

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: العلوم التجارية تخصص: مالية المؤسسة

من اعداد الطالبة: بن ساحة ايمان

بعنوان:

أهمية الحوكمة في مواجهة مشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الاسواق المالية العربية  
دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة 2004-2015

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2017/05/16

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الصفة	الإسم و اللقب
رئيسا	أ. حميدات عمر
مشرفا و مقررا	أ. سلmani عادل
مناقشا	أ. رواني بوحفص
مناقشا	أ. عبادة عبد الرؤوف

السنة الجامعية:

1437هـ-1438هـ / 2016م-2017م



السلام عليكم ورحمة الله وبركاته

## اهداء

أهدي عملي هذا ، إلى الشمعة التي أنارت دربي و فتحت لي أبواب العلم و المعرفة ، إلى  
أعز إنسان في الوجود و قدوتي في الحياة اللذان ضحيا من أجلي ، إلى الصدر العنون و  
القلب الرفيق إلى أعز ما أملك في الدنيا الحبيبة الطاهرة الوفية ، و الملاك الصافي القريب  
لله سبحانه و تعالي ، أمي ثم أمي ثم أمي .

إلى الإنسان الذي سعى جاهدا إلى تربيته و تعليمي و توجيهي و الوقوف إلى جانبي بكل  
ما أوتي أبي العنون الغالي الطيب الودود جزاه الله خيرا .

إلى جميع إخوتي و أخواتي و كل العائلة من الكبير إلى الصغير خاصة البرعم الصغير روان  
بن ساحة أطل الله في عمرها .

- وإلى رفيقاتي دربي صديقاتي وإلى جميع زملائي الأعماء .

- إلى كل من وسعتهم ذاكرتي و لم تسعهم مذكرتي إليكم جميعا أهدي هذا العمل .



## شكر و تقدير

الحمد لله والشكر لله على توفيقه التام لإتمام هذا البحث، فسبحانك لا أحصي ثناء عليك أنت كما أثنيت على نفسك والصلوة والسلام على معدن جميع الخيرات الطاهرة و الباطنة سيدنا محمد وعلى آله وأصحابه الطيبين الطاهرين.

وفي معرض الشكر والامتنان أتوجه بأسمى معاني التقدير و الامتنان إلى:

- الأستاذ سلمان بن عادل الذي اشرف على هذه الدراسة ، والذي زودني بنصائح العلمية، وتوجيهاته المعرفية وكان له عظيم الفضل في خروج البحث بهذه الصورة .

-إلى جميع أساتذتي الذين تغذيتهم من معارفهم ، عبر مختلف الأطوار من الابتدائي وصولاً إلى الجامعة.

- كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى الأستاذ بن معمر عبد الباسط من جامعة تلمسان لمساعدته لي في

الدراسة التطبيقية خاصة في النموذج المستخدم في هذه الدراسة، كما أوجه الشكر كذلك إلى البروفيسور بن بوزيان محمد من جامعة تلمسان الذي لم يبخل علياً بنصائح العلمية سواءاً في النظري أو في التطبيقي، وأشكر الأستاذ رحمان يوسفة زكرياء من جامعة غرداية لتحفيزه لي في الخوض إلى دراسة مثل هذه المواضيع الحديثة اشكركم جزيل الشكر وجعلها الله لكم في ميزان حسناتكم.

- إلى جميع الأساتذة بجامعة غرداية ، وخاصة أساتذة كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير و علوم تجارية و العلوم المالية و المحاسبة ، وكذا موظفي الإدارة ، وعمال المكتبة المركزية.

-إلى كل من أمدني بيد المساعدة من قريب أو من بعيد ولم يتسن لي ذكر أسمائهم.

بن ساحة إيمان

## الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن مدى مساهمة الحوكمة في التخفيض من حدة عدم تناظر المعلومات المالية على مستوى بورصة عمان للاوراق المالية، وذلك باستخدام التقنيات القياسية الحديثة لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية وكذلك من خلال توظيف منهجية التكامل المشترك واختبارات السببية وقد شملت عينة الدراسة مجموعة من الشركات المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها 10 شركات موزعة على القطاعين الصناعي والخدماتي والخدمي لمدة 12 سنة من 2004 إلى غاية 2015، حيث خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج تمثلت أهمها في إمكانية الحوكمة ان تساهم في التخفيض من حدة مشكل عدم تناظر المعلومات المالية في السوق العماني، مع ضرورة الزام مؤسسات عينة الدراسة إلى التطبيق الجيد لقواعد ومبادئ الحوكمة خاصة مبدأ الإفصاح والشفافية.

**الكلمات المفتاحية:** حوكمة، مشكل عدم تناظر المعلومات المالية، سوق مالي، بيانات سلاسل الزمنية المقطعية بانل

## Résumé:

Cette étude a visé à étudier la contribution de la bonne gouvernance dans la réduction de l'asymétrie d'unité d'information financière au niveau de la Bourse d'Amman, la recherche s'est basée sur l'utilisation des techniques économétriques des données modernes DATA PANEL et dans le même cadre, la méthodologie d'intégration commune et des tests de causalité. L'échantillon comprenait un groupe de 10 d'institutions cotées en Bourse d'Amman, sachant que les entreprises étaient réparties sur les secteurs industriels et de services pour une période entre 2004 jusqu'en 2015. L'étude a conclu a une série de résultats dont la finalité est que la bonne gouvernance contribue a la réduction de la gravité du problème de l'asymétrie de l'information Financière au niveau du marché omanais, si les principes de ce principe sont respectés.

**Mots-clés:** Gouvernance, Problème asymétrie de l'information financière, Marché financier, Données PANEL.

# قائمة المحتويات

III	الاهداء.....
IV	الشكر.....
V	الملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VIII	قائمة الأشكال.....
IX	قائمة الملاحق.....
X	قائمة الاختصارات والرموز.....
أ-د	مقدمة.....
<b>الفصل الأول: الإطار النظري والدراسات السابقة</b>	
06	تمهيد الفصل الاول.....
07	المبحث الأول: الإطار النظري للحوكمة ومشكل عدم تناظر المعلومات في الاسواق المالية.....
07	المطلب الاول: حوكمة الأسواق المالية.....
15	المطلب الثاني:مشكل عدم تناظر المعلومات المالية.....
19	المطلب الثالث: دور الحوكمة في تحقيق تناظر المعلومات المالية.....
23	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....
23	المطلب الأول: الدراسات العربية والمحلية.....
27	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية.....
28	المطلب الثالث: التعقيب على الدراسات السابقة.....
29	خلاصة الفصل الاول.....
<b>الفصل الثاني: الدراسة القياسية</b>	
31	تمهيد الفصل الثاني.....
32	المبحث الأول: الطريقة والادوات المستخدمة في الدراسة.....
32	المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة.....
37	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة.....
46	المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها.....

46	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة.....
46	المطلب الثاني: مناقشة النتائج الدراسة.....
55	خلاصة الفصل الثاني.....
57	الخاتمة.....
58	النتائج.....
58	التوصيات.....
59	آفاق الدراسة.....
61	المراجع.....
67	الملاحق.....

# قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
10	الفرق بين الحوكمة والحكم الراشد	1-1
12	مبادئ الحوكمة حسب منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية	2-1
46	نتائج تقدير اثر EARP على DPS	1-2
47	اختبار مضاعف لاغرانج LM	2-2
48	نتائج اختبار HAUSMAN	3-2
49	نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية REM	4-2
50	نتائج جذر الوحدة للمتغير EARP عند المستوى	5-2
51	نتائج جذر الوحدة للمتغير DPS عند المستوى	6-2
52	نتائج جذر الوحدة للمتغير EARP بعد اخذ الفرق الاول	7-2
54	دراسة سببية GRANGER للعلاقات الاتجاهية للبنان	8-2



# قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
51	السلسلة الزمنية للمتغير EARP عند المستوى	1-2
51	السلسلة الزمنية للمتغير DPS عند المستوى	2-2
53	السلسلة الزمنية للمتغير DEARP بعد أخذ الفرق الأول	3-2

# قائمة الملاحق

العنوان	الرقم
المعلومات الأساسية للمؤسسات عينة الدراسة	01
متغيرات الدراسة التابع و المستقل	02
تقدير نموذج الانحدار التجميعي PRM	03
اختبار لاغرانج LM	04
تقدير نموذج الآثار الثابتة FEM	05
تقدير نموذج الآثار العشوائية REM	06
اختبار هوسمان HAUSMAN	07
اختبار LLC لجذر الوحدة ل EARP في المستوى	08
اختبار LLC لجذر الوحدة ل EARP بعد اخذ الفرق الأول	09
اختبار IPS لجذر الوحدة ل EARP في المستوى	10
اختبار IPS لجذر الوحدة ل EARP بعد اخذ الفرق الأول	11
اختبار LLC لجذر الوحدة ل DPS في المستوى	12
اختبار LLC لجذر الوحدة ل DPS بعد اخذ الفرق الأول	13
اختبار IPS لجذر الوحدة ل DPS في المستوى	14
اختبار IPS لجذر الوحدة ل DPS بعد اخذ الفرق الأول	15
سببية GRANGER للعلاقات الاتجاهية للبانل	16
توزيع الطبيعي لستيودانت T	17
توزيع الطبيعي لفشير F	18

## قائمة الاختصارات والرموز

الاختصارات	المصطلح باللغة الاصلية	المصطلح باللغة العربية
ASE	Amman Stock Exchange	بورصة عمان/ سوق الأوراق المالية
DPS	Devidend policy	سياسة توزيع الأرباح
EARP	Earnings persistence	الإعلان المستمر عن الأرباح
FEM	Model EffectsFixed	نموذج التأثيرات الثابتة
JSE	Jordan Securities Commission	هيئة الأوراق المالية
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
PRM	Model Regression Pooled	نموذج الانحدار التجميعي
REM	Model Effects Random	نموذج التأثيرات العشوائية
SDC	Securities Depository Center	مركز إيداع الأوراق المالية

مقدمة

## أ. توطئة:

تعتبر الأسواق المالية بمثابة مقياس يهكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة وأوضاع الشركات الناشطة بها، وكما أنها تحضى في الوقت الحالي بمكانة مميزة خاصة بعد تفشي ظاهرة العولمة وما ترتب عنها من انعكاسات تكاد تلغي كل الفواصل والحدود المكانية المعرقة لانتقال رأس المال، ولعل أبرز ما تتمتع به الأسواق المالية هو القدرة الإخبارية للمحتوى الإعلامي للمعلومات المتاحة للمستثمرين، وهو ما ينعكس على مستوى كفاءة السوق المالي، ويذهب الكثير من المختصين في الأسواق المالية إلى القول بأن دقة البيانات التي يتم عرضها تؤدي إلى وضع يتسم بعدم تناظر المعلومات بين مختلف الأطراف مما يشكل صمام أمان ضد الأزمات المالية وعدم قدرة المستثمرين على التقييم الجيد للوحدات الاقتصادية التي يرغبون في شراء أسهمها، خاصة في حال تقييم أسهمها بزيادة من قيمتها الحقيقية؛ ومن هنا يمكن القول بأن المعلومات تلعب دوراً محورياً في مستوى ودرجة كفاءة الأسواق المالية، غير أن الجدل لا يزال متواصلاً حول الأهمية النسبية للمفردات والعناصر المؤثرة في المحتوى المعلوماتي وجودة كل منها (التلاعب في القوائم المالية و استعمال المحاسبة الإبداعية،..). مما يفقد تأثيرها كلياً أو جزئياً في توفير احتياجات المستثمرين من المعلومات، ونظراً للانعكاسات السلبية التي يفرزها مشكل عدم تناظر المعلومات المالية على مستوى كفاءة الأسواق المالية، ويبرز مفهوم الحوكمة كآلية من شأنها التأثير على طبيعة ونوعية المعلومات التي ترد من وإلى السوق من خلال التأثير على نوعية وجودة تلك المعلومات بالالتزام بمجموعة من المعايير تستهدف ضمان الالتزام السلوكي والأخلاقي وقواعد السلوك المهني الرشيد والتوازن في تحقيق مصالح كافة الأطراف المرتبطة بالمؤسسة فضلاً عن الإفصاح والشفافية عند عرض المعلومات الخاصة بالمؤسسة.

## ب. الإشكالية العامة:

إلى أي مدى يمكن أن تساهم الحوكمة في التخفيض من مشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق

## المالية العربية؟

و للإجابة على الإشكالية يمكن طرح التساؤلات التالية:

- ما المقصود بحوكمة الأسواق المالية وماهي أهم مبادئها؟
- فيما تتمثل مشكلة عدم تناظر المعلومات المالية؟ وما هي آثارها على سوق عمان للاوراق المالية؟
- هل يمكن للحوكمة أن تساهم في التخفيض من حدة عدم تناظر المعلومات المالية وترشيد السلوك من وجه نظر مستعملي المعلومات؟

ت. فرضيات الدراسة:

- تحترم بورصة عمان للأوراق المالية المبادئ والقواعد الدولية المتعارف عليها في حوكمة الشركات؛
- تساهم مبادئ الحوكمة الرشيدة كالإفصاح والشفافية في الحد من عدم تناظر المعلومات المالية؛
- من شأن سياسة توزيع الأرباح أن تخفف من مشكل عدم تناظر المعلومات المالية؛

ث. مبررات اختيار الموضوع:

مبررات ذاتية:

- الميول الشخصي لمثل هذه المواضيع للاستفادة منها مستقبلا؛
- اهتمامنا الخاص بكل ما هو جديد وحديث ويؤثر على المؤسسات والأسواق المالية والدول على حد سواء؛

مبررات موضوعية:

- تعدد الدراسات ووجهات نظر والنظريات المساهمة في البناء الفكري خاصة في مجال حوكمة الشركات؛
- حداثة الموضوع وارتباطه بالتخصص مالية المؤسسة من جهة، وكثرة الأزمات الناجمة عن سوء الحوكمة وتوازي المعلومات والسلوك الانتهازي للعملاء الاقتصاديون من جهة أخرى؛

ج . أهمية الدراسة واهدافها:

تنبع أهمية الدراسة من حيث أن أزمة الثقة في الأسواق المالية تنبع أساسا من جودة وصدق وصحة المعلومات المتداولة و التي تساهم في كل عملية اتخاذ قرار، وبالتالي فان أي مشكل في البيانات والمعلومات قد يؤدي في النهاية إلى الضرر بأصحاب المصالح، وتعد الحوكمة احد الآليات التي تساهم في احترام حقوق أصحاب المصالح من خلال مبادئها الرشيدة كالإفصاح والشفافية في المعلومات المالية.

كما تتجلى أهداف الدراسة من خلال ما يلي:

- تحديد مستوى احترام وتطبيق الحوكمة في السوق العماني للأوراق المالية؛
- تهدف الحوكمة الى تطوير والافصاح عن المعلومة المالية بشفافية وموثوقية؛
- ابراز مدى سعي الحوكمة في تحقيق كفاءة الاسواق المالية من خلال تناظر المعلومات؛

ح. حدود الدراسة:

- الحدود الزمنية: اقتصر الحدود الزمنية في هذه الدراسة 2004-2015.

- الحدود المكانية: تمثلت الحدود المكانية لهذه الدراسة في بورصة عمان للأوراق المالية ومختلف الشركات المدرجة فيها.

الحدود المفاهيمية: ركزت الدراسة على الحوكمة المطبقة في الأسواق المالية دون التطرق لمفهوم الحوكمة على المستوى الكلي (الدولة) المتعلق بالحكم الراشد.

#### خ. منهجية الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة اختبار الفرضيات اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي التحليلي من خلال عرض مصادر البيانات تحديد عينة ومتغيرات الدراسة، وذلك باستخدام البيانات السلاسل الزمنية المقطعية وقد تم الاعتماد في المعالجة الإحصائية للبيانات على برنامج EViews9.

#### د. صعوبات الدراسة:

- صعوبة الحصول على المعلومات الحديثة في هذا الموضوع؛
- عدم وجود دراسات حاولت نمذجة الظاهرة نمذجة اقتصادية؛
- صعوبة الحصول على المعلومات من البورصة؛
- قلة المراجع بالنسبة للأسلوب الإحصائي بانل.

#### ذ. تقسيمات البحث:

لدراسة الموضوع دراسة وافية، تناول هذا البحث فصلين، تسبقهم في ذلك مقدمة تليهم خاتمة أما محتوى الفصلين فكان كالتالي:

**الفصل الأول:** نقوم فيه بدراسة الاطار النظري للحوكمة ومشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الاسواق المالية ، بحيث تم تقسيمه إلى مبحثين:

-المبحث الأول تم تخصيصه لعرض أهمية الحوكمة في مواجهة مشكل عدم تناظر المعلومات في الأسواق المالية، حيث تم تناول في المطلب الأول إلى حوكمة الأسواق من خلال تعريفنا للسوق المالية وكفاءته ومفهوم الحوكمة وأهميتها ومبادئها والتطرق في الأخير إلى أثر حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية، أما المطلب الثاني فتم عرض مشكلة عدم تناظر المعلومات المالية من خلال إعطاءنا لتعريف هذها الأخيرة والتطرق إلى أهم المشاكل المرتبطة بهذه المشكلة ، وفي الأخير تطرقنا إلى توضيح اثر مشكلة عدم تناظر المعلومات المالية على كفاءة الأسواق المالية، وفي المطلب الثالث

و الأخير خصصناه للدور الذي تلعبه الحوكمة في الـضعف من حدة عدم تناظر المعلومات المالية من خلال التطرق إلى العلاقة التي تربط الحوكمة بتحقيق التناظر وأهمية الإفصاح والشفافية في الحد من عدم تناظر المعلومات المالية.

-المبحث الثاني: تم التطرق فيه إلى الدراسات السابقة التي تناولت هذه الدراسة والتعقيب على الدراسات السابقة.

**الفصل الثاني:** سنقوم بتناول طريقة إجراء الدراسة القياسية حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، حيث تناول في المبحث الأول تقديم عام حول بورصة عمان للأوراق المالية وأهم هيئاتها، بالإضافة إلى طرق والأدوات المستخدمة في الدراسة العينة المستهدفة، أما المبحث الثاني تطرق فيه إلى النتائج والتوصيات من خلال عرض النتائج ومناقشتها، والخروج في الأخير إلى توصيات وحلول.



# الفصل الأول

تمهيد:

تزايد الاهتمام في السنوات الأخيرة بمفهوم الحوكمة على اثر الأزمات المالية المتكررة والتي أدت إلى إفلاس العديد من الشركات ، بسبب انتشار الفساد المالي والإداري الراجع إلى عدم تطبيق مبادئ الحوكمة ونقص الإفصاح والشفافية وعدم إظهار البيانات والمعلومات الحقيقية التي تعبر عن الأوضاع المالية للوحدات الاقتصادية، مما أدى إلى فقدان الثقة في المعلومات المالية، لذلك أصبحت الحوكمة الترياق المضاد للفساد، وهي تعتبر أداة فعالة للتأكد من موضوعية التقارير المالية، وهذا من خلال الالتزام بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية ؛ وسوف نتطرق في هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار النظري للحوكمة ومشكل عدم تناظر المعلومات في الاسواق المالية.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

## المبحث الأول: الإطار النظري للحوكمة ومشكل عدم تناظر المعلومات في الاسواق المالية

سنتطرق في هذا المبحث الأدبيات النظرية للموضوع فقد تم تقسيم المبحث إلى ثلاثة مطالب، المطلب الأول متعلق بعموميات حول حوكمة الأسواق المالية، والمطلب الثاني خصصناه لمفهوم مشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية، ومن تمّ حاولنا في المطلب الثالث إظهار دور الحوكمة في تحقيق تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية.

### المطلب الأول: حوكمة الأسواق المالية

سنتناول في هذا المطلب عموميات حول حوكمة الأسواق المالية وذلك من خلال الفروع التالية:

#### الفرع الأول: كفاءة السوق المالي

##### أولاً/ مفهوم سوق الأوراق المالية:

يعرف السوق المالي بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية، أشكالها المختلفة كالأسهم والسندات أو الشيكات المالية وتنظمه قوانين وأنظمة ولوائح تضمن إتمام المبادلات بيعا وشراء بسرعة وسهولة وأمان.<sup>1</sup>

ثانيا/ أهمية سوق الأوراق المالية: تلعب الأسواق المالية دورا حيويا في تعبئة الموارد والمدخرات وهيبتها للاستثمار وبالتالي تحريك عجلة النمو الاقتصادي، وتظهر أهميتها من خلال:<sup>2</sup>

\* نشر سلوك الاستثمار من خلال جذب المدخرين وتحويلهم لمستثمرين إذ أن مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول يسهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين، وذلك عند الطلب على هذه الأدوات مقابل التحلي عن السيولة المدخرة مقابلها.

\* ربط النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل.

#### ثالثا/ تعريف كفاءة السوق المالي و متطلباته:

وصف الاقتصادي (Fama) السوق الكفاء بأنه: "السوق الذي تعكس فيه الأسعار كافة المعلومات بشكل تام."<sup>3</sup> كما انه توجد ثلاثة مستويات لكفاءة الأسواق المالية (المستوى الضعيف، المستوى الشبه قوي، والمستوى

<sup>1</sup> ميسون علي حسن، الأوراق المالية و أسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية -تأطير نظري-، مجلة جامعة بابل العلوم الإنسانية، مجلد 21، العدد 1، بغداد، 2013، ص03.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، ط2، عمان، 2009، ص84.

<sup>3</sup>Fama E.T, Efficient Capital Markets, a review of theory and empirical work, journal of Finance, May 1970, p383. للإطلاع أكثر انظر المرجع، بتول محمد نوري و علي خلف سليمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، المنتدى الدولي حول الابداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، يومي 12-13 ماي 2010، جامعة سعد دحلب، البلدة، ص ص 15-16.

القوي).<sup>\*</sup> حتى تحقق السوق هدفها المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء والتوجيه الفعال للموارد المالية المتاحة، فإن الأمر يتطلب توفر سمتين أساسيتين هما:

أ. كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية عن العمولات، ودون أن تتاح فرصة لصناع السوق لتحقيق هامش ربح مغالى فيه.<sup>4</sup>

ب. كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): وفيها يعكس السوق تماما كافة المعلومات المتاحة والمناسبة لتحديد القيم وذلك في أية لحظة<sup>5</sup> وبذلك فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، إذ ينبغي أن تكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة مقارنة بفرصة الحصول على العائد المتحقق، ولتحقيق كل من كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، لا بد من توفير مجموعة من الشروط أهمها:<sup>6</sup>

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة؛

- تواجد عنصر الشفافية يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، وما يتم من صفقات على هذه الأوراق متاحة لجميع المتعاملين فيها على قدم المساواة؛

### الفرع الثاني: عموميات حول الحوكمة

تزايد الاهتمام بالحوكمة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والنامية خلال السنوات الأخيرة، وخاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول العالم في عقد التسعينات من القرن العشرين؛ لذلك سعت هذه الدول إلى محاولة تطبيق الحوكمة.

