الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

Université Abou Bekr Belkaid
Tlemcen Algérie

جامعة أبي بكر بلقايد
تلمسان الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

العنوان:

دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات-دراسة قياسية على مستوى بورصة -NASDAQ

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

تخصص تحليل اقتصادي

إعداد الطالب:
مازري عبد الحفيظ

إشراف الأستاذ الدكتور:
بن بوزيان محمد

لجنة المناقشة:

أ.د.كرزابي عبد اللطيف	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	رئيسا
أ.د.بن بوزيان محمد	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	مشرفا
أ.د.بوثلجة عبد الناصر	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	ممتحنا
د.بن سعيد محمد	أستاذ محاضر	جامعة بلعباس	ممتحنا
د.مختاري فيصل	أستاذ محاضر	جامعة معسكر	ممتحنا
د.صوار يوسف	أستاذ محاضر	جامعة سعيدة	ممتحنا

السنة الجامعية: 2015/2014

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى:

والدي الكريمين، أطال الله عمرهما في طاعته،.....عرفانا و تقديرا

زوجتي الكريمة،.....حبـــا و وفـــــــــاءا

قرة العين: مراد، جنان و أفنان،.....أملا و رجاءا

التشكرات

من جميل الصنع، الاعتراف لأهل الفضل بفضلهم.....و من لا يشكر الناس لا يشكر الله.....

أتوجه بأسمى عبارات التقدير و بأرقى مراتب الشكر إلى مشرفي **الأستاذ الدكتور بن بوزيان محمد** على ما تفضل به من نصح و توجيه و إرشاد راجيا من المولى عز و جل أن يبارك فيه و في علمه

كما لا يفوتني أن أشكر الأساتذة الأفاضل ، أعضاء لجنة المناقشة على جهودهم المبذولة في تقييم و تصويب هذا العمل.

الفهرس العام

الإهداء	
التشكرات	
الفهرس العام	I
قائمة الجداول و الأشكال	V
قائمة الملاحق	VII
المقدمة العامة	أ– د
الفصل الأول: مدخل للأسواق المالية	01
مقدمة	02
I- الإطار النظري للأسواق المالية	04
I-1- نشأة و تطور الأسواق المالية	04
I-2- مفهوم السوق المالي.	06
I-3- وظائف السوق المالي.	07
I-4- أهمية السوق المالي.	09
I-5- خصائص السوق المالي.	12
I-6- أركان (عناصر) السوق المالي.	13
I-7- أنواع السوق المالي.	15
II- أسواق النقود و رأس المال، الأدوات المالية المتداولة فيها و طرق تنفيذ عملياتها.	20
II-1- الأسواق النقدية	20
II-2- أسواق رأس المال	26
II-3- طرق و أساليب تنفيذ العمليات في السوق المنظمة (البورصة)	37
II-4- طرق تداول الأوراق المالية في السوق غير المنظمة.	39
III- الأسواق المالية الكفؤة	40
III-1- الجذور التاريخية لفكرة كفاءة الأسواق المالية.	40
III-2- مفهوم السوق المالي الكفء.	41
III-3- خصائص السوق المالي الكفء.	45
III-4- متطلبات السوق المالي الكفء.	46
III-5- السوق الكفء و الحركة العشوائية للأسعار.	47

III-6- مستويات كفاءة السوق.	48
III-7- الإطار التحليلي لفرضية السوق الكفء.	50
III-8- كفاءة الأسواق المالية و مشكلة عدم تناظر المعلومات.	54
خاتمة.	56
الفصل الثاني: مشكلة عدم تناظر المعلومات	57
مقدمة .	58
I - مدخل عام لمشكلة عدم تناظر المعلومات.	59
I -1- مفهوم مشكلة عدم تناظر المعلومات.	59
I -2- أنواع المعلومات والأخطار المرتبطة بها.	60
I -3- المشاكل المرتبطة بمشكلة عدم تناظر المعلومات.	62
I -3- 1- مشكل الاختيار العكسي The problem of adverse selection	62
I -3- 2- مشكل سوء النية The probleme of moral hazard	62
I -3- 3- مشكل تكاليف المراقبة The costly state verification problem	63
I -3- 4- مشكل الوكالة The agency problem	63
II - مشكلة عدم تناظر المعلومات في الأسواق المالية	64
II -1- الخصائص الاقتصادية للعقود المالية.	64
II -2- أشكال (صيغ) مشكلة عدم تناظر المعلومات.	68
II -3- الآليات الاحترازية ضد مشكلة عدم تناظر المعلومات.	81
II -4- أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على الأسواق المالية.	91
III - مشكلة عدم تناظر المعلومات و الحوكمة المالية.	92
III -1- نظرية Modigliani-Miller.	92
III -2- الاختيار العكسي ومصادر التمويل المتاحة.	94
III -3- مشكل سوء النية والهيكل المالي.	97
III -4- التسيير والملكية (تضارب المصالح).	99
خاتمة	101
الفصل الثالث: الحوكمة المالية	102
مقدمة	103

I - مفاهيم عامة حول الحوكمة:	104
I-1- طبيعة مفهوم الحوكمة	104
I-2- التطور التاريخي للحوكمة	107
I-3- أسس و مبادئ الحوكمة	114
I-4- أهداف الحوكمة	118
I-5- نماذج الحوكمة	118
I-6- محددات الحوكمة	121
II - تجارب دولية في مجال الحوكمة:	122
II-1- تجربة المملكة المتحدة البريطانية	123
II-2- تجربة الولايات المتحدة الأمريكية	128
II-3- تجربة فرنسا	132
II-4- تجربة روسيا	133
III - حوكمة الأسواق المالية:	134
III -1- نظرية الوكالة	135
III -2- حوكمة الشركات و الأسواق المالية	139
III -3 – الإفصاح	141
III -4 - أثر حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية	145
خاتمة	148
الفصل الرابع:دراسة قياسية لدور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات	150
مقدمة	151
I- الإطار النظري للتحليل القياسي باستخدام بيانات البانل (Panel data)	152
I-1- مفهوم بيانات البانل.	152
I-2- أهمية استخدام بيانات البانل.	153
I-3- الخلفية التاريخية لأهمية استخدام بيانات البانل.	154
II- النماذج الأساسية لبيانات البانل و اختبارات جذر الوحدة	156
II-1- النماذج الأساسية لبيانات البانل.	156
II-1-1- نموذج الانحدار التجميعي.	157

II-1-2- نموذج التأثيرات الثابتة.	158
II-1-3- نموذج التأثيرات العشوائية.	162
II-2- اختبارات الاختيار بين النماذج الأساسية لبيانات البانل	165
II-2-1- اختبار F المقيد (اختبار معنوية الأثر الجماعي)	165
II-2-2- اختبار مضاعف Lagrange (LM)	165
II-2-3- اختبار Hausman	166
II-3- اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل	167
II-3-1- اختبارات الجيل الأول	169
II-3-2- اختبارات الجيل الثاني	180
III- اختبارات التكامل المشترك لبيانات البانل	185
III-1- اختبار Pedroni (1999-2004)	186
III-2- اختبار Kao (1999)	189
III-3- تقدير العلاقات في المدى الطويل و القصير	191
IV - الدراسة القياسية	194
IV -1- مصادر بيانات الدراسة، اختيار المتغيرات و منهجية الدراسة.	194
IV -2- النموذج الملائم لطبيعة بيانات البانل.	196
IV -3- استقرارية السلاسل الزمنية و اختبارات جذور الوحدة لبيانات البانل.	199
IV -4- علاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل.	205
IV -5- تقدير علاقات المدى الطويل و القصير.	206
IV -6- دراسة العلاقات السببية للبانل بين متغيرات الدراسة.	207
خاتمة.	210
الخاتمة العامة.	211
الملاحق.	216
المراجع.	236

قائمة الجداول	
الجدول (3-1) تقارير الحوكمة الأولى التي صدرت على المستوى الدولي.	113
الجدول (4-1): اختبار Hausman.	198
الجدول (4-2) : نتائج اختبارات جذر الوحدة للمستوى لمتغيرات البانل.	200
الجدول (4-3): نتائج اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل بعد أخذ الفرق الأول.	203
الجدول (4-4): اختبار PEDRONI للتكامل المشترك.	205
الجدول (4-5): نتائج تقدير المدى الطويل لنموذج البانل الديناميكي DOLS.	206
الجدول (4-6): نتائج تقدير المدى القصير لنموذج تصحيح الخطأ للبانل VECM	207
الجدول (4-7): سببية GRANGER للعلاقات الاتجاهية للبانل.	209
قائمة الأشكال	
الشكل (1-1): أهمية السوق المالي في تحويل و انتقال الأموال.	11
الشكل (1-2): المؤسسات المالية.	14
الشكل (1-3): عناصر السوق المالي	14
الشكل (1-4): أنواع الأسواق الثانوية.	29
الشكل (1-5): الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية.	44
الشكل (1-6): صورة تطبيقية لاستخدام فرضية السوق الكفء.	52
الشكل (1-7): تعديل التقويم السوقي للأوراق المالية في ظل فرضية السوق الكفء.	53
الشكل (2-1): توزيع القيمة المتوقعة في ظل مشكلة الاختيار العكسي.	72
الشكل (2-2): علاقة الربح المتوقع بمعدل الفائدة.	76

الشكل (2-3): علاقة تكلفة المراقبة بمعدل الفائدة.	79
الشكل (2-4): أثر ترشيد القروض (تقنين الائتمان).	82
الشكل (2-5): استعمال الضمانات ضمن نظرية الإشارات.	87
الشكل (2-6): استعمال التمويل الذاتي ضمن نظرية الإشارات.	89
الشكل (3-1): أهداف الحوكمة	118
الشكل (3-2): المحددات الخارجية والداخلية للحوكمة	122
الشكل (3-3) الإنعكاسات المترتبة عن نظرية الوكالة.	138
الشكل (3-4) مكانة المعلومات في العلاقة بين حوكمة الشركات والأسواق المالية.	139
الشكل (3-5): أثر عدم تناظر المعلومات على كفاءة أسواق المال.	141
الشكل (4-1): ملخص اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل.	169
الشكل (4-2): سلسلة المتغير EARP في المستوى.	201
الشكل (4-3): سلسلة المتغير IPS في المستوى.	202
الشكل (4-4): سلسلة المتغير OWNS في المستوى.	202
الشكل (4-5): سلسلة المتغير EARP بعد اخذ الفرق الأول.	203
الشكل (4-6): سلسلة المتغير DPS بعد اخذ الفرق الأول.	204
الشكل (4-7): سلسلة المتغير OWNS بعد اخذ الفرق الأول.	204

الملحق رقم01: تقدير نموذج الآثار الثابتة	217
الملحق رقم02: تقدير نموذج الآثار العشوائية	218
الملحق رقم03: اختبار HAUSMAN	219
الملحق رقم04: اختبار LLC لجذر الوحدة لـ EARP في المستوى	220
الملحق رقم 05: اختبار IPS لجذر الوحدة لـ EARP في المستوى	221
الملحق رقم 06: اختبار LLC لجذر الوحدة لـ DPS في المستوى	222
الملحق رقم 07: اختبار IPS لجذر الوحدة لـ DPS في المستوى	223
الملحق رقم 08: اختبار LLC لجذر الوحدة لـ OWNS في المستوى	224
الملحق رقم 09: اختبار IPS لجذر الوحدة لـ OWNS في المستوى	225
الملحق رقم10: اختبار LLC لجذر الوحدة لـ EARP بعد الفرق الأول	226
الملحق رقم11: اختبار IPS لجذر الوحدة لـ EARP بعد الفرق الأول	227
الملحق رقم12: اختبار LLC لجذر الوحدة لـ DPS بعد الفرق الأول	228
الملحق رقم13: اختبار IPS لجذر الوحدة لـ DPS بعد الفرق الأول	229
الملحق رقم14: اختبار LLC لجذر الوحدة لـ OWNS بعد الفرق الأول	230
الملحق رقم15: اختبار IPS لجذر الوحدة لـ OWNS بعد الفرق الأول	231
الملحق رقم16: اختبار PEDRONI للتكامل المشترك	232
الملحق رقم17:نتائج تقدير علاقات المدى الطويل لنموذج البانل الديناميكي DOLS	233
الملحق رقم18:نتائج تقدير علاقات المدى القصير لنموذج تصحيح الخطأ للبانل VECM	234
الملحق رقم19:سببية GRANGER للعلاقات الاتجاهية للبانل	235

المقدمة العامة

تحظى الأسواق المالية في الوقت الحالي بمكانة مميزة، خاصة بعد تفشي ظاهرة العولمة وما ترتب عنها من انعكاسات تكاد تلغي كل الفواصل و الحدود المكانية المعرقلة لانتقال رأس المال، كما أن الثورة التكنولوجية في عالم الاتصالات و المعلومات أثرت على هيكلة الأسواق المالية من أصعدة عدة، فمن ناحية تلاشت الفروق النظرية بين أدوات الاستثمار والتمويل التقليدية متمثلة في الأسهم كأدوات مالية تثبت حق الملكية و ذات عائد متغير والسندات كأدوات مالية تثبت المديونية و ذات دخل ثابت، بالتوصل إلى أدوات مالية هجينة وهي أوراق مالية تنتمي إلى إحدى المجموعتين (أسهم أو سندات) و لكنها تحمل بعض خصائص المجموعة الأخرى، و من ناحية أخرى أدت سرعة انتقال المعلومات فيما بين الأسواق المالية إلى نتائج عديدة، أهمها اتساع الأسواق المالية وتضاعف أعداد و أحجام الصفقات، فضلا عن ذلك أخذ الاستثمار المالي عمقا نظريا وتطبيقيا و أصبح محفزا للاستثمار العيني، بل و متفوقا عليه، و أصبحت اقتصاديات الدول تقاس بمقدار نشاط أسواقها المالية، فهي مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي للدول،غير أن هذه الأخيرة تختلف من حيث قوة أسواقها المالية، و هذا يرتبط - بشكل عام - بالعديد من العوامل، لعل أبرزها ما تتمتع به أسواقها المالية من قدرة إخبارية للمحتوى الإعلامي للمعلومات المتاحة للمستثمرين، و هو ما ينعكس على مستوى كفاءة السوق المالي.

تشير أدبيات الأسواق المالية إلى ثلاثة مستويات للكفاءة تبعا لمدى توفر المعلومات فيها وتتمثل في المستوى القوي، المستوى شبه القوي و المستوى الضعيف. إذا كان النوع الأول هو الأكثر قدرة على جذب المستثمرين باعتبار أنه يستمد قوته من اكتمال و جودة محتوى المعلومات الذي يتيحه للمستثمرين، فضلا عن أن الأسعار التي يعكسها هذا الشكل تمثل القيمة الحقيقية للأوراق المتداولة فيه و من ثم يتاح للمتعاملين فيه الاختيار الأفضل من بين بدائل الاستثمار و بالشكل الذي يحقق أعلى منافعهم الاقتصادية، فإن النوع الضعيف من تلك الأسواق يتميز بأنه غير مشجع للاستثمار، بل قد يكون طاردا له ويرجع ذلك للقصور الكامن في المحتوى المعلوماتي المتاح للمستثمرين، فضلا عن تدني مستوى جودته و نفعيته، أما في المستوى شبه القوي، فإن نطاق المعلومات المتاح للمستثمرين يتسع ليشمل معلومات ذات تأثير في أسعار الأوراق المالية إلا أنها غير كاملة، حيث تغيب

بعض المعلومات المؤثرة، و من ثم ينعكس ذلك في شكل تزايد مخاطر الاستثمار، مما يشكل قيودا على مقدرة المستثمرين على تحقيق أفضل المنافع الممكنة من استثماراتهم.

يلقى المستوى شبه القوي لكفاءة الأسواق المالية قبولا و إجماعا من طرف الباحثين والمحللين الماليين باعتباره لم يتجاهل أثر المعلومات التاريخية و الحالية على أسعار الأوراق المالية، مقارنة باستحالة تحقيق فرضيات المستوى القوي لعدم سهولة توافر وتحقيق الشروط المرتبطة به مثل وجود تماثل في المعلومات التاريخية و الحالية والمستقبلية بين المتعاملين من حيث استفادتهم منها في الوقت المناسب و من دون تكلفة بالإضافة إلى صعوبة تحديد أسعار الأوراق المالية في المستوى الضعيف نتيجة اقتصاره على المعلومات التاريخية فقط و تجاهله الأخذ في الحسبان باقي المتغيرات التي من شأنها التأثير على قيمة الأوراق المالية.

يذهب الكثير من المختصين في الأسواق المالية إلى القول بأن محدودية البيانات التي يتم عرضها تؤدي إلى وضع يتسم بعدم تناظر للمعلومات بين مختلف الأطراف مما يسبب تشوها في السوق يؤدي إلى عدم قدرة المستثمرين على التقييم الجيد للوحدات الاقتصادية التي يرغبون في شراء أسهمها، خاصة في حال تقييم أسهمها بأزيد من قيمتها الحقيقية.

من هنا يمكن القول أن المعلومات تلعب دورا محوريا في مستوى و درجة كفاءة الأسواق المالية، غير أن الجدل لا يزال متواصلا حول تحديد الأهمية النسبية للمفردات والعناصر المؤثرة في المحتوى المعلوماتي و جودة كل منها (التلاعب في القوائم المالية استعمال المحاسبة الإبداعية،...) مما يفقد تأثيرها- جزئيا أو كليا- في توفير احتياجات المستثمرين من المعلومات، و التي تعتبر مقوما أساسيا من مقومات اكتساب الأسواق ثقة المتعاملين والمستثمرين من خلال إتاحتها جميع المعلومات المؤثرة على أسعار و أحجام تداول الأوراق المالية بالتماثل و التوقيت نفسه.

نظرا للانعكاسات السلبية التي يفرزها مشكل عدم تناظر المعلومات على مستوى كفاءة الأسواق المالية، يبرز مفهوم الحوكمة كآلية من شانها التأثير على طبيعة و نوعية المعلومات التي ترد إلى السوق من خلال التأثير على نوعية و جودة تلك المعلومات بالتزام مجموعة من المعايير تستهدف ضمان الالتزام السلوكي بأخلاقيات و قواعد السلوك المهني الرشيد و التوازن في تحقيق مصالح كافة الأطراف المرتبطة بالمنشأة فضلا عن الإفصاح و الشفافية عند عرض المعلومات الخاصة بالمنشأة.

بناء على ما تقدم يمكننا طرح الإشكالية التالية:

ما هو دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات؟

يمكن تفكيك الإشكال الرئيسي المطروح إلى مجموعة الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما المقصود بالأسواق المالية؟
- ما المقصود بكفاءة الأسواق المالية؟
- ما هي مستويات كفاءة الأسواق المالية؟
- ما المقصود بمشكلة عدم تناظر المعلومات؟
- فيما تتمثل صور مشكلة عدم تناظر المعلومات؟
- فيما تتمثل أهم الانعكاسات المترتبة عن مشكلة عدم تناظر المعلومات؟
- ما المقصود بالحوكمة المالية؟
- فيما تتمثل أهم آليات الحوكمة؟

فرضيات الدراسة:

تنطلق الدراسة من الفرضيتين الأساسيتين التاليتين:

- من شأن سياسة توزيع الأرباح أن تساهم في التخفيض من مشكلة عدم تناظر المعلومات
- من شأن تركيبة هيكل ملكية المؤسسة أن تؤثر في مشكلة عدم تناظر المعلومات.

أسباب اختيار الموضوع:

تتلخص أهم أسباب اختيار الموضوع في عدة اعتبارات، يأتي في مقدمتها مواصلة البحث في الإطار المتعلق بمشكلة عدم تناظر المعلومات، إذ سبق دراسة هذا المشكل- في مرحلة الماجستير- و لكن على مستوى التمويل البنكي (من خلال العلاقة التي تربط ما بين المؤسسات و البنوك) أما من خلال هذه الدراسة فسيتم الاهتمام بهذه المشكلة و لكن على مستوى الأسواق المالية، فضلا عن أن مشكلة عدم تناظر المعلومات تصب في قلب تحديث نظرية المالية السلوكية التي بدأت تأخذ بعدا مهما جدا في السنوات الأخيرة، إلى جانب الاهتمام بموضوع الحوكمة المالية كآلية من شأنها التأثير على مشكلة عدم تناظر المعلومات.

الهدف من الدراسة و أهميتها:

تشير العديد من الأبحاث النظرية إلى أن الالتزام بمبادئ الحوكمة من شانه التأثير على مشكلة عدم تناظر المعلومات، بخلاف الممارسات العملية التي قد لا تتطابق مع هذا الطرح النظري، و بالتالي فإن هذه الدراسة تهدف إلى معالجة مشكلة عدم تناظر المعلومات على مستوى الأسواق المالية من خلال ربطه بموضوع الحوكمة المالية التي تهدف بالأساس إلى التأثير على الجانب السلوكي الذي يعتبر بدوره المصدر الأساسي المتعلق بالممارسات المفضية للوضع القائم على مشكلة عدم تناظر المعلومات، و قد تم اختيار بورصة NASDAQ National Association of Securities Dealers Automated Quotations system باعتبارها بيئة مناسبة جدا لمعالجة الموضوع حيث أنها تعتبر أكبر بورصة تعمل على أساس الشاشات الالكترونية في الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 3200 شركة مدرجة، مما يبرز أهمية المعلومة بشكل اكبر من غيرها من البورصات

المنهج المستخدم:

تم الاعتماد في إعداد الدراسة على المنهج الوصفي عند التطرق للأدبيات المتعلقة بالموضوع، كما تم الاعتماد على المنهج التحليلي عند دراسة مشكلة عدم تناظر

المعلومات، خصوصا فيما تعلق بتحليل صيغ مشكلة عدم تناظر المعلومات و الآليات الاحترازية ضدها، بالإضافة إلى المنهج القياسي من خلال توظيف أسلوب التكامل المتزامن لبيانات البانل في الدراسة القياسية.

الدراسات السابقة:

تتلخص أهم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث فيما يلي:

- دراسة: Hui Di ،Omar Farooq ،Samir Aguenaou

المعنونة:

Dividend policy and ownership structure: Evidence from the Casablanca Stock Exchange.

و هي دراسة بحثت في أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح لعينة من المؤسسات المسعرة في بورصة الدار البيضاء، باعتماد بيانات بانل ممتدة من سنة 2004 إلى سنة 2010، باستخدام نموذج انحدار متعدد، يربط بين سياسة توزيع الأرباح كمتغير تابع وهيكل الملكية كمتغير مستقل، مع استعمال متغيرات حجم المؤسسة، مجموع الديون إلى مجموع الأصول، الأرباح لكل سهم، كمتغيرات مراقبة، حيث توصلت الدراسة إلى أنه ليست هناك علاقة بين هيكل الملكية و سياسة توزيع الأرباح على مستوى بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية.

- دراسة: Reza Zare ،Javad Moradi ،Hashim Valipour

المعنونة:

Dividend policy and information asymmetry from the signaling perspective.

حاولت هذه الدراسة الوقوف على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و مشكلة عدم تناظر المعلومات من خلال نظرية الإشارات، و مقارنة المحتوى المعلوماتي لتلك الإشارات، انطلاقا من عينة مكونة من 88 مؤسسة مسعرة في بورصة طهران للفترة

الممتدة ما بين 2003 و 2010 باعتماد نموذج انحدار متعدد.أظهرت نتائج الدراسة علاقة ايجابية و ذات دلالة معنوية بين التغير في سياسة توزيع الأرباح و عدم تناظر المعلومات كما أظهرت النتائج حساسية المستثمرين للتغيرات الحاصلة في الربح الخاص بكل سهم حيث أنه بارتفاع الارباح ترتفع حصة كل سهم من الربح الموزع، لكن أي انخفاض للربح الموزع للسهم، يثير هذا الوضع قلق المستثمرين، فيرتفع عدم تناظر المعلومات.

- أطروحة دكتوراه لـ: Hok-Leung Ronnie

المعنونة:

Voluntary corporate governance disclosure, firm valuation and dividend payout : Evidence from Hong-Kong listed firms.

حاول الباحث دراسة اثر الحوكمة الطوعية - من خلال الإفصاح الطوعي عن المعلومات- على قيمة المؤسسة، حيث اعتمد في ذلك على عينة متكونة من 258 مشاهدة للفترة 2003-2005 على مستوى بورصة هونغ كونغ (تتميز بورصة هونغ كونغ بحماية كبيرة للمستثمرين، كما تتميز بملكية أجنبية كبيرة) اعتمادا على نموذج انحدار متعدد، حيث توصل إلى :

- علاقة ذات دلالة إحصائية معنوية و موجبة بين آليات الحوكمة الطوعية و قيمة المؤسسة في المؤسسات الصغيرة، لكنها لم تكن كذلك بالنسبة للمؤسسات الكبيرة والمتوسطة.
- المؤسسات ذات الإفصاح الطوعي المرتفع ترتبط بانخفاض توزيع الأرباح(مع ثبات العوامل الأخرى) و يفسر ذلك بأن الإفصاح الطوعي قد يعتبر بديلا لسياسة توزيع الأرباح.

- دراسة Neeranuch Nuengwan ،Chiraphol N.Chiyachantana ،Pakpoom Thanarung ،Nareerat Taechapiroontong

المعنونة:

The effect of information disclosure on information asymmetry

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين الافصاح المعلوماتي، خصائص المنشآت ومشكلة عدم تناظر المعلومات، حيث توصل الباحثون إلى نتيجة مفادها أن ارتفاع الافصاح المعلوماتي و الشفافية يؤديان إلى التخفيض من مشكلة عدم تناظر المعلومات، و ذلك انطلاقا من عينة مشاهدات بلغت 84204 مشاهدة على مستوى بورصة تايلاند للفترة الممتدة من 1999 إلى 2007 باعتماد نموذج الانحدار المتعدد ذو المرحلتين (TSLS regressions)

- دراسة Nasrat Huda ،Mohammad Nayeem

المعنونة:

Relationship between ownership structure and dividend policy : Empirical evidence from chihagon stock exchange.

سعت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين هيكل الملكية و سياسة توزيع الارباح اعتمادا على بيانات بانل لعينة من مؤسسات مسعرة في مؤشر CSE-30 لبورصة بانغلاديش للفترة 2006-2010 حيث درست توزيعات الارباح للسهم لسنوات مختلفة وعلاقتها بهيكل ملكية المالكين للمؤسسات بالاخذ بعين الاعتبار متغير نفوذ المالكين على المؤسسة باعتماد نموذج انحدار متعدد، و تم التوصل إلى النتائج التالية:

- مجلس المالكين له علاقة ذات معنوية موجبة مع سياسة توزيع الأرباح.
- مجلس المؤسسين له علاقة ذات معنوية سلبية مع سياسة توزيع الأرباح.
- النفوذ لبعض المالكين للمؤسسة له علاقة ذات معنوية سلبية مع سياسة توزيع الأرباح .

تتمثل الإضافة من خلال هذه الدراسة في معالجة الإشكالية المرتبطة بالدور الذي من الممكن أن تمارسه الحوكمة المالية في التأثير على مشكلة عدم تناظر المعلومات، من

خلال دراسة الموضوع قياسيا باعتماد أسلوب التكامل المشترك لبيانات البانل، الذي يسمح بالحفاظ على خصائص العينة المدروسة عبر حفاظه على خصائص البعد الفردي والزمني بما ينعكس على تحسين اختبارات جذور الوحدة و جعلها أكثر قوة من أجل الوصول إلى نتائج أدق بخصوص المتغيرات محل الدراسة.

هيكل البحث:

سوف يتم معالجة الموضوع من خلال أربعة فصول، يعنى الفصل الأول منها بالأسواق المالية و ما يتصل بها من مفاهيم نظرية بالتركيز أساسا على كفاءة الأسواق المالية ليخصص الفصل الثاني لدراسة مشكلة عدم تناظر المعلومات لارتباطها الوثيق بكفاءة الأسواق المالية، و ذلك من خلال التعريف بها و التطرق لأهم صيغها(أشكالها) والانعكاسات المترتبة عنها، بالتركيز على أثرها على الأسواق المالية. أما في الفصل الثالث فسيتم دراسة موضوع الحوكمة من خلال أهم المفاهيم المرتبطة به فضلا عن عرض بعض التجارب الدولية في مجال الحوكمة، ليخصص الجزء الأخير منه للحوكمة في الأسواق المالية، في حين أن الدراسة القياسية لدور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات ستشكل موضوع الفصل الرابع من خلال توظيف منهجية التكامل المتزامن لبيانات البانل على مستوى بورصة NASDAQ.

الفصل الأول :

مدخل للأسواق المالية

مقدمة :

تعتبر الأسواق المالية بمثابة مقياس يعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة كما تعكس حقيقة أوضاع الشركات الناشطة بها، حيث يرجع سبب ظهورها - من خلال وظيفتها الأساسية - إلى وجود بعض الوحدات الاقتصادية التي تتمتع بفوائض مالية قد لا تحتاج إليها في زمن معين ، و قد ترغب في استثمارها بدلا من الاحتفاظ بها في صورة رأس مال عاطل، في حين توجد على الجانب الآخر وحدات اقتصادية تعاني عجزا في مواردها المالية ،وبالتالي تلجأ تلك الوحدات ذات العجز والتي تمثل جانب الطلب إلى المجموعة الأولى ذات الفائض التي تمثل جانب العرض ويترتب على ذلك انتقال الموارد المالية من قطاع لآخر بما ينعكس على توظيف الأموال بهدف زيادة الاستثمارات و الإنتاجية و دعم النشاط الاقتصادي و النمو بصفة عامة.

تهتم الأسواق المالية بإجمالي الإدخارات واستثمارها في مختلف القطاعات لذلك تلعب دورا أساسيا في جذب الفوائض المالية و توفير التمويل ،لذلك فهي مصدر أساسي لمنح الائتمان لجميع القطاعات الاقتصادية و بالتالي التأثير على الاستثمارات وحجمها ونوعيتها وينعكس ذلك على الاقتصاد من خلال خلق فرص عمل جديدة وطاقات إنتاجية جديدة تؤثر على الإنتاج القومي ومن ثم الدخل القومي و على الدخل الفردي.

من المعروف أن ميكانيكية عمل الأسواق المالية تعتمد على طبيعة تدفق الأموال ومن المعرف أيضا أن المدخرين ليسوا بالضرورة هم المستثمرين، فالذي يقوم بالاستثمار في الاقتصاديات الحديثة مجموعة من الأفراد و المؤسسات هم المنتجون، بينما الذي يقوم بالجانب الأكبر من الادخار مجموعة أخرى هم غالبا المستهلكون، وبالتالي يطرح تحد أساسي أمام آلية عمل الأسواق المالية يتمثل تحديدا في إيجاد القنوات التمويلية السليمة والملائمة لتلبية المتطلبات التمويلية وهو ما يصطلح عليه في أدبيات الأسواق المالية بمفهوم الكفاءة .

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة في الأسواق المالية لما له من تأثير كبير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر بانعكاساتها الاقتصاد ككل، و بناءا على ما تقدم سنقوم من خلال هذا الفصل بالتطرق إلى :

I - الإطار النظري للأسواق المالية

II - أسواق النقود و رأس المال، الأدوات المالية المتداولة فيها و طرق تنفيذ عملياتها.

III- الأسواق المالية الكفأة.

I. الإطار النظري للأسواق المالية:

I- 1- نشأة و تطور الأسواق المالية:

يمكن إرجاع فكرة نشأة الأسواق المالية إلى تطور التجارة في المجالات المختلفة لكن لا بد من الرجوع قبل ذلك إلى فكرة تعدد النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة حيث ظهرت بالخصوص في شمال إيطاليا عندما قرر المشرعون الرومانيون - وقتئذ - وضع عدد كبير من القوانين و التشريعات المتعلقة بعمليات الإيداع و تبادل النقود مما أهل مدن " جنوة " ، " فينيسيا " و " فلورنسا " أن تتبوأ مركزا مرموقا على صعيد العلاقات التجارية الدولية و بدأت رؤوس الأموال تصلها بكثافة شديدة، و مع بداية القرن الرابع عشر، احتلت مدينة " بروج " البلجيكية المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية، حيث جرت العادة في تلك الفترة أن يجتمع كبار سماسرة الصرف في قصر عائلة (Vander Bourse) من أجل مبادلة و عقد الصفقات التجارية، حيث أخذت كلمة بورصة لاحقا اسم العائلة صاحبة القصر، و منذ ذلك الوقت أصبح هذا المصطلح يطلق على سوق تداول الأوراق المالية، حيث يعتبر المؤرخون عام 1339 بمثابة العام الذي ولد فيه هذا المصطلح نسبة إلى العائلة سابقة الذكر. يتفق المؤرخون عموما على أن البدايات الأولى لظهور و تشكل أسواق الأوراق المالية ترجع إلى القرن السادس عشر، على أنها تحولت إلى أسواق أكثر تنظيما و أكثر تداولا لرؤوس الأموال في النصف الثاني من القرن السابع عشر، و الجدير بالإشارة هنا أن سبب هذا التطور و الانتشار يرجع بالأساس إلى طبيعة وتطور النمو الإقتصادي، لا سيما تأثير حادثتين كان لهما الأثر البالغ في تطور الفكر الإقتصادي خصوصا و تاريخ الإنسانية عموما هما[1]:

- حركة الكشوفات الجغرافية و اكتشاف العالم الجديد(الأمريكيتين) و طريق الهند و ما ترتب عنه من ازدهار حركة التجارة و زيادة التبادل بين الدول، و من ثم ظهور الحاجة إلى شركات النقل لشحن البضائع و مبادلتها في الأسواق المختلفة سواء كانت حاضرة أو آجلة و سميت حينئذ بالبورصات التجارية (بورصات البضائع)

[1] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص ص10-11.

- الثورة الصناعية و التي كان لها أثر كبير في تطور الفكر الاقتصادي عامة و تطور الأسواق المالية على وجه الخصوص، حيث حلت الآلة محل الأيدي العاملة، و بالتالي زاد الإنتاج و ظهرت المشروعات الاستثمارية ذات الحجم الكبير و التي تتطلب تمويلا ضخما يتجاوز القدرات المالية للمستثمر الفرد، و من هنا ظهرت أشكال جديدة للشركات خصوصا في صورة شركات المساهمة التي يساهم في رأسمالها عدد كبير من الأفراد، من خلال الأسهم التي يتم الاكتتاب فيها و التي تعطيهم الحق في تملك أصولها و الحصول على الأرباح بحسب الأسهم المكتتب فيها، و بالتالي نشأت الحاجة إلى سوق منظمة لتداول تلك الأوراق المالية و التي سميت بالبورصة المالية (بورصة الأوراق المالية).

و مع بداية القرن الثامن عشر كانت التجارة في الأذون بين الصيارفة قد تم قبولها وانتشارها بشكل غير مسبوق، بالإضافة إلى التجارة في أسهم بعض الشركات المحدودة وبدأ هذا الانتشار في لندن و تحديدا في شارع الصيارفة، لتتغير في نهاية هذا القرن الكثير من معالم الحياة الاقتصادية بشكل عام خصوصا بعد قيام الثورتين الأمريكية و الفرنسية وفي هذه الظروف نشر الفيلسوف الانجليزي آدم سميث كتابه ثروة الأمم الذي فتح المجال لإنجلترا – المنتصرة على نابوليون في معركة واترلو1815 – لتكون دولة عظمى من خلال منحها شرعية أخلاقية لمبدأ " دعه يعمل دعه يمر "، ليظهر في فترة لاحقة ما عرف بشارع لومبارد Lombard street الذي وصفه Walter Bagehot بالمجد الاقتصادي لانجلترا من خلال إمكانية النفاذ إلى عرض رأس المال في هذا الشارع، حيث يستعرض Bagehot كيف تحولت الغلبة للرجل الجديد New Man و هو المتاجر في شارع لومبارد الذي لا يخسر إلا القليل من أمواله و يكسب الكثير بنفاذه إلى هذه السوق وإقراضه لنقوده في هذا الشارع على حساب الرأسمالي القديم The Old Capitalist الذي يتجنب المخاطرة بإقراضه القليل من رأس المال، و بتحقيق هذه المكاسب أمكن للرجل الجديد أن يسيطر على الرأسمالي القديم و أخذ الأعمال منه. لتنتقل الفكرة إلى الولايات المتحدة الأمريكية، حيث قامت بورصة نيويورك بجانب الحائط الذي كان يجتمع

خلفه المستوطنون الهولنديون للعناية بمحاصيلهم و مواشيهم و في منتصف عام 1792 اتفق عند الحائط المذكور 24 شخصا من الذين كانوا يتاجرون بالأسهم و السندات على أن ينظموا اجتماعاتهم بحيث تكون ضمن ساعات معينة و كان هذا الاتفاق بداية تنظيم أكبر بورصة في العالم و هي بورصة نيويورك و التي تسمى بشارع الحائط" Wall street "

ومنذ ذلك الوقت أصبح شارعي لومبارد في لندن و وول ستريت في نيويورك المركزين الماليين الأكثر شهرة على مستوى العالم[1].

I-2- مفهوم السوق المالي

تتعدد تعريفات السوق المالي (Financial Market) بحسب الزاوية التي ينظر من خلالها لهذا المفهوم (نظرة اقتصادية، تمويلية،...) حيث نورد بعض تلك التعريفات كما يلي:

- السوق المالي هو الآلية التي تمكن و تسهل للأفراد القيام بإصدار و تداول أدوات الاستثمار قصيرة و طويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة نسبيا[2].
- السوق المالي هو وسيلة (ينتفي فيها شرط المكان) يلتقي من خلالها المشترون والبائعون الوسطاء و الإداريون و المتعاملون الآخرون من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات الرأسمالية و النقدية بغرض تداول و توثيق و تعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية، المالية و النقدية) لفترات متباينة (طويلة أو قصيرة) اعتمادا على قوانين و أنظمة و تعليمات و أحيانا عادات و تقاليد و أعراف معتمدة محليا أو دوليا[3].
- سوق المال هو السوق الجامع لكافة الأسواق التي تتعامل في الأصول و الأدوات المالية قصيرة الأجل (كالأوراق التجارية، أذون الخزانة، ....) و طويلة الأجل (كالأسهم و السندات)، و يعد سوق النقد و سوق رأس المال الرافدين الأساسين لهذا السوق حيث يمارس من خلال بعض مؤسساته القائدة دوراً بالغ الأهمية في

[1] السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، الأردن،2010، ص 63.
[2] المرجع نفسه، ص 67.
[3] هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص 58.

إحداث التوازن المالي و الاقتصادي و الحفاظ على الاستقرار النقدي، فضلا عن كونه آلية هامة في تعبئة و استقطاب المدخرات و رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية[1].

I-3- وظائف السوق المالي:

تتركز الوظيفة الأساسية للسوق المالي في تسيير حصول وحدات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من وحدات الفائض المالي، إما بطريق مباشر أو غير مباشر وتتخلص باقي الوظائف الأخرى فيما يلي[2]:

- تشجيع الادخار: تشجيع الأفراد و المؤسسات على الادخار، و ذلك عن طريق تسهيل تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في أسهم و سندات و غيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم وفقا لمستوى مخاطر معين، و بالتالي توجيه المدخرات إلى خدمة الاقتصاد القومي.
- الحد من التضخم عن طريق التقليل من الوساطة المالية المصرفية بتمويل الاستثمارات.
- المساهمة في تمويل الخطط التنموية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في بورصة الأوراق المالية.
- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار، و يتم ذلك بأحد الأساليب التالية:

- التأمين: ضد انعكاسات بعض المخاطر، خاصة في مجال الاستثمار الحقيقي.
- التنويع: أي تنويع مجالات و أوجه الاستثمار لتقليل الخسائر - فيما إذا وقعت- بما معناه أنه على المستثمر أن لا يستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيرا على عملية التنويع (مثلا نظرية المحفظة).
- التحوط: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأدوات مالية معينة قد تسوء معاملاتها في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من

[1] سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009، ص 15.
[2] زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة،2008،ص 9.

الصفقة بتاريخ معين و بسعر يتفق عليه حاليا و بغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل.

- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية: و ذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل أسلوب عمليات السوق المفتوحة و المقصود بها: أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يسحب جزءا من الكتلة النقدية بأن يطرح في السوق المالي أدوات مالية (سندات أو أذونات خزينة) و يبيعها بأسعار تعود على المشترين بعوائد مغرية، و إذا أراد مكافحة الركود يطرح في السوق مزيدا من الكتلة النقدية عن طريق شراء سندات و أوراق و أدوات مالية أخرى.
- خلق سوق مستمرة لأدوات الاستثمار المتاحة، بحيث يكون بوسع المستثمر في أي وقت تسييل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة و سهولة و بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، و تتحقق السوق هنا من خلال وجود عدد كبير من البائعين والمشترين الراغبين في استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، سواء كان الدافع إلى تصفية استثماراتهم هو الحاجة إلى السيولة المطلقة المتمثلة في النقدية أو الانتقال من قطاع استثماري إلى آخر تتعاظم فيه الربحية أو لإيثار المستثمر الخروج من سوق رأس المال كمستثمر ليدخل سوق النقد كمدخر، إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق الأخير[1].
- توفر الأسواق المالية مرجعية لظروف الاستثمار و اتجاهات الأسعار، و يرى بعض المختصين في التمويل و الاستثمار و خبراء البورصات أن حجم العمليات و المستوى النسبي للأسعار يعتبر مؤشرا لقوة الاقتصاد الوطني أو ضعفه أو لقطاع من قطاعاته[2].
- جذب المستثمرين من خارج البلد للمساهمة في المشاريع الكبيرة، من خلال الاستفادة من مظاهر العولمة في الانفتاح و استخدام تقنيات البيانات و تكنولوجيا المعلومات [3].

[1] سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 38.
[2] المرجع نفسه، ص38.
[3] دريد كامل آل شبيب، الأوراق المالية و النقدية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، 2012، ص 42.

- سد الفجوة التمويلية للمشاريع و الناجمة عن عزوف البنوك عن تمويلها و توفير السيولة و تخفيض التمويل قصير الأجل[1].
- توفير الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصاديا من خلال شروط الإدراج لأسهم الشركات في السوق المالي و مراقبة عمليات تداول الأوراق المالية و إيجاد أدوات للتحوط ضد المخاطر كالمشقات المالية مثلا[2].

I-4- أهمية السوق المالي:

تلعب الأسواق المالية دورا حيويا في تعبئة الموارد و المدخرات و تهيئتها للاستثمار وبالتالي تحريك عجلة النمو الاقتصادي، و تظهر أهميتها من خلال:[3]

- نشر سلوك الاستثمار من خلال جذب المدخرين و تحويلهم لمستثمرين إذ أن مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول يسهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين، و ذلك عند الطلب على هذه الأدوات مقابل التخلي عن السيولة المدخرة مقابلها، و كلما اتسع نطاق الوعي بأهمية النشاط الاستثماري من خلال قنوات المعلومات المختلفة و توافق ذلك مع مناخ استثماري ملائم فإن دور الأسواق المالية يكون محور التحفيز المباشر و الجذب الحقيقي للأفراد و الشركات بغرض تحقيق المزيد من الاندماج فيما بين نشاطات الأسواق المحلية، الوطنية و الدولية.
- ربط النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، حيث يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية و الأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل بجانب الأسهم و السندات التي هي ضمن نشاطات الأوراق الرأسمالية، كما يلاحظ أيضا وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانبا مهما من الأسواق المالية، و هكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة لتسيير

[1] المرجع نفسه ص 42.
[2] المرجع نفسه ص 42.
[3] هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 84.

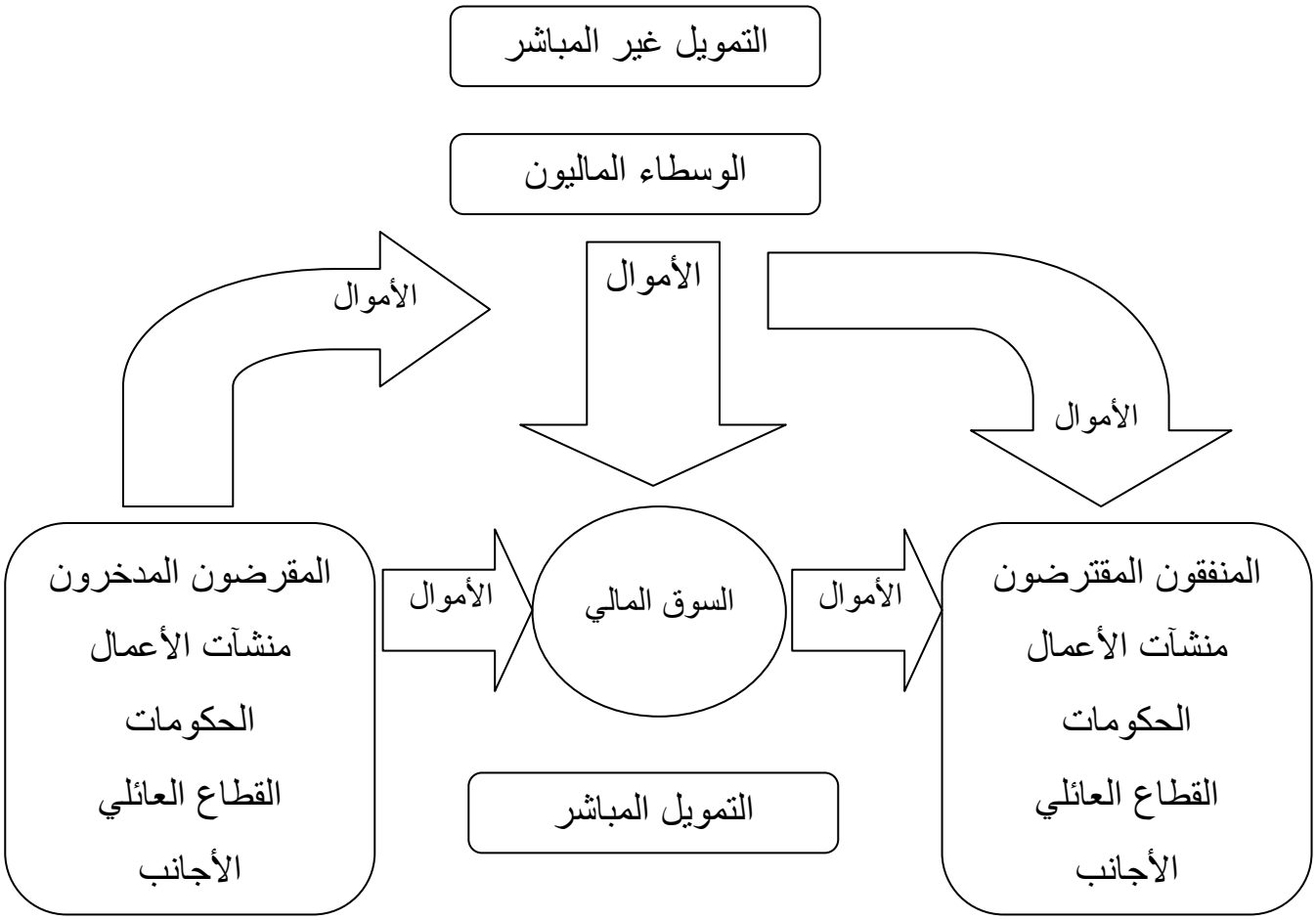
مهام الأسواق و المؤسسات المعتمدة عليها في تشغيل عملياتها الجارية و هذا ما يسهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية لتعزيز الطلب في أسواق رأس المال.

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية، و لأن الدولة تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لعمليات التنمية، فبدلا من اللجوء إلى عملية الاقتراض الخارجي و انعكاساته السلبية خاصة تراكم المديونية، فإن الدولة تشرك القطاع الخاص في تمويل القطاع العام من خلال طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب العام[1].
- المساعدة على منح القروض بشروط مناسبة و تكاليف منخفضة بالمقارنة مع قروض البنوك، فالبنوك التجارية لا تستطيع القيام بأعمال التمويل متوسط و طويل الأجل لأسباب كثيرة منها مشاكل التضخم، المخاطرة خاصة أن هذه البنوك ملزمة بقوانين وأنظمة البنك المركزي و التي من أهمها تحديد سعر الفائدة.
- إتاحة الفرصة لتحريك الأموال من مالكيها الذي ليست لهم فرص استثمارية- و بشكل خاص صغار المستثمرين- و التي تكون صغيرة بمفردها، و لكن كبيرة بمجموعها من أجل زيادة الإنتاج و الكفاءة الاقتصادية و بالتالي تحسين مستوى الرفاهية في المجتمع.
- العمل على زيادة إيرادات الحكومة من إيرادات تكاليف الصفقات سواء من قبل الأشخاص أو الشركات.
- يتم التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل و يترتب على ذلك تحويل الأسواق المحلية إلى أسواق دولية أو إقليمية.
- ضمان التوازن المالي داخل الاقتصاد من خلال التوفيق بين الوحدات التي تحقق فائض و الوحدات التي تعاني من العجز، فيحقق التوازن بين الطلب و العرض المالي من خلال هذا السوق و يحقق كفاءة في إدارة الأموال و الجدير بالذكر أن السوق المالي يمتلك وحدات خاصة للفائض و أخرى للعجز و هذه الوحدات تعد مسؤولة عن استقرار النظام المالي برمته.

[1] جمال جويدان، الجمل، الأسواق المالية و النقدية، دار الصفاء للنشر، عمان، 2002، ص 20.

إن وجود أجهزة ائتمانية من مؤسسات مصرفية و مكاتب و ساطات عالية الكفاءة يجعل أهمية الأسواق المالية أكبر، و خاصة عندما تعمل هذه الأجهزة من خلال شبكات الاتصالات المحلية و الدولية على مدار الساعة حيث أن نشاطات الأجهزة المعنية وإداراتها المتقدمة و كفاءاتها العلمية تجعل بالإمكان الوصول إلى كافة مواقع العرض والطلب للأصول الرأسمالية في الداخل و الخارج و من ثم جذبها إلى الأسواق المالية المعنية، و من خلال الشكل الموالي يمكن الوقوف على أهمية تحويل الأموال بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، إذ يساهم التمويل المباشر و غير المباشر في تغطية الفجوة المالية لهذه القطاعات و استغلال الفائض النقدي لها.

- الشكل (1-1): أهمية السوق المالي في تحويل و انتقال الأموال -



المصدر: دريد كامل آل شبيب، الأوراق المالية و النقدية، دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص 37.

I-5- خصائص السوق المالي:

يفترض في الأسواق المالية أن تتسم بالخصائص الأساسية الآتية[1]:

- شفافية و علانية البيانات و المعلومات عن كافة الشركات و الوحدات المصدرة للأوراق المالية من حيث حجم تداولها و البيانات و المعلومات الأولية المنشورة عنها و دقة و مصداقية هذه المعلومات.
- إيجاد مؤسسات مالية لتنمية المدخرات من خلال تحسين مستوى الخدمات المصرفية وإدارة أسعار الفائدة بكفاءة و إنشاء شركات و بساطة مالية عريقة قادرة على أن تكون حلقة وصل حيادية بين البائع و المشتري و إن تلتزم بأخلاقيات المهنة و تأمين مصلحة المتعاملين في السوق المالي.
- تنويع الأوراق المالية من حيث النوع و الكم داخل السوق المالي و تنشيط عمليات التداول.
- سهولة تنفيذ الصفقات (نقل الملكية بيعاً و شراء من مستثمر إلى آخر) و المرونة في الإجراءات التي تتعلق بإنجاز تنفيذ الصفقات.
- الحرية الاقتصادية و المنافسة الحرة الكاملة لعمليات التداول و فسح المجال لقوى العرض و الطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية و عدم السماح بتداول الأسعار غير العادلة.
- التكامل مع البورصات الأخرى و استخدام تقنيات متطورة للتواصل معها فيما يتعلق بتوفير البيانات و المعلومات و إنجاز الصفقات و تسهيل مهمة الوساطة المالية.

[1] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 40.

I-6- أركان (عناصر) السوق المالي:

يجمع السوق المالي العديد من المتعاملين و المتمثلين أساسا في:

I-6-1- الطالبين للمال أو المقترضين: (Borrowers)

هم الفئة التي تكون بحاجة للأموال بسبب نقص إيراداتها النقدية أو لأسباب أخرى بحيث ترغب في أن تنفق أكثر من دخلها النقدي الجاري كالأفراد و الشركات الخاصة و العامة و الحكومات...إلخ، و يتم الطلب على المال بثلاث طرق:[1]

- الاقتراض المباشر.
- إصدار السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد (الديون).
- إصدار الأسهم (بالمشاركة).

I-6-2- العارضين للمال أو المقرضين (lenders)

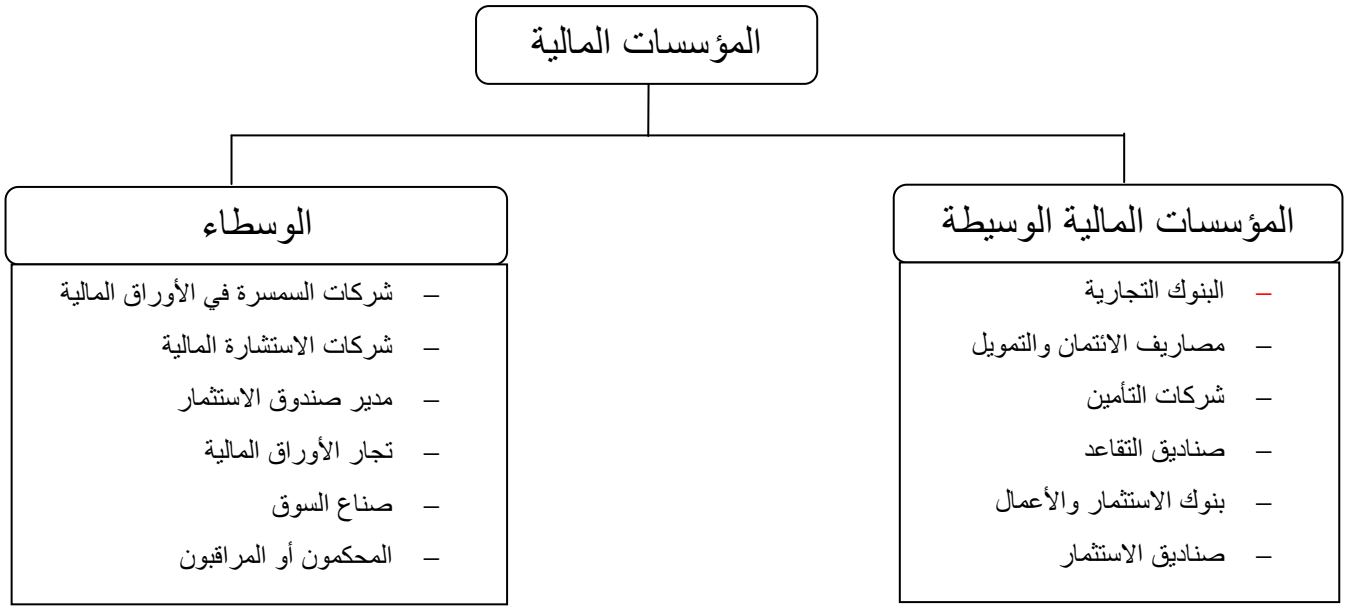
هم الفئة التي تمتلك فائضا و يزيد دخلها النقدي عن إنفاقها الاستهلاكي فتقصد المؤسسات المالية من بنوك و شركات استثمار... من أجل استثمار هذه الأموال بما يعود عليها بالنفع في شكل عوائد أكثر ارتفاعا مقارنة بعملية إيداعها في شكل ادخارات.

I-6-3- المؤسسات المالية

هي الفئة التي تعمل بنشاط و تقوم بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين و المصدرين للأوراق المالية و قد يكون الوسيط شخصا طبيعيا أو معنويا. تنقسم المؤسسات المالية كالتالي:

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 70.

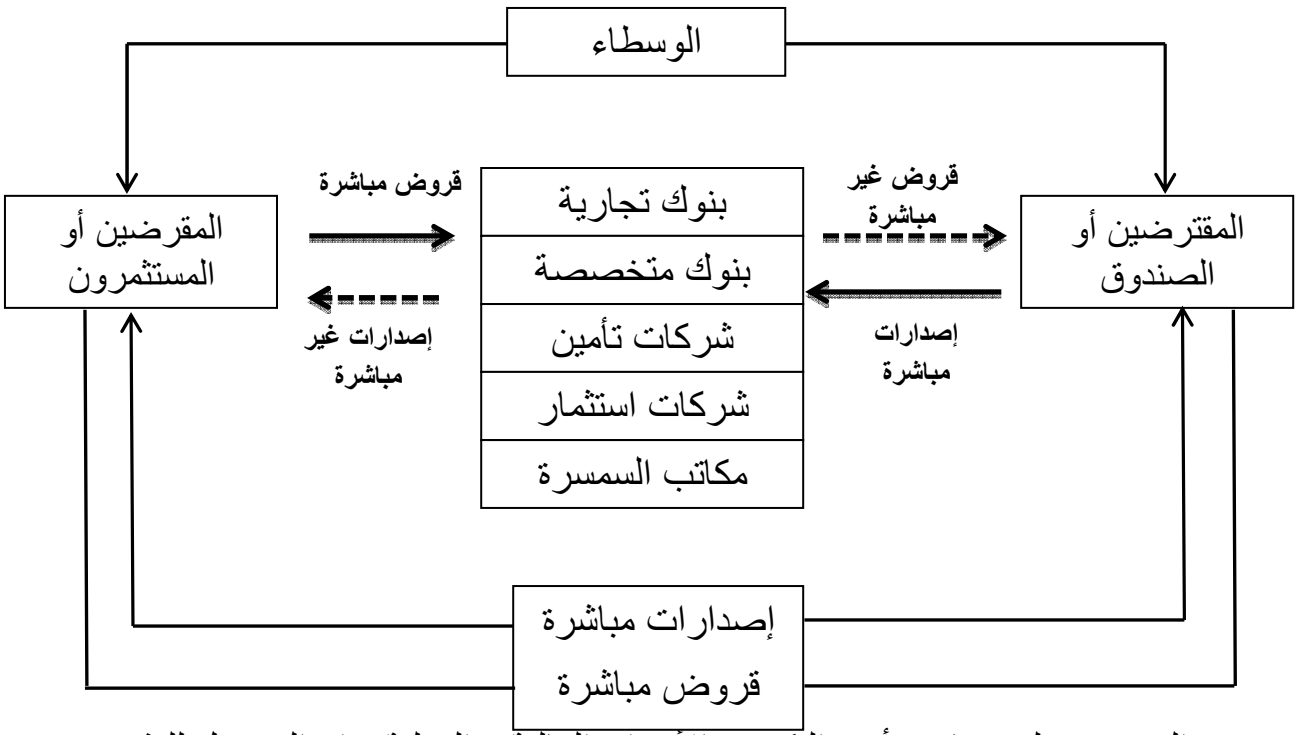
– الشكل (1-2): المؤسسات المالية –



المصدر: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة،2008،ص 135.

أما الشكل الموالي فيلخص الفئات الثلاث الأساسية التي تشكل أهم عناصر السوق المالي:

– الشكل (1-3): عناصر السوق المالي –



المصدر: وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان،2009، ص 39.

I-7- أنواع السوق المالي

تنقسم الأسواق المالية إلى عدة أنواع بحسب التصنيف أو المعيار المعتمد، و فيما يلي تصنيفات الأسواق المالية من حيث[1]:

- أجل الأدوات التي يتم التعامل بها.
- كيفية التعامل.
- صفة الإصدار.
- تنظيم التعامل.
- زمن تنفيذ الصفقة.
- الكفاءة.

أولا: أجل الأدوات التي يتم التعامل بها:

تقسم الأسواق بموجب هذا المعيار إلى:

- الأسواق النقدية: Money Markets

أسواق يتم التعامل فيها بالأدوات قصيرة الأجل حيث نجد أهم ما يميزه تلك الأدوات هو إمكانية تشكيلها بسهولة.

- أسواق رأس المال

أسواق يتم التعامل فيها بالأدوات طويلة الأجل.

ثانيا: كيفية التعامل:

يتم التعامل في الأسواق المالية بطريقتين: طريقة المزايدة و طريقة التفاوض و تقسم الأسواق بناءً عليه إلى:

- السوق المفتوحة open market

يتم بيع السندات أو الأسهم في الأسواق المالية (أسواق المزايدة) لمن يدفع سعراً أعلى و تسمى السوق التي يتم فيها هذا النوع من التعامل بالسوق المفتوحة، و قد يتم بيع و شراء

[1] زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 12.

الورقة المالية عدة مرات خلال عدة صفقات في اليوم الواحد في مثل هذا السوق فهو إذًا سوق يتم فيه:

- البيع بالمزاد.
- كما قد يتم فيه تداول الأداة التي يتم بيعها أكثر من مرة في بعض الأحيان إذا رغب المتعاملون في ذلك.
- عدد المتعاملين يكون عادة كبيرًا.
- يتم التعامل في مكان محدد و زمن محدد و لذلك فهي قد تكون سوقاً منظمة في أغلب الأحيان.

- سوق التفاوض أو المساومة: Negotiation Market

و يتم التعامل فيها بناءً على مفاوضات و مساومات تسبق عملية البيع أو الاقتراض حيث يتم التفاوض على السعر و على الكمية و على شروط التسليم و موعده و كيفية الدفع ...إلخ فهندما يذهب مقترض إلى البنك و يتفاوض معه على شروط قرض يود الحصول عليه فإنه يتعامل في هذه الحالي في سوق التفاوض، أو عندما تصدر إحدى الشركات أسهما أو سندات و لا تطرحها للاكتتاب العام و إنما تسوقها لمتعاملين معينين تتفاوض معهم على ذلك (و هو ما يطلق عليه الإصدار الخاص) تكون هذه الشركة قد تعاملت في سوق التفاوض أو المساومة.

ثالثا: صفة الإصدار:

و يقصد بها هل الإصدار جديد (لأول مرة) أو متداول؟ و تقسم الأسواق بحسب هذا المعيار إلى:

- السوق الأولية: Primary Markets

السوق الأولية هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية الجديدة التي يتم التعامل بها لأول مرة، و الوظيفة الرئيسية التي تقوم بها الأسواق الأولية هي تمويل المشاريع الجديدة عن طريق بيع سنداتها أو أسهمها لأول مرة أو عقد قرض جديد، و يجد الشخص نفسه متعاملا في السوق الأولية عندما يشتري أسمهما جديدة تطرح لأول مرة أو يتفاوض

على شراء منزل أو سيارة بالتقسيط و يوقع على كمبيالات تمتد آجالها لأكثر من سنة وكذلك عندما يطرح البنك المركزي مثلا سندات للبيع فإن هذه العملية هي من عمليات سوق رأس المال الأولية أو عندما تصدر وزارة المالية أذونات خزينة تستحق بعد عدد من الأشهر للبيع فإن هذه العملية هي من عمليات الأسواق النقدية الأولية.

