

أهمية الحوكمة في مواجهة مشكل عدم تناظر المعلومات المالية  
دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة 2004-2018

## The Importance of Governance Facing the Problem of Financial Information Asymmetry: A case study of “Amman Stock Exchange” between 2004 and 2018.

بن ساحة ايمان

دويس عبد القادر

(مخبر تطوير المؤسسات الاقتصادية الجزائرية)

جامعة غرداية، الجزائر

جامعة ابن خلدون، الجزائر \*

[imanebensaha@gmail.com](mailto:imanebensaha@gmail.com)

[Kader.douis@univ-tiaret.dz](mailto:Kader.douis@univ-tiaret.dz)

تاريخ الاستلام: 2019/11/29 : تاريخ القبول: 2020/01/14

### مستخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى البحث عن دور الحوكمة في التأثير على مشكلة عدم تناظر المعلومات، و تكمن أهميتها في كون أزمة الثقة في الأسواق المالية تتبع أساسا من جودة، صدق وصحة المعلومات المتداولة و التي تساهم في اتخاذ القرارات، ومن اجل تحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الإحصائي و المنهج الوصفي التحليلي ، كما تم الاستعانة في المعالجة الإحصائية للبيانات ببرنامج EViews9. و بالاعتماد على عينة لمجموعة من المؤسسات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2004-2018. بعد اختبار فرضيات البحث تم التوصل إلى أن الإفصاح عن الأرباح المحققة والموزعة والتنبؤ بها من أهم العوامل التي يحتاجها المتعاملون في الأسواق المالية، وأكثرها تأثيرا على الوضع المعلوماتي على مستوى السوق. حيث كلما زادت إمكانية توزيع الأرباح فسوف يؤثر ذلك على القيمة الحقيقية للأوراق المالية في الأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية: حوكمة، معلومات، إفصاح، شفافية، أسواق، كفاءة.

تصنيف JEL: G14 ; C23 ; C15.

### Abstract

This study aims to investigate the effect of governance on the problem of information asymmetry. This later takes its significance from the fact that, the crisis of trust in financial markets stems essentially from the quality, reliability and the accuracy of the information used to make decision. In order to achieve the goal of our study, we adopted statistical and descriptive analytical methods; in addition, we analyzed some data using Eviews 9. Our case study is a sample of listed companies on Amman Stock Exchange between 2004 and 2018. After testing our research hypotheses, we concluded that the estimation and the disclosure of realized and distributed

\* المؤلف المراسل.

profits are among the most important factors affecting the level of information, which dealers need in the financial markets. Consequently, more the possibility of distributing profits is bigger, more the effect on the true value of securities in the financial markets will be.

**Keywords:** Governance, Information, Disclosure, Transparency, Markets, Efficiency

**JEL Classification Codes :** C15 ; C23 ; G14.

#### 1. مقدمة:

تعتبر الأسواق المالية بمثابة مقياس يعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة وأوضاع الشركات الناشطة بها، ولعل أبرز ما تتمتع به الأسواق المالية هو القدرة الإخبارية للمحتوى الإعلامي للمعلومات المتاحة للمستثمرين، حيث ان المعلومات تلعب دورا محوريا في مستوى ودرجة كفاءة الأسواق المالية. ونظرا للانعكاسات السلبية التي يفرزها مشكل عدم تناظر المعلومات المالية على مستوى كفاءة الأسواق المالية، يبرز مفهوم الحوكمة كألية من شأنها التأثير على طبيعة ونوعية المعلومات التي ترد من وإلى السوق من خلال التأثير على نوعية وجود تلك المعلومات بالالتزام بمجموعة من المعايير تستهدف ضمان الالتزام السلوكي والأخلاقي وقواعد السلوك المهني الرشيد والتوازن في تحقيق مصالح كافة الأطراف المرتبطة بالمؤسسة فضلا عن الإفصاح والشفافية عند عرض المعلومات الخاصة بالمؤسسة، وبناء على ما سبق ذكره نطرح الإشكالية التالية:

إلى أي مدى يمكن للحوكمة أن تساهم في التخفيض من مشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية العربية؟

وللإجابة على الإشكالية قمنا بوضع التساؤلات التالية:

ما المقصود بحوكمة الأسواق المالية؟، فيما تتمثل مشكلة عدم تناظر المعلومات المالية؟، هل يمكن للحوكمة أن تساهم في التخفيض من حدة عدم تناظر المعلومات المالية وترشيد السلوك من وجه نظر مستعملي المعلومات؟.