### أولا/ تعريف حوكمة الشركات:

لقد تعددت التعريفات المقدمة لمصطلح الحوكمة ، بتعدد المهتمين بالمصطلح وانتماءاتهم السياسية والثقافية والاقتصادية والاجتماعية، بحيث يعبر كل تعريف عن وجهة النظر التي يتبناها، وفيما يلي نقدم بعض التعاريف على سبيل المثال لا الحصر.

حسب منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) تشير حوكمة الشركات إلى "العلاقات بين إدارة الشركة، مجلس إدارتها، مساهميها، وباقي أصحاب المصالح، بحيث تحدد أيضا هيكل تعيين الأهداف والطرق والوسائل لبلوغها مع ضمان متابعة للنتائج المحققة".<sup>7</sup>

<sup>4</sup> دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار الليبوري العلمية للنشر، بدون طبعة، عمان، الأردن، 2009، ص 205.

<sup>5</sup> دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري مرجع سبق ذكره، ص - ص 205 - 206 بتصرف.

<sup>6</sup> زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، بدون طبعة، القاهرة، مصر، 2007، ص 194.

<sup>7</sup> Eustache Ebono Wa Madzila, La gouvernance d'entreprise, sans édition, L'Harmattan, Paris, 2005, P 14

يعرف (Gérard Charreaux) حوكمة الشركات بأنها " مجموعة من الميكانيزمات (الآليات) التي تهدف إلى تحديد السلطة والتأثير على قرارات المدراء، وبعبارة أخرى التي تحكم سلوكهم وتحد من فضاء الاستبدادي (التعسف في اتخاذ القرار)، يمكن تعميم هذا التعريف على مدراء المنظمات بصفة عامة (خاصة حكومات الدول)".<sup>8</sup>

وتعرف حاكمية الشركات بأنها: "مجموعة العلاقات التي تنظم في إطار العمل بين إدارة الشركة التنفي ذية ومجلس إدارتها، و المساهمين فيها ، والأطراف ذوي العلاقة الآخرين سواء الدائنين أو المتعاملين أو الموردين أو المدينين وغيرهم".<sup>9</sup>

كما تعرف حوكمة الشركات بأنها "مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة (مثل حملة السندات، العمال، الدائنين، المواطنين) من ناحية أخرى".<sup>10</sup>

من خلال التعاريف السابقة نقول أن حوكمة الشركات بشكل بسيط هي " الإدارة الرشيدة للشركات من خلال توفير الإرشادات والمقترحات لبورصات الأوراق المالية والمستثمرين والشركات والأطراف الأخرى كل هذا من أجل تحقيق هدف نشر الإفصاح والشفافية في الحكم وتداول السلطة".<sup>11</sup>

**الفرق بين الحوكمة والحكم الراشد:** قبل التطرق إلى دراسة الفرق بين الحوكمة والحكم الراشد وجب علينا أن نسقط الضوء على مفهوم الحكم الراشد في الجزائر، فقد تبني ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة الجزائرية الصادر سنة 2009 بالشراكة بين وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية ومنتدى رؤساء المؤسسات، مصطلح "الحكم الراشد" كمرادف ل " حوكمة المؤسسات"، وجاء في الميثاق أن هذه الأخيرة في معناها الشامل هي "تلك العملية الإدارية والتطوعية للمؤسسة من أجل إدخال المزيد من الشفافية والصرامة في تسييرها وإدارتها و مراقبتها".<sup>12</sup> وهذا من خلال تقاسم الصلاحيات والمسؤوليات المترتبة عن الخطوة الأولى.<sup>13</sup> ولقد أشرنا في الحدود المفاهيمية للدراسة أننا لم نتطرق إلى الحكم الراشد على المستوى الكلي للدولة وإنما قمنا بدراسة حوكمة الشركات

<sup>8</sup> Gérard Charreaux, **Vers une théorie du gouvernement des entreprise** , Colloque 16èm, mai 1996, p06

<sup>9</sup> حالك محسن الربيعي، حوكمة البنوك وأثرها على الأداء و المخاطرة، دار البازوري العلمية للنشر و التوزيع، بدون طبعة، عمان، الاردن، 2013، ص 23.

<sup>10</sup> محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، ط2، الإسكندرية، 2009، ص18.

<sup>11</sup> Reform Toolkit, **Corporate Governance for Emerging Market**, Center for International Private Enterprise August 2008, pp 3-4

<sup>12</sup> حسام الدين غضبان، مساهمة في اقتراح نموذج لحوكمة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية-دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الاقتصادية- رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014، ص06.

<sup>13</sup> ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، وزارة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة والصناعات التقليدية، الجزائر، 2009، ص16.

على المستوى الجزئي للدولة أي الأسواق المالية؛ والجدول التالي يوضح أهم الفروقات الجوهرية بين الحوكمة والحكم الراشد:<sup>14</sup>

الجدول رقم (1-1): يوضح أهم الفروقات بين الحكم الراشد وحوكمة الشركات

النوع	الحكم الراشد	حوكمة الشركات
الهدف	الصالح العام	صالح المساهمين تم الأطراف الأخرى
المستوى	على المستوى الكلي للدولة	على المستوى الجزئي للدولة (سوق السلع و الخدمات-السوق المالية-سوق العمل...)
من حيث الأركان المركبة	- الديمقراطية - حقوق الإنسان - سيادة القانون - مؤسسات المجتمع المدني - الإدارة العمومية	- الشفافية والمساءلة - الرقابة - أخلاقيات العمل - التمكين
الإدارة	إدارة الدولة برئاسة الحاكم (الرئيس أو الملك) أو الحوكمة حسب الصلاحيات القانونية الممنوحة	تدار من طرف الجمعية العامة للمساهمين ومجلس الإدارة والرئيس المدير العام حسب الإصلاحات المدونة في عقد تأسيس الشركة وطرق التفويض المعتمدة في الشركة

المصدر: من اعداد الطالبة

ثانيا/ أهمية الحوكمة وأهدافها:

أ. أهمية الحوكمة: تبرز أهمية الحوكمة من خلال ما يلي:<sup>15</sup>

1- تعظيم قيمة أسهم لشركة maxi mizing shareholder volue وتدعيم تنافسية الشركات في أسواق المال العالمية، وخاصة في ظل استحداث أدوات وآليات مالية جديدة وحدوث اندماجات أو استحواذ أو بيع كمستثمر رئيسي... الخ.

<sup>14</sup> يوسف خنيش، أهمية الثقافة التنظيمية في تفعيل حوكمة الشركات-دراسة ميدانية على عينة من الشركات المساهمة في البورصة الجزائرية اطروحة دكتوراه في علوم التسويق، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2015، ص 59 نقلا عن محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 127.

<sup>15</sup> محمد جميل حبوش، مدى التزام الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بقواعد حوكمة شركات، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، تخصص محاسبة وتمويل، الجامعة الاسلامية غزة، 2007، ص31.

2- تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية ، بما يعمل على تدعيم الاستقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، ودردءا لحدوث انخيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية ، والمساعدة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي.

3- الحصول على مجلس إدارة قوي يستطيع اختيار مديرين مؤهلين قادرين على تحقيق وتنفيذ أنشط ة الشركة في إطار القوانين واللوائح الحاكمة وبطريقة أخلاقية .

4- الشفافية والدقة والوضوح في القوائم المالية التي تصدرها الشركات وما يترتب على ذلك من زيادة ثقة المستثمرين بما واعتمادهم عليها في اتخاذ القرارات.

5- جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع رأس المال المحلي على الاستثمار في المشروعات الوطنية.

ب. أهداف حوكمة الشركات : تسعى قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن تلخيص أهمها فيما يلي :

- مراعاة مصالح وحقوق المساهمين وحمايتهم؛<sup>16</sup>

- حماية حقوق المساهمين بصفة عامة سواء كانوا قلية أو أغلبية و تعظيم عوائدهم؛<sup>17</sup>

- العدالة والشفافية والمعاملة النزيهة لجميع الأطراف ذوي المصلحة المشتركة؛

- الشفافية والدقة والوضوح في القوائم المالية التي تصدرها الشركات و ما يترتب على ذلك زيادة ثقة المستثمرين بما واعتمادهم عليها في اتخاذ القرارات؛<sup>18</sup>

ثالثا/ مبادئ الحوكمة والياتها : يتم تطبيق الحوكمة وفق ستة مبادئ توصلت اليها منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي للحكم المشترك OECD في عام 2004 وتتمثل في الجدول التالي:<sup>19</sup>

<sup>16</sup> كارتين.ل كوشتا هلبليغ، غرس حوكمة الشركات في الاقتصاديات الصاعدة والانتقالية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، [www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp](http://www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp) 2016-10-14.

<sup>17</sup> عدنان بن حيدر درويش، حوكمة الشركات و دور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، بدون طبعة، بيروت، لبنان، 2007، ص 33.

<sup>18</sup> محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، مرجع سبق ذكره، ص 32.

<sup>19</sup> مركز المشروعات الدولية الخاصة ، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال حوكمة الشركات ، غرفة التجارة الأمريكية ، واشنطن، ص 1 ، اطلع عليه من الموقع التالي:

2017-01-07 <http://www.oecd.org/dataoecd/13/63/35032070.p>

الجدول رقم (1-2): يوضح مبادئ حوكمة الشركات حسب OECD

المبدأ	المضمون
المبدأ العام الأول: ضمان وجود أساس لإطار فعال للحاكمية المؤسسية	ينبغي أن يشجع إطار الحاكمية المؤسسية على شفافية وكفاءة الأسواق، وأن يكون متوافقاً مع حكم القانون وأن يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية.
المبدأ العام الثاني: حقوق المساهمون والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية	ينبغي أن يوفر إطار الحاكمية المؤسسية الحماية للمساهمين وأن يسهل لهم ممارسة حقوقهم.
المبدأ العام الثالث: المعاملة المتساوية للمساهمين	ينبغي أن يضمن إطار الحاكمية المؤسسية المعاملة المتساوية لكافة المساهمين، بما في ذلك مساهمي الأقلية والمساهمين الأجانب، وينبغي أن تتاح الفرصة لكافة المساهمين للحصول على تعويض فعال عن انتهاك حقوقهم.
المبدأ العام الرابع: دور أصحاب المصالح في الحاكمية المؤسسية	ينبغي أن يعترف إطار الحاكمية المؤسسية بحقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون، أو تنشأ نتيجة لاتفاقات متبادلة، وأن يعمل على تشجيع التعاون النشط بين الشركات وأصحاب المصالح في خلق الثروة، وفرص العمل، والاستدامة المالية للمنشآت.
المبدأ العام الخامس: الإفصاح والشفافية	ينبغي أن يضمن إطار الحاكمية المؤسسية القيام بالإفصاح السليم والصحيح وفي الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي، والأداء، وحقوق الملكية، والحاكمية المؤسسية.
المبدأ العام السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة.	ينبغي أن يضمن إطار الحاكمية المؤسسية التوجيه والإرشاد الاستراتيجي للشركة، والرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، ومحاسبة مجلس الإدارة عن مسؤوليته أمام الشركة والمساهمين.

المصدر: من اعداد الطالبة

ب. آليات الحوكمة: تنقسم آليات الحوكمة الى آليتين فيما يلي نوضح كلاهما.<sup>20</sup>

**1 - الآليات الداخلية لحوكمة الشركات:** تنصب آليات حوكمة الشركات الداخلية على أنشطة وفعاليات الشركة، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف الشركة وسوف نقوم بحصر أهمها في:

<sup>20</sup> بروش زين الدين و دهيمي جابر، دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري، الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات المالية للحد من الفساد المالي والإداري، يومي 06-07 ماي 2012، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص ص 12-16، بتصرف.



**\* مجلس الإدارة:**

يذكر كل من Harianto & Singh إن الناشطين في مجال حوكمة الشركات والباحثين والممارسين يعدون مجلس الإدارة أحسن أداة لمراقبة سلوك الإدارة، إذ انه يحمي رأس المال المستثمر في الشركة من سوء الاستعمال من قبل الإدارة، وذلك من خلال صلاحياته القانونية في تعيين وإعفاء ومكافأة الإدارة العليا. كما أن مجلس الإدارة القوي يشارك بفاعلية في وضع إستراتيجية الشركة، ويقدم الحوافز المناسبة للإدارة، ويراقب سلوكها ويقوم أدائه، وبالتالي تعظيم قيمة الشركة ولكي تكون هذه المجالس فعالة ينبغي أن تكون في الموقف الذي يؤهلها للعمل لمصلحة الشركة، وفي ذات الوقت تأخذ الأهداف الاجتماعية للشركة بعين الاعتبار، كما يجب أن تمتلك السلطة اللازمة لممارسة أحكامها الخاصة بعيدا عن التدخلات السياسية والبيروقراطية في شؤونها، وتقوم باختيار الإدارة العليا، فضلا عن الإشراف المستمر على أداء الشركة والإفصاح عن ذلك.

**\* لجنة التدقيق:**

ظهر مفهوم هذه اللجنة بعد الا نهيارات المالية لبعض الشركات الكبير كما تم ذكره ، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تم إصدار قانون Sarbanse Oxley Act في سنة 2002، الذي ألزم جميع الشركات بتشكيل لجنة التدقيق لما لها من دور هام في منع حدوث تلك الانهيارات المالية في المستقبل، وذلك من خلال دورها في عملية إعداد القوائم المالية وكذلك في زيادة استقلالية كل من المدقق الداخلي والخارجي وبالتالي فقد أنشأ القانون جهازا جديدا للإشراف وتنظيم المراجعين ووجد قوانين خاصة بمسؤولية الشركة.

**\* التدقيق الداخلي:**

تؤدي وظيفة التدقيق الداخلي دورا مهما في عملية الحوكمة، إذ أنها تعزز هذه العملية، وذلك بزيادة قدرة المواطنين على مساءلة الشركة، حيث يقوم المدققون الداخليون من خلال الأنشطة التي ينفذونها بزيادة المصداقية، العدالة، تحسين سلوك الموظفين العاملين في الشركات المملوكة للدولة وتقليل مخاطر الفساد الإداري والمالي.

**2-3 الآليات الخارجية لحوكمة الشركات:** تتمثل آليات حوكمة الشركات الخارجية بالرقابات التي يمارسها

أصحاب المصالح الخارجيين على الشركة، وسوف تختصر أهمها في:

**\* التدقيق الخارجي:**

يؤدي المدقق الخارجي دورا مهما في المساعدة على تحسين نوعية الكشوفات المالية، ولتحقيق ذلك ينبغي عليه مناقشة لجنة التدقيق في نوعية تلك الكشوفات، وليس مقبوليتها فقط ؛ ومع تزايد التركيز على دور مجالس الإدارة، وعلى وجه الخصوص لجنة التدقيق في اختيار المدقق الخارجي والاستمرار في تكليفه، إذ يساعد المدققون الخارجيون هذه الشركات على تحقيق المساءلة والنزاهة وتحسين العمليات فيها ، ويغرسون الثقة بين أصحاب المصالح والمواطنين بشكل عام.

**\* التشريع والقوانين:**

غالبا ما تشكل وتؤثر هذه الآليات على التفاعلات التي تجري بين الفاعلين الذين يشتركون بشكل مباشر في عملية الحوكمة. لقد أثرت بعض التشريعات على الفاعلين الأساسيين في عملية الحوكمة، ليس فيما يتصل بدورهم ووظيفتهم في هذه العملية، بل على كيفية تفاعلهم مع بعضهم، فعلى سبيل المثال مع إصدار قانون Sarbanes-Oxly Act في سنة 2002 أصبح بلا منازع هو القانون الفيدرالي الأكبر دراميا فيما يتصل بحوكمة الشركات منذ صدور القوانين الأولية في الثلاثينات عن الأوراق المالية. متطلبات جديدة على الشركات المساهمة العامة، تتمثل بزيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، وتقوية إشراف لجنة التدقيق على عملية إعداد التقارير المالية.

### الفرع الثالث: أثر حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية

أولا/ نظرية الوكالة وعلاقتها بحوكمة الشركات : تعتبر نظرية الوكالة من أهم النظريات المفسرة لحوكمة الشركات وعلى اثر الانهيارات العالمية ظهر هذا المصطلح؛ وتعرف الوكالة بأنها علاقة الوكالة هي عقد بموجبه يقوم شخص الموكل باللجوء إلى الشخص آخر يسمى الوكيل من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه<sup>21</sup>، وتهدف هذه النظرية الى تقديم حصة من التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعتقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على مبدأ التقليديين الجدد الذي مفاده : أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته العامة فنظرية الوكالة تحاول البحث عن تصور العقود المثلى بين الأطراف وتفسير سلوك المساهمين والمسيرين بمجرد أن تكون هناك علاقة وكالة ، ومن فروض نظرية الوكالة نجد أهمها في:<sup>22</sup>

\*أن هناك عدم نلتظر في هيكل المعلومات لدى كل من الأصيل والوكيل في ما يتعلق بموضوع الوكالة؛

\*أن أطراف الوكالة - الاصيل والوكيل - يتمتعون بالرشد نسبيا وأن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية؛ وارتبطت الحوكمة بمفهوم فصل الملكية عن التسيير فبسبب كبر حجم المؤسسات وتعقيد عملياتها أصبحت هناك الكثير من العلاقات المتعددة في المؤسسة مثل علاقة الوكالة (الملاك/ الإدارة)، (الملاك / الدائنين)، (الملاك/ المراجع الخارجي).. الخ، ولأن لكل طرف مصلحة فإنهم يسعون إلى تعظيم منافعهم وتحقيق مصالحهم ولو على حساب الأطراف الأخرى، ومن هنا تسعى حوكمة المؤسسات إلى ضمان الانضباط وإدارة المخاطر في تحقيق مصالح جميع الأطراف وضمان الرقابة الفعالة وإدارة المخاطر.<sup>23</sup>

### ثانيا/ مستوى الإفصاح وعلاقته بحوكمة الشركات

<sup>21</sup> الياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي ( الإدارة المالية)، الجزء الأول، طبعة 2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص.ص 418-419.

<sup>22</sup> عدنان بن حيدر بن درويش، مرجع سبق ذكره، ص 75.

<sup>23</sup> حسين عبد الجليل ال غزوي، حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية-دراسة اختيارية على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية-، رسالة ماجستير، رسالة غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، قسم المحاسبة، تخصص تحليل مالي، الأكاديمية العربية في الدنمارك، الدنمارك، 2010، ص 11.

تبرز علاقة الإفصاح بحوكمة الشركات باعتباره من أهم مبادئها التي يجب على الشركة أن تهتم به ، من خلال القوائم والتقارير المالية؛ حيث تتجلى علاقة حوكمة الشركات بالقوائم المالية في التطبيق السليم لمبادئها، مما يساعد على تحقيق معدلات من الأرباح مناسبة، الأمر الذي يساعد الشركات على تدعيم رأسمالها وزيادة الاحتياطات وتراكمها بشكل مستمر، وهو ما يؤدي إلى توسع الشركات ونموها.<sup>24</sup>

### ثالثا/ كفاءة الأسواق المالية في ظل وجود الحوكمة

تكتسي قواعد الحوكمة أهمية بالغة لتحقيق كفاءة أسواق المال، لأنها تؤدي في نهاية المطاف إلى تحقيق التوازن في أسعار الأسهم. ومن المعروف أن كفاءة السوق تتوقف على مدى توفر المعلومات لمجموع المستثمرين في توقيت واحد، وأن الحوكمة لديها الآليات التي تضمن الوصول إلى الإفصاح عن تلك المعلومات التي تمكن من تحقيق كفاءة سوق المال، خاصة من خلال مجموع المزايا التي يوفرها الإفصاح، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

✓ زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من مستوى عدم نلظز المعلومات.

✓ زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يضمن تحسين السيولة وتقليل صانعي السوق.

### المطلب الثاني: مشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية

من خلال هذا المطلب والذي يتحدث عن مشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية سوف نتطرق الى الفروع التالية:

#### الفرع الأول: مفهوم مشكل عدم تناظر المعلومات المالية

أولا/ تعريف المعلومات المالية: هي بيانات تم تنظيمها ومعالجتها لتكون ذات دلالة ومعنى لمستخدميها في اتخاذ مختلف القرارات.<sup>25</sup>

#### ثانيا/ شروط جودة المعلومات المالية:

ولقد حدد Burch وزملائه عشرة خصائص أساسية للمعلومات وذلك على النحو التالي:<sup>26</sup>

**التوقيت Timely:** أي أن يتلقى المستخدم المعلومات خلال الوقت الذي يحتاجها فيه ومعنى هذا عدم وصول المعلومات لمتخذ القرارات بعد الحاجة لها بفترة طويلة لاحتمالات تقادمها .

**الدقة Percision:** الدقة في إجراءات القياس المستخدمة في إعداد المعلومات وتشغيلها وتجهيزها وتلخيصها وعرضها.

<sup>24</sup> محسن أحمد الخضيرى، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، بدون طبعة، القاهرة، مصر، 2005، ص 67.

<sup>25</sup> Romney & Steinberg, Accounting Information Systems, 9<sup>ème</sup> Edition, Prentic Hall, 2003, p213

<sup>26</sup> اسلام ابو غزالة، جودة المعلومات المالية، [http://www.aboughazala.com/2012/11/blog-post\\_9819.html](http://www.aboughazala.com/2012/11/blog-post_9819.html), 2017-03-08

الصحة أو الخلو من الخطأ **Accuracy**: أي درجة خلو المعلومات من الأخطاء سواء كانت لغوية أو رقمية.

إمكانية التعبير الكمي **Quantifiable**: أي إمكانية التعبير عن المعلومات بالأرقام والنماذج الكمية إذا لزم الأمر.

إمكانية التحقق **Verifiable**: أي درجة الاتفاق فيما بين المستخدمين المختلفين عندما يتفحصون نفس المعلومات، والجدير بالذكر إن هذه الخاصية للمعلومات ترتبط بالموضوعية **Objectivity** وتشير الموضوعية في المعلومات إلى الخلو من التحيز وتوافر الدليل الموضوعي القابل للتحقيق.

إمكانية الحصول عليها **Accessible**: أي درجه اليسر والسرعة في الحصول على المعلومات اللازمة.

الخلو من التحيز **Freedom From bias**: أي غياب النية في تعديل أو تحريف المعلومات للتأثير على المتلقي، أو لتحقيق أغراض خاصة.

الشمول **Comprehensiveness**: أي تمامية أو اكتمال المعلومات.

الملائمة **Appropriateness**: مدى ارتباط المعلومات بمتطلبات المستخدم المحتمل لها.

الوضوح **Clarity**: أي خلو المعلومات من الغموض.