- الأسواق الثانوية:

هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأسهم و السندات أو أوراق الرهن التي تم فعلا التعامل بها من قبل في السوق الأولية، فعندما يتم شراء أسهم شركة أخرى تكون هذه العملية من عمليات السوق الثانوية، إذا فالوظيفة الرئيسية للسوق الثانوية هي تحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز أي القيام بوظيفة تحقيق السيولة.

رابعا: تنظيم العمل:

و يمكن تصنيف الأسواق بموجب هذا المعيار إلى:

- الأسواق المنظمة: Organized Markets

و هي الأسواق المالية الثانوية التي يتم التعامل فيها في مكان محدد و زمان محدد و بأسهم شركات مدرجة في السوق وفق شروط معينة تحكم الحد الأدنى للصفقة الواحدة بحيث يتكون هذا الحد الأدنى من عدد من الأسهم يبلغ مجموع قيمتها الاسمية مبلغا محددا تسمى وحدة التعامل. يتم التعامل في الأسواق المنظمة في قاعة مخصصة تسمى أيضا قاعة التداول مجهزة بالأجهزة اللازمة من حواسيب، أجهزة إرسال للأسعار، ألواح لإجراء المزايدات عليها أو يكون التعامل الكترونيا و موظفين مختصين... الخ و في كل الأحوال يحكم التعامل في الأسواق المنظمة قوانين و إجراءات رسمية، تشرف عليها هيئات مختصة و لا يتم في هذه الأسواق سوى تداول أسهم و سندات الشركات المدرجة في السوق.

- الأسواق الموازية : Parallel markets

هي تلك الأسواق التي يتم تنظيم التعامل من خلالها بأسهم و سندات شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة و غير متشددة، و تنعقد السوق الموازية في قاعة التداول عادة بأوقات و مواعيد محددة و معروفة، و من هنا كان من الجائز اعتبارها شكلا من السوق المنظمة و لا يقتصر التعامل فيها على الموجودين في قاعة التداول و إنما يتعداه – مثلها مثل غيرها من الأسواق الحديثة- إلى التعامل بواسطة الهاتف مع الوسطاء أو حتى بالوسائل الالكترونية الحديثة حيث يكون المتعاملون في أماكن متباعدة أو حتى في دول مختلفة أحيانا.

- الأسواق غير المنظمة: Non Organized Markets

تسمى أيضا أسواق ما فوق الكاونتر Over The Counter (OTC)[1] ليس لها مكان محدد، إذ تجري تعاملاتها خارج السوق المنظم اعتمادا على شبكة كبيرة من الاتصالات القوية (خطوط تلفون، حواسيب آلية و غيرها من وسائل الاتصال السريع) التي تربط بين قطاع واسع جدا من السماسرة و التجار و المستثمرين و تنقسم إلى سوقين أساسين:

- السوق الثالث: هو فرع من السوق غير المنظم، مما يعني أن صفقات بيع و شراء الأوراق المالية تتم خارج السوق، و يتم التعامل فيه من خلال بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم، و من أهم أسباب وجود هذا السوق هو السرعة الكبيرة لتنفيذ العمليات مع إمكانية التفاوض على مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سماسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى من العمولة.
- السوق الرابع: الذي يتشابه مع السوق الثالث في كون صفقاته تتم خارج السوق المنظم، إلا أن التعامل في هذا السوق يتم عن طريق الاتصال المباشر بين الشركات

[1] اكتسبت هذه الأسواق تسميتها من الطريقة التي كانت تمارس بها عمليات المتاجرة في الأوراق المالية في مكاتب الصيارفة في القرون الوسطى، و رغم أن الأسلوب الذي كان يجرى التعامل به لم يعد موجودا و صار اسم هذه السوق فاقدا للمعنى و المضمون إلا أن هذه السوق احتفظت بهذا الاسم للتتميز بينها و بين السوق الرسمية (المنظمة).

الكبرى بهدف استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات، و يتم التعامل فيه على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظم أو خارجه.

خامسا: زمن تنفيذ الصفقة

تقسم الأسواق من حيث زمن تنفيذ الصفقة إلى:

- الأسواق الفورية: Sport Market

هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بتنفيذ الصفقة أي تسليم الأدوات المالية المشتراة (أسهم سندات، عملات، أجنبية...) فورا و قد يكون التسليم خلال ثلاثة أيام و تظل الصفقة مع ذلك فورية، أما إذا زاد أجل التسليم على ذلك فإنها تعتبر صفقة آجلة.

قد تكون الأسواق الفورية أسواقا نقدية أو أسواق رأس مال حسب طبيعة الأداة التي يتم الاتجار بها، فإن كانت الأداة من أدوات الأسواق النقدية فإن السوق تكون سوقا نقدية فورية كأن يتم شراء عملة أجنبية حيث يتم الدفع و القبض في اللحظة نفسها، و قد تكون سوق رأس مال فورية حيث يتم شراء اسم أو سندات يدفع ثمنها و تستسلم شهادة الملكية فورا أو – عمليا- خلال ثلاثة أيام من تاريخ الشراء ريثما يتم نقل الملكية من سجلات الشركة المصدرة أو إصدار شهادة جديدة باسم المشتري بعد إلغاء الشهادة القديمة التي تكون باسم البائع فتكون هذه الحالة تعبيرا عن صفقة فورية تمت في سوق رأس المال.

- الأسواق المستقبلية: Future Markets

تعرف هذه الأسواق أيضا بأسواق المشتقات المالية، ذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار أدواتها من / أو أدوات الأسواق المالية الرئيسية من أسهم و سندات و غيرها، حيث يتم تنفيذها في المستقبل كأن يتم شراء أوراق مالية، يتم التعاقد عليها الآن لكن التسليم سيتم لاحقا، و ذلك بهدف الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار مستقبلا أو البائع بسبب انخفاض الأسعار مستقبلا، و تعتبر أسعار هذه المشتقات أرخص مثلا مقارنة بأسعار الأسهم و السندات مما قد يشكل للبعض – خاصة أصحاب

المخاطرة المرتفعة- فرصة استثمارية بديلة لكنها في نفس الوقت قيمتها أشد تقلبا من قيمة الموجود الضمني المسبب لها[1].

و هناك عدة أنواع من المشتقات منها[2]:

- عقود الخيارات Options
- الحقوق المتداولة Negotiable Warrants
- عقود المستقبل The Futur Contracts
- المقايضات Swaps

سادسا: الكفاءة

و المقصود هنا بهذا لمعيار كفاءة الأسواق في تقرير السعر العادل للأسهم و السندات حيث تكون الأسواق المالية و خاصة أسواق رأس المال على مستويات مختلفة من الكفاءة (مستوى قوي، شبه قوي، ضعيف أو حتى عدم وجود كفاءة أصلا) ويتم تعريف السوق ذو الكفاءة التسعيرية بشكل عام بأنها السوق التي توفر الثمن العادل للأداة التي يتم الإتجاز بها، و الثمن العادل يتقرر عن طريق توفير المعلومات الملائمة و إدخال جميع هذه المعلومات في الحساب من قبل البائع و المشتري على حد سواء.

II- أسواق النقود و أسواق رأس المال، الأدوات المالية المتداولة فيها و طرق تنفيذ عملياتها

II-1- الأسواق النقدية:

II-1-1- مفهوم الأسواق النقدية:

هي الأسواق التي تكون مصدرا أساسيا لإصدار و تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل وتمويل المقترضين الراغبين في الحصول على قروض، أجل استحقاقها أقل من

[1] هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها – بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية- الوراق للنشر و التوزيع، عمان،2008، ص58.
[2] هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 65.

سنة ويتعامل فيها بالخصوص المستثمرون الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان و بالتالي تحمل درجة مخاطرة منخفضة عند استثمارهم لأموالهم في الأصول المالية ذات السيولة المرتفعة.

II-1-2- مميزات السوق النقدية:

تتميز السوق النقدية بتداول أوراق مالية مرتفعة السيولة و منخفضة المخاطر نظرا لتمتعها بدرجة أمان مرتفعة مقابل انخفاض نسبي في العائد حيث[1]:

- يمتاز السوق النقدي بالمرونة العالية قياسا بغيره من الأسواق بسبب فترة الاستثمار القصيرة و ما يتمتع به من انخفاض لدرجة المخاطرة مما يعطيه صفة المرونة و سرعة الاستجابة للتغيرات الاقتصادية بما يقلل من الخسائر و يضمن عوائد مقبولة.
- يمتاز السوق النقدي بالسيولة العالية لأدوات الاستثمار المستخدمة فيه فهي لا تتجاوز سنة مالية واحدة.
- يمتاز السوق النقدي بانخفاض درجة المخاطرة و يعزى ذلك لسببين:

أ. تدني درجة المخاطرة النقدية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه.

ب. تدني درجة مخاطرة الإئتمان والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند تاريخ الاستحقاق، كونها صادرة أساسا من مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية، البنك المركزي أو المؤسسات الحكومية، لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جدا.

II-1-3- المتعاملون في السوق النقدية:

يمكن تلخيص أهم المتعاملين في سوق النقد كالآتي[2]:

- المجموعة الأولى: العارضون للأموال

[1] زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص45.
[2] السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 119.

العارضون للأموال هم المقرضون كالمنشآت و الأفراد الذين لديهم فائض نقدي و يرغبون في استثماره بشكل مؤقت، و على ذلك يقومون بشراء الأصول المالية قصيرة الأجل للحصول على ما تدره من عوائد مع الاستفادة من أهم خصائص هذه الأصول والتي تتمثل في سرعة تحويلها إلى نقود عند الحاجة و في أقرب وقت و دون خسارة تذكر.

- المجموعة الثانية: الطالبون للأموال

الطالبون للأموال هم المقترضون الذين يحتاجون إلى السيولة النقدية للوفاء بالتزاماتهم العاجلة أو تغطية عجز مؤقت، و العناصر الأساسية التي تمثل جانب الطلب في سوق النقد هي الحكومات متمثلة في الخزينة العامة و البنوك التجارية و الأفراد و المنشآت.

أ: الخزينة العامة: هي مؤسسة عامة تابعة لوزارة المالية، مهمتها إدارة الموازنة العامة كما أنها تشرف على إدارة دين لدولة و تقوم أيضا بدور البنك و ذلك للحصول على ودائع المدخرين عن طريق الحسابات المفتوحة، كما تقوم بإصدار السندات للحصول على القروض من الجمهور.

ب: البنوك التجارية: هي مؤسسات مالية مصرفية طبيعة عملها هي التعامل في الائتمان قصير الأجل، و توفير القروض الضرورية لتمويل رأس المال العامل أي التعامل في القروض التجارية و الطلب على الأموال في سوق النقدية بطريقتين:

الأولى: الاقتراض المباشر

الثانية: إصدار الأوراق المالية مثل: الأوراق التجارية و شهادات الإيداع،...

* المجموعة الثالثة: السلطات النقدية

تتمثل السلطات النقدية في البنك المركزي الذي يتدخل في سوق النقد لأغراض السياسة النقدية مثل: التحكم في كمية و نوعية الائتمان المقدم لفروع النشاط الاقتصادي أو التحكم في كمية المعروض النقدي و ذلك باستخدام مختلف أدوات السياسة النقدية.

II-1-4- هيكل السوق النقدي:

بتتبع سيرورة الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد، يمكن تصنيف الهيكل العام للسوق النقدي إلى ثلاثة أقسام رئيسية ذات علاقة مباشرة بتنظيم و ممارسات عمليات السوق كما يلي:

أ- الأسواق المفتوحة: و يقصد بها التعامل في الأدوات المالية حين يتدخل البنك المركزي بائعا أو مشتر للأوراق الحكومية مثلا أو النقد الأجنبي، فإذا رغب البنك المركزي من خلال سياسيته النقدية في تقليص حجم الائتمان فإنه يلجؤ إلى بيع الأوراق المالية التي يملكها ليخفض كمية النقد المتاحة في السوق و على العكس ن ذلك فإنه إذا رغب في زيادة توسع البنوك في الائتمان فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية و يدفع قيمتها نقدا ليزيد من كمية النقود المتداولة في السوق.

ب- أسواق الخصم: و تعتمد أساسا الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكمبيالات و شهادات الإيداع، حيث يتقاضى البنك المركزي أيضا سعراً من البنوك التجارية نظير إعادة الخصم للأوراق المختلفة، و يضم بيوت الخصم، بيوت القبول والبنوك التجارية و البنك المركزي.

ج- سوق النقد تحت الطلب: و هي تشمل الودائع المصرفية و الحسابات الجارية المدينة والدائنة على حد سواء، و حقيقة هذا السوق أنه يتيح لمن لديه أرصدة نقدية فائضة فرصة إقراضها لمن يحتاجها بشكل عاجل على شكل قروض قصيرة الأجل، كما نضيف هنا أسواق العملات الأجنبية و تحديدا سوق الأورودولار.

II-1-5- أدوات التعامل في الأسواق النقدية:

تتلخص أهم أنواع الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية فيما يلي[1]:

- القروض قصيرة الأجل
- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول

[1] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 171.

- القبولات المصرفية
- أذونات الخزينة
- اتفاقيات إعادة الشراء
- الأوراق التجارية
- الودائع بعملات أجنبية

II-1-5-1- القروض قصيرة الأجل:

هي القروض التي تمنح من قبل المصارف وتكون قصيرة الأجل - مدتها أقل من سنة -تستخدم اغلبها لتمويل الدورة التشغيلية للمشروع بمبالغ يتفق عليها، وسعر فائدة محدد وشروط أخرى متعددة حسب طبيعة البنك، وتساهم هذه القروض في رفع درجة السيولة للسوق المالي، وترتبط تكاليف هذه القروض بمقدار الفائدة المدفوعة.

II-1-5-2- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:

هي عبارة عن أوراق تصدرها المصارف لإثبات حق العميل مقابل وديعة ثابتة بمبلغ معين وتاريخ استحقاق محدد تتراوح بين شهر و18 شهرا، وتعد إحدى أهم أدوات سوق النقد حيث تصدر لحاملها لتسهيل عملية تداولها بيعا وشراءً كما تمنحه الحق في بيعها في السوق الثانوي. يمكن إصدار شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول بقيم اسمية مختلفة ولفترات زمنية متفاوتة حسب طبيعة الاتفاق بين المستثمر والمصرف، وتتميز هذه الأداة بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة المخاطر، وقد تصدر بسعر فائدة ثابت أو عائم.

II-1-5-3- القبولات المصرفية:

هي إحدى أدوات سوق النقد وتعد من أدوات الدين، تصدرها المصارف لغرض تسهيل عمليات التصدير و الاستيراد، حيث تعرض للتداول بضمان بنك معين يضع اسمه على هذه الأداة ويلتزم التزاما غير مشروط بالدفع لحاملها عند الاستحقاق مما يجعلها قابلة

للتداول، والبنوك تتقاضى عمولة على رغم أن البنك لم يدفع شيئا إلا أنه التزم بالدفع وقبل تحمل المخاطرة.

II-1-5-4- اذونات الخزينة:

هي أداة دين حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين 3-12 شهراً تصدر من قبل الحكومات، تستخدم هذه الأداة لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة أو لامتصاص الفائض النقدي كما تستعمل لتشجيع المواطنين على الادخار، وفي بعض الدول تمنح مزايا وإعفاءات ضريبية، وهذه الأداة تكون أسعار خصمها أقل مقارنة بالأدوات الأخرى في السوق المالي مثل سندات الشركات أو سندات الحكومة طويلة الأجل، وتعرضها للتداول داخل السوق المالي الثانوي في كثير من الأحيان أو من خلال المزاد لمعالجة عجز مؤقت أو لتشجيع الادخار أو للتأثير على معدلات أسعار الفائدة في هذه الأسواق، وتتصف هذه الأوراق المالية بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة مخاطرتها لأنها مضمونة من البنك المركزي أو الحكومات ولكونها أداة قصيرة الأجل ومحددة العائد فإنها من الأدوات المفضلة لدى المستثمر المحافظ.

II-1-5-5- اتفاقيات إعادة الشراء:

تتمثل في تلك الاتفاقيات التي تستعمل من قبل المتخصصين في الاستثمار في الأسواق المالية وهي إحدى وسائل الحصول على السيولة أو الاقتراض لاستخدام الأوراق المالية سهلة السيولة والمقبولة من قبل جمهور المستثمرين، وتعقد اتفاقيات إعادة الشراء لأقل من سنة، تبرز ميكانيكية عقد هذه الاتفاقية من خلال قيام المستثمر مالك الأوراق التجارية بعرض هذه الأوراق لدى الوسيط المالي المتخصص بعقد اتفاقية إعادة الشراء الذي يقوم بدوره بالبحث عن ممول لديه أموال فائضة فيتم إبرام عقد إعادة شراء أوراق مالية من قبل مالكها، ولكن بسعر أعلى من سعر البيع الأول ويتم تحديد فترة زمنية لتنفيذ اتفاقية إعادة الشراء، مع الإشارة إلى أن عقد البيع المذكور لا يترتب عليه انتقال أوراق مالية من المستثمر المالك إلى الممول، وتتبنى البنوك عادة إبرام مثل هذه الاتفاقيات باعتبارها مؤسسات مضمونة .

II-1-5-6- الأوراق التجارية :

يتم إصدار الأوراق التجارية من قبل مؤسسات مالية تتمتع بمركز ائتماني متين أو من الشركات العريقة بهدف تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل، وتتعهد الجهة المصدرة بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين إلى المستثمر وتصدر لحاملها لمدة شهر إلى تسعة أشهر، لكنها تتميز بانخفاض سيولتها وارتفاع درجة المخاطرة مقارنة بالأوراق المالية الأخرى، كونها غير مضمونة ويعتمد المستثمر على القدرة الإيرادية للجهة المصدرة و الثقة الائتمانية بها ولذلك تصدر بمعدل عائد مرتفع نسبيا وبدخل ثابت ويتم تداولها على أساس سعر الخصم وتصدر بدون ضمانات بسب ارتفاع سمعة هذه الشركات ومركزها الائتماني بالسوق المالي، وأهم خصائص الأوراق التجارية:

أ/يتم تداولها في السوق المالي الثانوي على أساس سعر خصم معين وبدخل ثابت.

ب/تكون عوائدها عادة أكثر من عوائد أذونات الخزانة بسب ارتفاع درجة المخاطر.

II-1-5-7- الودائع بعملات أجنبية:

لقد تم التداول بهذه الودائع في بادئ الأمر باسم اليورو دولار ثم أصبحت تتعامل بالعملات الرصينة الأخرى، إذ قامت بعض المصارف الأوربية بقبول الودائع بالدولار الأمريكي وتمنح المستثمر فائدة على الإيداع وفي الوقت نفسه تقوم بإقراض الدولار الأمريكي إلى المستثمرين بفائدة أعلى من فائدة الإيداع، خلافا للعرف المصرفي القاضي برد مثل هذه الودائع بالعملات المحلية، إن سوق العملات الأجنبية ساهم في زيادة عرض الأموال بالعملات الأجنبية الأمر الذي قلل من تكاليف التمويل وإجراءات الحصول عليها مما أدى إلى تخفيض أسعار الفائدة.

II-2- أسواق رأس المال:

II-2-1- مفهوم أسواق رأس المال:

يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات طويلة الأجل، و التي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل، و يتضح

من خلال مفهومي أسواق النقد و رأس المال، الفرق بين دورهما المالي على مستوى السوق المالي فبينما يكون لعنصري السيولة و الأمان الأولية من طرف المستثمر في سوق النقد يكون لعنصر الدخل الأولية من قبل المستثمر في سوق رأس المال.

II-2-2- مميزات سوق رأس المال:

يتميز سوق رأس المال أنه أقل اتساعا من سوق النقد لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيما،كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة، مما يجعل البعض يطلق على هذا السوق اسم سوق الصفقات الكبيرة و يتحكم هؤلاء الوكلاء بحركة التداول في سوق رأس المال إلى حد كبير و ذلك عن طريق تكييف سياساتهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول بناءً على التقلبات الحادثة في سعر الفائدة ولتوفير الفاعلية و الكفاءة لسوق رأس المال لابد من تحقيق شرطين أساسين هما:

أ- أن تتوافر أدوات الاستثمار المناسبة لتخصيص الأموال المتاحة فيه للاستخدامات الرأسمالية الأكثر إنتاجية و بأقل تكلفة ممكنة، و هذا شرط هام لأنه في هذا السوق تطرح الإصدارات المالية للمشروعات الاقتصادية عند تكوينها، و عليه يتوقف نجاحها إلى حد كبير على نجاحها في الحصول على رؤوس أموالها بالتكلفة المناسبة.

ب- أن يتوفر فيه سوق ثانوي نشط يوفر للأوراق المالية الصادرة فيه درجة كافية من السيولة تتيح لمن يحملها تحويلها إلى نقد إذا ما رغب في بيعها قبل حلول موعد استحقاقها، و هذا الشرط أيضا هام لأنه يزيد من سرعة تداول هذه الأوراق و يوفر لسوق رأس المال سمة العمق و الاتساع.

كما ينفرد هذا السوق و تتميز عن غيره من الأسواق كون التعامل فيه غير شخصي حيث لا يلتقي البائعون و المشترون بعضهم بعضا، بل قد لا يعرف بعضهم بعضا، بل و يحظر

عليهم دخول المقصورة (قاعة التداول) و إنما يتم التعامل من خلال شركات الوساطة المالية بوصفهم وكلاء بالعمولة عن البائعين و المشترين[1].

II-2-3- هيكل سوق رأس المال:

يتشكل هيكل سوق رأس المال من سوقين هما السوق الأولية و السوق الثانوية.

- السوق الأولية أو سوق إصدار الأوراق المالية:

هو السوق الذي يتم من خلاله طرح الأوراق المالية لأول مرة حيث يتم بيع الأسهم والسندات مقابل مبالغ نقدية تذهب حصيلتها إلى الجهة المصدرة لهذه الأوراق، و يتم التعامل عن طريق ما يسمى بالاكتتاب في سوق الإصدارات الجديدة و يشتمل هذا السوق على:

- الاكتتاب في الشركات قيد التأسيس و التي تطرح أوراقه للاكتتاب العام لأول مرة.
- الاكتتاب في زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام أو بإصدار سندات بغرض زيادة الموارد المالية للوفاء باحتياجات استثمارية مطلوبة و هذا يمثل بديلا للاقتراض من الجهاز المصرفي أو مكملا له.
- الاكتتاب في زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق و في هذه الحالة يقتصر الاكتتاب على المؤسسين و المساهمين الحاليين للشركة.

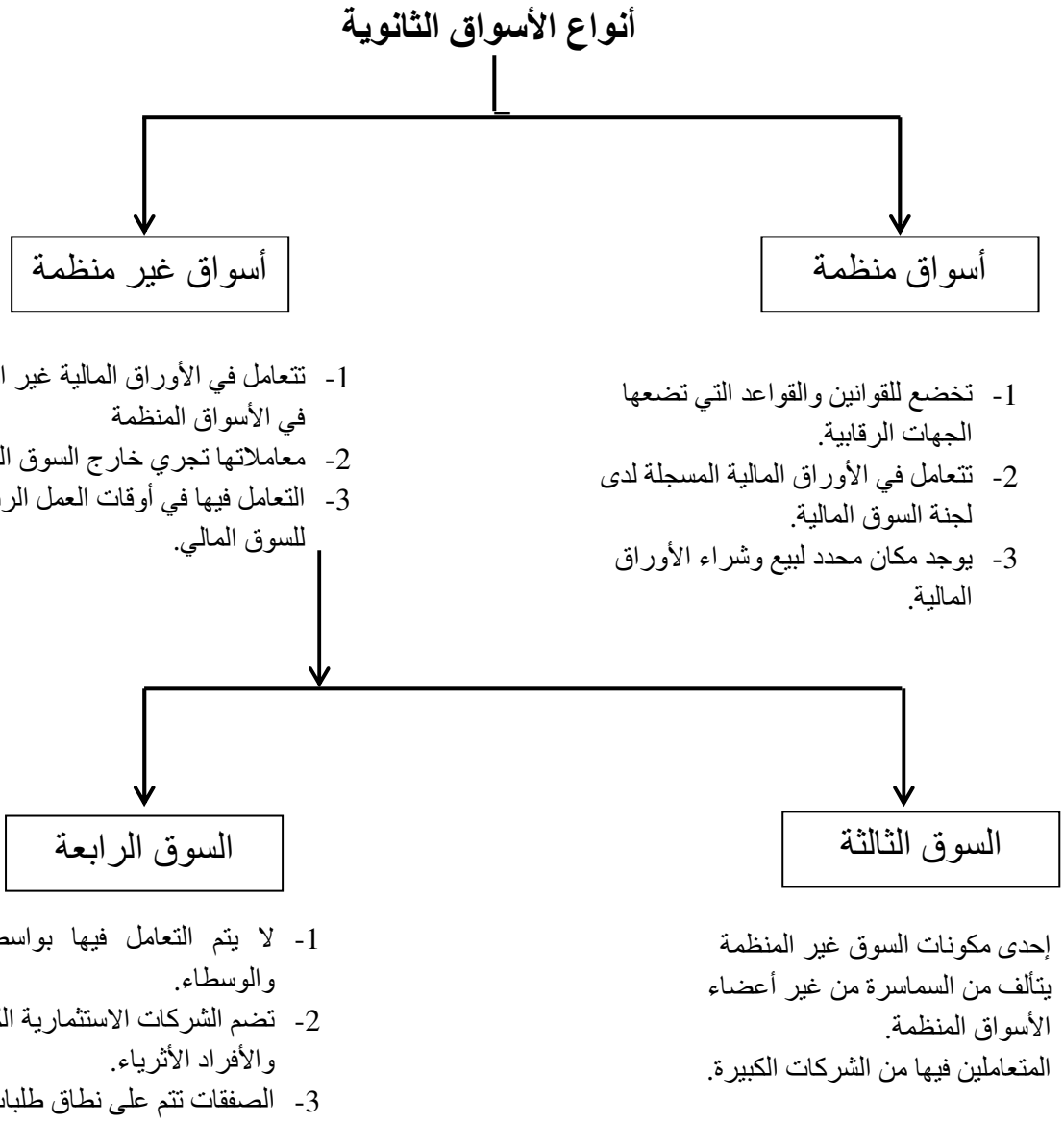
- السوق الثانوية أو سوق تداول الأوراق المالية:

يتم على مستوى السوق الثانوية أو سوق التداول التعامل في الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية و تم الاكتتاب فيها، و يشمل تداول هذه الأوراق المالية في السوق الثانوية البيع و الشراء بين حاملها و أي مستثمر آخر، لذا فالملاحظ في هذا السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة المصدرة بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق، فهم يتحملون الخسائر (في حالة نقص سعر بيع الورق عن سعر شرائها) كما أنهم يجنون أرباحا (في حالة زيادة سعر بيع الورقة عن سعر شرائها).

[1] سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 21.

و الشكل الموالي يوضح مختلف أنواع الأسواق الثانوية:

– الشكل (1-4): أنواع الأسواق الثانوية –



المصدر: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة،2008،ص 85.

II-2-4- أدوات التعامل في أسواق رأس المال:

تتلخص أهم ادوات التعامل في أسواق رأس المال فيما يلي[1]:

II-2-4-1- الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية هي النوع الأكثر و الأوسع استخداماً من قبل الشركات في حصولها على الموارد التمويلية، و بالذات لتكوين رأس المال عند تأسيس الشركات هذه، و لا يمكن تصور إنشاء شركة مساهمة بدون أن تقوم بإصدار أسهم عادية، و قد تقتصر الأسهم في بعض الشركات المساهمة على الأسهم العادية و من ثم فإن الأسهم العادية هي الأداة التي لابد منها لتوفير التمويل للشركات المساهمة، و بالتالي فإنها الأداة الأكثر استخداما في تعاملات الأسواق المالية و النقدية. و عادة تحقق الأسهم العادية العديد من المزايا سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة لها كما يلي:

أولا: المزايا التي تحققها الأسهم العادية للمستثمر فيها:

1- أنها توفر للمستثمر الحق في الاشتراك في إدارة المشروع، حيث تمنح حامل الأسهم حق حضور اجتماعات الهيئة العامة للشركة المساهمة العادية منها و غير العادية و كذلك له الحق بموجبها في التصويت لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة و حتى الترشيح لعضوية مجلس الإدارة ضمن الشروط التي توضع لذلك في بعض الحالات، و له أن يخول حقه في التصويت لأحد الأعضاء الآخرين، إلا أن ما يلاحظ في الواقع الفعلي هو أن بعض المساهمين الكبار في الشركات المساهمة هم الذي يتمتعون عمليا بسلطة الإدارة من خلال امتلاكهم لحصة أكبر في أسهم الشركة تتيح لهم قوة تصويتيه أعلى تتناسب مع حصتهم الأعلى في أسهم الشركة.

2- الحق لمالك السهم العادي في الحصول على حصة من الأرباح التي تحققها الشركة- في حال توزيعها- و بقدر يتناسب مع حصته في أسهم الشركة.

3- يتمتع أصحاب الأسهم العادية بحق الأولوية على غيرهم في شراء الأسهم الجديدة التي تقرر الشركة إصدارها في الغالب.

[1] فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع، الأردن، 2006، ص 200.

4- الحق في الحصول على حصة من موجودات الشركة (المتداولة و الثابتة) و على قدر المساواة مع المساهمين الآخرين، أي بدون تفضيل أو إعطاء الأولوية لأحدهم على الآخر، و بشكل يتناسب مع حصتهم في أسهم الشركة.

5- الحق في مراقبة عمل الشركة و متابعته وفق آليات و صيغ تنظم هذا الحق و كما ينص عليه النظام الداخلي للشركة، و اللوائح و التشريعات و النظم ذات العلاقة بعمل الشركات المساهمة، و حق العضو في التعرف على نشاطات الشركة والنتائج التي تحققها و الأوضاع و الظروف التي ترافق عملها.

ثانيا: المزايا التي تحققها الأسهم العادية للشركات المصدرة لها:

1- أن الأسهم العادية لا تمثل عبئا ماليا على الشركة المساهمة المصدرة لها، لأنها لا تلتزم بدفع أية مدفوعات لحملة الأسهم بما في ذلك عدم التزامها بدفع أرباح لحملة الأسهم إلا عندما تحقق الشركة مثل هذه الأرباح، و بشرط اتخاذ قرار من الشركة بتوزيعها كلها أو جزء منها.

2- تعتبر وسيلة تمويل طويلة الأجل، و قد ترافق الشركة طيلة فترة ممارستها لعملها و استمرارها فيه، لأن الشركة المساهمة غير ملزمة بدفع أورد قيمة الأسهم العادية إلى المساهمين فيها في موعد محدد، و هذا يرتبط فقط بتصفية الشركة و بعد تسديد كافة الالتزامات المترتبة عليها.

3- إن الأسهم العادية توفر ضمانا للدائنين للشركات المساهمة المصدرة لهذه الأسهم إذ أن ثقة الدائنين تزداد و تتوفر لهم ضمانه أكبر كلما انخفضت نسبة الديون إلى حقوق الملكية أي الأسهم العادية، و بزيادة الأسهم العادية مقارنة بالديون تزداد القدرة الاقتراضية للشركة المساهمة.

و أما عيوب الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمر و الشركة المصدرة لها فتتمثل في:

1- إن إصدار أسهم عادية جديدة يؤدي إلى توسيع قاعدة المشاركة في الإدارة، و هذا قد يؤدي إلى فقدان السلطة الإدارية للمساهمين الأصليين بدخول مساهمين جدد.

2- إن العائد الذي يمكن أن يتحقق للأسهم العادية غير مؤكد، لأنه يعتمد على أمرين وهما تحقيق الشركة للأرباح من ناحية، و اتخاذ قرار من الشركة بتوزيعها على حملة الأسهم من ناحية أخرى، إذ قد يتم إعادة استخدام الأرباح في إجراء توسعات في الشركة مثلا، بدون توزيع الأرباح هذه، و بالتالي لا يستلم حملة الأسهم العادية هذه الأرباح حتى في حالة تحققها، ما لم يتم توزيعها عليهم.

3- إن توسيع قاعدة المساهمين عندما يتم إصدار أسهم جديدة قد يؤدي إلى انخفاض عائد السهم، و بالذات في حالة عدم استخدام حصيلة إصدار الأسهم الجديدة في إجراء توسعات في الشركة، و من ثم عدم تحقيق أرباح أكبر.

4- إن توزيعات الأرباح التي تقوم بها الشركة المساهمة على حملة الأسهم العادية لا تخفف من العبء الضريبي، لأن الضريبة تفرض قبل توزيع الأرباح على المساهمين فيها.

II-2-4-2- الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة النوع الآخر من الأسهم التي يتم التعامل بها في أسواق رأس المال إلا أنها أقل استخداما كأداة للتمويل مقارنة بالأسهم العادية، ذلك لأن الشركات المساهمة لا يمكن أن تنشأ و تقوم و تستمر في عملها و نشاطها بدون إصدارها للأسهم العادية، في حين أن هذه الشركات يمكن أن تنشأ و تقوم و تستمر في ممارسة العمل و النشاط بدون إصدارها أسهم ممتازة و لذلك فإن الأسهم الممتازة تعتبر مصدرا مكملا للتمويل الأساسي للشركات المساهمة الذي يتم عن طريق الأسهم العادية. و الأسهم الممتازة تحمل بعض سمات الأسهم العادية، إلا أنها تمتاز عليها بكونها تحمل إضافة لذلك بعض سمات السندات و بذلك فإن الأسهم الممتازة تمثل حق ملكية، أي أن لحاملها الحق في الحصول على جزء من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة لهذه الأسهم و بذلك تتشابه مع الأسهم العادية كما أنها لا تحصل على عائد إذا لم تحقق للشركة مثل هذه الأرباح حالها في ذلك حال الأسهم العادية، إلا أن السهم الممتاز يمتاز على السهم العادي بحصوله على نسبة معينة من الأرباح التي تحققها الشركة كنسبة معينة من القيمة الاسمية

للسهم الممتاز أو كحد أعلى أو كحد أدنى، و بذلك تتماثل مع السندات في حصولها على معدل عائد معين و لكن بشرط تحقيق الشركة المصدرة أرباح. و السهم الممتاز هو وثيقة أي مستند يحمل قيمة اسمية معينة تصدره الشركات المساهمة و يمثل لحامله حصة في ملكية الشركة، بمقدار يعادل قيمة السهم الممتاز إلى إجمالي الموجودات الصافية للشركة، و حصة محددة من أرباح الشركة، و بهذا فإن السهم الممتاز يتصف بما يلي:

- الحصول على نسبة معينة من الأرباح و في العادة قبل حصول الأسهم العادية على الأرباح في حالة تحققها.
- الأولوية في الحصول على قيمة السهم عند تصفية الشركة مقارنة بقيمة السهم العادي أي قبل حصول حملة الأسهم العادية على قيمتها.

و بناء على ما تقدم تحقق الأسهم العادية العديد من المزايا سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة لها كما يلي:

أولا: المزايا التي تحققها الأسهم الممتازة للمستثمرين و تتمثل في:

1- أنها تكون مناسبة أكبر لبعض فئات المستثمرين الذي يرغبون بدرجة مخاطرة أقل مقارنة بالاستثمار في الأسهم العادية لأنهم يحصلون على نسبة محددة من الأرباح، و قبل القيام بأية توزيعات للأرباح على الأسهم العادية و كذلك لأنهم يحصلون على مقابل لهذه الأسهم في حالة تصفية الشركة و قبل الأسهم العادية.

2- أن بعض الأسهم الممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، حيث توفر إمكانية الاختيار بين الاحتفاظ بها أو تحويلها إلى أسهم عادية، ففي الحالة التي تحقق الأسهم الممتازة عائدا يفوق ما تحققه الأهم العادية فإنهم يحتفظون بالأسهم الممتازة و لا يقومون بتحويلها إلى أسهم عادية، في حين أنهم يقومون بتحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية عندما يكون عائد الأسهم العادية أعلى من عائد الأسهم الممتازة.

3- توفر الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح إمكانية حصول حملة الأسهم هذه على الأرباح في حالة تحقيق الشركة للأرباح للسنوات التي لا يتقرر توزيعها، و ذلك عندما يتقرر توزيع أرباح في السنوات اللاحقة.

4- تحقق الأسهم المشاركة في الأرباح إمكانية حصولها على أرباح إضافة إلى نسبة الأرباح المحددة لها، من خلال مشاركتها في الأرباح المتبقية بعد أخذها الأرباح المحددة.

ثانيا: المزايا التي تحققها الأسهم الممتازة للشركة المصدرة لها:

1- تتيح الأسهم الممتازة للشركة المصدرة لها ميزة تتمثل بكون أن حملة الأسهم الممتازة لا يحق لهم المشاركة في إدارة الشركة، و بذلك تبقى الإدارة بيد حملة الأسهم العادية و هي في ذلك تماثل السندات، و هو الأمر الذي يدفع العديد من الشركات - في حالات ليست بالقليلة - إلى عدم التوجه نحو إصدار أسهم عادية جديدة، بل إصدار أسهم ممتازة من أجل الاحتفاظ بسيطرة المساهمين القدامى على أمور الشركة و إدارتها وبذلك لا تتسع قاعدة الإدارة.

2- لا يوجد التزام بدفع عائد ثابت للأسهم الممتازة كما هو الحال في السندات و الذي لا يرتبط بنتائج أعمال الشركة، إذ أن العائد الذي يحقق للأسهم الممتازة يرتبط فقط بالأرباح، التي تحققها و يتوقف عليها، حيث لا يتم دفع أي عائد للأسهم الممتازة في حالة عدم تحقيق الشركة أرباح، في حين أن العائد على السندات أي الفائدة يتم دفعها لحملة السندات حتى في الحالة التي لا تحقق فيها الشركة ربحا، لا بل حتى في حالة تحملها خسائر، أي أن هذا العائد يستحق على الشركة و عليها دفعه بغض النظر عن نتائج عمل الشركة في حالة السندات، في حين أنه يعتمد على هذه النتائج في حالة الأسهم الممتازة.

II-2-4-3- السندات:

تعتبر السندات مصدرا أساسيا للتمويل للعديد من الجهات سواء كانت منشآت أو حكومات قد تكون ذات طبيعة متوسطة أو طويلة الأجل، و السندات الحكومية تكون درجة المخاطرة فيها أقل نظرا للثقة المتوفرة في إمكانية سداد الحكومة لالتزاماتها، و بالتالي قد يستحيل العجز عن سداد تلك الالتزامات، و بسبب ذلك ترتفع سيولتها نتيجة ثقة المتعامل بها و إقباله على شرائها و التعامل بها، و بيعها في حالة حاجته للسيولة، و بالتالي فإنها أقل مخاطرة و أكبر سيولة من السندات التي تماثلها و التي تصدرها الشركات و الجهات الخاصة. إن ما سبق لا يعني بالضرورة أن السندات التي تصدرها المنشآت قليلة الأهمية

بل أنها مهمة خاصة و أنها يمكن أن تساعد هذه الجهات في توفير التمويل الذي تحتاجه وبالذات التمويل متوسط و طويل الأجل، و الذي يمكن أن يتاح من خلال السندات متوسطة و طويلة الأجل لتكوين الموجودات الرأسمالية الثابتة أساسا، و بالذات ما يتصل منها بإجراء توسعات في المشروع و تطوير قدراته الإنتاجية، حيث يمكن أن يكون التوجه أكبر في هذه الحالة إلى التمويل من خلال السندات مقارنة بالبدائل الأخرى، لأنه من الصعب الاعتماد على مثل هذا التمويل لإقامة المشروع في بداية إنشائه لأنه لم يبدأ في العمل و لا تتوفر الثقة الكافية بمنحه القروض، و لذلك يتم الاعتماد في الغالب على تكوين الموجودات الرأسمالية الثابتة عند إقامة المشروع على التمويل من خلال الأسهم وبالخصوص العادية منها، بدلا من الاعتماد في ذلك على السندات. و السند هو مستند مديونية قابل للتداول و لأجل محدد و بفائدة محددة، و بهذا فإن مالك السند أو حامله يعتبر دائنا للجهة المصدرة له، أي أن له الحق في الحصول على قيمة السند الاسمية (المثبتة على متن السند) في وقت استحقاقه، و كذلك له الحق في الحصول على فائدة محددة وبصورة دورية، و بذلك فإن سمات السندات يمكن أن تتمثل فيما يلي:

1- أن السند يتضمن التزام بدفع مبلغ معين لجهة معينة أو لأمره أو لحامله في تاريخ الاستحقاق، و هذا المبلغ يتمثل بالقيمة الإسمية المثبتة في السند و بذلك فإن مبلغ (قيمة) السند و فترته محددة في متنه.

2- يتضمن السند التزام بدفع فائدة دورية بمعدل محدد و بمواعيد معينة على قيمته الاسمية كأن تكون 5% أو 10%، أي أن سعر الفائدة على مبلغ السند (قيمته الاسمية) محدد سلفا.

3- أن السند يعتبر أحد أدوات الدين، أي أنه يرتب حق مديونيه بذمة الجهة المصدرة له، و لا يحق المطالبة بهذه القيمة قبل موعد استحقاقه، إلا أن هنالك إمكانية لبيعه في السوق الثانوية عندما تدعوا الحاجة للسيولة.

تحقق السندات العديد من المزايا سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة لها كما يلي:

أولا: المزايا التي يحققها السند للمستثمر:

1- الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق و قبل دفع التزامات الشركة تجاه مالكيها.

2- الحصول على فائدة دورية بمعدل محدد مقدما، و قبل تحقيق الشركة للأرباح، أي بمعزل عن نتائج عمل الشركة سواء كانت ربحا أو خسارة، و بذلك يضمن المستثمر في السند الحصول على عائد و هو الفائدة، و هو الأمر الذي يدفع بعض فئات المستثمرين للاستثمار في السندات من أجل ضمان حصولهم على دخل معروف مسبقا، و يتمثل بسعر الفائدة المحدد أصلا، و لذلك تكون درجة تحقق العائد في السندات مؤكدة، لذلك تكون درجة المخاطرة فيها أقل مقارنة بالأسهم، إلا في حالة خسارة الشركة و تصفيتها و عدم تغطية موجودات الشركة حتى لتسديد التزاماتها بموجب السندات. و نتيجة لدرجة المخاطرة الأقل في السندات فإن عائدها أقل من عائد الأسهم في الغالب، و ذلك لأن درجة المخاطرة في الأسهم تكون أعلى و من ثم فإن عائدها المتوقع يكون أعلى.

ثانيا: المزايا التي تحققها السندات للشركة المصدرة لها:

1- إن تكلفة السندات تكون عادة أقل من تكلفة الأسهم، و بالذات عندما تحقق الشركة أرباحا تدفعها لحملة الأسهم تفوق الفائدة التي تدفعها لحملة السندات، و لذلك لا يمكن للمستثمرين أن يقوموا بشراء الأسهم إلا إذا كان احتمال تحقيق معدل الربح للأسهم هذه يفوق معدل الفائدة على السندات، و بدون ذلك فإنهم يتجهون لشراء السندات دون شراء الأسهم لأن عائدها مؤكد بدرجة أكبر و محدد مسبقا، في حين أن عائد الأسهم متوقع و قد لا يتحقق فعلا إذا لم تحقق الشركة أرباح، أو تحملت خسارة.

2- إن الفائدة على السندات تتيح للشركة التخفيف من العبء الضريبي لأن الفوائد التي تدفعها على السندات تحسب ضمن الكلفة و قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة بينما عائد الأسهم المتمثل بالأرباح لا يدخل ضمن الكلفة و يخضع للضريبة، و بالتالي لا يساهم في التخفيف من العبء الضريبي الذي تتحمله الشركة.

3- توفر السندات إمكانية الاستعانة بأموال الغير و استخدامها دون مشاركتهم في إدارة الشركة، و من خلال الاعتماد في التمويل عن طريق السندات تضمن الشركة بقاء الإدارة بيد حملة الأسهم الأصليين.

4- زيادة موارد التمويل التي يمكن أن تتاح للشركة في الحصول على الأموال التي تحتاجها لممارسة نشاطها، أو لإجراء التوسعات فيها، عن طريق جذب فئات المستثمرين الذين لا يرغبون بتحمل المخاطرة من خلال الاستثمار في الأسهم.

II-3- طرق و أساليب تنفيذ العمليات في السوق المنظمة (البورصة)

تتم عمليات سوق الأوراق المالية من خلال آلية الأوامر المختلفة التي يصدرها المستثمرون أو المالكون للأوراق المالية إلى الوسطاء، و تمثل قواعد إجراءات التعامل في السوق، الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين لذلك فإن دقة صياغتها و سهولة فهمها مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية و تمهيد الطريق لإجراء صفقات ناجحة، كما و تساعد القواعد و الإجراءات السليمة و حسن تطبيقها في رفع كفاءة السوق و تنقسم هذه الأوامر إلى:

(أ)- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

هي أوامر تصدر للوسيط بتنفيذ العملية بأفضل سعر متاح له في السوق و يسمى الأمر في هذه الحالة بالأمر السوقي، أو حسب سعر محدد بينه و بين المستثمر و يسمى في هذه الحالة بالأمر المحدد.

أولا: أوامر السوق (Market Order)

هي أكثر أنواع الأوامر استخداما، إذ أن المستثمر يطلب التنفيذ عند أفضل الأسعار السائدة في السوق، و الأساس في هذا النوع من أوامر البيع و الشراء هو التنفيذ بأكبر سرعة ممكنة.

ثانيا: الأوامر المحددة (Limit Order)

إن الأوامر المحددة تعالج مشكلة عدم معرفة السعر من قبل المستثمر لأنه سوف يضع سعرا معينا لتنفيذ الصفقة و يلتزم بها الوسيط عند التنفيذ و هذا النوع من الأوامر يضع حدودا للمخاطر المتوقع مواجهتها من قبل المستثمر.

و هناك أشكال أخرى لأوامر مشتقة من أوامر السوق و الأوامر المحددة من أهمها[1]:

1- الأمر بالسعر المحدد: يحدد المستثمر بموجب هذا النوع من الأوامر للوسيط السعر و الكمية الذين يعقد بهما الصفقة، فيتم إصدار أمر بإبرام صفقة البيع بتحديد أدنى مستوى لسعر البيع و تحديد أعلى مستوى لسعر الشراء.

2- الأمر بالسعر الأول: هنا سيكون إبرام الصفقة بأول سعر يتم به تسعير الورقة المالية بالسوق.

3- الأمر بالسعر الأخير (الإقفال): هنا يتم إبرام الصفقة عند سعر الإقفال بعد التعامل بالأوراق المالية في السوق.

4- الأمر بالسعر حوالي: هنا قد يمنح المستثمر، الوسيط حرية تنفيذ عمليات الشراء والبيع حول سعر محدد متفق عليه، و في هذه الحالة قد يرتفع السعر قليلا عند الشراء عن السعر المتفق عليه أو ينخفض قليلا عند البيع.

5- أوامر حرية التصرف: و في هذه الحالة يمنح المستثمر، الوسيط حرية القيام بإبرام الصفقات حسب مقتضى الحال و كما يراه مناسبا و ترتبط هذه الأوامر بطبيعة المستثمر، فمن المعروف اختلاف أنواع المستثمرين من حيث تفضيلاتهم للعائد و المخاطرة .

6- أوامر الإيقاف: هي عبارة عن أوامر ملزمة للسمسار بتنفيذ أو عدم تنفيذ عمليات الشراء أو البيع عند وصول السعر إلى مستوى معين و تستخدم هذه الأوامر لحماية الأرباح أو تحديد الخسائر.

(ب)- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

هي أوامر تصدر ليتم تنفيذها في فترات زمنية محددة من قبل المستثمر حيث يمكن التمييز بين:

[1] دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 138.

أولا: الأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة:

يتم فيها تحديد سعر معين للتنفيذ غير أنه يشترط فيها إتمام الصفقة خلال فترة زمنية محددة (يوم، أسبوع، شهر،...)

ثانيا: الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين:

لا تحدد فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط فيها ربطها بسعر يحدده المستثمر تنجز عنده الصفقة (أو حتى بسعر أفضل منه)، و ذلك عندما يصل السعر في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء أو عنده أو أعلى منه في حالة البيع.

II-4- طرق تداول الأوراق المالية في السوق غير المنظمة:

السوق غير المنظمة تطلق على المعاملات التي تتم خارج البورصة حيث لا يوجد مكان يتلقي فيه المتعاملون، و إنما يتم ذلك من خلال شبكات الاتصال (هواتف، تلكسات، فاكسات و مختلف الوسائط التكنولوجية الحديثة) التي تربط بين المتعاملين، و في هذا السوق لا يتم مقابلة العرض و الطلب على الأوراق المالية من خلال المزايدة كما هو الحال في الأسواق المنظمة، بل يتم التفاوض من خلال وسائل الاتصال السابقة، فالتاجر في هذا السوق هو المشتري الوحيد من العملاء الراغبين في بيع الأوراق المالية و هو كذلك البائع الوحيد لكل العملاء الراغبين في الشراء، و لا يوجد فرق بين أن يقوم العميل بنفسه بالعمليات أو أن يفوض سمساره للقيام بذلك بدلا منه، و تظهر هذه المعاملات بشكل واسع في أسواق الدول المتقدمة، حيث أنه مثلا من خلال شبكة الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية في أمريكا (نازداك NASDAK) يمكن لأي مستثمر إذا أراد شراء أسهم شركة معينة أن يقوم بالتعرف على آخر أسعار الصفقات المبرمة لأكثر من 4000 شركة، و بمعرفة هذه الأسعار يستطيع المستثمر التفاوض بشأن الصفقة مع التاجر الذي يقدم أفضل الأسعار.

III- الأسواق المالية الكفؤة:

III-1- الجذور التاريخية لفكرة كفاءة الأسواق المالية:

منذ النصف الثاني من القرن 19 بدأت أولى الأبحاث بخصوص التغيرات الحاصلة في قيم الأوراق المالية و علاقتها بالكفاءة المعلوماتية l'efficience informationnelle لكن ظلت هذه الأبحاث محدودة جدا و غير معروفة على نطاق واسع إلى غاية دخول الاقتصاديين الأمريكيين على الخط من خلال الاعتماد على النماذج القياسية بدءا من النصف الثاني من القرن 20، مما أعطى دفعا قويا لتطوير نظرية كفاءة الأسواق المالية[1].

في كتابه المعنون calcul des chances et philosophie de la bourse (1863) وضع Regnault الأسس الأولى لنماذج كفاءة السوق

(Les modèles contemporains des variations de cours et les hypothèses sous jacentes à l'efficience informationnelle)

مرتكزا على فكرة السير العشوائي للأسعار، حيث أوضح Regnault أن سير الأسعار يتحرك في السوق بشكل عشوائي يصعب توقع تطورها أو التنبؤ بها، حتى في ظل مجال زمني ضيق جدا.

أشار أحد أعمدة المالية الحديثة Louis Bachelier في مقدمة أطروحة الدكتوراه المعنونة بـ: « Théorie de la spéculation » و التي قدمها سنة 1900 إلى الفكرة نفسها التي أشار إليها Regnault حول الحركة العشوائية للأسعار و منذ ذلك الوقت شهدت نظرية كفاءة الأسواق المالية تطوراً متتابعا بالارتكاز خصوصا على أعمال Louis Bachelier حيث شهدت سنوات الخمسينيات و الستينات إسهامات و إضافات واضحة أثرت في النظرية و على وجه الخصوص إسهامات و أعمال كل من البروفيسور Markowitz(1952) ، Modigliani et miller (1958)، Sharp(1964)

[1] Grégory denglos, création de valeur, risque de marché et gouvernance des entreprises économica, paris, 2010, p 73.

Merton et scholes (1997)، Fama(1965) وصولا إلى الدراسات و الأبحاث الحديثة المرتكزة على مفهوم المالية السلوكية (la finance comportementale) كمدخل حديث لمحاولة فهم حركة الأسعار بإقحام المتغيرات السلوكية و النفسية للأفراد ضمن نماذج تهدف إلى دراسة مدى كفاءة الأسواق المالية.

III-2- مفهوم السوق المالي الكفء:

إن معظم ما يتخذ من قرارات في الأسواق المالية قائم بالأساس على التوقعات و احتمال تحققها، و وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن يستجيب أسعار الورقة المالية – و على وجه السرعة- لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، بحيث يكون من شأنها تغيير نظرتهم إلى المنشأة المصدرة للورقة المالية حيث تتجه أسعارها صعوداً أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة، و في السوق الكفء يعكس سعر الورقة للمنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لأسعار الورقة المالية، تحليلات و تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غيرها من المعلومات التي من شأنها التأثير على القيمة السوقية للورقة المالية[1].

كما أن السوق الكفء هو السوق الذي يتميز بقدر عال من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، و بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق و التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية.

إن الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الورقة المالية صعوداً أو هبوطا، إنما يعني تحقق مجموعة من النتائج الهامة على النحو التالي[2]:

[1] عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 31.
[2] السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 02.

أولاً: أنه في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة، أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين ستعتبر دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.

ثانيا: أن المعومات التي وصلت إلى السوق في الماضي لن يكون لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية، فعلى سبيل المثال: فإن سعر الورقة المالية في يوم 10 من الشهر لا يتأثر كثيراً بمعلومة قد تسلمتها السوق و استوعبتها قبل هذا التاريخ، فالأساس هنا أن تكون السوق قد تسلمت المعلومة و استوعبتها جيداً و تعاملت معها بإحداث تغيرات في سعر الورقة المالية بصورة فورية.

ثالثا: إن المعلومات تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد و أن قدراتهم على التحليل متقاربة، الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية (العوائد التي يحققها البعض على حساب البعض الآخر) بناءً على معلومات خاصة، و التي تتوافر لمتعامل ولا تتوافر لمتعامل آخر.

تفترض نظرية الكفاءة أن الأسعار تعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، لكن حتى في ظل توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم والمخاطر المحيطة بها.

وفي الواقع تثير فرضية السوق الكفء الكثير من الجدل، حتى أن البعض يرى أنه من شروط تحقق السوق الكفء هو وجود مستثمرين يعتقدون بعدم كفاءة السوق من أجل سعيهم للحصول على معلومات إضافية تساعد في الوصول إلى الكفاءة، إذ يجب أن نميز هنا بين[1]:

[1] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (المؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص ص281-282.

أ- الكفاءة الكاملة: Perfectly Efficient Market

و تسود في الأسواق التي ينعدم فيها الفاصل الزمني ما بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السعرية للأصول المتداولة و تحقق ذلك يستدعي شروطاً معينة:

1- وفرة المعلومات و سهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر، أو ما يطلق عليه الكفاءة المعلوماتية informationally efficient و بذلك ستصبح توقعات المستثمرين متجانسة، استنادًا إلى تجانس معلوماتهم.
2- انعدام القيود على التعاملات، مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب و عدم وجود قيود كمية للمعاملات، مع حرية الدخول أو الخروج للمستثمرين.
3- العدد الكبير من المستثمرين و البائعين بحيث تمنع هذه الكثرة أي من المستثمرين الاستئثار أو الهيمنة لأحدهم على السوق.
4- اتصاف المستثمرين بالرشد أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.
5- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريها من الأوراق دون شروط و بسهولة و يسر.

ونظراً لصعوبة تحقق هذه الشروط مجتمعة، حيث توجد تكاليف وضرائب تمارس دورها في البورصات، فضلاً عن وجود من يمتلكون معلومات لا تتوفر لغيرهم (insider) خاصة مع وجود مؤسسات مالية وسيطة لها قدرة استثمارية كبيرة وإمكانيات واسعة في الحصول على المعلومات وتحليلها والتأثير في أسعار الأوراق المالية بواسطة صفقاتها الكبيرة، وعليه فإن الكفاءة الكاملة تبقى كفاءة نظرية بحتة تبقى بعيدة عن التحقق في الواقع، لذا يمكن القبول بمفهوم الكفاءة الاقتصادية.

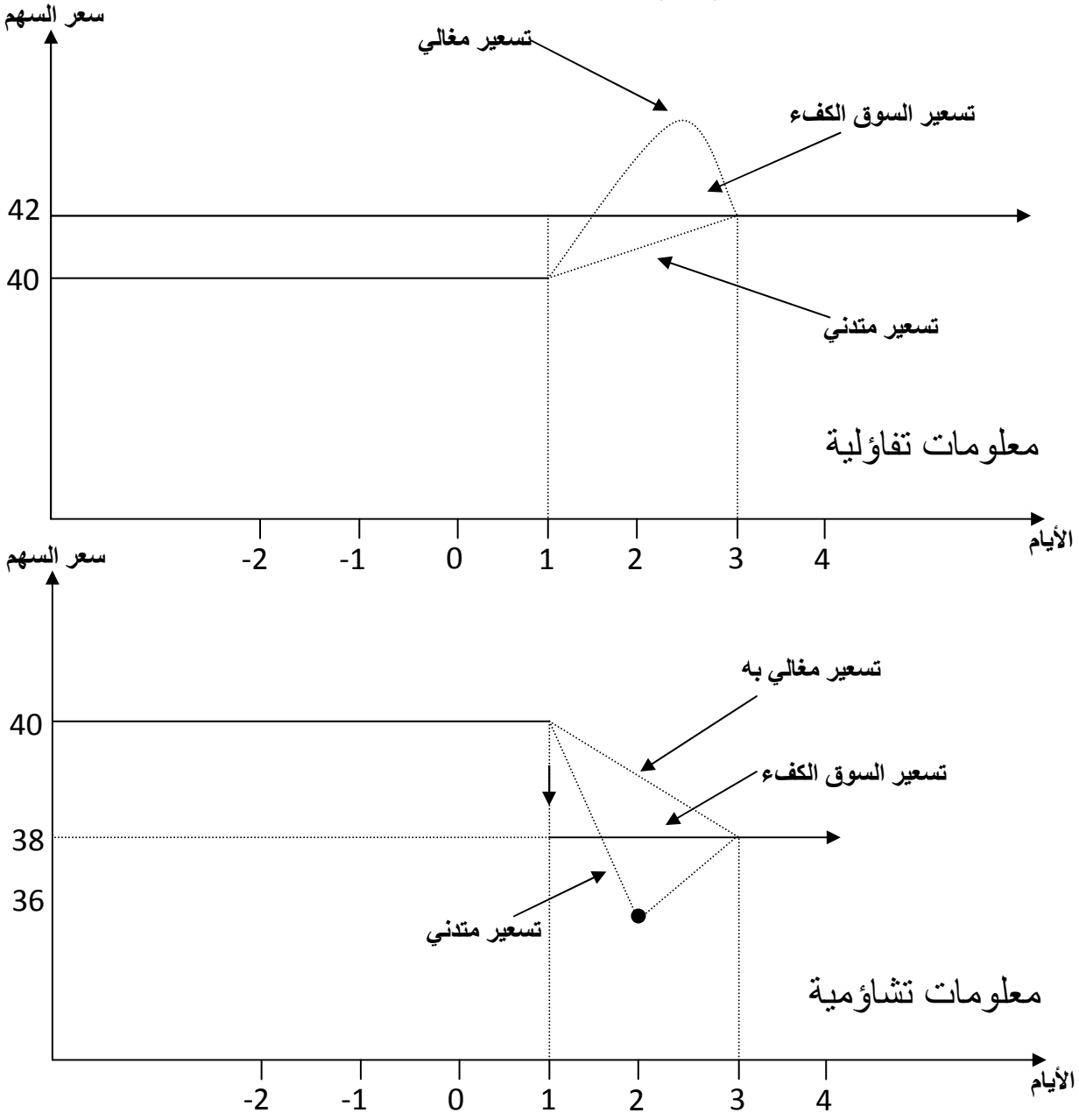
ب - الكفاءة الاقتصادية : Economically Efficient Market

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثارها على أسعار الأوراق المالية مما يعني أن القيمة السوقية للورقة المالية قد تزيد أو تنقص عن قيمتها الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل و

يتوقع وجود فجوة زمنية بين المعلومات و تقويم الأوراق المالية، و احتمالية حدوث انحراف العائد الدخلي(A(R عن العائد المتوقع E(R).

و الشكلان المواليان يوضحان حالة الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية في حالتي المعلومات التفاؤلية و التشاؤمية و انعكاساتها عن سعر سهم معين:

- الشكل (1-5): الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية –



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (المؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص 283.

III- 3- خصائص السوق المالي الكفء :

يتميز السوق المالي الكفء بمجموعة من الخصائص نوجزها فيما يلي[1]:

أولاً: الشفافية (Transparency)

تعني الشفافية في أبسط صورها قدرة المستثمرين في سوق المال على الحصول على المعلومات و البيانات حول أسعار العروض و الطلبات و حجمها و حجم التداولات في كل وقت و بدقة تامة سواء أثناء التداول أو بعده، و كذلك نتائج أعمال الشركات و توصياتها وبشكل متساو و عادل دون أفضلية للبعض على حساب الآخرين، و الشفافية في أعلى صورها تعني قدرة المستثمر على معرفة العناصر المحركة الأساسية لسوق المال والإطلاع على قراراتها الاستثمارية، سواء كانت تتعلق بالمحافظ الاستثمارية، صناع السوق، كبار المستثمرين و أعضاء مجالس الإدارات للشركات.

ثانيا: الإفصاح Disclosure

هو الإعلان عن كافة المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في سوق المال و التي من شأنها أن تؤثر على قوى العرض و الطلب على الأوراق المالية، و ذلك بهدف توفير مناخ استثماري عادل و صحي للمستثمر يعينه على اتخاذ قراره الاستثماري و اتخاذ قرارات الشراء و البيع و تقدير السعر المناسب للورقة المالية، لهذا يعتبر الإفصاح جوهر العملية الاستثمارية الذي يعمل على تطوير و ترسيخ المناخ الاستثماري المشجع على الثقة بين المستثمرين.

ثالثا: توفير السيولة (Liquidity)

و تعني أنه يمكن إجراء تداولات على كل الأدوات الاستثمارية المتاحة بسرعة و سهولة متى ما اتفق الطرفان و بأسعار معقولة قريبة من آخر التداولات التي أجريت على السلعة نفسها (إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة و جوهرية يمكن أن تؤثر على السعر السوقي للسلعة الاستثمارية) بحيث لا يكون هناك تغير مفاجئ و كبير في سعر السهم بين تداول و

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 103.

آخر، و حتى يملك السوق السيولة بقدر كاف يجب أن يملك عمقا[*] كافيا من خلال عدد من المشترين و البائعين الذين يضمنون استمرارية التداول من خلال رغبتهم في إجراء التداولات بأسعار قريبة من السعر السوقي للسهم وفقا لكل مرحلة من مراحل حركة سعر السهم.