ومن أجل الاجابة على التساؤل الرئيسي و مختلف الاسئلة الفرعية نصوغ الفرضيات التالية:  
تحتزم بورصة عمان للأوراق المالية المبادئ والقواعد الدولية المتعارف عليها في حوكمة الشركات؛

تساهم مبادئ الحوكمة الرشيدة كالإفصاح والشفافية في الحد من عدم تناظر المعلومات المالية؛

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

كما تتجلى أهداف الدراسة من خلال ما يلي:

تحديد مستوى احترام وتطبيق الحوكمة في السوق العماني للأوراق المالية:

تهدف الحوكمة إلى تطوير والإفصاح عن المعلومة المالية بشفافية وموثوقية:

إبراز مدى سعي الحوكمة في تحقيق كفاءة الأسواق المالية من خلال تناظر المعلومات؛

حدود الدراسة:

الحدود الزمنية: اقتصرت الحدود الزمنية في هذه الدراسة 2004-2018.

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

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

ومن أجل الإجابة علنا الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات اعتمدنا في دراستنا علنا المنهج الوصفي و المنهج التحليلي لوصف مفهوم الحوكمة وعلاقتها بمشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الاسواق المالية ودراسة قياسية من خلال عرض مصادر البيانات تحديد عينة ومتغيرات الدراسة. وذلك باستخدام البيانات السلاسل الزمنية المقطعية وقدمت الاعتماد في المعالجة الإحصائية للبيانات على برنامج EViews9.

الدراسات السابقة:

• دراسة (حكيمه بوسلمة، 2016)<sup>1</sup> هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي وبالتحديد سوق عمان المالي، وذلك من خلال معرفة مدى تأثير أسعار الأسهم في هذا السوق بالمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة للشركات المدرجة، وقد شملت عينة الدراسة من جميع شركات المساهمة المنتمية لقطاع الصناعة والبالغ عددها 68 شركة مدرجة في سوق عمان المالي إلى غاية ديسمبر 2014، ومن أجل معالجة الموضوع واختبار فرضياته تم الاعتماد على التقارير المالية المنشورة في الشركات المدرجة، ولقد تم الاستعانة بأسلوب دراسة الحدث Event Study باعتباره المنهج الذي يستخدم لقياس أثر حدث معين أو مجموعة من الأحداث على أسعار الأسهم، كذلك استخدمت مجموعة من الأساليب الإحصائية منها: الوسط الحسابي، اختبار التوزيع الطبيعي، اختبار Paired Sample T-test بالاعتماد على مستوى دلالة (5%) الذي يقابله مستوى الثقة (95%) لتفسير نتائج الاختبارات، وقد توصلت الدراسة إلى عدم كفاءة سوق عمان المالي عند المستوى شبه القوي لأن أسعار الأسهم المتداولة فيه لا تستجيب للمعلومات الواردة في التقارير المالية المنشورة للشركات.

• دراسة ( مصطفى عبد الكريم نداوي 2014)<sup>2</sup> تناولت هذه الدراسة مبادئ حوكمة الشركات، والتعريف بها وأهميتها، ولتحقيق هدف هذه الدراسة تم تطوير استبانة مكونة من ( 70 فقرة، وتم توزيعها على عينة الدراسة، وتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان، وعددها 70 شركة وقد استخدم الباحثين في الدراسة مجموعة من الطرق الإحصائية المتوفرة في برنامج (SPSS). ومن أبرز النتائج التي توصلت إليها الدراسة، أنه يوجد تطبيق لمبادئ حوكمة الشركات في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان، وأن زيادة وعي إدارت الشركات الصناعية المساهمة وإدارتها لمبادئ حوكمة الشركات سيسهم بشكل كبير في الارتقاء بسعر السهم في الشركات المذكورة والنهوض به.