ثالثاً/ مفهوم مشكل عدم تناظر المعلومات: يقصد بعدم تناظر المعلومات في السوق المالية عدم إلمام أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية.<sup>27</sup> وتعرف حالة عدم تناظر المعلومات بلحالة التي تكون فيها المعلومات متاحة ومعروفة لطرف واحد، لكن الطرف الثاني لا تتوفر لديه مثل هذه المعلومات، وتؤدي هذه الحالة إلى عدم كفاءة الأسواق المالية لان معظم المستثمرين سيكونون غير قادرين على الوصول إلى المعلومات التي يحتاجون إليها في عملية اتخاذ القرارات، وفي ظل العلاقة التعاقدية بين الأصيل والوكيل لنظرية الوكالة هناك حالة من عدم تماثل المعلومات، إذ أن الاتصال سيكون غير كفء بين الأصيل والوكيل، ويؤثر عدم تناظر المعلومات على الكثير من القرارات المالية مثل سياسات توزيعات الأرباح والتمويل والاعلان عن الأرباح... الخ.<sup>28</sup>

### الفرع الثاني: المشاكل المرتبطة بمشكل عدم تناظر المعلومات المالية

إن الأداء الجيد للأسواق المالية يعني قدرة هذه الأسواق على تعبئة مدخرات أفراد المجتمع وتوجيهها للفرص الاستثمارية الأكثر إنتاجية (ربحية) التي تخدم أغراض النمو الاقتصادي الوطني وتحقيق مستوى معيشي أفضل لأفراد المجتمع أي حسن أداء الاقتصاد الوطني يتطلب وجود أسواق مالية قادرة على تخصيص موارد المجتمع للتخصيص الكفء، لذلك لا بد من وجود ضوابط وترتيبات وتشريعات حكومية لإزالة أي مشكلات أو عوائق تؤثر على أداء

<sup>27</sup> ياسين العايب، مخاطر عدم تماثل المعلومات بين قصور صيغ التمويل التقليدية وحلول الصناعة المالية الإسلامية مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 26 ديسمبر، المنامة، البحرين، 2016، ص03.

<sup>28</sup> دور الحوكمة في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات <http://www.acc4arab.com/acc/showthread.php/62727> لدعم القرارات لاستثمارية 2017-04-09،

الأسواق المالية، وتعتبر مشكلة عدم تناظر المعلومات asymmetric information من المشكلات الهامة التي يجب التصدي لها لما تحدثه من آثار سلبية على أداء الأسواق المالية وبالتالي على الاقتصاد، ويترتب عن عدم تناظر المعلومات نوعين من المشكلات يعتبران من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية، المشكلة الأولى تحدث قبل إتمام الصفقة وتسمى مشكلة الاختيار السيئ Adverseselection problèm، والمشكلة الثانية تحدث بعد إتمام الصفقة وتسمى مشكلة مخاطر سوء النية Moral Hazardproblèm.

**أولاً/ مشكلة الإختيار السيئ:** ومضمونها عدم قدرة أصحاب الأموال على التفرقة بين الصالح والاطاح من الأفراد والمنظمات الذين يسعون للحصول على هذه الأموال لتمويل أنشطتهم الاستثمارية مما يعرضهم للاختيار السيئ أي توجيه المدخرات للطاح، وقد تمنع هذه المشكلة أصحاب الأموال من التعامل في الأسواق المالية، رغم احتمال وجود أفراد ذوي فرص استثمارية منتجة ولديهم القدرة على الوفاء مما يؤدي إلى انخفاض أداء الأسواق وتقليص دورها في تحويل المدخرات من الأفراد والمنظمات الدين لديهم فائض في الأموال ولا تتوافر لديهم فرص استثمارية تخدم أغراض النمو الاقتصادي وتحقق مستوى معيشة أفضل.

**ثانيا/ مشكلة مخاطر سوء النية:** حتى إذا لم يتعرضوا لمشكلة الاختيار السيئ فإنهم عرضة بعد إتمام الصفقة المالية لمخاطر سوء النية كأن تستخدم الأموال في أنشطة غير منتجة أو مرتفعة المخاطر مما يجعل غالبية المدخرين يجمعون عن التعامل مع الأسواق المالية، مما يقلص دور هذه الأسواق في تعبئة المدخرات وتوجيهها لفرص إنتاجية تساهم في زيادة النمو الاقتصادي وتحقيق الرفاهية للمجتمع.

إذن مشكل عدم تناظر المعلومات يترتب عليها تقليص دور الأسواق المالية نتيجة إحصام المدخرين عن التعامل معها، انخفاض كفاءة الأسواق المالية نتيجة دخول بعض المدخرين لاستثمار أموالهم في هذه الأسواق دون توافر معلومات كافية، ارتفاع تكاليف عقد الصفقات، عدم القدرة على تنويع الاستثمارات ومخاطر السعر. وحتى نستطيع التغلب على المشكلتين السابقتين لابد توفير المعلومات للمدخرين وذلك بإنشاء شركات متخصصة في جمع و إنتاج وبيع المعلومات، والالتزام بمعايير الإفصاح والشفافية، ولا بد من توافر معلومات عن أنشطة المديرين باستمرار.<sup>29</sup>

**ثالثاً/ مشكل الوكالة:** ينجم عن علاقة الوكالة نوعان من التضارب، فهي تؤدي إلى بروز التناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة، وبين المساهمين والمقرضين من جهة ثانية ممثلة كالتالي:<sup>30</sup>

### أ. التضارب بين المصالح المساهمين والمسيرين:

إذا كان المسير لا يجوز شخصياً على كامل حقوق الملكية في المؤسسة ، فإن وكالة التسيير التي تنجم عن هذه الوضعية عادة ما تكون مصدر لتكاليف الوكالة ، و من بين أسباب التضارب بين المصالح يمكن أن تكون على

<sup>29</sup> محمد بن بوزيان و مصطفى عبد اللطيف، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالي، ط1، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بدون طبعة، بيروت، لبنان، 2015، ص92.

<sup>30</sup> الياس بن الساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، مرجع سبق ذكره، ص419.

شكل محاولة الوكيل تحويل ثروة غير مالية لصالحه باعتبار أنه لا يفسد من العوائد الكلية لنشاطه مع تحمله شخصيا المسؤولية عنها.

### ب. التضارب بين مصالح المساهمين والمقرضين:

إن العلاقة التي تنشأ بين المقرض والمؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة، ويتمثل هذا المبدأ في اعتبار وجود تباين في المعلومة من حيث المستوى والنوعية بين الأعوان الاقتصاديين وهذا طوال فترة علاقة القرض؛ وعليه فأثناء هذه الفترة قد يجد الموكل نفسه في وضع استحالة التحقيق التام من الجهود التي تبذل من قبل المؤسسة بسبب انعدام او نقص في المعلومة، في هذه الحالة فإن مخاطر عدم التأكد بالنسبة للمقرض تعرف بإمكانية أن تقوم المؤسسة بتحويل رؤوس أموال المقترضة لغايات أكثر مخاطرة مما تم تقديره بشكل يعظم قيمة الاستثمار على حساب المخاطرة، وبالتالي يمكن أن يجد المقرض نفسه أمام حالة تحويل جزء من عوائد الاستثمار من قبل المؤسسة بسبب عدم التناظر في المعلومة، لذلك يحاول المقرض في حالة صعوبات التسديد البحث فيما إذا كان سببها يعود فعلا إلى ظرف غير ملائم أو إلى سلوك انتهازي من قبل المؤسسة.<sup>31</sup>

### الفرع الثالث: أثر مشكل عدم تناظر المعلومات المالية على الأسواق المالية

#### أولا/ أثر عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية:

إن الأسعار في السوق الكفؤة عشوائية لا يمكن التنبؤ بها، فإذا لم تنعكس المعلومات في الأسعار، فهذا يعني وجود فاصل بين وصول المعلومة وانعكاسها في الأسعار، يستغله بعض المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية لأنها غير دائمة، فسرعان ما تنتشر تلك المعلومة بين كافة المستثمرين، ويصبح هامش أرباح أولئك المستثمرين معدوما؛ في هذه الحالة يمكن التنبؤ بالأسعار، وهذا ما يعرف بالاكفاءة التي ينتج عنها فقدان الثقة في السوق المالية التي تبدأ بالانهيار تدريجيا. إن غياب المعلومات يفسح المجال لاستغلالها من قبل عدد محدود من المتعاملين في إنجاز معاملات غير عادلة، لأنها تقوم على استغلال معلومات لا يملكها غيرهم، وبالتالي فحصول بعض المتعاملين على معلومات مهمة غير منشورة قبل غيرهم، يمكنهم من تحقيق أرباح مميزة.<sup>32</sup>

#### ثانيا/ نظرية الإشارة :

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مسيري المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء وخصوصية هذه

<sup>31</sup> نفس المرجع السابق، ص 420.

<sup>32</sup> المعتصم بالله الغرياني، حوكمة شركات المساهمة- دراسة في الأسس الاقتصادية والقانونية-، الدار الجامعية الجديدة، ط1، الاسكندرية، 2008، ص- ص، 149- 150.

المؤشرات يصعب نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة ، نستطيع أن نذكر من بينها هذه المؤشرات المتعددة هيكل رأس المال ، سياسة مكافآت رأس المال أو الإداريين (كبار التنفيذيين) أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة.<sup>33</sup>

- وللتخفيف من حدة عدم تطابق المعلومات، قد تلجأ الشركات المدرجة أسهمها للاكتتاب العام ذات الأداء الجيد لاستعمال أسلوب (Signalling) الإشارة وذلك لتمكين من تمييز نفسها عن الشركات ذات الأداء السيئ لكي تكون الإشارة ذات مصداقية (Credible) يجب أن يكون من الصعب على الشركات ذات الأداء السيئ تقليد هذه الإشارة، بمعنى آخر في حال قررت الشركات ذات الأداء السيئ تقليد هذه الإشارة فإن الأرباح الناجمة عن ذلك ستكون أقل من التكاليف المترتبة.<sup>34</sup>

### المطلب الثالث: دور الحوكمة في تحقيق تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية

سنتناول في هذا المطلب دور الحوكمة في تحقيق تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية حيث تنبثق الفروع التالية:

#### الفرع الأول: العلاقة بين الحوكمة وتحقيق تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية

##### أولاً/ أهمية المعلومات في ظل حوكمة الشركات

لا ريب أن أهم العوامل التي ظهرت من أجلها حوكمة الشركات، هو إعادة الثقة للمتعاملين في أسواق المال، وذلك بعد سلسلة الانهيارات التي طالت الكثير من الشركات العالمية العملاقة كشركة انرون الأمريكية بالتواطؤ مع مكتب الاستشارة الأمريكي ANDERSON CONSULTIS سنة 2002، التي تعد من أهم العبر التي يمكن استخلاصها نتيجة غياب حوكمة الشركات وعدم الالتزام بها، بحيث ضللت شركة انرون المساهمين وكل الجهات العاملة بسوق الأوراق المالية، حيث ثم بعلم مديرها الاتفاق مع مراقبي الحسابات بالتلاعب في التقارير المالية لإخفاء الخسائر وتضخيم الأرباح، مما أدى إلى ارتفاع أسهمها في البورصة ، فاستغل مديروها المعلومات الداخلية المتوفرة لديهم، وقاموا ببيع حصصهم بالشركة لتحقيق أرباح شخصية، وذلك قبل أن يدرك باقي المساهمين و العاملين بالشركة الموقف المالي الحقيقي للشركة والأرباح المتضخمة الوهمية، و التي أدت في النهاية إلى الانهيار المالي للشركة وإفلاسها،<sup>35</sup> وعلى اثر هذا الإفلاس تم إصدار قانون سربانز -أوكسلي (Sarbanes -Oxley) الذي ركز على دور حوكمة الشركات في القضاء على الفساد المالي والإداري والدور الذي يلعبه الأعضاء التنفيذيون في مجالس إدارة الشركات.<sup>36</sup> والتي يمكن أن نؤكد أن معظمها افتقدت إلى دقة وصحة المعلومات المحاسبية. هذه المعلومات تهدف إلى إعطاء تمثيل للواقع الاقتصادي للشركة، وعلى هذا الأساس جاء مبدأ

<sup>33</sup> الياس بن الساسي و يوسف قرشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، مرجع سبق ذكره، ص.ص 429-430.

<sup>34</sup> زينة احمد الاحمد، عن الأكتتابات و مشكلة عدم تماثل <http://www.s-qu.com/forum/showthread.php?t=84807>

بتاريخ 25-03-2017 المعلومات ((مقال))

<sup>35</sup> محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والاداري، مرجع سبق ذكره، ص.14.

<sup>36</sup> نفس المرجع السابق، ص.16.



الإفصاح والشفافية كمبدأ رئيسي تعتمد عليه حوكمة الشركات، والذي ينطوي على إعداد ومراجعة المعلومات المحاسبية والإفصاح عنها بما يتوافق مع المعايير المتعارف عليها.<sup>37</sup>

### الفرع الثاني: أهمية الإفصاح في تخفيض عدم تناظر المعلومات المالية

**أولاً/ تعريف الإفصاح:** الإفصاح هو الالتزام بسياسة الوضوح والشفافية في إظهار جميع المعلومات المحاسبية والحقائق المالية الهامة عن الشركات المقيدة في السوق المالية، التي من شأنها أن تؤثر على سعر الورقة المالية، والتي تم الفئات الخارجية، على وجه الخصوص، بحيث تعينها على اتخاذ قرارات استثمارية وإقراضية رشيدة.<sup>38</sup>

**ثانياً/ النظريات المفسرة لسلوك الادارة بالنسبة للإفصاح:** هناك نظريتين أساسيتين حاولتا ان تفسر سلوك الإدارة بالنسبة للإفصاح تتمثلت فيما يلي:<sup>39</sup>

**أ. نظريات التعاقدات الكفؤة "Efficient Contacts":** وفقا لهذه النظرية، فإن كافة الأطراف تتصرف بالرشد الاقتصادي، فيحاول كل منها تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق التعاقد فيما بينها لمنع استغلال طرف لطرف آخر. وقد أبرزت بحوث عديدة مثل: (Benston, 1986)، (Lew et Penman, 1990)، أن درجة الإفصاح تزداد بزيادة حجم الشركة وارتفاع نسبة الديون الخارجية وزيادة سيطرة المدراء على أمور الشركة.

**ب. نظرية السلوك الانتهازي "opportunist Behavior":** تفترض هذه النظرية أن اختيار الطرق المحاسبية وشكل الإفصاح يتأثر بالسلوك الانتهازي للمدراء، أي أنهم يحاولون تعظيم ثروتهم الممثلة في ملكيتهم للأسهم والمكافآت التي يحصلون عليها، وبالتالي يختارون من الطرق المحاسبية التي من شأنها أن تزيد من الأرباح المالية الحالية على حساب الفترات المستقبلية.

### ثالثاً/ دور الإفصاح في الرفع من تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية:

يعمل الإفصاح على تخفيض عدم تناظر المعلومات "Information Asymmetry" بين الأطراف الداخلية والخارجية، وبالتالي زيادة كفاءة السوق المالي وصولاً إلى الأسعار الحقيقية الأسهم، إلى جانب زيادة حجم العمليات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق.

هذا من شأنه أن يخفف تكلفة العمليات وزيادة العائد منها وتحقيق المنفعة للاقتصاد القومي ككل، ففي ظل الكفاءة التي يتمتع بها السوق يسعى كل طرف جاهدا لتحقيق أغراضه الذاتية دون الإخلال بالتوازن القائم في السوق. وقد ناقشت عدة بحوث الحوافز الخاصة بإدارة الشركات لتحقيق كفاءة السوق عن طريق الإفصاح الذاتي

<sup>37</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، بدون طبعة، الإسكندرية، 1998، ص 132.

<sup>38</sup> فيروز رجال، أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية: دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (1999-2003)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة - الجزائر، 2004، ص 16.

<sup>39</sup> كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، بدون طبعة، الإسكندرية، 2001، ص 33.



عن المعلومات المحاسبية للجمهور كافة، محاولة من خلاله طمأنته بصدق البيانات المفصح عنها، مدعمة ذلك بتقرير مراجع الحسابات الخارجي.

### الفرع الثالث: أهمية الشفافية في الحد من عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية

**أولاً/ تعريف الشفافية:** هي خلق بيئة تكون فيها المعلومات المتعلقة بالظروف والقرارات والأعمال متاحة ومنظورة ومفهومة، وبشكل أكثر تحديدا توفير المعلومات وجعل القرارات المتصلة بالسياسة المتعلقة بالمجتمع معلومة من خلال النشر في الوقت المناسب ولكل الأطراف ذات العلاقة، وعليه فالشفافية هي نقيض الغموض والسرية في العمل.<sup>40</sup>

**ثانيا/ أهداف الشفافية في إطار نظام حوكمة الشركات:** بما أن الشفافية تعتبر من أهم مبادئ حوكمة الشركات التي تعنى توفير بيئة عمل جذابة يسهل من خلالها التنبؤ بالتغيرات الحاصلة فيها، فإن أهداف الشفافية تتمثل في:<sup>41</sup>

- تطوير السوق المالي من خلال تحقيق المصداقية في توفير المعلومات المالية؛

- تعزيز الرقابة الإدارية وزيادة كفاءتها من خلال الدقة والوضوح في الممارسات الإدارية؛

- توفير الوقت وتخفيض التكاليف وتجنب الإرباك في عمل الموظفين؛

### ثالثا/ أهمية الشفافية في الحد من عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية

إن الحوكمة تقوم بأداء دورها والوصول إلى مستوى عال من الشفافية في توفير المعلومات من خلال ما يلي:<sup>42</sup>

**المساءلة و الرقابة:** وقد أكدت على ضرورتها العديد من تقارير التنظيمات الدولية كمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD وذلك لضمان شفافية تدفق المعلومات بين المساهمين والمستويات المختلفة من الإدارة من خلال معرفة وقيام كل طرف بمسؤولياته وحقوقه حيث يتقيد مجلس الإدارة بتقديم المعلومات ذات الجودة للمساهم الذي يقوم بدوره بتنفيذ مشاركته ورقابته في مختلف القرارات المتخذة ومسائلته لمجلس الإدارة في حين يكتف هذا الأخير ورقابته ومتابعته للإدارة التنفيذية.

● **الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة:** وهذا من خلال تطبيق المعايير الدولية موحدة و ذلك لتسهيل وتوحيد قراءة القوائم المالية وضمان وصول معلومات ممتثلة كل الأفراد حيث يعتبر السعي نحو تطبيق معايير المحاسبة الدولية من أهم مظاهر تجسيد حوكمة الشركات.

<sup>40</sup> غضبان حسام الدين، محاضرات في نظرية الحوكمة، دار الحامد للنشر والتوزيع، بدون طبعة، عمان، الاردن، 2015، ص 32 .

<sup>41</sup> نفس المرجع السابق، ص 33.

<sup>42</sup> الياس بن الساسي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات المالية، المؤتمر العلمي حول آليات حوكمة

المؤسسات و متطلبات تحقيق التنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، يومي 25-26 نوفمبر 2013، ورقة، ص 640.

- **دور المراجعة الداخلية:** تولى حوكمة الشركات أهمية كبيرة بالمراجعة الداخلية لما لها من دور في تدعيم الرقابة الداخلية وتقييم العمليات الداخلية بغية تقويمها وكذا تحقيق الضبط الداخلي هذا وتستمد المراجعة الداخلية أهميتها كونها مستقلة وتابعة في نفس الوقت لرئيس مجلس الإدارة.
- **دور المراجع الخارجي:** يعتبر تفعيل دور المراجعة الخارجي من أهم متطلبات الحوكمة إلى جانب كونه العنصر الكمي في القضاء على عدم تناظر المعلومات لما يضيفه من ثقة ومصداقية على معلومات كما أن رأيه المحايد يساعد على الحد من التعارض بين المساهمين والإدارة والحد من المخاطر الأخلاقية الناتجة عن عدم تناظر المعلومات.<sup>43</sup>
- **دور لجان المراجعة:** تؤكد الحوكمة على ضرورة وجود لجان مراجعة كونها الإطار الذي يضمن أكثر دقة وموثوقية للقوائم المالية، إذ تقوم عن الإشراف على كل من المراجعة الداخلية والخارجية كما أنها لجان مستقل هي الأخرى ومن خلالها يمكن تقييم مستويات الحوكمة المطبقة وما يمكنها أن تؤثر على حركة أسهم المؤسسات في الأسواق المالية.
- **تحقيق الإفصاح والشفافية:** من أهم مبادئ الحوكمة نجد الإفصاح والشفافية إذ يعتبر هذا المبدأ حلقة وصل بينهما وبين المعلومات وجودتها حيث بعد تقييد بمعايير الإفصاح السليم عن المعلومات المالية والغير المالية مع توفر الشفافية في ذلك يعتبر معيارا هاما عن تطبيق الحوكمة وأسلوبا للحفاظ على مصالح كل الأطراف.
- ومن خلال مختلف العناصر السالفة الذكر نجد ان الحوكمة في كل منه تحاول الحد من تداعيات مشكلة عدم التناظر المعلومات وذلك في إطار تفعيل دور وظيفة المراجعة والرقابة من خلال دور كل من الرقابة الداخلية والمراجعة الداخلية والخارجية ولجان المراجعة لينصب كل من ذلك في ذلك تحقيق الإفصاح السليم والشفافية من أجل تقليص الفجوة في الحصول على المعلومات بين الأطراف المتعاقدة.

<sup>43</sup> سمير كامل محمد عيسى، اثر جودة المراجعة الخارجية على عملية إدارة الأرباح دراسة تطبيقية، مجلة كافي التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد2، المجلد رقم 45، يوليو، 2008، ص04.

## المبحث الثاني: الدراسات السابقة

في هذا الجزء سيتم عرض مجموعة من الدراسات التي تم رصدها ومراجعتها ضمن القراءات المسحية التي قمنا بها في مجال موضوع دراستنا، حيث اشتملت هذه الدراسات على متغيرات وأبعاد متنوعة في عرض ومعالجة الموضوع، وقد تم الاستفادة من معطياتها بما يخدم أهداف الدراسة وفيما يلي عرض لهذه الدراسات السابقة (عربية، وأجنبية) مرتبة حسب التسلسل الزمني.

### المطلب الاول: الدراسات العربية و المحلية

1 دراسة (حكيمه بوسلمة، 2016) بعنوان: "إختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي - دراسة حالة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال سنة 2014-"<sup>44</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي وبالتحديد سوق عمان المالي، وذلك من خلال معرفة مدى تأثير أسعار الأسهم في هذا السوق بالمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة للشركات المدرجة، وقد شملت عينة الدراسة من جميع شركات المساهمة المنتمية لقطاع الصناعة والبالغ عددها 68 شركة مدرجة في سوق عمان المالي إلى غاية ديسمبر 2014، ومن أجل معالجة الموضوع واختبار فرضياته تم الاعتماد على التقارير المالية المنشورة في الشركات المدرجة، ولقد تم الاستعانة بأسلوب دراسة الحدث Event Study باعتباره المنهج الذي يستخدم لقياس أثر حدث معين أو مجموعة من الأحداث على أسعار الأسهم، كذلك استخدمت مجموعة من الأساليب الإحصائية منها: الوسط الحسابي، اختبار التوزيع الطبيعي، اختبار Paired Sample T-test بالاعتماد على مستوى دلالة (5%) الذي يقابله مستوى الثقة (95%) لتفسير نتائج الاختبارات، وقد توصلت الدراسة إلى عدم كفاءة سوق عمان المالي عند المستوى شبه القوي لأن أسعار الأسهم المتداولة فيه لا تستجيب للمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة للشركات.