III-4- متطلبات السوق المالي الكفء:

تدل الشواهد على أن مفهوم الكفاءة الاقتصادية لا ينكر و جود فاصل زمني بين ورود المعلومات و استجابة الأسعار لتلك المعلومات، غير أنه من المتفق عليه ان السوق الكفء هو السوق الذي يسمح بتخصيص كفء للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، و في هذا الصدد يلعب السوق الكفء دورين أحدهما مباشر و الآخر غير مباشر[1]:

- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم و بيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار و انخفاض متوسط تكلفة الأموال.
- الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية و عادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

---

[*] يقصد بعمق السوق أن هناك اوامر بيع وشراء متدفقة ومستمرة بكثافة للاوراق المالية، بما يكفل تصحيح أي اختلال في التوازن ما بين العرض والطلب، حيث لا يؤثر ذلك إلا بشكل ضئيل على الاسعار مما يقلل الخسارة الرأسمالية . وبعبارة اخرى فأن السوق العميق Deep Market يتسم عادة بمجال محدود لتقلبات الاسعار نتيجة لاستمرار اوامر البيع والشراء التي سرعان ما تعيد حالة التوازن للسوق.

[1] عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم، سندات،وثائق استثمار،خيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005, ص 189.

و لكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوافر فيه سمتان أساسيتان[1]:

- كفاءة التسعير (Price efficiency)

تعني كفاءة التسعير سرعة تكيف أو استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق، دون فاصل زمني كبير وألا يتكبد المتعاملون في سبيلها تكاليف باهظة، وتعتبر هذه الخاصية مؤشرا للكفاءة الخارجية للسوق المالي Exernal efficiency.

- كفاءة التشغيل (Operational efficiency)

تعني كفاءة التشغيل قدرة السوق على تحويل الأموال والموارد المالية المتاحة لمن يحتاجون إليها بأقل تكلفة معاملات ممكنة، وهذه التكلفة تعرف بتكلفة المعاملات التي تشتمل على تكلفة الوساطة المالية وتكلفة تحويل الورقة المالية، كما تعني أيضاً كفاءة التشغيل أن يكون السوق قادراً على خلق توازن بين العرض والطلب، وتعتبر هذه الميزة في حال توفرها مؤشراً على الكفاءة الداخلية للسوق المالي Internal efficiency.

III- 5- السوق الكفء والحركة العشوائية للأسعار :

تخضع تحركات أسعار الأوراق المالية في سوق المالي لما يعرف إحصائيا بخاصية السير أو الحركة العشوائية Random Walk، وإذا ما اتصف سلوك متغير ما بهذه الخاصية فإن معنى ذلك أن تقلبات هذا المتغير لا يمكن التنبؤ بها في المستقبل لأن قيمه ترتفع وتنخفض بشكل متواصل دون وجود رابط بين قيم المتغير على طول السلسلة الزمنية لهذا المتغير.

وطبقاً للباحث الفرنسي Louis Bachelier (1900) الذي يرجع إليه الفضل في إثراء هذه الخاصية فإن المضاربة في السوق تصبح لعبة عادلة لا يمكن في ظلها أن يحقق البائع أو المشتري أرباحاً على حساب غيره (الأرباح غير العادية) ثم جاءت دراسة 1965 Fama كدليل إضافي على صحة فرضية التسيير العشوائي لأسعار الأوراق المالية من خلال قياس عشوائية أسعار الثلاثين سهماً المسجلة بمؤشر داوجونز لمدة 5 سنوات للفترة

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 102.

ما بين 1956 و 1961 وقد تم احتساب معامل الارتباط بين التغيرات في لوغاريتم أسعار الأسهم بفجوة زمنية من يوم إلى عشرة أيام، وقد كانت نتيجة القياس أن معاملات الارتباط قريبة من الصفر في معظم الأحوال (0,03) وكانت تقل كلما زاد الفاصل الزمني المستخدم و هذه النتيجة تؤكد التحرك العشوائي للأسعار، وبناء عليه لا يمكن لأي مستثمر أن يعتمد على الأسعار الماضية في تكوين استراتيجية تحقق من خلالها أرباحا غير عادية.[1]

III- 6- مستويات كفاءة السوق:

من الشائع التمييز بين ثلاثة أشكال لكفاءة السوق المالي و ذلك بالاعتماد على فرضية كل شكل حول وفرة المعلومات و كلفتها:[2]

- المستوى الضعيف (Weak form)

في هذا المستوى تكون المعلومات التاريخية المعروفة لدى الجميع (و المتمثلة في أسعار الأسهم و حجم التعامل اللذين كانا سائدين في الماضي) هي وحدها التي تقرر مستويات الأسعار السائدة حاليا، كما أنها لا تحتوي على معلومات مفيدة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لأنها تكون قد استنفذت طاقتها و زخمها في تقرير الأسعار السائدة حاليا و يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر، لذلك لا يوجد في ظل هذا الوضع إمكانية لأي مستثمر بأن يحقق عائد استثنائيا، طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا إلى المعلومات التاريخية، و هذا ما يتطابق مع نموذج السير العشوائي لسلوك أسعار الأوراق المالية، إذ أنه حسب هذا النموذج فإن المعلومات التاريخية لا تمكن من تسعير مرتبط بها مستقبلا ولابد أن يكون السعر مستقلا عن الماضي، أي أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها و لا يوجد بها ترابط.

[1] المرجع السابق، ص106.
[2] زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص203 .

– المستوى شبه القوي: (Semistrong Form)

يفترض هذا المستوى أن أسعار الأسهم السائدة في السوق تعكس المعلومات التاريخية والمعلومات الأخرى المتوفرة لعامة الناس، أي المعلومات المنشورة التي من شأنها التأثير على تسعير الأصول المالية متمثلة بالظروف الاقتصادية و المالية و المعلومات التاريخية و الحالية عن الأسعار و الحجوم التبادلية و مستويات الائتمان في الاقتصاد و حجوم الإصدار و لا تنحصر فقط بالأسعار الماضية و حجم التعاملات، لذلك فإن المتعاملين يستخدمون ما هو متاح من معلومات للتقويم و لا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة.

يفترض هذا المستوى أن الأسعار الجارية في السوق المالي تعكس جميع المعلومات المتوفرة للجمهور سواء أكانت هذه المعلومات جيدة أو سيئة، و سواء أكانت تاريخية أو منشورة حديثا، و بما أن هذه المعلومات قد قررت مستويات الأسعار السائدة، فلا يمكن الاعتماد عليها بما ستكون عليه الأسعار مستقبلا لأنها قد استنفدت دورها في صياغتها للأسعار الجارية، و لأن الأسعار الجارية لن تتغير إلا إذا وصلت معلومات جديدة غير متوفرة حاليا، و بالتالي فلن يستطيع أي محلل أو مستثمر - من خلال الاعتماد على المعلومات العامة المتوفرة للجميع- أن يحقق أرباحا إضافية غير عادية.

و من هذا لمنطلق فإن أغلب الأبحاث تشير إلى أن المستوى الواقعي السائد في الأسواق المالية المتقدمة هو من النوع شبه القوي، و تركز اختبارات كفاءة الأسواق عند هذا المستوى على سرعة استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة و سرعة تحركها نحو نقطة توازن جديدة بين العرض و الطلب على الأسهم ذات العلاقة بعد نشر المعلومات، و كلما كانت سرعة الاستجابة و الحركة أكبر كلما كانت كفاءة السوق (عند المستوى شبه القوي) أكبر .

– المستوى القوي (Strong Form)

في هذا المستوى تعكس الأسعار السائدة في السوق المالي جميع أنواع المعلومات التاريخية، المنشورة، الخاصة أو أية معلومات أخرى غير منشورة و لكنها ذات علاقة

بأسعار الأوراق المالية، و بذلك فإن المستثمرين و الوسطاء الذين لهم علاقات وطيدة بالشركات و المؤسسات و المشاريع تجعلهم يحصلون على معلومات خاصة أو غير منشورة، لا يستطيعون الاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية عما يحققه أي من المتعاملين في السوق بمن فيهم الأطراف التي لا تتوفر على فرص الوصول إلى تلك المعلومات الخاصة، و ذلك لأن الأسعار السائدة في لحظة ما تعكس جميع المعلومات بما فيها تلك المعلومات الخاصة و بشكل مستمر و متلاحق.

في الواقع العملي فإن هذا المستوى من الكفاءة مستوى نظري بحت، و قد لا يحقق عمليا مطلقا، فالكثير من الدراسات التي أجريت لاختيار مدى وجود هذا المستوى عمليا كانت تركز على فئة متخذي القرار في الشركات و على مدى تمكنهم من تحقيق أرباح تفوق غيرهم من المستثمرين بسبب امتلاكهم للمعلومات الخاصة و كانت نتائج هذه الدراسات في معظم الأحيان تؤكد حصولهم على مثل هذه الأرباح.

III-7- الإطار التحليلي لفرضية السوق الكفء:

إن تحديد معدل العائد المتوقع E(R) يأخذ الصيغة:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m - R_f)]$$

حيث أن :

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع للورقة (أو المحفظة).

$E(R_m)$: معدل العائد المتوقع للسوق (محفظة السوق) مقاسة بأحد المؤشرات.

β_i: معامل المخاطرة (بيتا) للورقة (المحفظة).

R_f: معدل العائد خال المخاطر (و عمليا يصار إلى استخدام معدل العائد على السندات الحكومية معدلاً فرضيا خال من المخاطر في الولايات المتحدة مثلا، بينما يستخدم البعض الفائدة على الودائع أقل من سنة لأجل ذلك).

و يمكن حساب معامل المخاطر (β_i) كونه مساو للتباين المشترك (COV) ما بين عائد الورقة المالية (أو المحفظة) (R_i) مع عائد السوق (محفظة السوق) R_m مقسوما على تباين (var) عائد السوق:

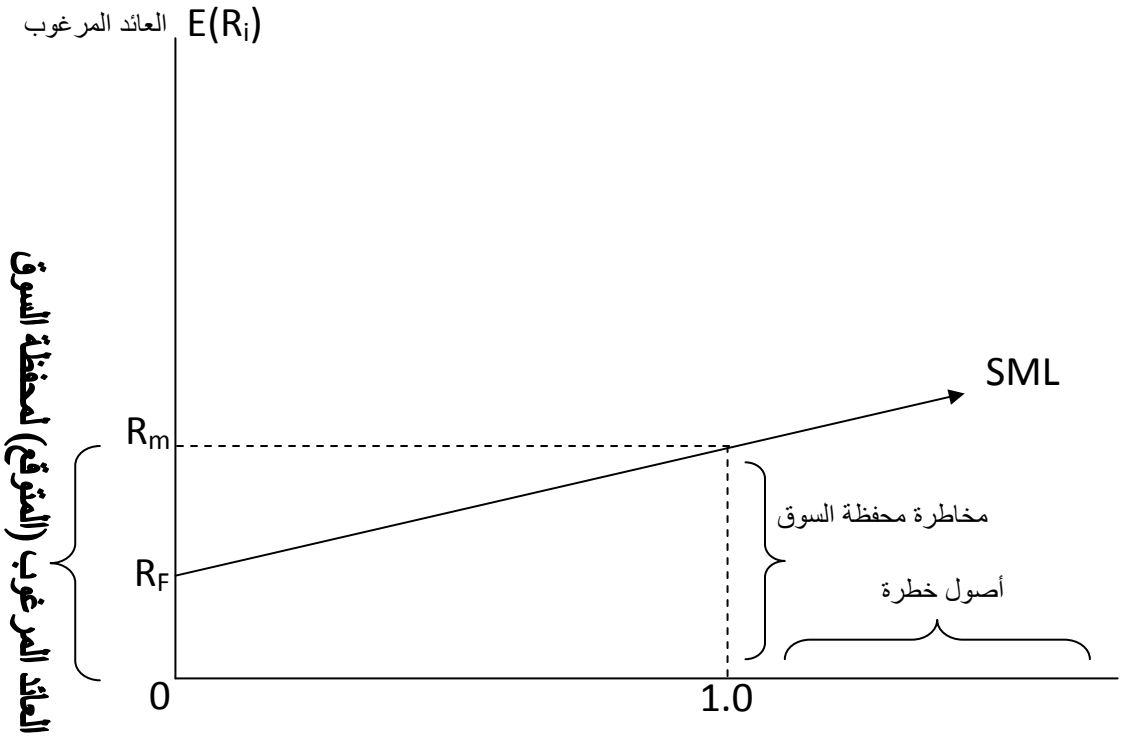
$$\beta_i = \frac{covR_iR_m}{varR_m}$$

علما بأن التباين المشترك ما بين عائد الأصل المالي وعائد السوق $(\mathrm{CovR_i.R_m})$ هو ناتج الارتباط ما بين عائدي الأصل المالي (سواء ورقة أو محفظة مالية) مضروباً بالانحراف المعياري لعائد الأصل σ_{i} والانحراف المعياري لعائد السوق σ_m.

ويقيس معامل β_i الخطر المنتظم (Systematic risk) والذي لا يمكن تجاوزه بالتنويع ويعكس المقدار $\beta_i\left[\left(R_m - R_f\right)\right]$ علاوة المخطارة المطلوبة مقابل الخطر الذي يواجهه المستثمر قبل أن يتخذ قرار الاستثمار بأصول مالية خطرة (سواء ورقة أو مجموعة) (مثل الأسهم أو السندات لمنشآت الأعمال) بدلاً من أصول خالية المخاطر (سندات الحكومة مثلاً)، وتمثل علاوة المخاطرة العائد السوقي المطلوب لوحدة المخاطرة التي يقبلها المستثمر للسوق ككل، مضروبة بالخطر الخاص بالورقة مقاساً بواسطة معامل (بيتا β_i) (علماً أن مخاطر السوق المتوسطة هي $\beta = 1$ العائد المتوقع للسوق R_m).

وتمثل معادلة حساب العائد السابقة بواسطة خط السوق للورقة (Security Market line (SML))، كما هو واضح في الشكل البياني والذي يساعد في الوصول إلى تحليل فرضية السوق الكفء (EMH). فانحراف العائد الفعلي (R_i) Actual Return مقارنة بالعائد المتوقع (المرغوب) $E(R)_i$ يؤدي إلى تحقيق معدل عائد سالب أو موجب يدعى العائد الاستثنائي$EX(R_i)$.

– الشكل (1-6): صورة تطبيقية لاستخدام فرضية السوق الكفء –



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (المؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص 279.

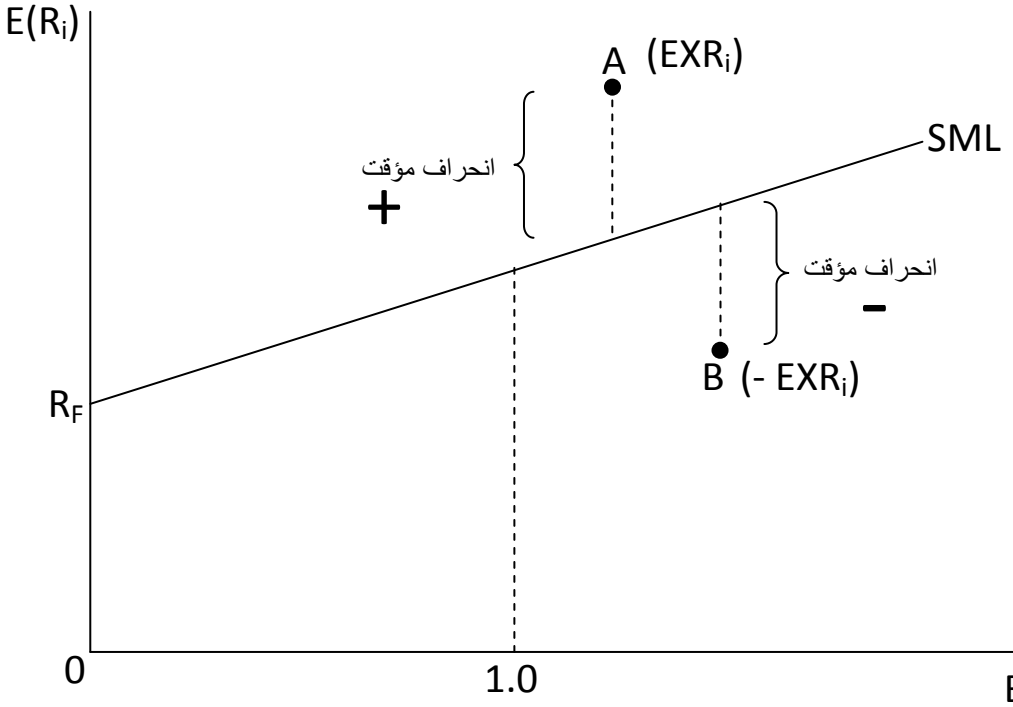
ويساعد الشكل (1-5) الذي يعكس صورة تطبيقية لاستخدام فرضية السوق الكفء في التحليل، فالورقة (A) تتضمن عائداً استثنائياً موجباً مؤقتاً Temporary بينما الورقة B تتضمن عائداً استثنائيا سالباً مؤقتاً، لذلك فإن العائد لجميع هذه الأوراق يقترب من SML، فإذا كانت فرضية السوق الكفء عاملة في السوق، فإن أي انحراف مؤقت للعائد الفعل $A(R_i)$ عن العائد المتوقع $E(R_i)$ يقع على طول خط السوق للورقة (SML) في نهاية الأمر.

فمثلاً الانحراف المؤقت الموجب والانحراف المؤقت السالب سينتهي بسرعة نتيجة رد فعل المستثمر لحالة التسعير المغالي به أو التسعير المنخفض (حيث يكون العائد الفعل أعلى من SML في حالة التسعير المغالي به ويكون العائد الفعلي دون (SML) عند التسعير المنخفض).

لذلك فإن الانحراف المؤقت يمثل إشارة واجبة التصحيح بالنسبة للمستثمر (وضع انعدام الكفاءة في السوق Inefficiency الذي لا يتسق مع عمل فرضية السوق الكفء، بإعادة البيع أو الشراء للأوراق المالية لمحفظته وعودة إلى SML.

إن ما سبق يعد صحيحاً في ظل فرضية السوق الكفء، فالمستثمرون المشاركين في سوق الأوراق المالية والذين يتبعون سلوكاً عقلانياً في قراراتهم يستخدمون جميع المعلومات المتاحة لأسعار الأوراق المالية وفي الأوقات جميعاً، والأوراق تعكس في النهاية ومن خلال أسعارها المعلومات المتاحة في البورصة في حالة الكفاءة، ولا يمكن بقاء الانحرافات الوقتية للعائد مستمراً لمدة طويلة.

– الشكل (1-7): تعديل التقويم السوقي للأوراق المالية في ظل فرضية السوق الكفء –



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (المؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص 280.

و حتى عندما تصل للسوق معلومات جديدة، فإن التقويم السوقي (السعر) للأوراق و المحافظ سيتغير، و استنادا إلى إطار و محتوى فرضية السوق الكفء، فإن المستثمرين

سيضعون هذه المعلومات الجديدة في الحسبان لتحديد أي فرصة مربحة جديدة و من خلال رفع سعر بعض الأصول و خفض الأخرى.

و لكن في الوقت نفسه فإن أسعار الأصول المالية تستجيب للمعلومات الجديدة و هذه الأخيرة غير مؤكدة التحقيق، و بالتالي فإن أسعار الأصول لا يمكن التنبؤ بها بشكل متسق، لأنه في حالة القدرة على التنبؤ المتسق بقيم الأصول فإنه دليل على عدم كفاءة السوق حيث لا ينتفع الكامل من المعلومات.

إن المساهمة الرئيسية التي عكستها فرضية السوق الكفء، في فهم و تحليل أسواق الأوراق المالية هي الأشارة إلى أن الأسعار الجارية للأصول المالية (أوراق و محافظ) تمثل الاستخدام الأمثل للمعلومات المتاحة، و أن سعر أي أصل يتحدد من خلال قوى الطلب و العرض في السوق، إذن سعر الأصل المالي الجاري Current Market Price هو أفضل تقدير Best Estimate للقيمة الأساس[1] المتوقعة لذلك الأصل، و بالتالي فإن قيمة الأصل Fundamental سوف تتغير مع تغير حالة السوق، و في إطار فرضية السوق الكفء، فإن سعر الورقة المالية سوف يشتمل على المعلومات المتاحة جميعا، و المرتبطة بقيمة الورقة متضمنة المعلومات الحالية و التاريخية.

III-8- كفاءة الأسواق المالية و مشكلة عدم تناظر المعلومات:

السؤال الذي يطرح نفسه في دراسة علاقة نوعية المعلومة المتوفرة بكفاءة الأسواق المالية هو ماذا يمكن أن يحدث إذا كانت المعلومات المطلوبة حول القيمة الحقيقية للأصول المالية غير متيسرة بسهولة و بدون تكلفة تذكر؟ أو بعبارة أخرى ماذا يحدث إذا كانت بعض المعلومات المهمة المرتبطة باتخاذ القرارات الاستثمارية موزعة بشكل غير متناظر (غير متماثل) ؟ إذا فهناك بؤراً (Pockets) معلوماتية غير متسقة (متناظرة) في السوق المالي.

فالمعلومات غير المتناظرة تؤشر إلى وجود تشوهات في السوق تؤثر على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة و الصحيحة خاصة فيما يتعلق بتقدير القيمة المحورية

[1] يقصد بها القيمة الحقيقة (الحالية، المحورية).

للأصول المالية، و مثل هذه الأوضاع يستفيد منها المحظيون (Insiders) الذين يستطيعون استغلال معلوماتهم الخاصة في تحقيق أرباح غير عادية.

من المؤكد أن عدم التناظر في المعلومات المتوفرة للمستثمرين ينعكس في عدم تجانس التوقعات للبائعين و المستثمرين للأصول المالية، و هي حالة تؤدي إلى اختلاف تقديرات المخاطرة و العائد، و في ظل ذلك لابد من الوصول إلى تراض ما بين المشتري و البائع وفق تصوراته التي تعكس حالة اللاتناظر، و هو ما يحدث في معظم الحالات، كذلك يرافق التوزيع اللامتناظر للمعلومات حالة التباين في نوعية و كمية المعلومات بصورة تنعكس في قرارات الأطراف المتعاقدة.

لذلك يقود مشكل عدم تناظر المعلومات (سواء في النوع أو الكم) إلى سوق غير كفء في الأمد القصير، و هو ما يمكن تقليل أثره في الأمد الطويل.

و عموما فإن وجهة نظر مؤيدي مشكل عدم تناظر المعلومات في السوق لا ترفض فرضية السوق الكفء في شكلها الضعيف وشبه القوي، مع الإشارة إلى أنه في حالة عدم التناظر القوي فإن الآثار الناجمة تكون وخيمة على السوق و قد تؤدي إلى الانهيار (Collaps)

خاتمة :

تحتل الأسواق المالية دورا بارزا ومهما في تمويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، فهي تمثل فرصا استثمارية ممتازة وعاملا هاما في جذب رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية، كما أنها تؤدي وظائف مهمة جدا، من أهمها تنويع مصادر التمويل والاستثمار وإدارة السيولة في الاقتصاديات المعتمدة على السوق الحرة في إدارة وتخصيص موردها الاقتصادية، وبوصفها آلية مهمة للتوسط بين أصحاب العجز والفائض المالي من خلال الأدوات المالية، فإنها تتمتع بدرجة عالية في التنظيم والتأطير سواء على الجانب التنظيمي أو القانوني بما يضمن تحقيق وظائفها بصورة متناسقة مع أهداف السياسات الكلية الهادفة لتحقيق النمو الاقتصادي في ظل الاستقرار و التوازن،لكن في المقابل فإن الاستثمار في الأوراق المالية - والتعامل في الأسواق المالية عموما- يعتمد بالدرجة الأولى على البيانات والمعلومات المتوفرة بشأن الأوراق المالية المتداولة ،إذ أن العنصر الأساسي في تحديد أسعارها يكون من خلال توفر المعلومات ومدى مصداقيتها ودقتها، لذلك فإن عدم توفرها أو نقصها أو عدم تكافئ فرص الحصول عليها سيؤثر تأثيرا كبيرا على قرارات المتعاملين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، و أن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات سيؤدي إلى عدم كفاءة السوق المالي .

إن امتلاك طرف من المتعاملين لبعض البيانات والمعلومات عن الأوراق المتداولة وحجبها عن الأطراف الأخرى يخلق فجوة من شأنها أن تؤدي إلى آثار تنعكس بدورها على مقدار الأرباح التي يحققها طرف على حساب طرف وتدفع بالجهة التي تشعر بعدم تحقيق عدالة الحصول على البيانات والمعلومات إلى اتخاذ قرار الامتناع عن التعامل في هذا السوق، مما يؤدي إلى تخفيض عمليات التداول والتأثير على سمعة السوق وبالتالي تناقص عدد المتعاملين، وسيولد ذلك انخفاضا في سيولة السوق، كما يؤدي إلى انتشار ظاهرة المضاربة وخلق أسعار بعض الشركات في السوق لا تعبر عن القيمة الحقيقية لهذه الشركات، مما يساهم في تحقيق أرباح غير اعتيادية لبعض المستثمرين، تنعكس بدورها على سمعة السوق وقد تؤدي إلى فشله باعتباره سوقا غير كفء.

الفصل الثاني :

مشكلة عدم تناظر المعلومات

مقدمة :

بدأت أولى دراسات المشاكل المتعلقة بعدم تناظر المعلومات منذ مطلع السبعينات وخلال الثمانينات طبقت في دراسة العلاقات المالية، و لم تكتف بجلب اهتمام عدد كبير من الباحثين و المهتمين، بل أصبحت إحدى أهم الركائز في دراسة الأسواق المالية – ثم لاحقا في دراسات المالية السلوكية- حيث حازت الدراسات النظرية و التطبيقية حولها على كثير من التقدير و الاهتمام توج بجائزة نوبل للاقتصاد سنة 2001 نتيجة أعمال كل من: George Akerlof ، Michael Spence ، Joseph Stiglitz. تظهر مشكلة عدم تناظر المعلومات بشكل عام إذا قام أحد طرفي صفقة ما بإخفاء معلومات تخص الصفقة عن الطرف الآخر، أما في الأسواق المالية فتنشأ هذه الظاهرة في حالة قصور معلومات المقرض عن الوضعية الحقيقية للمقترض وينعكس ذلك إما في شكل قيامه باختيار عكسي (adverse selection) للطرف الذي يرغب في تمويله، أو يتعرض للمخاطر المعنوية أو ما يسمى أيضا بمشاكل سوء النية (moral hazard) و كلا المشكلين يحد من التشغيل الكفء للأسواق المالية في تحويل الموارد التمويلية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي، مما يقلل من حجم الموارد المالية المعروضة في السوق بما يخلق وضعا ترتفع فيه تكلفة التمويل بطريقة غير مبررة اقتصاديا كما يحرم أيضا صغار المدخرين من استثمار مواردهم في أصول مالية فتظل هذه الموارد عاطلة رغم وجود من يطلبها فيضيق نطاق الأسواق المالية و ينعكس ذلك بالتأكيد على التوازن العام للاقتصاد.بناء على ما تقدم فإن مشكلة عدم تناظر المعلومات تؤثر تأثيرا كبيرا على الأسواق المالية من جهة، كما أنها تؤثر من جهة أخرى على الهيكل التمويلي للمشاريع، و هذا ما سنحاول الوقوف عليه من خلال:

I - مدخل عام لمشكلة عدم تناظر المعلومات

II - مشكلة عدم تناظر المعلومات في الأسواق المالية

III - مشكلة عدم تناظر المعلومات و الحوكمة المالية.

I - مدخل عام لمشكلة عدم تناظر المعلومات

I -1- مفهوم مشكلة عدم تناظر المعلومات.

تنطلق نظرية التوازن العام (la théorie de l'équilibre général) من كون السلع كلها متجانسة، و أن الأسعار تتحدد وفقا لدالتي العرض و الطلب، لكن هذا التحليل ليس صحيحا في كل الأحوال، ففي بعض الأحيان تكون نوعية أو جودة سلعة ما غير معلومة لأحد الطرفين[1]، و قد أسهم GEORGE AKERLOF[2] من خلال مقالته الأساسية

(L'article fondateur1970) في توضيح تأثير النوعية أو الجودة على السعر من خلال المثال الشهير حول سوق السيارات المستعملة (Le marché de LEMONS)[3].

يفترض AKERLOF وجود 100 بائع و 100 مشتر في سوق لبيع السيارات المستعملة و للتبسيط يفترض وجود50 سيارة جيدة و 50 سيارة رديئة، ووحدهم البائعون هم من يعلمون نوعية سياراتهم.

يطلب أصحاب السيارات الرديئة سعرا يتراوح بين1000و1200دولارا، بينما يطلب أصحاب السيارات الجيدة سعرا يتراوح بين 2000و 2400دولارا.

إذا أمكن التفرقة بين نوعية السيارات بالملاحظة فإن الأمر لا يطرح مشكلة، و سوف يبيع أصحاب السيارات الرديئة سياراتهم بأسعار تتراوح بين1000 و1200 دولارا ويبيع أصحاب السيارات الجيدة سياراتهم بأسعار تتراوح بين2000و2400 دولارا. لكن ماذا لو تعذرت التفرقة بين نوعية السيارات؟

---

[1] Magloire Lanha, Résolution des problèmes d'information en micro finance, Centre d'étude, de Formation et de Recherche en Développement, Bénin, Avril2001, p05.

[2] أول من أشار إلى التشوهات التي تنتج عن الصفقات التي تتم في ظل عدم تناظر المعلومات من خلال مقاله:
" The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism"Quarterly Journal of Economics, 84, 1970, p488-500.
و قد نال على هذا العمل رفقة Joseph Stiglitz وMichael Spence جائزة نوبل للاقتصاد سنة2001.

[3] يستعمل مصطلح LEMONS في اللغة الإنجليزية للإشارة إلى السيارات ذات النوعية الرديئة.

في هذه الحالة فإن المشترين سوف يقومون بتوقع قيمة كل سيارة و مادام احتمال كون السيارة جيدة يساوي احتمال كونها رديئة، فإن المشترين مستعدون لدفع الثمن:1/2×1200+1/2×2400=1800.

وفقا لهذا السعر فإن أصحاب السيارات الجيدة سوف يحجمون عن بيع سياراتهم و يقصون من السوق، و يحصل المشترون على سيارات رديئة و بأسعار أعلى من الأسعار الحقيقية.

إن التشوه الذي أدى إلى هذه الوضعية هو ما يمكن أن نطلق عليه مشكلة عدم تناظر المعلومات،و هي الحالة التي يمتلك فيها أحد الطرفين لكل المعلومات المتعلقة بالصفقة على حساب الطرف الآخر، وبدون تكلفة،مما يؤدي إلى اتخاذ قرارت اقتصادية غير سليمة[1].

تصب هذه المشكلة في قلب النظرية المالية الحديثة و تبرز بشكل خاص في ميدان اقتصاديات التأمين (العقد مابين المؤِّمن و المؤَّمن)، الأسواق المالية(من خلال القيمة الاسمية و القيمة الحقيقية للأوراق المالية)، اقتصاديات البنوك (العلاقة ما بين المقرض و المقترض).

I -2- أنواع المعلومات والأخطار المرتبطة بها.

قد تحمل المعلومة الاقتصادية قدرا متفاوتا من درجة عدم التأكد(L'incertitude)- يساهم في ذلك مجموعة من العوامل المختلفة- و عليه يمكن القول أن:" معلومة معقدة هي معلومة تنطوي على درجة هامة من عدم التأكد" و يمكن تقسيمها بحسب درجة تعقيدها إلى ما يلي[2]:

[1] Marc Montousse, présentation des nouvelles théories économiques, stage figaniers-21-22 mars2005, p07.
[2] Jacques De Bandt , Geneviève Gourdet , Immatériel (nouveaux concepts) , ECONOMICA , Paris , 2001.p113-114.

I -2-1- المعطيات(Les données) :

تلخص و تختصر بشكل يسهل فهمه من طرف مستقبل المعلومة، مثلا يشكل الإصبع المرفوع وفق وضعية معينة في البورصة إشارة مفهومة لمستقبل الإشارة و تترجم في حينها و بدون غموض. لكن ما يجب التأكيد عليه هنا أن الإشارة ليس لها معنى إلا إذا كانت ضمن نظام معلومات خاص(إشارة الإصبع المرفوع ليس لها أي معنى خارج نطاق النظام المعمول به في البورصة، إذ أن معناها في البورصة يختلف عن معناها في صف الدراسة).

I -2-2- المعلومة-المشكلة (L'information- problème):

يمكن تعريفها على أنها إجابة غير أكيدة على سؤال معروف، أي على الرغم من وضوح السؤال فإن الإجابة تحمل خطرا في كونها غير صحيحة(مثلا يجرب مصلح السيارات كل الاحتمالات التي يراها سببا في العطب إلى أن يصل إلى الإجابة الصحيحة، و عندها تتحول المعلومة-المشكلة إلى معطى(une donnée).

عادة ما ترتبط المعلومة-المشكلة بالأسئلة التي لا تقتضي إجابات مغلقة (réponse fermée) و مع ذلك فإن الخطر الذي ينتج عنها قابل للتقييم(في أغلب الأحيان عن طريق قواعد الاحتمالات، أو عن طريق وضع نظام إجراءات مسبق لتحليل هذا النوع من المعلومات).

I -2-3- المعلومة-المعقدة(L'information-complexe):

يمكن تعريفها على أنها إجابة غير أكيدة على سؤال مفتوح، تنطوي على درجة كبيرة من عدم التأكد، غير قابلة للتقييم، و لا تتطلب استعمال نظام موجود مسبقا من أجل تحليلها و الاستفادة منها، بل تتطلب القدرة على إيجاد النظام المناسب لها، و عادة ما تتميز بوجود عدد كبير من المتغيرات و العلاقات المتعددة و المعقدة بشكل يجعل المعلومة ذات مفاهيم متغيرة.

I-3 المشاكل المرتبطة بمشكل عدم تناظر المعلومات:

ترتبط مشكلة عدم تناظر المعلومات بمجموعة من المشاكل، لكن قبل التطرق إليها نفترض وجود أطراف يرغبون في جمع أموال لتمويل مشاريعهم ولا يملكون التمويل اللازم* تبرز هذا المشاكل بما يلي[1] :

I-3-1 مشكلة الاختيار العكسي Adverse selection

لفهم هذه المشكلة نفترض أن كل مستثمر (مقترض) يسعى لتمويل مشروع واحد ولتبسيط الصورة نفترض أيضاً أن تكلفة المشروع متساوية (K) وتمويلها يعتمد بصفة كلية على الحصول على قرض وبطبيعة الحال فإن مردودية (R) كل مشروع متغير عشوائي، ففي حالة كون التوزيع الاحتمالي للمردودية مختلف بين المشاريع ووحده المستثمر يعلم أي توزيع تخضع له مردودية مشروعه فإن المقرض قد يواجه مشكلة الاختيار العكسي نتيجة عدم امتلاكه المعلومات حول مردودية المشاريع الممولة وقد يختار المشاريع السيئة، يصطلح على هذا المشكل أنه مشكل سابق للتعاقد Problem of ex-ante asymmetric information طالما أن المشكل موجود قبل التعاقد.

تنشأ هذه الحالة في العديد من الأسواق، مثلاً بالنسبة لمؤسسات التأمين ترغب في تأمين السائقين الجيدين، لكن لا تستطيع التفرقة بين نوعية السائقين المؤمنين.

I-3-2 مشكلة سوء النية Morad hazard (التصرفات الخفية)

يستطيع المقترض- بعد حصوله على القرض- أن يستثمر في عدة مشاريع، وهذه المشاريع تختلف من حيث المردودية باعتبارها تخضع لقوانين توزيع احتمالية مختلفة، يواجه المقرض خطر سوء النية من طرف المقترض إذا لم يكن باستطاعته معرفة وجهة القرض الذي منحه للمقترض وفي أي المشاريع تم استخدامه.

* هذا الافتراض شرط أساسي عند دراسة المشاكل المرتبطة بعدم تناظر المعلومات.

[1] Brain Hillier, The economics of asymmetic information, Edition pal grave macmillan, 1997, p p3-5.

يصطلح على هذا المشكل أنه مشكل لاحق للتعاقد problem of ex-post asymmetric information طالما أنه يظهر بعد التعاقد.

تنشأ هذه الحالة في العديد من الأسواق، مثلاً شركة توظيف تشغل عمالاً لكن لا تستطيع التفرقة بين مستوى الجهد الذي سيقدمه كل منهم.

I-3-3 مشكل تكاليف المراقبة The costly state verification problem

لفهم هذه المشكلة نعتبر الآن أن مردودية المشاريع(R) مستقلة وتخضع لنفس قوانين التوزيع الاحتمالية، وبالنسبة لمختلف المستثمرين وفي الوقت نفسه معروفة من طرف المقرض فضلا عن أن المقرض بإمكانه التأكد من وجهة القرض وبالتالي فإن المقرض لا يواجه مشكلتي الاختيار العكسي وسوء النية. كما سوف نفترض أن مردودية المشروع ملاحظة فقط من طرف المستثمر، مما يعطيه الدافع لعدم التصريح بحقيقة مردودية مشروعه، هنا لابد للمقرض من أن يتحمل تكاليف لمراقبة مردودية المشروع في صورة إرسال مراقبين ومدققين لمؤسسة المستثمر.

يصطلح على هذا المشكل– على غرار مشكل سوء النية- بأنه مشكل لاحق للتعاقد ex-post على أساس أنه ينشأ أيضاً بعد التعاقد.

I-3-4 مشكل الوكالة The agency problem

تعتبر نظرية الوكالة تعبيراً للعلاقة التعاقدية بين طرفين، الأصيل (Principal) والوكيل (Agent) وتفترض أن الطرف الأكثر معرفة بظروف الشركة والعمل هو الوكيل، حيث أنه يملك أكثر معلومات عن أوضاع الشركة، كما تفترض اتصاف الطرفين بالرشد الاقتصادي وبالتالي فإن تصرفات الوكيل سوف تنصب بالأساس نحو تحقيق مصالحه الخاصة بما يؤدي إلى جملة من المشاكل بينه و بين الأصيل نتيجة تعارض مصالح الإدارة (الوكيل) مع مصالح المساهمين (الأصيل) طالما أن كل طرف يبحث عن تعظيم منفعته المتوقعة.

II- مشكلة عدم تناظر المعلومات في الأسواق المالية:

من الأهداف الرئيسية للسياسية المالية لأي مؤسسة ضمان تمويل أنشطتها بأفضل الشروط الممكنة، بمعنى الحصول على التمويل اللازم بأقل التكاليف، و بغرض تسهيل و صولها لمصادر التمويل المتاحة، يتوجب عليها اكتساب ثقة تلك المصادر بما يعزز الثقة في المحيط التمويلي الذي تتعامل فيه[1].

II-1 الخصائص الاقتصادية للعقود المالية :

من أجل فهم تأثير مشكلة عدم تناظر المعلومات على الأسواق المالية نحتاج أولاً لفهم العلاقة بين المقرضين والمقترضين على مستوى الأسواق المالية، حيث لا يتم كتابة العقد المالي بين المقرض والمقترض إلا إذا كان الربح المتوقع لكل طرف أكبر أو على الأقل مساو لأحسن عقد بديل، وهذا ما يعرف بالرشد الاقتصادي، وسوف نستعين بالمثال الآتي لشرح هذه الفكرة.

نفترض وجود مشروع منتج واحد فقط باستثمار أولي I مقداره 100 $ وبعد سنة يكون التدفق النقدي $CF_s = 300\$$ في حالة نجاح المشروع أو $CF_f = 0\$$ في حالة فشل المشروع، ونفترض أن احتمال النجاح $\alpha_s = 0,7$ بينما احتمال الفشل $\alpha_f = 0,3$.

القيمة المتوقعة للمشروع EV تساوي

$$EV = \alpha_s CF_s + \alpha_f CF_f$$

$$= 0,7 \times 300\$ + 0,3 \times 0\$$$

$$= 210\$$$

هل هذا المشروع يحقق شروط كتابة العقد المالي بين الطرفين؟

[1] Jean François Gajewski, friction et asymétrie d'information sur les marchés d'action, Edition Economica, Paris, 2000, p11.

للإجابة على هذا التساؤل نحتاج للمزيد من المعلومات، ولنفترض بداية أن الاستثمار الأولي 100$ و العائد المطلوب 10%، هذا يشير إلى أن المقرض الذي يمول المشروع إذا كان باستطاعة هذه القيمة أن تحقق له 10% من خلال استثمارها مثلاً في سندات حكومية أو مجرد إيداعها كوديعة جارية* ليس بإمكانه الإقراض بأقل من معدل فائدة مساوية 10%.

ولأن المشروع يحمل درجة مخاطرة معينة فإنه وفي حالة الفشل ($CF_f = 0\$$) فإن معدل الفائدة الذي يسمح للمقرض بتحقيق الفرصة البديلة $(1 + r)L$ هو :

$$(1 + r)L = \alpha_s(1 + r_L)L + \alpha_f CF_f$$

$$(1 + r)L = \alpha_s(1 + r_L)L$$

$$(1 + r_L) = \frac{(1 + r)}{\alpha_s}$$

وبالعودة للمثال السابق فإن

$$r_L = \frac{(1 + 0{,}1)}{0{,}7} - 1 = 0{,}57$$

متى كان $CF_f < (1 + r)L$ فإن معدل الفائدة على القرض سيكون أكبر من العائد المطلوب في الاستثمار $r_L > r$ وبالتالي فهذا يلبي رغبة المقرض وسيقبل بالعقد.
والآن ماذا عن المقترض ؟

المشروع سيكون مقبولاً من طرف المقترض بقدر ما أنتج من عوائد فوق المبلغ المستثمر وسيكون ربحه المتوقع كالتالي

$$E\pi = \alpha_s[CF_s - (1 + r_L)L]$$

$$E\pi = 0{,}7[300\$ - (1 + 0{,}57)100\$]$$

* يجب التنبه إلى أن ذلك يتم بدون مخاطرة.

$$E\pi = 100$$

يتضح أن المشروع يلبي رغبات كل من المقترض والمقرض وبالتالي فإنه ستتم كتابة العقد المالي بين الطرفين.

من البديهي أن يتوقع كل من المقرض والمقترض ربحهما، لأن العقود المالية تجري في ظل عدم التأكد، القيمة الحالية للمشروع ستكون إما 300$ أو 0$ وليس القيمة المتوقعة 210$. عدم التأكد يعني ربط أي نتيجة ممكنة باحتمال معين بشكل مسبق من أجل اتخاذ قرار حول كتابة العقد من عدمه، وعلى الرغم من أن هذا قد يبدو متناقضاً إلا أن المقرض و المقترض يهتمان بالنتائج المتوقعة وليس بالنتائج الفعلية.

حتى الآن أهملنا عامل الخطر (risk neutral) والمقرض لا يميز بين دخل مضمون قيمته 110$ (في حالة الاستثمار في سندات الخزانة أو الإيداع لأجل) ودخل غير مضمون قيمته إما 157$ أو 0$ بدخل متوقع قيمته 110$ وبالمثل فإن المقترض قد يحصل على 143$ أو 0$ بدخل متوقع قيمته 100$. على العكس من تحليلنا إلى غاية الآن فإن الأفراد يواجهون في الحقيقة عامل الخطر مما يجعلهم يفضلون الدخل المضمون على الدخل غير المضمون. والأفراد المخاطرون لا يقدمون على العقود ذات المخاطرة إلا إذا تم تغطية ذلك الخطر بعلاوة مخاطرة وحينها لا يميز بين دخل مضمون قيمته 110$ ودخل غير مضمون قيمته 120$ إلا إذا كانت علاوة تغطية الخطر مساوية ل 10$.

على الرغم من الإشارة إلى عامل الخطر الذي لا يمكن إغفاله في تحليلنا إلا أننا سنقوم بإهماله في بقية التحليل، إذ أن شرح فكرة عدم تناظر المعلومات ممكنة تماماً حتى من خلال إهمال الخطر الذي من شأنه أن يصعب عملية التحليل دون أن يضيف شيئاً مهماً في شرح فكرة عدم تناظر المعلومات في العقود المالية.

لإظهار مشكل عدم تناظر المعلومات من خلال المثال السابق نفترض الآن:

- أن المقترض يعلم بأن نسبة نجاح المشروع فقط 70% ويصرح للمقرض بـ 90%.
- المقترض ليس بإمكانه التحقق من المعلومات التي صرح بها المقترض.

بناءً على هذه المعلومات فإن المقرض سيقرض بمعدل فائدة $r_L = 22,2\%$

$$r_L = \frac{(1+0,1)}{0,9} - 1 = 0,222$$

في حين سيرتفع الربح المتوقع للمقترض كما يلي :

$$E\pi = 0,7(300\$ - 1,222 \times 100\$) = 124,5\$ > 100\$$$

وينخفض الدخل المتوقع للمقرض كما يلي :

$$EI = 0,7(1,222 \times 100\$) = 85,5\$ < 110\$$$

يمكن استنتاج نتائج مهمة من خلال إعادة النظر في المشكل الحاصل ولنكتب من جديد :

- الربح المتوقع للمقترض :

$$E\pi = \alpha_s[CF_s - (1+r_L)L]$$
$$E\pi = \alpha_s CF_s - \alpha_s(1+r_L)L$$
$$E\pi = EV - \alpha_s(1+r_L)L$$

- الدخل المتوقع للمقرض

$$EI = \alpha_s(1+r_L)L$$

تكشف الصيغتان عن الصراع المحتمل بين مصالح كل من المقرض والمقترض حيث أن

$$EV = E\pi + EI$$

العقد يبين كيف تتوزع التدفقات النقدية للمشروع بين المقرض والمقترض إذا كان بإمكان المقترض أن يكتم الخطر الحقيقي للمشروع ويصرح للمقرض بنسبة نجاح أكبر من النسبة الحقيقية $\alpha'_s > \alpha_s$ (في مثالنا $0,9 > 0,7$) فإنه سوف يحصل على الجزء الأكبر من القيمة المتوقعة ويصبح ربحه المتوقع كالتالي :

$$E\pi = \alpha_s[CF_s - (1 + r_L)L]$$

$$E\pi = \alpha_s\left[CF_s - \frac{(1 + r_L)}{\alpha'_s}L\right]$$

$$E\pi = \alpha_s CF_s - \frac{\alpha_s}{\alpha'_s}(1 + r_L)L$$

$$E\pi = EV - \frac{\alpha_s}{\alpha'_s}(1 + r_L)L$$

تعتبر النسبة $\frac{\alpha_s}{\alpha'_s}$ مؤشراً جيداً لقياس درجة عدم تناظر المعلومات وأي انخفاض فيها يعود بالفائدة على المقترض وذلك على حساب المقرض وذلك بسبب استغلال المقترض معلومات لا يحوزها المقرض ونتيجة إخفائها عليه.

II-2 أشكال (صيغ) مشكلة عدم تناظر المعلومات :

تبرز مشكلة عدم تناظر المعلومات في الأسواق المالية في أحد الأشكال التالية : اختيار عكسي، سوء النية أو تكلفة المراقبة، سنقف على كل صيغة على حدى، مع العلم أنها - عملياً- قد تحصل مجتمعة[1].

II-2-1 صيغة الاختيار العكسي :

للوقوف على أثر الاختيار العكسي على العلاقة بين المقرض والمقترض نفترض ما يلي:

- هناك مشروعان منتجان A و B بالخصائص المشار إليها في الجدول التالي :

[1] Ricardo N bebczuk asymmetric information in financial markets, introduction and applications, university press, Cambridge, 2003, p 7.

المشروع	الإستثمار الأولي	التدفقات النقدية
A	I	CF_{as} باحتمال $\alpha_{a,s}$ أو 0 باحتمال $\alpha_{a,f}$
B	I	CF_{bs} باحتمال $\alpha_{b,s}$ أو 0 باحتمال $\alpha_{b,f}$

I : الاستثمار الأولي الممول كلياً بقرض L.

CF_s : التدفق النقدي في حالة نجاح المشروع.

CF_f : التدفق النقدي في حالية فشل المشروع.

α_s : احتمال نجاح المشروع.

α_f : احتمال فشل المشروع.

ولنفترض أن المشروعين لهما نفس القيمة المتوقعة EV

$$EV_a = EV = \alpha_{a,s} CF_{a,s}$$

$$EV_b = EV = \alpha_{b,s} CF_{b,s}$$

وأن $CF_{b,s} > CF_{a,s}$ ولنفترض أيضاً أن $\alpha_{a,s} > \alpha_{b,s}$

في حالة عدم وجود مشكلة عدم تناظر المعلومات فإن المقرض سوف يحمل المقترضين معدلي فائدة مختلفين :

$$(1 + r_{L,a}) = \frac{(1 + \mathrm{r})}{\alpha_{\mathrm{a,s}}}$$

$$(1 + r_{L,b}) = \frac{(1 + \mathrm{r})}{\alpha_{\mathrm{b,s}}}$$

هذا يعني أن البنك يحمل المشروع الأكثر مخاطرة معدل فائدة أكبر طالما أن الربح المتوقع من المشروعين متساوٍ $E\pi_a = E\pi_b$

$$E\pi_a = EV - \alpha_{a,s}(1 \times r_{L,a})L = EV - (1+r)L$$

$$E\pi_b = EV - \alpha_{b,s}(1 \times r_{L,b})L = EV - (1+r)L$$

المقرض سوف يحصل على $(1+r)L$ في كلا الحالتين، معدل الفائدة المرتفع المطبق على المشروع B سوف يغطى بدفعات أكبر من طرف المشروع B وفي النهاية سيدفع المشروعات نفس الدفعات المتوقعة كما يلي

$$\alpha_{a,s}(1+r_{L,\alpha}) = \alpha_{a,s}\frac{(1+r)}{\alpha_{a,s}} = \alpha_{b,s}(1+r_{L,b}) = \alpha_{b,s}\frac{(1+r)}{\alpha_{b,s}}$$

$$= 1 + r$$

من الجدير بالملاحظة أنه عندما لا تعرف المخاطر المحيطة بتسديد القرض فإنه لا يمكن التأكد من الصعوبات التي تعترض المشروع، بمجرد مقارنة معدلات الفائدة على المشاريع.

الأمر سوف يختلف إذا واجه المقرض مشكلة الاختيار العكسي، حيث أن صاحب المشروع B سيكون عنده الدافع لإخفاء بعض المعلومات حتى يظهر في مثل وضعية صاحب المشروع A للحصول على نفس معدل الفائدة المنخفض وعندها سوف لن يستطيع المقرض التفرقة بين المشاريع الجيدة والمشاريع السيئة.

كون المقرض متأكد من وجود مشاريع جيده من النوع A و أخرى سيئة (من النوع B) فإنه متأكد من أن احتمال اختيار مشروع جيد هو P_a واحتمال اختيار مشروع سيء هو P_b (علماً أن $P_a + P_b = 1$).

على افتراض أن كل أصحاب المشاريع يسعون للظهور بمواصفات المشروع من النوع A وأن المقرض ليس بإمكانه التأكد من ذلك فإن الأخير سيستعمل الاحتمالين

P_a، P_b لعرض معدل فائدة على النوعين من المشاريع ليضمن استرداد دفعات القرض كما يلي :

$$(1+r) = P_a\left[\alpha_{a,s}(1+r_L)\right] + P_b\left[\alpha_{b,s}(1+r_L)\right]$$

$$(1+r) = \left[P_a\alpha_{a,s} + P_b\alpha_{b,s}\right](1+r_L)$$

$$(1+r_L) = \frac{(1+r)}{P_s}$$

حيث أن $P_s = P_a\alpha_{a,s} + P_b\alpha_{b,s}$ يعبر عن الاحتمال المرجح لنجاح المشروع المتوقع من طرف المقرض على أنه $\alpha_{a,s} > P_s > \alpha_{b,s}$

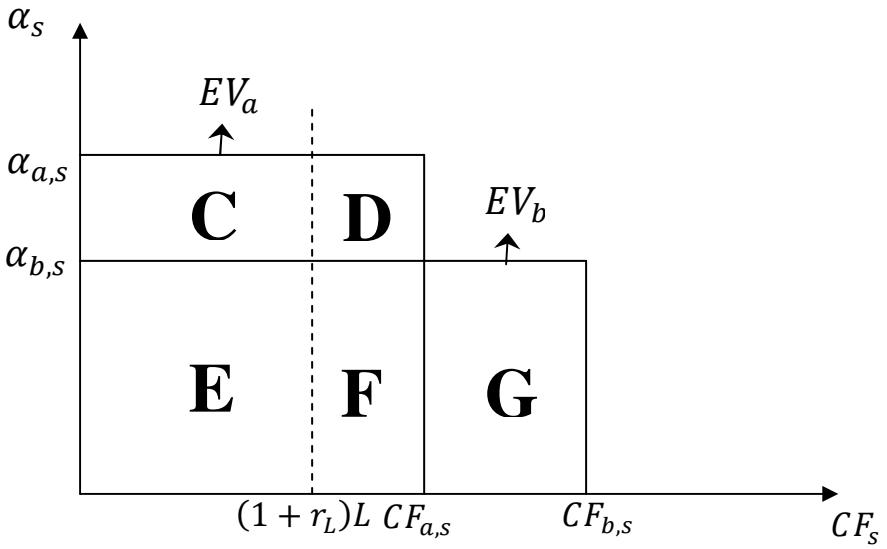
يعبر معدل الفائدة الجديد القيمة المتوسطة بين المعدلين السابقين السائدين في ظل غياب مشكلة عدم تناظر المعلومات

$$r_{L,b} > r_L > r_{L,a}$$

تحت هذه الظروف نجحت إستراتيجية أصحاب المشاريع من النوع B في تخفيض تكلفة تمويلهم وفي تحقيق أرباح إضافية على حساب أصحاب المشاريع من النوع A الذين ارتفعت تكلفة تمويل مشاريعهم وتقلصت أرباحهم الفعلية مما قد يهدد بامتناعهم أصلاً عن الاقتراض.

وسوف يقترض فقط أصحاب المشاريع من النوع B، وبالتالي فإن المقرض سوف يقع في مشكلة الاختيار العكسي حيث يميل نحو إقراض المشاريع السيئة وإقصاء المشاريع الجيدة، والشكل (2-1) يوضح هذه المشكلة

- الشكل (2-1): توزيع القيمة المتوقعة في ظل مشكلة الاختيار العكسي-



Source : Ricardo N bebczuk, asymmetric information in financial markets, introduction and applications, university press, Cambridge, 2003 p 09.

يمثل المحور العمودي احتمال نجاح المشروع بينما يمثل المحور الأفقي التدفقات النقدية الموافقة، المستطيلان (C+D+E+F)، (E+F,G) يمثلان القيمة المتوقعة للمشروعين A و B على التوالي.

نعلم أن نسبة نجاح المشروع A أكبر من نسبة نجاح المشروع B ولكمنهما يحققان نفس القيمة المتوقعة وفي كلتا الحاليتين - طبعاً في حالة نجاح المشروعين- فإنهما يتجاوزان قيمة الدين والفائدة على الدين $(1 + r_L)L$.

يسترد المقرض دفعات ثابتة $(1 + r_L)L$ و هو المقدار المرجح باحتمال نجاح المشروعين، حيث دخله المتوقع من المشروع A هو (C+E) ودخله المتوقع من المشروع B هو فقط (E) ويحصل مقترضو المشروع من النوع A على المساحة (D+F) من القيمة المتوقعة للمشروع A ويحصل مقترضو المشروع من النوع B على المساحة المتبقية (F+G) من القيمة المتوقعة للمشروع B. بما أن

$$EV_a = EV_b = C + D + E + F = E + F + G$$

فهذا يعني أن $C + D = G$ وبالتالي نستنتج أن $G > D$ أو بعبارة أخرى $F + G > D + F$ بما معناه أن ربح المقترضين من النوع B أكبر من ربح المقترضين من النوع A.

ولمزيد من التوضيح الجدول الموالي يبين ومن خلال مثال عددي المفاهيم السابقة

المشروع B	المشروع A	
700	300	CF_s
00	00	CF_f
0,3	0,7	α_s
0,7	0,3	α_f
210	210	EV
100	100	I
0,1	0,1	r
0,5	0,5	P

بدون مشكل الاختيار العكسي

المشروع B	المشروع A	
2,67	0,57	r_L
100	100	$E\pi$
110	110	EI

بوجود مشكل الاختيار العكسي

	المشروع A	المشروع B
r_L	1.2	1.2
$E\pi$	56	144
EI	154	66

و الجدول الموالي يظهر كيف تتوزع القيمة المتوقعة بين المقرض و المقترض في ظل وجود مشكل الاختيار العكسي.

	المقترض	المقرض	المجموع
المشروع A	D+F	C+E	$EV_a = C + D + E + F$
المشروع B	F+G	E	$EV_b = E + F + G$

من خلال قراءة الجدول يظهر أنه:

- في غياب مشكل الاختيار العكسي:

- معدل الفائدة في المشاريع الأكثر مخاطرة أكبر منه في المشاريع الأقل مخاطرة.
- بغض النظر عن نوع المشروع، المقرض يحصل على مدفوعات مقابل كل دولار أقرضه و يحتفظ المقترض بالقيمة المتبقية من القيمة المتوقعة.

- في وجود مشكل الاختيار العكسي:

- معدل الفائدة في المشروعين متساو و يمثل متوسط المعدلين في غياب المشكل.
- المقرض يحصل على مدفوعات أكبر من المشروع A و مدفوعات أقل من المشروع B و بالتالي يحصل المقترضون الأكثر مخاطرة (المشروع B)على أرباح أكبر من المقترضين الأقل مخاطرة (المشروع A).

و بالتالي يمكن القول أنه في حال احتكار المعلومة في طرف المقترض على حساب المقرض فإن الأخير قد يعاني من مشكلة الاختيار العكسي و يعاقب المقترضين الجيدين و يستفيد المقرضون السيؤون الذين يعتبرون أكثر إحتمالاً لإحداث نتائج غير مرضية للمقرضين.

II-2-2 صيغة سوء النية:

يحصل مشكل سوء النية عندما يستعمل المقترض القرض المحصل عليه في مشروع غير المشروع المتفق عليه مع المقرض.

لنفترض وجود مشروعين H و L بالقيم المتوقعة التالية:

$$EV_h = \alpha_{h,s} CF_{h,s}$$

$$EV_L = \alpha_{L,s} CF_{L,s}$$

وأن $EV_h > EV_L$ و لنفترض أيضاً أن $CF_{L,s} > CF_{h,s}$ وأن $\alpha_{h,s} > \alpha_{L,s}$

إذا نحج المشروعان سوف يتم تسديد القرض و إذا فشلا، فإن التدفقات النقدية تساوي 0 بغض النظر عن وجهة استعمال القرض.

المقترض سيتصرف على أنه سيستثمر في المشروع H و يتحمل معدل لفائدة $r_{L,H}$ الذي يعتبر أقل من $r_{L,L}$.

يحتاج المقرض إلى أن يتأكد من أن المشروع H أكثر جاذبية من المشروع L في نظر المقترض من خلال التأكد من أن $E\pi_h > E\pi_L$

معدل الفائدة سيكون :

$$r_L = r_{L,h}$$

$$1 + r_L = 1 + r_{L,h} = \frac{1+r}{\alpha_{h,s}}$$

وفق هذه الوضعية و حتى يكون هناك دافع للمقرض و المقترض بالمشاركة في المشروع H يجب أن يكون معدل الفائدة كالتالي:

$$E\pi_h = \alpha_{h,s}\left[CF_{h,s} - (1+r)L\right] > \pi E_R = \alpha_{l,s}\left[CF_{l,s} - (1+r)L\right]$$

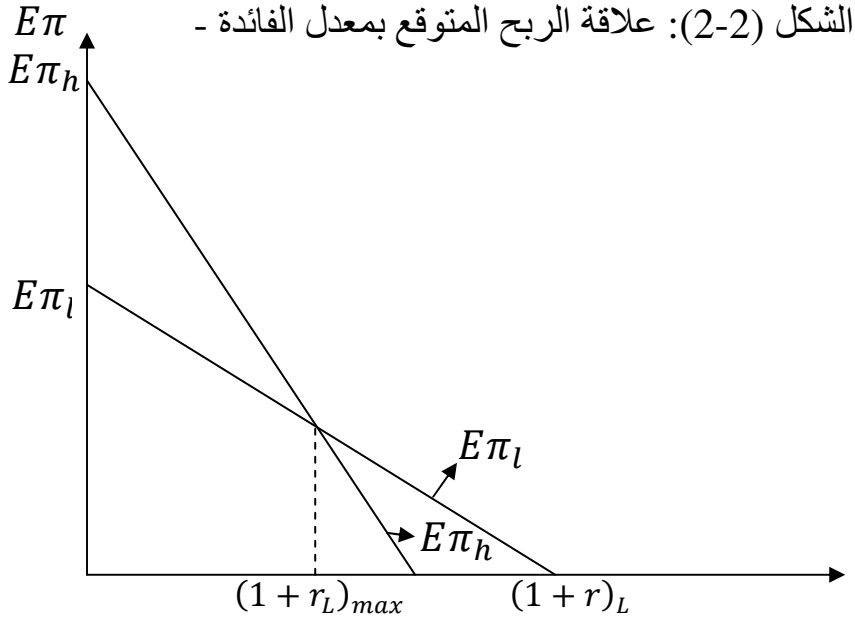
و الذي يسمح باستنتاج أكبر معدل فائدة يتوافق مع $E\pi_h > E\pi_R$

$$(1+r_L)_{max} < \frac{\alpha_{h,s}CF_{h,s} - \alpha_{l,s}CF_{l,s}}{(\alpha_{h,s} - \alpha_{l,s})L}$$

إذا كانت $(1+r_{L,h})$ أقل من هذا الحد فليس هناك دافع للمقرض أن يخل بالالتزام بالاستثمار في المشروع H و على العكس من ذلك إذا كانت $(1+r_{L,h})$ أكبر من $(1+r_L)_{max}$ فإن المقرض سوف يتوجه للمشروع L من أجل الاستفادة من انخفاض معدل فائدته.