---

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

<sup>2</sup> مصطفى عبد الكريم نداوي 2014 بعنوان: حوكمة الشركات وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان الدراسة عبارة عن مقال في مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثاني، جامعة ام البواقي، ديسمبر 2014.

2. مفاهيم عامة حول حوكمة الشركات ومشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الاسواق المالية:

### 1.2 تعريف حوكمة الشركات:

حسب منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) تشير حوكمة الشركات إلى "العلاقات بين إدارة الشركة، مجلس إدارتها، مساهمها، وباقي أصحاب المصالح، بحيث تحدد أيضا هيكل تعيين الأهداف والطرق والوسائل لبلوغها مع ضمان متابعة للنتائج المحققة" (Wa Madzila, 2005, p. 14).

يعرف (Gérard CHARreaux) حوكمة الشركات بأنها " مجموعة من الميكانيزمات (الآليات) التي تهدف إلى تحديد السلطة والتأثير على قرارات المدراء، وبعبارة أخرى التي تحكم سلوكهم وتحد من فضاء الاستبدادي (التعسف في اتخاذ القرار)، يمكن تعميم هذا التعريف على مدراء المنظمات بصفة عامة (خاصة حكومات الدول)" (Charreaux, mai 1996, p. 06).

وتعرف حاكمية الشركات بأنها: "مجموعة العلاقات التي تنظم في إطار العمل بين إدارة الشركة التنفيذية ومجلس إدارتها، و المساهمين فيها، والأطراف ذوي العلاقة الآخرين سواء الدائنين أو المتعاملين أو الموردين أو المدينين وغيرهم" (الربيعي، 2013، صفحة 23).

كما تعرف حوكمة الشركات بأنها "مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة (مثل حملة السندات، العمال، الدائنين، المواطنين) من ناحية أخرى" (سليمان، 2009، صفحة 18).

من خلال التعاريف السابقة نقول أن حوكمة الشركات بشكل بسيط هي "الإدارة الرشيدة للشركات من خلال توفير الإرشادات والمقترحات لبورصات الأوراق المالية والمستثمرين والشركات والأطراف الأخرى كل هذا من أجل تحقيق هدف نشر الإفصاح والشفافية في الحكم وتداول السلطة" (Toolkit, 2008, pp. 3-4).

### 2.2. أهداف حوكمة الشركات:

تسعى قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن تلخيص أهمها فيما يلي :

- مراعاة مصالح وحقوق المساهمين وحمايتهم؛ (هلبليغ، 2018).
- حماية حقوق المساهمين بصفة عامة سواء كانوا قلية أو أغلبية و تعظيم عوائدهم؛ (درويش، 2007، صفحة 33).
- العدالة والشفافية والمعاملة النزيهة لجميع الأطراف ذوي المصلحة المشتركة؛
- الشفافية والدقة والوضوح في القوائم المالية التي تصدرها الشركات و ما يترتب على ذلك زيادة ثقة المستثمرين بها واعتمادهم عليها في اتخاذ القرارات؛ (سليمان، 2009، صفحة 32).