2 دراسة (ليث خليل إبراهيم و لقمان محمد أيوب 2014)، بعنوان: "دراسة تحليلية لواقع الإفصاح الطوعي عن المعلومات في المصارف العراقية ومدى تأثيره بتطبيق آليات الحوكمة - دراسة حالة عينة من المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال سنة 2011-"<sup>45</sup>

<sup>44</sup> حكيمه بوسلمة، بعنوان اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي-دراسة حالة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال سنة 2014، الدراسة عبارة عن مقال في مجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد الخامس، الجزائر، ديسمبر، 2016.

<sup>45</sup> دراسة ليث خليل إبراهيم و لقمان محمد أيوب، بعنوان دراسة تحليلية لواقع الإفصاح الطوعي عن المعلومات في المصارف العراقية ومدى تأثيره بتطبيق آليات الحوكمة دراسة حالة عينة من المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال سنة 2011، الدراسة عبارة عن مقال في جامعة الموصل المؤتمر السنوي 20 لجيش تحرير السودان-AGC الدوحة، قطر 25-27 مارس 2014.

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة واقع مستويات الإفصاح الطوعي عن المعلومات في المصارف العراقية ومدى تأثره بآليات الحوكمة المطبقة فيها، وهدفت الدراسة كذلك إلى تحليل أثر آليات الحوكمة على مستوى الإفصاح الطوعي، وقد شملت عينة الدراسة 10 مصارف عراقية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال السنة المنتهية 2011 من خلال تقارير المالية السنوية والشهرية للمصارف عينة البحث، وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على اختبارات علاقات الارتباط ونموذج الانحدار الخطي البسيط، حيث خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج كانت أهمها في وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية موجبة بين آليات حوكمة المصارف والإفصاح الطوعي وهذا يفسر حقيقة وجود مثل هذا الارتباط الذي يؤكد بضرورة إلزام المصارف عينة البحث باليات الحوكمة للوصول إلى تحقيق وتعزيز مستوى الإفصاح الطوعي، وكذلك أظهرت النتائج بان آليات مجلس الإدارة لها تأثيرا معنويا موجبا على الإفصاح الطوعي وهذا ما يعزز دور حوكمة المصارف في تحقيق مستويات جيدة من الإفصاح الطوعي.

**3 دراسة (علام محمد موسى حمدان 2014)، بعنوان: "العلاقة بين الحاكمية المؤسسية و توزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل الخارجي -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة 2008-2011-46"**

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم دليل إضافي حول علاقة الحاكمية المؤسسية بسياسة توزيع الأرباح في عينة مكونة من (175) شركة مساهمة عامة كويتية، وهي تمثل (8%) من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، خلال الفترة (2008-2011)، وقد استندت الدراسة على قاعدة بيانات السوق المالية الكويتية والقوائم المالية والملاحظات المرفقة بها، للحصول على بيانات توزيعات الأرباح والحاكمة المؤسسية وغيرها من متغيرات الدراسة، فقد استخدم صاحب الدراسة نموذج الانحدار المتعدد، الذي تم التعبير عن المتغير التابع بسياسة توزيع الأرباح، أما المتغيرات المستقلة، فقد تمثلت في أربع خصائص للحاكمية المؤسسية وباستخدام مجموعة من الاختبارات المعلمية؛ حصلت الدراسة على أدلة تجريبية تدعم وجود علاقة ايجابية بين الحاكمية المؤسسية وسياسة توزيع الأرباح، فالشركات الكويتية التي ارتفعت فيها مستويات الحاكمية المؤسسية أدت إلى زيادة توزيعات الأرباح فيها خلال فترة الدراسة؛ وهذا ما يدل أن تلك الشركات تعمل على تخفيض تكلفة الوكالة وإزالة التعارض بين حملة الأسهم والمديرين عبر توزيع الفائض من التدفقات النقدية التي لم تستخدم في التمويل الداخلي توزيعه الى من ، وتدعم فرضية أن زيادة التوزيعات تأتي نتيجة لجودة الحاكمية المؤسسية، ولم تؤثر في هذه العلاقة صعوبات التمويل الخارجي.

<sup>46</sup>دراسة علام محمد موسى حمدان، بعنوان العلاقة بين الحاكمية المؤسسية و توزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل الخارجي -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة 2008-2011، الدراسة عبارة عن مقال في مجلة الأردنية لإدارة الأعمال المجلد 10، العدد 1، الأردن، 2014.

4 دراسة (عبد المطلب عثمان محمود دليل ، 2012) بعنوان: "نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة ميدانية على عينة من شركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2010-<sup>47</sup>"

هدفت الدراسة إلى التعرف على سوق الأوراق المالية الكفاء وعلاقته بالمعلومات والممارسات المحاسبية الخاطئة، والتعرف على مستوى تطبيق الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لقواعد وآليات حوكمة الشركات، وبناء نموذج كمي للعلاقة بين قواعد وآليات حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية واختبار هذه العلاقة، كما أن الدراسة تسعى للحصول على دليل ميداني يبرز عن مدى تطبيق قواعد وآليات الحوكمة من قبل الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وقد شملت عينة الدراسة 46 شركة مدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2010 موزعة على ثمانية قطاعات حيث اعتمدت منهجية الدراسة على جمع البيانات من واقع التقارير السنوية لسوق الخرطوم عن طريق أسعار الإغلاق لأسهم عينة الدراسة دون التطرق للأداء المالي للشركات المدرجة في السوق ومعالجتها بالاعتماد على البرنامج الإحصائي spss، ولقد أظهرت نتائج الدراسة انه هناك حاجة إلى تطبيق قواعد حوكمة الشركات في بيئة الأعمال السودانية، لأن قواعدها أصبحت شعاراً يتبناه القطاع العام والخاص على حد سواء ووسيلة لتعزيز الثقة في الاقتصاد أي دولة، ودليل لوجود سياسات عادلة وشفافة وقاعدة لحماية المتعاملين في سوق المال وكذلك تطبيق حوكمة الشركات يساعد على رفع كفاءة سوق المال من خلال توفيرها لمجموعة من القواعد الأخلاقية والمهنية، والتي بتطبيقها تلعب دوراً هاماً في مجال الإصلاح المالي والإداري؛ وكذلك بينت الدراسة وجود تأثير جوهري للمتغيرات المستقلة قاعدة الإفصاح، آلية فعالية المساهمين، آلية المراجعة الداخلية، لجنة المراجعة وآلية مجلس الإدارة على كفاءة السوق ، وعدم وجود تأثير جوهري لآلية حقوق أصحاب المصالح، وآلية المراجعة الخارجية على كفاءة سوق الأوراق المالية.

5 دراسة (حسين عبد الجليل آل غزوي، 2010) بعنوان: "حوكمة الشركات و أثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية -دراسة اختبارية على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية-"<sup>48</sup>

هدفت هذه الدراسة الى تبين اثر حوكمة الشركات على مستوى الإفصاح في القوائم المالية في شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية، حيث شملت عينة الدراسة 89 شركة مساهمة عامة في المملكة العربية السعودية

<sup>47</sup> دراسة عبد المطلب عثمان محمود دليل، بعنوان نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة ميدانية على عينة من شركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2010، الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية الدراسات العليا والبحث العلمي، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2012.

<sup>48</sup> دراسة حسين عبد الجليل آل غزوي، بعنوان حوكمة الشركات و أثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية -دراسة اختبارية على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية، دراسة عبارة عن رسالة ماجستير، غير منشورة، الأكاديمية العربية، كلية الادارة والاقتصاد، قسم المحاسبة، الدنمارك، 2010.

و تحليلها عبر مؤشر الإفصاح في القوائم المالية والتي اعتبرت أداة لقياس نموذج الدراسة، وقد استخدمت الدراسة الأساليب الإحصائية الوصفية الاستدلالية عن طريق نموذج الانحدار المتعدد، و توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج كانت أهمها وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية في شركات المساهمة في المملكة العربية السعودية وبين مستوى الإفصاح في القوائم المالية، وكذلك وجود علاقة سالبة بين استقلال مجلس الإدارة في شركات المساهمة في المملكة العربية السعودية وبين مستوى الإفصاح في القوائم المالية ولكن ليست ذات دلالة إحصائية.

**6** دراسة (ماجد اسماعيل ابو حمام، 2009) بعنوان: "اثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية-دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"-<sup>49</sup>

هدفت هذه الدراسة الى المناقشة أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. حيث تم التطرق إلى مفهوم الحوكمة وبيان أهميتها وأهدافها وقواعدها ومدى تأثير كل من الإفصاح وجودة التقارير المالية بتلك القواعد، ومن ثم توضيح جوانب العلاقة المتداخلة بينهما، وقد استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي في إجراء الدراسة من خلال جمع البيانات من مصادرها الأولية والثانوية حيث تم جمع البيانات من خلال استبانته أعدت خصيصا لهذا الغرض، وتم توزيعها على مجتمع الدراسة البالغ عدده 150 من مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين في الشركات المساهمة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية العاملة في فلسطين، في تحليل البيانات واختبار الفرضيات، وقد تم استخدام برنامج التحليل الإحصائي (SPSS)، حيث توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج كان أهمها في أن تطبيق قواعد الحوكمة قد ساهم بشكل كبير في تعزيز دور الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، كما أن تطور ثقافة الحوكمة انعكس بشكل رئيسي على تحسين موقع الشركات واستمراريتها نحو بلوغ أهدافها، وقد أوضح البحث ضرورة توفر المقومات اللازمة لضمان تنفيذ الحوكمة من خلال إنشاء تنظيم إداري ومهني متكامل يقوم على أسس مصداقية مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين.

<sup>51</sup>دراسة ماجد إسماعيل أبو حمام، بعنوان أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية-دراسة ميدانية على الشركات

المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، الدراسة عبارة عن رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية،

غزة، 2009.

**1-Dariush Bahmani, 2014, The Relation between Disclosure Quality and Information Asymmetry.**<sup>50</sup>

هدفت هذه الدراسة على البحث عن العلاقة التي تربط بين جودة الإفصاح الطوعي وعدم التماثل المعلومات في بورصة طوكيو، لفحص هذه الفرضية تم دراسة 125 شركة مدرجة في بورصة طوكيو خلال عام 2008 حتى عام 2012، ولقد استخدم صاحب الدراسة الأ أسلوب الإحصائي المتمثل في نموذج الانحدار المتعدد لاختبار الفرضيات، وخلص إلى أن هناك علاقة سلبية بين نوعية الإفصاح الطوعية الشركات وجودة الأرباح، هذه النتيجة تبين أن الكشف عن المعلومات المالية بطريقة موثوقة وتوقيت منخفض للتباين في المعلومات لكسب الجودة وفيما يتعلق بمسألة أهمية عدم تناسق المعلومات في سوق رأس المال ودورها في ثقة المستثمر، وجود علاقة ذات دلالة بين جودة الإفصاح وأرباح معايير الجودة؛ وبعبارة أخرى فإن الزيادة في التباين في المعلومات أدى شركة للقضاء على أي عواقب وخيمة محتملة، لديهم الحافز لزيادة جودة الإفصاح موثوق بها في الوقت المناسب.

**2-Neeranuch Nuengwan, 2013, The effect of information disclosure on information asymmetry,**<sup>51</sup>

هدفت هذه الدراسة الى البحث بين افصاح معلومات ومشكلة عدم تناظر المعلومات، وذلك انطلاقاً من عينة مشاهدات بلغت 84204 مشاهدة على مستوى بورصة تايلاند الفترة الممتدة من 1999-2007 بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد ذو المرحلتين TSLS Regressions الانحدار التدريجي وتوصل الباحثون إلى نتيجة مفادها أن ارتفاع افصاح معلومات والشفافية يؤديان إلى التخفيض من مشكلة عدم تناظر المعلومات.

**3-Reza Zare, 2013, Dividend policy and information asymmetry from the signaling perspective**<sup>52</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومشكلة عدم تناظر المعلومات من خلال نظرية الإشارة، و مقارنة المحتوى المعلوماتي لتلك الإشارات، انطلاقاً من عينة متكونة من 88 مؤسسة مسعرة في بورصة طهران للفترة الممتدة ما بين 2003-2010، بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد، و لقد أظهرت نتائج الدراسة على انه توجد علاقة ايجابية و ذات دلالة معنوية بين التغير في سياسة توزيع الأرباح وعدم تناظر المعلومات، كما أظهرت نتائج الدراسة حساسية المستثمرين للتغيرات الحاصلة في الربح الخاص بكل سهم حيث انه بارتفاع الأرباح ترتفع حصة كل سهم من الربح الموزع، بالمقابل اي انخفاض للربح الموزع للسهم يشير هذا الوضع قلق المستثمرين فيرتفع عدم تناظر المعلومات.

<sup>50</sup> Dariush Bahmani, The Relation between Disclosure Quality and Information Asymmetry. Lavasanat branch of Payame Noor University, Iran. International Journal of Financial Research Vol. 5, No. 2; 2014 [www.sciedu.ca/ijfr](http://www.sciedu.ca/ijfr)

<sup>51</sup> Neeranuch Nuengwan et al, The effect of information disclosure on information asymmetry, investment, Management and Financial, Innovation, 1, 2013

<sup>52</sup> Reza Zare et Al, Dividend policy and information asymmetry from the signaling perspective, Asian Economic and Financial Review, 2013, 3(4), 445-463



المطلب الثالث: التعقيب على الدراسات السابقة

**الفرع الاول: مجالات الاستفادة من الدراسات السابقة:**

أ- الاطلاع على منهج تلك الدراسات والاستفادة منها في بناء الإطار النظري للبحث الحالي ومقارنة النتائج.

ب- الاطلاع على الجانب التطبيقي لتلك الدراسات مما ساعد في تحديد متغيرات البحث الحالي والعينة المناسبة.

ج- التعرف على الوسائل الإحصائية المستخدمة في هذه الدراسات، وتحديد الوسائل الأكثر ملاءمة لاختبار فرضيات البحث الحالي.

د- التعرف على الأهداف التي سعت إليها تلك الدراسات وأهم الاستنتاجات التي توصلت إليها لينطلق منه البحث الحالي.

**الفرع الثاني: اوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:**

- **الهدف:** هدفت أغلبية الدراسات السابقة إلى دراسة العلاقة بين الحوكمة والإفصاح المحاسبي للمعلومات المالية إلا انه في دراستنا تطرقنا إلى دراسة أهمية الحوكمة في التخفيض من حدة تناظر المعلومات المالية.

- **العينة:** شملت عينة الدراسات السابقة مختلف القطاعات اما في دراستنا قمنا بحصر القطاعات إلى قطاعين صناعي والاخر خدماتي لمعرفة مدى تطبيق عينة الدراسة لقواعد الحوكمة، وكذلك دراستنا شهدت عددا كبير من المشاهدات على غرار مشاهدات عينات الدراسات السابقة.

- **متغيرات الدراسة:** اعتمدت أغلبية الدراسات السابقة على متغيرات تمثلت في آليات الحوكمة وقواعدها أما في دراستنا استعنا بمتغيرات جديدة للاستفادة منها في الخروج بالنتائج مثل الإعلان المستمر عن الأرباح ومتغير سياسة توزيع الأرباح.

- **أسلوب الدراسة:** أغلبية الدراسات السابقة اقتصرت على الأسلوب الانحدار المتعدد والبرنامج الإحصائي SPSS الا انه في دراستنا هذه ركزنا على أسلوب إحصائي حديث ومتطور تمثل في البيانات المقطعية الزمنية بانل.

- **النتائج:** أغلبية الدراسات السابقة توصلت الى وجود علاقات وارتباط بين متغيرات الدراسة الا انه في دراستنا هذه توصلنا الى وجود تأثير كلي للمتغير المستقل على المتغير التابع.



### خلاصة الفصل الأول:

تعرضنا في الفصل الأول للإطار النظري لأهمية الحوكمة في مواجهة مشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية من خلال إبراز مفهوم حوكمة الأسواق المالية و أهميتها و أهدافها ومبادئها ، ثم التطرق إلى التعريف بمشكلة عدم تناظر المعلومات المالية واهم المشاكل المرتبطة بها وفي الأخير إبراز دور الحوكمة في تحقيق التناظر في المعلومات المالية من خلال الإفصاح والشفافية في المعلومات ، وهذا كّلّه في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني فتناولنا فيه مجموعة من الأبحاث والدراسات السابقة التي لها صلة بالموضوع والتعقيب على هذه الدراسات من خلال تبيان مجالات الاستفادة من هذه الدراسات في دراستنا الحالية وأهم ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة.

# الفصل الثاني

### تمهيد الفصل الثاني:

بعد أن تطرقنا في الفصل النظري إلى دراسة أهمية الحوكمة في مواجهة مشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية ، وكذا الدراسات السابقة للموضوع، سنحاول في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري لبعض آليات الحوكمة كالإفصاح والشفافية ، على الواقع وذلك بإجراء الدراسة على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة 2004 إلى غاية 2015.

ولالإلمام أكثر بالموضوع ارتأينا أن نقسم هذا الفصل إلى مبحثين، بحيث سوف نخصص المبحث الأول إلى التعريف ببورصة عمان للأوراق المالية و بمجتمع وعينة الدراسة، طريقة جمع و تلخيص المعطيات، التعريف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها وكذا الأدوات القياسية المستخدمة في معالجة المعطيات، أما المبحث الثاني من هذا الفصل يخصص إلى عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها واختبار تطابقها مع فرضيات الدراسة.

## المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة

سنتطرق في هذا المبحث الى التعرف على الطريقة والادوات المستخدمة في الدراسة ، وذلك من خلال المطالب التالية:

### المطلب الاول: الطريقة المستخدمة في الدراسة

#### الفرع الأول: الإطار التنظيمي لسوق عمان للأوراق المالية

##### 1/ تأسيس بورصة عمان:

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة. تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة. تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعاقل ، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية. تقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة. ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات . كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت. تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، والاتحاد الدولي للبورصات.

##### 1-2 الرؤية:

سوق مالي متقدم ومتميز تشريعيا وتقنيا على المستوى الإقليمي والعالمي متماشيا مع المعايير العالمية في مجال الأسواق المالية ويسهم في توفير بيئة جاذبة للاستثمار.

##### 1-3 الرسالة:

توفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتوفير بيئة آمنة لتداول الأوراق المالية لزيادة الثقة بسوق الأوراق المالية وخدمة الاقتصاد الوطني.

##### 1-4 الأهداف:

✓ إيجاد بيئة استثمارية جاذبة وآمنة ومنافسة تتسم بالشفافية والمصداقية.

- ✓ تطوير عمليات وأساليب وأنظمة تداول الأوراق المالية وفق أحدث الطرق المتبعة عالميا.
- ✓ تطوير العمل في البورصة والتميز في الخدمات التي تقدمها للجهات ذات العلاقة.
- ✓ نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
- ✓ تنمية الوعي الاستثماري لكافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.
- ✓ زيادة عمق وشفافية السوق وتنويع الأدوات المالية المتاحة للمستثمرين.
- ✓ تعزيز التعاون المشترك مع البورصات والمنظمات والاتحادات العربية والإقليمية والدولية.

### 1-5 القيم الجوهرية:

- الأمانة والنزاهة: العدل والمساواة في التعامل مع جميع الجهات ذات العلاقة.
- الشفافية: الإفصاح عن جميع المعلومات بشكل دقيق وسريع وبنفس الوقت ولجميع الجهات.
- التميز والإبداع: تبني وتطبيق معايير التميز في كافة جوانب العمل في البورصة.
- الكفاءة: الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة وتحقيق الأهداف بأقل تكلفة وأقل وقت ممكن.
- التحسين المستمر: المراجعة الدائمة للأداء وتطبيق أفضل الممارسات العالمية.
- الاهتمام بالموظفين: رفع كفاءة الموظفين والحفاظ على بيئة عمل مهنية وتعزيز العمل بروح الفريق.
- الانفتاح: التشاور مع الشركاء الاستراتيجيين وتلقي الآراء حول الخدمات المقدمة وأخذها بعين الاعتبار وصولاً إلى خدمات متميزة.

### 1-6 نظرة مستقبلية

- سوف تعمل بورصة عمان على تحقيق مساعيها ومشاريعها التي تهدف إلى التطوير المستمر من اجل المحافظة على الدور البارز الذي تحتله بورصة عمان بين أسواق المنطقة، حيث ستعمل على إنجاز ما يلي:
- ✓ تطبيق نظام تداول الكتروني جديد.
  - ✓ تطبيق نظام للرقابة على تداول الأوراق المالية.
  - ✓ عمل لقاءات تعريفية لحث الشركات على إصدار أوراق مالية جديدة مثل الصكوك والسندات.
  - ✓ حث الشركات العائلية على التحول لشركات مساهمة عامة والإدراج في السوق.
  - ✓ احتساب مؤشر جديد لبورصة عمان بالتعاون مع مؤسسة دولية متخصصة.
  - ✓ تطوير تطبيقات عامة لبورصة عمان على الأجهزة الذكية.
  - ✓ القيام بعمليات لتوعية المجتمع المحلي والتعريف بسوق رأس المال والفرص الاستثمارية المتاحة.

### الفرع الثاني: الواقع العملي لسوق عمان المالي

### 2-2: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني

تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك تعزيزاً لنمو القطاع الأهلي وتوسيع وتنويع قاعدة الاقتصاد الأردني وسعيًا للارتقاء إلى

المعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية. وقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 من أهم معالم هذه التطورات حيث يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق رأس المال الأردني حيث هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال بنيته التحتية بما يتفق والمعايير الدولية تحقيقا للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية. ويتمثل الطابع المركزي في إعادة الهيكلة في فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي والذي سترك للقطاع الأهلي حيث تتولى هيئة الأوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي، وتتولى بورصة عمان / سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية الدور التنفيذي. وبموجب هذه الأهداف فقد تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان المالي وهي:

1- هيئة الأوراق المالية ( Jordan Securities Commission )

2- بورصة عمان/ سوق الأوراق المالية ( Amman Stock Exchange )

3- مركز إيداع الأوراق المالية ( Securities Depository Center )

### 2-3-1: هيئة الأوراق المالية

تهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة ومركز الإيداع ومعتمدي المهن المالية، كما تهدف الهيئة إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين وتمتع هيئة الأوراق المالية باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء، مما يعزز من دورها المستقبلي وبمكناها من تحقيق أهدافها الرقابية على سوق رأس المال بكفاءة عالية، وللهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء متفرغين، حيث تتمثل صلاحيات المجلس في إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز، هذا بالإضافة إلى منح التراخيص المصدرة بموجب القانون وتحديد حدود للعمليات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية وأعضاء المركز، كذلك اعتماد المعايير المحاسبية والتدقيق للجهات الخاضعة لرقابتها وكذلك المعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين للتدقيق على الجهات الخاضعة لرقابتها.

### 2-3-2: مركز إيداع الأوراق المالية

لقد تم إنشاء هذا المركز بتاريخ 10/05/1999 وذلك من أجل الحفاظ على ملكية الأوراق المالية ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء، حيث يتمتع هذا المركز بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري ولا يهدف إلى الربح ويدار من قبل القطاع الأهلي.