نستطيع ملاحظة مسار الربح المتوقع من خلال زيادة معدل الفائدة كما هو موضح في الشكل الموالي:

- الشكل (2-2): علاقة الربح المتوقع بمعدل الفائدة -



Source : Ricardo N bebczuk, asymmetric information in financial markets, introduction and applications, university press, Cambridge, 2003 p 12.

$$E\pi_h = EV_h - \alpha_{h,s}(1 + r_L)_L$$

$$E\pi_l = EV_l - \alpha_{l,s}(1 + r_L)_L$$

عندما تساوي $(1 + r_L)_L = 0$ ، الربح المتوقع يكون مساويا للقيمة المتوقعة و يتناقص تدريجيا إلى غاية الوصول إلى $(1 + r_L)_{max}$ ، و بعدها يصبح $E\pi_l > E\pi_h$ مما قد يدفع بالمقرض إلى تغير المشروع و يقع في مشكلة سوء النية، و لشرح هذه الفكرة سنلاحظ كيف تتغير خدمة الدين (دين 100+ الفائدة المترتبة عنه) – و بالنتيجة ربح المقترض- عندما ترتفع الفائدة من 20% إلى 30% على أن $\alpha_{h,s} = 70\%$، $\alpha_{l,s} = 30\%$

نوع المقترضين	$r_l = 20\%$	$r_l = 30$	**الفرق**
نوع H	84	31	07
نوع L	36	39	03

نلاحظ أن الربح المتوقع من المشروع من النوع H يعاني من الانخفاض أكثر من ربح المشروع من النوع L.

نحاول الآن من خلال مثال عددي أن نوضح أن القيمة المتوقعة للمشروع ليست المتغير الوحيد المحدد لقرار المقرض حول المشروع الأكثر جاذبية بالنسبة له:

المشروع A	**المشروع B**	
200	400	CF_s
00	00	CF_f
0,7	0,3	α_s
0,3	0,7	α_f
140	120	EV
100	100	L
0,1	0,1	r

$$(1 + r_L)_{max} < \frac{140\$ - 120\$}{(0,7 - 0,3)100\$} = 0,5$$

إذا كانت $(1 + r_L)$ أكبر من 0.5، سوف يفضل المقرض المشروع L على الرغم من أن القيمة المتوقعة من المشروع H تبدو أكبر من القيمة المتوقعة من المشروعL.

II-2-3 صيغة مراقبة التكاليف monitoring costs

إذا كان المقترض يمتلك معلومات لا يمتلكها المقرض* فإن الأخير سوف يقوم بتحمل تكاليف إضافية لمراقبة المعلومات المصرح بها من طرف المقترض، و بطبيعة الحال فإن لعملية المراقبة تكلفة معينة (c) - يمنحها المقرض للأطراف التي يستغلها من أجل عملية المراقبة-.

لتوضيح هذه الصيغة من صيغ مشكلة عدم تناظر المعلومات نفترض وجو ثلاث وضعيات كالتالي:

$$CF_3 > CF_2 > (1 + rL) > CF_1$$

و الاحتمالات المصاحبة للوضعيات الثلاث هي: $\alpha_3, \alpha_2, \alpha_1$ حيث:

$\alpha_3+\alpha_2 + \alpha_1 = 1$، المقرض يعلم كل من التدفقات النقدية و الاحتمالات الخاصة بها، لكنه لا يستطيع التفرقة بين المقترضين النزهاء و المقرضين غير النزهاء (المقرضون الذين يصرحون له بالمعلومات التي لا يملكها من الذين لا يصرحون).

المقرض سيقوم بالمراقبة في كل مرة يصرح فيها المقرض ب CF_1 على افتراض أن التدفق الحقيقي هو CF_2 أو CF_3 و كذلك الحال بالنسبة للتصريح بـ CF_2 لعل التدفق الحقيقي يكون CF_3.

لهذا السبب سيقوم المقرض بإجراء مراقبة في كل مرة يصرح فيها المقرض بـ: CF_1 باحتمال α_1 و سيتحمل تكاليف بمقدار $\alpha_1 c$ و يظهر معدل الفائدة على القرض كما يلي:

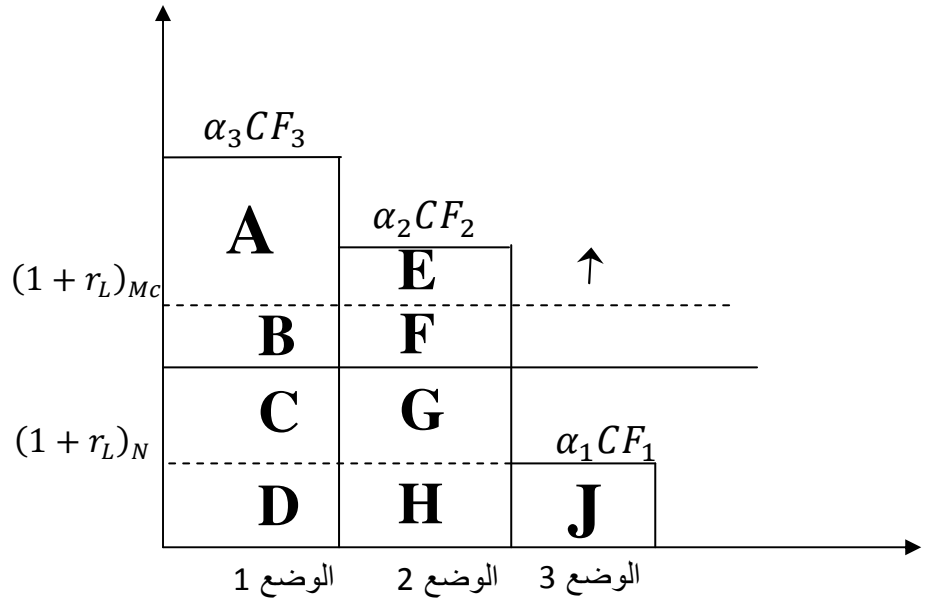
$$(1 + r)_L = (\alpha_1 + \alpha_3)(1 + r_L)L + \alpha_1(CF_1 - C)$$

* يشترط هنا أن المقترض لا يصرح بالمعلومات التي يمتلكها للمقرض.

$$(1 + r_L) = \frac{(1 + r)L + \alpha_1(CF_1 - C)}{(\alpha_2 + \alpha_3)L}$$

من الضروري التأكيد على أن احتكار المقترض للمعلومات سيلحق به الضرر، لأنه في نهاية المطاف يتحمل معدل فائدة أكثر ارتفاعا بسبب احتوائه على تكلفة المراقبة و هو من سيتحملها في الأخير، بيانيا المشكلة سوى تظهر كما يلي:

- الشكل(2-3): علاقة تكلفة المراقبة بمعدل الفائدة-



Source : Ricardo N bebczuk, asymmetric information in financial markets, introduction and applications, university press, Cambridge, 2003 p 15.

نستطيع استنتاج الربح المتوقع للمقرض، و الدخل المتوقع للمقرض و المراقب (في الجدول الموالي انطلاقا من الشكل (2-3)

بوجود تكاليف مراقبة		بدون تكاليف مراقبة		
غير النزهاء	**النزهاء**	**غير النزهاء**	**المقرضون النزهاء**	
00	$A+E$	$A+B+E+F+C+G$	$A+B+E+F$	$E\pi$
$C+D+G+H+J+A+E$	$C+D+G+H+J$	$D+H+J$	$C+D+G+H+J$	EI_{ender}
$B+F$	$B+F$	00	00	$EI_{auditer}$

أصل المشكلة هو أن المقترض سيجري مراقبة لمعلومات المقرض- حتى و إن كانت صحيحة- ما سيرفع معدل الفائدة من $(1+r_L)_N$ إلى $(1+r_L)_{MC}$

و من خلال قراءة الجدول، نلاحظ أنه في غياب تكاليف المراقبة، المقترضون غير النزهاء سيحققون ربحا إضافيا قيمته $(C+G)$(يحققون ربحا أكبر من المقرضين النزهاء) و ذلك على حساب المقرض، لكن هذا الأمر يتوقف بعد استعمال تكاليف المراقبة التي تحد من إقدام المقرض على عدم التصريح بحقيقة المعلومات التي يمتلكها.

II-3- الآليات الاحترازية ضد مشكلة عدم تناظر المعلومات:

إن اكتساب المقترض لمعلومات إضافية حول وضعيته و عدم التصريح بها للمقرض، يسمح للمقرض بتحقيق ربح أكبر، و ذلك على حساب المقرض مما يحذو بالأخير إلى اتخاذ تدابير و آليات لحماية نفسه من الوقوع في الانعكاسات السلبية لمشكلة عدم تناظر المعلومات، و لعل أهم هذه الآليات ما يلي[1]:

II-3-1 ترشيد القروض (تقنين الائتمان):

عند حصول المقرض على كل المعلومات بخصوص المقترضين فإنه يسعى لفرض معدل فائدة أعلى على المشاريع ذات المخاطرة المرتفعة، لكن في ظل عدم تناظر المعلومات قد يكون لمعدل الفائدة آلية عكسية للتفرقة بين المقترضين الجيدين والسيئين، بحيث أن فرض معدلات فائدة مرتفعة على المشاريع ذات المخاطرة المنخفضة (المقترضين الجيدين) سيدفع بهم إلى الامتناع عن الاقتراض، لكن ليست هذه المشكلة الوحيدة للمقترض (بل سيمول محفظة قروض مرتفعة المخاطرة) لأنه ستبقى فقط المشاريع ذات المخاطرة المرتفعة (المقترضين السيئين).

المشكل الأساسي للمقرض ينشأ عندما لا تستطيع المشاريع ذات المخاطرة المرتفعة تحقيق أرباح من خلال معدل الفائدة السائد، و يقع المقرض في لغز ارتفاع معدل الفائدة (إقصاء المقترضين الجيدين) و انخفاض دخله المتوقع.

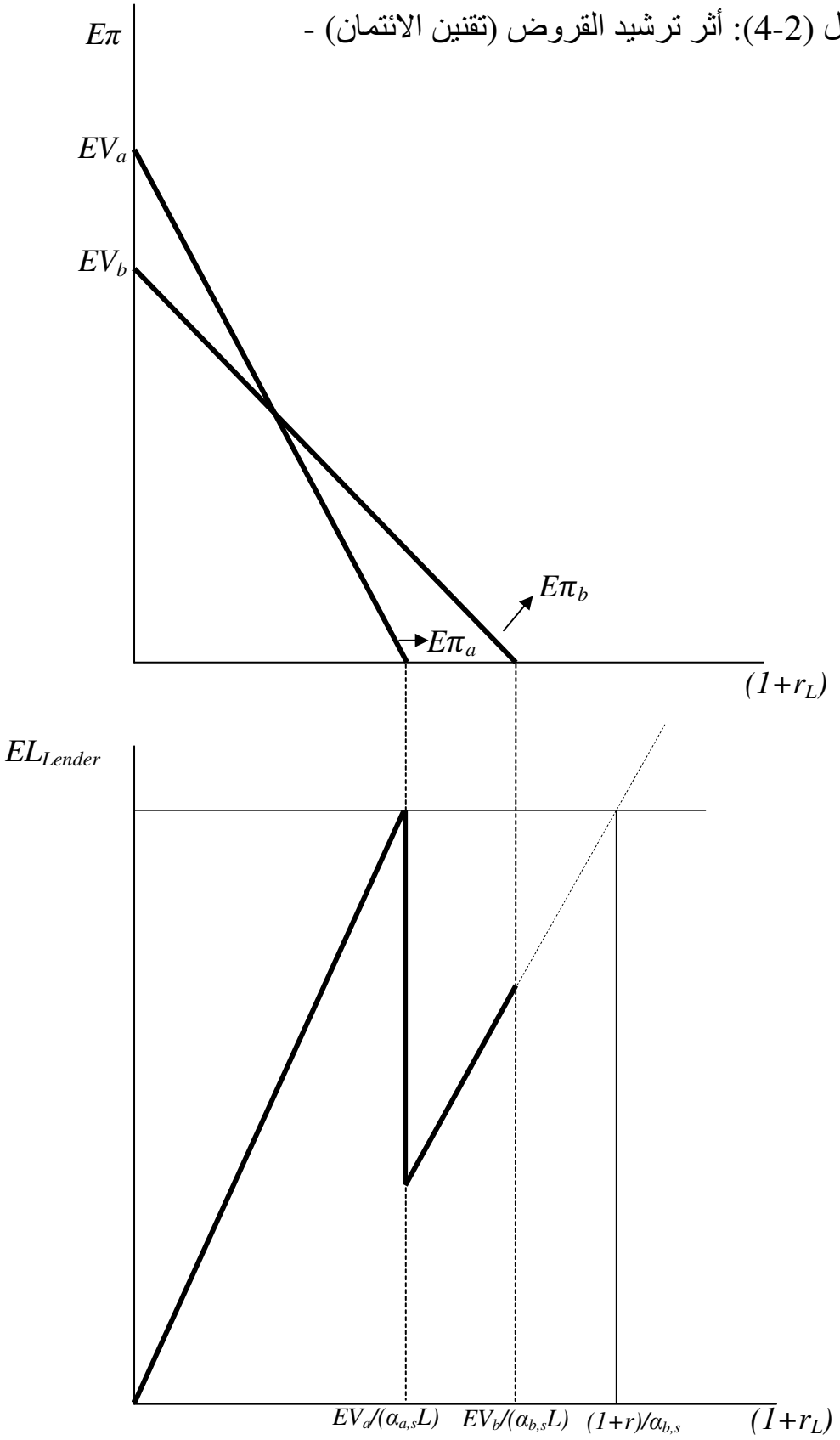
في الحالة التي تفوق فيها الآثار الايجابية لمعدلات الفائدة المرتفعة (زيادة دخل المقرض من المشاريع الناجحة) الآثار السلبية لتمويل مشاريع ذات مخاطرة مرتفعة نكون بصدد ما يسمى بتقنين الائتمان.

تقنين الائتمان ليست آلية فعالة (efficient mechanism) و لكنه حل عملي (handy mechanism) للحد نسبيا من الخطر الذي يواجهه المقرض.

لشرح نتائج تقنين الائتمان نستعين بالمنحيين المواليين:

[1] Ibid, p 17.

- الشكل (2-4): أثر ترشيد القروض (تقنين الائتمان) -



Source : Ricardo N bebczuk, asymmetric information in financial markets, introduction and applications, university press, Cambridge, 2003 p 19.

لنتذكر أن المقرض يطبق معدل فائدة في ظل الاختيار العكسي مساو لـ:

$$(1 + r_L) = \frac{1 + \mathrm{r}}{\mathrm{P_s}}$$

حيث r_L معدل الفائدة، r العائد المطلوب للمقرض، $\mathrm{P_s}$ الاحتمال المرجح لنجاح المشروعين A و B.

لنطرح السؤال التالي: ماذا سيحدث إذا ارتفع العائد المطلوب r لأي سبب من الأسباب؟

بالرجوع للمعادلة أعلاه فإن ارتفاع r يدفع إلى ارتفاع r_L ما يعني أن الدخل المتوقع سيرتفع بدوره.

ارتفاع معدل الفائدة سيقلل من ربح المقرض A سنحاول البحث عن معدل الفائدة الذي يخرج المقرض A من السوق.

$$\mathrm{E\pi_a} = \mathrm{EV_a} - \alpha_{\mathrm{a,s}}(1 + r_L)\mathrm{L} = 0$$

$$(1 + r_L)_{\mathrm{E\pi_a}=0} = \frac{\mathrm{EV_a}}{\alpha_{\mathrm{a,s}}\mathrm{L}}$$

في بداية المنحنى - الجزء السفلي من الشكل (2-4) نلاحظ ارتفاع الدخل المتوقع للمقرض بارتفاع r ، لكن يتوقف ذلك (بل و يتراجع) بمجرد أن ينسحب المقترضون عن النوع A من السوق (لما $\mathrm{E\pi_a} = 0$)، كما يوضحه الجزء العلوي من الشكل (2-4)، و هذا من شأنه تغير وضع المخاطرة في محفظة قروض القرض (كل المقترضين الآن من النوع B) كنتيجة لانخفاض احتمال نجاح المشروع من $\mathrm{P_s}$ إلى $\alpha_{\mathrm{b,s}}$ و يتبع ذلك ارتفاع معدل الفائدة

$$(1 + r_L) = \frac{1 + \mathrm{r}}{\alpha_{\mathrm{b,s}}}$$

من هنا يبقى معرفة ما إذا كان معدل الفائدة الجديد يسمح للمقرضين من النوع B بمواصلة الطلب على القروض.

يسود تقنين الائتمان من خلال معدل الفائدة الذي يسمح للمقرض بتحقيق دخل يفوق الدخل الذي يحصل عليه من دون تحقيق ربح لأي نوع من المقترضين و سنحاول توضيح كل ذلك من خلال المثال الموالي:

	المشروع A	**المشروع B**
CF_s	250	350
CF_f	00	00
α_s	0,7	0,3
α_f	0,3	0,7
EV	175	105
I	100	100
P	0,5	0,5

r_L	1,2	1,2
Eπ	21	39
EI	154	66

r_L	1,5	1,5
EV	00	30
EI	175	75

عند افتراض $r = 10$ كان معدل الفائدة الوحيد $r_L = 1,2$ (بسبب ارتفاع مخاطرة المشاريع من النوع B) نلاحظ أن المشروعان يحققان ربحا و عندما أصبح $r = 25$ انتقل معدل الفائدة إلى $r_L = 1,5$ و عند هذا المعدل لا يستطيع أصحاب المشاريع من النوع A تحقيق أية أرباح.

((هذا المعدل يلغي كل أرباح المقترضين من النوع A $(1 + r_L) = \frac{EV_a}{\alpha_{a,s}L}$

في حين لا تزال المشاريع من النوع B (ذات المخاطرة المرتفعة) تحقق أرباحا.

الآن يعلم المقرض أن رفع معدل فائدة أعلى من 1,5 من شأنه إبعاد مشكل عدم تناظر المعلومات (كل المقترضين من النوع B) و يعلم بدقة أن معدل فائدة مساو لـ 3,17* لا يمكن مقاومته - لأنه ابتداء من معدل فائدة مساو لـ 2,5 لا يستطيع المقرضون من النوع B تحقيق أية أرباح.

II-3-2- نظرية الإشارات Signalling

من الواضح أن المقترضين منخفضي المخاطر يتأثرون سلبا بنقص معلومات المقرض، و لتجاوز هذه المشكلة يعتمد على بعض الإشارات (Signals) ذات المصداقية، و التي يكون مصدرها الأصداء المتأتية من المشروع من أجل تجاوز الرفع من معدل الفائدة بسبب مشكلة عدم تناظر المعلومات. تعتبر هذه الإستراتيجية منخفضة التكلفة و بالإمكان تطبيقها مع أي مقترض مهما كانت نوعية مشروعه. الإشارات تعتبر حلا جزئيا لمشكلة نقص المعلومات و لنفترض بداية أن المشاريع السيئة يتصرف أصحابها مثل أصحاب المشاريع الجيدة ما داموا يحصلون على أرباح، و من بين الإشارات المهمة التي يستعملها المقرض

- **الضمانات:**

الضمان هو من ممتلكات المقترض التي تحول مباشرة للمقرض في حالة العجز أو التوقف عن التسديد، في ظل مشكلة الاختيار العكسي المستفيد الأساسي من الوضع هم المقترضون الجيدون على أساس أن منح الضمانات يعطي الانطباع حول نوعية المشروع و بالتالي عدم تحملهم لمعدلات فائدة مرتفعة طالما أن الضمان يغطي على مسؤولية المقترض في حالة حدوث نتائج غير مرغوبة، أيضا فإن المقرضين المستعدون لمنح الضمانات يتمتعون باحتمالات نجاح مرتفعة – يحاول المقترضون السيئون أن يظهروا في مثل وضع المقترضين الجيدين و يتصرفون بمثل تصرفاتهم إلى غاية حد معين (إلى غاية تلاشي الربح الذي من الممكن أن يحققوه)، الضمانات

* $(1 + r_L) = \frac{1+r}{\alpha_{b,s}} = \frac{1,25}{0,3} = 4,17 \implies r_L = 3,17$

تمثل إشارة فعلية عندما يضطر المقترضون السيئون إلى الانسحاب من السوق، وهذا من شأنه إبعاد أي مشكل يتعلق بمشكلة عدم تناظر المعلومات.

نستطيع إظهار أثر الضمانات على الربح المتوقع للمقرض، عندما يتوقع المقترضون الجيدون و السيئون نفس الربح و يصدران نفس الإشارات

C الربح المتوقع لكل مقترض يظهر كما يلي

$$E\pi_a = EV - \left(-1 + \alpha_{a,f}\right)(1 + r_L)L - \alpha_{a,f}\, C$$

$$E\pi_b = EV - \left(-1 + \alpha_{b,f}\right)(1 + r_L)L - \alpha_{b,f}\, C$$

حيث معدل الفائدة المطبق:

$$(1 + r_L) = \frac{(1 + r)L - P_{fC}}{P_s L}$$

P_f، P_s الاحتمالات المرجحة لفشل أو نجاح المشروع.

الضمانات تخفض من معدل الفائدة على أساس أنها تخفض من خسائر المقرض في حالة فشل المشروع.

في الواقع هناك أثران متعارضان: ارتفاع تكلفة القرض في حالة تحقيق نتائج سلبية للمشروع متمثلة في الضمانات الممنوحة .

و انخفاض في تكلفة القرض في حالة تحقيق نتائج ايجابية متمثلة في انخفاض معدل الفائدة .

بإدماج صيغة الفائدة في معادلة الربح المتوقع يتوضح لنا أن الضمانات (C) تخفض الربح المتوقع للمقرضين السيئين في حين ترفع منه بالنسبة للمقرضين الجيدين

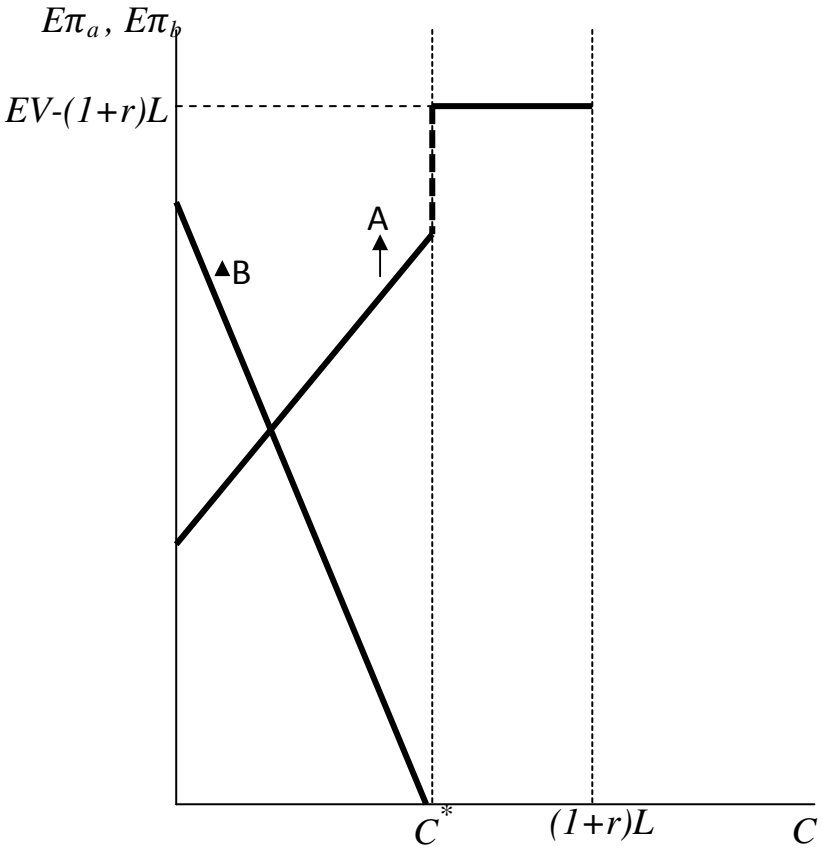
$$E\pi_i = \alpha_{i,s}\left[CF_{i,s} - \frac{(1 + r_L)L - p_f\, C}{p_s}\right] - \alpha_{i,f}\, C$$

$$= \alpha_{i,s}\left[CF_{i,s} - \frac{(1+r_L)L}{p_s}\right] + \left[\frac{\alpha_{i,f}\,C}{p_s}p_f - \alpha_{i,f}\,C\right]$$

- إذا كانت $p_f > \alpha_{a,f}$ و $p_s > \alpha_{a,s}$، منح الضمانات يكون في صالح المقترضين الجيدين و يرفع من أرباحهم المتوقعة.
- إذا كانت $p_f > \alpha_{b,f}$ و $p_s > \alpha_{b,s}$ منح الضمانات يقلل من الأرباح المتوقعة للمقترضين السيئين.

و لتوضيح الصورة بشكل أفضل نستعين بالشكل البياني الموالي:

- الشكل(2-5): استعمال الضمانات ضمن نظرية الإشارات -



Source : Ricardo N bebczuk, asymmetric information in financial markets, introduction and applications, university press, Cambridge, 2003 p 24.

عند مستوى الضمان C^* ينسحب المقترضون السيؤون من السوق و يبقى فقط المقترضون الجيدون.

الانتقال العمودي لربح المقرضين الجيدين (من النوع A) يفسر بتعديل معدل الفائدة من $\frac{(1+r)}{p_s}$ إلى $\frac{(1+r)}{\alpha_{a,s}}$ إلى غاية الوصول إلى المستوى $EV - (1+r)L$ أين تختفي مشكلة عدم تناظر المعلومات.

- **استعمال التمويل الذاتي:**

يعتبر الاعتماد على التمويل الذاتي إشارة أخرى للتفرقة بين نوعية المقترضين، إذ ترتفع الثقة في المقرضين الذين يعتمدون على جزء أكبر من التمويل الذاتي لمشاريعهم ما يعطي الانطباع بارتفاع احتمال نجاح مشاريعهم، لنرمز للتمويل الذاتي بـ IF و لنوعية المقترضين بـ i الربح المتوقع للمقترضين يعطى كما يلي:

$$E\pi_i = \alpha_{i,s}\left[CF_{i,s} - (1+r_L)L\right] - (1+r)IF$$

$$= \alpha_{i,s}\left[CF_{i,s} - (1+r_L)(I - IF)\right] - (1+r)IF$$

من الواضح أن التمويل الذاتي المعتمد من المقترض له تكلفة فرصة بديلة عن استثماره في استثمار بديل (إيداعه في بنك مثلا) .

بتعويض معدل الفائدة في المعادلة الأخيرة نحصل على:

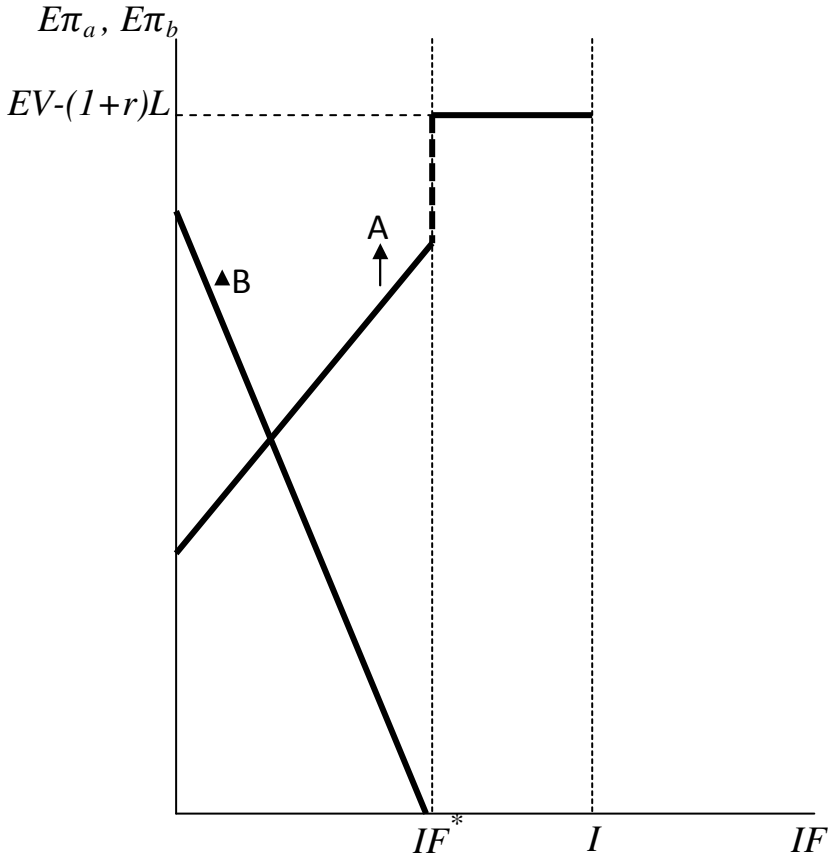
$$E\pi_i = \alpha_{i,s}\left[CF_{i,s} - \frac{(1+r)}{p_s}(I - IF)\right] - (1+r)IF$$

$$= \alpha_{i,s}\left[CF_{i,s} - \frac{(1+r)}{p_s}I\right] + \left[\frac{\alpha_{i,s}}{p_s} - 1\right](1+r)IF$$

إذا كان احتمال نجاح المشروع A أكبر من الاحتمال المرجح لنجاح المشروعين معا A و B $\alpha_{a,s} > p_s$ يرفع استعمال التمويل الداخلي من أرباح المقترضين في

المشاريع من النوع A، و يحدث العكس مع المقترضين في المشاريع من النوع B، كما يوضحه الشكل الموالي:

- الشكل(2-6): استعمال التمويل الذاتي ضمن نظرية الإشارات -



Source : Ricardo N bebczuk, asymmetric information in financial markets, introduction and applications, university press, Cambridge, 2003 p 26.

عند الوصول إلى المستوى IF^* يمكن التفرقة بين المقترضين من النوع A و المقترضين من النوع B أي يقصون من السوق، و هنا يجب التنبيه إلى أنه ابتداء من IF^* و إلى غاية تمويل المشروع كله ذاتيا يبقى الربح المتوقع للمقرضين من النوع A نفسه بغض النظر عن كيفية تمويل المشروع.

و من هنا نستنتج أنه في غياب مشكلة تناظر المعلومات فإن $P_s = \alpha_{a,s}$ ونستنتج أن

$$E\pi_a = EV - (1 + r)I$$

II-3-3 الأدوات التمويلية البديلة:

في عقود التمويل، يحتاج المقرض إلى تقييم قدرة المقترض على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتسديد أقساطه، و من الطرق المعتمدة للحد من المشاكل المتعلقة باكتساب المعلومة ربط قدرة المقترض على التسديد بجزء من ممتلكاته بما يسمح بإنتاج تدفقات بدرجة عالية من الثقة بغض النظر عن فعالية أو سلوك المقرض و هذا ما يصطلح عليه بالهندسة المالية.

- التوريق: يقوم المقرض بعزل بعض الأصول المضمونة الدخل (الذمم التجارية مثلا) و بيعها بعد توريقها و بالتالي التفريق بين الخطر العام للمؤسسة و خطر الأصول المورقة بما يسمح للمقترض بالحصول على قروض منخفضة التكلفة (معدل فائدة منخفض) مقارنة بالقروض العامة للمؤسسة.
- عقد الإيجار (الليزينغ): يسمح عقد الإيجار للمستأجر (المقترض) باستعمال أصول مملوكة لطرف آخر المؤجر (المقرض) و الذي يملك قانونيا الأصل و يحصل على دفعات دورية، يتمثل ضمان هذا العقد في الأصل بحد ذاته حيث يمكن للمقرض تملك الأصل في حالة توقف المقرض عند التسديد، مقارنة بالضمان العادي، تتمثل الميزة الأساسية لقرض الإيجار في أن الأصل نفسه يمثل ضمانا و مولدا لتدفقات نقدية إضافية و لأن الأصل ملك للمقرض فإن إعادة تملكه في حالة توقف المقترض عن التسديد يتم بتكلفة أقل مقارنة بالضمان العادي. بشكل عام، يسمح عقد قرض الإيجار بتحسين الوصول إلى التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات التي لا تملك سجلا تاريخيا في الاقتراض أو التي لا تملك ضمانات.

II-3-4 الآليات الردعية deterrent mecanismes

يرى البعض ضرورة إدخال عقوبات ردعية على المقترضين الذين يتسببون في إحداث نتائج غير مرضية للمقرضين بسبب احتكارهم للمعلومات و إخفائها على المقرضين، حيث أن المطلوب هو الحفاظ على سمعة المؤسسة (المقترض) من أجل

الحصول على قروض جديدة و إلا فإن الماضي السيء للمقترض لن يسمح له بالحصول على تمويل مجددا، بما يحد من قدرة هؤلاء المقترضين على الوصول إلى تمويل مشاريعهم – مستقبلا- بسبب سمعتهم السيئة.

II-4- أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على الأسواق المالية:

تقوم المعلومات بدور هام في سوق الأوراق المالية بحيث تساعد المستثمرين على اتحاد قرارات شراء و بيع الأوراق المالية المختلفة لان المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية وتتوقف كفاءة السوق المالي على مدى توافر هذه المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها و تكاليف الحصول عليها، و عدالة فرص الاستفادة منها، حيث أنه من خصائص السوق المالي الكفء أن يعكس الأسعار الحقيقية للأوراق المالية المتداولة فيه. يمكن القول بأن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها، وعلى مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يؤدي دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق المالي من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة، و تخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عنه اتساع حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل ويؤدي ذلك كله في النهاية إلى جمع المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، لكن في المقابل فإن أي عدم تكافؤ في الحصول على المعلومات سيؤثر سلبا على قرارات المستثمرين وعلى كفاءة السوق المالي نفسه أي أن عدم تناظر المعلومات (بمعنى امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها غيرهم) من شأنه أن يؤدي إلى أثار سلبية عديدة، فإذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في الحصول على المعلومات لورقة معينة سوف يحجمون عن التعامل فيها، فينخفض حجم العمليات في السوق ويتناقص حجم السوق كما يمكن أن ينعكس ذلك في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة حيث يحجم المستثمرون عن

استثمار و توظيف أموالهم من خلال سوق الأوراق المالية، كما قد تجد المشاريع صعوبات كبيرة في الحصول على الأموال اللازمة بتكلفة معقولة ولا يتمكن السوق من جذب المدخرات والاستثمارات المحلية و الأجنبية و تحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة و توجيهها نحو الاستخدامات الأكثر انتاجية[1].

III- مشكلة عدم تناظر المعلومات و الحوكمة المالية:

من الصعب رفض فكرة أن قيمة المنشأة تتوقف على نوعية استثماراتها و ليس على كيفية تمويلها. في الواقع، إذا كانت تكلفة التمويل أو تكاليف رأس المال هي نفسها بالنسبة لجميع مصادر التمويل، فإن محددات التمويل تصبح غير ذات معنى، و هذه هي الفكرة الأساسية لمبدأ الحوكمة المالية، التي جاء بها كل من Franco Madigliani و Merton Miller سنة 1958.

بشكل عام تبلغ قيمة المنشأة أقصاها إذا تم اختيار المشاريع الجيدة بأقل تكلفة ممكنة من بين مختلف العلاقات في أسواق القروض سنركز اهتمامنا على مشكلة عدم تناظر المعلومات، حيث أنه في ظل ظروف عدم تناظر المعلومات لا تتغير فقط تكلفة التمويل بل تتغير أيضا معايير اختيار المشاريع بتغير الهيكلة التمويلية للمنشآت بما يستوجب البحث عن الهيكل التمويلي الأمثل.

1-III نظرية Modigliani- Miller

تشير النظرية الحديثة للحوكمة المالية التي بدأت سنة 1958 بالمقال المنشور لكل من Modigliani و Miller أنه في ظل المنافسة الحرة في أسواق رأس المال فإن قيمة المؤسسة تعتمد على ربحية أصولها و ليس على كيفية تمويل تلك الأصول والفكرة الأساسية هي أنه إذا كان المشروع منتجا فإن المستثمر لا يمكنه الرفع من ربحه المتوقع عن طريق التغيير في الهيكل التمويلي للمنشأة (تمويل ذاتي،

[1] صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية و الإفصاح و الأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 18.

اقتراض...) كما تشير إلى أنه حتى في ظل وجود مخاطر عدم السداد فإن ذلك لا يؤثر على النتيجة المحصل عليها. إذا كان للمشروع قيمة متوقعة:

$$\mathrm{EV} = \alpha_s \mathrm{CF_s} + \alpha_f \mathrm{CF_f}$$

نشير للاستثمار المبدئي بـ I و الذي يمكن تمويله بالمصادر الداخلية IF أو عن طريق قرض L

$$\mathrm{I} = \mathrm{IF} + \mathrm{L}$$

لنبدأ بالحالة التي لا يشكل فيها القرض مخاطر سداد للمقرض بغض النظر عن نتيجة المشروع و هذا يتطلب:

$$\mathrm{CF_s} > \mathrm{CF_f} > (1 + \mathrm{r})\mathrm{L}$$

في هذه الحالة فإن معدل الفائدة يكون مساو للعائد المتوقع $r_L = r$ و الربح المتوقع للمستثمر يكون:

$$E\pi = \alpha_s[CF_s - (1+r)(I - IF)] + \alpha_f[CF_f - (1+r)(I - IF)] - (1+r)IF$$

$$E\pi = (\alpha_s CF_s + \alpha_f CF_f) - (\alpha_s + \alpha_f)(1+r)L + (\alpha_s + \alpha_f)(1+r)IF - (1+r)IF$$

$$E\pi = Ev - (1+r)I$$

توضح العلاقة الأخيرة عدم صلة الهيكل التمويلي بنتيجة المشروع حيث لا يرتبط لا بـ IF و لا بـ L بما يفيد أن نوعية المشروع فقط و ليس طريقة تمويله هي من تحدد ربحية المشروع.

عندما يرتبط القرض بدرجة مخاطرة معينة، بشكل عام، فإنه يتم المقارنة بين العائد المطلوب و سعر الفائدة على القرض حيث يعطى هذا الأخير بالعلاقة التالية:

$$(1 + \mathrm{r})\mathrm{L} = \alpha_s(1 + \mathrm{r_L})\mathrm{L} + \alpha_f \mathrm{CF_f}$$

يحصل المقرض على كل دخله على الأقل في حالة الفشل، أما في حالة نجاح المشروع فيحصل على قيمة القرض زائد سعر الفائدة التالي:

$$(1 + r_L) = \frac{(1 + r)L - \alpha_f CF_s}{\alpha_s L}$$

و يكون ربحه كالتالي:

$$E\pi = \alpha_s[CF_s - (1 + r_L)(I - IF)] - (1 + r)IF$$

$$= \alpha_s \left[CF_s - \left[\frac{(1 + r)(I - IF) - \alpha_f CF_f}{\alpha_s (I - IF)} \right] (I - IF) \right] - (1 + r)IF$$

$$= \left(\alpha_s CF_s + \alpha_f CF_f \right) - (1 + r)(I - IF) - (1 + r)IF$$

$$= Ev - (1 + r)I$$

نلاحظ بقاء نفس النتيجة السابقة، و بالتالي يمكن القول أنه في ظل المنافسة الحرة الخالية من مشكلة عدم تناظر المعلومات و وفقا لنظرية Modigliani- Miller فإن اهتمام المستثمرين يترتكز في البحث عن أفضل فرص الاستثمارات المنتجة، طالما أن كيفية تمويلها تبقى غير مهمة .

III-2- الاختيار العكسي و مصادر التحويل المتاحة:

تستطيع المؤسسات أن تحصل على تمويل جديد من أحد المصادر الثلاث الآتية[1]:

- التمويل الداخلي Internal funds
- الدين debt
- الأسهم stock issues

من الملاحظ أن ترتيب مصادر التمويل هو بحسب تفضيل المفترض عند الرغبة في الحصول على تمويل جديد، و لتوضيح ذلك سنربط هذه المصادر بمشكلة الاختيار العكسي، حيث أن المشكل الأساسي للمقرض - كما تقدم- هو في تعذر التفرقة بين المشاريع الجيدة (A) و المشاريع السيئة (B) لنفترض أن القيم المتوقعة للمشروعين

[1] Ricardo N bebczuk, opcit, p 43.

مختلفة و لكن $EV_a > EV_b$ و احتمال نجاح المشروع A أكبر من احتمال نجاح المشروع B ($\alpha_{a,s} > \alpha_{b,s}$)، التدفقات النقدية في حالة النجاح و الفشل هي CF_s CF_f على التوالي و هي متساوية في المشروعين كما نفترض أن

$CF_s > (1+r)L > CF_f$ و هو الشرط الذي يعني أن المشروعين ليسا بمنأى عن الإفلاس.

تعطى القيمة المتوقعة للمشروعين كما يلي:

$$EV_a = \alpha_{a,s} CF_s + \alpha_{a,f} CF_f$$

$$EV_b = \alpha_{b,s} CF_s + \alpha_{b,f} CF_f$$

نسعى لمقارنة تكلفة التمويل بالنسبة لمختلف المصادر المتاحة، و لنبدأ بحالة التمويل عن طريق الأسهم.

في غياب مشكلة عدم تناظر المعلومات فإن أسعار أسهم كل مشروع تكون:

$$P_a = \frac{EV_a}{1+r} = \frac{\alpha_{a,s} CF_s + \alpha_{a,f} CF_f}{1+r}$$

$$P_b = \frac{EV_b}{1+r} = \frac{\alpha_{b,s} CF_s + \alpha_{b,f} CF_f}{1+r}$$

و نظراً لتعذر التفرقة بين نوعية المشروعين، فإن السعر الذي يحدده السوق لقيمة أسهم المشروعين هو كالتالي:

$$P = \frac{P_a EV_a + P_b EV_b}{1+r}$$

$$P = \frac{P_s CF_s + P_f CF_f}{1+r} = \frac{EV}{1+r}$$

من الواضح أن اختيار أسهم أحد المشروعين سيكون بشكل عشوائي طالما أن القيمة المتوقعة (EV) هي متوسط القيمة المتوقعة للمشروعين A و B على الرغم من أن $P_a > P > P_b$

يعني هذا أن السوق سيقيم المشاريع من النوع A بأقل من قيمتها (Undervalues) في حين أنه سيقيم المشاريع من النوع B بأعلى من قيمتها (Overvalues) و من الواضح أن الاختيار العكسي لا يخدم مصالح أصحاب المشاريع من النوع A ويكون في خدمة أصحاب المشاريع من النوع B كما تعكسه معادلات الربح المتوقع لكل مشروع

$$E\pi_a(shares) = \left[1 - \frac{1}{P}\right] EV_a$$

$$E\pi_b(shares) = \left[1 - \frac{1}{P}\right] EV_b$$

ننتقل الآن إلى التمويل عن طريق الدين، فمن المعلوم أن معدل الفائدة لكل مشروع في حالة غياب مشكلة عدم تناظر المعلومات يعطى كما يلي:

$$(1 + r)L = \alpha_{a,s}(1 + r_{L,a})L + \alpha_{a,f} CF_f$$

$$(1 + r)L = \alpha_{b,s}(1 + r_{L,b})L + \alpha_{a,f} CF_f$$

و الذي يعني أن:

$$(1 + r_{L,a}) = \frac{(1 + r)L - \alpha_{a,f} CF_f}{\alpha_{a,s} L}$$

$$(1 + r_{L,b}) = \frac{(1 + r)L - \alpha_{b,f} CF_f}{\alpha_{b,s} L}$$

إذا أخذنا بعين الاعتبار احتمالات نجاح المشروعين لأسعار كل من P_a و P_b في ظل مشكلة الاختيار العكسي فإن السوق سيقترح معدل فائدة وحيد r_L كالتالي:

$$(1+r) = \frac{(1+r)L - P_f CF_f}{P_s L}$$

هذا السلوك من المقرض يعني أن $r_a > r > r_b$

و بالتالي فإن الربح المتوقع لكل مشروع سيكون:

$$E\pi_a(debt) = EV_a - \alpha_{a,s}(1+r_L)L - \alpha_{a,f}CF_f$$

$$E\pi_b(debt) = EV_b - \alpha_{b,s}(1+r_L)L - \alpha_{b,f}CF_f$$

يتوقف قرار المستثمر حول الاختيار بين التمويل بالدين أو بالأسهم على إشارة المعادلة الآتية:

$$E\pi_a(shares) - E\pi_a(debt)$$

$$E\pi_b(shares) - E\pi_b(debt)$$

III -3- مشكل سوء النية و الهيكل المالي:

في ظل سيادة مشكل سوء النية في العلاقة بين الملاك (المساهمون) و الإدارة (الوكيل) فإنه غالبا ما يتم اللجوء إلى الاستدانة بغرض تخفيض تكاليف الوكالة للأموال الخاصة؛ لأن الاستدانة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأسهم الموجهة للبيع، وبما أن تكلفة علاقة الوكالة بين المساهمين والإدارة ترتفع بانخفاض نسبة الأسهم المحازة من قبل الإدارة، فإن رفع نسبة الاستدانة يصبح بديلا منطقيا و فعالا لتعويض النقص في السيولة لأنها تجنب المؤسسة التنازل عن الأسهم ومنه تخفض من تكلفة الوكالة للأموال الخاصة.

يؤدي تعارض المصالح بين الدائنين (المقرضين) و المساهمين ولجوء المقرض إلى الرقابة على استعمال الأموال المقترضة إلى تخفيض نسبة المداخيل غير النقدية المحصلة من قبل الإدارة على اعتبارها وكيلا للمساهم، أين تقوم بالتسديد الدوري للفوائد وأقساط القروض.

وعلى هذا الأساس تظهر الاستدانة كأداة فعالة في تقويم السلوك الانتهازي للإدارة وأداة للالتزام من قبل الإدارة التي تضمن الرقابة الصارمة على التسيير، لكن الاستدانة في نفس الوقت قد ينتج عنها خطر العجز، فتفقد الإدارة منصبها، وهذا القيد المتمثل في العجز سيجعل الإدارة تهدف إلى تعظيم ثروة المؤسسة.

ينشأ عن عملية الرقابة تكاليف للوكالة بين المقترض والإدارة على اعتبارها نائبا عن المساهم، بافتراض أن الإدارة تعلم أكثر من المقرض بمردودية المشروع والمخاطر التي تنجر عنه فيعتبر بذلك كحامل للرهان (stackeholder) للأموال المقترضة من البنك والمخصصة لتمويل المشروع، وهو ما يؤدي بالبنك إلى إدماج تكاليف الوكالة في التكلفة الإجمالية للقرض خاصة في ظل عدم وجود سوق مالي كفؤ، وبما أن البنك يدمج تلك التكاليف في التكلفة الإجمالية للقرض، فإن كل زيادة في حجم الخطر المترتب عن نشاط العميل، يفرض احتياط أكثر من البنك مترجم في شكل زيادة في تكلفة القرض، مما يؤدي إلى انخفاض نسبة التوزيعات التي يتحصل عليها المساهمين.

يدمج البنك تكاليف الوكالة الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بينه وبين الإدارة في التكلفة الإجمالية للقرض، هذه الأخيرة تخصم من النتيجة المحققة والتي ستوزع على المساهمين، فتؤثر بذلك سلبا على نسبة التوزيعات، ومنه يتحمل المساهم تكاليف الوكالة للاستدانة، لكنها تساعده في نفس الوقت على تكثيف الرقابة و تجنب تكلفة الفرصة الضائعة[1].

[1] ياسين العايب، مخاطر عدم تماثل المعلومات بين قصور صيغ التمويل التقليدية وحلول الصناعة المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد العالمي الإسلامية،عدد: ماي 2014،ص03.

III -4- التسيير والملكية (تضارب المصالح)[1]:

تنطلق نظرية الوكالة من فرضية مفادها أن الملاك غير قادرين على مراقبة جميع أعمال الإدارة وأن أعمال الأخيرة من الممكن أن تكون مختلفة عن تلك التي يفضلها الملاك ويحدث ذلك غالبا بسبب الاختلاف في أهداف ورغبات الطرفين بفعل عدم تماثل المعلومات، وبذلك يستعمل الوكيل معلومات لتحقيق مصلحته الشخصية حتى لو تعارضت مع مصلحة الأصيل، ومن الممكن أن يفصح الوكيل عن بعض هذه الملومات ويخفي البعض الآخر. تعد نظرية الوكالة تعبيرا للعلاقة التعاقدية بين مجموعتين تتضارب أهدافهما وهما كلاً من الملاك (المساهمون) والوكلاء (الإدارة) وتهدف نظرية الوكالة إلى صياغة العلاقة بين هذه المجاميع بهدف جعل تصرفات الوكيل تنصب في تعظيم ثروة المالكين، ومن خلال هذه العلاقة تنشأ العديد من المشاكل، لعدم وجود عقود كاملة بسبب:

- أن مجرد ربط أداء المدراء بالربحية المتحققة أو المبيعات يعد بحد ذاته وسيلة لتحقيق الكثير من أهداف الوكيل دون تحقيق مصالح الأصيل.
- عدم معرفة الأسلوب أو الطريقة التي من خلالها يتمكن الأصيل أن يتابع تصرفات الوكيل، سيجعل المدراء أكثر سيطرة من المالكين على شؤون الشركة كافة.

إن كلاً من الأصيل والوكيل شخصان يتميزان بالتصرف الرشيد ويقصد بذلك أن كلاً منهما يعمل على تعظيم منفعته المتوقعة، إذ يعد ذلك بمثابة هدف يفسر تصرفات كل منهما ، فالمالكون سوف يعملون من أجل تعظيم ثروتهم وتحقيق مصالحهم الذاتية بشكل منفرد بالعائد المالي المتوقع الذي سيتولد من استثماراتهم في الشركة بواسطة

[1] بتول محمد نوري، علي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، الجامعة المستنصرية، العراق، ص 19.

المدراء، أما المدراء فسوف يعملون على تحقيق مصالحهم الذاتية بتعظيم عائدهم (ثروتهم) وكذلك بعدم بذل الجهد أو ما يسمى بوقت الراحة ولو كان ذلك على حساب مصلحة المالكين، فالمصالح الذاتية للمدير تمثل مكونات العائد المتوقع الذي سيحصل عليه من الشركة، وهي احد الدوافع والمؤثرات السلوكية للإدارة العليا، وقد تكون هذه المصالح جارية أو مصالح مستقبلية، كما أنها قد تتضمن منافع مالية وأيضا غير مالية، كما أن المدير قد يحصل على هذه المنافع بشكل مباشر أو غير مباشر.

خاتمة :

تسعى اقتصاديات المعلومات إلى تحليل الخيارات الاقتصادية في ظل مشكلة عدم تناظر المعلومات و انعكاساتها على الصفقات و الأطراف ذات الصلة بها و عموما على آلية سير الأسواق المالية، حيث يرتكز نموذج نظرية التوازن العام (Le modèle standard de l'équilibre générale) على حيازة المعلومات التامة نفسها من طرف الجميع حالا و من دون تكاليف، لكن الواقع العملي ينفي هذا الافتراض ما يجعل من دراسة المشاكل المترتبة عن عدم تناظر المعلومات محددا أساسيا في فهم الكثير من العلاقات و الظواهر الاقتصادية.

لتسليط الضوء على أثر الاختيار العكسي على سيرورة السوق فقد أوضح Akerlof أن اكتساب الجميع للمعلومات التامة – في وقتها و من دون تكاليف- افتراض غير صحيح ومن النتائج المهمة لنظرية الوكالة حتمية وجود مشاكل سوء النية في علاقة الوكيل بالأصيل مما يضر في الكثير من الأحيان بمصالح الأخير.

نتيجة الانعكاسات السلبية لمشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية تحاول نظرية الحوكمة تقديم بعض الحلول التي من شأنها التصدي لهذه المشكلة وفي مقدمة تلك الحلول التنظيم الحكومي لإنتاج و عرض المعلومات من خلال زيادة المعلومات المتدفقة إلى الأسواق المالية – كما و نوعا- و استخدام اللوائح و القوانين للإشراف و المتابعة و المراقبة - و إن كان ذلك يطرح مشكلة المستفيد المجاني (Free rider problem)- من خلال إيجاد نظم للحوكمة متلائمة مع طبيعة عمل الأسواق المالية.

الفصل الثالث :

الحوكمة المالية

مقدمة :

على إثر تعاقب الأزمات المالية في السنوات الأخيرة، أصبح العالم ينظر نظرة جديدة لموضوع حوكمة الشركات، إذ كشفت تلك الأزمات عن مشكلات حقيقة تنوعت بين ضعف التشريعات، و عدم سلامة الكثير من المعاملات (معاملات الموظفين، الأقارب الأصدقاء) فضلا عن استعمال طرق مضللة كاللجوء للمحاسبة الإبداعية مثلا و غيرها من السلوكيات غير السليمة التي أثبتت الوقائع و الأدلة أن هناك ارتباطا تبادليا بينها و بين سوء الإدارة التي تفضي في الأخير إلى الفشل و الإفلاس، و لعل أهم ما يمكن الإشارة إليه في هذا الصدد هو الأحداث المتعلقة بإفلاس شركة انرون للطاقة و غيرها من الشركات الأمريكية كبيرة الحجم، بما أدى إلى اتخاذ إجراءات تشريعية على مستوى الاقتصاد الأمريكي و بما أدى أيضا إلى دفع مجلس الشيوخ الأمريكي إلى إصدار قانون عام 2002 الذي يهدف إلى تحسين جودة حوكمة الشركات. و فيما يتصل بالأسواق المالية فإن حوكمة الشركات تعتبر - نظريا - إحدى الأدوات الفعالة لتشجيع الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مما يؤثر على أسعارها، حيث أن أسواق الأوراق المالية تحتاج إلى كثير من المعلومات لرفع درجة كفاءتها، و ذلك من خلال الحرص على توفير كافة المعلومات اللازمة للمستثمرين في الوقت المناسب و بالتكلفة المناسبة، و من البديهي أن المعايير المالية تساهم في توفير المعلومات اللازمة للمستثمرين، إلا أنها في الوقت نفسه لا تمثل إلا حدا أدنى من متطلبات الإفصاح و الشفافية في بيئة الأعمال الحديثة، كما أنها ترتكز على البيانات التاريخية، و كذلك البيانات المقاسة بالوحدات النقدية، في الوقت الذي يحتاج فيه المستثمرون و مستخدموا المعلومات – بشكل عام – أيضا إلى معلومات غير مالية مثل قدرات الإدارة، فرص النمو،...و غيرها من المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات المناسبة في الوقت المناسب، خاصة في ظل عصر المعلومات.و بناء على ما تقدم سنحاول من خلال هذا الفصل الوقوف على:

I - مفاهيم عامة حول الحوكمة

II - تجارب دولية في مجال الحوكمة

III - حوكمة الأسواق المالية

I - مفاهيم عامة حول الحوكمة

I-1- طبيعة مفهوم الحوكمة

لا تتفق الأدبيات الاقتصادية على تعريف موحد لمصطلح الحوكمة بين الاقتصاديين والقانونيين و الإداريين، و مرد ذلك أسباب عديدة، منها حداثة المصطلح، كما أنه يجمع بين العديد من الأمور التنظيمية، الاقتصادية، المالية و الاجتماعية، فضلا عن كونه يشتمل على مجموعة من الأنظمة الفرعية[1]، غير أن تلك الأسباب وغيرها لم تمنع المهتمين بهذا المجال و على رأسهم المنظمات الدولية من محاولة وضع مفهوم مناسب للحوكمة، و بناء على ذلك يمكن الإشارة إلى جملة من الأسباب التي تسهم في صعوبة وضع مفهوم محدد و متفق عليه من طرف الجميع حول هذا المصطلح[2]:

- السبب الأول: على الرغم من أن مضمون المصطلح يعود إلى أوائل القرن التاسع عشر مع بدء الاهتمام بمشاكل انفصال الملكية عن الإدارة كما أشار إليه Berle و Means في كتابهما سنة 1932 و المعنون بـ:" the moderne corporation and private property" نتيجة الثورة التي عرفتها علوم التنظيم و الإدارة[3]، إلا أنه لم يتم تحديد مضمونه بشيء من الدقة في لغته الأصلية و هي اللغة الإنجليزية إلا حديثا منذ عقدين أو ثلاثة عقود، و قد أدت حداثة المصطلح إلى صعوبة ترجمته إلى اللغة العربية بمصطلح يعكس المضمون الحقيقي له، فترددت في الفقه مصطلحات عديدة منها حوكمة الشركات، أسلوب ممارسة الإدارة الرشيدة أسلوب و نظام إدارة الشركات، ممارسة السلطة و الإدارة، الإدارة الحكيمة والحاكمية المؤسسة، غير أن مصطلح حوكمة الشركات يعتبر أكثر المصطلحات في الفقه الاقتصادي.

---

[1] Masahiro Abe, Takeo Hoshi, Corporate finance and human recourse management in Japan, OXFORD University Press, 2007, P 257.

[2] سالم بن سلام بن حميد الفليتي، حوكمة الشركات المساهمة العامة، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص 17.

[3] Jean Jacques du Plessis, Anil Hargovan, MirkoBagaris, Principles of contemporary corporate governance, second edition, Cambredge University press New York, 2011, p06.

- السبب الثاني: يتمثل في عدم الاتفاق على تعريف محدد و نهائي للمفهوم في الأدب الاقتصادي و حتى في تقارير المنظمات المعنية به، حيث ينظر إليه من زوايا متعددة فالاقتصاديون ينظرون إليه على أنه أداة تساعد الشركة على الحصول على التمويل من ناحية، و من ناحية أخرى فهو وسيلة يمكن الاعتماد عليها لرفع قيمة أسهم الشركة و استمرارها في الأجل الطويل، و ينظر إليه القانونيون على أنه المعيار الذي يحدد طبيعة العلاقات التعاقدية التي تحدد حقوق و واجبات حملة الأسهم و أصحاب المصالح من ناحية، و أعضاء مجلس الإدارة من ناحية أخرى، أما الاجتماعيون فينظرون إليه من الزاوية الاجتماعية و خصوصا الأخلاقية التي تتمثل في حسن السلوك الإنساني داخل المنشآت الاقتصادية، فهم يركزون على المسؤولية الاجتماعية للشركة في حماية حقوق الأقلية و صغار المستثمرين و تحقيق التنمية الاقتصادية العادلة و حماية البيئة.
- السبب الثالث: أن المفهوم لم يصل بعد إلى درجة النضج و الاكتمال، حيث أنه مازال قيد التطوير، و على هذا فإن كثيراً من قواعده و معاييره يتم مراجعتها بشكل مستمر و تصدر بصدده التقارير و تعقد له الندوات و المؤتمرات.

و نتيجة للصعوبات التي تواجه تحديد هذا المصطلح، فالبعض اكتفى بالتأكيد على أن المصطلح يشير إلى مجموعة من الخصائص دون التعرض لتعريفه .

و من هذه الخصائص: الشفافية، الاستقلالية، المساءلة، المسؤولية و العدالة في الوقت الذي اجتهد فيه البعض في محاولة الوصول إلى مفاهيم أكثر قبولا، و من أهم تلك الاجتهادات ما يلي: [1]

[1] أنظر:
- محمد ياسين غادر، محددات الحوكمة و معاييرها، المؤتمر الدولي العلمي حول عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 15-17 ديسمبر 2012، ص 12.
- Daniel Kaufman, Artkraay, Governance Indicators: where are we ,where should web e going ? Policy research working paper p 370, the World Bank, p 6.
http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/MENAEXT/EXTMNAREGTOPGOVERNANCE/0,,contentMDK:20513159~pagePK:34004173~piPK:34003707~theSitePK:497024,00.html

- تعريف منظمة التنمية و التعاون الاقتصادي (OCDE):

تعرف الحوكمة على أنها النظام الذي يوجه و يضبط أعمال الشركة، حيث يصف و يوزع الحقوق و الواجبات بين مختلف الأطراف مثل مجلس الإدارة، المساهمين ذوي العلاقة وغيرهم من أصحاب المصالح، و يضع القواعد و الإجراءات اللازمة لاتخاذ القرارات الخاصة بشؤون الشركة، كما يضع الأهداف و الاستراتيجيات اللازمة لتحقيقها.

- تعريف البنك الدولي:

يعرف الحوكمة على أنها التنمية و التطوير بالشركة، و يكون ذلك من خلال خبرتها والبرامج التي تطرحها، و المشروعات التي تنفذها، و نوع التكنولوجيا التي تستخدمها.

- تعريف مؤسسة التمويل الدولية:

تعرف الحوكمة على أنها النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات و التحكم في أعمالها.

- تعريف برنامج الأمم المتحدة الألماني:

يعرف الحوكمة على أنها الممارسة الرشيدة و السياسة الإدارية الفعالة لإدارة شؤون المجتمع على كافة مستوياته من طرف السلطات المعنية.

نظرا لتعدد الجوانب المتعلقة بظاهرة الحوكمة فإن معظم الأبحاث التي كتبت في أدبيات هذا الموضوع أفرزت تعريفات مختلفة لمصطلح الحوكمة تبعا للزاوية التي ينظر من خلالها للظاهرة أو تبعا للهدف المرغوب الوصول إليه، و عليه يمكن استعراض مجموعة من أهم المفاهيم المرتبطة بالحوكمة كما وردت ببعض الدراسات:[1]

- أنها مرادف لمفهوم " الإجراءات الحاكمة" بالشركات لضمان تحقيق التوازن في حقوق المصالح المتعارضة.

[1] عطا الله وارد خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية، مكتبة الحرية للنشر و التوزيع، القاهرة، 2008، ص 29.

- أنها بديل لمفهوم " التحكم في المنشأة" لأغراض أحكام الرقابة على مديري منظمات الأعمال من قبل مقدمي الأموال لضمان عدم قيام إدارة هذه المنظمات باستغلال أموالهم ذاتيا أو باستثمارها في مشروعات غير رشيدة اقتصاديا.
- أنها تقابل " ممارسة الإدارة للسلطة الجيدة" و محاولة تضييقها لصالح الأطراف الأخرى من أجل تخفيض المخاطر، و تحسين الأداء و تنشيط أسواق المال و دعم القدرة التنافسية للشركة و تحقيق الشفافية و القابلية للمحاسبة الاجتماعية.
- أنها مرادف " للتحكم المؤسسي" لأغراض معالجة مشكل الوكالة، و حماية حقوق حائزي الأسهم، و حماية حقوق أصحاب الشأن و التأكيد على ضرورة تفعيل المعايير المحاسبة الدولية، و معايير المراجعة الدولية على المستوى الدولي فضلا عن تحقيق التنمية الاقتصادية و الرفاهية الاجتماعية من منظور اقتصاد المعرفة.
- أن مفهوم " الحوكمة" يمثل درجة من التناغم مع لفظي العولمة Globalization الخوصصة privatization الذين تعرضا للجدل في بداية ظهورهما و هذا ما يفسر سعة استخدامه بالاتساق ذاته.

I-2- التطور التاريخي للحوكمة:

تشير الأدبيات الاقتصادية إلى التطرق إلى مفهوم الحوكمة منذ أوائل القرن العشين من خلال انتشار الكتابات المهتمة بانفصال الملكية عن الإدارة و بروز ما يسمى بمشكل الوكالة و ما انعكس عنها من تضارب في المصالح، إلا أن الانهيارات المالية للعديد من كبريات الشركات التي كانت تمتلك سمعة جيدة كشفت عن وجود قصور شديد في الإفصاح عن التقارير المالية، و تدني جودة و قيمة تقارير التدقيق و المراجعة، فضلا عن وجود عدم اتساق بين القوانين و التشريعات من جهة و بين المتغيرات و المستجدات الدولية من جهة أخرى، إضافة إلى السبب الرئيسي في كل ذلك و المتمثل في عدم وجود توازن في حقوق أصحاب المصالح - المتعارضة - بما يؤثر على الممارسات الإدارية على مستوى الشركات و بالتالي أعطت تلك الانهيارات زخما متزايداً لهذا المفهوم بحيث يعتبرها البعض السبب الهيكلي الذي جعل من الحوكمة ركيزة أساسية من ركائز

السياسات التنموية للعديد من الدول[1]، و إجمالا يمكن إرجاع دوافع الاهتمام المتزايد بحوكمة الشركات سواء في الاقتصاديات المتقدمة أو النامية و حتى في الاقتصاديات الصاعدة أو الانتقالية إلى العديد من الدوافع التي يأتي في مقدمتها[2].