### 3.2. مشكل عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية

يقصد بعدم تناظر المعلومات في السوق المالية عدم إلمام أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية (العايب، 2016، صفحة 3). وتعرف حالة عدم تناظر المعلومات بالحالة التي تكون فيها المعلومات متاحة ومعروفة لطرف واحد، لكن الطرف الثاني لا تتوفر لديه مثل هذه المعلومات، وتؤدي هذه الحالة إلى عدم كفاءة الأسواق المالية لان معظم المستثمرين سيكونون غير قادرين على الوصول إلى المعلومات التي يحتاجون إليها في عملية اتخاذ القرارات، وفي ظل العلاقة التعاقدية بين الأصيل والوكيل لنظرية الوكالة هناك حالة من عدم تماثل المعلومات، إذ أن الاتصال سيكون غير كفاء بين الأصيل والوكيل، ويؤثر عدم تناظر المعلومات على الكثير من القرارات المالية مثل سياسات توزيعات الأرباح والتمويل والإعلان عن الأرباح....الخ. (العايب، 2016، صفحة 03).

### 3. دور الحوكمة في تحقيق تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية

#### 1.3. العلاقة بين الحوكمة وتناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية

لا ريب أن أهم العوامل التي ظهرت من أجلها حوكمة الشركات، هو إعادة الثقة للمتعاملين في أسواق المال، وذلك بعد سلسلة الانهيارات التي طالت الكثير من الشركات العالمية والتي يمكن أن نؤكد أن معظمها افتقدت إلى دقة وصحة المعلومات المحاسبية. هذه المعلومات تهدف إلى إعطاء تمثيل للواقع الاقتصادي للشركة، وعلى هذا الأساس جاء مبدأ الإفصاح والشفافية كمبدأ رئيسي تعتمد عليه حوكمة الشركات، والذي ينطوي على إعداد

ومراجعة المعلومات المحاسبية والإفصاح عنها بما يتوافق مع المعايير المتعارف عليها (الحناوي، 1998، صفحة 132).

### 2.3. دور الإفصاح في الرفع من تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية:

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

هذا من شأنه أن يخفض تكلفة العمليات وزيادة العائد منها وتحقيق المنفعة للاقتصاد القومي ككل، ففي ظل الكفاءة التي يتمتع بها السوق يسعى كل طرف جاهداً 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 للجمهور كافة، محاولة من خلاله طمأنته بصدق البيانات المفصح عنها، مدعمة ذلك بتقرير مراجع الحسابات الخارجي.

### 3.3. أهمية الشفافية في الحد من عدم تناظر المعلومات المالية في الأسواق المالية

إن الحوكمة تقوم بأداء دورها والوصول إلى مستوى عالٍ من الشفافية في توفير المعلومات من خلال ما يلي (إلياس، 2013، صفحة 640):

#### 1.3.3. المساءلة والرقابة:

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

#### 2.3.3. الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة:

و هذا من خلال تطبيق المعايير الدولية موحدة وذلك لتسهيل وتوحيد قراءة القوائم المالية وضمن وصول معلومات ممثلة كل الأفراد حيث يعتبر السعي نحو تطبيق معايير المحاسبة الدولية من أهم مظاهر تجسيد حوكمة الشركات.

### 3.3.3. دور المراجع الخارجي:

يعتبر تفعيل دور المراجعة الخارجي من أهم متطلبات الحوكمة إلى جانب كونه العنصر الكمي في القضاء على عدم تناظر المعلومات لما يضيفه من ثقة ومصداقية على معلومات كما أن رأيه المحايد يساعد على الحد من التعارض بين المساهمين والإدارة والحد من المخاطر الأخلاقية الناتجة عن عدم تناظر المعلومات (عيسى، 2008، صفحة 4).

### 4.3.3. دور لجان المراجعة:

تؤكد الحوكمة على ضرورة وجود لجان مراجعة كونها الإطار الذي يضمن أكثر دقة وموثوقية للقوائم المالية، إذ تقوم عن الإشراف على كل من المراجعة الداخلية والخارجية كما أنها لجان مستقل هي الأخرى ومن خلالها يمكن تقييم مستويات الحوكمة المطبقة وما يمكنها أن تؤثر على حركة أسهم المؤسسات في الأسواق المالية.