### الفرع الثالث: منهجية الدراسة

#### أولا/ مجتمع الدراسة وعينتها:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة 2004-2015، والتي تحقق الشروط التالية:

- أن تكون مؤسسات عينة الدراسة مدرجة في السوق الأول والثاني؛
  - أن لا تكون عينة الدراسة قد أوقفت عن التداول خلال فترة الدراسة؛
  - أن تكون ملتزمة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات عن طريق الدليل الصادر عن هيئة الأوراق المالية بتاريخ 2008/07/29 الذي يوصي بضرورة احترام مبادئ الحوكمة الدولية وأنها تلزمها بتطبيق هذه القواعد<sup>53</sup>.
  - ان تكون هذه المؤسسات تفصح عن كافة المعلومات المالية والبيانات حسب تعليمات الإفصاح الخاصة ببورصة عمان.<sup>54</sup>
  - يتم استثناء المؤسسات ذات الطابع المالي مثل شركات التأمين، البنوك، الشركات العقارية.. الخ من عينة الدراسة نظرا لنظامها المحاسبي الخاص؛
- وقد ضمت عينة الدراسة 10 شركات مساهمة انطبقت عليها الشروط السابقة الذكر؛ منها 6 شركات من قطاع الصناعة من أصل إجمالي 66 شركة وذلك لتوفر البيانات المالية و المعلومات الخاصة بالمتغيرات الدراسة على غرار النقص في البيانات المالية عن باقي الشركات الأخرى، و 4 شركات من قطاع الخدمات من اصل إجمالي 150 شركة كذلك لتوفر البيانات و التقارير المالية السنوية خلال سنوات الدراسة.

### ثانيا/ مصادر جمع المعلومات :

البيانات الأولية: تم جمع المعطيات والبيانات المالية لمتغيرات الدراسة المتمثلة في التقارير المالية الصادرة عن هذه المؤسسات بشكل سنوي وعلى امتداد الفترة الزمنية المدروسة حسب الروابط الالكترونية التالية.

\*مركز إيداع الأوراق المالية:

[https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com\\_members\\_info](https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_members_info)

\*بورصة عمان للاوراق المالية:

<http://www.ase.com.jo/ar>

البيانات الثانوية: تم جمع المعلومات من الكتب، المجلات، المنشورات، الملتقيات، المواقع الالكترونية، بالإضافة إلى الدراسات السابقة المتعلقة بجوانب الموضوع.

ثالثا/ متغيرات الدراسة:

<sup>53</sup> دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان - مركز إيداع الأوراق المالية

- 01-21 [76&Itemid=49 https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com\\_content&task=view&id=8](https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&id=8) 2017

<sup>54</sup> تعليمات الإفصاح <http://www.ase.com.jo/ar/node/818> 2017-01-23

تطلق الدراسة من قاعدة بيانات مستخرجة بشكل أساسي من بورصة عمان للاوراق المالية فضلا عن التقارير السنوية للمؤسسات المشكلة للعينة المدروسة للفترة 2004-2015 حيث تم احطي متغيرين للوقوف على دور بعض آليات الحوكمة في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات، وقد تم الاكتفاء بمتغيرين فقط نتيجة لتعذر الوصول الى متغيرات أخرى كان بالإمكان إدماجها في الدراسة ( كاليانات المتعلقة بالإفصاح الطوعي مثلا Voluntary disclosure : توقيت الإعلان عن الأرباح Timeliness of the announcement of earnings ، .....). وذلك لتعذر الوصول الى بيانات التي تسمح بقياس تلك المتغيرات وبناءا عليه تم الاكتفاء بالمتغيرات الآتية :

### المتغير التابع:

- متغير الإعلان المستمر عن الأرباح (Earnings persistence (EARP) والذي تم تقديره بالعلاقة المقترحة من طرف (Francis et al 2004) كآتي :

$$EARP_{i,t} = \lambda_{01} + \lambda_{11}EARP_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث تم اعتماد هذا المتغير كمؤشر يسمح بقياس مشكلة عدم تناظر المعلومات، إذ أن المؤسسة التي تعلن عن أرباحها بشكل مستمر تنقص فيها حدة مشكلة عدم تناظر المعلومات، في حين أنها تزيد عند المؤسسات التي لا تقوم بالإعلان عن الأرباح التي تحققها؛ ولذلك أعطينا القيمة (0) للمؤسسات التي لم تقم بالإعلان عن توزيعات الأرباح خلال فترة الدراسة، والقيمة (1) للمؤسسات التي قامت بتوزيع الأرباح خلال فترة الدراسة وذلك من خلال الموقع التالي. <http://www.mubasher.info/countries/om/earnings>.

### المتغير المستقل:

- متغير سياسة توزيع الأرباح (Devidend policy (DPS) والذي تم تقريبه بالعلاقة :

$$\frac{\text{الأرباح الموزعة للسهم (dividend per share)}}{\text{السعر السوقي Stock Price}}$$

حيث تم اعتماد هذا المتغير كمؤشر يعبر عن إحدى آليات الحوكمة باعتبار أن قرارات الإفصاح عن توزيع الأرباح تعطي الانطباع عن حسن نية مجلس الإدارة، بما يعزز الثقة المتبادلة بين المساهمين ومجلس الإدارة، إذ أن الأرباح الموزعة تسمح بقياس العائد الموزع للسهم مما ينعكس على شفافية ووضع المعلومات المالية السائدة في السوق وقد تحصنا على بيانات هذا المتغير من خلال موقع هيئة الاوراق المالية.<sup>55</sup>

<sup>55</sup> مركز إبداع الأوراق المالية



وسيتيم معالجة متغيرات الدراسة بأسلوب بيانات السلاسل المقطعية الزمنية لتواجد عشر مقاطع في بورصة عمان خلال فترة زمنية ممتدة الى 12 سنة، باستخدام منهجية التكامل المشترك لبيانات البانل التي تسمح بالحفاظ على الخصائص الأساسية للسلاسل الزمنية دون إقصاء للخصائص ذات البعد الفردي (عند الاكتفاء بدراسة البيانات المقطعية) حيث تتمثل الخطوة الأولى في الدراسة، محاولة الوقوف على النموذج الملائم لطبيعة بيانات البانل المشكل للعينة (هل البيانات تشكل نموذج آثار ثابتة ام نموذج آثار عشوائية؟) ومن ثم دراسة استقرار السلاسل الزمنية، وعلاقات التكامل المتزامن لمتغيرات الدراسة، ليتم في الأخير تقدير علاقات المدى الطويل و القصير من خلال نموذج البانل الديناميكي (DOLS) و نموذج تصحيح الخطأ لبيانات البانل (Panel-VECM).

### المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

سنتطرق في هذا المطلب إلى الأدوات القياسية المستخدمة لتحقيق أهداف الدراسة والإجابة على الإشكالية المطروحة.

#### الفرع الأول: الإطار النظري للتحليل القياسي باستخدام بيانات الزمنية المقطعية (DATA PANEL)

##### أولاً/ مفهوم البيانات الزمنية المقطعية وأهميته:

نعني بمصطلح بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو معطيات البانل مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الأفراد في عدة فترات من الزمن، بحيث أنها تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت، فبالنسبة للبيانات المقطعية فهي تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية (شركات أو دول أو اسواق) عند فترة واحدة، بينما تصف بيانات السلاسل الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة ، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات البانل كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة ، فإذا كانت الفترة الزمنية نفسها لكل الأفراد نسمي نموذج البانل - المتوازن - ، أما إذا اختلفت الفترة الزمنية من فرد لآخر يكون نموذج البانل - غير متوازن -<sup>56</sup>.

والجدير بالذكر، بأن هناك عدة تسميات لبيانات البانل فقد تسمى بالبيانات المدجة والتي تشتمل على أعداد كبيرة من المفردات، كما تسمى أيضا بيانات longitudinal Data عندما تحتوي على سلاسل زمنية طويلة ، وأي من هذه التسميات متماثل، بحيث أن استخدامها في الأدب التطبيقي كان عاما والتسمية التي سنعتمد عليها في دراستنا ستكون بيانات البانل DATA PANEL.<sup>57</sup>

##### ● أهمية استخدام معطيات البانل:

إن التقدير حسب هذه البيانات له مزايا مهمة ويعطي نتائج أكثر دقة لأنها تأخذ بعين الاعتبار المعلومات ذات البعد الزمني في السلسلة الزمنية وكذلك البعد المقطعي في الوحدات المختلفة، لذلك يمكن القول بأن معطيات

<sup>56</sup> Deilman ,1989, **Pooled Cro-Sectional and time series data analysis**, Texas Christian University,USA.p 02.

<sup>57</sup> Free. A and Kim, 2007, **Longitudinal and Panel Data**, University of Wisconsin, Madison,p 03.

- البانل تتمتع ببعدها مضاعف بعد زمني وبعدها فردي، هذا ما جعل دراستها الميدانية أكثر فعالية ونشاط في الاقتصاد القياسي وبالتالي فهي تكتسي أهمية بالغة نوجزها في النقاط التالية:<sup>58</sup>
- الأخذ بعين الاعتبار تأثير الخصائص غير المشاهدة للأفراد على سلوكياتهم مثل: تأثير الخصائص الاجتماعية، السياسية أو الدينية للبلدان على الأداء الاقتصادي، أي أن معطيات البانل ببعدها الثنائي تأخذ بعين الاعتبار تصرفات أو سلوكيات الأفراد عبر الزمن .
  - القدرة على تحديد بعض الظواهر الاقتصادية مثل التقدم التقني واقتصاديات الحجم، وبالتالي علاج مشكل عدم قابلية تقسيم اقتصاديات الحجم والتقدم التقني في تحليل دوال الإنتاج.
  - يسمح هذا النوع من المعطيات للباحث بدراسة الاختلافات والفوارق في السلوك بين الأفراد بحيث أن البعد المضاعف الذي تتمتع به البيانات البانل يمكن ترجمته على أنه بعد مضاعف للمعلومة المتوفرة أكثر من تلك المقطعية أو الزمنية. وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية .
  - تتميز بيانات البانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل، وهذا ما يؤثر إيجابياً على دقة المقدرات .
  - تعتبر معطيات البانل الإطار الملائم لتطور تقنيات التقدير والنتائج النظرية .
  - في الواقع التطبيقي، فإن نماذج البانل تسمح بدراسة مشاكل يستحيل دراستها باستخدام البيانات العرضية أو السلاسل الزمنية، بحيث تساعد في منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ Heteroscedasticity الشائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية، فبخلاف السلاسل الزمنية للاقتصاد الكلي فإن نماذج البانل تجعل من الممكن تحليل السلوك عند مستوى الوحدات الفردية مع ضبط انعدام التجانس بينهما، لأن كل واحد من المصادر الهامة لانعدام ثبات التجانس لبيانات المقطع العرضي هو حذف معلومات ثابتة نسبياً من الوحدات الفردية، ومن هنا تظهر أهمية استخدام بيانات البانل بأنها تأخذ بعين الاعتبار ما يسمى - بعد التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ - الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية.<sup>59</sup>
  - إن استخدام معطيات البانل سيتيح لنا التخفيف من مشكلة التعدد الخطي Multicollinearity .

### الفرع الثاني: النماذج الأساسية لبيانات البانل

لقد اكتسب منهجية دراسة بيانات البانل في الفترة الأخيرة اهتماماً بالغاً، كونها تأخذ في الاعتبار أثر التغير في الزمن، و في الوقت نفسه أثر في المشاهدات المقطعية فمثلاً- و للتبسيط- من أجل دراسة مقدراً الاستهلاك (كمتغير استجابة) و مقدار الدخل ( كمتمغير توضيحي) لخمس عائلات على امتداد سنوات، فهنا يمكن استخدام أسلوب الانحدار في السلاسل الزمنية و لخمس مرات ( لكل عائلة نموذج) او يمكننا استخدام الانحدار الاعتيادي عندما تكون

<sup>58</sup> William Green, 2003, **Econometric Analysis**, 5 ed, New Jersey, Prentice Hall, Upper Saddle River, p 272.

<sup>59</sup> Peracchi F, 2001, **Econometrics**, England, John Wiley et Sons LTD, P 397.

بياناتنا مقطعية ولثلاث مرات ( لكل سنة نموذج)، من هنا تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة اشكال رئيسية هي :

نموذج الانحدار التجميعي Model Regression Pooled

نموذج التأثيرات الثابتة Model Effects Fixed

ونموذج التأثيرات العشوائية Model Effects Random

ليكن لدينا  $N$  من المشاهدات المقطعية مقاسة في  $T$  من الفترات الزمنية فان نموذج البيانات الطولية يعرف بالصيغة الآتية:

$$Y_{it} = \alpha_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, 2, \dots, N. \quad t = 1, 2, \dots, T$$

حيث أن:

$y_{it}$ : تمثل قيمة متغير الاستجابة في المشاهدة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$ ,

$\beta_{0(i)}$ : تمثل قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة  $i$ ,

$\beta_j$ : تمثل قيمة ميل خط الانحدار،

$x_{j(it)}$ : تمثل قيمة المتغير التفسيري  $j$  في المشاهدة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$ ,

$\varepsilon_{it}$ : تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$

يعتمد تقدير معاملات النموذج للمعادلة اعلاه على نوع نموذج بيانات البانل الذي يعتمد بدوره على  $\alpha_{0(i)}$  التي

تعبر عن الأثر الفردي ( effet individuel ) حيث أنه إذا كان ثابتا عبر الزمن عبر جميع الوحدات المقطعية

$\alpha_{0(i)} = \alpha_0$  فان النموذج يعامل كنموذج انحدار تجميعي، يقدر بطريقة المربعات الصغرة العادية OLS، أما في

حالة اختلاف الأثر الفردية عبر الوحدات فإن حسب دراستنا اعتمدنا على نموذجين هما:

- النموذج التأثيرات الثابتة Effects Fixed: حيث  $\alpha_{0(i)}$  مجموعة من الحدود الثابتة خاصة بكل وحدة مقطعية.

- نموذجا للتأثيرات العشوائية Effects Random: حيث  $\alpha_{0(i)}$  يعتبر ضمن خطأ العشوائي المركب.

- نموذج الانحدار التجميعي (PRM):

- يعتبر هذا النموذج من ابسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات  $\beta_{0(i)}$  و  $\beta_j$  ثابتة لجميع

الفترات الزمنية (يهمل اي تأثير للزمن). بإعادة كتابة النموذج في المعادلة نحصل على نموذج الانحدار

التجميعي وبالصيغة الآتي:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, 2, \dots, N. \quad t = 1, 2, \dots, T$$

حيث أن:

$$Cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{js}) = 0, \quad Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2, \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

يفترض في هذا النموذج تجانس تباين حدود الخطأ العشوائي، بالإضافة إلى أن القيمة المتوقعة لحد الخطأ العشوائي يجب أن تساوي الصفر، و أيضاً عدم الارتباط الذاتي بين حد الخطأ العشوائي بمعنى ان التغير يجب أن يساوي الصفر، كما يفترض في هذا النموذج أنه يفني بكل الافتراضات المعيارية لنموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات و بالتالي فإن هذا النموذج يتم تقديره بواسطة طريقة المربعات الصغرى العديدة (OLS) التي تعطي مقدرات متسقة وكفؤة للعمليات المقدره.

ثانيا/ نموذج التأثيرات الثابتة (FEM):

في نموذج التأثيرات يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حد من خلال جعل معلمة القطع تتفاوت من مجموعة لأخرى، مع البقاء معاملات الميل .. ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية ( أي التعامل مع حالة عدم التجانس في التباين الجاميع)، و يرجع السبب لإدخال الآثار الثابتة في النموذج إلى وجود بعض المتغيرات غير الملاحظة التي تؤثر على المتغير التابع ولا تتغير مع الزمن، وتتمثل الآثار الثابتة في كافة العوامل والمؤثرات غير الملاحظة من مشاهدة لأخرى ويأخذ نموذج التأثيرات الثابتة الصيغة الآتية:

$$Y_{it} = \alpha_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, 2, \dots, N. \quad t = 1, 2, \dots, T$$

حيث أن:

$$Cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{js}) = 0, \quad Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2, \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

ثالثا: نموذج التأثيرات العشوائية (REM) :

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ  $\varepsilon_{it}$  ذا توزيع طبيعي بوسط مقدراه صفر وتباين مساوي الى  $\sigma^2 \varepsilon$ ، ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بان تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع

المشاهدات المقطعية وليس هناك اي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة. يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجاً ملائماً في حالة وجود خلل في احد الفروض المذكورة اعلاه في نموذج التأثيرات الثابتة في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع  $\beta_0(\mathbf{i})$  كمتغير عشوائي له معدل مقدار  $\mu$ . على النحو التالي:

$$\alpha_{0(i)} = \mu + V_i, i = 1, 2, \dots, N.$$

و بتعويض قيمته في الصيغة العامة لنموذج بيانات البانل نحصل على:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} + V_i + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, 2, \dots, N. \quad t = 1, 2, \dots, T$$

حيث:

$V_i$ : يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية  $\mathbf{i}$

الفرع الثالث: اختبارات الاختيار بين النماذج الاساسية لبيانات بانل

### 1 اختبار مضاعف (LM) Lagrange

يستخدم اختبار مضاعف لاغرانج المقترح من طرف (1980 Breusch-Pagan) من اجل الاختيار بين REM، FEM، PRM حيث يعتمد على مضاعف Lagrange الخاص بالأخطاء  $\varepsilon_{it}$  التي تمثل بواقى المربعات الصغرى و يعرف بالصيغة التالية:<sup>60</sup>

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{t=1}^T (\sum_{i=1}^N \varepsilon_{it})^2}{\sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^N \varepsilon_{it}} \right]^2 \sim \chi^2(1)$$

حيث أن قيم الكبيرة لإحصائية LM تشير إلى أن FEM و PRM سيكونان أفضل من PRM أو عبارة أخرى، إذا كانت قيمة P-Value لإحصائية اختبار LM تشير إلى وجود معنوية إحصائية لهذا الاختبار، فيعني هذا أن FEM و PRM سيكون أفضل من PRM، بينما إذا كانت هذه القيمة تشير إلى عدم وجود معنوي

<sup>60</sup> مجدي الشوربيجي، أثر تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، ملتقى دولي حول راس المال الفكري في منظمات الاعمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، يومي 13-14 ديسمبر 2011، جامعة الشلف، ص 19.

إحصائية لاختبار LM يعني هذا أن PRM سيكون أفضل من كل من FEM و REM علماً أن هذا الاختبار يعتمد على الفرضيتين الآتيتين حول وجود أو عدم وجود الأثر العشوائي.

$$\begin{cases} H_0: \sigma^2 = 0 \\ H_1: \sigma^2 \neq 0 \end{cases}$$

و بالتالي فإن الاختبار يسمح بالمفاضلة بين النموذج الانحدار التجميعي من جهة و نموذجي الآثار الثابتة أو العشوائية من جهة أخرى.

## 2- اختبار Hausman (H)

اختبار Hausman المقترح سنة 1978 معياراً للاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة و نموذج التأثيرات العشوائية، وتطبيق هذا الاختبار يتطلب استخدام اختبار  $X^2$  المعتمد على إحصائية wald انطلاقاً من إحصائية  $X^2$  لاختبار H التي تأخذ الصيغة التالية:

$$H = \chi^2(K) = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})' [var(\hat{\beta}_{FEM}) - var(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

تتمثل فرضية العدم في كون نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم (أو بعبارة أخرى: عدم وجود ارتباط بين بين الآثار الثابتة و المتغيرات المستقلة في النموذج محل التقدير) أي عدم آثار ثابتة لكل مشاهدة و في ظل قبول هذه الفرضية فإن نموذج التأثيرات العشوائية يعطي تقديرات أدق وأفضل من نموذج التأثيرات الثابتة أما الفرضية البديلة فتتضمن على نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم (بعبارة أخرى: وجود ارتباط بين الآثار و المتغيرات المستقلة في النموذج محل التقدير) و في ظل قبول هذه الفرضية فإن نموذج التأثيرات الثابتة يعطي تقديرات أدق وأفضل من نموذج التأثيرات العشوائية ومن ثم: إذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية  $X^2$  أكبر من قيمة الجدولية لها فإنه يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو نموذج الأفضل ولذلك ينبغي اختباره والاعتماد عليه في تحليل طبيعة بيانات البانل محل الدراسة، و إذا حصل العكس أو كانت (P - Value) أكبر من 0.05 فإن النموذج الملائم لطبيعة البيانات هو نموذج التأثيرات العشوائية.

## الفرع الرابع: اختبارات جذور لبيانات البانل

يسمح الاعتماد على بيانات البانل من الاستفادة من مزايا الطريقتين: دراسة السلاسل الزمنية غير المستقرة بالاعتماد على تطور البيانات المدروسة التي تتشابه أو تختلف من فرد لآخر ومن جهة أخرى فإن تشابه أو اختلاف سلوك أفراد بيانات البانل يعتبر محددًا لنوع اختبار جذر الوحدة الذي تخضع له بيانات البانل حيث تم الاعتماد في هذه الدراسة على اختبارات الجيل الأول.

\* اختبارات الجيل الأول:

ترتكز اختبارات الجيل الأول لاحتواء بيانات البانل على جذور وحدة على فرضية الاستقلال بين مفردات البيانات مما يسمح باقتراب التوزيع الاحتمالي للإحصاءات المعتمدة من التوزيع الطبيعي، ووفقا لهذا الافتراض فإن الارتباطات المحتملة بين المفردات تعتبر في ظل هذا الجيل من الاختبارات ضمن عنصر التشويق الأبيض وتتلخص أهم اختبارات هذا الجيل في الآتي:

أولا/ اختبار (2002) Levin, Lin, chu (LLC):

قدم كل من Andrew Levin و chien-fu Lin من خلال مجموعة من الأعمال المتواصلة

(Levin et Lin et chu 2002 1992 ، Levin et lin 1993، Levin et Lin) أول اختبار لجذور

الوحدة لبيانات البانل. تعتمد منهجية LLC على اختبار مستوحى مباشرة من اختبار Dickey-Fuller لاختبارات جذر الوحدة لبيانات السلاسل الزمنية حيث قدم Levin, Lin, chu ثلاث نماذج لاختبار جذر الوحدة تبعا لما يأتي:<sup>61</sup>

$$\Delta y_{i,t} = \rho y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \text{ : النموذج الأول}$$

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \text{ : النموذج الثاني}$$

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i t + \rho y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \text{ : النموذج الثالث}$$

$$\text{حيث: } t=1, \dots, T; i=1, \dots, N$$

و حد الخطأ  $\varepsilon_{i,t}$  موزع بشكل مستقل بين المفردات

من خلال النماذج الثلاث يختبر LLC الفرضيات التالية :

الفرضية الأولى :

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho < 0 \end{cases}$$

الفرضية الثانية :

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \text{ et } \alpha_i = 0, \forall i = 1, \dots, N \\ H_1: \rho < 0 \text{ et } \alpha_i \in \mathbb{R}, \forall i = 1, \dots, N \end{cases}$$

الفرضية الثالثة :

<sup>61</sup> Andrew Levin, Chien-fu Lin, Chia-shang chu, Unit root tests in panel data: asymptotic and finite- sample properties, journal of econometrics 108 (2002) 1-24, p 04.

