIA, R. E. 2012. Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of finance*, 16, 1-29.
- LEE, W.-M. 2020. The determinants and effects of board committees. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101747.
- LEI, Q., LIN, B. & WEI, M. 2013. Types of agency cost, corporate governance and liquidity. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32, 147-172.
- LEMMA, T. T., MLILO, M. & GWATIDZO ,T. 2021. Board remuneration, directors' ownership and corporate performance: the South African evidence. *Ownership and Governance of Companies*. Routledge.
- LESMOND, D. A., OGDEN, J. P. & TRZCINKA, C. A. 1999. A new estimate of transaction costs. *The review of financial studies*, 12, 1113-1141.
- MACEY, J. R. & O'HARA, M. 2003. The corporate governance of banks. *Economic policy review*, 9.
- MAITLIS, S. 2004. Taking it from the top: How CEOs influence (and fail to influence) their boards. *Organization Studies*, 25, 1311-1275.
- MAZNEVSKI, M. L. 1994. Understanding our differences: performance in decision-making groups with diverse members. *Human relations*, 47, 531-552.
- MUMU, J. R., SAONA, P., RUSSELL, H. I. & AZAD, M. A. K. 2021. Corporate governance and remuneration: a bibliometric analysis. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 28, 242-262.
- NAIK, P. & REDDY, Y. 2021. Stock market liquidity: A literature review. *Sage Open*, 11, 2158244020985529.

- PROMMIN, P., JUMREORNVONG, S. & JIRAPORN, P. 2014. The effect of corporate governance on stock liquidity: The case of Thailand. *International Review of Economics & Finance*, 32, 132-142.
- PUCHETA-MARTÍNEZ, M. C., GALLEGO-ÁLVAREZ, I. & BEL-OMS, I. 2021. Corporate social and environmental disclosure as a sustainable development tool provided by board sub-committees: Do women directors play a relevant moderating role? *Business Strategy and the Environment*, 30, 3485-3501.
- RAZAK, N. 2014. Director remuneration, corporate governance and performance: a comparison between government linked companies vs non government linked companies. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 10, 46-63.
- REZAEI, Z. 2008. *Corporate governance and ethics*, John Wiley & Sons.
- SHAPIRO, S. P. 2005. Agency theory. *Annu. Rev. Sociol.*, 31, 263-284.
- SMITH, N., SMITH, V. & VERNER, M. 2006. Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55, 569-593.
- TABASSUM, N. & SINGH, S. 2020. *Corporate Governance and Organisational Performance: The Impact of Board Structure*, Springer.
- UTAMI, W., WAHYUNI, P. D. & NUGROHO, L. 2020. Determinants of stock liquidity: forward-looking information, corporate governance, and asymmetric information. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business (JAFEB)*, 7, 795-807.
- VAFEAS, N. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of financial economics*, 53, 113-142.
- YE, J., ZHANG, H., CAO, C., WEI, F. & NAMUNYAK, M. 2021. Boardroom gender diversity on stock liquidity: empirical evidence from Chinese A-share market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57, 3236-3253.
- ZHANG, Y., ZHOU, J. & ZHOU, N. 2007. Audit committee quality, auditor independence, and internal control weaknesses. *Journal of accounting and public policy*, 26, 300-327.