- دوافع ظاهرة حوكمة الشركات في ظل اقتصاد الموارد الإنتاجية:

لقد أفرز واقع اقتصاد الموارد الإنتاجية مجموعة من الأسباب المالية، الإدارية، القانونية و الاقتصادية التي أفصحت عن مدى الحاجة إلى تطبيق حوكمة الشركات كمدخل لإعادة الثقة في إدارة الشركات من قبل جمهور المتعاملين معها و من أهم هذه الأسباب ما يلي:

- بقاء التشريعات و القوانين الخاصة بتنظيم المعاملات التجارية لفترة زمنية طويلة دون تعديلات قد تقتضيها و تستوجبها ممارسة العمليات التجارية في الوقت الراهن، في حين أن المطلوب منها هو ضرورة التكيف مع الواقع الجديد الموافق لمقتضيات وجود أدوات استثمارية جديدة و إنشاء شركات في قطاعات غير تقليدية، بما يستوجب وجود قواعد مناسبة للتحكم في الشركات.
- دور البورصات العالمية في تتبع التغيرات التي تطرأ على المشهد الاقتصادي عن طريق مراقبة الشركات المساهمة المقيدة في أسواق المال العالمية، و ذلك من خلال استصدار القواعد و اللوائح التي من شأنها ملء كل الفراغات القانونية و سد كل الثغرات حفاظا على حقوق جميع الأطراف و على سلامة الاقتصاد الوطني الخاص بكل دولة.
- تفاقم المشاكل الناجمة عن علاقات الوكالة و ما يرتبط بها من تعارض و تضرب للمصالح و مدى الحاجة لقواعد جيدة لحوكمة الشركات بما يحد من انعكاساتها السلبية و بما يدعم ثقة جميع الأطراف ذات العلاقة بالشركات.

[1] Stijn Claessens, BurcinYortoglu, Corporate Governance an development (an update), A global corporate governance publication, world Bank, 20 Washington, 2012 p 05.

[2] عطا الله وارد خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي، مرجع سبق ذكره، ص 22.

- زيادة حدة مخاطر منظمات الأعمال، و خاصة مخاطر الاستثمار و المخاطر المالية، و ارتفاع تكلفة التمويل بالملكية و بالمديونية و مدى الحاجة إلى آلية للحد من هذه المظاهر.

- دوافع ظاهرة الحوكمة في ظل الفساد و سوء الإدارة و الفضائح المالية:

لقد عكست الانهيارات و الفضائح المالية و فساد و سوء إدارة العديد من كبرى الشركات و خصوصا الشركات الأمريكية باعتبارها تعمل في أقوى اقتصاد فضلا عن تفرده عن غيره من الاقتصاديات الأخرى بالبيئة المحاسبة و التدقيقية المتطورة جدا، عن مدى الحاجة إلى قواعد أكثر دقة و انضباطاً لإعادة التوازن المالي و الإداري و معالجة الخلل في النظم و الهياكل المالية و الإدارية للشركات، و لعل عرض أهم الأسباب التي أدت إلى انهيار شركة ENRON الأمريكية للطاقة سنة 2001 يلقي مزيداً من الضوء على الدوافع الموضوعية التي فرضت التوجه نحو إعطاء أهمية قصوى لموضوع تطوير الحوكمة حيث يأتي في مقدمة أسباب الانهيار ما يأتي[1]:

- عدم التزام الشركة بقوانين الشركات و هيآت الأوراق المالية، فضلا عن عدم التمسك بقواعد السلوك الأخلاقي و المهني.
- وجود تواطؤ واضح بين المراجعين القانونين و إدارة الشركة المذكورة.
- عدم وجود مؤشرات مرجعية للإفصاح و الشفافية و العرض العادل للمعلومات بالتقارير المالية للشركة.
- عدم وجود أعضاء من المستقلين أو غير التنفيذيين في مجلس إدارة الشركة.
- عدم وجود لجان فنية بالشركة سواء للمراجعة الداخلية أو للتعيينات أو للمكافآت أو لإدارة المخاطر.
- زيادة حالات التصرفات غير القانونية و غير الأخلاقية بالشركة.
- عدم وجود إستراتيجية للشركة مبنية على تحليل البيئة الداخلية و الخارجية لتحديد رؤية و رسالة و أهداف الشركة.

[1] المرجع السابق ص ص 24- 26.

- ضعف أنظمة الرقابة الداخلية خاصة نظامي الرقابة المحاسبية و الإدارية بالشركة.
- الاعتماد على مقاييس تقليدية للأداء مبنية على المعلومات المالية فقط و دون الاهتمام بالمعلومات غير المالية.
- تعظيم أرباح الشركة بأكثر من 150%و تكبيد المستثمرين خسائر لا تقل عن 25 مليار دولار في سنة مالية واحدة.
- منح الرواتب الضخمة و العلاوات المتفاقمة و المكافآت المالية لأعضاء مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين بالشركة.
- التورط مع شركات المراجعة الدولية في اعتماد إقامة مشاريع وهمية كلفت حملة الأسهم بلايين الدولارات.
- في منتصف عام 1999 وصل سعر سهم الشركة إلى ما يقرب من 5.64 دولار و هو أعلى سعر وصلت إليه أسهم الشركة المذكورة، و في منتصف عام 2000 أعلنت الشركة تضخم أرباحها بما يعادل 9.3 بليون دولار اعتمادا على اعتبار المصروفات التشغيلية بمثابة مصروفات رأسمالية، ثم كشف واقع سوق المال في ذات الوقت السعر الحقيقي لسهم الشركة الذي لا يتناسب مع سعره المحدد بمعرفة الشركة نتيجة كثرة الممارسات المالية و الإدارية الخاطئة، بالتواطؤ مع مراقب الحسابات، و نتيجة لذلك فقد اقترح رئيس هيئة الأوراق المالية الأمريكية (SEC) تقييد خدمات شركة المراجعة التي تتولى تدقيق أعمال هذه الشركة و اقتصارها على مراجعة الأعمال الضريبية، بعد الإعلان عن أن شركة إنرون شركة مفلسة في أوائل ديسمبر عام 2002.
- لدراسة و تحليل أبعاد هذا الموقف فقد أجري استقصاء مع مديري إدارة المراجعة بالشركة المذكورة بمعرفة معهد المراجعين الداخليين الأمريكي بعد إفلاس الشركة وكانت أهم مجالات الاستقصاء ما يلي:
- مدى وجود لجنة للمراجعة الداخلية.
- مدى وجود لجنة لإدارة المخاطر.

- مدى استقلال المراجع الخارجي.
- مدى ممارسة الجوانب الأخلاقية للأعمال.
- كيفية مراجعة العمليات خارج الميزانية و العمليات المالية المستجدة الأخرى كالمشتقات المالية.
- مدى سلامة و ملائمة برامج المراجعة الداخلية المتبعة مسبقاً.
- مدى تبني إستراتيجية للشركة تحدد الاستشراف المستقبلي لبرامجها و أنشطتها.
- مدى تبني برامج المراجعة لأغراض خاصة.
- مدى إجراء تغيرات في الإفصاح المالي أو في دليل أخلاقيات الأعمال أو في شركة المراجعة الخارجية أو في خدمات المراجعة الداخلية المتعاقد عليها أو في مقدمي الخدمات الاستشارية أو في إعداد التقارير المالية و غير المالية المختلفة.
- مدى قبول النصائح و المعلومات الإضافية من الإدارة و من المراجعين الخارجيين والداخليين و العاملين بالإدارة المالية و المجلس القانوني بالشركة.
- مدى توافق القانون النظامي للشركة مع تعليمات و إرشادات هيئة الأوراق المالية بالدولة.
- كيفية مراجعة العمليات الخاصة بالأطراف ذات الصلة من قبل كل من المراجعين الداخليين و الخارجيين.
- كيفية مراجعة المشتقات المالية و غيرها من العمليات المالية المستجدة من قبل كل من المراجعين الداخليين و الخارجيين.
- مدى وجود سياسة معلنة لإدارة المخاطر بطريقة رسمية بالشركة و مدى وجود أسس لقياسها و تخطيطها و متابعتها و التحوط لها.
- درجة التعاون بين المراجع الداخلي و المراجع الخارجي للشركة.
- مدى الحاجة لإجراء تغيرات رئيسية لمعايير المحاسبة المتبعة بالشركة.

- مدى الحاجة إلى المعلومات و الإرشادات المعاصرة المنبثقة عن المشرع أو الجمعيات المهنية أو المجامع العلمية و ذلك في مجالات تبسيط المعايير المحاسبية و متطلبات الإفصاح عن العمليات خارج الميزانية و عمليات الأطراف ذات العلاقة و سياسات التغيير الدوري للمراجع الخارجي.
- مدى التأكد من توافق أعمال المراجعة الداخلية بالشركة مع مقترحات هيئة الأوراق المالية الأمريكية و معهد المحاسبين القانونين الأمريكي.

و على العموم فإن أهم الدوافع التي ساهمت - كرد فع على قضايا الفساد و سوء الإدارة وما تبع ذلك من فضائح مالية - في تطوير الحوكمة ما يلي:

- تزايد الممارسات المالية و الإدارية الخاطئة بالشركات و ما يستتبعها من تلاعب وتضليل في التقارير المالية.
- تدني أخلاقيات الأعمال و ضعف نظم الرقابة الداخلية.
- ازدياد عدد القضايا القانونية على شركات المراجعة.
- غياب التحديد الواضح لمسؤوليات و سلطات مجالس إدارة الشركات و مدرائها التنفيذيين أمام أصحاب المصالح المتضاربة.
- ظهور حالات عديدة من الاحتيال و الإفلاس للكثير من الشركات دولية النشاط.

- دوافع ظاهرة حوكمة الشركات في ظل انعكاسات اقتصاد المعرفة:

لقد عكست ظاهرة اقتصاد المعرفة مجموعة من الدوافع التي استوجبت الحاجة إلى العمل بقواعد دولية لحوكمة الشركات و لعل أهم تلك الدوافع:

- عصر العولمة: حيث أنه في ظل التدفق السريع - و غير المسبوق- للسلع و الخدمات ورؤوس الأموال و الأفكار و في ظل ممارسات الشركات متعددة الجنسيات و ما تقوم به من عمليات استحواذ و اندماج من أجل السيطرة على الأسواق العالمية، أصبح من الواضح تماماً أن هذه التطورات زادت من حدة الدعوة إلى حوكمة الشركات بشكل يساير الوضع الجديد المتميز بدرجة كبيرة من الانفتاح و الترابط على مستوى

الاقتصاديات الدولية يساعد في الحد من انتقال عدوى الأزمات و تعزيز الثقة في الشركات و من ثم في الاقتصاد القومي ككل.

- التحول الحاصل على مستوى الفكر الاقتصادي، حيث تم بلوغ مرحلة الاقتصاد المبني على الأصول المعرفية.
- التعامل بمفاهيم إعادة الهيكلة و الخصخصة و إعادة الهندسة و تكنولوجيا المعلومات.
- التوجه نحو الإدارة بالمعرفة.
- التوجه نحو تطبيق فلسفة الإدارة الإستراتيجية بعناصرها المتمثلة في التفكير الإستراتيجي، التخطيط الاستراتيجي و التطبيق و التقييم الاستراتيجي.
- التوجه نحو العمل بفلسفة الإدارة البيئية و اتساع دائرة المسؤولية الاجتماعية.

و على ضوء ما سبق حاولت الكثير من الدول إنشاء آليات تؤسس لمفهوم الحوكمة و دعم أفضل الممارسات التطبيقية، و لعل أشهر هذه الجهود تمثلت في التقارير الآتية:

- الجدول (3-1) تقارير الحوكمة الأولى التي صدرت على المستوى الدولي –

سنة الاصدار	الدولة	عنوان التقرير
1987	الولايات المتحدة الأمريكية	Report of the national commission on fraudulent financial report
1992	المملكة المتحدة	Cadbury report
1994	كندا	Where was the directors
1994	جنوب افريقيا	King report I
1995	فرنسا	Vento I
1998	اليابان	Corporate governance of japan
1998	اسبانيا	The governance spanish companies
1999	اليونان	Principles on Corporate

governance in Greece recommendation for it is competitive transformation		
German code of Corporate governance	ألمانيا	2000
Code of good Corporate governance	اندونيسيا	2000
Recommendation on Corporate governance	البرازيل	2002
Corporate governance volume I	استراليا	2002
Best practices in public companies	بولندا	2002

المصدر : علاء فرحان طالب، إيمان سبحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية و الأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2011، ص 31.

I-3- أسس و مبادئ الحوكمة:

نظراً للعناية المركزة التي توليها العديد من المنظمات الدولية و البورصات العالمية بظاهرة الحوكمة، فقد حرصت على استصدار مجموعة من القواعد و المعايير والضوابط الأخلاقية و المبادئ المهنية الكفيلة بحماية حقوق الأطراف المعنية (أصحاب المصالح Stakecholders: من مساهمين، موردين، دائنين، مستثمرين، عمال و المجتمع بصفة عامة) كمرجعية قابلة للتطبيق من قبل صانعي السياسات الاقتصادية بمعظم الدول، و من تلك المنظمات نجد: منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية، بنك التسويات الدولية ممثلا في لجنة " بازل" مؤسسة التمويل الدولية، ... لكن الريادة في هذا المقام ترجع لمنظمة التعاون الاقتصادي و التنمية OCDE التي أصدرت مجموعة من المبادئ عام 1999

تحت عنوان "Principles corporate governance" غطت خمسة مجالات، إلا أنه في عام 2004 تم تعديل هذه المبادئ و أصبحت تغطي ستة مجالات كالآتي[1]:

- المبدأ الأول: ضرورة توافر إطار فعال لحوكمة الشركات:

يؤكد هذا المبدأ على أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلا من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يتناغم و يتوافق مع أحكام القانون و أن يسهم بوضوح في تقسيم المسؤوليات المختلفة بين الجهات الإشرافية و التنظيمية و التنفيذية المختلفة على أن يتضمن مجموعة الأبعاد الآتية:

- أن يكون ذو تأثير على الأداء الاقتصادي الكلي و الترويج لشفافية و كفاءة السوق.
- توافق المتطلبات القانونية و الرقابية التي تؤثر على ممارسة الحوكمة مع قواعد القانون و شفافيته.
- توزيع المسؤوليات بوضوح بين الهيئات المختلفة و في نطاق تشريعي.
- تمتع الجهات المسؤولة عن تطبيق الحوكمة بالنزاهة و الموارد للقيام بواجباتها.

- المبدأ الثاني: حقوق المساهمين

يتضمن هذا المبدأ حفظ حقوق كل المساهمين في إطار:

- ضمان توافر الحقوق الأساسية للمساهمين.
- الحق في الحصول على المعلومات و القرارات.
- الحق في المشاركة بالتصويت و بفعالية شخصيا أو بالإنابة.
- وجوب الإفصاح عن أي تعديلات في هيكل رأس المال و ضمان ممارسة المساهمين للرقابة.

[1] http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf

- المبدأ الثالث: المعاملة المتساوية للمساهمين

يتضمن هذا المبدأ المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، و حقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية بما في ذلك الأقلية و الأجانب من المساهمين و ذلك في إطار:

- المعاملة المتساوية من حيث حقوق التصويت، الحصول على المعلومات،... داخل كل فئة.
- أن يتم التصويت بالإنابة بطريقة متفق عليها مع حملة الأسهم.
- تسهيل الإجراءات الخاصة بعقد الجمعيات العامة و تجنب كل الصعوبات و التكاليف المرتبطة بالتصويت.
- الإفصاح عن أي مصالح خاصة بالتنفيذيين قد تمس الشركة.

- المبدأ الرابع: دور أصحاب المصالح

يتضمن هذا المبدأ احترام حقوق مختلف أصحاب المصالح القانونية و التعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق و كذلك آليات مشاركتهم الفعالة في ممارسة الرقابة على الشركة واستفادتهم من المعلومات المطلوبة و في الوقت المناسب، و ذلك في إطار:

- المحافظة على المصالح وفقا للقانون و الاتفاقات.
- التعويض عن أي انتهاك للحقوق.
- توفير آليات المشاركة.
- توفير المعلومات في الوقت المناسب.
- ضرورة توافر هيكل فاعل و كفء للحماية من الإعسار و ضمان حقوق الدائنين.

- المبدأ الخامس: الإفصاح و الشفافية

يتضمن هذا المبدأ التشديد على الإفصاح الدقيق عن كافة البيانات و المعلومات المتعلقة بالشركة في كل ما يتصل بضمان تدفق المعلومات في إطار:

- الإفصاح عن السياسات.

- العناية بالإفصاح استناداً إلى معايير محاسبة عالية الجودة.
- المراجعة الخارجية.
- القابلية للمساءلة.
- توفير قنوات نشر المعلومات بشكل عادل و بكلفة منخفضة و في الوقت المحدد.

- المبدأ السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة:

يتضمن هذا المبدأ هيكل مجلس الإدارة و واجباته القانونية و كيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية و دوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية و ذلك في إطار:

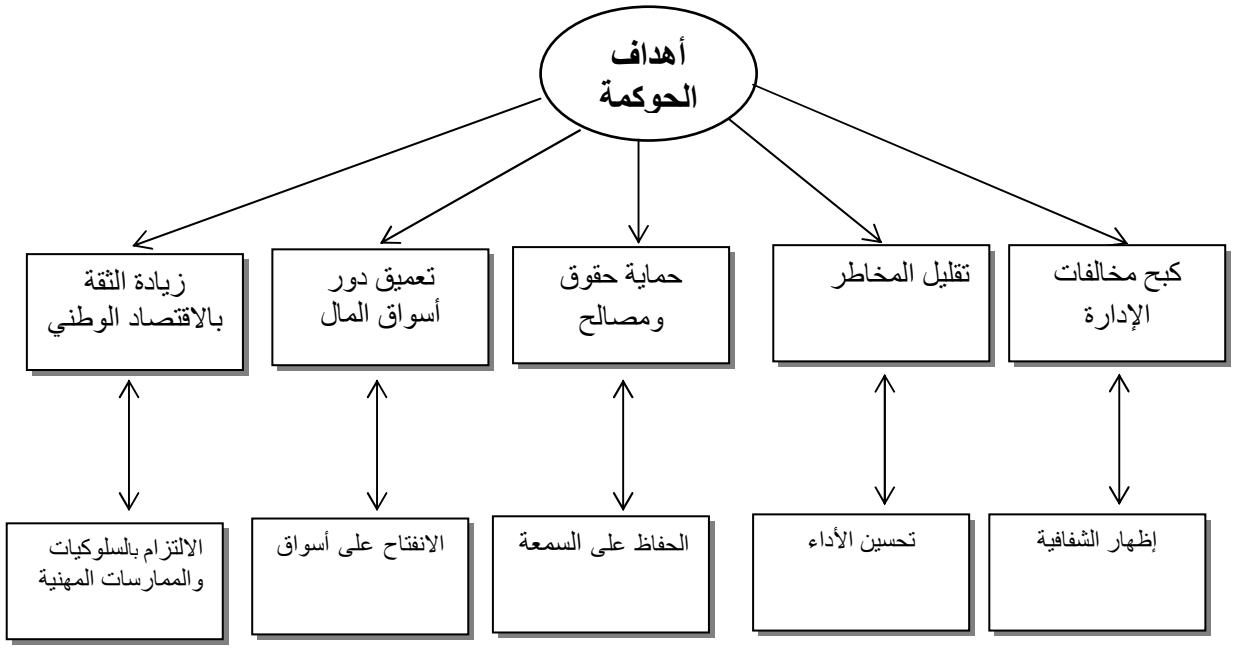
- العمل بإخلاص لما فيه صالح الشركة و المساهمين.
- المعاملة العادلة للمساهمين.
- الالتزام بالمعايير الأخلاقية.
- عرض السياسات.
- الالتزام بالموضوعية و الاستقلالية.
- سهولة الوصول و النفاذ إلى المعلومات المناسبة و الدقيقة و في التوقيت المناسب للقيام بالمسؤوليات المناطة به.

لكن ما يجب التأكيد عليه بعد عرض المبادئ التي نادت بها منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية، أن التطبيق العملي لمفاهيم الحوكمة يتأثر بثقافة الدول و النظام الاقتصادي والسياسي لكل دولة، بالإضافة إلى مستوى التعليم و الوعي العام لدى الأفراد، و هذا يعني أنه ليس هناك نظام موحد لحوكمة الشركات يمكن أن يطبق على جميع الدول و ينتظر منه تحقيق النتائج نفسها، بل تتمايز الدول و تختلف في درجة تطبيقها للحوكمة تبعا للاختلافات القائمة بينها.

I-4- أهداف الحوكمة:

تهدف قواعد الحوكمة إلى ضبط و توجيه الممارسات الإدارية و المالية و الفنية في ظل احترام الضوابط و السياسات المرسومة بما يسهم في زيادة التنافسية و جذب الاستثمارات، و بالتالي تحسين الاقتصاد بشكل عام من خلال:

- الشكل (3-1) : أهداف الحوكمة -



المصدر: علاء فرحان طالب، إيمان شيحان المشهداني، الحوكمة المؤسسة و الأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2011، ص 45.

I-5- نماذج الحوكمة:

تتعدد نماذج حوكمة الشركات على المستوى الدولي و لعل أهمها[1]:

- النموذج الأوروبي (نظام الداخليين)

حيث تتركز الإدارة و الملكية في أيدي عدد قليل من الأفراد أو العائلات أو المديرين ولأن هؤلاء الأطراف يؤثرون بشدة على طريقة تشغيل و عمل الشركة يطلق عليهم "الداخليون"، و معظم الدول خاصة تلك التي يحكمها القانون المدني، لديها هياكل ملكية

[1] محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي و الإداري، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص ص 24-26.

مركزة و يقوم الداخليون في هيكل الإدارة المركزة بممارسة السيطرة أو التحكم في الشركات بعدة طرق منها قيامهم بملكية أغلبية أسهم الشركة و تمتعهم بأغلبية حقوق التصويت، حيث غالبا ما يقوم المساهمون ذوو الملكيات الضخمة من الأسهم بالتحكم في الإدارة عن طريق التمثيل المباشر في مجلس الإدارة و في بعض الأحيان يملك الداخليون عددا قليلا من الأسهم، و لكنهم يتمتعون بأغلبية حقوق التصويت و يحدث ذلك عندما تتعدد أنواع الأسهم مع تمتع بعضها بحقوق تصويت أكثر من بعضها الآخر، و إذا ما تمكن بضعة أفراد من امتلاك أسهم ذات حقوق تصويت ضخمة فإن ذلك سيمكنهم فعلا أن يتحكموا في الشركة، حتى و لو لم يكونوا هم أصحاب أغلبية رأس المال.

و مما لا شك فيه، أن لكل نظام من هياكل الملكية مزاياه و عيوبه و من ثم له تحديات لنظام حوكمة الشركات الخاص به، حيث تتمتع الشركة التي يتحكم فيها الداخليون بمزايا عديدة منها أن الداخليين لديهم السلطة و الحافز لمراقبة الإدارة بالإضافة إلى أن الداخليين يميلون إلى اتخاذ القرارات التي تعزز أداء المنشأة في الأجل الطويل، و من ناحية أخرى نجد أن نظام الداخليين يعرض الشركة إلى الفشل في بعض النواحي المعينة لحوكمة الشركات و إحداها هو أن أصحاب الشركة أو أصحاب حقوق التصويت من ذوي النسب المسيطرة، يمكن أن يرغموا أو يتواطؤوا مع إدارة الشركة للإستيلاء على أصول الشركة على حساب مساهمي الأقلية، و يمثل ذلك مخاطرة كبيرة عندما لا يتمتع مساهموا الأقلية بحقوقهم القانونية و يحدث الشيء نفسه عندما يكون مديرو الشركة من كبار المساهمين أو من كبار أصحاب القوة التصويتية أو كليهما و يستخدمون هذه السلطة في التأثير على قرارات مجلس الإدارة التي قد يستفيدون منها بشكل مباشر على حساب الشركة، و مثال ذلك الموافقة على مرتبات و مزايا باهضة و كذلك شراء مستلزمات إنتاجية تزيد أسعارها عن المعتاد، و كذلك شراء المنشآت منافسة بغرض وحيد هو زيادة الحصة السوقية للشركة و القضاء على المنافسة، و الطريقة الأخرى هي إقناع مجلس الإدارة لرفض عروض الاستحواذ (بيع أصول الشركة لأفراد يقومون بتقليل قيمتها لأغراض خاصة بهم تحت ستار الخصخصة) أو التعرض لقيود السوق لعدم قيدها في سوق الأوراق المالية.

يتضح مما سبق أن الداخليين الذين يستخدمون سلطاتهم بطريقة غير مسؤولة يعملون على ضياع موارد الشركة و تخفيض مستويات الإنتاجية فيها، و هنا تظهر أهمية تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الشركات التي يسيطر عليها الداخليون و ذلك بغرض حماية أصول الشركة و حقوق الأقلية.

- النموذج الأنجلو-أمريكي (نظام الخارجيين):

في ظل هذا الهيكل يكون هناك عدد كبير من أصحاب الأسهم (الملاك) يملك كل منهم عددا صغيرا من أسهم الشركة، و عادة ما لا يكون هناك حافز لدى صغار المساهمين لمراقبة نواحي نشاط الشركة عن قرب، كما أنهم يميلون إلى عدم المشاركة في القرارات أو السياسات الإدارية، و من ثم يطلق عليه الخارجيون و يشار إلى نظم الملكية المشتتة بنظم الخارجيين و تميل الدول ذال القوانين القائمة على العرف مثل المملكة المتحدة والولايات المتحدة إلى هياكل الملكية المشتتة في الشركات.

فالشركات في نظام الخارجيين تعتمد على الأعضاء المستقلين Non-Executive Directors في مجلس الإدارة لمراقبة السلوك الإداري للأعضاء التنفيذيين، و يميل أعضاء المجلس إلى الإفصاح بشكل واضح و بدرجة متساوية عن المعلومات و تقييم الأداء الإداري بشكل موضوعي و حماية مصالح و حقوق المساهمين بقوة و نتيجة لهذا يعتبر نظام الخارجيين أكثر قابلية للمحاسبة و أقل فسادا و بالرغم من تلك المزايا فإن الهياكل ذات الملكية المشتتة لها نقاط ضعف منها:

1- يميل الملاك المشتتون إلى الاهتمام بتعظيم الأرباح في الأجل القصير و ليس في الأجل الطويل و يؤدي ذلك إلى الخلافات بين أعضاء مجلس الإدارة و أصحاب الشركات.
2- تواتر التغيرات في هيكل الملكية نظرا لأن المساهمين قد لا يرغبون في التخلي عن استثماراتهم على أمل تحقيق أرباح أكثر ارتفاعا في مكان آخر و كلا الأمرين يؤدي إلى إضعاف استقرار الشركة.

3- تشتت هيكل الملكية من شأنه إعاقة المراقبة الفعالة من طرف المساهمين[1].

مما سبق يتضح لنا أن كلا من نظام الداخليين و الخارجيين يحمل مخاطر في طياتها والغرض من نظم حوكمة الشركات هو التقليل إلى أدنى حد من هذه المخاطر و تشجيع التنمية السياسية و الاقتصادية، و يعتمد النظام الفعال لحوكمة الشركات على مزيج من الضوابط الداخلية و الخارجية.

I -6- محددات الحوكمة:

حتى يمكن بلوغ الاهداف المرجوة من التطبيق الجيد للحوكمة ينبغي توفر إطار ملائم يتحدد بمجموعتين من المحددات على النحو الآتي[2]:

المحددات الخارجية:

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

[1] Grégory Denglos, creation de valeur, risqué de marché et gouvernance des enterprises, Edition Economica, Paris, 2010, p 19.

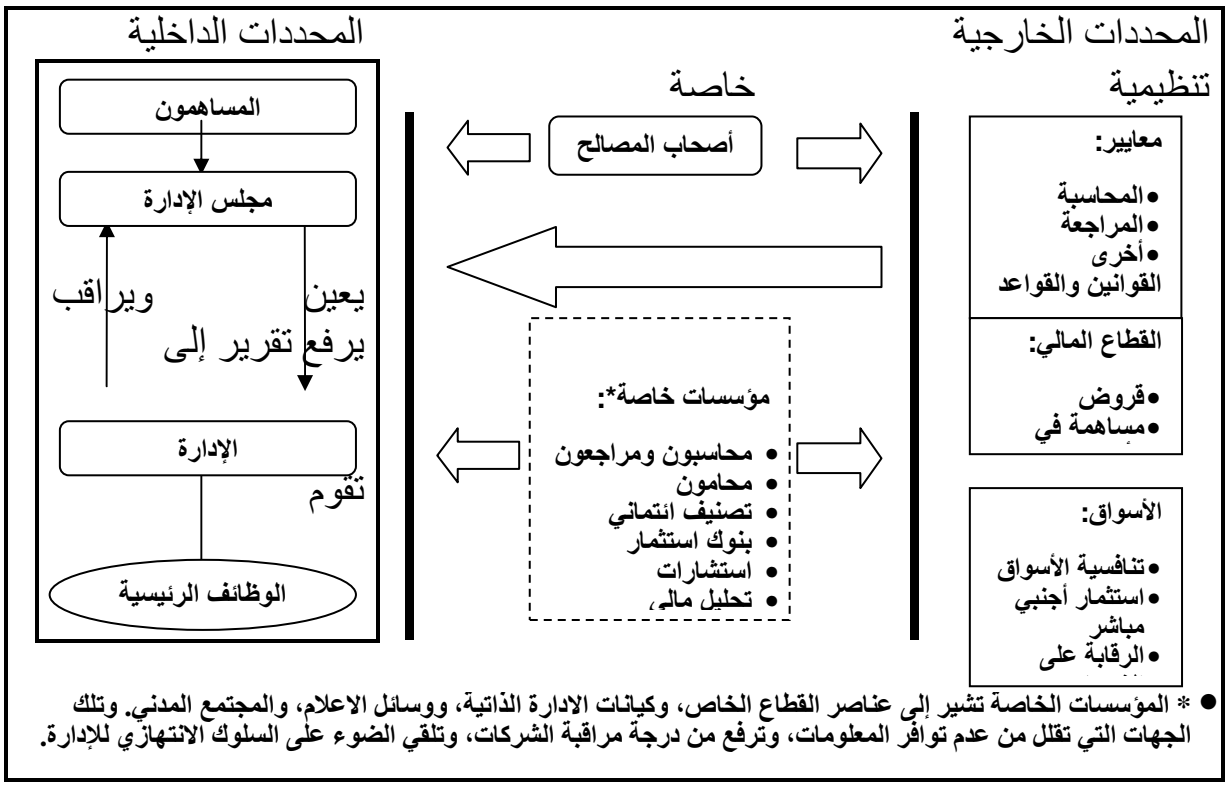
2 Fawzy, S. Assessment of Corporate Governance in Egypt., The Egyptian Center for Economic Studies Working Paper No. 82 April 2003. pp: 6-7.

المحددات الداخلية:

وتشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدى توافرها من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة.

و الشكل الموالي يلخص محددات الحوكمة:

- الشكل (3-2): المحددات الخارجية والداخلية للحوكمة -



Source:Iskander, M. and N. Chamlou, Corporate Governance: A Framework for Implementation, Globalization and Firm Competitiveness in the Middle East and North Africa Region, 2002, P 122.

II - تجارب دولية في مجال الحوكمة:

انبثق عن الاهتمام المتزايد بمفهوم الحوكمة، قيام العديد من الدول بإصدار عدد من التقارير و التوصيات الخاصة بالأبعاد التطبيقية لهذه الظاهرة، و رغم أنه ليس هناك نموذج مرجعي وحيد صالح للتطبيق من طرف الجميع و يؤدي إلى النتائج نفسها في جميع الدول- لاعتبارات الاختلافات الاقتصادية، الثقافية، السياسية و الاجتماعية بين

الدول- إلا أنه هناك توافق كبير في صياغة معايير الحوكمة الخاصة بكل دولة بسبب تشابه المشكلات التي تعترض التسيير السليم لأنشطة الشركات و تنظيم قطاع الأعمال وفيما يلي عرض لبعض التجارب التي تعكس تطور تطبيقات الحوكمة لعدد من الدول المختارة:

II-1- تجربة المملكة المتحدة البريطانية:

يشار إلى المملكة المتحدة كأولى الدول الرائدة في تطبيق نظام حوكمة الشركات نتيجة استباقها لقيادة حملة إصلاحية في مجال تطبيقات آليات الحوكمة كنتيجة لتعثر العديد من كبريات الشركات خلال عقد الثمانينيات، حيث تعد المملكة المتحدة أول دولة من بين دول الاتحاد الأوروبي تصدر تشريعا يهدف إلى تشجيع التطبيق الاختياري للممارسات الرشيدة لإدارة الشركات بالإضافة إلى ذلك هناك العديد من المنظمات و المجامع المعنية التي كانت و لا تزال تدعم و تشجع هذا التوجه، و من تلك المنظمات الاتحاد البريطاني للمؤمنين، الاتحاد الوطني لصناديق المتقاعدين، اتحاد مديري الصناديق الاستثمارية مجمع المحاسبين في انجلترا و ويلز و غيرها من المنظمات[1].

أدت المشاكل المترتبة عن قيام بعض الشركات بإخفاء معلومات و بيانات مالية بالحسابات و القوائم المالية المقدمة للمساهمين و التي انتشرت في بداية التسعينيات إلى قيام كل من بورصة الأوراق المالية و كذلك مجلس التقارير و جهات محاسبية أخرى بدراسة كيفية إعادة الثقة مرة أخرى في التقارير المالية التي تصدرها الشركات، حيث أدت تلك الظروف إلى تكييف ثقافة المفهوم السائد داخل الشركات لصالح ثقافة حوكمة الشركات وكانت هذه البداية الفعلية لأول فرصة لمجتمع الأعمال بالمملكة المتحدة لإجراء حوار جدي و مفتوح عن موضوع حوكمة الشركات، و قد أسفر ذلك عن صدور تقرير كادبيري (Cadbury Report) و الذي يعتبر حتى اليوم من أهم التقارير التي تناولت مفهوم

[1] عطا الله وارد خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي، مرجع سبق ذكره، ص 48.

حوكمة الشركات في المملكة المتحدة بل و العالم و يضم هذا التقرير 19 بنداً تشمل توجيهات الممارسات السليمة لمفهوم حوكمة الشركات و هي كالتالي[1]:

1- ينبغي على مجلس الإدارة أن يجتمع بانتظام و أن يحافظ بصفة دائمة على رقابة كاملة وفعالة على كل نواحي الشركة، و أن يتابع أعمال الإدارة التنفيذية.
2- يجب أن يكون لمجلس الإدارة جدول رسمي للمسائل المخصصة له و ذلك لاتخاذ القرارات، و لضمان توجيهات و رقابة الشركة من قبل الإدارة.
3- يجب أن يضمن مجلس الإدارة المحافظة على وجود علاقة موضوعية و مهنية مع المراجعين.
4- يقع على عاتق مجلس الإدارة تقديم تقرير متوازن بكافة جوانبه و مفهوم لوضع الشركة في السوق.
5- ينبغي على الأعضاء أن يوضحوا مسئولياتهم عن إعداد التقارير المالية.
6- يجب ألا تتجاوز عقود خدمة المديرين التنفيذيين عن ثلاث سنوات، و إذا تم ذلك يجب أن يكون بموافقة المساهمين.
7- يجب الإفصاح من ناحية المديرين في تقريرهم عن مدى فاعلية نظام الرقابة الداخلية المطبق بالشركة.
8- يجب على مجلس الإدارة أن يضمن وجود لجنة المراجعة و التي تتكون من ثلاثة أعضاء على الأقل من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين Non-Executive Directorsو ذلك مع وضع نظام أساسي لها Charter يتناول بوضوح سلطاتهم و واجباتهم.
9- لابد من وجود إجراء متفق عليه بالنسبة لأعضاء المجلس في تقرير واجباتهم للحصول على مشورة مهنية مستقلة عند الضرورة على حساب الشركة.
10- لابد من وجود تقسيم واضح و مقبول و مكتوب للمسؤوليات في رئاسة الشركة بما يضمن توازي القوى و السلطة، و ذلك حتى لا ينفرد أحد بالسلطة في اتخاذ القرارات.

[1] محمود مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 76-77.

11- يجب أن يضم مجلس الإدارة أعضاء غير تنفيذيين Non-Executive Director و أعضاء تنفيذيين بشكل يجعل هناك توازنا في المسؤوليات.

12- ينبغي أن يكون لكل أعضاء المجلس حق الحصول على المشورة والتوصل إلى المعلومات، و ذلك لضمان التأكد من أن إجراءات المجلس تتبع و أن القواعد المطبقة و اللوائح يتم التوافق معها.

13- ينبغي أن يكون لأعضاء لجنة المراجعة حكم مستقل مسموع في المسائل الخاصة بإستراتيجية الشركة، و كذلك بالأداء و الموارد بما في ذلك التعيينات الأساسية و الالتزام بمعايير السلوك المهني.

14- يجب أن يكون أعضاء لجنة المراجعة مستقلين عن الإدارة و أن لا يكون لأعضاء اللجنة أي أعمال أو ارتباطات أخرى تؤثر جوهريا على طبيعة عملهم الرقابية.

15- يجب أن يتم تعيين أعضاء لجنة المراجعة لمدة معينة بحيث لا تكون إعادة تعيينهم تلقائيا.

16- يجب اختيار أعضاء لجنة المراجعة من خلال عملية رسمية تحت إشراف مجلس الإدارة.

17- يجب الإفصاح الكامل عن كل ما يتقاضاه الأعضاء من مكافآت و كذلك رئيس مجلس الإدارة.

18- ما يدفع للمديرين التنفيذيين يجب أن يخضع لتوصيات لجنة الأجور المكونة كلها أو بصفة رئيسية من أعضاء لجنة المراجعة.

19- يجب على أعضاء المجلس التقرير على أن الأعمال مستمرة مع افتراضات معززة ضمن دليل الحوكمة و هي تشمل على:

- الحاجة إلى التصدي لإساءة استخدام الحرية بالنسبة لأجور و مزايا أعضاء المجلس.
- الحاجة إلى وجود رقابة جيدة على التشغيل.
- الحاجة إلى الفصل بين الوظائف الأساسية لضمان الرقابة.

- الحاجة إلى ضمان إشراف أفضل من خلال لجنة المراجعة.

و من الجدير بالإشارة إلى أن هذا التقرير لاقى العديد من الافتراضات و المقاومة عند إصداره، من قبل الشركات بحجة أنه يمثل إعاقة لعمليات الشركات، إلا أنه وجد في الطرف الآخر من يصر عليه و ينادي بضرورة تطبيقه من أجل المصلحة العامة و من أجل زيادة ثقة المستمرين في القوائم المالية التي تصدرها الشركات، و بالرغم من عدم إلزامية التوصيات التي تبناها هذا التقرير، إلا أن بورصة لندن مثلا ترغم الشركات المدرجة فيها بتحديد مدى التزامها بتلك التوصيات في تقاريرها السنوية.

و في عام 1993 قدمت مجموعة عمل برئاسة "Rutteman" تقريراً حمل اسم الأخير أوصى بأنه يجب على الشركات المقيدة في البورصة أن يكون ضمن تقريرها، تقريراً عن نظم المراقبة الداخلية التي تقوم الشركة بتطبيقها للحفاظ على أصول الشركة، غير أن الانتقاد الأساسي الموجه لهذا التقرير هو حصره لمسؤولية الشركة في الرقابة المالية الداخلية فقط.

و في عام 1995 تم تكليف لجنة جديدة لاستكمال الأعمال السابقة، تمثلت في لجنة "Greenbury" ركزت موضوع عملها أساسا على الرشاوى و الإكراميات و المكافآت و المزايا التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة، حيث أوصى التقرير بأهمية وضرورة إنشاء لجنة مستقلة عن مكاتب المديرين يكون من ضمن اختصاصها مراجعة وتقييم اللوائح و الأسس التي يتم على أساسها تحديد المكافآت بحيث تتناسب مع أداء أعضاء مجلس الإدارة، و فيما يلي بعض أهم بنود تقرير لجنة Greenbury[1]:

- تجنب تعارض المصالح بقدر الإمكان، و ينبغي على مجالس الإدارات إنشاء لجنة لمكافآت الأعضاء من غير المديرين (لجنة المراجعة) لتحديد نيابة عنهم - و باسم المساهمين- في حدود أحكام مرجعية متفق عليها سياسة الشركة في منح مكافآت

[1] طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب و المتطلبات) الطبعة الثانية، الدار الجامعية مصر، 2007، ص 18.

الإدارة التنفيذية و حزمة المكافآت المرتبطة بها لكل من الأعضاء التنفيذيين بما في ذلك حقوق المعاش و أي مدفوعات مكافآت أخرى.

- ينبغي على مجالس الإدارات وضع أحكام مرجعية واضحة بالنسبة للجان المكافآت، و هذا يتطلب من هذه اللجان ما يلي:

✓ أن تحدد باسم مجلس الإدارة و المساهمين السياسة العريضة للشركة لمكافآت المديرين التنفيذيين و المجموعة الكاملة للمكافآت الفردية لكل من الأعضاء الذي يشغلون مناصب في الإدارة التنفيذية و الإدارة العليا.

✓ يجب أن يحصل أعضاء الإدارة التنفيذية على كل تشجيع لتعزيز أداء الشركة وضمان أنهم سوف يحصلون على مكافآتهم بشكل عادل و حسب مساهمتهم الفردية.

✓ يجب أن تتوافق المكافآت مع ميثاق الممارسة الأفضل.

✓ يجب أن يقدموا تقاريرهم مباشرة إلى المساهمين نيابة عن المجلس عن قراراتهم.

- و بالنسبة لتقرير لجنة المكافآت للمساهمين فيجب أن يكون الوسيلة الأساسية التي يتم من خلالها تقديم إفصاحات الشركة إلى المساهمين عن مكافآت أعضاء المجلس ويجب أن يكون التقرير باسم المجلس و أن يكون في قسم منفصل أو ملحق بالتقرير السنوي للشركة و قوائمها.

و يجب أن يبرز السياسة العامة عن مكافآت الإدارة التنفيذية و المكافآت الفعلية التي تقاضوها ككل شاملة خيارات الأسهم و حقوق المعاشات المكتسبة بالنسبة لأعضاء المجلس بالاسم و المبالغ التي تقاضوها و الالتزام بأن كل عضو يجب أن يخضع للمراجعة.

و في السنة ذاتها صدر تحت إشراف بورصة الأوراق المالية بلندن تقرير "Hampel" والذي ركز مرة أخرى على دور الرقابة الداخلية في حوكمة الشركات حيث أوصى التقرير بمسؤولية مجلس الإدارة عن نظام الرقابة الداخلية بالشركات و خاصة الرقابة المالية، و ضرورة قيام المجلس بإجراء تقييم دوري للنظام و تحديد مدى ملائمته لعمليات الشركة.

و في عام 1998 تم تجميع الرصيد السابق من التقارير ضمن ميثاق مشترك سمي بالكود الموحد "Combined code" و الذي اشتمل على كافة التوصيات التي تضمنتها التقارير السابقة، بحيث أصبح الالتزام بما جاء فيه من متطلبات القيد في بورصة الأوراق المالية بلندن جنبا إلى جنب مع القواعد الخاصة المعمول بها أصلا في الشركات ذاتها، و قد تم تعديل هذا الكود سنة 2003، ثم سنة 2006 [1] ليتكيف و يستجيب لأفضل الممارسات لحوكمة الشركات.

و في عام 1999 استمر الحوار حول حوكمة الشركات من خلال أعمال لجنة "Turnbull" حيث أعد تقريراً سنة 1999 بدعم من بورصة لندن للأوراق المالية مركزاً على تقارير الرقابة الداخلية من الكود الموحد و من أهم ما جاء به:

- يجب أن يعكس ممارسة الأعمال بطريقة صحيحة و أن الرقابة الداخلية تجسد الأعمال التي تتيح للشركة تحقيق أهدافها.
- يتم الاستمرار في تطوير الأعمال مع التواصل بتغيرات البيئة.
- تمكين كل شركة من إجراء التطبيقات التي تلائم ظروفها الخاصة.

و في عام 2003 تعزز مسار حوكمة الشركات في المملكة المتحدة بظهور تقريرين جديدين عن حوكمة الشركات و دور مجلس إدارة الشركات و أنظمة الرقابة الداخلية بالشركات و اللجان التابعة لمجلس الإدارة و تقييم و إدارة المخاطر متمثلان في كل من Higges and smith Reports.

II-2- تجربة الولايات المتحدة الأمريكية:

ظهر مصطلح حوكمة الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية في ظروف تتشابه إلى حد كبير ظروف ظهوره في المملكة المتحدة، نظراً لعدة عوامل أهمها ارتباط العديد من الشركات بالبلدين فيما بينهما، و لكن الاهتمام بهذا المفهوم ظهر بصورة في الولايات المتحدة عند قيام صندوق المعاشات العامة:

[1] www.frc.co.uk/documents/pagemanager/frc/combine/code/June/2006/pdf.

The California Public Employees Retirement system (Calpers)

بتعريف الحوكمة و إلقاء الضوء على أهميتها و دورها في حماية حقوق المساهمين وعلى ضوء اهتمامه بهذا الموضوع، أصدر الصندوق مجموعة من المبادئ و الخطوط الإرشادية الجوهرية لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات[1]، و سوف نستعرض فيما يلي ملخصا لأهم تلك المبادئ و الحظوظ الإرشادية كما يلي[2]:

- المبادئ الجوهرية لحوكمة الشركات:

1. يجب على أعضاء مجلس الإدارة المستقلين تشكيل أغلبية ضخمة من مقاعد المجلس.
2. يجب على أعضاء مجلس الإدارة المستقلين عقد اجتماع مرة واحدة على الأقل سنويا دون حضور أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين.
3. يجب أن يتم تعيين " عضو مجلس الإدارة القائد" من قبل أعضاء مجلس الإدارة، إلا إذا كان رئيسا مستقلا هو الذي يقوم بقيادة المجلس.
4. يجب أن تكون لجان المجلس مكونة كليا من أعضاء مجلس إدارة مستقلين.
5. يجب أن تكون مكافأة عضو مجلس الإدارة مكونة من النقد و الأسهم، مع اعتبار أن الأسهم تمثل جزءاً هاما من الأجر الإجمالي.
6. يجب على مجالس الإدارة إقرار بيانات كتابية تتعلق بمبادئها الخاصة بالمكافأة مع ضرورة إعادة تقييمها بصفة منتظمة.
7. يجب على مجالس الإدارة وضع معايير للأداء خاصة بها و مراجعة الأداء الذي لا يتناسب مع تلك المعايير بصفة دورية.
8. يجب على أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وضع معايير للأداء و حوافز تعويضية للمسؤول التنفيذي و مراجعة الأداء الذي لا يتناسب مع تلك المعايير بصفة منتظمة.
9. يجب أن يكون لدى أعضاء مجلس الإدارة المستقلين حرية الوصول إلى المستشارين المستقلين لتقييم أداء المسئول التنفيذي و أجره.

[1] سالم بن سلام بن حميد الفليتي، مرجع سبق ذكره، ص 37.
[2] محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 80، 81.

10. يجب على مجالس الإدارة إقرار خطوط إرشادية تنظم الالتزامات التي يصعب الإيفاء بها نظرا لضيف الوقت، و هي المشكلة التي يواجهها أعضاء مجلس الإدارة عندما يعملون في عدة مجالس إدارة.

- الخطوط الإرشادية لحوكمة الشركات:

1. يجب على أعضاء مجلس إدارة الشركة و مساهميها الاتفاق على تعريف موحد " للاستقلال" و إلى أن يتم الوصول إلى مثل هذا الإجماع يجب على كل شركة أن تقوم بإصدار التعريف الخاص بها في تقريرها السنوي.

2. يجب على مجلس الإدارة وضع وظيفة عضو مجلس الإدارة في الاعتبار واتخاذ الخطوات نحو الانفتاح على أفكار جديدة.

3. يجب على مجلس الإدارة إعادة فحص التنسيق التقليدي لمراكز المسؤول التنفيذي و لرئيس مجلس الإدارة عند اختيار مسؤئول تنفيذي جديد.

4. يجب أن يكون لدى مجلس الإدارة خطة فعالة لتعاقب المسؤولين التنفيذيين، كما يجب أن يحصلوا على تقارير دورية من الإدارة حول تقدم أعضاء الإدارة العليا.

5. يجب أن يحصل كل أعضاء مجلس الإدارة على حرية الوصول إلى الإدارة العليا مع المسئول التنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة أو المدير القائد الذي يعمل كحلقة وصل.

6. يجب على مجالس الإدارة مراجعة حجمها بصفة دورية لتحديد الحجم الأكثر فعالية.

7. يجب على كل مجلس إدارة وضع التوقعات السلوكية الفردية لأعضاء المجلس والتي تتعلق بالحضور و الاستعداد و المشاركة و الإخلاص.

8. المسؤولون التنفيذيون المتقاعدون يجب ألا يستمروا في العمل كأعضاء مجلس إدارة.

حاز تقرير صندوق المعاشات سنة 1987 على موافقة غالبية الشركات الأمريكية بخصوص التوصيات و المبادئ التي وردت فيه، ثم أعقب ذلك قيام اللجنة الوطنية الخاصة بالانحرافات في إعداد القوائم المالية National Commission on Fraudulent Financial Reporting بإعداد تقريرها المعنون Treadway Commission الذي تضمن قواعد حوكمة الشركات الخاصة بمنع الغش و التلاعب في

إعداد القوائم المالية، و ذلك عن طريق الاهتمام بمفهوم نظام الرقابة الداخلية و تقوية مهنة التدقيق الخارجي.

و في عام 1999 أصدرت بورصة نيويورك (NYSE) و جمعية حماية الوسطاء Association of securities dealers تقريرهما المشهور المعنون Blue Ribbon Report و قد ناقش هذا التقرير جوانب القصور في الأسس و القواعد المنظمة لعمل شركات المساهمة العامة، لاسيما أدوار المدققين الماليين و الأدوار و المسؤوليات التي يضطلع بها مجلس الإدارة، كما اهتم التقرير بشكل واضح بفعالية الدور الذي تقوم به لجان التدقيق بالشركات بشأن الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات و قد تضمن التقرير عشر توصيات يجب توافرها في عضو لجنة التدقيق و في مقدمة ذلك الاستقلالية و الحيادية.

و على إثر الانهيارات المالية الكبرى لبعض الشركات الأمريكية عام 2002 خاصة شركة إنرون العملاقة، اتضح أن تلك الانهيارات قد حدثت بسبب اتخاذ قرارات غير سليمة نتيجة غياب الشفافية و عدم العمل بشكل مؤسسي و ضعف تدفق المعلومات والتغاضي عن حقوق حملة الأسهم و التزوير في البيانات و الميزانيات و الأرباح و غياب الرقابة، حيث دفعت تلك الأسباب و غيرها، السلطات الأمريكية إلى إصدار قانون Sarbans-Oxley act الذي ركز على دور حوكمة الشركات في القضاء على الفساد المالي و الإداري الذي يواجه العديد من الشركات من خلال تفعيل الدور الذي يقوم به أعضاء الإدارة غير التنفيذيين في مجالس الإدارة.

و قد أسفرت تجربتي كل من المملكة المتحدة و الولايات المتحدة في الإلتزام ببعض القواعد التي أسهمت في تحسين الوضع داخل الشركات المتعثرة في تطبيق بعض المبادئ و القواعد التي تبنتها منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية بعد ذلك في صورة مبادئ الحوكمة[1].

[1] سالم بن سلام بن حميد الفليني، مرجع سبق ذكره، ص 38.

II-3- تجربة فرنسا:

توجد عوامل عديدة جعلت أطراف السوق أكثر اهتماما بقواعد الحوكمة و إدارة الشركات في فرنسا، و من أبرز تلك العوامل هي زيادة وجود المساهمين الأجانب و ظهور مفهوم صناديق المعاشات في فرنسا و الرغبة في تحديث سوق المال بباريس، و تولى ذلك أهم منظمتين لأصحاب الأعمال في فرنسي هما المجلس الوطني لأصحاب الأعمال الفرنسيين و الجمعية الفرنسية للمنشآت الخاصة و اللذان قاما بإنشاء لجنة قواعد إدارة الشركات التي كانت برئاسة فينو Vienot رئيس الجمعية العمومية ، حيث صدر تقرير فينو في عام 1995، و قد جذب التقرير الكثير من الاهتمام، إلا أن التقرير لم يقترح إدخال تغييرات جوهرية على الممارسات التي كانت سائدة، و لذلك تأخر تنفيذ ما توصل إليه من توصيات و أيضا لم تكن هناك متابعة رسمية على شكل تقييم يبين مدى الالتزام بتلك التوصيات ويتضمن هذا التقرير مجموعة من التوصيات منها:

1. يجب على كل مجلس أن يضم عددا لا يقل عن عضوين من الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين.
2. يجب أن يمتلك المديرون عددا معقولا و مناسبا من أسهم شركتهم.
3. يجب أن يحتوي كل مجلس على لجنة ترشيحات تضم عضوا مستقلا واحدا على الأقل و رئيس مجلس إدارة الشركة.
4. يجب أن تكون لكل مجلس لجان مراجعة و مكافآت و ترشيحات، و كذلك يجب أن يشير كل مجلس إلى عدد الاجتماعات التي تعقدها كل لجنة سنويا، و أيضا يجب أن تتكون كل لجنة من ثلاثة مديرين على الأقل، و يجب أن يكون أحدهم مستقلا.
5. يجب على الشركات أن تتجنب احتواء مجالسها على عدد كبير من الأعضاء الذين يعملون في أكثر من 5 شركات.
6. على المجالس المشاركة في القرارات ذات الأهمية الإستراتيجية للشركة، و على الشركات أن تفصح كل سنة عن كيفية تنظيمها لصنع القرارات.

و لكن كانت المشكلة المتعلقة بتقرير فينو هي أن الالتزام كان متروكا لاختيار الشركات تماما و لم يكن للبورصة أو لأي جهة تنظيمية أخرى متطلبات خاصة بالإفصاح عما إذا كانت الشركة تطبق مبادئ فينو أم لا، و في عام 1996 قام مجلس الشيوخ بالتحقيق ودراسة قواعد حوكمة الشركات، و ترتب على هذه الدراسة صدور تقرير ماريني 1996 الذي اشتمل على مقترحات بإحداث تغييرات قانونية غطت مجموعة من الموضوعات يرتبط بعضها بشؤون حوكمة الشركات.

كما أن قانون 2003/08/01 للسلامة المالية فتح مجالات جديدة لتحسين حوكمة الشركات، لا سيما بخصوص مسألة المراقبة الداخلية التي اعتبرها أحد المفاتيح المهمة لوضع مجالس الإدارة في موضع المسؤولية المباشرة من منطلق واجبات الوكالة المسندة له[1].

II-4- تجربة روسيا:

أحرزت روسيا تقدما عندما قامت بإصدار قانون حوكمة الشركات حيث ساعد في رفع معايير حوكمة شركاتها إلى المستويات المقبولة لدى المستثمرين الدوليين، وما يزال هناك الكثير مما يجب على روسيا أن تفعله لكي تستفيد استفادة كاملة من مزايا العولمة. ويعتبر الإفصاح والشفافية من أبرز مجالات التقدم في مجال حوكمة الشركات الروسية، وتكشف تقارير الحوكمة الروسية السنوية والربع السنوية المزيد من التفاصيل عن الأداء المالي والأداء غير المالي للشركات رغم ما يتطلبه الأداء غير المالي من شمولية. ويزداد عدد الشركات الروسية الكبرى التي تصدر تقاريرها وفق معايير المحاسبة الدولية IAS والمبادئ المحاسبية المقبولة قبولا عاما GAAP، ومما هو جدير بالذكر أن معهد قانون وحوكمة الشركات أعطى الشركات الروسية درجات عالية لممارسات الشفافية والإفصاح المطبقة فيها، وكذلك أحدثت الشركات الروسية تقدماً ملحوظاً في مجال إعداد وعقد اجتماعات سنوية للمساهمين، ورفع مستوى وعي المساهمين بحقهم في حضور هذه الاجتماعات، والمشاركة في التصويت، وكذلك تحسنت إجراءات حوكمة الشركات في

[1] Frédéric Peltier, la corporate governance au secours des conseils d'administration, Edition DUNOD, Paris, 2004, p 19.

مجال إعداد الوثائق الداخلية للشركة، حيث ينص قانون الشركات الروسية على أن تتضمن لوائح كل شركة مساهمة وضع أنظمة أساسية للاجتماعات العامة للمساهمين ومجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة مثل لجنة المراجعة وخدمة الرقابة المالية وخدمة المراجعة الداخلية.

ورغم هذه الإنجازات ما يزال مجتمع الشركات الروسية يحتاج إلى تحسينات عملية في العديد من المجالات شديدة الأهمية مثل الإفصاح عن الملكية وهيكل الملكية ووضع قواعد واضحة للدمج والتملك وإعادة التنظيم وتسديد الأرباح وتكوين مجالس الإدارة والاستقلالية لدى الأعضاء، ويتوقع البعض أن تساهم المصارف الروسية والأجنبية بقوة في تطوير حوكمة الشركات في القطاع الصناعي، عن طريق قيام تلك المصارف بتقييم الحوكمة في الشركات في القطاع الصناعي عن طريق قيام تلك المصارف بتقييم الحوكمة في الشركات المصدرة للأسهم، مثل تقييم عوامل المخاطرة وربط تكلفة الائتمان بهذا المعامل. ومع ذلك فإن المصارف الروسية في الوقت الحالي لا تهتم بذلك عند قيامها بتقييم مخاطر المقترضين، وقد أكد هذا الاتجاه مسح أجرته المؤسسة الدولية للتمويل عن ممارسات حوكمة الشركات في المصارف الروسية، وعلاوة على ذلك، فإن المصارف الأجنبية العاملة في روسيا لا تبدي أي اهتمام منظم بالحوكمة في الشركات المقترضة ولا تربط بين تكلفة الائتمان ومستوى الحوكمة في الشركة المقترضة[1].

III - حوكمة الأسواق المالية:

عقب الأزمات المالية المتتالية، قفز مفهوم حوكمة الشركات إلى صدارة الاهتمامات وأصبح قضية رئيسية بالنسبة لمختلف الحكومات، حيث سمحت تلك الأزمات بالكشف عن مدى الخلل الذي كانت تعاني منه أكبر شركات قطاع المال و الأعمال و على مستويات عديدة، و لعل تداعيات الأزمة المالية لسنة 2008 فرضت تحولا محسوسا أدى إلى انتقال مفهوم حوكمة الشركات من إطاره التنظيري إلى واقع عملي، فتم تفعيل إجراءات و أنظمة حوكمة الشركات - و إن بدرجات متفاوتة - حيث اتخذت العديد من

[1] محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 87.

الفعاليات في هذا المجال كإنشاء الأجهزة المعنية التي تشرف على تطبيق قواعد الحوكمة بالإضافة إلى إصدار الأنظمة و القواعد التي تنظم عمل الشركات و على وجه الخصوص تلك المدرجة في أسواق المال، خاصة في ظل تعاقب الأزمات المختلفة على نطاق جغرافي واسع بسبب اتساع حجم الشركات و تعدد أنشطتها و تعقيد عملياتها ناهيك عن انفصال الملكية عن الإدارة.

III -1- نظرية الوكالة:

III -1 -1 - مفهوم نظرية الوكالة:

يمكن العودة بمفهوم فكرة الوكالة - زمنيا - للإقتصادي المعروف Adam Smith عند مناقشته لمشكلة الفصل بين الملكية والسيطرة في كتابه ثروة الأمم. تعتمد نظرية الوكالة على العلاقات التعاقدية التي تحكم أطراف عقد الوكالة (علاقة الأصيل / الوكيل)، حيث يلتزم الوكيل بتمثيل ورعاية مصالح الأصيل، وعلى ذلك فإنه يمكن النظر إلى الشركة على إنها ائتلاف لعدد من علاقات الوكالة مثل علاقة الإدارة بالمالكين، علاقة الإدارة بالعاملين، علاقة المساهمين بالمدقق الخارجي ..... ، وبذلك فإن علاقة الوكالة هي بمثابة عقد يشغل بموجبه شخص أو أكثر (الأصيل) شخصا آخر أو أكثر (الوكيل) لانجاز أعمال معينة لصالحه، و يتضمن ذلك تخويله صلاحية اتخاذ بعض القرارات .

إن ملكية المؤسسة و الرقابة عليها، مقتسمة بين طرفين (حملة الأسهم و المديرون) الأمر الذي من شأنه أن يخلق مشاكل و انعكاسات مرتبطة بالانفصال بين الملكية و الرقابة، إذ ما الذي يضمن أن يهتم المديرون بمصالح الملاك دون إعطاء أولوية و أسبقية لتحقيق مصالحهم الشخصية و لو على حساب الملاك[1]؟ تهتم نظرية الوكالة بما يسمى بتعارضات الوكالة (Agency Conflicts) أو تضارب المصالح بين الأصيل والوكيل، وان هذه التعارضات يمكن أن تعيق الفعالية الاقتصادية[2] إذ أن الوكيل لا يعمل دائما على تحقيق مصالح الأصيل وتحصل هذه المشكلة في ظل ظروف عدم تناظر المعلومات وعدم

[1] طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات و الأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 165.
[2] Sanjai Bhagat, Richard Jefferis, The econometrics of corporate studies, The MIT Press Cambridge, London, 2002, p13.

تكاملها بين الوكيل والأصيل، وقد أشار Mathieu إلى نظرية الوكالة بأنها توضيح لكيفية تنظيم العلاقات بين أطراف الوكالة بشكل أفضل والتي يكون فيها احد الأطراف (الأصيل) يحدد العمل الذي يقوم به الطرف الآخر الوكيل.