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \text{ et } \beta_i = 0, \forall i = 1, \dots, N \\ H_1: \rho < 0 \text{ et } \beta_i \in \mathbb{R}, \forall i = 1, \dots, N \end{cases}$$

من المهم الملاحظة أن فرضيتي العدم لاختبار LLC للنموذجين الثاني والثالث هما فرضيتان مركبتان (hypothèses jointes) في النموذج الثاني، الفرضية العدم المختبرة هي فرضية وجود جذر الوحدة لجميع بيانات البانل ( $\rho_i = \rho = 0$ ) و في الوقت نفسه فرضية عدم وجود الأثر الفردية أو بعبارة أخرى انعدام الثابت (القطاع) الفردي ( $\alpha_i = 0$ ) بينما في النموذج الثالث تختبر فرضية وجود جذر الوحدة لجميع بيانات البانل إضافة إلى عدم وجود مركبة اتجاهية لجميع بيانات البانل ( $\beta_i = 0$ ).

**ثانياً/ اختبار (Im, Pesaran, Shin (2003) (IPS):**

تظل فرضية العدم في اختبار IPS متعلقة بعدم السكون (أي وجود جذور وحدة) في البيانات في مقابل أنه يوجد على الأقل متغير واحد ساكن، ينطلق Im, Pesaran, Shin من نموذج يشتمل على أثر فردي دون اتجاه عام (موافق للنموذج الأساسي الثاني عند (Levin, Lin, Chu)

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

يشارك اختبار IPS مع اختبار LLC في كون فرضية مركبة حيث أنه في ظل هذه الفرضية فإن ( $\rho_i = 0$ ) أي وجود جذر وحدة في الوقت نفسه غياب الأثر الفردي ( $\alpha_i = 0$ ) ويمكن الإشارة إلى فرضيتي نموذج IPS على النحو التالي :

$$H_0: \rho_i = 0, \forall i = 1, \dots, N$$

$$H_1: \rho < 0, \forall i = 1, 2, \dots, N_1$$

$$\rho_i = 0, \forall i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N$$

يتفوق اختبار IPS على اختبار LLC في كونه يأخذ بعين الاعتبار عدم تجانس جذور الوحدة بين المفردات من خلال الفرضية البديلة.<sup>62</sup>

**ثالثاً: دراسة السببية GRANGER**

حسب 1988 GRANGER فإن إثبات وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مجموعة من المتغيرات من خلال اختبار التكامل المشترك يستوجب على الأقل وجود علاقة سببية اتجاهية وحيدة على مستوى النموذج المدروس وعليه يجب تحديد تلك العلاقات الاتجاهية .

تنطلق دراسة العلاقات السببية الموجودة على مستوى النموذج من المعادلات الأساسية الآتية :

<sup>62</sup> Hurlin Christophe, Valérie Mignon, **une synthèse des testes de racine Unitaire sur donnée de panel**, Economie et prévision, 2005



$$\Delta EARP_{i;t} = C_{1t} + \sum_{i=1}^K \alpha_{1iK} \Delta EARP_{it-K} + \sum_{i=1}^K \beta_{1iK} \Delta DPS_{it-K} + \varphi_{1i} ECT_{t-1} + \epsilon_{i;t}$$
$$\Delta DPS_{i;t} = C_{2t} + \sum_{i=1}^K \alpha_{2iK} \Delta EARP_{it-K} + \sum_{i=1}^K \beta_{2iK} \Delta DPS_{it-K} + \varphi_{2i} ECT_{t-1} + V_{i,t}$$

V- بحيث  $\Delta$  تمثل الفرق الأول للسلسلة ECT وهي القيمة المبطة لحد تصحيح الخطأ المختارة آليا بواسطة البرنامج - views باستعمال معياري أكايك AIC وشوارز SCHAWRZ .

## المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج

بعد أن تطرقنا في المبحث الأول إلى الطريقة المتبعة وأدوات الدراسة، سنستعرض في هذا المبحث النتائج المتوصل إليها عن طريق عرض النتائج ومناقشتها.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

الفرع الأول: نتائج تقديرات نماذج بانل

1- لغرض تقدير نتائج نماذج السلاسل الزمنية المقطعية من خلال تطبيق الطريقة المناسبة لكل نموذج على برنامج Eviews9 بعد إدخال البيانات السابقة كانت النتائج كما يلي:

جدول رقم (2-1): نتائج تقدير أثر DPS على EARP

نماذج التقدير			المعامل	المتغيرات
PRM	FEM	REM		
0.411863	0.394551	0.411863	$\beta_0$	C
0.0000	0.0000	0.0000	(Prob) الإحتمال	
0.001705	0.001986	0.001705	$\beta_1$	DPS
0.0528	0.0425	0.0605	(Prob) الإحتمال	
0.031421	0.046870	0.031421	R-squared	
3.827905	0.536001	3.827905	f-statistic	
0.052768	0.861271	0.052768	Prob(f-statistic)	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Eviews9 انظر الملحق رقم 5 6 7

يبين الجدول أعلاه أن القيم الإحتمالية للمعاملات الجزئية منها ما هو مقبول احصائيا ( أي قيم الإحتمال أقل من 0.05 ) ، ومنها ما هو مرفوض احصائيا ( أي قيم الإحتمال أكبر من 0.05 ) ، أما بالنسبة للقيم الإحتمالية الكلية للنماذج ( Prob(f-statistic) أكبر من 0.05 ، أي النماذج الثلاثة ليس لها معنوية احصائية .

الفرع الثاني: نتائج المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية:

من أجل تحديد النموذج الملائم لتحليل بيانات هذه الدراسة تم استخدام اختبار LM للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ونموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية من جهة أخرى.

$H_0$ : نموذج الانحدار التجميعي يناسب دراسة اثر الاعلان المستمر عن الارباح على سياسة توزيع الارباح ؛

$H_1$ : أحد نموذجي التأثيرات يناسب دراسة اثر الاعلان المستمر عن الارباح على سياسة توزيع الارباح.

تظهر النتائج في الجدول التالي :

الجدول رقم (2-2): نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM

Null (no rand. Effec) Alternative	Cross-section	Period	Both
<b>Breusch-Pagan</b>	3.647765 (0.0561)	255.4062 (0.0000)	259.0540 (0.0000)

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9 انظر الملحق رقم 4

#### التحليل و اتخاذ القرار:

يظهر الجدول رقم ( 2-2) نتيجة اختبار LM التي بلغت للمقطع 3.647765، للفترة كانت تساوي 255.4062 ، أما بالنسبة للمقطع والفترات معا فيساوي 259.0540 بإحتمال معدوم، الأمر الذي يؤدي إلى رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج الإنحدار التجميعي لا يتناسب مع هذه الدراسة. ونلاحظ كذلك أن القيم الاحتمالية لاختبار LM كانت أكبر من ( 0.05)، وعليه ترفض الفرضية العدمية  $H_0$ ، وتقبل الفرضية  $H_1$ ، مما يعني أن نموذج الانحدار التجميعي غير ملائم لدراستنا هذه، وهذا يدل على وجود آثار خاصة بكل قطاع من قطاعات بورصة عمان يميزها عن باقي قطاعات الأخرى، ويطرح السؤال التالي: هل هذه الآثار ثابتة أم عشوائية؟

الفرع الثالث: نتائج اختبار Hausman للاختيار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

يستخدم اختبار Hausman لاختيار النموذج الملائم بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية،

$H_0$ : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم للدراسة .

$H_1$ : نموذج التأثيرات الثابتة هو نموذج الملائم للدراسة.

وتظهر نتائجه في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-3): يوضح نتائج اختبار Hausman

Hausman test	
Chi-statistic	Prob
0.623091	0.4299

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

يشير اختبار Hausman الذي يتبع توزيع "كاي مربع" (درجة واحدة) إلى 0.623091، وباحتمال (0.4299) أكبر من (0.05)، مما يدل على قبول الفرضية العدمية  $H_0$  التي تقول بأن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم للدراسة، ورفض الفرضية البديلة التي تقول بأن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لهذه الدراسة، نستنتج مما سبق أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم لدراسة أثر الاعلان المستمر عن الارباح على سياسة توزيع الارباح لدى شركات بورصة عمان المدروسة.

وإنطلاقا مما سبق سيتم عرض ومناقشة نتائج نموذج الآثار العشوائية بإعتباره النموذج الملائم لدراسة أثر الاعلان عن توزيعات الارباح على سياسة توزيع الارباح ، وذلك على النحو التالي:

\* نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية.

معادلة النموذج

Estimation Equation:

$$EARP = C(1) + C(2)*DPS + [CX=R]$$

Substituted Coefficients:

$$EARP = 0.411863 + 0.0017045*DPS + [CX=R]$$

تظهر نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية كالتالي:

جدول رقم (2-4): نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية REM

المتغيرات	( coefficient) المعامل	t-statistic	( Prob) الإحتمال
C	0.411863	5.689459	0.0000
DPS	0.001705	1.895589	0.0605
R-squared	0.031421	Prob(f-statistic)	0.052768
f-statistic	3.827905		

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9

نلاحظ ان معاملات النموذج منها ما هو معنوي ومنها ما هو غير معنوي، حيث نجد احتمال: المعامل الثابت (0.0000) أنها أقل من (0.05)، مما يشير إلى أن هذه المعلمة لها معنوية إحصائية ؛  
بينما احتمال معامل سياسة توزيع الأرباح (0.0605) أنها أكبر من (0.05)، مما يدل على أن هذه المعلمة ليس لها معنوية إحصائية ؛

\*دراسة المعنوية الإحصائية لمعامل النموذج:

جزئيا : من خلال احصائيات ستودنت نجد :

$$H_0 : B_i = 0$$

$$H_1 : B_i \neq 0 \quad \forall i = 0,1$$

الدراسة المعنوية الكلية للنموذج:

$$\{ H_1 \neq \beta_i \neq 0 \quad \{ H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$$

من خلال الجدول رقم 2-4 نلاحظ ان القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر 0.0527 أكبر تماما من 0.05 و بالتالي نرفض الفرضية الصفرية  $H_0$  و نقبل الفرضية البديلة  $H_1$  اي ان النموذج ليس له معنوية احصائية -احتمال إحصائية fisher (0.052768) أكبر من (0.05) تدل على أن النموذج ليس له معنوية كلية ، وهذا مايدل على أن المتغير التابع المتمثل في الاعلان المستمر عن الارباح لا يؤثر المتغير المستقل المتمثل في سياسة توزيع الارباح.

\*دراسة القدرة التفسيرية للنموذج  $R^2$ :

من خلال معامل التحديد  $R^2$  أن المتغير التابع EARP فسر المتغير المستقل DPS بنسبة 3,14%، وعليه للنموذج قدرة تفسيرية ضعيفة جدا.

### الفرع الرابع: استقرارية السلاسل الزمنية واختبارات جذور الوحدة لبيانات البانل

قبل التحقق من وجود علاقات للتكامل المشترك بين متغير الإعلان عن الأرباح وسياسة توزيع الأرباح على مستوى المؤسسات المدروسة لا بد أولاً من فحص جذور الوحدة لبيانات البانل للوقوف على مدى استقرارية السلاسل الزمنية وذلك عند المستوى وعند اخذ الفرق الاول لانه في غالب الاحيان تكون السلسلة غير مستقرة عند المستوى و بالتالي نلجا الى ارجاع استقراريته عن طريق اجراء اختبار جذر الوحدة بعد اخذ الفرق الاول ، وعلى اساسها وجدت عدة اختبارات مطورة لتحليل وفحص جذور الوحدة لبيانات البانل، لكننا سوف نستخدم الاختبارات التي تكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة والمتمثلة في اختباري (LLC: 2002) و (IPS : 2003) لفهم خواص السلاسل الزمنية محل الدراسة ، ويقوم هذين الاختبارين على فرضية وجود جذر وحدة متجانس (common unit root process) أي يفترض أن معلمة المتغير المبطأ لفترة واحدة (P) تكون متجانسة عبر جميع المؤسسات، وتكون الفرضية العدمية : وجود جذر وحدة مشترك ( $H_0 = \rho = 0$ ) في مقابل الفرضية البديلة ، عدم وجود جذر وحدة مشترك ( $H_0 = \rho < 0$ ).

#### الجدول (2-5) : يوضح نتائج جذر الوحدة لمستوى لتغير EARP

اختبار IPS		اختبار LLC		المتغير
القيمة الاحتمالية	معلمية الاختبار	القيمة الاحتمالية	معلمية الاختبار	
0.1207	1.17174	0.1134	1.20853	EARP

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات 9 eveiws أنظر الملاحق (10-12-15).

التحليل الاحصائي و اتخاذ القرار:

\* بالنسبة للمتغير EARP

نلاحظ ان القيمة الاحتمالية لختبار الجذر الوحدوي LLC و IPS كانت اكبر من 0.05 و بالتالي نقبل الفرضية  $H_0$  الى وجود جذر وحدوي؛ وبالتالي فان السلسلة غير مستقرة في المستوى.

الجدول (2-6) : يوضح نتائج جذر الوحدة لمستوى للمتغير DPS

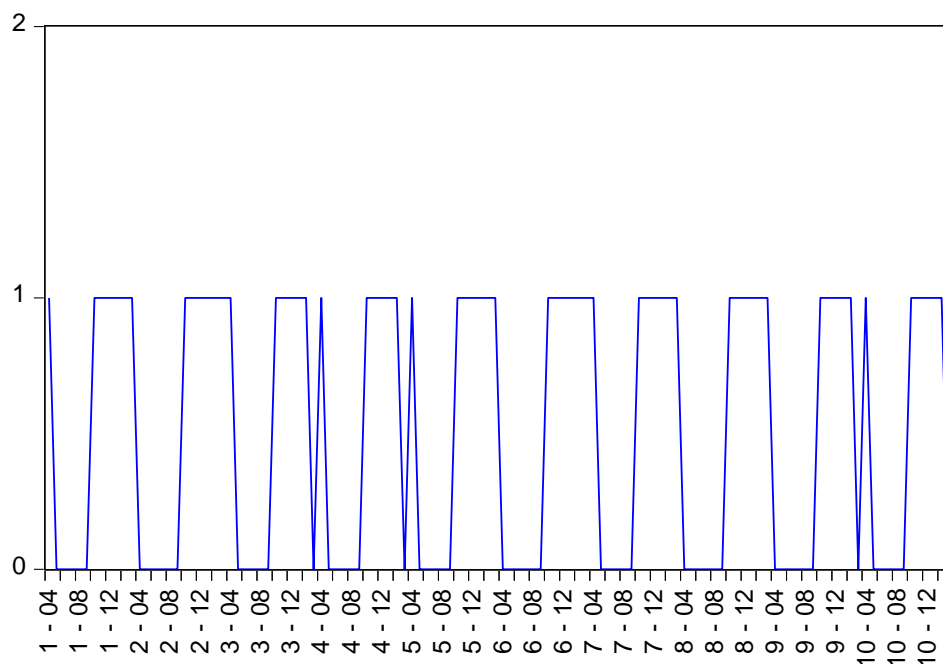
اختبار IPS		اختبار LLC		المتغير
القيمة الاحتمالية	معلمية الاختبار	القيمة الاحتمالية	معلمية الاختبار	
0.0068	2.47009	0.0000	5.82214	DPS

المصدر: من اعداد الطالب اعتماد على مخرجات

\* بالنسبة للمتغير DPS

نلاحظ ان القيمة الاحتمالية لختبار الجذر الوحدوي LLC و IPS كانت أقل من 0.05 اي ان السلسلة مستقرة في المستوى.

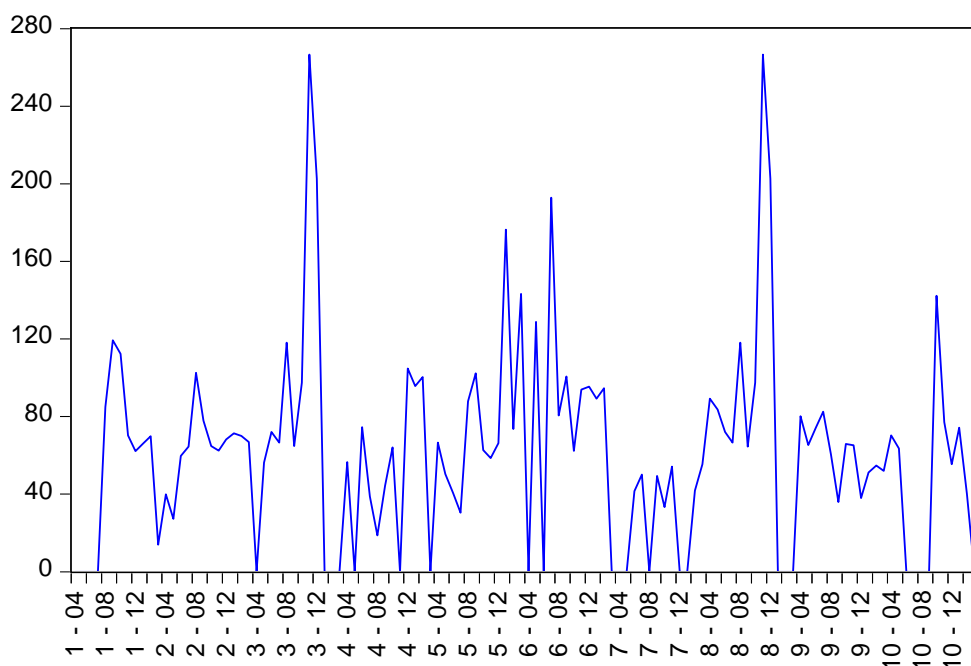
الشكل رقم (2-1): يوضح السلسلة الزمنية للمتغير EARP في المستوى EARP



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات 9.eviews.

الشكل رقم (2-2): يوضح السلسلة الزمنية للمتغير DPS في المستوى

DPS



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات eviews9

التحليل الاحصائي واتخاذ القرار:

من خلال الجدول رقم (2-6) و الشكلين رقم (2-1) و (2-2) على التوالي نلاحظ أن قيم الاحتمالات لاختبار جذر الوحدة عند المستوى لكل من المتغير DPS و EARP (سياسة توزيع الأرباح والإعلان المستمر عن الأرباح في السوق العماني) منها ما هو أكبر من  $\alpha=0.05$  ومنها ما هو أقل  $\alpha=0.05$  و منه السلسلتين الزمنيةتين للمتغيرين EARP و DPS غير مستقرتين عند المستوى لانه اذا كانت قيم جذور الوحدة عند المستوى أكبر او اقل من مستوى المعنوية 0.05 هذا يدل على ان السلسلة الزمنية غير مستقرة، ومنه نلجا الى ارجاع السلسلتين مستقرتين وهذا بعد اخذ الفرق الاول.

الجدول(2-7) : يوضح نتائج اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل بعد أخذ الفرق الأول

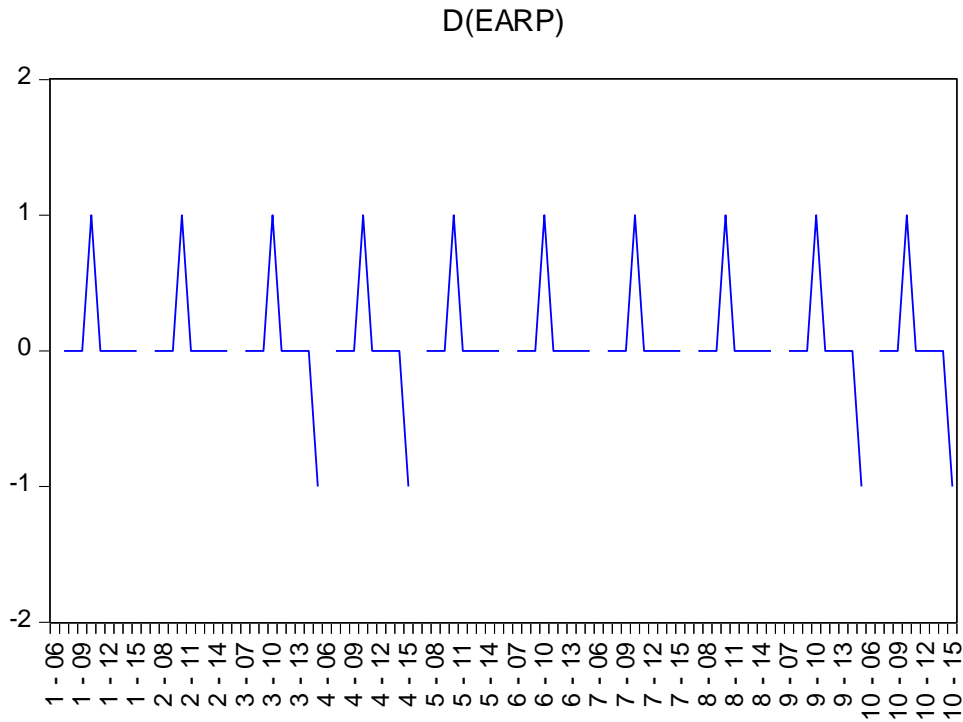
اختبار IPS		اختبار LLC		المتغير
القيمة الاحتمالية	معلمية الاختبار	القيمة الاحتمالية	معلمية الاختبار	
0.0286	1.90171	0.000	7.86867	EARP

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews9 انظر الملاحق (08-15)

و فيما يلي الرسوم البيانية التوضيحية للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بعد أخذ الفرق الاول :

الشكل رقم(2-3): يوضح السلسلة الزمنية لمتغير EARP بعد اخذ الفرق الأول





المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات views9

التحليل الاحصائي واتخاذ القرار:

$H_0$ : وجود جذور وحدة في السلاسل الزمنية

$H_1$ : عدم وجود جذور وحدة في السلاسل الزمنية

من خلال الجدول رقم (2-7) والشكلين (2-3) و (2-4) نلاحظ انه من خلال اختبارات جذر الوحدة عند إجراء الفروقات من الدرجة الأولى كانت النتائج احتمال جميع الاختبارات أقل قيمة عند مستوى  $\alpha=0.05$  أي يتم رفض فرضية عدم القائللة بوجود جذور وحدة في السلاسل الزمنية المكونة للبانل و قبول الفرضية البديلة القائللة عدم وجود جذور وحدة من الدرجة الأولى ومنه السلسلة الزمنية EARP مستقرة بعد الفروقات من الدرجة الأولى ومنه فإنه احتمال أن يكون هناك تكامل مشترك بينهما.

الفرع الخامس: دراسة العلاقات السببية للبانل بين المتغيرات الدراسة **panel – causality** :  
الجدول رقم (2-11): يوضح سببية **GRANGER** للعلاقات الاتجاهية للبانل :

المتغيرات المستقلة		المتغير التابع
$\Delta DPS$	$\Delta EARP$	
0.38991 (0.5337)	-	$\Delta EARP$
-	4.54620 (0.0353)	$\Delta DPS$

المصدر: من اعداد الطالبا اعتمادا على مخرجات  $eveiws9$  انظر الملحق رقم (19).