### 5.3.3. تحقيق الإفصاح والشفافية:

من أهم مبادئ الحوكمة نجد الإفصاح والشفافية إذ يعتبر هذا المبدأ حلقة وصل بينهما وبين المعلومات وجودتها حيث بعد تقييد بمعايير الإفصاح السليم عن المعلومات المالية والغير المالية مع توفر الشفافية في ذلك يعتبر معيارا هاما عن تطبيق الحوكمة وأسلوبا للحفاظ على مصالح كل الأطراف.

ومن خلال مختلف العناصر السالفة الذكر نجد ان الحوكمة في كل منه تحاول الحد من تداعيات مشكلة عدم التناظر المعلومات وذلك في إطار تفعيل دور وظيفة المراجعة والرقابة من خلال دور كل من الرقابة الداخلية والمراجعة الداخلية والخارجية ولجان المراجعة لينصب كل من ذلك في ذلك تحقيق الإفصاح السليم والشفافية من أجل تقليص الفجوة في الحصول على المعلومات بين الأطراف المتعاقدة.

### 4. الدراسة القياسية

### 1.4. مجتمع الدراسة وعينتها:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة 2004-2018، والتي تحقق الشروط التالية: أن تكون ملتزمة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات عن طريق الدليل الصادر عن هيئة الأوراق المالية بتاريخ 2008/07/29 الذي يوصي بضرورة احترام مبادئ الحوكمة الدولية وأنها تلزمها بتطبيق هذه القواعد (مركز إيداع الأوراق المالية، 2018)؛ أن تكون هذه المؤسسات تفصح عن كافة المعلومات المالية والبيانات حسب تعليمات الإفصاح الخاصة ببورصة عمان (<http://www.ase.com>، 2018). وقد ضمت عينة الدراسة 10 شركات مساهمة انطبقت عليها الشروط السابقة الذكر؛ منها 6 شركات من قطاع الصناعة من أصل إجمالي 66 شركة وذلك لتوفر البيانات المالية و المعلومات الخاصة بالمتغيرات الدراسة على غرار النقص في البيانات المالية عن باقي الشركات الأخرى، و 4 شركات من قطاع الخدمات من أصل إجمالي 150 شركة كذلك لتوفر البيانات و التقارير المالية السنوية خلال سنوات الدراسة.

#### 2.4. متغيرات الدراسة:

تنطلق الدراسة من قاعدة بيانات مستخرجة بشكل أساسي من بورصة عمان للأوراق المالية فضلا عن التقارير السنوية للمؤسسات المشكلة للعينة المدروسة للفترة 2004-2018 حيث تم اختيار متغيرين للوقوف على دور بعض آليات الحوكمة في مواجهة مشكلة عدم تناظر المعلومات.

#### 1.2.4. المتغير التابع:

متغير الإعلان المستمر عن الأرباح (EARNINGS PERSISTENCE (EARP)

و الذي تم تقديره بالعلاقة المقترحة من طرف (Francis et al 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؛ وذلك من خلال الموقع التالي: <http://www.mubasher.info/countries/om/earnings>

2.2.4. المتغير المستقل: متغير سياسة توزيع الأرباح (DPS) Devidend policy  
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 الافصاح عن توزيع الأرباح تعطي الانطباع عن حسن نية مجلس الإدارة، بما يعزز الثقة المتبادلة بين المساهمين ومجلس الإدارة، إذ أن الأرباح الموزعة تسمح بقياس العائد الموزع للسهم مما ينعكس على شفافية ووضعية المعلومات المالية السائدة في السوق وقد تحصنا على بيانات هذا المتغير من خلال موقع هيئة الأوراق المالية مركز إيداع الأوراق المالية (http://sdc.com, 2018). وسيتم معالجة متغيرات الدراسة بأسلوب بيانات السلاسل المقطعية الزمنية لتواجد عشر مقاطع في بورصة عمان خلال فترة زمنية ممتدة الى 15 سنة، باستخدام منهجية التكامل المشترك لبيانات البانل التي تسمح بالحفاظ على الخصائص الأساسية للسلاسل الزمنية دون إقصاء للخصائص ذات البعد الفردي (عند الاكتفاء بدراسة البيانات المقطعية) حيث تتمثل الخطوة الأولى في الدراسة، محاولة الوقوف على النموذج الملائم لطبيعة بيانات البانل المشكل للعينة (هل البيانات تشكل نموذج آثار ثابتة ام نموذج آثار عشوائية؟) ومن ثم دراسة سببية غرانجر لمعرفة اثر التابع على المستقل.