III -1-2- افتراضات نظرية الوكالة:

تنطلق الافتراضات الأساسية في تحليل نظرية الوكالة من الآتي[1]:

أولا: فرض كفاءة السوق:

ترتبط كفاءة السوق المالي بالأساس بالعلاقة بين القيمة السوقية للأدوات المالية ولاسيما الأسهم العادية والمعلومات المتاحة ومدى انعكاس تلك المعلومات على القيمة السوقية للأوراق المالية بشكل كامل وسريع وموضوعي سواء كانت هذه المعلومات مستنبطة من القوائم المالية أو في تحليلات أو تقارير عن أداء الشركات، واتفق العديد من الكتاب على تعريف السوق المالي الكفء بأنه "السوق الذي تعكس فيه القيمة السوقية للأوراق المالية، المعلومات المتاحة جميعها، إذ لا يمكن لأي مشترك في السوق تحقيق عوائد غير اعتيادية".

وهناك مجموعة من الأبحاث تؤكد بان أسعار الأسهم تتغير بسرعة وبشكل صحيح في ضوء ظهور معلومات جديدة وهذا ما يطلق عليه بفرض السوق الكفء، و إن كان هناك اختلاف بين مستوى كفاءة كل سوق لاعتبارات متعددة و مختلفة.

ثانياً: فرض الرشد الاقتصادي:

تشير نظرية الوكالة إلى أنه في أسواق العمل ورأس المال، يتجه الوكلاء إلى تعظيم منفعتهم الخاصة على حساب حملة الأسهم في الشركة، إذ أن الوكلاء يمتلكون القدرة على أن يعملوا على تحقيق مصالحهم الشخصية مفضلين ذلك على مصالح المالكين (الأصلاء)، بسبب عدم تناظر المعلومات بينهم وبين المالكين، وعليه يعرف المدراء

[1] بتول محمد نوري، علي خلف سلمان، مرجع سبق ذكره، ص 15.

أفضل من المالكين فيما إذا أنهم قادرين على تحقيق أهداف حملة الأسهم، والدليل على السلوك الإداري في الحرص على المصلحة هو استهلاك بعض موارد الشركة على شكل أجر إضافي، وتجنب المواقف التي تنطوي على المخاطرة.

ثالثاً: فرض اختلاف تفضليات لأطراف العلاقة:

هناك اختلاف بين أهداف وتفضليات كل من الأصيل والوكيل، فبينما يسعى الأول (الأصيل) إلى الحصول على اكبر قدر ممكن من العمل من قبل الوكيل مقابل أجر معقول، فإن الطرف الثاني (الوكيل) يسعى إلى تعظيم منفعته من خلال الحصول على أكبر قدر من المكافآت والحوافز مع بذل أقل جهد ممكن .

رابعاً: فرض الاختلاف في خاصية تحمل المخاطر:

لكل من الأصيل والوكيل موقف تجاه المخاطرة فبينما يعد الأصيل محايداً للمخاطرة فالوكيل يتميز بابتعاده أو تجنبه للمخاطرة، ولذلك فان كلاً منهما يحتفظ بتقويم احتمالي غير متماثل تجاه التصرفات التي يفوض بها الطرف الأول (الأصيل) الطرف الثاني (الوكيل) للقيام بها. ويعني ذلك أنه يتطلب من الأصيل أن يقوم بجعل الوكيل يتحمل كل المخاطرة أو جزء منها لكي لايؤدي ذلك إلى الإضرار بمصالح الأصيل ومن ثم تضارب المصالح وهذا يعني المشاركة بالمخاطرة .

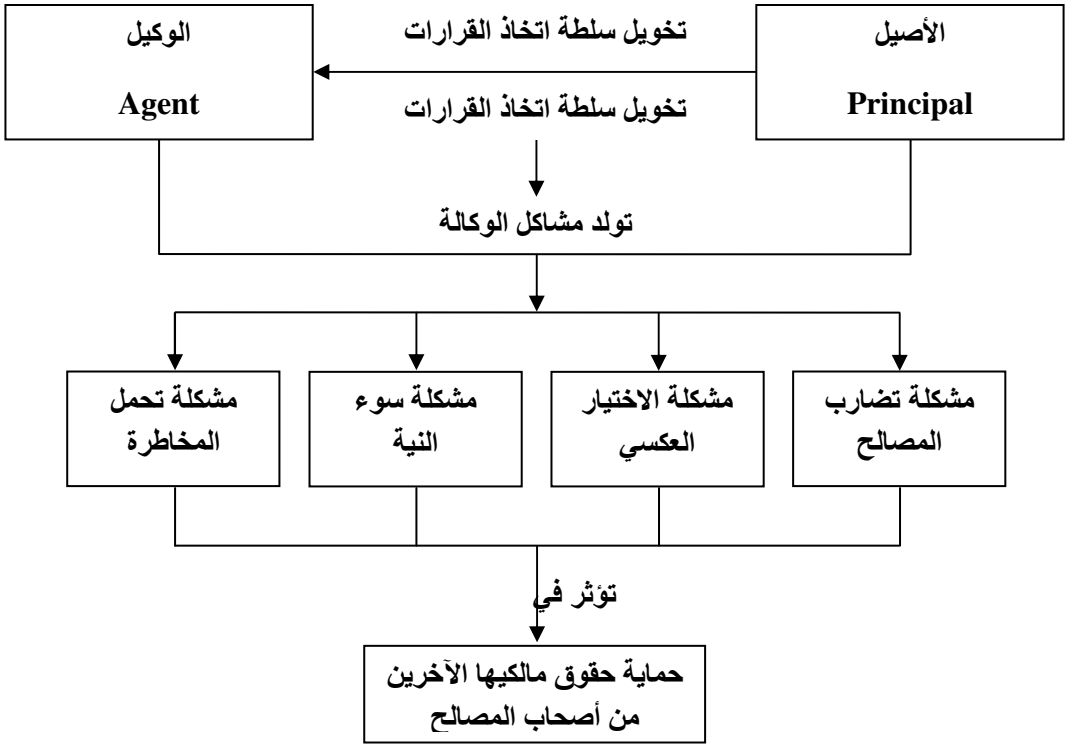
خامساً: فرض عدم تناظر المعلومات:

تفترض نظرية الوكالة أن المالك غير قادر على مراقبة جميع أعمال الإدارة وان أعمال الإدارة من الممكن أن تكون مختلفة عن تلك التي يفضلها الملاك ويحدث أحيانا هذا إما بسبب الإختلاف في أهداف ورغبات الإدارة أو بسبب أن الإدارة تحاول التهرب من العمل وخداع المالكين وهذا ما يطلق عليه عدم تناظر المعلومات، وبذلك يستعمل الوكيل معلومات لتحقيق مصلحته الشخصية حتى لو تعارضت مع مصلحة الأصيل، ومن الممكن أن يفصح الوكيل عن بعض هذه المعلومات ويخفي البعض الآخر .

III-1-3- الانعكاسات المترتبة عن نظرية الوكالة:

تعمل نظرية الوكالة على صياغة العلاقة بين الأصيل و الوكيل من ناحية انفصال الملكية عن الإدارة، و اختلاف مصادر إمداد المشروع برأس المال، و كذلك مشكل انفصال تحمل المخاطر ووظائف صنع القرار و المراقبة على أداء الوكلاء، و تنشأ مشكلة الوكالة من تعرض الأصيل لخسارة نتيجة أخلاق و تصرفات الوكيل و عدم بذله العناية الكافية لتعظيم عائد الأصيل، و مما يعزز من فرص حدوث هذا الأمر هو أن الأصيل ليس لديه وسائل الرقابة المباشرة لقياس مجهودات الوكيل، فضلا عن كمية و نوعية المعلومات المتاحة لكل منهما[1] مما يترتب عن ذلك مجموعة من الإنعكاسات يمكن تلخيصها في الشكل الموالي:

- الشكل (3-3) الانعكاسات المترتبة عن نظرية الوكالة -



المصدر: بتول محمد نوري، علي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، الجامعة المستنصرية، العراق، ص 18.

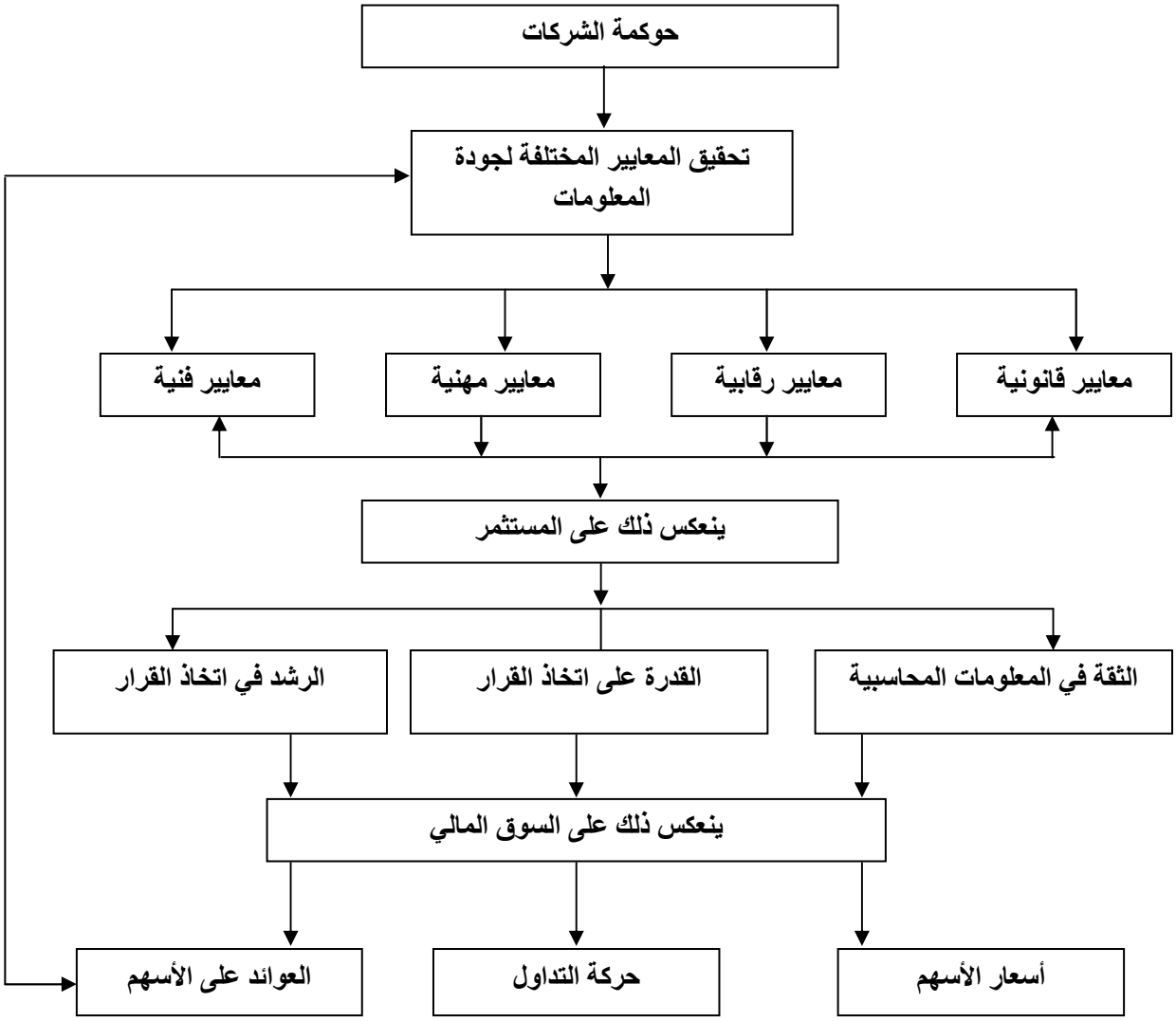
[1] طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب و المتطلبات)، ص 70.

III - 2- حوكمة الشركات و الأسواق المالية:

III - 2-1- مكانة المعلومات في العلاقة بين حوكمة الشركات و الأسواق المالية:

لا شك أن أهمية المعلومات و مدى جودتها يمثل حلقة الربط بين دراسة موضوع الحوكمة و علاقته بالأسواق المالية، حيث يمكن - من خلال الشكل الموالي- الوقوف على علاقة حوكمة الشركات من خلال جودة المعلومات بالأسواق المالية و الانعكاسات المترتبة عنها

- الشكل (3-4) مكانة المعلومات في العلاقة بين حوكمة الشركات والأسواق المالية -



المصدر: محمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية- دراسة تطبيقية، جامعة الملك خالد، نوفمبر 2007، مستخرج من الموقع:-www.jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=4665

III - 2- 2 - أثر عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية:

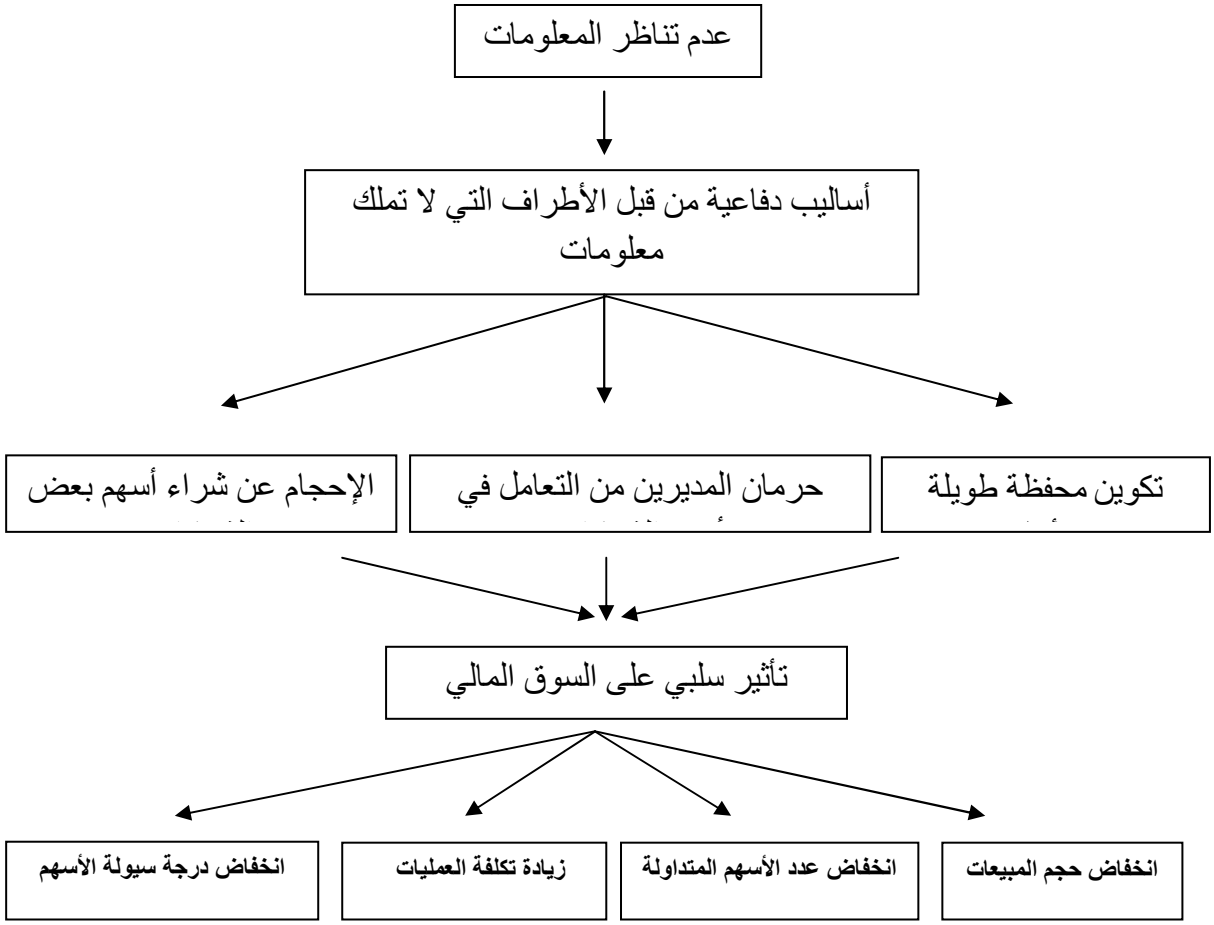
يفترض في الأسعار في ظل فرضية السوق الكفء أن تتصف بالعشوائية، و بالتالي لا يمكن التنبؤ بها، أما حين لا تنعكس المعلومات بشكل كاف في الأسعار في الوقت المناسب، فهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وانعكاسها في الأسعار مما يتيح لبعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية، وهذا ما يعرف باللاكفاءة التي ينتج عنها فقدان الثقة في السوق المالية التي تبدأ بالانهيار تدريجيا.

إن تغييب المعلومات يفسح المجال لاستغلالها من قبل عدد محدود من المتعاملين في إنجاز معاملات غير عادلة، لأنها تقوم على استغلال معلومات لا يملكها غيرهم، وبالتالي فإن حصول بعض المتعاملين على معلومات مهمة غير منشورة قبل غيرهم، يمكنهم من تحقيق أرباح مميزة، حيث أنه من خلال ورقة بحثية بعنوان " التكنولوجيا وإنتاج المعلومات وكفاءة السوق"، ناقش كل من (Shleifer and Gildor) تأثير التكنولوجيا على الأسواق المالية، إذ حسب رأيهما أن التقدم التكنولوجي أدى إلى تطور الأسواق المالية بصورة ملحوظة، إلا أن مستوى جودة المعلومات قد تدهور، وذلك لاجتذاب أعداد كبيرة من المستثمرين عديمي الخبرة في مجال السوق المالية، كما أن قدرتهم ضعيفة لاستيعاب المعلومات المفصح عنها وتقييم الأسهم وتحديد القرار الاستثماري الملائم على أساسها فكانت خصائص أولئك المستثمرين بمثابة حافز قوي لدفع الشركات لتشويه المعلومات الواجب الإفصاح عنها وجعلها أكثر غموضا، كما طالبا بتنظيم برامج تعليم للمستثمرين وإصدار قواعد الإفصاح عن المعلومات. إذا تستطيع بعض الأطراف الداخلية للشركة في كثير من الحالات استغلال المعلومات المحاسبية قبل نشرها في القوائم والتقارير المالية لتحقيق أرباح غير عادية، كما قد تتعمد إدارة الشركة حجب بعض المعلومات على اعتقاد أنها تضر بمركزها التنافسي، وبهذا يؤدي عدم تناظر المعلومات إلى انسحاب الأطراف التي لا تملك معلومات فيصغر بذلك حجم السوق وترتفع تكلفة العمليات، وهو ما يؤدي بدوره إلى تخفيض سيولة الأسهم، مما يؤثر سلبا على حركة الاستثمار والتنمية الاقتصادية عموما.

يتضح مما سبق أن تسريب المعلومات وتداولها وسط فئة محدودة من المتعاملين ينطوي على تعامل مبني على الغش والخداع، كما أنه يضر بمصالح حملة الأوراق المالية، فضلا على أنه يسيء إلى المناخ الاستثماري العام.

ويمكن توضيح آثار عدم تماثل المعلومات على أسواق المال من خلال الشكل التالي:

- الشكل (3-5): أثر عدم تناظر المعلومات على كفاءة أسواق المال -



المصدر: كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص.35.

III -3 - الإفصاح:

III -3-1 - دور الإفصاح في تخفيض عدم تناظر المعلومات:

يعتبر النقص في إنتاج المعلومات عاملا معززا لارتفاع تكاليف الوكالة مما يترتب عنه انعكاسات سلبية على الأطراف الخارجية[1]، لكن على العكس من ذلك، يعمل الإفصاح على تخفيض عدم تناظر المعلومات "Information Asymmetry" بين الأطراف الداخلية والخارجية، وبالتالي يزيد من كفاءة السوق المالي وصولا إلى الأسعار الحقيقية إلى جانب زيادة حجم العمليات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق، حيث يرى البعض HAZEN(2005) أن الإفصاح هو الأداة الأساسية لضبط الأسواق المالية[2] و هو ما من شأنه أن يخفض 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 عن المعلومات المحاسبية للمتعاملين كافة، محاولة من خلاله طمأنتهم بصدق البيانات المفصح عنها وهناك ثلاث نظريات تفسر سلوك الإدارة بالنسبة للإفصاح تتمثل فيما يلي:

أ. نظرية التعاقدات الكفؤة "Efficient Contacts": وفقا لهذه النظرية، فإن كافة الأطراف تتصف 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 "opportunstie Behavior": تفترض هذه النظرية أن اختيار الطرق المحاسبية وشكل الإفصاح يتأثر بالسلوك الانتهازي للمدراء، أي أنهم يحاولون تعظيم ثروتهم المتمثلة في ملكيتهم للأسهم والمكافآت التي يحصلون عليها

[1] Dan Lin, Hsien-Chang Kuo, Lie-Huey Wang, Can Disclosure Quality Explain Dividend Payouts?, International Business Research; Vol. 7, No. 7; 2014, p 10.
[2] Steven l. schwarcz, Information asymmetry and information failure: disclosure problems in complex financial markets, Cambridge university press, 2011, p95.

وبالتالي يختارون من الطرق المحاسبية التي من شأنها أن تزيد من الأرباح المالية على حساب الفترات المستقبلية.

ومن أهم البحوث التي تطرقت إلى هذه النظرية نذكر: (Watts, 1977) (Hauthansen, 1981)، (Healy, 1985)، إذ توصلت هذه الأخيرة إلى أن الشركات كبيرة الحجم تحاول تخفيض أرباحها لتفادي التكاليف السياسية الناتجة عن التدخل الحكومي وزيادة الضرائب المفروضة عليها.

ج. نظرية توفير المعلومات "Information Perspective": تقوم هذه النظرية على اختيار المدراء للطرق المحاسبية وشكل الإفصاح بطريقة تعكس القيمة الاقتصادية للشركة، بحيث تساعد المستثمرين على تقدير التدفقات النقدية من استثماراتهم.

III -2-3 - الآليات الواجب إتباعها لتعزيز الإفصاح في الأسواق المالية:

يؤدي عدم توفر المعلومات أو توفرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين إلى تحول السوق إلى المضاربة غير العملية، مما يؤدي إلى تسعير خاطئ للأسهم، حيث أن أحد المقومات الأساسية الواجب توفرها في سوق الأوراق المالية، يتمثل في قدرة السوق على توفير جميع المعلومات المؤثرة في أسعار الأسهم لجميع المتعاملين في توقيت واحد، فإذا ما تحقق ذلك تصبح الأسعار الجارية للأسهم هي نتاج المعلومات المتاحة. و يؤدي اعتماد سوق الأوراق المالية على الحوكمة إلى توفير احتياجات المستخدمين من المعلومات مما ينعكس على قدرة هذا السوق على ضبط أسعار الأوراق المالية، لكن في الوقت نفسه يرتبط هذا الأمر بمدى قدرة الحوكمة على تحقيق الشفافية في التقارير المنشورة.

يمكن القول أن المعلومات الناتجة عن نظام معلومات في ظل تطبيق قواعد و مبادئ الحوكمة، تحقق العديد من المزايا للمستثمرين في سوق الأوراق المالية و من ثم الوصول

إلى الأسعار العادلة للأوراق المالية، و لعل أهم الآليات الواجب إتباعها لتعزيز الإفصاح في الأسواق المالية ما يلي[1]:

- التوسع في تفاصيل المعلومات المالية:

يتأثر سعر الأوراق المالية بمجموعة من المتغيرات (الربحية، العائد، التدفقات النقدية، المخاطرة،...) و لقد قدمت الدراسات و البحوث الكثير من الأدلة حول علاقة الارتباط القائمة بين المعلومات المالية وسلوك أسعار الأوراق المالية، كما يزخر الفكر المالي بالكثير من الدراسات التي تؤكد على ذلك، في الوقت الذي يجمع فيه المستثمرون والمحللون الماليون على عدم كفاية المعلومات المالية المنشورة في الوصول إلى السعر العادل للأوراق المالية نتيجة:

- القصور في نشر المعلومات المالية .
- التلخيص و التركيز في بنود القوائم المالية.

- الاهتمام بالمعلومات غير المالية:

يجب أن يتضمن الإفصاح إلى جانب المعلومات المالية، المعلومات غير المالية كسمعة الشركة في السوق و مدى استقرار نشاط الشركة، سمعة الإدارة، و غيرها من المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب من جانب المستثمرين.

- التحول من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي:

على الرغم من اتفاق مستخدمي القوائم المالية على أهمية الإفصاح الاختياري في توفير المزيد من المعلومات، إلا أن الواقع العملي قد طرح مجموعة من الأفكار حول محتوى الإفصاح الاختياري ليشمل المعلومات الإستراتيجية و البيانات غير المالية بالإضافة إلى البيانات المالية الإضافية التي لا تشملها القوائم المالية، حتى يكون بالإمكان توسيع دائرة المعلومات لمجموع الأطراف ذات العلاقة و بالتالي الحد من عدم تناظر المعلومات بين

[1] هشام طلعت عبد الحكيم، عماد دلول، حوكمة الشركات و دورها في التقييم العادل للأسهم العادية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الادارة و الاقتصاد، العراق، العدد 2009/77، ص 52.

مختلف الأطراف، و بالتالي يتطلب الوصول إلى تحقيق سوق مال كفء، التحول من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي.

- تدعيم الإفصاح الالكتروني:

يساعد الإفصاح الالكتروني على نشر المعلومات المالية و غير المالية في التوقيت المناسب أولا بأول ولقد أثبتت العديد من الدراسات أن الإفصاح الإلكتروني يحقق العديد من المزايا من بينها:

- توفير المعلومات في الوقت المناسب.
- تحقيق إمكانية التحديث الفوري للمعلومات.
- تحسين عملية الإفصاح.
- توفير المعلومات بصورة ملائمة.
- تحقيق الشفافية.
- تخفيض درجة عدم تناظر المعلومات.

III -4 - أثر حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية:

إن الاعتقاد بإدارة المسؤولين الماليين للمعلومات المتعلقة بالأرباح المحاسبية والتلاعب بها، مسالة تؤكدها العديد من الدراسات[1] من بينها HAND(1989) McNICHOLS, WILSON (1989)،DEANGELO(1986,1988) ،HEALY(1985) وهو ما يمكن تفسيره بغياب آليات الحوكمة (الشفافية و المساءلة والمؤسسات الفعالة،...) مما يؤدي إلى إعاقة النمو في أي نظام كان ليتسم بالنشاط والكفاءة[2]، و بالتالي يمكن القول بأن قواعد الحوكمة تكتسي أهمية بالغة لتحقيق كفاءة أسواق المال، لأنها تؤدي في نهاية المطاف إلى تحقيق التوازن، ومن المعروف أن كفاءة السوق تتوقف على مدى توفر المعلومات لمجموع المستثمرين في توقيت واحد، وأن الحوكمة لديها الآليات التي تضمن

[1] Paul K Chaney, Craig M Louis, Earnings management and firm valuation under asymmetric information, Journal of Corporate Finance, 1 (1995) USA, p 319.

[2] جوجون جوان، شيخة جا، عناصر الحوكمة، مجلة التمويل و التنمية، عدد: جوان 2014، ص 24.

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 تناظر المعلومات.

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

✓ زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من تقلبات أسعار الأسهم.

وعليه فإن تحسين أو تدهور الحوكمة له دور كبير في تحديد أداء الأسهم، لأن هناك علاقة طردية بين حوكمة الشركات وتحديد السعر العادل للسهم، وترجع هذه العلاقة إلى الأسباب التالية:

- نوعية المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين تعكس جودة الحوكمة، حيث أن مبدأ الإفصاح والشفافية أحد مبادئ حوكمة الشركات.

- حوكمة الشركات هي انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أن الإدارة الواعية تتأكد مع ارتفاع مستوى حوكمة الشركات أنها المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم، على عكس الإدارة غير الواعية، تسعى دائما إلى الحصول على منافع ذاتية من ضعف مستوى الحوكمة، مما يؤثر على أسعار الأسهم.

- حوكمة الشركات بما لديها من آليات رقابية على الإدارة، تمنعها من التلاعب بالمعلومات الداخلية، مما يؤدي إلى حد ما، إلى تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما ينعكس في النهاية على أداء سعر السهم.

- وجود علاقة ارتباط طردية بين مستوى حوكمة الشركات ومستوى كفاءة السوق المالية، وبما أن ثقة المستثمرين لا تتوفر إلا إذا تأكدوا أنهم سيحصلون على معاملة عادلة ومتكافئة، فقد وجب على نظام الحوكمة الجيد أن يوفر وسائل يتسنى للمساهمين استخدامها لحماية حقوقهم في الشركة، ويتأكدوا من خلالها أن أموالهم ستوظف بالشكل الذي يراعي مصالحهم.

في ظل هذه الرؤية يظهر عنصر الثقة كأحد السمات المميزة لنظام الحوكمة الجيد، لأن خلق الثقة على مستوى الأسواق من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الرغبة في التداول وتحريك السيولة لدى المدخرين، وبهذا يمكن القول أن الثقة هي إنتاج نظام جيد للحوكمة.

خاتمة :

يجمع المهتمون بموضوع حوكمة الشركات على أن التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات يشكل المدخل الفعال لتحقيق جودة المعلومات و التقارير المالية الناتجة عنها وأن تطبيق هذه القواعد يؤثر على درجة و مستوى الإفصاح على مستوى الأسواق المالية، مما يؤكد أن ظاهرة الحوكمة و مستوى الإفصاح و الشفافية (جودة المعلومات) وجهان لعملة و احدة، يؤثر كل منهما على الآخر و يتأثر به. و لعل الأثر المباشر من تطبيق قواعد الحوكمة يهدف بالأساس إلى إعادة الثقة للأسواق المالية خاصة في أعقاب الانهيارات المالية لكبريات الشركات التي ترجع أسباب انهيارها في معظمها إلى الفساد الإداري والمحاسبي بصفة عامة والفساد المالي بصفة خاصة، مع مراعاة أن الفساد المحاسبي يرجع في احد جوانبه الهامة إلي دور مراقبي الحسابات وتأكيدهم علي صحة القوائم المالية وما تتضمنه من معلومات محاسبية وذلك على خلاف الحقيقة.

يضاف إلى ذلك أنه من أهم أسباب انهيار الشركات هو افتقار إدارتها إلى الممارسات السليمة في الرقابة والإشراف ونقص الخبرة والمهارة وكذلك اختلال هياكل التمويل وعدم القدرة علي توليد تدفقات نقدية داخلية كافية لسداد الالتزامات المستحقة عليها بالإضافة إلي نقص الشفافية وعدم الاهتمام بتطبيق المبادئ المحاسبية التي تحقق الإفصاح والشفافية بجانب عدم إظهار المعلومات المحاسبية لحقيقة الأوضاع المالية للشركات.

في ضوء ذلك يمكن القول بأنه من الأسباب الهامة لحدوث انهيار الكثير من الوحدات الاقتصادية هو نقص الإفصاح والشفافية وعدم إظهار البيانات والمعلومات الحقيقية التي تعبر عن الأوضاع المالية الحقيقة لهذه الوحدات، وقد انعكس ذلك في مجموعة من الآثار السلبية أهمها فقد الثقة في المعلومات المحاسبية، وبالتالي فقدت هذه المعلومات أهم عناصر تميزها ألا وهو جودتها .

نتيجة لكل ذلك زاد الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وأصبح من الركائز الأساسية التي يجب أن تقوم عليها الوحدات الاقتصادية، ولم يقتصر الأمر على ذلك بل قامت الكثير من

المنظمات والهيئات بتأكيد مزايا هذا المفهوم والحث علي تطبيقه في الوحدات الإقتصاديه المختلفة ، مثل : لجنة كادبوري Cadbury Committee والتي تم تشكيلها لوضع إطار لحوكمة الشركات باسم Cadbury Best Practice في المملكة المتحدة ، ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) والتي قامت بوضع مبادئ حوكمة الشركات Principles of Corporate Governance وصندوق المعاشات العامة (Calpers) في الولايات المتحدة الأمريكية،...

و بالتالي يمكن القول أن من أهم دواعي تطبيق أنظمة الحوكمة في الأسواق المالية، هو كسب ثقة المتعاملين من مستثمرين و مساهمين في تلك الأسواق تجنبا لانهيارات جديدة أو حالات فشل للسوق بسبب عدم دقة البيانات التي من شأنها تعزيز مشكل عدم تناظر المعلومات، لذلك فإن الدقة و الموضوعية في التقارير المالية إلى جانب الالتزام بالقوانين و التشريعات لها الأثر البالغ في تعزيز الثقة في الأسواق المالية و بالتالي في تنشيطها وزيادة حركة التداول فيها.

الفصل الرابع :

دراسة قياسية لدور الحوكمة المالية

في مواجهة مشكلة عدم تناظر

مقدمة :

تعتمد العديد من الدراسات و البحوث على أساليب متطورة من أجل الحصول على نتائج تتصف بالفعالية و الدقة العاليتين، و قد كان لعلم الإحصاء و فروعه المرتبطة به الأثر الكبير في بناء النماذج الرصينة و تحليل البيانات من خلالها وصولا إلى فهم أفضل للظواهر المدروسة و من ثم التوصل إلى القرارات السليمة، و في هذا الإطار يعتبر تحليل بيانات البانل غير المستقرة (Données de panel non stationnaires) تطورا حديثا في مجال التحليل الاقتصادي القياسي، إذ لم تنطلق الأبحاث بهذا الخصوص إلا منذ سنة 1992 من خلال الأبحاث الرائدة لكل من Levin و Lin، حيث أن دراسة بيانات البانل تسمح بتحليل ديناميكي للإختلاف في سلوك مفردات العينة المدروسة، من خلال دمج البعد الزمني بالبعد الفردي. في إطار الأبحاث التي تدرس العلاقات في المدى الطويل بين المتغيرات باستعمال نماذج التكامل المشترك، يشكل استعمال قاعدة بيانات البانل أمرا مفضلا مقارنة بالإكتفاء بالبعد الزمني فقط لاعتبارات تتعلق أساسا بتوسيع مفردات العينة ما يسمح بإعطاء قوة أكبر لاختبارات جذر الوحدة، بما يمكن من دراسة أدق لإستقرارية البيانات من عدمها.

يسعى هذا الفصل للتطرق إلى أدبيات التكامل المشترك انطلاقا من قاعدة بيانات بانل وتوظيفها ضمن دراسة دور الحوكمة المالية في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات على مستوى بورصة NASDAQ للوقوف على مدى قدرة بعض آليات الحوكمة - متمثلة في سياسة توزيع الأرباح و هيكل الملكية - في التأثير على المعلومات الواردة إلى السوق ، و ذلك من خلال التطرق إلى:

I- الإطار النظري للتحليل القياسي باستخدام بيانات البانل

II- النماذج الأساسية لبيانات البانل و اختبارات جذر الوحدة

III- اختبارات التكامل المشترك لبيانات البانل

IV- الدراسة القياسية

I- الإطار النظري للتحليل القياسي باستخدام بيانات البانل (Panel data)

أصبحت دراسة السلاسل الزمنية غير المستقرة أمرا واجبا و ضروريا في واقع الدراسات القياسية و التطبيقية في السنوات الأخيرة، حيث أصبحت تستعمل في إطار تحليل متعدد (un contexte multivarié) بغية فهم الظواهر المدروسة بشكل أفضل، و هو ما نتج عنه تطوير طرق و نماذج كفيلة بدراسة أدق للظواهر على المدى البعيد، و ذلك بتطوير نماذج التكامل المشترك الكلاسيكية التي تهدف إلى دراسة إمكانية وجود علاقات توازنية ضمن المدى الطويل و صاحب ذلك تطوير مواز لاختبارات جذر الوحدة التي تسعى إلى دراسة استقرارية السلاسل الزمنية - لأنها تكون في الغالب غير مستقرة- و في هذا الصدد تزايد استعمال تحليل بيانات البانل (Les données de panel) للبيانات غير المستقرة منذ العمل الرائد (le travail pionnier) لـ: Levin et Lin (1992) أين تم الاعتماد على بيانات ذات بعد مقطعي و زمني في الوقت نفسه.

I-1- مفهوم بيانات البانل:

المقصود ببيانات البانل الاعتماد على مشاهدات مقطعية(Cross section dimension) مرصودة عبر فترة زمنية معينة (Time dimension) و هذا من شأنه أن يجعل العينة المعتمدة في الدراسة أوسع و أكبر مقارنة بعينة يعتمد في تصميمها على البعد المقطعي وحده (البيانات المقطعية) أو على البعد الزمني وحده (السلاسل الزمنية)، أو بعبارة أخرى هي بيانات لمجموعة من المشاهدات المقطعية لفترات مختلفة، و هذا مكافئ للقول بأنها بيانات لمجموعة من السلاسل الزمنية لمشاهدات مختلفة[1]. تمتاز قاعدة بيانات البانل بأنها تجمع بين خصائص سلوك المشاهدات المدروسة بالأخذ بعين الاعتبار أثر الاختلافات بين المشاهدات المقطعية إضافة إلى أثر تغير زمن هذه المشاهدات و هذا ما يضفي على هذا النوع من البيانات أهمية قصوى في فهم و إدراك الظواهر الاقتصادية المدروسة.

[1] Emmanuel Duguet, Econométrie des panels avec applications,mars 2010, p01. Extrait du site :http://emmanuel.duguet.free.fr/Ouvrage_Panel_08_v1.pdf

I-2- أهمية استخدام بيانات البانل:

تنتشر البيانات الإحصائية بشكلين رئيسيين: هما البيانات الزمنية أو البيانات المقطعية بينما يتفوق تحليل بيانات البانل على البيانات الزمنية بمفردها، أو البيانات المقطعية بمفردها بالعديد من الايجابيات حيث يلخص كل من (Hsiao :2003) و(Klevmarken: 1989) فوائد تحليل البانل وفق التالي[1]:

- التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات الزمنية أو المقطعية ، و الذي تنجر عنه نتائج متحيزة.

- تتضمن بيانات البانل محتوى معلوماتي أكبر من ذلك الموجود في البيانات الزمنية أو المقطعية، و بالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية (التي تعاني غالبا من هذه المشكلة)، و من جانب آخر تتميز بيانات البانل عن غيرها من البيانات بعدد أكبر من درجات الحرية و كذلك بكفاءة أفضل.

- توفر بيانات البانل فرصة أفضل لدراسة ديناميكية التعديل، التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية، مثل البطالة و الفقر ومن جهة أخرى، يمكن من خلال بيانات البانل الربط بين سلوك مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى.

- تسهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة (omitted variables)الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة و التي تفضي عادة إلى تقديرات متحيزة في الانحدارات المفردة.

كما تبرز أهمية بيانات البانل في كونها تسمح بتجاوز - أو على الأقل- التخفيف من مشاكل تقدير نماذج الانحدار (انعدام تجانس التباين، التعدد الخطي، الارتباط الذاتي

[1] voir :
- Hsiao C, Analysis of panel Data, Cambridge university press, Cambridge, 2003, p 52
- Klevmarken N, panel studies: what we can learn from them, European Economic Review, 1989, p 523.

للأخطاء) حيث أنها تسمح بمعالجة - و إن بشكل جزئي- أثر المتغيرات الناقصة (التي قد تتسبب في مشكلة انعدام تجانس التباين) خصوصا بالمقارنة مع الدراسات المعتمدة على البيانات المقطعية و ذلك من خلال عزل أثر المتغيرات الفردية غير الملاحظة لاعتبار أن العينة ذات البعد الزمني الكبير قد تسمح بتغطية النقص في وصف سلوك المتغير، كما أن ثراء المحتوى المعلوماتي لبيانات البانل سيسمح بالتخفيف من مشاكل التعدد الخطي والارتباط الذاتي للأخطاء، إذ يوفر اتساع حجم العينة درجات حرية أكبر مما يعني الحصول على تقديرات أدق و أفضل.

I-3- الخلفية التاريخية لأهمية استخدام بيانات البانل:

إلى حدود منتصف السبعينات كان هناك افتراض أساسي و جوهري يقف وراء نظرية الانحدار التي تستخدم السلاسل الزمنية في التقدير، على أساس أن السلاسل الزمنية تتصف بخاصية السكون (stationary) أو بلغة Angel-granger تعتبر سلاسل متكاملة (Integrated) من الرتبة صفر و التي يرمز لها بالرمز I (0)، فمن المعروف مثلا أن جداول t-Statistics صممت أساسا للتعامل مع نتائج الانحدار الذي يستخدم سلاسل ساكنة، و استمر هذا الافتراض قائما كبديهية يقوم الباحثون بإجراء الدراسات التطبيقية اعتمادا عليها دون مراعاة خصائص السلاسل الزمنية المستخدمة قبل إجراء التقدير، و تم قبول نتائج هذه الاختبارات و التسليم بمعنوية المقدرات المحصل عليها على أساس انطباق نظرية الإحصاء الاستدلالي على هذه المقدرات .

لكن في العام 1974 قام العالمان السويديان Granger et newbold بتفجير مفاجأة من العيار الثقيل، حيث قام الباحثان بتوليد سلاسل زمنية عشوائية غير ساكنة Non stationary (تحديدا سلاسل سير عشوائية) باستخدام أسلوب المحاكاة، و بذلك توصل الباحثان إلى نتيجة هامة جدا، مفادها أن المقدرات و الاختبارات الإحصائية التي تنتج عن انحدارات استخدمت سلاسل غير ساكنة تعتبر نتائج غير سليمة أو انحدار مزيف spurions regressions و لا يمكن الإطمئنان إلى نتائج الاستدلال الإحصائي على مقدراتها، و شكل هذا البحث نقطة انعطاف لبداية بحوث جديدة في مجال اختبار سكون

السلاسل الزمنية، ألقت بشكوك حول نتائج كل الاختبارات القياسية السابقة التي استخدمت السلاسل الزمنية و لم تأخذ بعين الاعتبار خصائص تلك السلاسل قبل التقدير[1] و منذ ذلك الوقت برز توجهان أساسيان على المستوى التحليل القياسي[2]:

- التحليل الفردي (Univarieé): تحليل الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية، منهجية دراسة جذور الوحدة (Dickey-fuller, 1979, 1981, Fuller 1976).

- التحليل المتعدد (multivarieé): دراسة النماذج متعددة المتغيرات للمسارات المتكاملة (Johansen 1988, 1991, Engel-Granger1987)

خلال عقد الثمانينات أصبح مفهوم التكامل المشترك للسلاسل الزمنية مفهوما مهما جدا في الاقتصاد التطبيقي حيث يهتم بدراسة العلاقة التوازنية للسلاسل الزمنية في المدى الطويل حتى و إن لم تكن بساكنة (اتجاه عام، تأثيرات موسمية،....) طالما أنه على الرغم من عدم سكونها ستتحرك متقاربة عبر الزمن و يكون الفرق بينها ساكنا، حيث أن فكرة التكامل المشترك تحاكي وجود توازن في المدى الطويل، إذا توفرت شروطه، و ظلت هذه المنهجية سائدة في دراسة معظم الظواهر الاقتصادية إلى وقت غير بعيد.

في السنوات الأخيرة ظهر تحليل بيانات البانل كبديل أكثر قوة من حيث اختبارات جذر الوحدة مقارنة بالدراسات المعتمدة على السلاسل الزمنية الفردية[3] حيث يرى Hurlinet Mignon (2005)[4] أن اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل أكثر قوة من تلك المختبرة انطلاقا من السلاسل الزمنية الفردية خاصة عند الاعتماد على العينات الصغيرة، إذ أن توسيع قاعدة البيانات (كلما زاد حجم العينةN) من شأنه أن يجعل الاختبارات تميل أكثر إلى الاقتراب من التوزيع الطبيعي.

---

[1] أحمد سلطان محمد، هيثم يعقوب يوسف، تأثير استقرارية بعض الأنشطة السلعية في العراق على تقدير نماذج البيانات المقطعية للفترة (1988-2000)، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية المجلد 18، العدد66، العراق، ص 332.

[2] Claudio Araujo, Trajectoires et fluctuation de long terme des phénomènes économiques, CERDI, France, 2013, p 02.

[3] Badi H.Baltagi, Georges Bresson, Alain Pirrote, Panel Unit root testes and spatial dependence, Journal of Applied Econometrics, J.Appl. Econ 22: 2007, p 339.

[4] Hurlin Christophe, Valérie Mignon, une synthèse des testes de racine Unitaire sur donnée de panel, Economie et prévision, 2005, p 03.

كما يرى Baltagi et kao (2000)[1] أن اختبارات جذر الوحدة للبانل يجمع ايجابيات البعدين الزمني و المقطعي معا، حيث يتم تحليل بيانات السلاسل الزمنية غير الساكنة من خلال ما توفره هذه الطريقة من تقنيات و ربط هذا التحليل بالخصائص الفردية لمشاهدات العينة، مما ينعكس في النهاية على قوة و جودة اختبارات جذر الوحدة.

II- النماذج الأساسية لبيانات البانل و اختبارات جذر الوحدة

II-1- النماذج الأساسية لبيانات البانل

لقد اكتسبت منهجية دراسة بيانات البانل في الفترة الأخيرة اهتماما بالغا، كونها تأخذ في الاعتبار أثر التغير في الزمن، و في الوقت نفسه أثر التغير في المشاهدات المقطعية فمثلا - و للتبسيط - من أجل دراسة مقدرا الاستهلاك (كمتغير استجابة y) و مقدار الدخل (كمتغير توضيحي x) لخمس عائلات على امتداد ثلاث سنوات، فهنا يمكن استخدام أسلوب الانحدار في السلاسل الزمنية و لخمس مرات (لكل عائلة نموذج) أو يمكن استخدام الانحدار الاعتيادي و لثلاث مرات (لكل سنة نموذج)، من هنا تأتي أهمية أسلوب دمج البيانات المقطعية بالبيانات الزمنية في ثلاثة أشكال رئيسية هي:

- نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression model
- نموذج التأثيرات الثابتة Fixed effects model
- نموذج التأثيرات العشوائية Random effects model

ليكن لدينا N من المشاهدات المقطعية مقاسة في T من الفترات الزمنية حيث نموذج بيانات البانل يعرف بالصيغة التالية:

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

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

[1] Badi H Baltagi, Chichwa Kao, Non stationary Panels, cointegration in panels and dynamic panels: a survey, centre for policy research working paper n °16 March 2000, p 05.

حيث أن:

Y_{it} : تمثل قيمة المتغير التابع في المشاهدة (i) عند الفترة الزمنية (t).

$\alpha_{0(i)}$: تمثل قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة (i).

β_j: تمثل قيمة ميل خط الانحدار.

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

ε_{it}: تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة (i)عند الفترة الزمنية (t)

يعتمد تقدير معلمات النموذج للمعادلة أعلاه على نوع نموذج بيانات البانل الذي يعتمد بدوره على $\alpha_{0(i)}$ التي تعبر عن الأثر الفردي (l'effet individuel) حيث أنه إذا كان ثابتا عبر الزمن عبر جميع الوحدات المقطعية $\alpha_{0(i)} = \alpha_0$ فإن النموذج يعامل كنموذج انحدار تجميعي، يقدر بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، أما في حالة اختلاف الأثر الفردي عبر الوحدات فإن النموذج إما أن يكون:

- نموذجا للتأثيرات الثابتة: Effets fixes: حيث $\alpha_{0(i)}$ مجموعة من الحدود الثابتة خاصة بكل وحدة مقطعية.

- نموذجا للتأثيرات العشوائية Effets aléatoires: حيث $\alpha_{0(i)}$ يعتبر ضمن الخطأ العشوائي المركب.

II-1-1- نموذج الانحدار التجميعي(PRM):

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات البانل حيث تكون فيه جميع المعاملات $\alpha_{0(i)}$ و β_j ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل أي تأثير للزمن) و تصاغ معادلة نموذج الانحدار للنموذج التجميعي على النحو الآتي:

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

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

حيث أن:

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

يفترض في هذا النموذج تجانس تباين حدود الخطأ العشوائي، بالإضافة إلى أن القيمة المتوقعة لحد الخطأ العشوائي يجب أن تساوي الصفر، و أيضا عدم الارتباط الذاتي بين حد الخطأ العشوائي بمعنى أن التغاير يجب أن يساوي الصفر، كما يفترض في هذا النموذج أنه يفي بكل الافتراضات المعيارية لنموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات و بالتالي فإن هذا النموذج يتم تقديره بواسطة طريقة المربعات الصغرى العدية (OLS) التي تعطي مقدرات متسقة و كفؤة للمعلمات المقدرة.

II-1-2- نموذج التأثيرات الثابتة (FEM):

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدى من خلال جعل معلمة القطع α_0 تتفاوت من مجموعة لأخرى، مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سيتم التعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع)، و يرجع السبب لإدخال الآثار الثابتة في النموذج إلى وجود بعض المتغيرات غير الملاحظة التي تؤثر على المتغير التابع و لا تتغير مع الزمن و تتمثل الآثار الثابتة في كافة العوامل و المؤثرات غير الملاحظة و التي تختلف من مشاهدة لأخرى و يأخذ نموذج التأثيرات الثابتة الصيغة الآتية:

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

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

حيث أن:

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

يفترض من هذا النموذج أن حد الخطأ العشوائي يجب أن يتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط مقداره صفر و تباين ثابت لجميع المشاهدات المقطعية و ليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة و يقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة α_0 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن و إنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية.

يلاحظ أنه في نموذج الانحدار المجمع إذا كان هناك فروق أو اختلافات واضحة بين المشاهدات المكونة للعينة محل الدراسة، فإن القيم المقدرة لمعاملات انحدار النموذج الناتجة عن استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS سوف تكون متحيزة ولعلاج هذه المشكلة توجد عدة بدائل مستخدمة في أدبيات الاقتصاد القياسي، منها الأخذ في الاعتبار، الاختلافات بين المشاهدات من خلال استخدام المتغيرات الصورية لكل مشاهدة من المشاهدات في فترة زمنية لكي تعكس الآثار الثابتة للمشاهدات محل الدراسة ككل في هذه الفترة الزمنية في نموذج يسمى بنموذج الآثار الثابتة و الذي يطلق عليه أيضا نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least squares dummy variable (model

بعد إضافة المتغيرات الوهمية D تصبح صياغة النموذج على النحو التالي:[1]

$$Y_{it} = \sum_{d=1}^{N} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

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

حيث يمثل المقدار $\sum_{d=1}^{N} \alpha_d D_d$ التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع α_0

- تقدير معلمات نموذج الآثار الثابتة: (LSDY)

لتكن Y_i و X_i مصفوفتان لـ: T مشاهدة خاصة بـ: i مقطع و هو ما يمكن التعبير عنه كما يلي:

[1] Greene H William, Econometrics Analysis, Fifth edition, Pearson education, 2002, p 287.

$$\begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \vdots \\ y_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \vdots \\ x_n \end{bmatrix} \beta + \begin{bmatrix} i & 0 & 0 & \cdots & 0 \\ 0 & i & 0 & \cdots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \cdots & i \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \\ \vdots \\ \alpha_n \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix}$$

ولنقحم على هذا النظام المتغير الصوري d على النحو التالي :

$$Y = [Xd_1\, d_2 \ldots d_n] \begin{bmatrix} \beta \\ \alpha \end{bmatrix} + \varepsilon$$

وهو ما يمكن التعبير عنه بـ :

$$Y = X\beta + D\alpha + \varepsilon$$

ينتج عن معالجة هذا النموذج $(LSDV)$[1] بطريقة المربعات الصغرى تقدير المعالم β وفق الصيغة الآتية :

$$\beta = [X'M_D X]^{-1}[X'M_D Y]$$

حيث

$$M_D = I - D(D'D)^{-1}D'$$

وتمثل المصفوفة قطرية كما يلي :

$$M_D = \begin{bmatrix} M^0 & 0 & 0 & \cdots & 0 \\ 0 & M^0 & 0 & \cdots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \cdots & M^0 \end{bmatrix}$$

علماً أن :

$$M^0 = I_T - \frac{1}{T} ii'$$

إن انحدار $M_D Y$ على $M_D X$ بطريقة المربعات الصغرى مكافئ تماماً لانحدار $[y_{it} - \bar{y}_i]$ على $[x_{it} - \bar{x}_i]$ أي يعبر $\bar{y}_i$ و $\bar{x}_i$ عن متجه $(kx1)$ لمتوسطات القيم

[1] $LSDV$: Least Squars Dummy Variable

y_{it} و x_{it} عبر جميع المشاهدات T لكل الأفراد، بينما يمكن تقدير معالم المتغيرات الصورية α من خلال تجزئة معادلة الانحدار :

$$D'D\alpha + D'Xb = D'Y$$

ومنه :

$$\alpha = [D'D]^{-1}D'(Y - XB)$$

وهذا معناه أنه لكل مشاهدة i فإن:

$$\alpha_i = \overline{Y_\iota} - \overline{X'}_i b$$

والمقدر المناسب لمصفوفة التباين المشترك للمعلمة β يعطى بالعلاقة :

$$cov[\beta] = S^2[X'M_DX]^{-1}$$

حيث:

$$S^2 = \frac{\sum_{i=1}^{N}\sum_{i=1}^{T}(Y_{it} - \overline{X'}_{it}\beta - \alpha_i)^2}{NT - N - K}$$

$$= \frac{(M_DY - M_DX\beta)'(M_DY - M_DX\beta)}{NT - N - K}$$

في حين أن بواقي كل مشاهدة تعطى بالعلاقة :

$$\varepsilon_{it} = Y_{it} - X'_{it}\beta - \alpha_i = Y_{it} - \left(\overline{Y_\iota}' - \overline{X}_\iota'\beta\right)$$

$$= (Y_{it} - \overline{Y_\iota}) - (X_{it} - \overline{X}_\iota)'\beta$$

بينما يقدر تباين الأثر الفردي بالعلاقة

$$Var(\alpha_i) = \frac{\sigma^2}{T} + \bar{X}'_{i.}\{Var[\beta]\}\bar{X}_{i.}$$

II-1-3- نموذج التأثيرات العشوائية (REM):

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ ε_{it} ذو توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر وتباين مساو إلى σ_ε^2، و لكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة و غير متحيزة عادة ما يفرض بأن مقياس الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة لكن إذا وجد خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه فإن نموذج التأثيرات العشوائية يصبح نموذجا ملائما للتقدير في هذه الحالة، حيث تقوم فكرته الأساسية على معاملة القطع $\alpha_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له مقدار μ 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:

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

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

حيث أن:

V_i: يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية (i)

$$E(\varepsilon_{it}) = 0$$

$$Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$$

$$E(V_i) = 0$$

$$Var(V_i) = \sigma_V^2$$

$$Cov(\varepsilon_{it}, V_i) = 0$$

$$Var(\varepsilon_{it} + V_i) = \sigma^2 = \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_V^2$$

يمكن التعبير عن حد الخطأ المركب كالتالي:

$$W_{it} = \varepsilon_{it} + V_i$$

حيث:

$$Var(W_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_V^2, E(W_{it}) = 0$$

و لهذا يسمى نموذج التأثير العشوائي أحيانا بـ: نموذج مكونات الخطأ (Model à erreurs composées)

تفشل طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية كونها تعطى مقدرات غير كفؤة و لها أخطاء قياسية غير صحيحة مما يؤثر في اختبارات المعلمات على اعتبار أن التباين المشترك بين W_{it} و W_{is} لا يساوي الصفر أي $Cov(W_{it} + W_{is}) = \sigma_V^2 \neq 0, t \neq s$ و من أجل تجاوز هذا الإشكال و لغرض تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية بشكل صحيح عادة ما تستعمل طريقة المربعات الصغرى المعممة[1] Generalized Least squares (GLS)

- تقدير معلمات نموذج الآثار العشوائية (GLS)

لننطلق من الصيغة التالية لنموذج التأثيرات العشوائية[2]

$$Y_{it} = x'_{it}\beta + (\alpha + U_i) + \varepsilon_{it}$$

أين يوجد k انحذار متضمنا قواطع فردية تعبر عن متوسط عدم التجانس غير الملاحظ عبر الزمن.

نعبر عن الخطأ المركب للمشاهدات عبر الفترة T بالعلاقة:

$$\eta_{it} = \varepsilon_{it} + U_i$$

[1] زكرياء يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة و العشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية (21)، 2012، ص 274.

[2]- Greene H William, Op cit, p 294.

حيث: $\eta_i = [\eta_1, \eta_2, \dots, \eta_{iT}]$

$$E[\eta_{it}^2] = \delta_\varepsilon^2 + \delta_\mu^2$$

$$E[\eta_{it}\eta_{is}] = \delta_\mu^2, t \neq s$$

$$E[\eta_{it}\eta_{js}] = 0$$

من أجل جميع المشاهدات T لكل فرد نضع $\sum = E[\eta_i \eta_i']$

فنحصل على:

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\mu^2 & \sigma_\mu^2 & \sigma_\mu^2 & \dots & \sigma_\mu^2 \\ \sigma_\mu^2 & \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\mu^2 & \sigma_\mu^2 & \dots & \sigma_\mu^2 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ \sigma_\mu^2 & \sigma_\mu^2 & \sigma_\mu^2 & \dots & \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\mu^2 \end{bmatrix} = \sigma_\varepsilon^2 I_T + \sigma_\mu^2 i_T i_T'$$

و بافتراض أن مصفوفة التغاير- التباين لحد الخطأ تعطى كالآتي:

$$\Omega = \begin{bmatrix} \Sigma & 0 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \Sigma & 0 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \dots & \Sigma \end{bmatrix} = I_n \otimes$$

فإن القيمة المقدرة للمعلمات β يتم الحصول عليها بطريقة GLS كما يلي:

$$\beta_{GLS} = (\times' \Omega^{-1} \times)^{-1} \times' \Omega^{-1} y = \left(\sum_{i=1}^{N} \times' i \Sigma^{-1} \times i \right)^{-1} \left(\sum_{i=1}^{N} \times' i \Sigma^{-1} yi \right)$$

حيث تشير Ω^{-1} إلى مقلوب المصفوفة Ω

و يتم الحصول على القيمة المقدرة للحد الثابت كما يلي:

$$\alpha_{0(i)} = 1 - \frac{\sigma_\varepsilon}{\sigma^2}$$

حيث أن: $\sigma^2 = \sigma_\varepsilon + T\sigma_\mu^2$

و لحساب $\alpha_{0(i)}$ ينبغي أولا تقدير كل من $\sigma_u^2, \sigma_\varepsilon$

II-2- اختبارات الاختيار بين النماذج الأساسية لبيانات البانل:

تشتمل منهجية تحليل بيانات البانل على ثلاث نماذج أساسية و بالتالي فإن السؤال الذي يطرح نفسه هو: أي نموذج من النماذج الثلاث يمكن الاعتماد عليه في هذا النوع من التحليل؟

تقتضي الإجابة على هذا السؤال التطرق إلى أساليب اختيار النموذج الملائم لطبيعة بيانات البانل المدروسة من خلال ما يسمى باختبارات التحديد المتمثلة في:

II-2-1- اختبار F المقيد (اختبار معنوية الأثر الجماعي)

يستخدم اختبار F المقيد الصيغة التالية:

$$F(N-1, NT, N-K) = \frac{(R^2_{FEM} - R^2_{PM})/N-1}{(1-R^2_{FEM})/(NT-N-K)}$$

حيث:

K: عدد المعلمات المقدرة.

R^2_{FEM}: يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج التأثيرات الثابتة.

R^2_{PM}: يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج الانحدار التجميعي.

تقارن نتيجة F المحسوبة مع (α , N-1 , NT-N-K)F فإذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر أو تساوي قيمة F الجدولية (أو إذا كانت P-Value أقل من أو تساوي 0.05) فإننا نرفض فرضية العدم (المتمثلة في تساوي جميع معالم الأثر الفردي) فعندئذ فإن النموذج الملائم لطبيعة بيانات الدراسة و الذي يعطي أحسن التقديرات هو نموذج التأثيرات الثابتة أما في حالة العكس فيكون النموذج التجميعي هو النموذج الأكثر ملائمة لطبيعة البيانات.

II- 2-2- اختبار مضاعف Lagrange (LM)

يستخدم اختبار مضاعف Lagrange المقترح من طرف Breuch et Pagon (1980) من أجل الاختيار بين PRM، FEM أو REM حيث يعتمد على مضاعف

Lagrange الخاص بالأخطاء ε_{it} التي تمثل بواقي طريقة المربعات الصغرى ويعرف بالصيغة التالية[1]:

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

حيث أن القيم الكبيرة لإحصائية L M تشير إلى أن FEM و REM سيكونان أفضل من PRMأو بعبارة أخرى، إذا كانت قيمة P-Value لإحصائية اختيار L M تشير إلى وجود معنوية إحصائية لهذا الاختبار، فيعني هذا أن FEM أو REM سيكون أفضل من PRM، بينما إذا كانت هذه القيمة تشير إلى عدم وجود معنوية إحصائية لاختبار LM فيعني هذا أن PRM سيكون أفضل من كل من FEM و REM علما 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 هذا الاختبار يسمح بالمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ونموذجي الآثار الثابتة أو العشوائية من جهة أخرى.

II-2-3- اختبار Hausman

يعتبر اختبار Hausman المقترح سنة 1978 معياراً للاختيار بين نموذج التأثيرات الثانية و نموذج التأثيرات العشوائية، و تطبيق هذا الاختيار يتطلب استخدام اختبار χ^2 المعتمد على إحصائية wald انطلاقا من إحصائية χ^2 لاختيار H التي تأخذ الصيغة التالية:

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

[1] مجدي الشوربجي، أثر تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، ملتقى دولي حول: رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، يومي 13، 14 ديسمبر 2011، جامعة الشلف، ص 19.

تتمثل فرضية العدم في كون نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم (أو بعبارة أخرى: عدم وجود ارتباط بين الآثار الثابتة و المتغيرات المستقلة في النموذج محل التقدير) أي عدم وجود آثار ثابتة لكل مشاهدة و في ظل قبول هذه الفرضية فإن نموذج التأثيرات العشوائية يعطي تقديرات أدق و أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة أما الفرضية البديلة فتنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم (بعبارة أخرى: وجود ارتباط بين الآثار الثابتة و المتغيرات المستقلة في النموذج محل التقدير) و في ظل قبول هذه الفرضية فإن نموذج التأثيرات الثابتة يعطي تقديرات أدق و أفضل من نموذج التأثيرات العشوائية و من ثم: إذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية χ^2 أكبر من القيمة الجدولية لها فإنه يتم رفض الفرضية العدمية و قبول الفرضية البديلة أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأفضل و لذلك ينبغي اختياره و الاعتماد 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.