$H_0$ : توجد علاقة سببية بين متغيرات الدراسة

$H_1$ : لا توجد علاقة سببية بين متغيرات الدراسة

التحليل الاحصائي واتخاذ القرار:

من خلال الجدول رقم (2-11) تظهر نتائج دراسة السببية على مستوى المتغيرات المدروسة علاقة وحيدة في اتجاه وحيد من  $DPS$  باتجاه  $EARP$  فمن خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة الاحتمال تساوي  $0.5337$  أكبر من  $\alpha=0.05$  وعليه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  أي لا توجد علاقة سببية بين المتغيرين في الدراسة.

أما في حالة قيمة الاحتمال يساوي  $0.0353$  أقل من  $0.05$  وعليه نرفض الفرضية  $H_1$  ونقبل  $H_0$  أي أنه توجد علاقة سببية بين سياسة توزيع الأرباح والإعلان المستمر عن الأرباح.

### خلاصة الفصل الثاني :

تعتبر الدراسة القياسية محاولة بسيطة لاسقاط الجانب النظري على التطبيقي، من خلال دراسة تأثير سياسة توزيع الارباح على مشكلة عدم تناظر المعلومات المالية للشركات المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 إلى غاية سنة 2015، وقد تم التحليل على أساس أربعة مراحل رئيسية قسم من خلالها الفصل التطبيقي.

حيث تطرقنا في المرحلة الأولى إلى التعريف ببورصة عمان وكل الجوانب النظرية المتعلقة بها، وكذلك قمنا بالتعريف بمتغيرات الدراسة من حيث وصف عينة الدراسة، متغيرات الدراسة، وكيفية قياسها، وفي المرحلة الثانية تم التعريف بمنهج الدراسة وكذلك الأساليب الإحصائية المستعملة والتي تتمثل أساسا في نماذج البيانات الزمنية المقطعية البانل ، أما في المرحلة الثالثة قمنا بتحديد النموذج المناسب لدراسة العينة وهذا من أجل معرفة حالة هذه المؤسسات خلال سنوات الدراسة. ثم في المرحلة الرابعة والأخيرة قمنا بإجراء بعض الاختبارات لتوضيح العلاقة المعنوية التي تربط متغير سياسة توزيع الأرباح بالإعلان المستمر عن الأرباح ومن أهم ما توصلت إليه نتائج الدراسة القياسية ما يلي:

1- استقرار DPS في المستوى

- حسب سببية غرانجر GRANGER فانه توجد علاقة وحيدة في اتجاه وحيد من DPS إلى EARP أي وجود اثر بين سياسة توزيع الأرباح والاعلان المستمر عن الارباح.

خاتمة

## خاتمة:

لقد جاء الفصل الأول من الدراسة في محاولة لفهم حوكمة الأسواق المالية وعلاقتها بمشكل عدم تناظر المعلومات المالية و ذلك بالتطرق الى ذكر اهم المبادئ والقواعد التي من شأنها ان تساهم في التخفيض من حدة عدم تناظر المعلومات المالية و المتمثلة في الافصاح والشفافية، ولقد دعمت الدراسة النظرية بدراسة قياسية تمت على مجموعة من الشركات المساهمة في كل من القطاع الصناعي والقطاع الخدماتي المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2004-2015، حيث خصصنا الجزء الأول من الدراسة القياسية لتقديم عام حول بورصة عمان للأوراق المالية، ثم عرض خطوات الدراسة، أما الجزء الثاني فنخصصناه لعرض نتائج الدراسة وتحليل بياناتها للوصول إلى إثبات الفرضيات من عدمه.

## نتائج اختبار الفرضيات:

**الفرضية الأولى:** تحترم بورصة عمان للأوراق المالية المبادئ والقواعد الدولية المتعارف عليها في حوكمة الشركات.

نؤكد صحة هذه الفرضية وذلك حسب دليل قواعد حوكمة الشركات المدرجة في بورصة عمان الصادر عن هيئة الأوراق المالية بتاريخ 2008/07/29 نجد ان المؤسسات المدرجة في البورصة تلتزم بدليل قواعد الحوكمة الشركات.

**الفرضية الثانية:** تساهم مبادئ الحوكمة الرشيدة كالإفصاح والشفافية في الحد من عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية.

نؤكد صحة هذه الفرضية فمن خلال تطرقنا في الفصل النظري إلى أهمية الإفصاح والشفافية ودورها في التخفيض من مشكلة عدم تناظر المعلومات المالية، لاحظنا انه كلما تم تحقيق الإفصاح والشفافية للوصول إلى معلومات ذات جودة عالية كلما نقص ذلك من مشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية.

**الفرضية الثالثة:** من شان سياسة توزيع الأرباح أن تخفض من حدة عدم تناظر المعلومات المالية.

نؤكد صحة هذه الفرضية و ذلك بعد التطرق إلى الدراسة التطبيقية التي توصلنا فيها إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها معنوية إحصائية في تفسير الإعلان المستمر عن أرباح الشركات بحيث أن هذه العلاقة هي علاقة ايجابية ما بين المتغيرين فسياسة توزيع الأرباح لها تأثير ايجابي على الإعلان المستمر عن أرباح الشركات وهذا يدل أن الحوكمة المتمثلة في متغير سياسة توزيع الأرباح لها دور ايجابي في الوصول إلى درجة كبيرة من الشفافية في توفر المعلومات والتقليص من مشكلة عدم تناظر المعلومات لدى الشركات المدرجة في بورصة عمان.

## النتائج العامة المتوصل اليها:

1. يصعب وضع تعريف محدد لمصطلح حوكمة الشركات Corporate Governance وترجع الصعوبة في ذلك إلى أسباب متعددة منها انه لم يتحدد مضمونه على وجه الدقة في لغته الأصلية، وقد أدت حداثة المصطلح إلى صعوبة ترجمته بمصطلح يعكس المفهوم الحقيقي له فصاحبه مصطلحات متعددة غير ان أكثر المصطلحات قبولا و تداولاً هو حوكمة الشركات.
2. تقوم حوكمة الشركات على عدة مبادئ أقرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD سنة 2004، ومن أهم المبادئ والقواعد التي تؤثر بشكل مباشر على مشكلة عدم تناظر المعلومات المالية هي القواعد المتعلقة بالإفصاح و الشفافية.
3. يعتبر الإفصاح عن الأرباح المحققة والموزعة والتنبؤ بها من أهم العوامل التي يحتاجها المتعاملون في الأسواق المالية وأكثرها تأثيراً على الوضع المعلوماتي على مستوى السوق، حيث كلما زادت إمكانية توزيع الأرباح فسوف يؤثر ذلك على القيمة الحقيقية للأوراق المالية في الأسواق المالية.
4. تسعى الحوكمة دائماً إلى تشجيع الاستثمار في الأسواق المالية من خلال تحقيق أفضل مستويات الجودة في المعلومات من حيث الملائمة والمصدقية والشفافية وتخفيض عدم تناظرها لكافة الأطراف في السوق المالية وهذا ما يدعو إلى زيادة تعزيز مصداقية الإفصاح عن المعلومات المالية.

## التوصيات:

بالنظر إلى الأسباب والتفسير المستخلص سابقاً يمكن تصور مجموعة من الحلول تقدم في شكل توصيات من شأنها أن تساهم في التخفيض من حدة عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية، ولا يتم ذلك إلا من خلال الآليات التالية التي تأثر فيها الحوكمة على تحقيق الشفافية في المعلومات المالية، نذكر منها ما يلي:

1. الرقابة التامة لضمان تدفق المعلومات الدقيقة والمؤكدة بين المساهمين ومجلس الإدارة ومستعملي المعلومات.
2. ترسيخ الالتزام بكل من الإفصاح والشفافية والمساءلة والمسؤولية والعدالة وكل ما يضمن تطبيق الممارسات الجيدة للإدارة للوصول إلى المعلومة المالية والحفاظ على المصالح المشتركة للأطراف.
3. الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة: وهذا من خلال تطبيق المعايير الدولية الموحدة وذلك لتسهيل وتوحيد قراءة القوائم المالية وضمان وصول معلومات مماثلة لكل الأفراد.
4. تدعيم الإفصاح الإلكتروني: لضمان استمرارية نشر المعلومات المالية وغير المالية وفي التوقيت المناسب وبذلك فهو يساعد أساساً على تخفيض درجة عدم تناظر المعلومات المالية بالإضافة إلى تحقيق التغذية العكسية وسهولة الوصول إلى المعلومات المطلوبة.

**افاق الدراسة:** قمنا من خلال هذه الدراسة بابرار اهمية الحوكمة في مواجهة مشكل عدم تناظر المعلومات المالية في السوق العماني، وتبقى الدراسة مفتوحة لتناول جوانب أخرى مهمة كالتالي:

- 1- محاولة دراسة هذا الموضوع على مستوى بورصة الجزائر.
- 2- دور الحوكمة المالية في التخفيض من تكاليف الوكالة.
- 3- متطلبات تطبيق قواعد الحوكمة على مستوى البنوك الجزائرية -دراسة مقارنة-.
- 4- دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المالية وانعكاساتها على سعر السهم.

# قائمة المراجع



قائمة المراجع

المراجع العربية

1 الكتب:

- 1- المعتصم بالله الغرياني، حوكمة شركات المساهمة- دراسة في الأسس الاقتصادية والقانونية، الدار الجامعية الجديدة، ط1، الإسكندرية، 2008.
- 2- الياس بن الساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي ( الإدارة المالية)، الجزء الأول، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2011.
- 3- حاكم محسن الربيعي، حوكمة البنوك وأثرها على الأداء و المخاطرة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، بدون طبعة، عمان، الاردن، 2013.
- 4- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار الطيزوري العلمية للنشر والتوزيع، بدون طبعة، عمان، الأردن، 2009.
- 5- زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، بدون طبعة، القاهرة، مصر، 2007.
- 6- غضبان حسام الدين، محاضرات في نظرية الحوكمة، دار الحامد للنشر والتوزيع، بدون طبعة، عمان، الاردن، 2015.
- 7- عدنان بن حيدر درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، بدون طبعة، بيروت، لبنان، 2007.
- 8- كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، بدون طبعة، الإسكندرية، 2001.
- 9- محسن أحمد الحضيبي، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، بدون طبعة، القاهرة، مصر، 2005.
- 10- محمد بن بوزيان و مصيطفى عبد اللطيف، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، بيروت، لبنان، 2015.
- 11- محمد صالح الحناوي، تحليل الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، بدون طبعة، الإسكندرية، 1998.
- 12- محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، ط2، الإسكندرية، 2009.
- 13- ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، الجزائر، 2009.

14- هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، ط2، عمان، 2009 .

#### المقالات المنشورة:

1- حكيمة بوسلمة، "اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي -دراسة حالة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال سنة 2014-"، مجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد الخامس، الجزائر، ديسمبر 2016.

2- سمير كامل محمد عيسى، اثر جودة المراجعة الخارجية على عملية إدارة الأرباح دراسة تطبيقية، مجلة كايي التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد2، المجلد رقم 45، يوليو، 2008.

3- علام محمد موسى حمدان، "العلاقة بين الحاكمة المؤسسية و توزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة 2008-2011-"، مجلة الأردنية لإدارة الأعمال، المجلد10، العدد1، الأردن، 2014.

4- ليث خللي إبراهيم و لقمان محمد أيوب، "دراسة تحليلية لواقع الإفصاح الطوعي عن المعلومات في المصارف العراقية ومدى تأثيره بتطبيق آليات الحوكمة -دراسة حالة عينة من المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال سنة 2011-"، مقال في جامعة الموصل المؤتمر السنوي 20 لجيش تحرير السودان-AGC الدوحة، قطر 25-27 مارس 2014.

5- ميسون علي حسن، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية -تأطير نظري-، مجلة جامعة بابل العلوم الإنسانية، مجلد 21، العدد 1، بغداد، 2013.

6- ياسين العايب، مخاطر عدم تماثل المعلومات بين قصور صيغ التمويل التقليدية و حلول الصناعة المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 26ديسمبر، المنامة، البحرين، 2016.

#### الرسائل والاطروحات:

-ماجستير:

1- حسين عبد الجليل آل غزوي، حوكمة الشركات و أثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية -دراسة اختبارية على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية، رسالة ماجستير، غير منشورة، الأكاديمية العربية، كلية الادارة والاقتصاد، قسم المحاسبة، الدنمارك، 2010.

- 2- فيروز رجال، أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية: دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (1999-2003)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة - الجزائر، 2004.
- 3- ماجد إسماعيل أبو حمام، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية- دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009.
- اطروحات دكتوراه:
- 1- حسام الدين غضبان، مساهمة في اقتراح نموذج لحوكمة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية-دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الاقتصادية-، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014.
- 2- عبد المطلب عثمان محمود دليل، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة ميدانية على عينة من شركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2010، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، غير منشورة، كلية الدراسات العليا والبحث العلمي، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا، السودان، 2012.
- 3- يوسف خنيش، أهمية الثقافة التنظيمية في تفعيل حوكمة الشركات-دراسة ميدانية على عينة من الشركات المساهمة في البورصة الجزائرية، اطروحة دكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014-2015.
- المؤتمرات و الملتقيات:
- 1- الياس بن الساسي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات المالية، المؤتمر العلمي حول آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة، يومي 25-26 نوفمبر 2013، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
- 2 جتول محمد نوري و علي خلف سليمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الابداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، يومي 12-13 ماي 2010، جامعة سعد دحلب، البليدة.
- 3 مجدي الشوريجي، أثر تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، ملتقى دولي حول راس المال الفكري في منظمات الاعمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، يومي 13-14 ديسمبر 2011، جامعة الشلف
- المراجع الأجنبية:

الكتب: **Les Livres**

- 1- Andrew Levin, Chien-fu Lin, Chia –shang chu, Unit root tests in panel data: asymptoti and finite- sample properties, journal of econometrics 108 (2002) 1-24
- 2- Deilman, **Pooled Cro-Sectional and time series data analysis**, Texas Christian University.USA, 1989.
- 3- Eustache Ebondo Wa Madzila, **La gouvernance d'entreprise**, sans édition, L'Harmattant, Paris, 2005.
- 4- Fama E.T, **Efficient Capital Markets**, a review of theory and empirical work,
- 5- Free. A and Kim, **Longitudinal and Panel Data**, University of Wisconsin, Madison, 2007.
- 6- Gérrard Charreaux, **Vers une théorie du gouvernement des entreprise** , Colloque 16èm. .
- 7- Hurlin Christophe, Valérie Mignon, **une synthèse des testes de racine Unitaire sur donnée de panel**, Economie et prévision, 2005
- 8- Peracchi F, **Econometrics** , England, John Wiley et Sons LTD,2001.
- 9- Reform Toolkit, **Corporate Governance for Emerging Market**, Center for International Private Enterprise August, 2008 <sup>25</sup>-
- 10- Romneyey & Steinberg, **Accounting Information Systems**, 9ème Edition, Prentic Hall, 2003,p213
- 11- William Green, **Econometric Analysis**, 5 ed, New Jersey, Prentic Hall, Apper Saddle River, 2003.

المقالات باللغة الاجنبية: **Les Articles**

- 1-Dariush Bahmani, **The Relation between Disclosure Quality and Information Asymmetry. Lavasanat branch of Payame Noor University, Iran**. International Journal of Financial Research Vol. 5, No. 2; 2014  
[www.sciedu.ca/ijfr](http://www.sciedu.ca/ijfr)
- 2- Neeranuch Nuengwan et al, **The effect of information disclosure on information asymmetry**, investment, Management and Financial,Innovation,1,2013
- 3 Reza Zare et Al, **Dividend policy and information asymmetry from the signaling perspective**, Asian Economie and Financial Review,2013, 3(4),445-463

- 1- اسلام ابو غزالة، خصائص المعلومات الجيدة المعلومات الجيدة،  
2017-03-08 [http://www.aboughazala.com/2012/11/blog-post\\_9819.html](http://www.aboughazala.com/2012/11/blog-post_9819.html)
- 2- كارتين.ل كوشتا هلبليغ، غرس حوكمة الشركات في الاقتصاديات الصاعدة و الانتقالية، مركز المشروعات الدولية الخاصة،  
2017-01-12 [www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp](http://www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp)
- 3- زينة احمد الاحمد، عن الأكتتابات ومشكلة عدم تماثل المعلومات  
2017-03-25 <http://www.s-qu.com/forum/showthread.php?t=84807>
- 4- دور الحوكمة في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات لدعم القرارات لاستثمارية  
2017-04-09 <http://www.acc4arab.com/acc/showthread.php/62727>
- 5- مركز المشروعات الدولية الخاصة ، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال حوكمة الشركات ، غرفة التجارة الأمريكية ، واشنطن، ص 1 ، اطلع عليه من الموقع التالي:  
2017-01-07 <http://www.oecd.org/dataoecd/13/63/35032070.p>
- 6- دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان - مركز إيداع الأوراق المالية  
[https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com\\_content&task=view&Itemid=49&id=8](https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&Itemid=49&id=8)  
2017-01-21
- 7- تعليمات الإفصاح  
2017-01-23 <http://www.ase.com.jo/ar/node/818>
- 8-مركز إيداع الأوراق المالية:  
[https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com\\_members\\_info](https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_members_info)  
2017-01-26
- 9- بورصة عمان للأوراق المالية:  
2016-12-23 <http://www.ase.com.jo/ar>
- 10- إعلانات الأرباح - معلومات مباشر عُمان  
2016-12-24 <http://www.mubasher.info/countries/om/earnings>
- 11- مركز إيداع الأوراق المالية  
[http://sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com\\_public&Itemid=28&search\\_financial\\_ratios](http://sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_public&Itemid=28&search_financial_ratios)  
2016-12-27



الملحق رقم (1): المعلومات الأساسية للمؤسسات عينة الدراسة

البريد الإلكتروني	المؤسسات	رمز المؤسسات العينة	الرقم
<b>قطاع الصناعة</b>			
<a href="mailto:info@arabpotash.com">info@arabpotash.com</a>	البوتاس العربية (ش.م.ع)	(APOT)	01
<a href="mailto:Jordan-dairy@batelco.jo">Jordan-dairy@batelco.jo</a>	الألبان الأردنية (ش.م.ع)	(JODA)	02
<a href="mailto:hype@hypex.com.jo">hype@hypex.com.jo</a>	الصناعات الكيماوية (ش.م.ع)	(JOIC)	03
<a href="mailto:addewam@jopetrol.com.jo">addewam@jopetrol.com.jo</a>	مصفاة الأردن (ش.م.ع)	(JOPT)	04
<a href="mailto:worsted.ji@go.com.jo">worsted.ji@go.com.jo</a>	الاجواخ الأردنية (ش.م.ع)	(JOWM)	05
<a href="mailto:Mobed-co@nol.com.jo">Mobed-co@nol.com.jo</a>	العربية للمبيدات (ش.م.ع)	(MBED)	06
<a href="mailto:main@midpharma.com">main@midpharma.com</a>	شرق أوسط دوائية (ش.م.ع)	(MPHA)	07
<b>قطاع الخدمات</b>			
<a href="mailto:info@itcjour.com">info@itcjour.com</a>	الإقبال للاستثمار (ش.م.ع)	(EICO)	08
<a href="mailto:ideco@go.com.jo">ideco@go.com.jo</a>	كهرباء محافظة اربد (ش.م.ع)	(IREL)	09
<a href="mailto:Zarka_eic@zpu.edu.jo">Zarka_eic@zpu.edu.jo</a>	الزرقاء للتعليم (ش.م.ع)	(ZEIC)	10

الملحق رقم (2): متغيرات الدراسة التابع والمستقل

الدول	المتغير التابع Y	المتغير المستقل X1
	EARP	DPS
<b>JODA</b>		
2004	1	0
2005	0	0
2006	0	0
2007	0	0
2008	0	85,014
2009	0	119,341
2010	1	112,261
2011	1	70,235
2012	1	62,109
2013	1	66,145
2014	1	69,799
2015	1	13,89
<b>JOWM</b>		
2004	0	39,87
2005	0	27,288
2006	0	59,69
2007	0	64,442
2008	0	102,629
2009	0	77,834
2010	1	64,758
2011	1	62,489
2012	1	68,204
2013	1	71,382
2014	1	79,737
2015	1	66,863
<b>JOIC</b>		
2004	1	0
2005	0	56,326
2006	0	72,082
2007	0	66,511
2008	0	118,148
2009	0	64,758
2010	1	97,511
2011	1	266,576
2012	1	202,532
2013	1	0
2014	1	0
2015	0	0
<b>APOT</b>		
2004	1	56,58
2005	0	0



<b>2006</b>	<b>0</b>	<b>74,506</b>
<b>2007</b>	<b>0</b>	<b>38,832</b>
<b>2008</b>	<b>0</b>	<b>18,73</b>
<b>2009</b>	<b>0</b>	<b>44,262</b>
<b>2010</b>	<b>1</b>	<b>64,031</b>
<b>2011</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>2012</b>	<b>1</b>	<b>104,764</b>
<b>2013</b>	<b>1</b>	<b>95,649</b>
<b>2014</b>	<b>1</b>	<b>100,306</b>
<b>2015</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>IREL</b>		
<b>2004</b>	<b>1</b>	<b>66,54</b>
<b>2005</b>	<b>0</b>	<b>50,36</b>
<b>2006</b>	<b>0</b>	<b>40,547</b>
<b>2007</b>	<b>0</b>	<b>30,376</b>
<b>2008</b>	<b>0</b>	<b>87,824</b>
<b>2009</b>	<b>0</b>	<b>102,352</b>
<b>2010</b>	<b>1</b>	<b>62,71</b>
<b>2011</b>	<b>1</b>	<b>58,539</b>
<b>2012</b>	<b>1</b>	<b>66,287</b>
<b>2013</b>	<b>1</b>	<b>176,364</b>
<b>2014</b>	<b>1</b>	<b>73,617</b>
<b>2015</b>	<b>1</b>	<b>143,25</b>
<b>EICO</b>		
<b>2004</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>2005</b>	<b>0</b>	<b>128,838</b>
<b>2006</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>2007</b>	<b>0</b>	<b>192,762</b>
<b>2008</b>	<b>0</b>	<b>80,633</b>
<b>2009</b>	<b>0</b>	<b>100,611</b>
<b>2010</b>	<b>1</b>	<b>62,264</b>
<b>2011</b>	<b>1</b>	<b>93,914</b>
<b>2012</b>	<b>1</b>	<b>95,421</b>
<b>2013</b>	<b>1</b>	<b>89,302</b>
<b>2014</b>	<b>1</b>	<b>94,635</b>
<b>2015</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>ZEIC</b>		
<b>2004</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>2005</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>2006</b>	<b>0</b>	<b>41,578</b>
<b>2007</b>	<b>0</b>	<b>50,124</b>
<b>2008</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>2009</b>	<b>0</b>	<b>49,387</b>
<b>2010</b>	<b>1</b>	<b>33,384</b>
<b>2011</b>	<b>1</b>	<b>54,137</b>
<b>2012</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>2013</b>	<b>1</b>	<b>0</b>