3.4. عرض وتحليل نتائج الدراسة

1.3.4. نتائج تقديرات نماذج بانل:

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

نماذج التقدير			المعامل	المتغيرات
PRM	FEM	REM		
0.411863	0.394551	0.411863	$\beta_0$	C
0.0000	0.0000	0.0000	الإحتمال (Prob)	

0.001705	0.001986	0.001705	$\beta_1$	DPS
0.0528	0.0425	0.0605	(Prob) الإحتمال	
0.031421	0.046870	0.031421	R-squared	
3.827905	0.536001	3.827905	f-statistic	
0.052768	0.861271	0.052768	Prob(f-statistic)	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات 9views

يبين الجدول رقم (1-2) أن القيم الاحتمالية للمعلمات الجزئية منها ما هو مقبول إحصائيا ( أي قيم الاحتمال أقل من (0.05) ، ومنها ما هو مرفوض إحصائيا) أي قيم الاحتمال أكبر من (0.05) ، أما بالنسبة للقيم الاحتمالية الكلية للنماذج Prob(f-statistic) أكبر من 0.05، أي النماذج الثلاثة ليس لها معنوية إحصائية .

#### 2.3.4. نتائج المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية والثابتة:

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

**H<sub>0</sub>**: نموذج الانحدار التجميعي يناسب دراسة اثر الإعلان المستمر عن الأرباح على سياسة توزيع الأرباح؛

**H<sub>1</sub>**: أحد نموذجي التأثيرات يناسب دراسة اثر الإعلان المستمر عن الأرباح على سياسة توزيع الأرباح.

تظهر النتائج في الجدول التالي :

#### جدول رقم (2): نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM

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

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات 9views

#### 4.4. التحليل واتخاذ القرار:

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

ويطرح السؤال التالي: هل هذه الآثار ثابتة أم عشوائية؟

**1.4.4. نتائج اختبار Hausman للاختبار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية**  
يستخدم اختبار Hausman للاختبار بين نماذج الملائم بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية،

$H_0$ : نموذج التأثيرات العشوائية هو نموذج الملائم للدراسة.

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

وتظهر نتائجه في الجدول التالي:

جدول رقم (3): يوضح نتائج اختبار Hausman

Hausman test	
Chi-statistic	Prob
0.623091	0.4299

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات 9views

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

جدول رقم (4): سببية GRANGER للعلاقات الاتجاهية للبانل

المتغيرات المستقلة		المتغير التابع
0.38991 (0.5337)	-	
-	4.54620 (0.0353)	

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات 9eviews.

$H_0$ : توجد علاقة سببية بين متغيرات الدراسة

$H_1$ : لا توجد علاقة سببية بين متغيرات الدراسة

#### 2.4.4. التحليل الاحصائي واتخاذ القرار:

من خلال الجدول رقم 4 تظهر نتائج دراسة السببية على مستوى المتغيرات المدروسة علاقة وحيدة في اتجاه وحيد من DPS باتجاه EARP فمن خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة الاحتمال تساوي 0.5337 أكبر من  $\alpha=0.05$  وعليه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  أي لا توجد علاقة سببية بين المتغيرين في الدراسة.