II-3- اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل:

إن دمج البعد الزمني بالبعد المقطعي (الفردي) يعطي أهمية أكبر لتحليل و دراسة السلاسل الزمنية غير المستقرة، و هذا يسمح لاختبارات جذر الوحدة، ومن ثم إمكانية وجود أو عدم وجود علاقات للتكامل المتزامن بأن تكون أكثر قوة و صلابة مقارنة بالاكتفاء فقط بدراسة السلاسل الزمنية بشكل منفرد و لعينات صغيرة فعلى سبيل التوضيح عند دراسة أسعار الصرف مثلا نحصل في الغالب على بينات لـ:20 أو 30 سنة، و هذا حجم عينة صغيرة جدا ليسمح بدراسة مدى استقرارية سلسلة أسعار الصرف[1]

إن توسيع فترة الدراسة أهم من تواتر البيانات (la fréquence des données) عندما يكون ذلك متاحا، لكن في الغالب - و خصوصا في المثال السابق - فان مثل هذا الحل قد يؤدي إلى مواجهة خطر الانقطاعات الهيكلية لطبيعة البيانات (des ruptures structurelles) حيث أن انهيار نظام بروتين وودز أفرز تحولا هيكليا في طبيعة بيانات

[1] Hurlin Christophe, Valérie Mignon, opcit, p02.

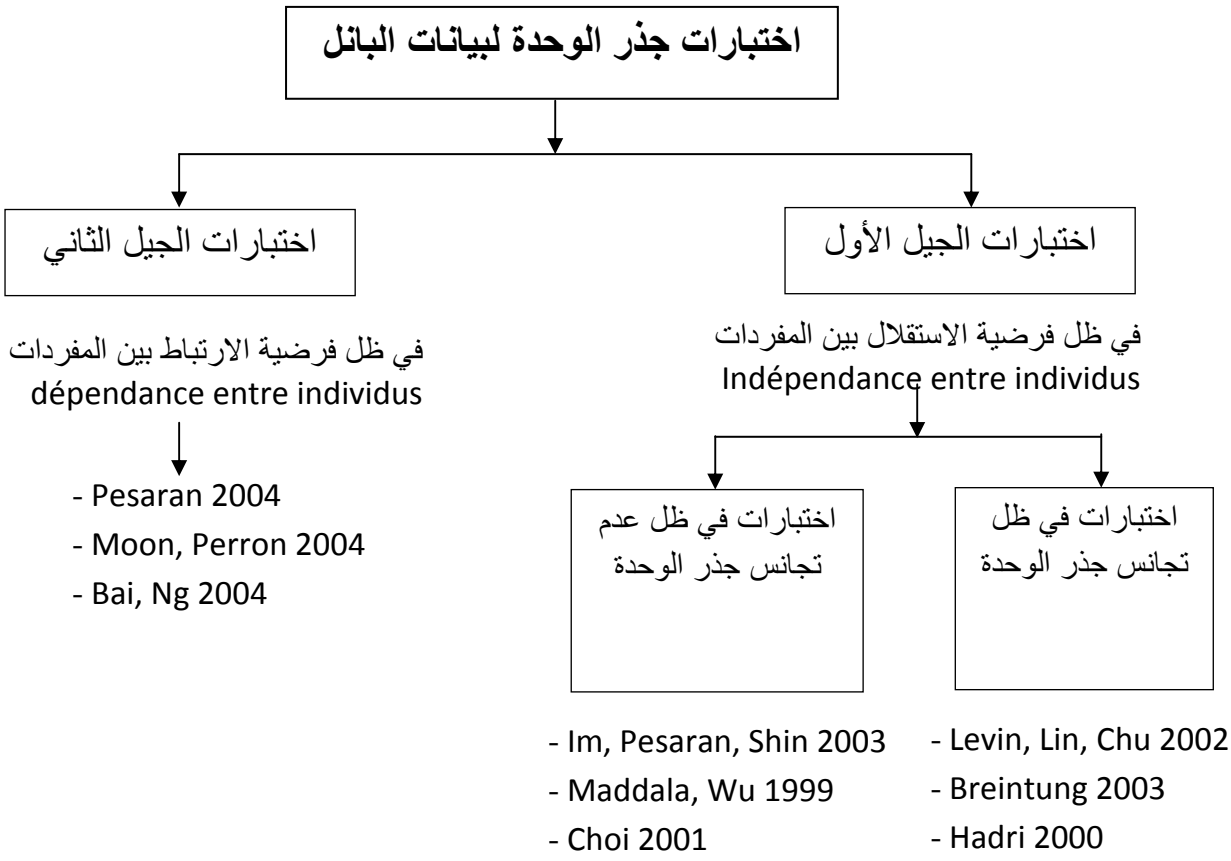
سعر الصرف مما يحد من جدوى هذه التقنية المتمثلة في الاعتماد على بيانات فترات طويلة نسبيا مما ينعكس على ارتكاب أخطاء جوهرية في دراسة جذور الوحدة للبيانات المعتمد عليها. هنا تظهر امكانية الاعتماد على بيانات زمنية لمجموعة معتبرة من الأفراد كبديل مفضل لدراسة أكثر دقة و تعمقا لاحتواء البيانات على جذور وحدة أم لا و بالتالي دراسة و تحليل مسألة الاستقرارية بشكل أفضل. إن الاعتماد على بيانات البانل يسمح من جهة يتجاوز مشكل الانقطاعات (التحولات) الهيكلية في طبيعة البيانات، كما يسمح في الوقت نفسه بتجاوز مشكل ضعف قوة الاختبارات في العينات الصغيرة، حيث يسمح الاعتماد على بيانات البانل من الاستفادة من مزايا الطريقتين: دراسة السلاسل الزمنية غير المستقرة بالاعتماد على تطور البيانات من خلال تأثير البعد الزمني إضافة إلى خصائص البعد الفردي أو المقطعي للبيانات المدروسة التي قد تتشابه أو تختلف من فرد لآخر ومن جهة أخرى فإن تشابه أو اختلاف سلوك أفراد بيانات البانل يعتبر محددا لنوع اختبار جذر الوحدة الذي تخضع له بيانات البانل حيث يتم التمييز في هذا الاطار بين نوعين من الاختبارات:

- اختبارات الجيل الأول.
- اختبارات الجيل الثاني.

يشكل تجانس أو عدم تجانس بيانات البانل اهتماما محوريا في دراسة و تحليل جذور الوحدة و يتعلق الأمر هنا بالأخذ بعين الاعتبار احتمال وجود ارتباط بين أفراد البيانات وذلك بالإجابة على السؤال المتعلق بوجود ارتباط بين مختلف بيانات البانل، و حسب الإجابة على هذا السؤال يتم اقتراح أحد الجيلين الآتيين من اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل[1]

[1] Claudio Araujo, op cit, p 06.

- الشكل (4-1): ملخص اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل-



Source : Hurlin Christophe, Valérie Mignon, une synthèse des testes de racine Unitaire sur donnée de panel, Economie et prévision, 2005, p 04.

II-3-1- 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:

III-3-1-1- اختبار (LLC) Levin, Lin, chu (2002)

قدم كل من Andrew Levin و chien-fu Lin من خلال مجموعة من الأعمال المتواصلة (Levin et Lin et chu 2002, Levin et lin 1993, Levin et Lin 1992) 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[1]:

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

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

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

حيث: $t = 1, \dots, Ti = 1, \dots, N$

و حد الخطأ $\varepsilon_{i,t}$ موزع بشكل مستقل بين المفردات و يتبع مسار ARMA مستقر و يأخذ التمثيل التالي:

$$\varepsilon_{i,t} = \sum_{k=1}^{\infty} \theta_{i,k} \varepsilon_{i,t-k} + \mu_{i,t}$$

كما أن $\mu_{i,t} \sim iid\left(0, \sigma^2_{\mu_{i,t}}\right)$

يمكن الإشارة هنا إلى ملاحظتين أساسيتين:

- تفترض النماذج الثلاث لاختبار LLC استقلال حد الخطأ في البعد الفردي، و هو افتراض تعتمده كل نماذج الجيل الأول لاختيارات جذر الوحدة حيث يتم استخدام نظرية النهاية المركزية للحصول على توزيعات مقاربة (طبيعية) لإحصائيات الاختبارات.

[1] 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.

- تفترض النماذج الثلاث لاختبار LLC تجانس جذر الانحدار الذاتي ($\rho_i = \rho_j = \rho, \forall i,j$) و من ثم تجانس النتيجة حول وجود أو عدم جذر وحدة لديناميكية المتغير يعني قبول وجود جذر الوحدة لمجموع مفردات البانل أو عدم قبول وجود جذر الوحدة لمجموع مفردات البانل- و هذا ما يشكل انتقادا أساسيا لهذا الاختبار عندما لا يتشابه سلوك مفردات البانل أو عندما يكون بينها اختلاف جوهرية- خاصة في دراسة الظواهر الماكرو اقتصادية، أين يصبح هذا الافتراض محدود جداً.

من خلال النماذج الثلاث يختبر LLC الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى:

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

الفرضية الثانية:

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

الفرضية الثالثة:

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

من المهم الملاحظة أن فرضيتي العدم لاختبار LLC للنموذجين الثاني و الثالث هما فرضيتان مركبتان (hypothèses jointes). في النموذج الثاني، فرضية العدم المختبرة هي فرضية وجود جذر الوحدة لجميع بيانات البانل ($\rho_i = \rho = 0$) و في الوقت نفسه فرضية عدم وجود الأثر الفردي أو بعبارة أخرى انعدام الثابت (القاطع) 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 ($\beta_i = 0$)، و هي نفس بنية الفرضيات المقترحة من طرف Dickey- Fuller (1981).

بينما في الحالة العامة عندما يكون هناك احتمال لوجود ارتباط ذاتي بين البواقي ($\theta_{i,k} \neq 0$) فإن اختبار LLC يستمد مبدأه من نموذج Augmented Dickey-Fuller (ADF) الذي يسمح بالتعامل مع البواقي من خلال إحصائية Student (t) و تصبح النماذج الثلاث المدروسة على النحو التالي:

النموذج الأول:

$$\Delta y_{i,t} = \rho y_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{\rho_i} \gamma_{i,s} \Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t}$$

النموذج الثاني:

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho y_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{\rho_i} \gamma_{i,s} \Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t}$$

النموذج الثالث:

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i t + \rho y_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{\rho_i} \gamma_{i,s} \Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t}$$

حيث: $\mu_{i,t} \sim iid(0, \sigma_{\mu,i}^2)$

علما أن عدد التأخرات التي تسمح بالتخلص من الارتباط الذاتي للبواقي غير معروفة مسبقا، يقترح اختبار LLC إجراء ثلاث خطوات على النماذج الثلاث المقترحة، و لم يقدم هذا الاختبار طريقة جديدة خاصة بمعالجة بيانات البانل بل تظل الطريقة المعتمدة على بيانات السلاسل الزمنية نفسها هي المستعملة عند استخدام البرامج الآلية لإجراء هذا الاختبار.

- الخطوة الأولى : إيجاد مقدر لجذر الانحدار الذاتي ($\hat{\rho}$)

تهدف هذه الخطوة إلى إيجاد مقدر $(\hat{\rho})$ لجذر الانحدار الذاتي المشترك و هذا يتطلب إيجاد عدد التأخرات المثالي(ρ_i optimal retard) لكل مفردة - باعتبار استقلالية المفردات- و لعل أبسط طريقة لذلك هي الطريقة المعروفة ب ρ_{max} حيث يعطي أكبر قدر ممكن من التأخرات قياسا إلى البعد الزمنيT للمشاهدات، ثم تختبر معنوية معامل آخر تأخيرا اعتمادا على احصائية (t) ستودنت أو تقدير عدة نماذج لعدد من التأخرات ثم اختيارا لنموذج الذي يسمح بتدنية معياري Akaike أوSchawrz مثلا بعد الحصول على عداد التأخرات المثالي لجميع مفردات البانلρ_i،$i = 1, \dots, N$ نستطيع تقدير $\hat{\rho}$ لكن اختبار LLC لا يقوم بتقدير هذه المعلمة مباشرة من خلال نموذج ADF و يرجع السبب في ذلك إلى أشغال تقني محض يتعلق بصعوبات تطبيقية على البرامج الآلية (Eviews, Tsp, Limdep, Rats) بسبب اختلاف عدد التأخرات من مفردة لأخرى بالنسبة لجميع بيانات البانل، و بالتالي بدل تقدير النماذج الثلاث الأساسية المقترحة يعتمد اختبار LLC على تقدير المعادلتين المساعدتين التاليتين الموافقتين للنموذج الثاني و ذلك مفردة اعتمادا علىMCO على النحو التالي[1]:

المعادلة المساعدة (1):

$$\Delta y_{i,t} = \hat{a}_i + \sum_{s=1}^{\rho_i} \hat{b}_{i,s} \Delta y_{i,t-s} + \hat{e}_{i,t} \; ;$$
$$\forall t = \rho_i + 2, \dots, T$$

المعادلة المساعدة (2):

$$\Delta y_{i,t-1} = \hat{c}_i + \sum_{s=1}^{\rho_i} \hat{d}_{i,s} \Delta y_{i,t-s} + \hat{v}_{i,t} \; ;$$
$$\forall t = \rho_i + 2, \dots, T$$

في حالة النموذج الأول: تتميز المعادلتان المساعدتان بعدم وجود ثوابت في نموذجي الانحدار أعلاه، أما في حالة النموذج الثالث فيجب إضافة المركبة الاتجاهية للنموذجين أعلاه.

[1] Hurlin christopher, Valérie Mignon, opcit, p 11.

يتم بعد ذلك تشكيل سلاسل البواقي الفردية:

$$\tilde{e}_{i,t} = \frac{\hat{e}_{i,t}}{\hat{\sigma}_{\mu,i}} \qquad \tilde{V}_{i,t} = \frac{\hat{V}_{i,t}}{\hat{\sigma}_{\mu,i}} \qquad \forall i = 1, \dots, N \; ; \; \forall t = \rho_i + 2, \dots, T$$

حيث $\hat{\sigma}_{\mu,i}$ هو تقدير تباين البواقي الفردي من نموذج ADF للنماذج الثلاثة الأساسية والذي يمكن كتابته على النحو التالي:

$$\hat{\sigma}_{\mu,i} = \frac{1}{T - \rho_i - 1} \sum_{t=\rho_i+2}^{T} \left(\hat{e}_{i,t} - \hat{\rho}_i \hat{V}_{i,t}\right)^2$$

$$\forall t = \rho_i + 2, \dots, T$$

حيث $\hat{\rho}_i$ هو مقدر ρ من خلال طريقة المربعات الصغرى في معادلة الانحدار:

للمفردة i

الخطوة الثانية: تقدير نسبة التباين الفردي

يتمثل هدف الخطوة الثانية في تقدير نسبة التباين في المدى الطويل ${\Omega_i}^2$ للنموذج على التباين في المدى القصير للبواقي الفردية $\sigma^2_{\mu,i}$ للمشاهدات (i)

$$\hat{S}_N = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} \hat{S}_i = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} \frac{\hat{\Omega}}{\hat{\sigma}_{\mu,i}}$$

تساعد هذه النسبة للتباين الفردي في الخطوة الأخيرة المتعلقة بتوزيع إحصائية t ستودنت لاختبار جذر الوحدة.

الخطوة الثالثة : تقدير إحصائية LLC

انطلاقا من القيمة المقدرة لـ $\hat{\rho}$ عن طريق طريقة MCO المحصل عليها من الخطوة الأولى يتم اختبار الفرضية العدمية: $H_0: \rho = 0$ من خلال إحصائية t ستودنت

$$t_{\rho=0} = \frac{\hat{\rho}}{\hat{\sigma}_{\hat{\rho}}}$$

حيث:

$$\hat{\sigma}_{\hat{\rho}}^2 = \sigma_{\tilde{\varepsilon}}^2 = \left[\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=\rho_i+2}^{T}\tilde{V}_{i,t}^2\right]^{-1}$$

و

$$\sigma_{\tilde{\varepsilon}}^2 = \left(\sum_{i=1}^{N} T_i\right)^{-1}\left[\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=\rho_i+2}^{T}\left(\tilde{e}_{i,t} - \hat{\rho}\tilde{V}_{i,t}\right)^2\right]$$

في حالة النموذج الأساسي الأول (بدون ثابت) تتبع الإحصائية$t_{\rho=0}$ توزيعا طبيعيا في ظل فرضية العدم $H_0: \rho = 0$، و في حالة العكس (يعني النموذج الثاني أو الثالث أو بعبارة أخرى معنوية الثابت)، فإن هذه الإحصائية تؤول نحو $-\infty$ في ظل فرضية العدم و لهذا قام كل من Lin, Levin و chu بتقديم إحصائية t المصححة على النحو التالي:

$$t_{\rho}^{*} = \frac{1}{\sigma_{m,\tilde{T}}^{*}}\left(t_{\rho} - N\tilde{T} \times \frac{\tilde{S}_N}{\hat{\sigma}_{\tilde{\varepsilon}}^2} \times \hat{\sigma}_{\hat{\rho}} \times \mu_{m,\tilde{T}}^{*}\right)$$

حيث:

m: تعنى الاعتماد على معلمات النموذج الأول، الثاني أو الثالث

$$\tilde{T} = T - \bar{P} - 1 : \tilde{T} \qquad \text{و} \qquad \bar{P} = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}\hat{\rho}_i$$

$\mu_{m,\tilde{T}}^{*}$: معلمة تعديل التباين $\sigma_{m,\tilde{T}}^{*}$ و التي تستخرج من جدول: معالم تعديل إحصائية t المصححة المقدمة من قبل LLC (2002)

II-3-1-2: اختبار Im, Pesaran, Shin (2003) (IPS)

كما سبق الإشارة إليه عند استعراض اختبار LLC، فإن الانتقاد الأساسي الموجه لهذا الاختبار يتمثل في تجانس جذر الانحدار الذاتي لجميع مفردات البانل في ظل

الفرضية البديلة، و بناءً على ذلك فقد قدم كل من Im, Pesaran, Shin من خلال مجموعة من الأعمال المتواصلة (1997، 2002، 2003) إجابة على هذا الانتقاد حيث لم يكتفوا فقط بتقديم اختبار يسمح بعدم تجانس جذر الوحدة بين مفردات البانل، $(\rho_i \neq \rho_j)$ من خلال اختلاف القيم المعلمية و تباينات البواقي و طول فترات الإبطاء، بل و يسمح الاختبار أيضا بعدم التجانس حتى في ظل وجود جذر أحادي للبانل، و بالتالي فإن هذا الاختبار يسمح بتوسيع اختبار LLC من خلال تخفيف القيود المفروضة على هذا الاختبار.

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).

في غياب الارتباط الذاتي للأخطاء يكتب النموذج على النحو التالي:

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

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

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

$$H_1: \begin{cases} \rho < 0\ , \ \ \forall i = 1,2, \dots, N_1 \\ \rho_i = 0\ , \ \ \forall i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N \end{cases}$$

و في ظل الفرضية البديلة يوجد نوعان من المفردات، مفردات تتغير على النحو $i = 1, \dots, N_1$ و مفردات تتغير على النحو $N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N$، تعبر الأخيرة عن ديناميكية المتغير $y_{i,t}$، هل تقبل جذراً للوحدة أم لا. حجم المجموعة N_1 للمفردات المستقرة غير معروفة مسبقا و لكن قيمته $0 < N_1 \leq N$، و إذا ساوت قيمته الصغرى

فمعناه قبول فرضية العدم، كما تقبل أيضا أن نهاية النسبة $\frac{N_1}{N}$ لما N تؤول إلى مالانهاية تساوي قيمة δ محصورة بين الصفر و الواحد على النحو التالي:

$$\lim_{n\to\infty} \frac{N_1}{N} = \delta, \;\; 0 < \delta \leq 1$$

في ظل فرضية استقلال الأخطاء بين المفردات يقترح اختبار IPS إحصائية t ستودنت المعرفة بـ: t_{-barNT} لمتوسط الاحصائية الفردية لاختبار Deckey-fuller على النحو الآتي:

$$t_{-barNT} = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} t_{iT}$$

بينما في ظل فرضية احتمال وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء فإن اختبار IPS يعتمد على نموذج (ADF) لكل مفردة من مفردات البانلN $i = 1, \dots, N$ و يقترح IPS النموذج:

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho_i y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{\rho_i} \beta_{i,j} \Delta y_{i,t-j} + \varepsilon_{i,t}$$

نلاحظ أن اختبار IPS يسمح بوجود ارتباط ذاتي للأخطاء من درجات مختلفة لكل مفردة من مفردات البانل، و لاستدراك هذا الأمر فقد قام IPS باستخدام متوسط الإحصائيات الفردية لاختبار Augmented Deckey-Fuller على النحو الآتي:

$$t_{-barNT} = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} t_{iT}(\rho_i, \beta_i)$$

يتفوق اختبار IPS على اختبار LLC في كونه يأخذ بعين الاعتبار عدم تجانس جذور الوحدة بين المفردات من خلال الفرضية البديلة، كما أنه يعتمد على إحصائية بسيطة ترتكز على إحصائية DF أو ADF الفردي بحسب الفرضية المتعلقة بترابط الأخطاء[1].

[1] Idem, p 15.

II-3-1-3- اختبار Manddala, Wu (1999) (MW)

يعتبر اختبار Manddala, Wu اختباراً غير معلمي مستمد من أعمال Fisher (1932) و المطبق أساساً في دراسة PPA (La parité des pouvoirs d'achat) خاصة من طرف choi (2001) و المقدم بشكله العام من طرف Manddala, Wu سنة 1999. يستند اختبار MW على مبدأ بسيط مبني على تركيبة مستويات المعنوية (يعنى على قيمة P-values) لـ: N اختبار فردي لجذور الوحدة المستقلة.

لتكن: $\rho_i = F_{T_i}(G_i)$ قيمة المعنوية (P-values) لاحصائية اختبار (G_i) للفرضية العدمية لجذر الوحدة للمفردة (i)، حيث $F_{T_i}(\cdot)$ تمثل الدالة المعتمدة لاختبار الإحصائية الفردية G_i لعينة حجمها N.

إحصائية اختبار G_i قد تتمثل في اختبار ADF أو أي اختبار آخر للفرضية العدمية لجذور الوحدة (PP، ERS،...)

إذا توجد عدة طرق لإنشاء تركيبة لمستويات المعنوية ρ_i قبل استعمال اختبار MW لجذر الوحدة لبيانات البانل الذي يأخذ الصيغة:

$$MW = -2\sum_{i=1}^{N} ln(\rho_i)$$

يأخذ اختبار MW بعين الاعتبار الحالة التي تكون فيها الإحصائيات الفردية مستقلة تماما مثلما هو الحال بالنسبة لاختباري IPS و LLC، حيث يمثل هذا الافتراض محور اختبارات الجيل الأول من اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل، حيث أنه في ظل هذا الافتراض تتبع إحصائية MW في ظل الفرضية العدمية لوجود جذر الوحدة قانون$\chi^2(2N)$. في ظل مستوى معين للمعنوية إذا كانت إحصائية MW أكبر من إحصائية $\chi^2(2N)$ نرفض فرضية العدم لوجود جذر الوحدة لمفردات البانل.

يشبه اختبار MW اختبار IPS في كونهما لا يتقيدان في الفرضية البديلة بتجانس جذر الانحدار الذاتي ρ_i بالنسبة لجميع المفردات، حيث يرتكزان على تركيبة لإحصائيات فردية، إحصائيات ADF بالنسبة لـ IPS و مستويات المعنوية عند MW، و يتفوقان عن LLC في كونهما صالحان تماما للاختبار في البيانات غير المتزنة (unbalanced panel data). قدم choi (2001) اختبارا بديلا لاختبار MW في حالة العينات الكبيرة N من خلال تطوير إحصائية MW بحيث قدم إحصائية تتبع التوزيع الطبيعي $N(0,1)$ و تأخذ الصيغة الآتية:

$$Z_{MW} = \frac{1}{2\sqrt{N}} \sum_{i=1}^{N} [-2ln(\rho_i) - 2]$$

II-3-1-4- اختبار Hadri (2000) (اختبار الاستقرارية)

يختلف اختبار Hadri عن اختبارات الجيل الأول السابقة (LLC, IPS, MW) في كونه يستند إلى الاستقرارية في ظل الفرضية العدمية بخلاف بقية الاختبارات المستندة على عدم الاستقرارية من خلال الفرضية العدمية، يعتبر هذا الاختبار امتداداً لاختبار الاستقرارية kwiatkowski et al (1992) في إطار الاقتصاد القياسي للسلاسل الزمنية و يرتبط اختبار Hadri باختبار مضاعف Lagrange الذي يستهدف اختبار الفرضية العدمية للاستقرارية وذلك من خلال[1] :

$$LM = \frac{1}{N} \left(\frac{\sum_{i=1}^{N} \frac{1}{T^2} \sum S_{it}^2}{\sigma_\varepsilon^2} \right)$$

حيث: $S_{it}^2 = \sum_{s=1}^{t} \hat{\varepsilon}_s$

أهم ما يلاحظ على اختبار Hadri، يتمثل في :

- أنه يشبه اختبار KPSS.

[1] ClaudioAraujo, Opcit , P10

- فرضيته العدمية تنطلق من عدم وجود جذور للوحدة، وبالتالي استقرارية البيانات.
- اختبار مبني على بواقي انحدار طريقة المربعات الصغرى الفردية.

II-3-2- اختبارات الجيل الثاني:

ترتكز الأدبيات الحديثة* حول فكرة ضرورة الأخذ بعين الاعتبار – وبصفة صريحة – الارتباط بين مفردات البانل، ولذلك تسمى اختبارات الجيل الثاني أحياناً باختبارات جذر الوحدة في ظل فرضية الارتباط بين المفردات.

غيرت اختبارات الجيل الثاني من النظرة التي تبنتها اختبارات الجيل الأول و التي كانت تصنف الارتباط بين المفردات تشويشا أبيضا، لتقدم إحصاءات واختبارات مطورة تسمح بالتعامل مع الحركة المتزامنة (co-mouvements) للمفردات، حيث لا يعزى الارتباط بين المفردات فقط إلى حدود الأخطاء – كما تعتبر اختبارات الجيل الأول – بل يتعدى الأمر ذلك إلى وجود واحد أو أكثر من المكونات المشتركة في البيانات. تم في إطار اختبارات الجيل الثاني تقديم مجموعة من الاختبارات توافق فرضية الارتباط بين مفردات البانل، تندرج معظمها ضمن الخط الذي رسمه Bai et Ng (2001, 2004) والمبني أساساً على نموذج العوامل المشتركة، وتتخلص أهم اختبارات هذا الجيل في الآتي :

II-3-2-1- اختبار Bai et Ng (2004) :

اقترح Bai و Ng (2001, 2004) أول اختبار لفرضية العدم لجذر الوحدة، بالأخذ بعين الاعتبار إمكانية وجود ارتباط بين المفردات للبيانات المدروسة، وبالتالي فإن الإشكال المطروح هو كيفية تعيين (تحديد) الشكل الخاص بهذا الارتباط.

انطلق Bai وNg من منهجية بسيطة استناداً على نموذج العوامل المشتركة التالي:

$$y_{i,t} = D_{i,t} + \lambda_i' F_t + e_{i,t}$$

* Voir :
- Jushan Bai, Chichwa Kao, on the estimation and inference of a panel cointegration model with cross-sectionnal dependence, center for policy research, working paper N°75,New York,2005.
- BadiH.Baltagi, Georges Bresson, Alain Pirotte, Panel unit root teste and spatial dependance, Journal of Applied Econometrics (22) 2007.

حيث:

$D_{i,t}$: دالة كثيرة الحدود للزمن من رتبة t.

F_t: شعاع ذو بعد (r,1) للعوامل المشتركة.

λ_i: شعاع المعلمات.

تجزأ السلسلة الفردية $y_{i,t}$ إلى مركبة محددة غير متجانسة $D_{i,t}$ ، مركبة مشتركة $\lambda_i' F_t$ وحد خطأ $e_{i,t}$

في هذه الحالة تكون $y_{i,t}$ غير مستقرة طالما كان – على الأقل – أحد العوامل المشتركة للشعاع F_tغير مستقر و/أو كان حد الخطأ $e_{i,t}$ غير مستقر. ليس هناك ما يؤكد بشكل عام أن F_t و $e_{i,t}$ يمتلكان نفس الخصائص الديناميكية، قد يكون أحدهما مستقر والآخر غير مستقر، بعض مكونات F_t قد تكون$I(0)$ أو $I(1)$ ، F_t و $e_{i,t}$ قد يكونان متكاملان من درجات مختلفة ، ....إلخ.

يقترح Bai و Ng بدلا من دراسة استقرارية $y_{i,t}$ (نظرا لصعوبة تشخيص وجود جذر وحدة خاصة في ظل احتواء السلسلة على مركبة مستقرة هامة) اختبار وجود جذور وحدة للمركبات المشتركة والفردية*.

بافتراض أن المركبة $D_{i,t}$ تكون على الأكثر من الرتبة 1 ، يأخذ النموذج الصيغة التالية:

$$y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i t + \lambda_i' F_t + e_{i,t} \ , \qquad t = 1, \ldots\ldots, T$$

$$F_{m,t} = T_m F_{m,t-1} + V_{m,t} \ , \qquad m = 1, \ldots\ldots, r$$

$$e_{i,t} = \rho_i e_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \ , \qquad i = 1, \ldots\ldots, N$$

يعتبر العامل المشترك $F_{m,t}$ (le m^{ème} facteur commun) مستقراً إذا كان T<1

يعتبر حد الخطأ $e_{i,t}$ (le ^{ième} individu) مستقراً إذا كان$\rho_i < 1$

* يصطلح على هذا الإجراء بـ : PANIC :
Panel Analysis of Non stationarity in the Idiosyncratic and common components.

ولكن تكمن صعوبة دراسة استقرارية $F_{m,t}$ و $e_{i,t}$ في كونهما غير ملاحظان ويجب تقديرهما. تعتمد صلاحية منهجية PANIC على ايجاد مقدرات لـ $F_{m,t}$ و $e_{i,t}$ تحافظ على درجة تكاملهما، وبحيث تكون $e_{i,t}$: $I(0)$ أو $I(1)$، وتبعاً لذلك تبنى Bai و Ng تحليلاً للمركبة الرئيسية (une analyse en composantes principales) انطلاقاً من معطيات بعد أخذ الفروقات الأولى، وبافتراض أن عدد العوامل المشتركة r معروف ومن منطلق النموذج التالي :

$$\Delta y_{i,t} = \lambda'_i \Delta F_t + \Delta e_{i,t}$$

ينقسم الاختبار إلى مرحلتين، يتم في المرحلة الأولى تقدير ΔF_t و λ_i من خلال تحليل المركبة الرئيسية، وفي المرحلة الثانية تقدير شعاع التغيرات في العوامل المشتركة $\Delta \hat{F}_t$ والتغيرات في حد الخطأ $e_{i,t}$ من خلال المتغيرات التراكمية المعرفة كما يلي :

$$\hat{F}_{m,t} = \sum_{s=2}^{t} \Delta \hat{F}_{m,s}, \qquad \hat{e}_{i,t} = \sum_{s=2}^{t} \Delta e_{i,s}$$

حيث: $t = 1, \ldots\ldots, T$ و $m = 1, \ldots\ldots, s$ و $i = 1, \ldots\ldots, N$

يتم اختبار الفرضية العدمية لوجود جذر الوحدة للمركبتين F_t و $e_{i,t}$ اعتماداً على القيم المقدرة لهما.

قبل اختبار جذر الوحدة للعوامل المشتركة F_t، Bai و Ng يفرقان بين حالتين :

- عند وجود عامل مشترك واحد بين المتغيرات $(r = 1)$: وهنا يتم استخدام اختبار ADF من الصيغة التالية :

$$\Delta \hat{F}_{i,t} = c + \gamma_{i,0} \hat{F}_{1,t-1} + \gamma_{i,1} \Delta \hat{F}_{1,t-1} + \cdots + \gamma_{i,p} \Delta \hat{F}_{1,t-p} + v_{i,t}$$

- عند وجود أكثر من عامل مشترك واحد بين المتغيرات $(r > 1)$: هنا يتم اختبار تساوي عدد الاتجاهات العشوائية المشتركة بالعوامل المشتركة، وذلك من خلال احصائيتين : MQ_f والتي تفترض أن المركبة غير المستقرة تتبع مسار انحدار

ذاتي من رتبة محددة، و الإحصائية: MQ_c و التي تسمح بوجود ديناميكية أكثر شمولية لمسار جذر الوحدة.

ومن أجل اختيار جذر الوحدة المركبة $e_{i,t}$ يقترح Bai و Ng إحصائية ADF محسوبة انطلاقا من القيمة المقدرة $e_{i,t}$ في إطار النموذج التالي:

$$\Delta\hat{e}_{i,t} = \delta_{i,0}\hat{e}_{1,t-1} + \delta_{i,1}\Delta\hat{e}_{1,t-1} + \cdots + \delta_{i,p}\Delta\hat{e}_{1,t-p} + \mu_{i,t}$$

II-3-2-2- اختبار Phillips, Sul (2003) و Moon, Perron (2004)

على العكس من اختبار Bai و Ng، تسعى اختبارات كل من Phillips, Sul و Moon, Perron إلى اختبار وجود جذر الوحدة مباشرة في السلسلة $y_{i,t}$ و ليس اعتمادا على التفرقة بين المركبات الفردية و المشتركة. انطلاقا من هذا الفرق الجوهري، يوجد تشابه كبير بين المقاربتين Phillips, Sul و Moon, Perron المعتمدتان على نموذج عاملي (un modèle factoriel) و سيتم استعراض اختبار Moon, Perron (2004) باعتباره يشمل تحديدا أوسع للمركبات المشتركة.

يقترح Moon و Perron نموذج انحدار ذاتي بأثر فردي ثابت أين يمكن صياغته حدود الخطأ في شكل نموذج عاملي على النحو التالي:

$$y_{i,t} = \alpha_i + y_{i,t}^0$$

$$y_{i,t}^0 = \phi_i y_{i,t-1}^0 + \mu_{i,t}$$

$$\mu_{i,t} = \lambda_i' F_t + e_{i,t}$$

تعتمد مقاربة Moon و Perron على تحويل النموذج بشكل يسمح باستبعاد المركبات المشتركة في السلسلة $y_{i,t}$، ثم اختبار جذر الوحدة على سلسلة الفروقات أين يتم إزالة الارتباط بين المفردات و يتم اختبار الفرضية العدمية لوجود جذر الوحدة لمجموع مفردات البانل $\{H_0: \phi_i = 1, \forall_i = 1, \dots N\}$ في مقابل الفرضية البديلة $\{H_0: \phi_i < 1$ لمفردة (i) واحدة على الأقل.

II-3-2-3- اختبار Chang(2002)

قدم Chang مقاربة بديلة ضمن اختبارات الجيل الثاني لا ترتكز على نموذج عاملي بخلاف بقية الاختيارات، حيث اعتمد Chang على مقدر لمتغيرات غير خطية يسمح بتجاوز مشكل معاملات الارتباط بين المفردات انطلاقا من النموذج التالي:

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho_i y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{pi} \beta_{i,j} \Delta y_{i,t-j} + \varepsilon_{i,t}$$

أين يكون $\varepsilon_{i,t}$ مرتبطة في البعد الفرد ، و لتجاوز هذا الارتباط يقترح Chang استعمال - لكل مفردة- متغير من خلال دالة غير خطية $F(y_{i,t-1})$ للقيم الماضية لـ : $y_{i,t-1}$، تسمى هذه الدالة بـ:IGF (Instrument Generating Function) و دالة منتظمة و متكاملة من الشكل، $\int_{-\infty}^{\infty} xF(x)dx \neq 0$

ليكن $x_{i,t}$ شعاع الفروقات الأولى للقيم الماضية $(\Delta y_{i,t-1}, \dots, \Delta y_{i,t-p_i})$

و $x_i = (x_{i,P_{i+1}} + \cdots + x_{iT})$ المصفوفة (T,P_{i+1}) الموافقة، ولـيكن $y_{l,i} = (y_{i,P_i}, \dots, y_{i,T-1})$ شعاع القيم الماضية و $\varepsilon_i = (\varepsilon_{i,p_{i+1}}, \dots, \varepsilon_{iT})$ شعاع حدود الخطأ تحت فرضية العدم لوجود جذور الوحدة، مقدر المتغير غير الخطي للمعلمة ρ يعرف كالتالي:

$$\hat{\rho}_i = \left[F(y_{l,i})' y_{l,i} - F(y_{l,i})' X_i (X_i' X_i)^{-1} X_i' y_{l,i}\right]^{-1}$$

و تباين هذا المقدر يعرف كالتالي:

$$\hat{\sigma}^2_{\hat{\rho}_i} = \hat{\sigma}^2_{\varepsilon_i} \left[F(y_{l,i}) y_{l,i} - F(y_{l,i})' X_i (X_i' X_i)^{-1} X_i' y_{l,i}\right]^{-2}$$

اقترح Chang الإحصائية t ستودنت لاختبار جذر الوحدة التي تقترب من التوزيع الطبيعي عند استخدام المعلمة $\hat{\rho}_i$ على النحو التالي:

$$Z_i = \frac{\hat{\rho}_i}{\hat{\sigma}_{\hat{\rho}_i}} \underset{T\to\infty}{\longrightarrow} N(0,1) \quad , \quad i = 1, \dots N$$

III- اختبارات التكامل المشترك لبيانات البانل:

إن تحليل علاقات التكامل المشترك عند الاعتماد على بيانات البانل يقتضي الانتباه إلى استقلالية السلاسل الزمنية الفردية المشكلة للبانل، وعدم تجانس النموذج المعتمد ،إذ أن الدراسات القائمة على السلاسل الزمنية فقط تهتم بدراسة مفردة واحدة مما لا يطرح المشكل من الأساس – طالما أن الدراسة تهتم بمفردة واحدة فقط- وعلى العكس من ذلك فإنه في الدراسات المعتمدة على بيانات البانل، فإن خصائص و سلوك كل مفردة قد تختلف و تتمايز، ما يجعل من الاعتماد على نموذج واحد لاختبار السكون مشكلة ومصدرا للأخطاء وقد أظهر Sevester(2002) أن أدبيات الاقتصاد القياسي لبيانات البانل تعطي أهمية قصوى لمفهوم عدم التجانس[1]، وعلى أية حال فإن عدم التجانس يؤخذ بعين الاعتبار في نماذج التأثيرات الفردية (الثانية و العشوائية) حتى في ظل وجود ثابت خاص بكل مفردة ، إذ يبقى عدم التجانس قائما وقد يتعلق ببقية المعلمات الأخرى.

إن هذا الوضع الخاص ببيانات البانل، يقودنا إلى استعراض نمذجة السلاسل الزمنية المشكلة للبانل لمختلف المفردات، حيث يسمح تمييز نماذج التأثيرات الفردية الثابتة والعشوائية بفهم أفضل لسلوك مفردات البانل، حيث يأخذ النموذج الأساسي لهذه النمذجة الصيغة التالية:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta x_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad , \quad i = 1, \dots N \quad t = 1, \dots T$$

حيث:

[1] Voir:
- Sevester, P. Econométrie des données de panel, édition DUNOD, 2002.
- In Choi, panel cointegration, Research Institute for Market Economy, Sogan University, Nº 2013-1.
- Alexander Chudik, Hashem Pesaran, Large Panel Data Models with Cross-Sectional Dependence: A Survey, Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 153.

$Y_{i,t}$: المتغير الخارجي

β : شعاع يتكون منk معلمة $\beta = (\beta_1, \dots, \beta_k)$

$x_{i,t}$: شعاع يتكون من k متغير داخلي $x_{i,t} = (x_{1it}, \dots, x_{kit})$

α_i يسمح بالأخذ بعين الاعتبار عدم التجانس بين المفردات حيث:

- في نموذج التأثيرات الفردية الثابتة: تعتبر قيمته ثابتة و خاصة بكل مفردة و لا تتغير عبر الزمن، حيث تأخذ بعين الاعتبار كل الخصائص الفردية غير الملاحظة و التي تؤثر في $y_{i,t}$.

- في نموذج التأثيرات الفردية العشوائية: تنقسم قيمته إلى عنصرين $\alpha_i = \alpha + \mu_i$

حيث α عبارة عن قيمة ثابتة وμ_i عنصر عشوائي خاص بكل مفردة (i).

إن فكرة عدم التجانس المحدود أو التأثير الفردي، تم مناقشتها في العديد من الدراسات خاصة المتعلقة بدراسة ظواهر الاقتصاد الكلي (الناتج المحلي،أسعار الصرف....) قبل أن يتم تطوير فكرة عدم التجانس بشكل أوسع من خلال الانتقال إلى اختبارات الجيل الثاني لجذور الوحدة، التي تنطلق أساسا من افتراض عدم تجانس مفردات البانل.

طور كل من Pedroni (1999،2004) و Kao (1999) أعمال Engel-Granger من أجل دراسة علاقات التكامل المشترك في إطار بيانات البانل حيث تبحث هذه الاختبارات في مدى احتواء البيانات على جذور وحدة تمتلك نفس الاتجاهات العشوائية واحتمال وجود علاقات توازن بينها في الأجل الطويل من خلال التركيز على اختبار فرضية جذر الوحدة لبواقي التكامل.

III-1- اختبار Pedroni (1999،2004) :

اقترح Pedroni اختبارا موسعا لاختبار Engel-Granger يشمل عددا من الاختبارات للتكامل المشترك لبيانات البانل لفرضية العدم حول غياب علاقات التكامل

المتزامن بشكل يسمح بوجود عدم التجانس الفردي، حيث ينطلق من نموذج الانحدار التالي[1]:

$$y_{i,t} = \alpha_i + \delta_i t + \beta_i x_{i,t} + \mu_{i,t} \quad , \quad i = 1, \dots N \quad t = 1, \dots T$$

حيث:

$x_{i,t}$ شعاع ذو بعد k متغير، $k = 1, \dots k$

$y_{i,t}$ و $x_{i,t}$ متكاملة من الدرجة الأولى$I(1)$

α_i و δ_i تمثل على التوالي الأثر الفردي و الأثر الاتجاهي.

يأخذ اختبار Pedroni بعين الاعتبار عدم التجانس من خلال المعلمات التي قد تختلف من مفردة لأخرى، حيث أن أشعة التكامل المتزامن نادرا ما تكون متطابقة بالنسبة لجميع مفردات البانل، و عند قبول الفرضية البديلة يترجم ذلك بوجود علاقات تكامل متزامن في الوقت الذي قد تختلف فيه معلمات هذه العلاقة من مفردة لأخرى ضمن بيانات البانل. انطلاقا من بواقي معادلة انحدار التكامل المشترك يختبر Pedroni استقرارية البواقي من خلال سبعة اختبارات على النموذج:

$$\hat{\mu}_{i,t} = \rho_i \hat{\mu}_{i,t-1} + e_{i,t}$$

تتمثل فرضية العدم في غياب التكامل المتزامن ($H_0: \rho_i = 1, \forall_i$) بينما يفرق Pedroni بين وضعين فيما يتعلق بصياغة الفرضية البديلة:

- الوضع الأول: يشمل على الإحصائيات المسماة بالبعد الداخلي -Intra « dimension » أو « within » ، أين تصاغ الفرضية البديلة على النحو التالي:

($H_1: \rho_i = \rho < 1, \forall_i$) ، لكل مفردة ضمن البانل يوجد معامل انحدار ذاتي وحيد ومتطابق حيث نفترض مسبقا تجانس ρ_i بالنسبة لجميع الوحدات الفردية.

[1] Pedroni.P, Panel cointegration: Asymptotic and finite sample properties of pooled time series tests with an application to the ppp hypothesis, Econometric theory 20, 2004, P 599.

- الوضع الثاني: يشتمل على الاحصائيات المسماة بالبعد البيني -Inter « dimension » أو« between » ، أين تصاغ الفرضية البديلة على النحو التالي:

$(H_1: \rho_i = \rho < 1, \forall_i)$ ، نفترض هنا وجود أكثر من قيمة ρ_i بالنسبة للوحدات الفردية و هو ما يسمح بوجود عدم التجانس بين المفردات في ظل هذه الفرضية.

يسمى Pedroni اختبارات الوضع الأول: بإحصائيات تكامل البانل « Panel cointegration statistics » و اختبارات الوضع الثاني: بإحصائيات متوسط مجموعة التكامل « Group mean cointegration statistics ». تتوزع اختبارات Pedroni السبعة للكشف عن التكامل المتزامن بين أربعة اختبارات خاصة بالبعد الداخلي -Intra « dimension » و ثلاثة اختبارات خاصة بالبعد البيني « Inter-dimension »

- تتمثل اختبارات البعد الداخلي في:

- Panel V-statistique : $\left(\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=1}^{T}\hat{L}_{11i}^{-2}\,\hat{u}_{i,t-1}^{2}\right)^{-1}$

- Panel ρ-statistique :

$$\left(\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=1}^{T}\hat{L}_{11i}^{-2}\,\hat{u}_{i,t-1}^{2}\right)^{-1}\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=1}^{T}\hat{L}_{11i}^{-2}\left(\hat{u}_{i,t-1}\Delta\hat{u}_{i,t}-\hat{\lambda}_i\right)$$

- Panel t-statistique(PP) :

$$\left(\left(\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}\hat{L}_{11i}^{-2}\,\hat{\sigma}_i^{2}\right)\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=1}^{T}\hat{L}_{11i}^{-2}\,\hat{u}_{i,t-1}^{2}\right)^{-1/2}\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=1}^{T}\hat{L}_{11i}^{-2}\left(\hat{u}_{i,t-1}\Delta\hat{u}_{i,t}-\lambda i\right.$$

- Panel t-statistique (ADF) :

$$\left(\left(\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}\hat{S}_i^{*2}\right)\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=1}^{T}\hat{L}_{11i}^{-2}\,\hat{u}_{i,t-1}^{*2}\right)^{-1/2}\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=1}^{T}\hat{L}_{11i}^{-2}\,\hat{U}_{i,t-1}^{*}\Delta\,\hat{u}_{i,t}^{*}$$

- تتمثل اختبارات البعد البيني في:

- Groupe P-statistique :

$$\sum_{i=1}^{N}\left(\sum_{t=1}^{T}\hat{u}_{i,t-1}^{2}\right)^{-1}\sum_{t=1}^{T}\left(\hat{u}_{i,t-1}\Delta\hat{u}_{i,t}-\hat{\lambda}_{i}\right)$$

- Groupe t-statistique (non paramétrique):

$$\sum_{i=1}^{N}\left(\hat{\sigma}_{i}^{2}\sum_{t=1}^{T}\hat{u}_{i,t-1}^{2}\right)^{-1/2}\sum_{t=1}^{T}\left(\hat{u}_{i,t-1}\Delta\hat{u}_{i,t}-\hat{\lambda}_{i}\right)$$

- Groupe t-statistique (paramétrique) :

$$\sum_{i=1}^{N}\left(\sum_{t=1}^{T}S_{i}^{*2}\hat{u}_{i,t-1}^{*2}\right)^{-1/2}\sum_{t=1}^{T}\left(\hat{u}_{i,t-1}\Delta\hat{u}_{i,t}\right)$$

يخضع توزيع الاختبارات السبعة المقدمة من طرف pedroni إلى توزيع طبيعي وفق الصيغة:

$$\frac{X_{N,T}-u\sqrt{N}}{\sqrt{V}}\xrightarrow[N,T\to\infty]{}N(0,1)$$

أين تمثل $X_{N,T}$ قيمة إحصائية الاختبار المختار و تمثل القيمتان u و V على الترتيب توقع و تباين حد التعديل المجدولان في جدول pedroni (2004) يتم مقارنة الإحصائية المحسوبة بالقيم الحرجة للتوزيع فإذا كانت أكبر من القيم الحرجة، ترفض فرضية العدم لغياب التكامل المتزامن.

III-2- اختبار Kao (1999)

قدم Kao نوعين من اختبارات التكامل المشترك لبيانات البانل اعتماداً على اختباري DF وADF[1].

يمكن حساب اختبار Kao من نوع DF انطلاقا من المعادلة الآتية للبواقي المقدرة:

$$\hat{e}_{i,t}=\rho\hat{e}_{i,t-1}+V_{i,t}$$

[1] Badi Baltagi, Chihwa kao, opcit, p 13.

حيث:

$$\hat{e}_{,t} = \hat{y}_{i,t-1} - \hat{x}_{i,t}\hat{\beta}_{i,t}$$

من أجل اختبار فرضية العدم لغياب التكامل المشترك، تصاغ هذه الفرضية كالتالي:

$H_0: \rho_i = 1$ يتم تقدير ρ بطريقة MCO كالتالي:

$$\hat{\rho} = \frac{\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=2}^{T}\hat{e}_{i,t}\hat{e}_{i,t-1}}{\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=2}^{T}\hat{e}_{i,t}^2}$$

و تعطى إحصائية t-statistique بالصيغة:

$$t_\rho = \frac{(\hat{\rho}-1)\sqrt{\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=2}^{T}\hat{e}_{i,t-1}^2}}{S_e}$$

حيث:

$$S_e^2 = \frac{1}{NT}\sum_{i=1}^{N}\sum_{t=2}^{T}\left(\hat{e}_{i,t} - \hat{\rho}\hat{e}_{i,t-1}\right)^2$$

اقترح Kao الإحصاءات الأربع التالية من نوع DF

$$DF_\rho = \frac{\sqrt{N}\,T(\hat{\rho}-1) + 3\sqrt{N}}{\sqrt{10{,}2}}$$

$$DF_t = \sqrt{1{,}25}\,t_\rho + \sqrt{1{,}875N}$$

$$DF_\rho^* = \frac{\sqrt{N}\,T(\hat{\rho}-1) + \frac{3\sqrt{N}\hat{\sigma}_V^2}{\hat{\sigma}_{0V}^2}}{\sqrt{3 + \frac{36\hat{\sigma}_v^4}{5\hat{\sigma}_{0V}^4}}}$$

$$DF_t^* = \frac{t_\rho + \frac{\sqrt{6N}}{2\hat{\sigma}_{0V}}}{\sqrt{\frac{\hat{\sigma}_{0V}^2}{2\hat{\sigma}_V^2} + \frac{3\hat{\sigma}_V^2}{10\hat{\sigma}_{0V}^2}}}$$

بحيث تمثل:

$$\hat{\sigma}_V = \hat{\Sigma}_{\mathrm{u}} - \hat{\Sigma}_{\mathrm{u}\varepsilon}\hat{\Sigma}_{\varepsilon}^{-1}$$

$$\hat{\sigma}_{0V} = \hat{\Omega}_{\mathrm{u}} - \hat{\Omega}_{\mathrm{u}\varepsilon}\hat{\Omega}_{\varepsilon}^{-1}$$

بينما يمكن حساب اختبار Kao من نوع ADF انطلاقا من المعادلة الآتية للبواقي المقدرة:

$$\hat{e}_{i,t} = \rho\hat{e}_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{p} \vartheta\Delta\hat{e}_{i,t-j} + V_{i,t_p}$$

من أجل اختبار فرضية العدم لغياب التكامل المشترك قدم Kao الإحصائية :

$$ADF = \frac{t_{ADF} + \frac{\sqrt{6N}\hat{\sigma}_V}{2\hat{\sigma}_{0V}^2}}{\sqrt{\frac{\hat{\sigma}_{0V}^2}{2\hat{\sigma}_V^2} + \frac{3\hat{\sigma}_V^2}{10\hat{\sigma}_{0V}^2}}}$$

حيث t_{ADF} هي قيمة t ستودنت لـ: ρ في معادلة البواقي.

III-3- تقدير العلاقات في المدى الطويل و القصير:

إن إثبات وجود علاقات للتكامل المشترك ضمن بيانات البانل يقتضي تقدير علاقات المدى الطويل باستخدام مقدرات DOLS [*] و تقدير علاقات المدى القصير باستخدام نموذج VECM[**] المقدر بطريقة GMM[***] .

III-3-1- تقدير العلاقات في المدى الطويل:

[*] Dols: Dynamic ordinary Least squares.
[**] VECM: Vector Error correction model.
[***] GMM: Generalized Method of Moments.

من أجل تقدير نظام للمتغيرات المتكاملة، يجب اختيار طرق تقدير فعالة، إذ يقترح بهذا الخصوص طريقتان للتقدير:

FM-OLS[****]: المقترحة من طرف phillips et Hansen (1990)

DOLS: المقترحة من طرف saikkonen (1990) و stock et watson (1993)

أوضح كل من Pedroni، Phillips، Moon، Kao و Chiang أن الطريقتان في ظل معالجة بيانات البانل تقودان نحو تقديرات تتبع التوزيع الطبيعي، لكن Kao و Chiang أثبتا أن طريقة Dols تقود إلى مقدرات أفضل و أدق من طريقة FM-OLS عندما يتعلق الأمر بعلاقات التكامل المشترك لبيانات البانل، و بالتالي سيتم الاكتفاء بعرض طريقة Dols في تقدير علاقات المدى الطويل.

تنطلق طريقة Dols لبيانات البانل المقترحة من طرف Saikkonen و المطورة من طرف Kao و Ching من النموذج الأساسي ذو الأثر الثابت للمتغيرة $y_{i,t}$ التالي:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_{x_{i,t}} + \mu_{i,t} \quad , \quad i = 1, \dots N \quad t = 1, \dots T$$

حيث:

$Y_{i,t}$: مصفوفة ذات بعد $(1 \times k)$

$x_{i,t}$: مكونة من k شعاع.

α_i: الأثر الفردي

$\mu_{i,t}$: مسار مستقر

$x_{i,t} = x_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$ حيث x مسار متكامل من الدرجة الأولى $I(1)$.

بالرجوع لمنهجية saikkonen يمكن تمثيل المسار $\mu_{i,t}$ كالتالي:

[****] FM-OLS: fully Modified ordinary least squares.

$$u_{i,t} = \sum_{j=-\infty}^{\infty} C_{i,j}\, \varepsilon_{i,t+j} + V_{i,t}$$

من أجل كل مفردة (i)

حيث $V_{i,t}$ يشكل مساراً مستقراً، و ليس هناك ارتباط بين $\varepsilon_{i,t}$ و $V_{i,t}$ و بتعويض قيمة $u_{i,t}$ في النموذج الأساسي نحصل على:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_{x_{i,t}} + \sum_{j=-\infty}^{\infty} C_{i,j} + V_{i,t}$$

ترتكز طريقة المربعات الصغرى الديناميكية على إقحام القيم السابقة و اللاحقة لـ $\Delta_{x_{i,t}}$ في علاقة التكامل المشترك للتخلص من الارتباط بين المتغيرات المفسرة و حدود الخطأ على النحو التالي:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_{x_{i,t}} + \sum_{j=-\infty}^{\infty} C_{i,j}\, \Delta x_{i,t+j} + V_{i,t}$$

من المهم الإشارة إلى أن α_i يحدد مسألة التجانس على مستوى البانل حيث إذا كانت قيمته ثابتة فإننا بصدد نموذج تأثيرات ثابتة، أما إذا كانت قيمة عشوائية فنحن بصدد نموذج تأثيرات عشوائية.

تسمح طريقة Dols التي تقحم المتغيرات السابقة و اللاحقة لـ: $x_{i,t}$ بإنتاج تقديرات كفؤة كما تسمح بإزالة المشاكل المتعلقة بتقدير معلمات التشويش الأبيض .

III-3-2- تقدير العلاقات في المدى القصير:

يرتكز تمثيل نموذج تصريح الخطأ VECM على وجود ديناميكية بين الوحدات، حيث يمكن أن يكون التغير الملاحظ في متغير داخلي حول مفردة ما، متعلقا بالتغير في متغير داخلي آخر، يختبر وجود مثل هذه الروابط بواسطة علاقات التكامل المشترك و ديناميكية الأجل القصير.

في إطار نموذج معتمد على بيانات البانل، يأخذ نموذج تصحيح الخطأ الصيغة الآتية:

$$\Delta x_t = \delta + \theta_t + \pi_{x_{t-1}} + TW_t + \varepsilon_t$$

حيث:

x_t: شعاع ذو بعد $(NK, 1)$ للمتغيرات الفردية $(x_{i,t}, \dots, x_{Nt})$

δ: شعاع يضم NK أثر فردي ثابت لكل مفردة و كل متغير داخلي

θ: شعاع يضم معاملات الاتجاه المحدد الذي يفترض أنه يتغير من مفردة لأخرى.

π: معامل يمثل قوة الإرجاع و علاقات التكامل المحتملة.

TW_t: يمثل معاملات التعديل الديناميكي في الأجل القصير حيث يمكن أن تكون غير متجانسة.

ε_t: يضم N شعاع حدود الخطأ الفردية.

قبل تقدير نموذج VECM لديناميكية الأجل القصير، تعالج البواقي المحصل عليها من طريقة DOLS في نموذج أخير بطريقة العزوم المعممة (GMM) و التي تسمح بإعطاء نتائج فعالة و دقيقة.

IV - الدراسة القياسية:

IV -1- مصادر بيانات الدراسة، اختيار المتغيرات و منهجية الدراسة:

تنطلق الدراسة من قاعدة بيانات مستخرجة بشكل أساسي من بورصة NASDAQ فضلا عن التقارير السنوية للمؤسسات المشكلة للعينة المدروسة للفترة 2003-2014 حيث تم اختيار ثلاثة متغيرات للوقوف على دور بعض آليات الحوكمة في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات، و قد تم الاكتفاء بثلاثة متغيرات فقط نتيجة لتعذر الوصول إلى متغيرات أخرى كان بالإمكان إدماجها في الدراسة (كالبيانات المتعلقة بالإفصاح الطوعي مثلا: voluntary disclosure توقيت الإعلان عن الأرباح Timeliness of the announcement of earnings، ...)

و ذلك لتعذر الوصول إلى البيانات التي تسمح بقياس تلك المتغيرات و بناءً عليه تم الاكتفاء بالمتغيرات الآتية:

- متغير الإعلان المستمر عن الأرباح Earnings persistence (EARP)

و الذي تم تقريبه بالعلاقة المقترحة من طرف (Francis etal 2004) كالآتي:

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

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.

- متغير سياسة توزيع الأرباح Devidend policy (DPS) و الذي 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 توزيع الأرباح تعطي الانطباع عن حسن نية مجلس الإدارة، بما يعزز الثقة المتبادلة بين المساهمين و مجلس الإدارة، إذ أن الأرباح الموزعة تسمح بقياس العائد الموزع للسهم مما ينعكس على وضعية المعلومات السائدة في السوق.

- متغير هيكل الملكية Ownership structure (OWNS)

و الذي تم تقريبه بالعلاقة:

$$\frac{\text{عدد الأسهم المملوكة للمساهمين الخمسة الأكبر } Number\ of\ stocks\ owned\ by\ 5\ biggest\ owners}{\text{العدد الإجمالي للأسهم المصدرة } Total\ number\ of\ shares\ outstanding\ by\ firm}$$

حيث يسمح هذا المتغير بقياس هيكل الملكية لمؤسسات العينة انطلاقا من نسبة الأسهم المملوكة من طرف أعضاء مجلس الإدارة، حيث يفترض أن تقل انعكاسات مشكلة الوكالة في الوضع الذي تنخفض فيه سيطرة مجموعة من الملاك على أغلبية أسهم المنشأة في حين أنها ترتفع في حالة العكس.

تشكل عينة الدراسة من 10 مؤسسات مسعرة في بورصة NASDAQ للفترة الممتدة من 2003 إلى 2014، سيتم معالجتها باستخدام منهجية التكامل المشترك لبيانات البانل التي تسمح بالحفاظ على الخصائص الأساسية للسلاسل الزمنية دون إقصاء للخصائص ذات البعد الفردي (عند الاكتفاء بدراسة السلاسل الزمنية الفردية) و دون إقصاء للخصائص ذات البعد الزمني (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 أو نموذج آثار عشوائية؟) و من ثم دراسة استقرارية السلاسل الزمنية، و علاقات 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).

IV -2- النموذج الملائم لطبيعة بيانات البانل:

تبرز أهمية استخدام بيانات البانل في أنها تأخذ في الاعتبار ما يوصف بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملاحظ (unobserved heterogeneity) الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية، و في هذه الدراسة فإن منهج البانل سوف يأخذ في الاعتبار تلك الاختلافات أو الآثار الفردية (individual effects) الخاص بكل مؤسسة من المؤسسات المدروسة، التي تتميز عن غيرها، و لكنها تكون إما ثابتة أو عشوائية خلال فترة الدراسة، و للوقوف على النموذج الملائم لطبيعة العينة المدروسة فإننا ننطلق من متغير (EARP) الإعلان المستمر عن الأرباح كمتغير تابع، و متغيري (DPS) سياسة توزيع الأرباح و (OWNS) هيكل الملكية كمتغيرين مفسرين.

و عليه نحصل على نموذج البانل التالي:

$$EARP_{i,t} = \alpha + \beta_1 DPS_{i,t} + \beta_2\ OWNS_{i,t} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t}$$

حيث تمثل:

$EARP_{i,t}$: أرباح المؤسسة (i) في الفترة الزمنية (t).

α: معمله تمثل القاطع العام في النموذج.

$DPS_{i,t}$: سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة (i) في الفترة الزمنية (t).

$OWNS_{i,t}$: هيكل الملكية في المؤسسة (i) خلال الفترة الزمنية (t).

μ_i: الآثار أو الاختلافات المقطعية (cross-section effects) غير الملاحظة والتي تتفاوت من مؤسسة لأخرى لكنها تظل ثابتة خلال الفترة الزمنية نفسها.

γ_t: الآثار أو الاختلافات الزمنية (time effects) غير الملاحظة و المشتركة بين المؤسسات، و التي تتغير عبر الزمن.

$\varepsilon_{i,t}$: الحد العشوائي للنموذج حيث يشترط فيه أن يكون مستقلا و موزعا بشكل متماثل

$$\varepsilon_{i,t} IID(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

يتحدد النموذج الموافق لطبيعة بيانات العينة وفق كيفية التعامل مع الآثار أو عدم التجانس غير الملاحظ.

- **نموذج الآثار الثابتة:**

في نموذج الآثار الثابتة (FEM) يتم التعامل مع الآثار المقطعية μ_i و الزمنية γ_t كثوابت تعبر عن الاختلافات الفردية بين المؤسسات خلال الفترة المدروسة أي أن النموذج يسمح بوجود ثوابت تتفاوت بين كل مؤسسة و أخرى من سنة لأخرى و ذلك من أجل احتواء العوامل و الآثار غير الملاحظة سواء كانت ذات بعد مقطعي أو زمني، إلا أنها تؤثر في الإعلان عن الأرباح، و لتقدير هذه الثوابت تدمج في النموذج متغيرات صورية كما سبق الإشارة إليه، حيث يأخذ نموذج الآثار الفردية الثابتة الصيغة الآتية:

$$EARP_{i,t} = 1{,}68 + 2{,}18\ DPS_{it} - 0{,}01OWNS_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t}$$

- **نموذج الآثار العشوائية:**

على العكس من النموذج السابق يتعامل نموذج الآثار العشوائية (REM) مع الآثار المقعطية μ_i و الزمنية γ_t على أنها معالم عشوائية، و ليست معالم ثابتة، و يقوم هذا الافتراض على أساس أن الاختلافات غير الملاحظة - مقطعيا و زمنيا- هي اختلافات عشوائية مستقلة بوسط يساوي الصفر و تباين محدد، حيث تضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج، حيث يصبح هذا الأخير بعد تضمينه الآثار العشوائية كما يلي:

$$\boldsymbol{\varepsilon_{it}} = \mu_i + \gamma_t + V_{i,t}$$

باشتراط أن تحقق هذه المكونات الفروض التالية:

$$V_{it} \sim IID(0, \sigma_V^2)\ , \gamma_t \sim IID\left(0, \sigma_\gamma^2\right)\ , \mu_i \sim IID\left(0, \sigma_\mu^2\right)$$

حيث يأخذ نموذج الآثار العشوائية الصيغة الآتية:

$$EARP_{i,t} = -0{,}35 + 2{,}42\ DPS_{it} + 0{,}01OWNS_{it} + \mu_i + \gamma_t + \boldsymbol{\varepsilon}_{i,t}$$

لاختيار طريقة التقدير المناسبة لنموذج بيانات الدراسة للاختيار بين (FEM)- أنظر الملحق رقم 01- و (REM))- أنظر الملحق رقم 02- باستخدام E-views تم الحصول على النتائج التالية: (أنظر الملحق رقم 03)

- الجدول (4-1): اختبار Hausman-

الاختبار	الإحصائية المحسوبة لـ χ^2	الإحصائية الجدولية لـ χ^2	القيمة الاحتمالية
HAUSMAN	6.0029	5.9915	0.0497

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام برنامج E-views

باستخدام اختبار إحصائية Hausman التي تتبع توزيع χ^2 بدرجة K وفق الصيغة التالية:

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

تظهر إحصائية χ^2 المحسوبة أنها أكبر من χ^2 الجدولية (قيمة D-value 0.0497 أقل من 0.05) و بالتالي نرفض الفرضية العدمية التي تتمثل في كون نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم و تقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأنسب لطبيعة بيانات البانل المشكلة لعينة الدراسة.

IV -3- استقرارية السلاسل الزمنية و اختبارات جذور الوحدة لبيانات البانل:

قبل التحقق من وجود علاقات للتكامل المشترك بين متغير الإعلان عن الأرباح و كل من سياسة توزيع الأرباح و هيكل الملكية على مستوى المؤسسات المدروسة لابد أولا من فحص جذور الوحدة لبيانات البانل للوقوف على مدى استقرارية السلاسل الزمنية، توجد عدة اختبارات مطورة لتحليل و فحص جذور الوحدة لبيانات البانل، لكننا سوف نستخدم أكثر تلك الاختبارات شيوعا و المتمثلة في اختباري (LLC : 2002) و (IPS : 2003) لفهم خواص السلاسل الزمنية محل الدراسة.

ينطلق كل من الاختبارين من معادلة انحدار ديكي فولر و ديكي فولر الموسع (ADF و DF) حيث يأخذ اختبار LLC الصيغة الآتية:

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i t + \rho y_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{\rho_i} y_{i,s}\,\Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t}$$

حيث أنه يأخذ في الاعتبار الآثار الثابتة المقطعية و الزمنية، و يختبر النموذج فرضية وجود جذر وحدة متجانس (common unit root process) أي يفترض أن معلمة المتغير المبطأ لفترة واحدة (P) تكون متجانسة عبر جميع المؤسسات، و تكون الفرضية العدمية: وجود جذر وحدة مشترك ($H_0: \rho = 0$) في مقابل الفرضية البديلة، عدم وجود

جذر وحدة مشترك ($H_1: \rho < 0$) إلا أن الانتقاد الأساسي الموجه لهذا الاختبار يكمن في كونه يقيد (P) لتكون متجانسة عبر جميع المؤسسات، و انطلاقا من ذلك فإن اختبار (IPS) قام بتوسيع اختبار (LLC) للسماح بتفاوت معلمة المتغير ($y_{i,t-1}$) عبر المؤسسات ليأخذ الاختبار الصيغة التالية :

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i t + \rho_i y_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{\rho_i} y_{i,s}\, \Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t}$$

على أساس إجراء انحدارات من نوع ADF منفصلة لكل مؤسسة على حدى، مما يسمح بتفاوت القيم المعلمية و تباينات البواقي و طول فترات الإبطاء

و تصبح فرضية العدم متمثلة في كون المتغيرات كلها ساكنة ($H_0: \rho_i = 0, for\ all$)

بينما تتمثل الفرضية البديلة في وجود متغير واحد ساكن على الأقل

($H_0: \rho_i < 0, for\ at\ least\ one\ i$)

و ذلك من خلال الحصول على متوسط إحصائية (t) عبر الانحدارات الفردية (ADF) المنفصلة لمتغير كل مؤسسة وفق الصيغة:

$$t_{-barNT} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{N} t_{iT}(\rho_i, \beta_i)$$

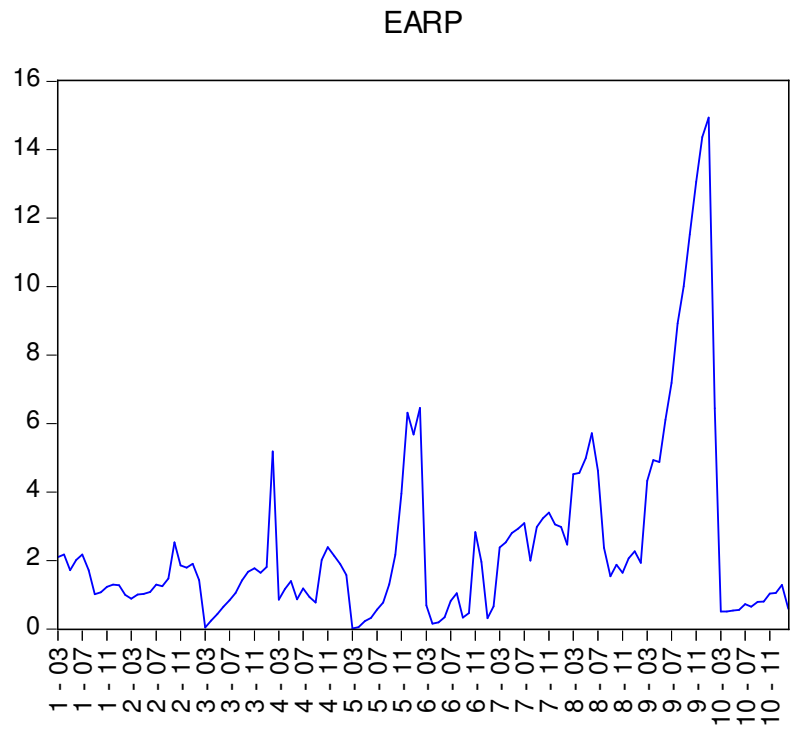
- الجدول (4-2) : نتائج اختبارات جذر الوحدة للمستوى لمتغيرات البانل-

المتغير	LLC		IPS	
	معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية	معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية
EARP	-0.95518	0.1697	0.56904	0.7153
DPS	-1.32498	0.0926	-0.51268	0.3041
OWNS	-0.42169	0.3366	-4.79820	0.0000

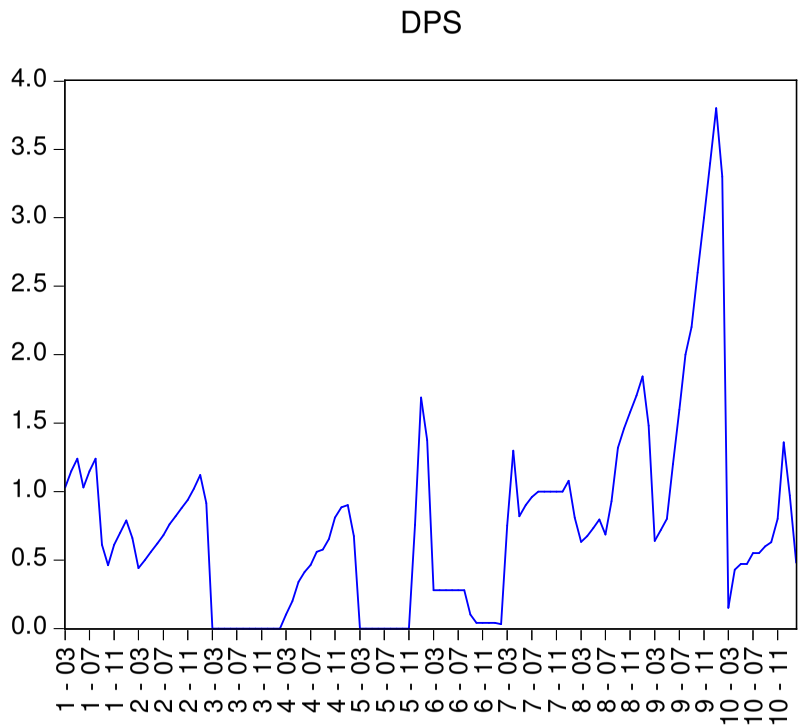
المصدر: من إعداد الطلب باستخدام برنامج E-Views

تشير نتائج الاختبارين إلى عدم استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، حيث يتضح عدم رفض فرضية العدم التي تنص على وجود جذور للوحدة، ما عدا في متغير هيكل الملكية حيث كانت نتائج الاختبارين متضاربة، بحيث ظهر هذا المتغير غير مستقر في اختبار LLC بينما ظهر مستقرا في اختبار IPS، و طالما أن أحد الاختبارين أشار بعدم سكونه فيمكن معاملته على أساس أنه متغير غير مستقر (أنظر الملاحق من 4 إلى 9) وفيما يلي الرسوم البيانية للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة:

الشكل (4-2): سلسلة المتغير EARP في المستوى



الشكل (4-3): سلسلة المتغير IPS في المستوى



الشكل (4-4): سلسلة المتغير OWNS في المستوى

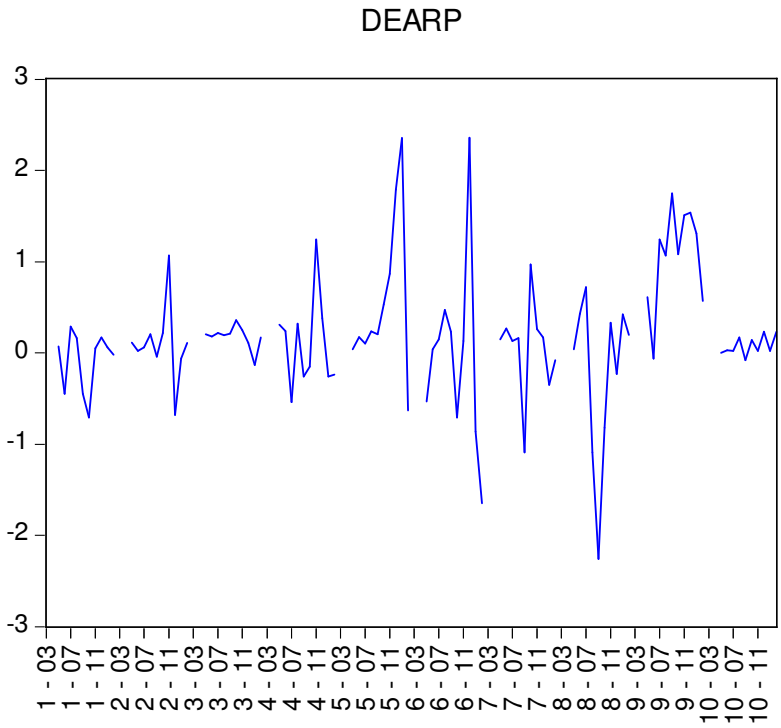
- الجدول (4-3): نتائج اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل بعد أخذ الفرق الأول-

المتغير	LLC		IPS	
	معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية	معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية
EARP	-3.00112	0.0013	-2.61738	0.0044
DPS	-6.09926	0.0000	-2.71695	0.0033
OWNS	-14.0145	0.0000	-7.25335	0.0000

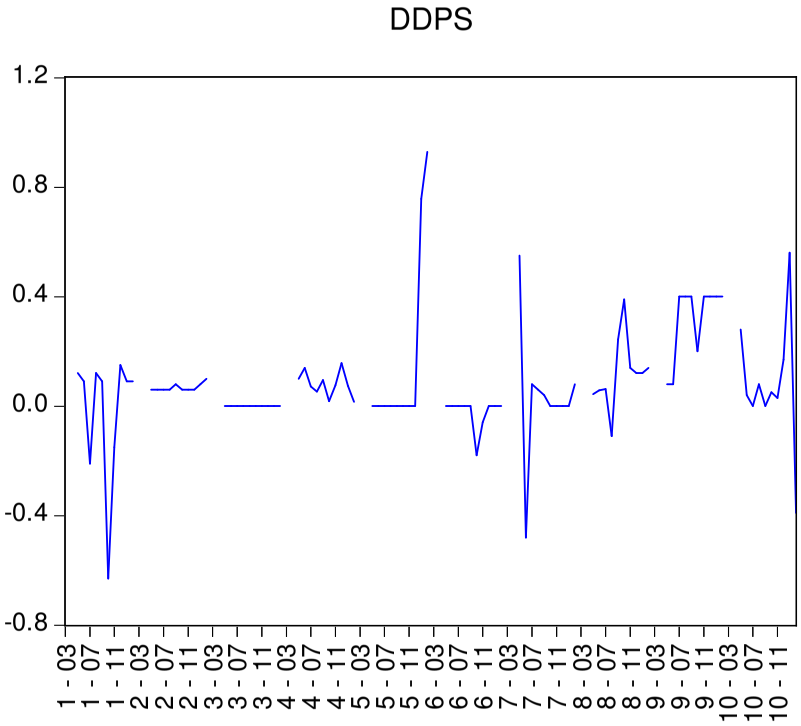
المصدر : من إعداد الطالب باستخدام برنامج E-views

بعد أخذ الفرق الأول لمتغيرات البانل، نلاحظ أن إحصائية الاختبارين ذات معنوية إحصائية عند مستوى 5%، أي يتم رفض فرضية العدم القائلة بوجود جذور للوحدة في السلاسل الزمنية المكونة للبانل و قبول الفرضية البديلة القائلة بسكون متغيرات البانل من الدرجة الأولى I (1) أنظر الملاحق من 10 إلى 15.و فيما يلي الرسوم البيانية التوضيحية للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بعد أخذ الفرق الأول:

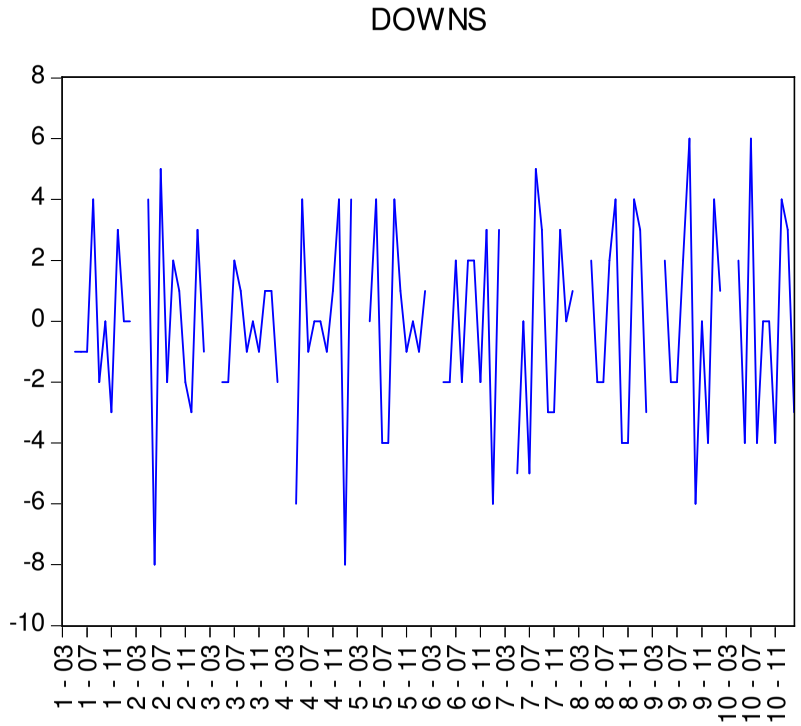
الشكل (4-5): سلسلة المتغير EARP بعد اخذ الفرق الأول



الشكل (4-6): سلسلة المتغير DPS بعد اخذ الفرق الأول



الشكل (4-7): سلسلة المتغير OWNS بعد اخذ الفرق الأول



IV -4- علاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل:

بعد التأكد من أن كل المتغيرات المكونة للبانل متكاملة من الدرجة الأولى سيتم الانتقال إلى دراسة البواقي من خلال اختبار PEDRONI للتكامل المشترك للكشف عن مدى وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين متغير الإعلان عن الأرباح و متغيري سياسية توزيع الأرباح و هيكل الملكية .

- الجدول (4-4): اختبار PEDRONI للتكامل المشترك -

الاختبار	إحصائية الاختبار	القيمة الاحتمالية
البعد الداخلي (within- dimension) معلمة الانحدار الذاتي (ρ) المشتركة		
Panel V-statistic	3.970173	0.0000
Panel RHO -statistic	0.747639	0.7727
Panel PP-statistic	1.381285	0.9164
Panel ADF-statistic	-1.843272	0.0326
البعد البيني (between- dimension) معلمة الانحدار الذاتي (ρ) الفردية		
Group RHO-statistic	1.229631	0.8906
Group PP-statistic	-3.217756	0.0006
Group ADF-statistic	-3.741984	0.0001

المصدر من إعداد الطالب باستخدام برنامج E-views

تكشف أغلبية اختبارات PEDRONI السبعة (4 اختبارات خاصة بالبعد الداخل و 3 اختبارات خاصة بالبعد البيني) عن وجود علاقة وحيدة على الأقل للتكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة - أنظر الملحق 16- إذ تشير 4 اختبارات

(group ADF-stat, Group PP-stat, panel ADF-stat, panel V-stat)

إلى رفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى المعنوية 5% وهذا معناه القبول بالفرضية البديلة سواء بتجانس التكامل المشترك لكل المؤسسات المدروسة أو بعدم تجانس التكامل المشترك: أي وجود تكامل مشترك فردي لكل مؤسسة.

IV -5- تقدير علاقات المدى الطويل و القصير:

بعد التأكد من وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة من خلال اختبار PEDRONI فإن ذلك يسمح بتقدير علاقات المدى الطويل من خلال نموذج البانل الديناميكي DOLS كما يسمح بتقدير علاقات المدى القصير من خلال نموذج تصحيح الخطأ VECM المقدر بطريقة العزوم المعممة GMM

فيما يخص علاقات المدى الطويل التي تربط بين متغير الإعلان عن الأرباح و متغيري سياسة توزيع الأرباح و هيكل الملكية فإن المعادلة المقدرة تأخذ الصيغة الآتية:

$$EARP_{i,t} = \alpha_i + \beta DPS + COWNS + \sum_{-q}^{q} V_k \, \Delta DPS + \sum_{-q}^{q} V_k \, \Delta OWNS + \varepsilon_{i,t}$$

تظهر معلمات المدى الطويل لمعادلة التكامل المشترك من خلال المعادلة المقدرة لطريقة DOLS النتائج الآتية:

- الجدول (4-5): نتائج تقدير المدى الطويل لنموذج البانل الديناميكي DOLS-

المتغيرات	المعاملات
DPS	**6.762193**
OWNS	**-1.793478**
DDPS(1)	**-0.073877**
DDPS(-1)	**-0.233642**
DOWNS(1)	**0.900804**
DOWNS(-1)	**0.708460**
R-squared=0.889318	
Adjusted R-squared=0.863377	

المصدر من إعداد الطالب باستخدام برنامج E-views.

أما فيما يخص تقدير علاقات المدى القصير، و باستعمال نموذج تصحيح الخطأ VECM انطلاقا من دراسة البواقي المرتكزة على طريقة العزوم المعممة فإن ديناميكية الأجل القصير تظهر كما يلي:

- الجدول (4-6): نتائج تقدير علاقات المدى القصير لنموذج تصحيح الخطأ للبانل -VECM

Δ OWNS	Δ DPS	Δ EARP	
0.146318 (0.31043)	0.032263 (0.02285)	0.04999 (0.13042)	القاطع
-0.340394 (0.48669)	0.058084* (0.03583)	0.408532** (0.20448)	Δ EARP$_{t-1}$
0530034 (0.36525)	0.032341 (0.10682)	-0.171110 (-0.28065)	ΔDPS_{t-1}
-0.416609** (0.08984)	-0.005161 (0.00661)	-0.025749 (0.03775)	$\Delta OWNS_{t-1}$

*، **، المعنوية عند 10% و 5 %.

المصدر من إعداد الطالب باستخدام برنامج E-views

IV -6- دراسة العلاقات السببية للبانل بين متغيرات الدراسة panel –causality :

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

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

$$\Delta EARP_{i,t} = C_{1i} + \sum_{i=1}^{k} \alpha_{1ik}\, \Delta EARP_{it-k} + \sum_{i=1}^{k} \beta_{1ik}\, \Delta DPS_{it-k} + \sum_{i=1}^{k} \gamma_{1ik}\, \Delta OWNS_{it-k} + \varphi_{1i} ECT_{t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\Delta DPS_{i,t} = C_{2i} + \sum_{i=1}^{k} \alpha_{2ik}\, \Delta EARP_{it-k} + \sum_{i=1}^{k} \beta_{2ik}\, \Delta DPS_{it-k} + \sum_{i=1}^{k} \gamma_{2ik}\, \Delta OWNS_{it-k} + \varphi_{2i} ECT_{t-1} + V_{i,t}$$

$$\Delta OWNS_{i,t} = C_{3i} + \sum_{i=1}^{k} \alpha_{3ik}\, \Delta EARP_{it-k} + \sum_{i=1}^{k} \beta_{3ik}\, \Delta DPS_{it-k} + \sum_{i=1}^{k} \gamma_{3ik}\, \Delta OWNS_{it-k} + \varphi_{3i} ECT_{t-1} + e_{i,t}$$

بحيث Δ تمثل الفرق الأول للسلسلة ECT و هي القيمة المبطأة لحد تصحيح الخطأ المختارة آليا بواسطة البرنامج E-views باستعمال معياري أكاييك (AIC) و شوارز (SCHAWRZ)

بعد معالجة النماذج الثلاث تم الحصول على:

- الجدول (4-7): سببية GRANGER للعلاقات الاتجاهية للبانل-

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة		
	Δ EARP	Δ *DPS*	Δ OWNS
Δ EARP	-	4.87876 (0.0293)	0.19889 (0.6565)
Δ DPS	22.0378 (0.0000)	-	0.17395 (0.6775)
Δ OWNS	0.00012 (0.9913)	0.24565 (0.6212)	-

المصدر من إعداد الطالب باستخدام برنامج E-views

تظهر نتائج دراسة السببية على مستوى المتغيرات المدروسة علاقة وحيدة في الاتجاهين بين كل من (EARP) الإعلان عن الأرباح و (DPS) سياسة توزيع الأرباح.

خاتمة :

سعى هذا الفصل إلى دراسة تأثير كل من هيكل الملكية و سياسة توزيع الأرباح على مشكلة عدم تناظر المعلومات لعينة من المؤسسات المسجلة في بورصة NASDAQ باعتماد أسلوب التكامل المشترك لبيانات البانل التي تعطي دراسة أشمل باعتبار دمج خصائص البعد الفردي للمؤسسات المشكلة للعينة فضلا عن خصائص البعد الزمني حيث تم التوصل إلى:

- عدم استقرارية متغيرات الدراسة (الإعلان عن الأرباح EARP، سياسة توزيع الأرباح DPS، هيكل الملكية OWNS) في المستوى و استقرارها بعد أخذ الفرق الأول.
- وجود علاقة توازنية في المدى الطويل بين متغيري الإعلان عن الأرباح EARP و سياسة توزيع الأرباح DPS حسب أغلبية اختبارات البعد الداخلي و البعد البيني لاختبار PEDRONI.
- عدم وجود علاقة توازنية في المدى الطويل بين متغيري الإعلان عن الأرباح EARP و هيكل الملكية OWNS حسب كل اختبارات البعد الداخلي و البعد البيني لاختبار PEDRONI.
- إثبات و جود علاقة سببية بين سياسة توزيع الأرباح و التخفيض من مشكلة عدم تناظر المعلومات في الاتجاهين.

و بالتالي يمكن القول أن الحوكمة قد تسهم نسبيا في التخفيف من حدة مشكلة عدم تناظر المعلومات (في صورة ما تم التوصل إليه من نتائج من خلال دور سياسة توزيع الأرباح في التأثير على عدم تناظر المعلومات) لكن في الوقت نفسه تظهر النتائج تعزيز تركز هيكل الملكية لهذه المشكلة، و عليه يمكن القول أن نجاح آليات الحوكمة في تحقيق أهدافها لا يقف فقط عند إصدار القوانين و التشريعات، بل يتعداه إلى ضرورة التطبيق الجيد لتلك الآليات بما يحد من نفوذ بعض الأطراف و استئثارهم بالمعلومات الخاصة بالمؤسسة على حساب الأطراف الأخرى ذات العلاقة بالمؤسسة .

الخاتمة العامة

إن الأزمات المالية التي حدثت في السنوات الأخيرة والتي أدت إلى إفلاس العديد من الشركات والمؤسسات العالمية الكبرى أثارت مسألة مهمة جداً تتعلق بجودة المعلومات المنشورة في التقارير المالية، فلقد أظهرت أغلب التحليلات التي أجريت للتعرف على أسباب الانهيارات التي حدثت، وجود خلل رئيسي في أخلاقيات الممارسة المهنية ومشاكل مرتبطة بالإفصاح و الشفافية، وبناء عليه قامت العديد من الحكومات و المنظمات الدولية بتطوير تشريعاتها و إلزام الشركات المدرجة بالأسواق المالية بالتقيد بها وتطبيق جميع بنودها.

في ظل تلك الظروف كان لابد من البحث عن وسيلة لتغيير هذه الصورة واستعادة ثقة المستثمرين من خلال تطبيق آليات تمكن من إبراز سياسات الشركات والاستراتيجيات المتبعة في عمليات اتخاذ القرارات، و تزويد السوق و جميع الأطراف ذات الصلة بالمؤسسة بالمعلومات اللازمة بالتكلفة و الوقت المناسبين، فبرز مفهوم حوكمة الشركات الذي يقوم على أساس تنظيم العلاقات القائمة بين مجالس الإدارات وبين مديري الفروع التنفيذيين ولجان التدقيق وكذلك المساهمين وأصحاب المصالح في الشركات، لكن وكنتيجة لوجود علاقة تعاقدية بين المالكين والمدراء فقد نشأت العديد من المشاكل، من أبرزها مشكلة عدم تناظر المعلومات، إذ يعمل المدراء على تحقيق مصالحهم الذاتية بتعظيم عائدهم بعدم بذل الجهد على حساب مصلحة المالكين ولأجل تخفيض هذه المشاكل فقد وضعت العديد من الدول مبادئ أساسية للحوكمة بهدف حماية مصالح الأطراف ذات العلاقة بالشركة.

بناء على ما تقدم، و ما تم التوصل إليه من خلال معالجة إشكالية الدور الذي من الممكن أن تلعبه الحوكمة المالية في التأثير على مشكلة عدم تناظر المعلومات ، يمكن القول أن الحوكمة المالية توفر آليات من شأنها المساهمة في الحد من التأثير السلبي لمشكلة عدم تناظر المعلومات على مستوى الأسواق المالية، لكنها غير قادرة على ممارسة هذا الدور ما لم يؤمن القائمون على إدارة الشركات والمؤسسات المالية

والجمعيات المهنية ومراقبوا الحسابات والمساهمين بجدوى هذه القواعد وآثارها الايجابية على أنشطة الشركات وسوق المال ككل وكذلك على مصالحهم المشروعة.

و من خلال هذه الدراسة فقد تم التوصل إلى مجموعة النتائج و التوصيات الآتية:

أولا: النتائج

- يصعب وضع تعريف محدد لمصطلح حوكمة الشركات Corporate governance وترجع الصعوبة في ذلك إلى أسباب متعددة، منها أنه لم يتحدد مضمونه على و جه الدقة في لغته الأصلية إلا حديثا، و قد أدت حداثة المصطلح إلى صعوبة ترجمته بمصطلح يعكس المضمون الحقيقي له فصاحبه مصطلحات متعددة، غير أن أكثر المصطلحات قبولا وتداولا هو حوكمة الشركات.
- تقوم حوكمة الشركات على عدة معايير أقرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وقامت بتعديلها عديد المرات، مرتكزة على الحفاظ على حقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم، و تفعيل دور أصحاب المصالح، مع الالتزام بالإفصاح و الشفافية وإقرار مسؤوليات مجلس الإدارة.
- أهم قواعد و مبادئ حوكمة الشركات المؤثرة مباشرة على مشكلة عدم تناظر المعلومات هي القواعد المتعلقة بالإفصاح و الشفافية.
- تتأثر عملية الإفصاح باختيار السياسات المحاسبية التي تعكس الأهداف الذاتية للإدارة نتيجة تعارض المصالح بين الإدارة و المالكين و بقية أصحاب المصالح في الشركة.
- يعتبر الإفصاح عن الأرباح المحققة و الموزعة و التنبؤ بها من أهم العوامل التي يحتاجها المتعاملون في الأسواق المالية و أكثرها تأثيرا على الوضع المعلوماتي على مستوى السوق، حيث انه كلما زادت، أمكن زيادة التوزيعات النقدية و كلاهما يؤثر على القيمة الحقيقية للأوراق المالية في الأسواق المالية.

- تؤدي السيطرة على هيكل الملكية للمؤسسات إلى تحقيق عوائد غير عادية للأطراف الداخلية على حساب الأطراف الخارجية باستغلال معرفتهم الخاصة بالوضع الحقيقي للشركة، كما أنها قد تدفع بعدم الإفصاح عن بعض المعلومات التي تضر بمركزها التنافسي، و حيث أن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي، فإن هذا الوضع من شأنه أن يؤدي إلى إحجام الأطراف التي لا تملك المعلومات عن التعامل و الانسحاب من السوق بشكل يضر سوق رأس المال بأكمله.
- تساعد الحوكمة المالية على سد النقص الحاصل في جودة المعايير المحاسبية والمعلومات المفصح عنها.

ثانيا: التوصيات

- دعم آليات الحوكمة المالية من خلال تفعيل تطبيق مبدأ الإفصاح و الشفافية لا سيما:
  - التوسع في المعلومات المالية.
  - الاهتمام أكثر بالمعلومات غير المالية.
  - التحول من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي.
- ضرورة الإهتمام أكثر بالإفصاح القانوني (Regulated disclosure) لأغراض توزيع المعلومات بين الأطراف المختلفة، حيث أنه يساهم بشكل فعال في تعزيز الثقة في المحتوى المعلوماتي للبيانات المنشورة بما ينعكس في النهاية على تعزيز الثقة في الأسواق المالية.
- العمل على منح صلاحيات و دور أكبر لأصحاب المصالح في ممارسة الدور الرقابي على الإدارة مما يزيد في ثقة جميع الأطراف ذات الصلة بالشركة.
- إجراء المزيد من التحسينات على قواعد و لوائح الحوكمة المالية و التطبيق الجيد لها.

إن نجاح مبادئ الحوكمة في تحقيق أهدافها لا يقف فقط عند إصدارها، وإنما يعتمد على جدية التطبيق ونفاذ آثارها وتبنى ثقافة الحوكمة، حيث أن الالتزام بالتطبيق السليم لقواعد الحوكمة المالية سيكون المدخل الفعال لتحقيق جودة المعلومات و من ثم إمكانية تجاوز المشاكل المرتبطة بعدم تناظر المعلومات، و بالتالي زيادة كفاءة الأسواق المالية بشكل يمكن كل طرف من تحقيق مصالحه الذاتية دون التضحية بالتوازن القائم في السوق.

الملاحق

الملحق رقم01: تقدير نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable : EARP
Method: Panel Least Squares
Date: 02/25/15 Time: 14:03
Sample: 2003 2014
Periods included: 12
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.687958	3.727737	0.452810	0.6516
DPS	2.181781	0.269014	8.110283	0.0000
OWNS	-0.014440	0.061284	-0.235619	0.8142

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.798815	Mean dependent var	2.459458
Adjusted R-squared	0.778324	S.D. dependent var	2.777988
S.E. of regression	1.307946	Akaike info criterion	3.469433
Sum squared resid	184.7581	Schwarz criterion	3.748182
Log likelihood	-196.1660	Hannan-Quinn criter.	3.582634
F-statistic	38.98354	Durbin-Watson stat	0.705437
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم02: تقدير نموذج الآثار العشوائية

Dependent Variable: EARP
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 02/25/15 Time: 14:16
Sample: 2003 2014
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	-0.352428	1.134991	-0.310512	0.7567
DPS	2.425732	0.249542	9.720726	0.0000
OWNS	0.016257	0.017082	0.951680	0.3432

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	1.051148	0.3924
Idiosyncratic random	1.307946	0.6076

Weighted Statistics

R-squared	0.439349	Mean dependent var	0.831425
Adjusted R-squared	0.429765	S.D. dependent var	1.761441
S.E. of regression	1.330132	Sum squared resid	207.0025
F-statistic	45.84296	Durbin-Watson stat	0.637180
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.601521	Mean dependent var	2.459458
Sum squared resid	365.9429	Durbin-Watson stat	0.360433

الملحق رقم03: اختبار 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	6.002920	2	0.0497

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
DPS	2.181781	2.425732	0.010097	0.0152
OWNS	-0.014440	0.016257	0.003464	0.6020

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: EARP
Method: Panel Least Squares
Date: 02/25/15 Time: 14:18
Sample: 2003 2014
Periods included: 12
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.687958	3.727737	0.452810	0.6516
DPS	2.181781	0.269014	8.110283	0.0000
OWNS	-0.014440	0.061284	-0.235619	0.8142

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.798815	Mean dependent var	2.459458
Adjusted R-squared	0.778324	S.D. dependent var	2.777988
S.E. of regression	1.307946	Akaike info criterion	3.469433
Sum squared resid	184.7581	Schwarz criterion	3.748182
Log likelihood	-196.1660	Hannan-Quinn criter.	3.582634
F-statistic	38.98354	Durbin-Watson stat	0.705437
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم04: اختبار LLC لجذر الوحدة لـ EARP في المستوى

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: EARP
Date: 02/25/15 Time: 15:28
Sample: 2003 2014
Exogenous variables: Individual effects
User specified lags at: 1
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 100
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-0.9551	0.1697

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on EARP

Cross Section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	-0.36417	0.0777	0.0122	1	1	10.0	10
2	-0.45546	0.1347	0.0443	1	1	10.0	10
3	0.64161	0.8148	0.8504	1	1	1.0	10
4	-0.49445	0.1800	0.0665	1	1	5.0	10
5	0.01607	0.6713	0.6502	1	1	0.0	10
6	-1.07649	0.4777	0.1455	1	1	8.0	10
7	-1.09473	0.1399	0.1057	1	1	3.0	10
8	-0.26060	0.4933	0.9443	1	1	1.0	10
9	-0.57701	3.8961	7.8019	1	1	0.0	10
10	-0.21719	0.0347	0.0593	1	1	0.0	10
	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*		Obs
Pooled	-0.31227	-4.067	1.102	-0.554	0.919		100

الملحق رقم 05: اختبار IPS لجذر الوحدة لـ EARP في المستوى

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: EARP
Date: 02/25/15 Time: 15:39
Sample: 2003 2014
Exogenous variables: Individual effects
User specified lags at: 1
Total (balanced) observations: 100
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.5690	0.7153

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate ADF test results

Cross Section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-1.3954	0.5412	-1.488	1.255	1	1	10
2	-1.4163	0.5315	-1.488	1.255	1	1	10
3	1.0092	0.9920	-1.488	1.255	1	1	10
4	-1.5617	0.4640	-1.488	1.255	1	1	10
5	0.1008	0.9474	-1.488	1.255	1	1	10
6	-2.7283	0.1029	-1.488	1.255	1	1	10
7	-2.2960	0.1903	-1.488	1.255	1	1	10
8	-1.4417	0.5197	-1.488	1.255	1	1	10
9	-2.5596	0.1315	-1.488	1.255	1	1	10
10	-0.5751	0.8350	-1.488	1.255	1	1	10
Average	-1.2864		-1.488	1.255			

الملحق رقم 06: اختبار LLC لجذر الوحدة لـ DPS في المستوى

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: DPS
Date: 02/25/15 Time: 15:44
Sample: 2003 2014
Exogenous variables: Individual effects
User specified lags at: 1
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 90
Cross-sections included: 9 (1 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-1.3249	0.0926

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on DPS

Cross Section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	-0.42012	0.0411	0.0084	1	1	10.0	10
2	0.01891	0.0030	0.0049	1	1	2.0	10
3	Dropped from Test						
4	-0.22655	0.0057	0.0094	1	1	0.0	10
5	-1.88716	0.0501	0.1247	1	1	2.0	10
6	-0.15278	0.0026	0.0032	1	1	1.0	10
7	-1.68513	0.0049	0.0108	1	1	10.0	10
8	-0.21059	0.0292	0.0354	1	1	1.0	10
9	-0.15614	0.0602	0.0704	1	1	1.0	10
10	-0.60672	0.0481	0.0344	1	1	6.0	10
	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*		Obs
Pooled	-0.21742	-3.678	1.166	-0.554	0.919		90

الملحق رقم 07: اختبار IPS لجذر الوحدة لـ DPS في المستوى

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: DPS
Date: 02/25/15 Time: 15:45
Sample: 2003 2014
Exogenous variables: Individual effects
User specified lags at: 1
Total (balanced) observations: 90
Cross-sections included: 9 (1 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.5126	0.3041

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate ADF test results

Cross Section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-1.4004	0.5389	-1.488	1.255	1	1	10
2	0.1309	0.9503	-1.488	1.255	1	1	10
3		Dropped from Test					
4	-1.7157	0.3952	-1.488	1.255	1	1	10
5	-3.3674	0.0397	-1.488	1.255	1	1	10
6	-0.8650	0.7541	-1.488	1.255	1	1	10
7	-3.4009	0.0377	-1.488	1.255	1	1	10
8	-1.2786	0.5945	-1.488	1.255	1	1	10
9	-1.3053	0.5824	-1.488	1.255	1	1	10
10	-1.9126	0.3142	-1.488	1.255	1	1	10
Average	-1.6794		-1.488	1.255			

الملحق رقم 08: اختبار LLC لجذر الوحدة لـ OWNS في المستوى

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: OWNS
Date: 02/25/15 Time: 15:50
Sample: 2003 2014
Exogenous variables: None
User specified lags at: 1
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 100
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-0.4216	0.3366

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on OWNS

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	0.00436	3.9639	2.5455	1	1	2.0	10
2	-0.00658	5.8857	3.8485	1	1	2.0	10
3	-0.00063	1.7543	0.5620	1	1	10.0	10
4	0.00143	6.2457	1.6777	1	1	10.0	10
5	-0.00072	6.5098	0.7727	1	1	7.0	10
6	-0.00148	4.7320	2.9091	1	1	1.0	10
7	-0.00580	8.6390	4.0303	1	1	5.0	10
8	-0.00951	9.9659	1.8636	1	1	7.0	10
9	-0.00568	10.531	1.1488	1	1	10.0	10
10	-0.03979	9.2964	1.7769	1	1	10.0	10
	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*		Obs
Pooled	-0.00144	-0.442	1.006	0.004	1.049		100

الملحق رقم 09: اختبار IPS لجذر الوحدة لـ OWNS في المستوى

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: OWNS
Date: 02/25/15 Time: 16:28
Sample: 2003 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User specified lags at: 1
Total (balanced) observations: 100
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.7982	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate ADF test results

Cross section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-1.7928	0.6351	-2.173	1.453	1	1	10
2	-2.8081	0.2286	-2.173	1.453	1	1	10
3	-5.7682	0.0059	-2.173	1.453	1	1	10
4	-3.7011	0.0744	-2.173	1.453	1	1	10
5	-3.9349	0.0552	-2.173	1.453	1	1	10
6	-2.3031	0.3972	-2.173	1.453	1	1	10
7	-3.0670	0.1661	-2.173	1.453	1	1	10
8	-11.254	0.0001	-2.173	1.453	1	1	10
9	-2.6510	0.2723	-2.173	1.453	1	1	10
10	-2.7398	0.2469	-2.173	1.453	1	1	10
Average	-4.0020		-2.173	1.453			

الملحق رقم10: اختبار LLC لجذر الوحدة لـ EARP بعد الفرق الأول

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: D(EARP)
Date: 02/25/15 Time: 16:33
Sample: 2003 2014
Exogenous variables: Individual effects
User specified lags at: 1
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 90
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-3.0011	0.0013

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on D(EARP)

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	-1.43365	0.0650	0.0229	1	1	9.0	9
2	-1.78489	0.1750	0.0699	1	1	6.0	9
3	-6.43958	0.1484	0.9442	1	1	0.0	9
4	-1.37112	0.2372	0.0588	1	1	8.0	9
5	-0.97912	0.7225	0.1299	1	1	9.0	9
6	-2.02597	0.4595	0.3701	1	1	6.0	9
7	-1.51651	0.2572	0.1275	1	1	4.0	9
8	-1.00485	0.4326	0.1568	1	1	9.0	9
9	0.13011	7.9480	7.7831	1	1	0.0	9
10	-2.72357	0.0388	0.0677	1	1	1.0	9
	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*		Obs
Pooled	-1.48082	-8.860	1.120	-0.554	0.919		90

الملحق رقم11: اختبار IPS لجذر الوحدة لـ EARP بعد الفرق الأول

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: D(EARP)
Date: 02/25/15 Time: 16:32
Sample: 2003 2014
Exogenous variables: Individual effects
User specified lags at: 1
Total (balanced) observations: 90
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.6173	0.0044

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate ADF test results

Cross section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-3.2588	0.0501	-1.502	1.534	1	1	9
2	-2.5496	0.1362	-1.502	1.534	1	1	9
3	-4.0892	0.0157	-1.502	1.534	1	1	9
4	-2.3661	0.1744	-1.502	1.534	1	1	9
5	-1.7716	0.3686	-1.502	1.534	1	1	9
6	-4.8581	0.0057	-1.502	1.534	1	1	9
7	-2.1416	0.2351	-1.502	1.534	1	1	9
8	-2.8266	0.0924	-1.502	1.534	1	1	9
9	0.0460	0.9389	-1.502	1.534	1	1	9
10	-1.4542	0.5091	-1.502	1.534	1	1	9
Average	-2.5270		-1.502	1.534			

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

الملحق رقم12: اختبار LLC لجذر الوحدة لـ DPS بعد الفرق الأول

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: D(DPS)
Date: 02/25/15 Time: 16:37
Sample: 2003 2014
Exogenous variables: None
User specified lags at: 1
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 81
Cross-sections included: 9 (1 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-6.0992	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on D(DPS)

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	-1.42768	0.0494	0.0161	1	1	7.0	9
2	-0.37355	0.0074	0.0089	1	1	1.0	9
3		Dropped from Test					
4	-0.47103	0.0082	0.0099	1	1	1.0	9
5	-1.68835	0.0637	0.0488	1	1	9.0	9
6	-0.76923	0.0036	0.0007	1	1	9.0	9
7	-1.71364	0.0077	0.0506	1	1	6.0	9
8	-0.66895	0.0416	0.0359	1	1	5.0	9
9	-0.33367	0.0968	0.0992	1	1	0.0	9
10	-1.71460	0.0583	0.0545	1	1	5.0	9
	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*		Obs
Pooled	-0.93143	-6.357	1.108	0.004	1.049		81

الملحق رقم13: اختبار IPS لجذر الوحدة لـ DPS بعد الفرق الأول

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: D(DPS)
Date: 02/25/15 Time: 16:39
Sample: 2003 2014
Exogenous variables: Individual effects
User specified lags at: 1
Total (balanced) observations: 81
Cross-sections included: 9 (1 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.7169	0.0033

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate ADF test results

Cross Section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-3.1022	0.0626	-1.502	1.534	1	1	9
2	-4.0516	0.0165	-1.502	1.534	1	1	9
3		Dropped from Test					
4	-0.3488	0.8799	-1.502	1.534	1	1	9
5	-4.4632	0.0095	-1.502	1.534	1	1	9
6	-2.0983	0.2484	-1.502	1.534	1	1	9
7	-2.9833	0.0740	-1.502	1.534	1	1	9
8	-1.4469	0.5125	-1.502	1.534	1	1	9
9	-1.7022	0.3980	-1.502	1.534	1	1	9
10	-3.4153	0.0402	-1.502	1.534	1	1	9
Average	-2.6235		-1.502	1.534			

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

الملحق رقم14: اختبار LLC لجذر الوحدة لـ OWNS بعد الفرق الأول

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: D(OWNS)
Date: 02/25/15 Time: 16:40
Sample: 2003 2014
Exogenous variables: Individual effects
User specified lags at: 1
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 90
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-14.014	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on D(OWNS)

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	-1.68773	3.9673	4.1840	1	1	1.0	9
2	-1.66898	3.1089	12.176	1	1	2.0	9
3	-1.98592	0.6418	0.5090	1	1	9.0	9
4	-2.67145	4.1280	5.0000	1	1	9.0	9
5	-2.00332	2.1500	2.1714	1	1	6.0	9
6	-2.14390	3.6978	5.3560	1	1	1.0	9
7	-1.53085	8.8756	4.0850	1	1	9.0	9
8	-2.05900	1.0812	3.7786	1	1	6.0	9
9	-1.74320	10.466	4.2640	1	1	4.0	9
10	-2.21045	7.8577	2.8050	1	1	9.0	9
	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*		Obs
Pooled	-2.00351	-18.531	1.024	-0.554	0.919		90

الملحق رقم15: اختبار IPS لجذر الوحدة لـ OWNS بعد الفرق الأول

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: D(OWNS)
Date: 02/25/15 Time: 16:42
Sample: 2003 2014
Exogenous variables: Individual effects
User specified lags at: 1
Total (balanced) observations: 90
Cross-sections included: 10

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-7.2533	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate ADF test results

Cross section	t-Stat	Prob.	E(t)	E(Var)	Lag	Max Lag	Obs
1	-2.2653	0.1998	-1.502	1.534	1	1	9
2	-3.2216	0.0528	-1.502	1.534	1	1	9
3	-5.6849	0.0021	-1.502	1.534	1	1	9
4	-4.4796	0.0093	-1.502	1.534	1	1	9
5	-5.7665	0.0019	-1.502	1.534	1	1	9
6	-3.1527	0.0582	-1.502	1.534	1	1	9
7	-2.6223	0.1234	-1.502	1.534	1	1	9
8	-10.376	0.0000	-1.502	1.534	1	1	9
9	-2.7551	0.1023	-1.502	1.534	1	1	9
10	-3.1013	0.0626	-1.502	1.534	1	1	9
Average	-4.3425		-1.502	1.534			

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

الملحق رقم16: اختبار PEDRONI للتكامل المشترك

Pedroni Residual Cointegration Test
Series: EARP DPS OWNS
Date: 02/25/15 Time: 17:40
Sample: 2003 2014
Included observations: 120
Cross-sections included: 9 (1 dropped)
Null Hypothesis: No cointegration
Trend assumption: No deterministic trend
Lag selection: fixed at 1
Newey-West bandwidth selection with Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	3.970173	0.0000	-1.296271	0.9026
Panel rho-Statistic	0.747639	0.7727	0.271723	0.6071
Panel PP-Statistic	1.381285	0.9164	-1.883876	0.0298
Panel ADF-Statistic	-1.843272	0.0326	-2.667068	0.0038

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	1.229631	0.8906
Group PP-Statistic	-3.217756	0.0006
Group ADF-Statistic	-3.741984	0.0001

Cross section specific results

Phillips-Peron results (non-parametric)

Cross ID	AR(1)	Variance	HAC	Bandwidth	Obs
1	-0.074	0.046542	0.016320	10.00	11
2	0.103	0.086913	0.065436	3.00	11
3	Dropped from Test				
4	0.295	0.126537	0.120597	2.00	11
5	0.432	1.458852	1.343486	2.00	11
6	0.078	0.533391	0.078431	10.00	11
7	-0.121	0.112735	0.117492	1.00	11
8	0.450	0.539337	0.616510	2.00	11
9	0.192	3.966922	4.075812	1.00	11
10	-0.657	0.009482	0.010067	1.00	11

Augmented Dickey-Fuller results (parametric)

Cross ID	AR(1)	Variance	Lag	Max lag	Obs
1	-0.982	0.020797	1	--	10
2	-0.150	0.089227	1	--	10
3	Dropped from Test				
4	0.062	0.108325	1	--	10
5	0.327	1.535917	1	--	10
6	-0.769	0.202882	1	--	10
7	0.254	0.098738	1	--	10
8	0.059	0.306965	1	--	10
9	-0.392	1.965206	1	--	10
10	-0.412	0.010279	1	--	10

الملحق رقم17:نتائج تقدير علاقات المدى الطويل لنموذج البانل الديناميكي DOLS

Dependent Variable: EARP
Method: Panel Dynamic Least Squares (DOLS)
Date: 03/04/15 Time: 12:18
Sample (adjusted): 2006 2013
Periods included: 8
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 80
Panel method: Weighted estimation
Cointegrating equation deterministics: C
Static OLS leads and lags specification
Long-run variance weights (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DPS	1.880083	0.278029	6.762193	0.0000
OWNS	-0.086357	0.048151	-1.793478	0.0776
DDPS(1)	-0.029948	0.405377	-0.073877	0.9413
DDPS(-1)	-0.075391	0.322676	-0.233642	0.8160
DOWNS(1)	0.027913	0.030987	0.900804	0.3711
DOWNS(-1)	0.013211	0.018647	0.708460	0.4812

R-squared	0.889318	Mean dependent var	2.695987
Adjusted R-squared	0.863377	S.D. dependent var	3.108904
S.E. of regression	1.149129	Sum squared resid	84.51184
Long-run variance	1.806269		

الملحق رقم18:نتائج تقديرعلاقات المدى القصير لنموذج تصحيح الخطأ للبانل VECM

Vector Error Correction Estimates
Date: 03/07/15 Time: 11:30
Sample (adjusted): 2005 2014
Included observations: 100 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1
EARP(-1)	1.000000
DPS(-1)	-2.547534 (0.60331) [-4.22259]
OWNS(-1)	-0.029350 (0.01844) [-1.59134]
C	1.215368

Error Correction:	D(EARP)	D(DPS)	D(OWNS)
CointEq1	-0.110564 (0.08204) [-1.34768]	0.042189 (0.01437) [2.93511]	0.103115 (0.19527) [0.52807]
D(EARP(-1))	0.408532 (0.20448) [1.99792]	0.058084 (0.03583) [1.62127]	-0.340394 (0.48669) [-0.69941]
D(DPS(-1))	-0.171110 (0.60969) [-0.28065]	0.032341 (0.10682) [0.30275]	0.530034 (1.45115) [0.36525]
D(OWNS(-1))	-0.025749 (0.03775) [-0.68215]	0.005161 (0.00661) [0.78040]	-0.416609 (0.08984) [-4.63703]
C	0.040999 (0.13042) [0.31435]	0.032263 (0.02285) [1.41187]	-0.146318 (0.31043) [-0.47134]
R-squared	0.047124	0.219475	0.187726
Adj. R-squared	0.007003	0.186611	0.153525
Sum sq. resids	128.1555	3.934106	726.0027
S.E. equation	1.161467	0.203499	2.764441
F-statistic	1.174545	6.678246	5.488888
Log likelihood	-154.2976	19.88047	-241.0130
Akaike AIC	3.185951	-0.297609	4.920261
Schwarz SC	3.316210	-0.167351	5.050519
Mean dependent	0.103910	0.044710	-0.110000
S.D. dependent	1.165555	0.225638	3.004693

Determinant resid covariance (dof adj.)	0.343382
Determinant resid covariance	0.294407
Log likelihood	-364.5420
Akaike information criterion	7.650840
Schwarz criterion	8.119771

الملحق رقم19:سببية GRANGER للعلاقات الاتجاهية للبانل

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 02/26/15 Time: 09:59
Sample: 2003 2014
Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DPS does not Granger Cause EARP	110	4.87876	0.0293
EARP does not Granger Cause DPS		22.0378	8.E-06
OWNS does not Granger Cause EARP	110	0.19889	0.6565
EARP does not Granger Cause OWNS		0.00012	0.9913
OWNS does not Granger Cause DPS	110	0.17395	0.6775
DPS does not Granger Cause OWNS		0.24565	0.6212

المراجع

- **باللغة العربية:**

- **الكتب:**

- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع الأردن، 2010.
- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر الأردن،2010.
- هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع عمان 2009.
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النثر للجامعات، القاهرة 2009.
- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة،2008.
- دريد كامل آل شبيب، الأوراق المالية و النقدية، دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة، عمان، 2012.
- جمال جويدان، الجمل، الأسواق المالية و النقدية، دار الصفاء للنشر، عمان 2002.
- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع عمان،2009.
- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها – بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية- الوراق للنشر و التوزيع، عمان،2008.
- فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع الأردن، 2006.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (المؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2007.
- عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم، سندات،وثائق استثمار،خيارات)، الدار الجامعية، الاسكنرية، 2005, ص 189.

- سالم بن سلام بن حميد الفليتي، حوكمة الشركات المساهمة العامة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- عطا الله وارد خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية، مكتبة الحرية للنشر و التوزيع، القاهرة، 2008.
- علاء فرحان طالب، إيمان سبحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية و الأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2011.
- محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي و الإداري، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب والمتطلبات) الطبعة الثانية، الدار الجامعية مصر، 2007.
- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات و الأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية مصر، 2009.
- كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- **المقالات العلمية:**
- ياسين العايب، مخاطر عدم تماثل المعلومات بين قصور صيغ التمويل التقليدية وحلول الصناعة المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد العالمي الإسلامية،عدد: ماي 2014.
- هشام طلعت عبد الحكيم، عماد دلول، حوكمة الشركات و دورها في التقييم العادل للأسهم العادية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الادارة والاقتصاد، العراق، العدد 2009/77.
- جوجون جوان، شيخة جا، عناصر الحوكمة، مجلة التمويل و التنمية، عدد: جوان 2014.
- أحمد سلطان محمد، هيثم يعقوب يوسف، تأثير استقرارية بعض الأنشطة السلعية في العراق على تقدير نماذج البيانات المقطعية للفترة (1988-2000)، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية المجلد 18، العدد66، العراق.

- زكرياء يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة و العشوائية المجلة العراقية للعلوم الإحصائية (21)، 2012.

- **الملتقيات العلمية:**

- صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية و الإفصاح و الأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2009.
- بتول محمد نوري، علي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة الجامعة المستنصرية، العراق.
- محمد ياسين غادر، محددات الحوكمة و معاييرها، المؤتمر الدولي العلمي حول عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 15-17 ديسمبر 2012.
- مجدي الشوربجي، أثر تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، ملتقى دولي حول: رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، يومي 13، 14 ديسمبر 2011، جامعة الشلف.

- **المواقع الالكترونية:**

- محمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية- دراسة تطبيقية، جامعة الملك خالد، نوفمبر 2007، مستخرج من الموقع:

www.jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=4665.

- **باللغات الأجنبية:**

- **LES OUVRAGES :**

- Grégory denglos, création de valeur, risque de marché et gouvernance des entreprises économica, paris, 2010.

- Magloire Lanha, Résolution des problèmes d'information en micro finance, Centre d'étude, de Formation et de Recherche en Développement, Bénin, Avril, 2001.
- Jacques De Bandt, Geneviève Gourdet, Immatériel (nouveaux concepts), ECONOMICA, Paris, 2001.
- Jean François Gajewski, friction et asymétrie d'information sur les marchés d'action, Edition Economica, Paris, 2000.
- Grégory Denglos, création de valeur, risqué de marché et gouvernance des entreprises, Edition Economica, Paris, 2010.
- Frédéric Peltier, la corporate governance au secours des conseils d'administration, Edition DUNOD, Paris, 2004.
- Claudio Araujo, Trajectoires et fluctuation de long terme des phénomènes économiques, CERDI, France, 2013.
- Brain Hillier, The economics of asymmetric information, Edition palgrave Macmillan, 1997.
- Ricardo N bebczuk asymmetric information in financial markets, introduction and applications, university press, Cambridge, 2003.
- Jean Jacques du Plessis, Anil Hargovan, MirkoBagaris, Principles of contemporary corporate governance, second edition, Cambridge University press New York, 2011.
- Hsiao C, Analysis of panel Data, Cambridge university press, Cambridge, 2003.
- Greene H William, Econometrics Analysis, Fifth edition, Pearson education, 2002.
- Sevester, P. Econométrie des données de panel, edition DUNOD, Paris 2002.
- Sanjai Bhagat, Richard Jefferis, The econometrics of corporate studies, The MIT Press Cambridge, London, 2002.

- Steven l. schwarcz, Information asymmetry and information failure: disclosure problems in complex financial markets, Cambridge university press, 2011.
- Masahiro Abe, Takeo Hoshi, Corporate finance and human recourse management in Japan, OXFORD University Press, 2007.

- **LES ARTICLES:**

- Marc Montousse, présentation des nouvelles théories économiques, stage figaniers-21-22 mars 2005.
- Hurlin Christophe, Valérie Mignon, une synthèse des testes de racine Unitaire sur donnée de panel, Economie et prévision, 2005.
- Samir Aguenaou, Omar Farooq, Hui Di, Dividend policy and ownership structure: Evidence from the Casablanca Stock Exchange, GSFF Journal on Business Review (GBR) Vol.2.N°4, July 2013.
- Reza Zare ،Javad Moradi ،Hashim Valipour, Dividend policy and information asymmetry from the signaling perspective, Asian Economic and Financial Review,2013.3(4).
- Chiraphol N.Chiyachantana ،Neeranuch Nuengwan Pakpoom Thanarung ، Nareerat Taechapiroontong, The effect of information disclosure on information asymmetry, Investment Management and Financial innovation Issue1.2013.
- Nasrat Huda, Mohammad Nayeem, Relationship between ownership structure and dividend policy : Empirical evidence from chihagon stock exchange, Proceding of 9th Asian Business Research Conference 20-21 december 2013 BIAM Foundation, Dhaka, Bangladesh.
- Daniel Kaufman, Artkraay, Governance Indicators: where are we ,where should web e going ? Policy research working paper p 370, the World Bank.

- Stijn Claessens, BurcinYortoglu, Corporate Governance an development (an update), A global corporate governance publication, world Bank, 20 Washington, 2012.
- Fawzy, S. Assessment of Corporate Governance in Egypt, The Egyptian Center for Economic Studies Working Paper No. 82 April 2003.
- Iskander, M. and N. Chamlou, Corporate Governance: A Framework for Implementation, Globalization and Firm Competitiveness in the Middle East and North Africa Region, 2002.
- Klevmarken N, panel studies: what we can learn from them, European Economic Review, 1989.
- Badi H.Baltagi, Georges Bresson, Alain Pirrote, Panel Unit root testes and spatial dependence, Journal of Applied Econometrics, J.Appl. Econ 22: 2007.
- Badi H Baltagi, Chichwa Kao, Non stationary Panels, cointegration in panels and dynamic panels: a survey, centre for policy research working paper n °16 March 2000.
- 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.
- Jushan Bai, Chichwa Kao,on the estimation and inference of a panel cointegration model with cross-sectionnal dependence, center for policy research, working paper Nº75,New York.
- Badi H Baltagi, Georges Bresson, Alain Pirotte, Panel unit root teste and spatial dependance, Journal of Applied Econometrics (22) .
- Pedroni.P, Panel cointegration: Asymptotic and finite sample properties of pooled time series tests with an application to the ppp hypothesis, Econometric theory 20, 2004.

- In Choi, panel cointegration, Research Institute for Market Economy, Sogan University, Nº 2013-1.
- Alexander Chudik, Hashem Pesaran, Large Panel Data Models with Cross-Sectional Dependence: A Survey, Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 153.
- Dan Lin, Hsien-Chang Kuo, Lie-Huey Wang, Can Disclosure Quality Explain Dividend Payouts?, International Business Research; Vol. 7, No. 7; 2014.
- Paul K Chaney, Craig M Louis, Earnings management and firm valuation under asymmetric information, Journal of Corporate Finance, 1 (1995) USA.

- **LES SITES INTERNET:**

- Emmanuel Duguet, Econométrie des panels avec applications, mars 2010. Extrait du site :http://emmanuel.duguet.free.fr/Ouvrage_Panel_08_v1.pdf
- http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/MENAEXT/EXTMNAREGTOPGOVERNANCE/0,,contentMDK:20513159~pagePK:34004173~piPK:34003707~theSitePK:497024,00.html
- http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf.
- http://www.frc.co.uk/documents/pagemanager/frc/combine/code/June/2006/pdf.
- Hok-Leung Ronnie, Voluntary corporate governance disclosure, firm valuation and dividend payout : Evidence from Hong-Kong listed firms, PHD thesis, University of Glasgow,2009 http://theses.gla.ac.uk/1357/.

الملخـــص:

سعت هذه الدراسة إلى البحث في الدور الذي من الممكن أن تمارسه الحوكمة المالية في التأثير على مشكلة عدم تناظر المعلومات، باستخدام التقنيات القياسية الحديثة لبيانات البانل من خلال توظيف منهجية التكامل المشترك و اختبارات السببية، اعتمادا على عينة لمجموعة من المؤسسات المسعرة في بورصة نازداك للفترة 2003-2014، حيث تم التوصل إلى إمكانية إسهام الحوكمة المالية في التخفيف من حدة مشكلة عدم تناظر المعلومات بشرط الالتزام بالتطبيق الجيد لآليات و قواعد الحوكمة.

الكلمات المفتاحية: الحوكمة المالية، مشكلة عدم تناظر المعلومات، التكامل المشترك لبيانات البانل نظرية الوكالة.

Abstract:

This study aims to examine the role that can be exercised by the financial governance on the problem of asymmetric information, using modern technics based on panel data by the employment of cointegration and causality tests applied on a sample of establishments listed in Nasdaq during the period 2003-2014.

The study revealed a potential contribution of the financial governance in the fight against the problem of asymmetric information, but this conditioned by the proper application of the mechanisms and rules of governance.

Keywords : financial governance, asymmetric information, Panel cointegration, agency theory

Résumé:

Cette étude vise à examiner le rôle pouvant être exercé par la gouvernance financière sur le problème de l'asymétrie d'information, en utilisant des techniques moderne basées sur les données de panel en employant les tests de cointégration et de causalité appliqué sur un échantillon d'établissements cotés dans le Nasdaq durant la période 2003-2014.

L'étude a révélé une contribution potentielle de la gouvernance financière dans la lutte contre le problème de l'asymétrie d'information et ceci conditionné par la bonne application des mécanismes et des règles de gouvernance.

Les mots clés : gouvernance financière, l'asymétrie d'information, cointégration de panel, théorie de l'agence