	<b>2014</b>	<b>1</b>	<b>41,831</b>
	<b>2015</b>	<b>1</b>	<b>55,44</b>
<b>JOFT</b>			
	<b>2004</b>	<b>0</b>	<b>89,231</b>
	<b>2005</b>	<b>0</b>	<b>83,625</b>
	<b>2006</b>	<b>0</b>	<b>72,082</b>
	<b>2007</b>	<b>0</b>	<b>66,511</b>
	<b>2008</b>	<b>0</b>	<b>118,148</b>
	<b>2009</b>	<b>0</b>	<b>64,516</b>
	<b>2010</b>	<b>1</b>	<b>97,511</b>
	<b>2011</b>	<b>1</b>	<b>266,576</b>
	<b>2012</b>	<b>1</b>	<b>202,532</b>
	<b>2013</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
	<b>2014</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
	<b>2015</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>MBED</b>		<b>0</b>	<b>80,15</b>
	<b>2004</b>	<b>0</b>	<b>65,32</b>
	<b>2005</b>	<b>0</b>	<b>74,085</b>
	<b>2006</b>	<b>0</b>	<b>82,506</b>
	<b>2007</b>	<b>0</b>	<b>60,525</b>
	<b>2008</b>	<b>0</b>	<b>35,943</b>
	<b>2009</b>	<b>1</b>	<b>65,836</b>
	<b>2010</b>	<b>1</b>	<b>65,225</b>
	<b>2011</b>	<b>1</b>	<b>38,025</b>
	<b>2012</b>	<b>1</b>	<b>51,123</b>
	<b>2013</b>	<b>1</b>	<b>54,698</b>
	<b>2014</b>	<b>0</b>	<b>51,98</b>
	<b>2015</b>	<b>1</b>	<b>70,21</b>
<b>MPHA</b>			
	<b>2004</b>	<b>0</b>	<b>63,523</b>
	<b>2005</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	<b>2006</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	<b>2007</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	<b>2008</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	<b>2009</b>	<b>1</b>	<b>142,233</b>
	<b>2010</b>	<b>1</b>	<b>77,167</b>
	<b>2011</b>	<b>1</b>	<b>55,405</b>
	<b>2012</b>	<b>1</b>	<b>74,288</b>
	<b>2013</b>	<b>1</b>	<b>40,05</b>
	<b>2014</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	<b>2015</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

ملحق رقم 3: تقدير نموذج الانحدار التجميعي PRM

Dependent Variable: EARP				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/06/17 Time: 23:00				
Sample: 2004 2015				
Periods included: 12				
Cross-sections included: 10				
Total panel (balanced) observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.411863	0.070137	5.872286	0.0000
DPS	0.001705	0.000871	1.956503	0.0528
R-squared	0.031421	Mean dependent var		0.516667
Adjusted R-squared	0.023212	S.D. dependent var		0.501817
S.E. of regression	0.495959	Akaike info criterion		1.451879
Sum squared resid	29.02510	Schwarz criterion		1.498338
Log likelihood	-85.11277	Hannan-Quinn criter.		1.470746
F-statistic	3.827905	Durbin-Watson stat		0.746775
Prob(F-statistic)	0.052768			

## ملحق رقم 04: اختبار لاغرانج LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	3.647765 (0.0561)	255.4062 (0.0000)	259.0540 (0.0000)

ملحق رقم 5: تقدير نموذج الآثار الثابتة FEM

Dependent Variable: EARP				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/06/17 Time: 23:02				
Sample: 2004 2015				
Periods included: 12				
Cross-sections included: 10				
Total panel (balanced) observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.394551	0.075640	5.216162	0.0000
DPS	0.001986	0.000967	2.053081	0.0425
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.046870	Mean dependent var		0.516667
Adjusted R-squared	-0.040574	S.D. dependent var		0.501817
S.E. of regression	0.511896	Akaike info criterion		1.585801
Sum squared resid	28.56214	Schwarz criterion		1.841321
Log likelihood	-84.14804	Hannan-Quinn criter.		1.689569
F-statistic	0.536001	Durbin-Watson stat		0.767528
Prob(F-statistic)	0.861271			

## الملحق رقم 6: تقدير نموذج الاثار العشوائية REM

Dependent Variable: EARP				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 05/06/17 Time: 23:03				
Sample: 2004 2015				
Periods included: 12				
Cross-sections included: 10				
Total panel (balanced) observations: 120				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.411863	0.072391	5.689459	0.0000
DPS	0.001705	0.000899	1.895589	0.0605
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			0.511896	1.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.031421	Mean dependent var	0.516667	
Adjusted R-squared	0.023212	S.D. dependent var	0.501817	
S.E. of regression	0.495959	Sum squared resid	29.02510	
F-statistic	3.827905	Durbin-Watson stat	0.746775	
Prob(F-statistic)	0.052768			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.031421	Mean dependent var	0.516667	
Sum squared resid	29.02510	Durbin-Watson stat	0.746775	

## الملحق رقم 7: اختبار هوسمان HAUSMAN

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.623091	1	0.4299

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.623091	1	0.4299

## الملحق رقم 8: اختبار LLC لجذر الوحدة ل EARP في المستوى

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: EARP

Date: 12/20/16 Time: 13:44

Sample: 2006 2015

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 90

Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	1.20853	0.1134

\*\* Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on EARP

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Bandwidth	Obs
1	-0.25000	0.0833	0.0549	0	1	3.0	9
2	-0.25000	0.0833	0.0549	0	1	3.0	9
3	-0.45000	0.1722	0.2222	0	1	0.0	9
4	-0.45000	0.1722	0.2222	0	1	0.0	9
5	-0.25000	0.0833	0.0549	0	1	3.0	9
6	-0.25000	0.0833	0.0549	0	1	3.0	9
7	-0.25000	0.0833	0.0549	0	1	3.0	9
8	-0.25000	0.0833	0.0549	0	1	3.0	9
9	-0.45000	0.1722	0.2222	0	1	0.0	9
10	-0.45000	0.1722	0.2222	0	1	0.0	9
	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*		Obs
Pooled	-0.29878	-4.309	1.009	-0.554	0.919		90



## الملحق رقم 9: اختبار LLC لجذر الوحدة ل EARP بعد اخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: D(EARP)

Date: 12/18/16 Time: 18:24

Sample: 2004 2015

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 100

Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	7.86867	0.0000

\*\* Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on D(EARP)

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Bandwidth	Obs
1	-0.98214	0.0896	0.0277	0	1	9.0	10
2	-1.10811	0.0886	0.0164	0	1	9.0	10
3	-0.82143	0.1643	0.0242	0	1	9.0	10
4	-0.82143	0.1643	0.0242	0	1	9.0	10
5	-0.98214	0.0896	0.0277	0	1	9.0	10
6	-1.10811	0.0886	0.0164	0	1	9.0	10
7	-0.98214	0.0896	0.0277	0	1	9.0	10
8	-1.10811	0.0886	0.0164	0	1	9.0	10
9	-0.96622	0.1696	0.0277	0	1	9.0	10
10	-0.82143	0.1643	0.0242	0	1	9.0	10
	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*		Obs
Pooled	-0.97209	-10.732	1.006	-0.703	1.003		100

## الملحق رقم 10: اختبار IPS لجذر الوحدة ل EARP في المستوى

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: EARP

Date: 12/18/16 Time: 18:48

Sample: 2004 2015

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Total (balanced) observations: 110

Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	1.17174	0.1207
Im, Pesaran and Shin t-bar	2.55117	
T-bar critical values ***:		
1% level	3.00000	
5% level	2.72400	
10% level	2.58000	

\*\* Probabilities are computed assuming asymptotic normality

\*\*\* Critical values from original paper

### Intermediate ADF test results

Cross section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-3.9094	0.0517	-2.166	1.079	0	1	11
2	-2.0000	0.5384	-2.166	1.079	0	1	11
3	-2.3094	0.3970	-2.166	1.079	0	1	11
4	-2.3094	0.3970	-2.166	1.079	0	1	11
5	-3.9094	0.0517	-2.166	1.079	0	1	11
6	-2.0000	0.5384	-2.166	1.079	0	1	11
7	-3.9094	0.0517	-2.166	1.079	0	1	11
8	-2.0000	0.5384	-2.166	1.079	0	1	11
9	-0.8552	0.9229	-2.166	1.079	0	1	11
10	-2.3094	0.3970	-2.166	1.079	0	1	11
Average	-2.5512		-2.166	1.079			

## الملحق رقم 11: اختبار IPS لجذر الوحدة ل EARP بعد اخذ الفرق الاول

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(EARP)

Date: 12/18/16 Time: 18:49

Sample: 2004 2015

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Total (balanced) observations: 100

Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	1.90171	0.0286
	-	
Im, Pesaran and Shin t-bar	2.80584	
T-bar critical values ***:	1% level	3.03000
	5% level	2.74000
	10% level	2.59000

\*\* Probabilities are computed assuming asymptotic normality

\*\*\* Critical values from original paper

### Intermediate ADF test results

Cross section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-3.5752	0.0869	-2.166	1.132	0	1	10
2	-2.9491	0.1922	-2.166	1.132	0	1	10
3	-2.2088	0.4369	-2.166	1.132	0	1	10
4	-2.2088	0.4369	-2.166	1.132	0	1	10
5	-3.5752	0.0869	-2.166	1.132	0	1	10
6	-2.9491	0.1922	-2.166	1.132	0	1	10
7	-3.5752	0.0869	-2.166	1.132	0	1	10
8	-2.9491	0.1922	-2.166	1.132	0	1	10
9	-1.8591	0.6032	-2.166	1.132	0	1	10
10	-2.2088	0.4369	-2.166	1.132	0	1	10
Average	-2.8058		-2.166	1.132			

## الملحق رقم 12: اختبار LLC لجذر الوحدة ل DPS في المستوى

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: DPS

Date: 12/18/16 Time: 18:50

Sample: 2004 2015

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total number of observations: 107

Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	5.82214	0.0000

\*\* Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on DPS

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Bandwidth	Obs
1	-0.22643	942.72	325.40	0	1	5.0	11
2	-0.58809	210.19	204.63	0	1	1.0	11
3	-0.54100	5047.0	936.11	0	1	8.0	11
4	-1.47061	1205.9	1204.8	0	1	4.0	11
5	-1.36314	909.46	200.18	0	1	10.0	11
6	-1.59221	1505.6	2410.5	0	1	2.0	11
7	-1.68587	366.83	121.95	1	1	10.0	10
8	-0.98690	4187.9	925.05	1	1	10.0	10
9	-1.98385	62.719	30.398	1	1	6.0	10
10	-0.76904	1833.6	1096.6	0	1	5.0	11

	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*	Obs
Pooled	-1.07138	-9.973	1.151	-0.703	1.003	107

## الملحق رقم 13: اختبار LLC لجذر الوحدة ل DPS بعد اخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: D(DPS)

Date: 12/18/16 Time: 18:50

Sample: 2004 2015

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total number of observations: 96

Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	13.9485	0.0000

\*\* Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on D(DPS)

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Bandwidth	Obs
1	-1.27853	722.47	198.14	1	1	9.0	9
2	-1.31938	230.80	343.77	0	1	1.0	10
3	-1.87218	4008.2	2202.5	1	1	6.0	9
4	-1.54138	2245.8	785.03	0	1	8.0	10
5	-1.61943	2080.4	743.88	0	1	9.0	10
6	-1.81723	2058.9	7932.6	0	1	2.0	10
7	-1.37459	1032.0	240.47	0	1	9.0	10
8	-1.75263	4511.4	2307.1	1	1	6.0	9
9	-2.24090	88.479	127.46	1	1	5.0	9
10	-1.23664	2987.2	707.47	0	1	7.0	10
	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*		Obs
Pooled	-1.65278	-18.331	1.058	-0.703	1.003		96

## الملحق رقم 14: اختبار IPS الجذر الوحدة ل DPS في المستوى

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: DPS

Date: 12/18/16 Time: 18:51

Sample: 2004 2015

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Total number of observations: 107

Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	2.47009	0.0068

\*\* Probabilities are computed assuming asymptotic normality

### Intermediate ADF test results

Cross section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-0.7031	0.9425	-2.166	1.079	0	1	11
2	-1.8511	0.6127	-2.166	1.079	0	1	11
3	-1.7027	0.6804	-2.166	1.079	0	1	11
4	-3.6880	0.0699	-2.166	1.079	0	1	11
5	-4.1732	0.0361	-2.166	1.079	0	1	11
6	-5.8256	0.0042	-2.166	1.079	0	1	11
7	-3.2984	0.1240	-2.173	1.453	1	1	10
8	-2.2306	0.4265	-2.173	1.453	1	1	10
9	-4.6059	0.0235	-2.173	1.453	1	1	10
10	-2.1301	0.4764	-2.166	1.079	0	1	11
Average	-3.0209		-2.168	1.191			

## الملحق رقم 15: اختبار IPS لجذر الوحدة ل DPS بعد اخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(DPS)

Date: 12/18/16 Time: 18:51

Sample: 2004 2015

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Total number of observations: 96

Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	5.20937	0.0000

\*\* Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate ADF test results

Cross section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-2.6416	0.2785	-2.231	3.934	1	1	9
2	-4.1753	0.0405	-2.166	1.132	0	1	10
3	-3.9457	0.0610	-2.231	3.934	1	1	9
4	-4.3548	0.0324	-2.166	1.132	0	1	10
5	-4.9943	0.0145	-2.166	1.132	0	1	10
6	-9.6450	0.0001	-2.166	1.132	0	1	10
7	-3.9096	0.0570	-2.166	1.132	0	1	10
8	-3.6517	0.0857	-2.231	3.934	1	1	9
9	-6.0289	0.0061	-2.231	3.934	1	1	9
10	-3.2990	0.1239	-2.166	1.132	0	1	10
Average	-4.6646		-2.192	2.253			

Warning: for some series the expected mean and variance for the given lag and observation are not covered in IPS paper

## الملحق رقم 16: سببية GRANGER للعلاقات الاتجاهية للبنان

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/18/16 Time: 18:56

Sample: 2004 2015

Lags: 1

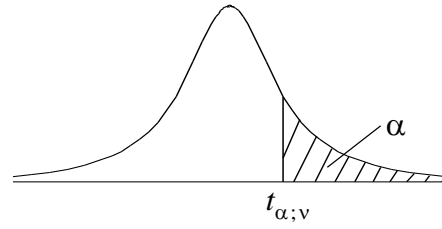
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EARP does not Granger Cause DPS	110	0.38991	0.5337
DPS does not Granger Cause EARP		4.54620	0.0353



الملحق رقم 17: توزيع الطبيعي لستودانت

**Table of the Student's  $t$ -distribution**

The table gives the values of  $t_{\alpha;v}$  where  
 $\Pr(T_v > t_{\alpha;v}) = \alpha$ , with  $v$  degrees of freedom



$\alpha \backslash v$	0.1	0.05	0.025	0.01	0.005	0.001	0.0005
1	3.078	6.314	12.076	31.821	63.657	318.310	636.620
2	1.886	2.920	4.303	6.965	9.925	22.326	31.598
3	1.638	2.353	3.182	4.541	5.841	10.213	12.924
4	1.533	2.132	2.776	3.747	4.604	7.173	8.610
5	1.476	2.015	2.571	3.365	4.032	5.893	6.869
6	1.440	1.943	2.447	3.143	3.707	5.208	5.959
7	1.415	1.895	2.365	2.998	3.499	4.785	5.408
8	1.397	1.860	2.306	2.896	3.355	4.501	5.041
9	1.383	1.833	2.262	2.821	3.250	4.297	4.781
10	1.372	1.812	2.228	2.764	3.169	4.144	4.587
11	1.363	1.796	2.201	2.718	3.106	4.025	4.437
12	1.356	1.782	2.179	2.681	3.055	3.930	4.318
13	1.350	1.771	2.160	2.650	3.012	3.852	4.221
14	1.345	1.761	2.145	2.624	2.977	3.787	4.140
15	1.341	1.753	2.131	2.602	2.947	3.733	4.073
16	1.337	1.746	2.120	2.583	2.921	3.686	4.015
17	1.333	1.740	2.110	2.567	2.898	3.646	3.965
18	1.330	1.734	2.101	2.552	2.878	3.610	3.922
19	1.328	1.729	2.093	2.539	2.861	3.579	3.883
20	1.325	1.725	2.086	2.528	2.845	3.552	3.850
21	1.323	1.721	2.080	2.518	2.831	3.527	3.819
22	1.321	1.717	2.074	2.508	2.819	3.505	3.792
23	1.319	1.714	2.069	2.500	2.807	3.485	3.767
24	1.318	1.711	2.064	2.492	2.797	3.467	3.745
25	1.316	1.708	2.060	2.485	2.787	3.450	3.725
26	1.315	1.706	2.056	2.479	2.779	3.435	3.707
27	1.314	1.703	2.052	2.473	2.771	3.421	3.690
28	1.313	1.701	2.048	2.467	2.763	3.408	3.674
29	1.311	1.699	2.045	2.462	2.756	3.396	3.659
30	1.310	1.697	2.042	2.457	2.750	3.385	3.646
40	1.303	1.684	2.021	2.423	2.704	3.307	3.551
60	1.296	1.671	2.000	2.390	2.660	3.232	3.460
120	1.289	1.658	1.980	2.358	2.617	3.160	3.373
$\infty$	1.282	1.645	1.960	2.326	2.576	3.090	3.291

الملحق رقم 18: توزيع الطبيعي لقيم فيشر F

Table F: valeurs critiques de la distribution F

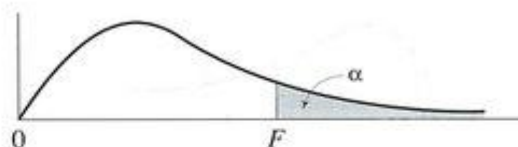


TABLE 1  $\alpha = .05$

	Degrés de liberté pour le numérateur																
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30	40	50	
Degrés de liberté pour le dénominateur	1	161.4	199.5	215.8	224.8	230.0	233.8	236.5	238.6	240.1	242.1	245.2	248.4	248.9	250.5	250.8	252.6
2	18.51	19.00	19.16	19.25	19.30	19.33	19.35	19.37	19.38	19.40	19.43	19.44	19.44	19.46	19.47	19.48	19.48
3	10.13	9.55	9.28	9.12	9.01	8.94	8.89	8.85	8.81	8.79	8.70	8.66	8.63	8.62	8.59	8.58	8.58
4	7.71	6.94	6.59	6.39	6.26	6.16	6.09	6.04	6.00	5.96	5.86	5.80	5.77	5.75	5.72	5.70	5.70
5	6.61	5.79	5.41	5.19	5.05	4.95	4.88	4.82	4.77	4.74	4.62	4.56	4.52	4.50	4.46	4.44	4.44
6	5.99	5.14	4.76	4.53	4.39	4.28	4.21	4.15	4.10	4.06	3.94	3.87	3.83	3.81	3.77	3.75	3.75
7	5.59	4.74	4.35	4.12	3.97	3.87	3.79	3.73	3.68	3.64	3.51	3.44	3.40	3.38	3.34	3.32	3.32
8	5.32	4.46	4.07	3.84	3.69	3.58	3.50	3.44	3.39	3.35	3.22	3.15	3.11	3.08	3.04	3.02	3.02
9	5.12	4.26	3.86	3.63	3.48	3.37	3.29	3.23	3.18	3.14	3.01	2.94	2.89	2.86	2.83	2.80	2.80
10	4.96	4.10	3.71	3.48	3.33	3.22	3.14	3.07	3.02	2.98	2.85	2.77	2.73	2.70	2.66	2.64	2.64
11	4.84	3.98	3.59	3.36	3.20	3.09	3.01	2.95	2.90	2.85	2.72	2.65	2.60	2.57	2.53	2.51	2.51
12	4.75	3.89	3.49	3.26	3.11	3.00	2.91	2.85	2.80	2.75	2.62	2.54	2.50	2.47	2.43	2.40	2.40
13	4.67	3.81	3.41	3.18	3.03	2.92	2.83	2.77	2.71	2.67	2.53	2.46	2.41	2.38	2.34	2.31	2.31
14	4.60	3.74	3.34	3.11	2.96	2.85	2.76	2.70	2.65	2.60	2.46	2.39	2.34	2.31	2.27	2.24	2.24
15	4.54	3.68	3.29	3.06	2.90	2.79	2.71	2.64	2.59	2.54	2.40	2.33	2.28	2.25	2.20	2.18	2.18
16	4.49	3.63	3.24	3.01	2.85	2.74	2.66	2.59	2.54	2.49	2.35	2.28	2.23	2.19	2.15	2.12	2.12
17	4.45	3.59	3.20	2.96	2.81	2.70	2.61	2.55	2.49	2.45	2.31	2.23	2.18	2.15	2.10	2.08	2.08
18	4.41	3.55	3.16	2.93	2.77	2.66	2.58	2.51	2.46	2.41	2.27	2.19	2.14	2.11	2.06	2.04	2.04
19	4.38	3.52	3.13	2.90	2.74	2.63	2.54	2.48	2.42	2.38	2.23	2.16	2.11	2.07	2.03	2.00	2.00
20	4.35	3.49	3.10	2.87	2.71	2.60	2.51	2.45	2.39	2.35	2.20	2.12	2.07	2.04	1.99	1.97	1.97
22	4.30	3.44	3.05	2.82	2.66	2.55	2.46	2.40	2.34	2.30	2.15	2.07	2.02	1.98	1.94	1.91	1.91
24	4.26	3.40	3.01	2.78	2.62	2.51	2.42	2.36	2.30	2.25	2.11	2.03	1.97	1.94	1.89	1.86	1.86
26	4.23	3.37	2.98	2.74	2.59	2.47	2.39	2.32	2.27	2.22	2.07	1.99	1.94	1.90	1.85	1.82	1.82
28	4.20	3.34	2.95	2.71	2.56	2.45	2.36	2.29	2.24	2.19	2.04	1.96	1.91	1.87	1.82	1.79	1.79
30	4.17	3.32	2.92	2.69	2.53	2.42	2.33	2.27	2.21	2.16	2.01	1.93	1.88	1.84	1.79	1.76	1.76
40	4.08	3.23	2.84	2.61	2.45	2.34	2.25	2.18	2.12	2.08	1.92	1.84	1.78	1.74	1.69	1.66	1.66
50	4.03	3.18	2.79	2.56	2.40	2.29	2.20	2.13	2.07	2.03	1.87	1.78	1.73	1.69	1.63	1.60	1.60
60	4.00	3.15	2.76	2.53	2.37	2.25	2.17	2.10	2.04	1.99	1.84	1.75	1.69	1.65	1.59	1.56	1.56
120	3.92	3.07	2.68	2.45	2.29	2.18	2.09	2.02	1.96	1.91	1.75	1.66	1.60	1.55	1.50	1.46	1.46
200	3.89	3.04	2.65	2.42	2.26	2.14	2.06	1.98	1.93	1.88	1.72	1.62	1.56	1.52	1.46	1.41	1.41
500	3.86	3.01	2.62	2.39	2.23	2.12	2.03	1.96	1.90	1.85	1.69	1.59	1.53	1.48	1.42	1.38	1.38
1000	3.85	3.01	2.61	2.38	2.22	2.11	2.02	1.95	1.89	1.84	1.68	1.58	1.52	1.47	1.41	1.36	1.36