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

#### 5. الخاتمة:

وفي الأخير وبعد دراستنا للإطار النظري لكل من حوكمة الشركات ومشكلة عدم تماثل المعلومات وما يمكن أن ينتج عن هذه الأخيرة من مخاطر وصولاً إلى ظهور أزمات مالية ومخاطر أخلاقية فإنه لا بد من البحث عن السبل الكفيلة للحد من تداعياتها ونظراً لما تحمله الحوكمة في طياتها من مبادئ ومحددات تكاد تبدو وكأنها قد خصت بالضبط مشكلة عدم تماثل المعلومات من خلال محاولة تقليص الفجوة بين المساهم والإدارة عن طريق ترسيخ الالتزام بكل من الشفافية والاستقلالية والمساءلة والمسئولية والعدالة والوعي الاجتماعي وكل ما يضمن تطبيق الممارسات الجيدة للإدارة؛ وبالتالي فإنه يمكننا القول أننا في مرحلة قد تجاوزنا فيها التساؤل حول ما إذا كانت

الحوكمة كفيلة بحل العديد من المشاكل في الشركات لأن الموضوع قد حسم نظريا إلا أنه يبقى عدم التطبيق الجيد للحوكمة والتقصير في إتباع أهم قواعدها ومبادئها هو ما يحول بينها وبين أدائها لدورها في القضاء أو التخفيف من بعض أسباب هذه الأزمات.

#### نتائج اختبار الفرضيات:

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

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

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

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

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

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

#### 6. قائمة المراجع

- إلياس, ب. ا. (2013). آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات المالية، يومي 25-26 نوفمبر 2013. Dans, ك. ا. ورقلة, (Éd.)، المؤتمر العلمي حول آليات حوكمة المؤسسات و متطلبات تحقيق التنمية المستدامة. (p. 640) ورقلة: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة ورقلة.
- الحناوي, م. ص. (1998). تحليل الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، بدون طبعة. (إسكندرية: الدار الجامعية).
- درويش, ع. ب. (2007). حوكمة الشركات و دور مجلس الإدارة، بدون طبعة. (بيروت، لبنان: اتحاد المصارف العربية).
- الربيعي, ح. م. (2013). حوكمة البنوك وأثرها على الأداء و المخاطرة. عمان، الأردن: دار البازوري العلمية للنشر و التوزيع.
- سليمان, م. م. (2009). دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري. ط. 2. (إسكندرية: الدار الجامعية).
- العايب, ي. 2016. ديسمبر. (مخاطر عدم تماثل المعلومات بين قصور صيغ التمويل التقليدية وحلول الصناعة المالية الإسلامية. مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية).
- عيسى, س. ك. (2008). اثر جودة المراجعة الخارجية على عملية إدارة الأرباح دراسة تطبيقية، ، يوليو، 2008، ص. 04. ك. الإسكندرية، مجلة كلية التجارة، المجلد رقم 45، العدد 2.
- هلبليغ, ك. ك. (2018, 10 14). مركز المشروعات الدولية الخاصة.
- . Consulté le 10 14, 2018, sur [www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp](http://www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp)
- Toolkit, R. ( 2008). Corporate Governance for Emerging Market. n.C: Center for International Private Enterprise.
- Wa Madzila, E. E. (2005). La gouvernance d'entreprise. Paris: L'Harmattant?option=com\_public&Itemid=28&search\_financial\_ratios.

- تعليمات الإفصاح ( 2018, 01 é"). Récupéré sur <http://www.ase.com>. (2018, 01 23). Consulté le 01 23, 2018, sur [://www.ase.com.jo/ar/node/818](http://www.ase.com.jo/ar/node/818)
- مركز إيداع الأوراق المالية <http://sdc.com>. (2018, 01 26). Récupéré sur مركز إيداع الأوراق المالية <http://sdc.com.jo/arabic/index.php> Charreaux, G. ( mai 1996). Vers une théorie du gouvernement des entreprise . Colloque 16èm, (p. 06).

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

- دليل قواعد (2018, 01 21). Consulté le 01 21, 2018, sur [https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com\\_contenttask=view&id=876&Itemid=49](https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_contenttask=view&id=876&Itemid=49) مركز إيداع الأوراق المالية - حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان