

تأثير حوكمة الشركات على تزامن حركة أسعار الأسهم

- دراسته تطبيقية -

استاذ الادارة الماليه المساعد د. علي جيران عبد علي

الملخص

تناولت هذه الدراسة قياس التحركات المشتركة المتزامنة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من (٢٠١٠ - ٢٠١٣) وتحليل استجابة التزامن في حركة الأسهم او تأثيره بالاليات المستخدمة على صعيد حوكمة الشركات كمتغيرات مستقلة، لقد افترضت الدراسة ان لآليات حوكمة الشركات تأثير ذو دلالية إحصائية على تزامن حركة الأسهم وباستخدام عينة من (٤٣) شركة وبمعدل (٢٠٠) مشاهدة لكل شركة وجد البحث ان متوسط نسبة التزامن في حركة الأسهم بلغت (٥٣%) تقريبا خلال سنوات البحث الا انه لم يجد تأثيراً مهماً لآليات حوكمة الشركات على هذا التزامن باستثناء تركيز الملكية الذي استطاع تفسير ما قيمته (١٧%) من التباين الحاصل في حركة الأسهم وهي نسبة مقبولة على مستوى المتغير الواحد.

-Abstract-

This study addressed the measurement of synchronized co-movement in the Iraqi stock exchange for the period of (2010-2013) and analysis of synchronization in response to (or influenced) by the mechanics of corporate governance .Hypotheses of the study indicated the presence of a statistically significant effect of the governance mechanisms to synchronize the movement of stocks. Using a sample of (43) listed companies at arate of (200) observations per company the study found that the average ratio of synchronization was (57%) during the years of research, but it did not find a significant impact of governance mechanisms to synchronize of stocks with the exception of concentration of ownership that could interpret (17%) of the variation in stock,s movement , which is acceptable at the level of one variable .

المقدمة:

يرتبط موضوع حركة أسعار الأسهم بفرضية السوق الكفوء التي تستند على محتوى المعلومات سواء تلك المتعلقة بمستوى الشركة او مستوى السوق (Market – wide information) لذا فأن المدى التي تتحرك فيه الأسهم

بشكل متزامن وفي نفس الاتجاه يعتمد على المقدار النسبي للمعلومات الخاصة بالشركة بالمقارنة مع المعلومات الخاصة بالسوق ، فاذا كان سعر السهم يعكس معلومات اكبر على مستوى الشركة سينأى بنفسه عن سلوك القطيع وينخفض التزامن تبعا لذلك بسبب التباين في المعلومات بين الشركات اما اذا كانت المعلومات العامة (معلومات السوق) هي المهيمنة على حركة الأسعار بسبب انخفاض المعلومات الخاصة بالشركات لنقص في الإنفتاح والشفافية أو الأسباب أخرى فأن سعر السهم سيستجيب بشكل اكبر للمعلومات على مستوى السوق التي تترك تأثيرا شاملا على كل الشركات ويؤدي ذلك بالضرورة الى حركة أسعار الأسهم بشكل متزامن وفي نفس الاتجاه، ولان نقص الافصاح والشفافية والمعلومات على مستوى الشركة هي نتائج من شأنها ان تقود لمثل هذا التزامن يحاول هذا البحث دراسة وتحليل المقدمات التي تفضي الى هذه النتائج ولعل واحدة من اهم تلك المقدمات هو التزام الشركات بمبدأ الافصاح والشفافية ودور حوكمة الشركات في الضغط على الشركات وارغامها على الالتزام بتقديم المعلومات التي تتيح للمستثمرين حرية اختيار الأسهم، بناء على هذه الأفكار اشتملت هذه الدراسة على (٤) اقسام اختص القسم الأول منها بتقديم اطار نظري بمتغيراتها فيما خصص القسم الثاني للتعريف بالمنهجية والدراسات السابقة وتناول المبحث الثالث الجانب التطبيقي منها بينما أنصرف القسم الرابع والأخير الى اهم استنتاجات وفرضيات الدراسة.

١ - مفهوم التزامن (synchronism)

ان التقلبات المترامنة والتي سميت في ما بعد بالتزامنية (synchronism) هي ظاهرة حديثة نسبيا في ادبيات الفكر المالي على الصعيدين النظري والتطبيقي ، ويعني مفهوم التزامن في حركة أسعار الأسهم او الحركة المشتركة (co-movement) ميل أسعار سوق الأسهم للحركة بنفس الاتجاه (صعودا او نزولا) في فترة زمنية معينة (knandaker,2013;66) وهو ما قد ينعكس سلبا على منافع التنوع الكفو الذي يركز على دراسة العلاقات البيئية بين الأوراق المالية للحصول على تحركات متعاكسة او ارتباطات ضعيفة او سالبة بهدف تخفيض المخاطرة باعتبار ان الخسائر المحتملة الناتجة عن هبوط (go down) في بعض الأسعار يمكن ان تعوض (off-set) من الأرباح المحتملة من الصعود (go up) في أسعار أوراق مالية أخرى في (Frans,1991;21) ولا تعدو الحركة التزامنة للسهم عن كونها اختراقا لمفهوم كفاءة الأسواق التي تفترض ان أسعار الأسهم هي بالضرورة انعكاس للمعلومات التي ترد الى السوق حيث يعتقد البعض ان أسعار الأسهم قد لا تجسد بالضرورة محتوى المعلومات بل تتحرك لتحدث تغيرات سعرية عارضة (transitory) ترجع الى تصرفات فريق الضوضاء وتحدث خلا مؤقتا بين العرض والطلب مما يؤدي الى ان تتأرجح الأسعار في حدود المدى بين سعر شراء وسعر بيع الورق المالية (bid-ask) دون التأثير بالهامش (spread) ، أي ان التغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء لا تقوم على أساس من المعلومات ولأنها كذلك يعتقد (Brnstein,1987;60) انها ينبغي ان تكون في اضيح الحدود او لا تكون على الاطلاق ، وهو ما ينسجم مع مفهوم كفاءة السوق التي تشير الى ان سعر السهم يجب ان يعكس المعلومات

المتاحة على مستوى الشركة والسوق، وان التزامن بهذا المعنى بمثابة مقياس يعبر عن المدى الذي يعكس فيه سعر السهم المعلومات الخاصة والعامّة ومن ثم ان التزامن الأقل يعني انعكاس اكبر للمعلومات الخاصة في سعر السهم (Jing 2007;16).

٢-فرضيات حركة أسعار الأسهم

١-٢ محتوى المعلومات

طبقا لافتراضات السوق الكفوءة التي قدمها (smuelsson,1995) ومن ثم (Fama,1970) يجب ان تعكس أسعار الأسهم في تحركاتها المعلومات على مستوى السوق وعلى مستوى الشركة (Fama,1970;383)، بالشكل الذي يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ويتجسد انعكاس المعلومات على حركة أسعار الأسهم في اطار فرضية السوق الكفوءة بـ(٣) أشكال هي :-

- أ- : الشكل شبه الضعيف ويعني ان المعلومات المستمرة حول تحركات السعر في الماضي ستعكس بشكل تام في أسعار السوق الحالية مع وجود إمكانية لتحقيق الأرباح باستخدام مجموعة معلومات حول ديمومة استمرار الأسعار والعوائد في الماضي، ويعد التحليل الفني واحدا من تطبيقات هذا الشكل من كفاءة السوق حيث تستند فلسفته على إمكانية التنبؤ باتجاهات السوق المستقبلية في ضوء تحركاته التاريخية (Cohen,etal,2006;296)
- ب- صيغة الكفاءة المتوسطة وفيها لا تعكس أسعار الأسهم المتغيرات التاريخية وحسب بل كل المعلومات المتاحة والتنبؤات والتحليلات المبنية عليها مثل الاحداث الدولية والظروف الاقتصادية للدول وبما فيها المعلومات عن المؤسسات نفسها وبناءً على ذلك لن يستطع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات ان يحقق أرباح زائدة الا إذا امتلك معلومات جيدة وغير متاحة لهؤلاء.
- ت- الشكل القوي وفيه تتضمن قاعدة المعلومات كل المعلومات العامة والخاصة التي تنعكس على أسعار الأسهم وعليه فإن التداول والدخول الى مثل هذا السوق غير مربح حتى لو استعان المستثمر بخبرة افضل مستشاري الاستثمار، وبالرغم من أهمية السوق الكفوء في تفسير حركة أسعار الأسهم الا ان العديد من الباحثين قد وجد فيها تجسيدا لنصف الحقيقة فليس من الحكمة بمكان اختزال تلك الحركة بتأثر المعلومات كظاهرة نظامية وتجاهل العوامل العشوائية لان جميع الأنظمة التي تنمو انما تفعل ذلك على خط توازن يجمع بين العشوائية والنظامية وبسبب الصفة الأولى (العشوائية) فان هذه الأنظمة تكون حساسة لأي تغيير في ظروف التوازن، فالتزامن في حركة أسعار الأسهم قد يعود الى إشاعة تيبث الامل او اليأس في نفوس المتعاملين أي ان هذه الحركة وفي المحصلة العامة – تعبر عن وجهات نظر او شعور المستثمرين (investors sentiment) وتخضع لعوامل عشوائية وأخرى نظامية وهي من اهم الافتراضات التي قامت عليها نظرية الداو – جونز والتي تشير الى تأثير العرض والطلب على الأسهم بعوامل عشوائية وأخرى نظامية (Franc,2010;522).

٢-٢ نظرية السير العشوائي

تعني النظرية أن أسعار الأسهم في الأسواق المالية لا تتبع نمطا لتسلكه باستمرار بما يتيح إمكانية التنبؤ بها بل تتخبط تخبطا عشوائيا ويعتبر الباحث الفرنسي (Louis bachelier) اول من أشار الى هذه الحركة في رسالته للحصول على شهادة الدكتوراه في سنة ١٩٠٠ واضح ان لحركة أسعار الأسهم تغير لا متناهي على كل المجالات وبشكل غير محدود ويعتمد نموذج (Bachelier) على (٣) فرضيات إحصائية تتعلق بالتغيرات المتوالية لأسعار الموجودات المالية $y(t)$ وهي: (Bachelier,1991;1575-1576)

١- فرضية الاستقرار في تزايدات السياق العشوائي المتحكم في التطور الزمني لعوائد الأسهم.

٢- فرضية استقلال التزايدات (الارتفاعات) المتتالية اي خروجها عن ظاهرة النسق المنتظم باتجاه العشوائية .

٣- فرضية وجود العزم ويسمى في بعض ادبيات الإدارة المالية بالزخم (momentum) ويمكن حسابه من خلال الفروق بين الاسعار لكل فترة طبقاً للمعادلة الاتية (Farcs,1983;453) :

الزخم = اخر سعر اقبال – سعر الاقبال السابق لعدد من الايام او من خلال معدل التغيير (Rare of change) والذي يحسب بالمعادلة الاتية :

The rate of chgug $e=100$ (last price/price for the number of days earlier)()
(murphy,1991;165)

والزخم ومعدل التغيير مذبذبان شديداً التشابه يخضعان لتفسير واحد ويقاس كل منهما تسارع او تباطؤ حركة الاسعار او سرعة اتجاهها بالشكل الذي يعطي انذار مبكر للتغير الاتجاه .يستند منظروا الحركة العشوائية للأسهم على الاعتقاد بأن اسعار الاسهم قد استوعبت جميع المعلومات المتاحة والصريحة وادت في نهاية المطاف الى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية للسهم (market value) وقيمتها الحقيقية (intrinsic value) مما يجعل القية السوقية للسهم هي قيمة عادلة (fair value) يمكنها ان تعوض المستثمرين عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الاسهم وبالتالي لا يقدم السوق المالي صفقات وارباح يمكن ان تعتمد على النظر الى المعلومات القديمة او اخرى يمكن الحصول عليها بسهولة ، الا ان الاسعار تتغير فعلاً اذا ما وردت معلومات جيدة او انباء سيئة جديدتين وبفرص حدوث ٥٠:٥٠ حينئذ تتخذ اسعار الاسهم سلوكاً عشوائياً او انها فقد ترتفع او تنخفض بالشكل الذي يبذل جهود المستثمرين الهادفة الى توقع الاسعار بالاعتماد على مصادر المعلومات (Louis,2003;13) وقد تطابقت نتائج (باشليير) مع نتائج دراسة (Bearson) عن الحركة العشوائية في الاحصاء التي نشرت عام ١٩٠٥ والتي شبه فيها (بيرسون) الحركة العشوائية بالشخص المغمور اذا تركته في مكان ما ثم

رغبت بالعثور عليه فعليك ان تذهب الى المكان الذي تركته فيه لأنه يدور حول نفسه في حركة عشوائية (Hhassan,2009:16)

٣- مقاييس التزامن SYNCHRONICITY MEASURES

١,٣ ان النموذج البسيط والمباشر لقياس نسبة التزامن في حركة اسعار الاسهم او مجموعة الاسهم التي تتحرك في نفس الاتجاه هو ما يسمى بنموذج (F) التي تمثلة المعادلة (١) (Morck et al , 2000:221) (١)

$$fi = \frac{i}{t} \sum \frac{\max[n_t^{up}, n_t^{down}]}{n_t^{up} + n_t^{down}}$$

اذن :-

جزء الاسهم (Fraction) او المجموعة التي تحركت بنفس الاتجاه = fi

اقصى عدد من الاسهم التي تحركت صعوداً خلال الفترة = Max nt up

اقصى عدد الاسهم التي تحركت نزولاً خلال الفترة = Max nt down

الفترة (عدد الاسابيع او الاشهر المنتخبة) = T

غير ان هذه النموذج قد لا يكون فعالاً في الاسواق الصغيرة التي يكون للسهم الواحد فيها تأثير اكبر على مؤشر السوق والعلاقة (٢) اعلاه فأرتفاع اسعار (٢٠) سهم في سوق متكونة من (٢٠٠٠) سهم لا يعكس اكثر من ١% من حركة السوق بينما يرتفع الناتج % ١٠ في سوق متكون من (٢٠٠٠) سهم .

٢,٣ مربع (R-square) المقترح من قبل (Morck et al 2000) هو المقياس الاكثر شيوعاً لقياس التزامن في حركة اسعار الاسهم حيث استخدمه عدد غير قليل من الباحثين ومنهم (Khandaker,2013;68) (Xing et al 2011;255) (Chan et al ,2008;6) (Khandaker,2008;4) (boubaker et al,2010;11) (Wang szou,2013;43) (Chan,2007;8) (Eun et al,2013;18) (Khattak et al ,) (2010;10)

والصيغة العامة للنموذج هي كالآتي :

(٢)

$$R^2_{it} = \left\{ \frac{COV(r_{imj})}{\sigma_i \sigma_j} \right\}^2$$

اذ أن :

التباين المشترك بين عائد السهم (i) وعائد السوق (mj) COV=(rimj)

ان ناتج المعادلة هو نسبة مئوية يجب ان تقع بين (٥٠%-١٠٠%) وارتفاع الناتج (نسبة R^2) يدل على وجود درجة عالية من تزامن حركة الاسعار والعكس بالعكس ، وينظر الى هذا المؤشر من زاوية اخرى على انه مقياس لمدى انعكاس المعلومات الخاصة بالشركات في عوائد الاسهم حيث اوضح (Morck et al, 2000) انه كلما ازداد مدى التزامن في اسعار الاسهم (اي كلما ارتفعت قيمة R^2) دل على ان العوائد تعكس معلومات اكثر على مستوى السوق بينما يدل الانخفاض في قيمة المؤشر الى انعكاس اكبر المعلومات الخاصة بالشركات في تلك الاسعار ، غير ان (Xing & Anderson, 2011) لا يتفقان مع وجهة النظر هذه لأنهم يفترضان ان وجود معلومات عامة (معلومات سوق) اكبر يعبر غالباً عن انخفاض المعلومات الخاصة بالشركات بسبب تحويل تلك المعلومات الى معلومات عامة كنتيجة منطقية لمبدأ الافصاح والشفافية التي تستخدمها الشركات اما مضطرة للتناغم مع شروط الادراج في الاسواق المالية الذي يلزم الشركات بنشر بياناتها او عن طيب خاطر (More Readily) عندما تريد الحصول على تمويل بكلف اقل (xing & Anderson, 2011; 260) وكذلك (stulz, 1999; 23)، وتشير الدراسات الى ان هنالك علاقة طردية بين التزامن في اسعار الاسهم ونقص الشفافية كذلك لان انخفاض الافصاح المحاسبي (Accounting disclosure) والشفافية يزيد من صعوبة تمييز المستثمرين بين شركات الاداء الافضل والاضعف مما يضطرهم تحت ضغط معايير الافصاح الاضعف (Poorer Disclosure Standards) الى ان يقوموا بتداول معظم الاسهم في السوق ويدفع باتجاه التزامن في الحركة والاسعار (Huddart et al, 2001; 55)

٣-٣ المقياس الاخر للالتزامن هو تحليل الانحدار لمستوى السهم المنفرد ويسمى ايضا نموذج السوق ويعبر فيه عن عائد السهم (حركته نحو الاعلى) كجزء من عائد السوق وحسب المعادلة الاتية (Khandaker, 2012; 3) (Chan) (Wang et al , 2013; 6) (etal , 2008; 7).

$$R_{it} = \alpha + \beta r_{mit} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

أذ أن :-

$$\begin{aligned} R_{it} &= \text{المتغير المعتمد وهو يمثل عائد سهم الشركة } i \text{ في الفترة } t \\ r_{mit} &= \text{متغير مستقل وهو يمثل عائد السوق } i \text{ في الفترة } t \\ \alpha, \beta &= \text{معلمات التقدير.} \end{aligned}$$

الخطأ العشوائي او العائد المتبقي الذي لا يمكن تفسيره من خلال معلومات السوق $\sum IT$ ان هذا النموذج هو بالواقع مشابه لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (Capital Assets Pricing Model, CAPM) عدا انه يضرب مؤشر التحرك الشرطي (البيتا) بعائد السوق بينما يضرب هذا المؤشر في نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية بعلاوة المخاطرة الناتجة من طرح العائد الخالي من المخاطرة من عائد السوق ، كما ان هذا النموذج

يفترض ان بعض العوائد (البواقى) هي بفعل عوامل عشوائية لا يمكن تفسيرها من خلال المعلومات التي ترد الى السوق وبالتالي فقد اضاف لنفسه مرونة افتقد لها نموذج (CAMP) الذي ربط كل تحركات اسعار الاسهم بتحركات السوق وسار بافتراضاته بطريق ضيق وشاق.

ثانيا: حوكمة الشركات

١. المفهوم (Corporate Qoverance)

تشير الحوكمة الى الهياكل والعمليات اللازمة لتوجيه الشركات ومراقبتها وتهتم بالعلاقة بين الادارة ومجلس الادارة وحملة الاسهم وتتبلور فلسفة الحوكمة التي يرى فيها البعض امتدادا لنظرية الوكالة بمحاولتها ردم الفجوة بين مصالح الادارة والمساهمين وجعل الاولى (الادارة) تعمل لتعظيم ثروة المساهمين وهو امر قد يبدو ممكنا من الناحية النظرية الا انه ليس كذلك على صعيد التطبيق (Shleifer vishny , 1977;18) لان منافع المدراء يضيف (Ledekarl,2004;19) ستختلف عن منافع المساهمين وهو ما يضطر هؤلاء لاستخدام الرقابة ومعاقبة المدراء (penalize) او الحوافز لاستمالتهم وبهدف للحيلولة دون وقوع الاعمال والاجراءات التي قد تؤدي الى الأضرار بحقوق حملة الاسهم من قبل ادارات الشركات من خلال البحث عن افضل الممارسات لتحسين الافصاح والشفافية (Nestor,2003;6) غير ان رقابة الادارة من قبل المساهمين ليست عملية مجانية لان الرقابة بحد ذاتها عملية مكلفة وهو ما يحد من مقدار استخدامها الا في حالات الضرورة القصوى، ثم اذا كان على حملة الاسهم الخارجيين (Outsiders) ان يراقبوا ويكتشفوا كل شيء يقوم به المدراء ويراقبون بأنفسهم فسوف لن تكون هناك حاجة الى المدراء لان الاصل بنظرية الوكالة هو حالة الضرورة التي تتطلب تفويض المدراء سلطة اتخاذ القرارات.

خلاصة القول حوكمة الشركات هي القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين ادارة الشركة من ناحية وحملة الاسهم والاطراف المرتبطة بها من ناحية اخرى ينعكس ايجابيا على اداء الشركات وبالتالي على الاقتصاد بأمته، وفي اطار العلاقة مع التزامن في حركة الاسهم تشمل الحوكمة المؤسسية الجيدة مجموعة من الاليات التي تضمن حصول مجهزي الاموال (المستثمرين) على عائد مقبول على استثمارات وافصاح معلوماتي افضل وبالتالي ستعرض تحركات الاسهم تزامن اقل (Du et al , 2007 ;5)

٢. مبادئ الحوكمة

تتمثل مبادئ الحوكمة التي اصدرتها منظمة (OECD) بما يلي (Medtronic,2012;1)

- ١- ضمان وجود اساس لاطار فعال للحوكمة المؤسسية ويشمل وضع الأنظمة والقوانين التي تبين مسؤوليات وواجبات الاطراف المعنية بالمنظمة.
- ٢- حماية حقوق المساهمين والمالكين ، ويشمل حق نقل الملكية ومراجعة القوائم المالية وحق الحصول على عائد الأسهم وحق التصويت والمشاركة في اجتماعات الهيئة العامة.

٣- المعاملة المتساوية للمساهمين، وتعني المساواة بين حملة الاسهم كافة الحقوق مثل حق الحصول على المعلومات وحق التصويت .

٤- دور اصحاب المصالح الاخرى وتعني ضمان حقوق اصحاب المصالح الاخرى من اي انتهاكات وحقهم في الحصول على المعلومات ذات الصلة .

٥- الافصاح والشفافية وتعني الافصاح عن المعلومات الجوهرية بثقة ومصداقية عالية وتشمل المعلومات المالية والاستراتيجية ومعلومات عن الاداء والملكية والاندماج وشراء شركات اخرى.

٦- مسؤوليات مجلس الادارة، تعني تحديد مسؤوليات وواجبات مجلس الادارة في الاشراف على الادارة التنفيذية وتشكيل اللجان وكيفية اختيار أعضائه.

٤- آليات الحوكمة

تستخدم البحوث التطبيقية العديد من الآليات لقياس الحوكمة وتوحيد منافع المدراء مع منافع حملة الاسهم .

١- هيكل الملكية (Ownership Structure)

يمنح تركيز الملكية المساهمين الكبار حافزية اكبر على رقابة فعاليات الشركة ولقد وثق عدد كبير من البحوث تأثير هيكل الملكية على البيئة المعلوماتية للشركة واتخاذ القرارات فلقد وجد (Ball et al , 2003;236) باستخدام المعايير المحاسبية ان تركيز الملكية يساعد على تخفيض صراع المصالح بين المساهمين الكبار او المسيطرين (Controlling Stockholders) وصغار المستثمرين (minority) لكن (du et al , 2007;3) يرى ان تركيز الملكية يمنح كبار المساهمين سلطة تقديرية واسعة لتعظيم منافعهم الشخصية باستخدام موارد الشركة في شركات منافسة في ظل الامتلاك المزدوج او الهجين لأسهم الشركات الاخرى لكن (Dunsetz,1983) و (Shlei fer and vishrny , 1986) اثبتوا ان وجود المساهمين الكبار يؤدي الى رقابة افضل على مدراء الشركات وبالتالي يمكن باستخدامهم هذه الرقابة كبح جماح هؤلاء المدراء من استغلال موارد الشركة لمنافعهم الخاصة كما ان (Gomez,2000,631) اثبت من خلال نموذج مطور ان التركيز العالي للملكية يساعد على بناء سمعة لأطراف الشركة الداخليين (Insiders) لان المساهمين الكبار ربما يعارضون الانغماس في أنشطة الفساد للمحافظة على سمعتهم ويعرضون استعدادا اكبر للإفصاح على المعلومات النوعية الموثوقة لمصلحة صغار المساهمين وهو ما يتفق مع نظرية (Fama,1980) و (Diam and , 1989) التي تشير الى ان السمعة تلعب دورا انضباطيا في الاسواق المالية وتساعد على تخفيض صراع الوكالة.

٢- الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الادارة والمدير العام

يعتبر مجلس الإدارة - نظريا على الأقل - الية الرقابة المباشرة على الإدارة ولأعضائه حق الاستفهام عن اعمالها وله مجتمعا حق طرد الإدارة (Stulz,1999;19-52) ويمثل أعضاء مجلس الإدارة المساهمين فضلا عن أصحاب المصالح، وهو الذي يقوم باختيار المدراء التنفيذيين وتحديد اجورهم ومراقبتهم وعليه فأن الفصل بين المهمتين يتيح

استقلالية وقدرة اكبر على مسائلة الإدارة كما ان اللجوء الى تعيين مدراء من خارج مجلس الإدارة يدفع بالمدراء الى تحسين أدائهم والارتقاء بهم الى اهداف حملة الأسهم لضمان بقائهم وحصولهم على مكافئات اكبر بخلاف توحيد المنصبين بشخص واحد لان ذلك سيجعل الشركة تحت إدارة شخص واحد بالجانبين التنفيذي والرقابي مما ينتج عن ذلك تحكم واحتكار للمعلومات المتاحة عن أنشطة الشركة وتقديمها (Babatun de and (olaniram,2009;335).

٣- الملكية الإدارية

ارتبطت حوكمة الشركات بنظرية الوكالة حيث انفصال الملكية عن الإدارة الا ان هدف هذا الاجراء قد اسيء فهمه من قبل الإدارات التي انتهزت الفرصة وركزت في الكثير من الأحيان على الأنشطة التي تحقق أرباح سريعة متجاهلة تأثيرها السلبي على قيمة الشركة على المدى الطويل مخلفة ورائها ما يسمى بتكلفة الوكالة التي يتكبدها المالكون من جراء الحرية المفرطة في اطلاق يد الإدارة بوصفها وكيلة عنهم (Chen and (kensinger,1998;46) وللحد من تأثيرات السلوك الانتهازي (Opportunistic Behavior) للمدراء وربط مصالحهم بمصالح حملة الأسهم سمحت العديد من الشركات الى المدراء بتملك جزء من اسهم الشركة في محالة لتجسيد الفجوة بين مصالح المالكين والمدراء فظهر مفهوم المدير المالك (Owner mangers) بدلا من المدير المستخدم (Employed maroger) (Muwel and spitz,2002;4) وقد ساهم هذا الاجراء في توحيد اهداف المالكين والمدراء وانعكس إيجابيا على قيمة الشركة حيث وجد (morck et al, 1988;293-315) في بحث شمل (٥٠٠) شركة المانية وجود علاقة موجبة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة (مقاسه بمؤشر توين) التي تزداد بنسبة ٥٠% في حالة زيادة الملكية الإدارية بنسبة ٢٥% اما (chirles et al, 1999) فقد وجد ان الشركات التي تتميز بأدنى مستويات الملكية الإدارية تتسم بأعلى مستويات المخاطرة الخاصة (Charles et al. ، 365١٩٩٩);

٤- هيكل مجلس الإدارة (Board Structure)

يمثل مجلس الإدارة الجسر الرابط بين المالكين والمدراء ويؤدي دور المسؤول في اختيار فريق الإدارة ومراقبة سلوك المدراء واتخاذ القرارات المهمة وتوجيه الشركة لتطبيق القوانين (veliuatn,1999;126) تأسيسا على هذه المسؤوليات اشارت الادبيات ان من الحكمة الاهتمام بتركيبة مجلس الإدارة بالرغم من عدم اتفاقها على العدد المعياري لأعضائه فقد وجد (Jnsen,1993) ان للأعضاء في المجالس الكبيرة اراء وقناعات مختلفة وصعبة التحقيق وان زيادة أعضاء المجلس يعقد الموقف ويفسده، لكن (Bacon,1993) حمل رأيا معاكسا لان المجلس الكبير - على حد قوله - ينطوي على خلفيات ووجهات نظر مختلفة يساعد على انضاج القرارات فضلاً عن وجود مدى واسع من المصالح يقود الى قرارات محايدة (Wv,etal 2004-3-4) من جانبهم (sundgen and wells,1998) و(Eisenberg) و(yernckl , 1996) و(Singh and Davidson , 2003) اكشفوا تجريبيا بأن حجم المجلس مرتبط سلبيا بأداء الشركة (الحجم الكبير يؤدي الى أداء اضعف) وبناء على ذلك ذهب معظم الدراسات الا ان حجم مجلس مكون من ٧-٩ اشخاص ربما يكون ملائم للعمل بكفاءة وفاعلية، العامل الأكثر فاعلية

في تركيبة مجلس الإدارة هو الاستقلالية حيث يعتقد الكثير من الباحثين ان وجود أعضاء مستقلين (من غير المديرين التنفيذيين) في تركيبة مجلس الإدارة يعزز من فاعليته الرقابية وهذا ما أكده (Bacle,1996) الذي فحص العلاقة بين تركيبة المجلس والفضائح المالية (Financida Scandals) واكتشف ان نسبة المدراء المستقلين في الشركات التي لاتعاني من فضائح مالية هي اعلى من تلك التي تتلاعب بالتقارير المالية (; 1996 , Beasley 449) وأشار (Fauao and Genson,1983) الى ان المجالس تتكون من مدراء من الداخل والخارج وان مدراء الداخل يمكن لان يستفيدوا من ميزة (Virtue) مناصبهم بامتلاك معلومات اكثر وتوظيفها باتخاذ قرارات ضد مصالح المساهمين وهو عيب يمكن تجنبه باستخدام مدراء خارجيين ومستقلين (; 1993 , Fama and Jenson 163) .

القسم الثاني : منهجية الدراسة والدراسات السابقة

أولاً: أهمية الدراسة

تمثل الجهود التي تحاول تفسير حركة الأسهم محور اهتمام الباحثين والاكاديميين والممارسين لاسيما ان النماذج المالية الحالية والفرضيات التي تفسر هذه الحركة لازلت غير كافية على احتوائها، فموضوع الدراسة الحالية على سبيل المثال وهو يتناول الحركة المشتركة للاسهم بنفس الاتجاه او (التزامن) يعتبر – بحد ذاته – انتهاكا صريحا لنظرية المحفظة الحديثة بوصفها مدخلا لتخفيض المخاطر اللانظامية من خلال التنوع الكفوء للموجودات، لان حركة أسعار الأسهم بنفس الاتجاه ستقوض اساسات ذلك التنوع الذي يركز على دراسة العلاقات البيئية للأوراق المالية املا بالحصول على تحركات متعكسة (ارتباطات سالبة او ضعيفة) تساهم في تخفيض المخاطرة اللانظامية باعتبار ان المخاطر المحتملة الناتجة عن هبوط أسعار بعض الأوراق المالية يمكن ان تعوض (-Off set) بالأرباح المحتملة الناتجة عن ارتفاع البعض الأخرى ، وعليه فان التزامن في صعود او هبوط الأسعار سيثقل فاعلية التنوع الكفوء ويزيد المخاطر وعليه تكتسب هذه الدراسة أهميتها مما يلي:-

- ١- انها تبحث في احدى الظواهر السلوكية المهمة التي تتعلق بالحركة المشتركة باتجاه واحد (التزامن) في أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية وهو على حد اطلاع الباحث الأول من نوعه الذي يتناول هذه الظاهرة على الصعيد المحلي.
- ٢- تمثل الدراسة مساهمة جادة في اطار تحليل مخاطرة سوق العراق للأوراق ودرجة استجابة اسعار الأسهم لمحتوى المعلومات على مستوى الشركة او الاستجابة بتأثير متغيرات الاقتصاد الكلي او المخاطر النظامية.
- ٣- هي تحاول لفحص العلاقة بين اليات حوكمة الشركة وتزامن حركة الأسهم مما يجعل منها مساهمة جديدة في تقدير الاعتمادية المتبادلة بين هذين المتغيرين في سوق ناشئ.

ثانياً: اهداف الدراسة:

- 1- تقديم اطار نظري عن متغيرات الدراسة وأدوات قياسها.
- 2- اختبار التزامن في حركة أسعار الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية باستخدام نموذج (f) .
- 3- قياس شدة التزامن في حركة أسعار اسهم السوق باستخدام نموذج (R^2).
- 4- تقدير العلاقة بين التزامن كمتغير معتمد ومؤشرات الحوكمة المؤسسية كمتغيرات مستقلة.

ثالثاً: مشكلة الدراسة

تمثل الأسهم حصص المستثمرين في الدخل المتولدة من الموجودات الحقيقية التي مولت أصلاً بإصدار تلك الأوراق، لكن المشكلة التي تعاني منها البلدان هي الحركة المترامنة في أسعار الاسهم وخاصة الانخفاض المتزامن في تلك الأسعار في فترات معينة وهو ما يتسبب في كثير من الأحيان بأزمات مالية تعصف باقتصاديات البلدان وعليه يمكن تلخيص مشكلة البحث بالتساؤلات الآتية:-

- 1- هل تتزامن حركة أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية في نفس الاتجاه.
- 2- هل يوجد تأثير لتركيز الملكية بين المساهمين الكبار على تزامن حركة الأسهم.
- 3- هل يوجد تأثير للفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير العام على التزامن.
- 4- هل يوجد تأثير لزيادة الملكية الإدارية للمدراء على تزامن حركة الأسهم.
- 5- هل يوجد تأثير لزيادة نسبة الأعضاء غير التنفيذيين المستقلين في مجلس الإدارة على تزامن حركة الأسهم.
- 6- هل يوجد تأثير لحجم مجلس الإدارة على تزامن حركة الأسهم.

رابعاً: فرضيات الدراسة

أشارت معظم الأدبيات الى ان الفصل بين الملكية والإدارة قوضت نوعية الكشوفات التي تقدمها الشركات وفاقمت مشكلة عدم التماثل في المعلومات بين صغار وكبار المساهمين بينما ساهم تركيز الملكية بتخفيف صراع المصالح بين هؤلاء مثلما ساعدت زيادة الملكية الإدارية للمدراء على ربط مصالحهم بمصالح حملة الأسهم، ولان زيادة رقابة المساهمين الكبار (من خلال تركيز الملكية) والفصل بين المجلس والإدارة الاجيرة وزيادة الملكية الإدارية مؤشرات مهمة على تحسين جودة الحوكمة المؤسسية الامر الذي يفضي الى مزيد من الشفافية وينعكس بالضرورة على سعر السهم وينخفض التزامن في حركته (بفضل العلاقة العكسية بين جودة المعلومات وحوكمة الشركات من جهة والتزامن من جهة أخرى) وتأسيساً على هذه المنطلقات تمت صياغة فرضيات الدراسة بما يلي:-

H_1 : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتركيز الملكية (X_1) على تزامن حركة الأسهم (Y).

H₂: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة و المدير التنفيذي (X₂) على تزامن حركة الأسهم (Y).

H₃: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لزيادة الملكية الإدارية (X₃) على تزامن حركة الأسهم (Y).

H₄: يوجد تأثير لزيادة نسبة الأعضاء غير التنفيذيين المستقلين في مجلس الإدارة (X₄) على تزامن حركة أسعار الأسهم (Y).

H₅: يوجد تأثير لحجم مجلس الإدارة (X₅) على تزامن حركة أسعار الأسهم (Y).

خامسا: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع البحث الأصلي بجميع الشركات المدرجة في سوق العراق للوراق المالية (النظامية) البالغة (بالتوسط)* ٨٢ شركة للفترة من (٢٠١٠ - ٢٠١٣) ولكن بالنظر لعدم استمرارية بعض الشركات بالتداول اما بسبب منعها من قبل هيئة السوق لمخالفتها متطلبات الإفصاح او تعليمات الهيئة او لأسباب تتعلق بالشركات ذاتها فقد قام الباحث بإحصاء عدد الشركات الأكثر تداولاً من بين مجموع الشركات المدرجة في السوق بعد استثناء الشركات التي حققت انقطاع (٥) مشاهدات متتالية لذا بلغت عدد مشاهدات كل شركة (٥٠ أسبوع × ٤ سنوات) = ٢٠٠ مشاهدة وبلغ عدد الشركات كما مبين بالجدول (١) ادناه.

جدول (١) عينة الدراسة

القطاع	عدد الشركات المنتجة	النسبة من مجموع العينة
المصارف	١٠	٢٣
الصناعة	١٢	٣٧
الفنادق	٩	٢١
الزراعي	٤	٩
الخدمات	٤	٩
التأمين	٢	٤
الاستثمار	٢	٤
المجموع	** ٤٣	١٠٠%

*يمثل العدد متوسط عدد الشركات المسجلة تقريبا لاختلافه بين سنوات الدراسة.

**معظمها تقريبا من الشركات التي يعتمد عليها مؤشر السوق بسبب تداول أسهمها بانتظام

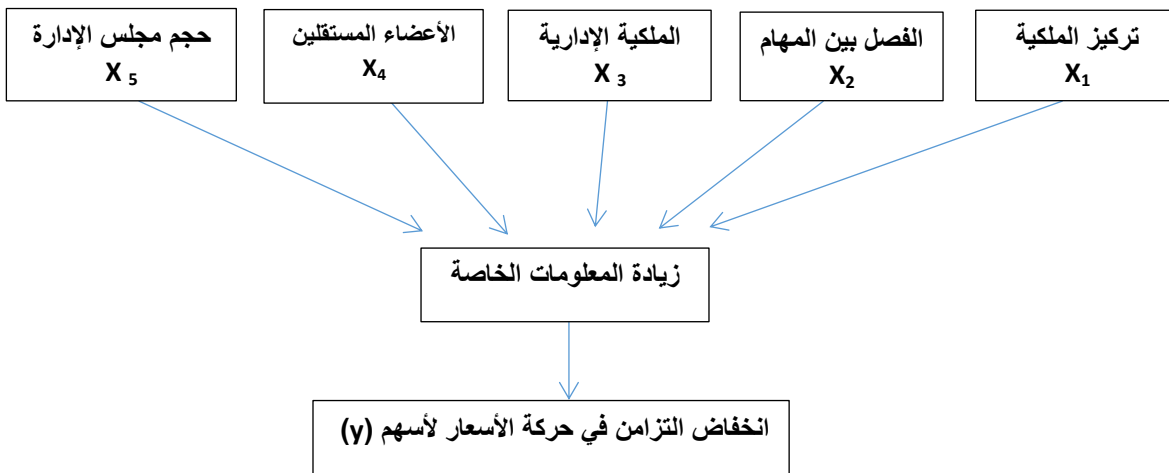
سادسا: مصادر البيانات

تم الحصول على البيانات من المصادر الآتية:

- 1- الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية – الإحصاءات الأسبوعية.
- 2- المواقع الإلكترونية للشركات المدرجة في السوق.
- 3- الكشوفات المالية والبيانات التي تصدرها الشركات عينة الدراسة.

سابعاً: مخطط الدراسة الفرضي

اليات الحوكمة



ثامناً: دراسات سابقة:

1- (Morcket etal , 2000;215 - 260).

تعتبر هذه الدراسة التي هي عبارة عن بحث مشترك بين جامعتي (مشيغان) الأمريكية و (البيروتا) الكندية لدراسة الحركات المتزامنة لأسعار الأسهم معدلة بمقسوم الأرباح باكورة الدراسات التي نجحت بأثبات وجود تزامن في حركة أسعار اسهم الاسوق الناشئة بشكل اكبر مما هو عليه في الأسواق المتطورة، لقد استخدمت بيانات من (٤٠) دولة وأثبتت ان ضعف شفافية الشركات والفساد والنقص في الإفصاح عن المعلومات فضلا عن ضعف اليات حوكمة الشركات ، وخاصة في أسواق اسهم الاقتصادات الأضعف قادت الأسعار للتحرك بنفس الاتجاه، كما اشارت الدراسة التي نشرت في مجلة اقتصادات المالمة بعنوان the information content of stock (markets; why do emerging markets have synchronuous stock price movements? الى وجود علاقة سالبة بين حجم الدولة الكبيرة ونسبة التزامن حيث وجد ان أسواق الدول الصغيرة تعاني من تزامن اكبر في حركة الأسهم في اتجاه واحد وقد عللت الدراسة هذه الظاهرة الى قلت احترام الملكية الخاصة من قبل الحكومات بالإضافة الى ضعف إجراءات حمايتها (poor prooerty rigty rihgts protection).

٢- Campbell et al 2001 ; 1-43 ()

نشرت الدراسة في مجلة المال عدد ١ لسنة ٢٠٠١ بعنوان :

(have the individual stocks become more volatile) وأشارات
لتعرض المستثمرين الكبار الى مخاطر كبيرة بسبب زيادة التحركات المشتركة (التزامن) في الاقتصادات الناشئة ،
وأكدت ان الأسهم الأكبر يمكن ان تكون عرضة للتلاعب في اسواق المال وخاصة في أسواق الأسهم الأكثر تقلبا
لأسباب تعزى لصغر حجم السوق وبرهنت على ان الحركة المشتركة لسوق الأسهم هي ظاهرة مهمة للاقتصادات
المتطورة والناشئة على حد سواء.

٣- (Durnev et al ,2003;797-836)

اشارت الدراسة الى ان التباين الأكبر في أسعار اسهم بعض الشركات مرتبط بمحتوى المعلومات الأكبر حول
الإيرادات المستقبلية ولاحظت ان المعلومات الخاصة بالإيرادات المستقبلية ليست متاحة لعموم المستثمرين وهذا ما
يتيح استخدامها كمعلومات خاصة ببعض دون الاخر ما يفسر حد الى كبير وبسبب نقص الشفافية لجوء
المستثمرين الى شراء كل الأسهم المتداولة وزيادة معدلات التزامن وهي نتيجة مرادفة في الاقتصادات الناشئة
الأكثر فسادا.

٤- (li,k,mork et al , 2003; 1-26)

تفحصت الدراسة سوق الأسهم الكندي وقارنته مع السوق المكسيكي وأسواق شرق اسيا ووجدت ان تزامن الأسهم
الكندية. أقل بالمقارنة مع الأسهم المكسيكية وقد عللت الدراسة هذه الاختلاف بدخول (كندا) في اتفاقية التجارة الحرة
مع الولايات المتحدة (NAFTA)^(١) وانفتاح السوق غير ان ما يؤخذ على هذه الدراسة ان تحليلها لم يستند على
وسائل قياس تحليلية لتأثير تلك المعاهدة على التزامن كما ان انفتاح الأسواق هي سمة معاصرة لكل الأسواق بما
فيها أسواق شرق اسيا.

٥- (skaife et al , 2006 ; 2006 ; 4505 – 4551)

أجريت الدراسة باستخدام عينة من (٥٢٦) شركة كورية لدراسة تأثير اليات الحوكمة المؤسسية على اتجاه أسعار
الأسهم وقد اشارت النتائج ان تحسين تركيبة مجلس الإدارة بمقدار ١٠% يؤدي الى تحسين القيمة السوقية لسعر
السهم بمقدار ١٤% وان تغير فاعلية اليات الحوكمة المؤسسية الأخرى بمقدار ٣٨% يزيد من قيمة الأسهم وبالتالي
قيمة الشركة المحسوبة على أساس القيمة السوقية / القيمة الدفترية بمقدار ١٠٥% مما يعني ان للحوكمة المؤسسية
دور مهم في زيادة قيمة الأسهم.

٦- (Skaife et al , 2006 : 4505-4551)

(١) North American Free Trade Agreement

درس (skaife) وزملائه العلاقة بين أسعار الأسهم المستندة على المعلومات (informative prices) والتزامن، وقد اعتبر الباحث ان قيم مربع (R_2) الأقل (كمقياس للتزامن) مرتبطة باندماج اكبر للمعلومات في الاسعار مما يؤدي الى انخفاض التزامن وقيمة المربع (r) الأعلى – وبالتالي زيادة التزامن – مرتبطة باندماج اقل للمعلومات في السعر، أي بعبارة أخرى ضعف المعلومات يؤدي الى زيادة التزامن، استخدم الباحث بيانات الأسواق المتطورة وأشار الى تحقق وجود العلاقة بدرجة معنوية معقولة واستنتج ان زيادة (R^2) كمقياس للتزامن ناتج عن ضعف اليات حوكمة الشركات.

٧- (Dasgupta,etal , 2006)

اثبتت الدراسة وجود ارتباط قوي ومعنوي بين شفافية الشركة وتزامن أسعار الأسهم حيث وجدت بأن الإفصاح المبكر وفي القوت المناسب عن المعلومات الخاصة بالشركة يؤدي الى تخفيض تزامن أسعار أسهمها وقد اكدت هذه الدراسة فرضية الترابط المنطقي بين اندماج (incorporate) المعلومات الخاصة بالشركة في أسعار أسهمها وان الانعكاس السعري لهذه المعلومات يخفض - الى حد كبير - تزامن حركة سهم الشركة مع أسعار اسهم الشركات الأخرى باعتبار ان خصوصية هذه المعلومات هي الحاجز او المصدر الذي يحول دون انجراف سعر السهم بتأثير احداث السوق .

٨- (Chan and hameed , 2006)

استخدمت الدراسة حجم تداول الأسهم كمتغير وصفي لتوضيح التحركات المشتركة (التزامن) في أسعار الأسهم ووجدت ان لحجم الشركة تأثيرا قوي في تأرجح أسعار اسهم السوق، وبالتالي عندما يكون عدد الأسهم المتداول في السوق قليلا تهيمن الشركات الكبيرة على السوق وتقود الأسعار للتحرك باتجاه واحد.

٩- (Du et al , 2007 ; 1-35)

تناولت الدراسة تأثير متغيرات الحوكمة على تزامن أسعار الأسهم في سوق (شنغهاي) الصينية وباستخدام الانحدار ومقياس التزامن كمتغير معتمد والتركيز بشكل خاص على اليات الحوكمة الإقليمية (Reginal governance mechanisms) التي ذكر الباحث انها تشمل تحسين بيئة أسواق المال وزيادة نموها وقد افترض الباحث ان حوكمة مؤسسية افضل يمكن ان تقود لكفاءة معلوماتية افضل وتزامن اقل ووجد نتائج تجريبية قوية تدعم فرضيته الأساسية بوجود علاقة سالبة بين اليات الحوكمة وتزامن عوائد الأسهم.

١٠- (Xing et al , 2010 ; 259,259-276)

افترضت الدراسة التي نشرت في مجلة الأسواق المالية بعنوان: (Stock price synchronicity and public firm – specific information) ان التزامن يمكن ان ينخفض في حالة توفر بيئة معلوماتية خاصة بالشركة سواء كانت جيدة او سيئة لان تحركات الأسهم تدمج كلا نوعي المعلومات (المعلومات العامة والمعلومات الخاصة بالشركة) أي ان التزامن قد يحدث لا بسبب نقص المعلومات الخاصة بالشركة ولكن بسبب المعلومات العامة المتاحة في السوق حيث وجدت الدراسة علاقة قوية بين التزامن والمعلومات العامة.

١١- (Adnan et al , 2010;1-36)

فحصت الدراسة العلاقة بين تطورات سوق المال وحركة تزامن الأسهم وباستخدام عينة من (١١٥٨) شركة من (٤٠) سوق متطور وجدت ان التزامن قد انخفض في البلدان المتطورة التي اضافت تحسينات هيكلية وتنظيمية لأسواقها وحسنت من قوانين وإجراءات حماية المستثمر ووجدت ان القدرة على ملاحظة الفساد ومعالجته بالقواعد القانونية خفضت من حركة تزامن الأسهم في الأسواق المفحوصة للفترة من ١٩٩٥ - ٢٠٠٥.

١٢- (khandaker sarod , 2011 :165-175)

استخدم الباحث عينة من (٨) بلدان ناشئة و (٣) بلدان متطورة وقارن بشكل تحليلي نتائج الحركة المشتركة للأسهم (التزامن) في كلا نوعي الأسواق حيث وجد ان قيمة (R^2) كمقياس للالتزامن في البلدان المتطورة كانت اقل مما هي عليه في البلدان الناشئة التي بلغت (٠,١٧٧) كما وجد ان سوق الأسهم الياباني كان الأقل تزامنا من بين مجموعة الأسواق المتطورة.

١٣- (khandaker, sarod , 2012 ; 1-10)

حللت الدراسة سلوك الحركة المشتركة (التزامن) في سوق الأسهم الصينية للفترة من شهر ١ - ٢٠٠١ حتى شهر ١٢ - ٢٠١١ باستخدام عينة عشوائية من (١٣٢) مشاهدة شهرية للشركات في السوق المذكورة ومقارنة سلوكيه حركتها قبل وبعد الازمة المالية الأخيرة (٢٠٠٧ - ٢٠٠٨) وقد وجد ان اسهم السوق قد شهدت تزامن عالي خلال الازمة المالية وتراوح مؤشر (R^2) لقياس التزامن من ٤١% الى ٤٩% خلال اشهر معينة وبنفس الاتجاه التنزلي لكنها لم تستطع تفسير هذه الحركة على وجه التحديد فأستعانت بدراسة (mork et al 2002) التي اثبتت ان ارتفاع (R^2) كمؤشر للالتزامن ناتج ارتفاع معدلات التضخم في الاقتصاد فضلا عن الفساد ومعدلات الناتج القومي (GDP).

١٤- (khandaker , aarod , 201: 3٧٦-٦٥)

تابعت الدراسة سلوك الحركة المشتركة للأسهم في سوق شنغاي للفترة ذاتها في الدراسة السابقة (ك٢ / ٢٠٠١ - ك١ / ٢٠١١) لبيان مدى تأثير الحركة بأرهاصات الازمة المالية العالمية الأخيرة أيضا (٢٠٠٧ - ٢٠٠٨) لكنها قارنت سلوكية هذه الأسهم بسلوكية اسهم مجموعة من الأسهم المدرجة في سوق نيويورك (NYSE) وخلصت في استنتاجاتها الى ان اسهم سوق شنغاي كانت بارتباط سالب مع حركة سوق (NYSE) وان حركة هذه الأسهم قد شهدت تزامن بلغت قيمته حسب مؤشر (R^2) ٤٦% في عام ٢٠٠٨ و ٤٩% في ٢٠٠٩ و ٢٠١٠ و ٥٣% في ٢٠١١.

١٥- ما يميز هذه الدراسة

ما يميز هذه الدراسة هو ريادتها في خوض هذه الموضوع على المستوى المحلي حيث لم يجد الباحث من خلال تصفح عناوين اطاريح الدكتوراه ورسائل الماجستير في الإدارة المالية في عدد من الجامعات العراقية فضلا عن مواقع الانترنت دراسة عربية تناولت ظاهرة التزامن في حركة أسعار الأسهم وقد يعود السبب في ذلك الى حداثة

هذه الظاهرة على المستوى العالمي التي بدأت - كما اشرنا الى ذلك - بدراسة (مورك) في سنة ٢٠٠٠ إضافة الى ان ادبيات الفكر المالي لم تتناول هذه الظاهرة بمزيد من التحليل لانها عدت واحدة من نتائج الازمات المالية وليست سبب مباشر لها فضلا عن ذلك حاولت الدراسة الربط بين آليات ضبط أداء الشركات بالحوكمة في علاقتها مع شفافية المعلومات وانعكاسها في سعر السهم ما يمثل إضافة نوعية للدراسات التي تناولت الموضوع .

القسم الثالث: الجانب التطبيقي

أولاً: نسب تزامن الأسهم مع بعضها :

ستخصص هذه الفقرة من الدراسة للقياس النسبي للمتغير المستقل حيث قام الباحث باستخدام النموذج البسيط (نموذج f المعروف بالمعادلة ١) لتحديد نسبة عدد الأسهم التي تحركت صعودا (up) ونسبة الأسهم التي تحركت بالاتجاه المعاكس (down) ونسبة الأسهم التي لم تشهد حركة خلال الفترة المبحوثة لمجموع عينة البحث البالغ (٤٣) شركة وقد استفادت الدراسة من النشرة الأسبوعية التي تصدرها سوق العراق للأوراق المالية عن اعداد الشركات (الأكثر ارتفاعا بالأسعار) و (الشركات الأكثر انخفاضا بالأسعار) بعد استخراج متوسطاتها الأسبوعية على أساس شهري والجدول (٢) يبين نسب التحركات المشتركة (التزامن) في السوق للفترة المبحوثة.

جدول ٢

الاشهر	2010			2011			2012			2013		
	صعود	هبوط	ثابت	صعود	هبوط	ثابت	صعود	هبوط	ثابت	صعود	هبوط	ثابت
ك٢	59	30	11	61	33	٦	50	35	15	58	22	20
شباط	55	29	1٦	58	31	11	46	37	18	٦٦	18	16
اذار	48	33	18	52	39	9	66	23	11	61	19	20
نيسان	59	31	10	60	37	3	69	22	9	60	17	23
مايس	55	37	8	44	42	14	57	33	10	63	12	25
حزيران	89	7	4	48	36	16	46	30	24	61	20	19
تموز	56	35	9	51	29	20	48	35	17	59	24	17
اب	46	42	12	63	24	13	48	33	19	64	15	21
أيلول	61	2	1٧	61	32	07	52	19	29	62	20	18
ت١	57	34	19	59	19	22	49	44	07	67	22	11
ت٢	55	24	11	55	27	18	50	33	17	71	16	13
ك١	59	31	20	48	36	16	62	24	14	69	20	11
x	57	28	13	55	32	13	53	30	15	63	18	17
Q	11	9	5	6	7	6	8	7	6	4	3	4
C.V	١٩	32	٣٨	١١	٢٢	٤٦	١٥	٢٣	٤٠	٦	١٦	٢٤

نسب التزامن في اسهم سوق العراق للأوراق المالية (%).

المصدر: اعداد الباحث بالاستفادة من احصائيات السوق.

ومن الجدول نلاحظ ان اعلى نسبة تزامن في حركة الأسهم تحققت في سنة ٢٠١٣ حيث بلغت نسبة الارتفاع المتزامن في اسعار الأسهم (٦٣%) بينما سجلت سنة (٢٠١١) ادنى نسبة هبوط متزامن في حركة الأسعار حيث بلغت (٣٢%) اما الأسهم التي لم تشهد حركة متزامنة فقد بلغت أقصاها عند سنة ٢٠١٣ وبمعدل (١٧%) نلاحظ من الجدول أيضا ان نسب التزامن كانت قريبة الى بعضها ولم تشهد تشتت كبير في حركتها حيث سجلت معاملات الانحراف المعياري قيم صغيرة نسبيا تراوحت بين ٣% للأسهم الهابطة في سنة ٢٠١٣ الى ١١% للأسهم الصاعدة في ٢٠١٠ وهو ما انعكس على قيم معاملات الاختلاف التي شهدت انخفاضا ملموسا بالرغم من حساسية هذا المقياس المفرطة للقيم الشاذة التي اظهرتها بعض قيم السلسلة، وتبدو معاملات الاختلاف المنخفضة نتيجة منطقية، حيث ان من الناحية النظرية البحتة يمكن الحصول على معاملات اختلاف منخفضة (تراوحت بين ٦% - ٤٠%) وبالتالي تجانس اعلى اذا كانت القيم او معدلات التزامن لأغراض هذا البحث قريبة من بعضها لان هذا التجانس هو محصلة لأنخفاض التباين وبالنتيجة الانحراف المعياري كمقياس لتشتت القيم عن متوسطها الحسابي، من الجدير بالإشارة في هذا الصدد الا ان سوق العراق للأوراق المالية هو من الأسواق الصغيرة نسبيا في عدد الشركات المدرجة في السوق تتراوح من (٨١- ٨٥) فضلا عن عدد الشركات المستمرة في التداول وعليه فان تحرك عدد صغير من الأسهم ينعكس بشكل اكبر على النتائج بالمقارنة مع تحرك مثل هذا العدد في سوق كبير مع التنويه ان التزامن في حركة الأسهم المذكورة بالجدول (٢) يعكس تزامن حركة الأسهم مع بعضها وليس مع مؤشر مرجعي كالرقم القياسي للسوق مثلا وهو ما يتم ايضاحه من خلال استخدام (R^2) في الفترة اللاحقة.

ثانيا: قياس التزامن بمربع (R):

سيتم في هذه الفقرة قياس معدلات التزامن في السوق عينة دراسية باستخدام مقياس (R^2) المشار اليه بالمعادلة (٢)، ويعتمد هذا المقياس على حساب التباين المشترك بين تحركات أسعار الأسهم ($i=1,2,\dots$) وتحركات الرقم القياسي للأسعار او مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، التباين المشترك هو في الواقع انحرافات قيم المتغيرين عن متوسطها الحسابي أي ان $Cov(x,y) = S_{xy}$ ويستخدم من خلال طرح المتوسط من القيم الخاصة بكل متغير ($x_i - \bar{x}$) و ($y_i - \bar{y}$) لمجموع عينة الأسهم الداخلة ضمن فترة الاختبار ويلاحظ ان التباين المشترك هو البسيط في معامل الارتباط البسيط ($x \times y$) الذي يستخدم بشكل واسع في تحديد علاقة الارتباط بين المتغيرات والذي على أساسه يتحدد شكل العلاقة بينها لان المقام قيمة موجبه دائما بفعل تربيع الاقواس في معادلة الارتباط، والجدول (٣) يعرض قيم (R^2).

جدول ٣ قيم

قيم (R^2)

الشهر	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣
ك ٢	.٦١٧	.٩٦٤	.٥١١	.٦٦٣
شباط	.٥٩٢	.٥٥٣	.٤٦٧	.٥٧٢
اذار	.٤٨٢	.٥٧١	.٦٨٣	.٦٦٤
نيسان	.٦١٣	.٦٠١	.٦٥١	.٦١٢
مايس	.٥٩٧	.٤٨٢	.٥٨٧	.٥٩٩
حزيران	.٧١٦	.٥١٣	.٥٠١	.٧١١
تموز	.٦٣٨	.٥٨١	.٥٢١	.٦٩٣
اب	.٥١٢	.٤٢٢	.٤٩٢	.٦٥٤
أيلول	.٤٢٠	.٥٨١	.٤٤٢	.٦٦٩
ت ١	.٤٦١	.٥١٧	.٦٢٣	.٦٨١
ت ١	.٥٦٣	.٥٧٣	.٥٢٧	.٥٥٢
ك ١	.٤٧٤	.٦٠١	.٥٨٦	.٥٧١
X	.٥١٤	.٥٨٠	.٥٤٩	.٦٤٣
σ	١٧٥.	.١٣٢	.٠٧٥	.٠٥٨
c.v	.٣٤	.٢٣	.١٤	.٠٩

من الجدول يلاحظ ان اعلى نسبة تزامن في حركة الأسهم مع حركة مؤشر السوق حصلت في سنة ٢٠١٣ حيث بلغت النسبة (٦٣%) تليها سنة ٢٠١١ وبمعدل (٥٨%) وبتشتت ضعيف جدا انعكس في قيم الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف الذي تراوحت قيمه بين ٩% و ٣٤% ليفصح في تجانس كبير عن حركة العينة والتصاقا اكبر مع حركة مؤشر السوق، ان ارتفاع معدل التزامن - كما إشارات الادبيات النظرية - قد يعزى الى تأثير المستثمرين بالاتجاهات العامة للسوق ونقص الشفافية الخاصة بالمعلومات على مستوى الشركات وهذا ما لاحظته الباحث من خلال أوامر هيئة السوق بإيقاف عدد من الشركات عن التداول بسبب نقص المعلومات وخاصة الحسابات الختامية الامر الذي يزيد من صعوبة تمييز المستثمرين بين شركات الأداء الأفضل والاضعف ويدفعهم بالتالي - تحت ضغط عدم وجود معلومات - الى تداول معظم الأسهم المعروضة للتداول ويدفع باتجاه التزامن في حركة الأسعار.

ثالثا: قياس متغيرات حوكمة الشركات

ستخصص هذه الفقرة لقياس المتغيرات المستقلة التي افترضت الدراسة انها تؤثر في تزامن حركة الأسهم.

١- تركيز الملكية

لأن تركيز الملكية بيد المساهمين الكبار يؤدي الى رقابة اكبر على مدراء الشركات وبالتالي زيادة الإفصاح والشفافية وتخفيض التزامن ولأغراض قياس تركيز الملكية استخدم الباحث منهجية (DU et al , 2007) حيث صنف الباحثين كبار المساهمين بأولئك الذي يملكون (١٠% - ٢%) من عدد الأسهم المصدرة ويظهر المسح

الميداني للشركات عينة الدراسة المبين بالجدول (٤) ارتفاع تركيز الملكية وحصول كبار المساهمين على اكثر من (٦٣%) من اسهم الشركات العراقية وربما يعود ذلك الى ظاهرة الشركات التي تمتلكها العوائل الغنية في العراق.

جدول ٤

ت	القطاع	متوسط % كبار المساهمين
١	المصارف	٧٨
٢	الصناعة	٥٦
٣	الفنادق	٨٢
٤	الزراعة	٥١
٥	الخدمات	٦٢
٦	التأمين	٥٣
٧	الاستثمار	٦٤
	المتوسط	٦٣,٧

متوسط نسب كبار المساهمين في الشركات عينة الدراسة

٢- الفصل بين دوري المدير العام ورئيس مجلس الإدارة.

على غرار دراسة (du et al ; 2007) ميزت هذه الدراسة بين الدورين واعطت الرقم (٢) لأسهم الشركات التي تفصل بين المهمتين والرقم (١) للشركات التي تدمج بينهما ويلاحظ من الجدول (٥) ان متوسط نسبة الشركات التي تفصل بين الدورين (٢٦%) بينما بلغ متوسط نسبة الشركات التي توحد بين المنصبين (٧٤%)، جاء في مقدمتها قطاع التأمين (٩١%) ثم الفنادق (٨٦%) ومن النتائج يلاحظ هيمنة الاتجاه الجمعي بين دوري المجلس والإدارة العامة.

جدول ٥

توزيع العينة على وقف الفصل او التوحيد بين مهمني المدير العام ورئيس مجلس الإدارة

ت	القطاع	نسبة الرمز ١%	نسبة الرمز ٢%
١	المصارف	٥٧	٤٣
٢	الصناعة	٧١	٢٩
٣	الفنادق	٨٦	١٤
٤	الزراعة	٥١	٤٩
٥	الخدمات	٥٨	٤٢
٦	التأمين	٩١	٠٨
٧	الاستثمار	٧٧	٣٣
X	المتوسط	٧٤	٢٦

٣- الملكية الإدارية.

قام الباحث بحساب نسبة الملكية الإدارية بقسمة مجموع عدد الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة والمدراء (المفوضين والخارجيين) الى مجموع الاسهم المصدرة من قبل الشركة ويتضح من الجدول (٦) ان متوسط النسبة (٣٣%) اي ثلث مجموع الأسهم المصدرة وهذه النسبة توفر حافزيه مهمة لاجراء مجلس الإدارة والمدراء على مراقبة أنشطة الشركة.

جدول رقم (٦)

متوسط نسبة ملكية الإدارية

ت	القطاع	متوسط % الملكية الإدارية
١	المصارف	٣٣
٢	الصناعة	٢٨
٣	الفنادق	٤٦
٤	الزراعة	٢١
٥	الخدمات	٢٤
٦	التأمين	٤٤
٧	الاستثمار	٣٧
X	المتوسط	٣٣

٤- نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة

من خلال المسح الميداني لعينة الشركات المبحوثة وجد الباحث ان تشكيلة مجالس الإدارة تضم في معظمها أعضاء من المساهمين الكبار بالرغم من وجود بعض الأعضاء المستقلين والجدول (٧) يبين نسبة الأعضاء المستقلين في هذ المجالس :-

الجدول (٧)

نسبة الأعضاء المستقلين موزعة قطاعيا

ت	القطاع	متوسط % الأعضاء المستقلين
١	المصارف	٢٤
٢	الصناعة	٣٤
٣	الفنادق	١٤
٤	الزراعة	٣٢
٥	الخدمات	١٧
٦	التأمين	٢١
٧	الاستثمار	١٣
X	المتوسط	٢٢

٥- حجم مجلس الإدارة

تخضع مجالس إدارة الشركات والمصارف الأهلية العراقية الى قانون الشركات رقم(٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل الذي ينص على ان عدد أعضاء مجلس الإدارة يجب ان لا يقل عن (٥) ولا يزيد على (٩)، اما اذا كانت شركة المصرف مختلطة فأن عدد أعضائه الاصلين يجب ان يكون (٧) أعضاء من بينهم عضوان يمثلان الدولة، وفي الحقيقة وجد الباحث ان جميع الشركات - تقريبا - كانت ملتزمة في هذا القانون ولا توجد فروق جوهرية يمكن ان تترك اثارها على أداء هذه الشركات في هذا الجانب او تفضي الى نتائج متباينة لذا حذف هذا المتغير من مجموع المتغيرات المستقلة.

رابعاً: قياس العلاقة بين المتغيرات

يعتبر تحليل الانحدار الخطي على وفق الادبيات الإحصائية افضل وسيلة لقياس التغير الحاصل في المتغير التابع - وهو التزامن أغراض هذه الدراسة - كنتيجة للتغير في المتغيرات المستقلة او المتنبأ بها (التوضيحية) وهي اليات حوكمة الشركات لذا سيتم استخدام هذا المقياس لتحديد القيم العددية لتلك العلاقة، ولكن قبل استخدام نموذج الانحدار المتعدد قام الباحث باختبار علاقات الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة التي افترضت الدراسة انها ستؤثر على حركية تزامن الأسهم وقد أظهرت النتائج المدرجة في الجدول (٨) انخفاض معاملات الارتباط بين هذه المتغيرات مقاسة بارتباط (pearson) باستثناء العلاقة بين متغير تركيز الملكية (x_1) والملكية الادارية (H_3) حيث بلغت قوة العلاقة بين المتغيرين (٤٣%) وبمستوى معنوية (٥%)

جدول (٨) علاقات الارتباط بين المتغيرات المستقلة(*)

	X_1	X_2	X_3	X_4
X_1	١	-.١٩	.٤٣	.٢٢
X_2	-.١٥	١	.٢١	.١٧
X_3	.١١	.١٨	١	.١٤
X_4	.٢٧	.٢٢	.١٣	١

مستوى المعنوية (٥%)

*الرموز معرفة في مخطط الدراسة الفرضي.

ان وجود ارتباطات ضعيفة بين المتغيرات المستقلة يجعلها مناسبة لتحليل تأثير كل منهما على افراد على تزامن حركة الأسهم او استخدام الانحدار المتعدد، وبالعكس من ذلك يشير الارتباط القوي وبالالاتجاه نفسه بين تلك

المتغيرات الى عدم جدوى، من استخدام ذلك الانحدار لان أي من المتغيرات يصلح كبديل مطلق عن الاخر لأختيار تلك العلاقة تأسيا على ذلك يمكن ان يأخذ نموذج الانحدار العلاقة الآتية.

$$Y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 x_4 \quad (٤)$$

اذ ان :-

$Y =$	نسب التزامن في حركة الأسهم
$AI =$	الحد الثابت (الالف)
$\beta_1 x_1 =$	معامل بيتا لتركيز الملكية
$\beta_2 x_2 =$	معامل بيتا للفصل الإداري
$\beta_3 x_3 =$	معامل بيتا لنسبة الملكية الإدارية
$\beta_4 x_4 =$	معامل بيتا للأعضاء المستقلين

كما يمكن استخدام الانحدار البسيط لقياس تأثير كل متغير مستقل (x) على انفراد على المتغير التابع (y) وكما يلي:-

١- الفرضية الأولى:

اشارت هذه الفرضية الى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتركيز الملكية x_1 على تزامن حركة الأسهم (y) ولأن هذا التأثير يفترض من وجود علاقة دالية بين المتغيرين تصاغ في ضوء ذلك معادلة الانحدار الآتية:

$$Y = \alpha + \beta_1 x_1$$

وهي تعبر عن مستوى تأثر تزامن أسعار الأسهم (y) بالتغير الذي يطرأ على تركيز الملكية بيد المساهمين الكبار x_1 مقاسا لمعامل بيتا ، وقد اسفر جدول تحليل التباين عن النتائج الآتية:

الجدول (٩) تحليل التباين للعلاقة بين التزامن وتركيز الملكية

مصدر التباين	درجة الحرية	مجموع المربعات	متوسط المربعات	F المحسوبة	مستوى المعنوية
الانحدار	١	١,٨٨٦	١,٨٨٦	٧,٥٩١	٠,٠٠٩
الخطأ	٤١	١٢,١٠٢	٠,٣٠		
المجموع	٤٢	١٣,٩٨٨			$R_2=0.167$

المصدر من اعداد الباحث بالاستفادة من مخرجات الحاسبة الالكترونية وهكذا في الجداول اللاحقة كما عرض جدول المعاملات النتائج الآتية:

جدول (١٠) المعاملات

النموذج	المعاملات غير المعيارية		المعاملات المعيارية	معامل t	مستوى المعنوية
	بيتا β	الخطأ المعياري			
الثابت	٣,٢٤٢	.٣٤٧	β	٨,٣٨٨	.٠٠٠
تركيز الملكية	٠,٢٨٣	.٠٩٥	.٣٤٦	٢,٧٥٨	.٠٠٩

من الجدول (٩) يتبين ان قيمة (F) كبيرة عند مقارنتها مع قيمتها الجدولية بمستوى معنية (٥%) وبدرجة حرية ١,٤١ وهذا يدل على ان منحى الانحدار كاف لوصف العلاقة بين المتغيرين مستوى ثقة (٩٥%) وهذا ما أكدته قيمة معنوية (x) في اختبار (t) فقد بلغت (٢,٧٥٨) وبمستوى معنوية ٦,٠٠٩ أما قيمة الحد الثابت ٣,٢٤٢ فهي تدل على ان التزامن في أسعار الأسهم سيحدث بهذا المقدار حتى لو لم يكن هناك تركيز بالملكية بيد كبار المساهمين أي عندما يكون التركيز (x_1) مساويا للصفر، البيتا او الميل الحدي أشار الى ان تغيراً مقداره (١) في تركيز الملكية سيؤدي الى تغير مقداره (.٣٤٧) في حركة التزامن الأسهم وهو تغير مقبول ومدعم بقيمة معامل التحديد (R^2) الذي بلغت (.١٦٧) لتشير الى قدره متغير المستقل (تركيز الملكية) على تفسير ما قيمته (.١٦٧) من التباين او الاضطراب الحاصل في التزامن حركة الأسهم وعلى أساس هذه النتائج تقبل فرضية البحث الأول.

٢- الفرضية الثانية:

اشارت الفرضية الى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (x_2) على التزامن أسعار الأسهم (y) وبعد حساب تقديرات القيم ومؤشراتها الإحصائية على مستوى العينة البالغة (٤٣) سهم عرض جدول تحليل التباين النتائج الآتية.

جدول (١١)

تحليل التباين (ANOVA) للعلاقة بين الفصل الإداري بين المهام وتزامن حركة أسعار الأسهم

مصدر التباين	درجة الحرية	مجموع المربعات	متوسط المربعات	F المحسوبة	مستوى المعنوية
الانحدار	١	٠,٨٨٠	.٨٨٠	٢,٠١١	.٠٥
الخطأ	٤١	١١,٤٢٨	.٢٧٩		
المجموع	٤٢	١٢,٣٠٨			$R_2=.091$

كما عرض جدول المعاملات القيم الآتية:

جدول (١٢) المعاملات

النموذج	المعاملات غير المعيارية		المعاملات المعيارية	معامل t	مستوى المعنوي
	بيتا β	الخطأ المعياري			
الثابت	٢,٣١٢	.٥٥٤	.٢٤٣	٥,٥٧٥	٠,٠٠٠
الفصل الإداري بين المهام	.٢١٣	.١٣١		١,٨٠٢	٠,٠٠٠

ومن الجدول يلاحظ ان معادلة الانحدار البسيط للعلاقة بين الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي وتزامن حركة أسعار الأسهم هي $Y = \alpha + B_2x_2$

او تزامن حركة أسعار الأسهم يساوي (٢,٨٢٨) + (٠,٥٤١) الفصل الإداري وان قيمة (F) صغيرة عند مقارنتها بقيمتها الجدولية البالغة (٤,٠٨) عند $v_1 = 1$ ، $v_2 = 41$ وهذا يدل على ان منحنى الانحدار غير كافي لوصف العلاقة بين (x_2 و y) بمستوى ثقة (٩٥%) وهو ما أكدته قيمة معنوية (x_2) على وفق اختيار (t) فقد بلغت قيمة (tx_2) (١,٨٠٢) وأيضا معامل التحديد (R_2) في الجدول (١١) الذي أشار الى ان المتغير المستقل (الفصل الإداري) لا يفسر سوى (٩%) فقط من التباين الحاصل في الحركة المترامنة لا أسعار الأسهم ما يعني ان (٩١%) من مسببات هذه الحركة تعود لمتغيرات لم تدخل نموذج الانحدار مما يوفر أساسا لعدم قبول هذه الفرضية.

٣- الفرضية الثالثة.

افترضت هذه الفرضية وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لزيادة الملكية الإدارية (x_3) على تزامن حركة أسعار الأسهم (y) ما يعني ان هذا التزامن يتأثر اذا ما تم تملك المدراء حصص من الأسهم التي أصدرتها الشركة ولاختبار العلاقة الدالية بين المتغيرين باستخدام معادلة الانحدار $Y = \alpha + \beta_3x_3$ اسفر التحليل عن النتائج المبينة بالجدول (١٣) التالي:

جدول (١٣)

تحليل التباين (ANOVA) للعلاقة بين الملكية الإدارية وتزامن حركة أسعار الأسهم

مصدر التباين	درجة الحرية	مجموع المربعات	متوسط المربعات	قيمة f المحسوبة	مستوى المعنوية
الانحدار	١	.786	.٧٨٦	٢,٢٥١	.٠١
الخطأ	٤١	.772١١	.٢٨٧		
المجموع	٤٢	١٢,٥٥٨			$R_2=0.066$

كما عرض جدول المعاملات النتائج الآتية

جدول (١٤) من المعاملات

النموذج	المعاملات غير المعيارية		معامل t	مستوى المعنوي
	معامل بيتا β	الخطأ المعياري		
الثابت	٣,٣١٣	.٦٠٢	٥,٧٨٢	٠,٠٠٠
الملكية الإدارية	.٢٩٦	.٢٠١	١,٦٧٧	٠,٠١

يتضح من جدول تحليل التباين للعلاقة على مستوى عينة الدراسة ان قيمة (F) صغيرة عند مقارنتها بقيمتها الجدولية بمستوى معنوية (0.01) وبدرجة حرية ($1, 41$) وهذا يشير الى ان منحنى الانحدار غير كافي لوصف العلاقة بين (x_3 و y) بمستوى ثقة (99%) وهذا ما أكدته قيمة معنوية (x) على وفق اختبار (t) حيث ($tx3 = 1.677$)

لقد اشارت قيمة معامل التحديد (R_2) الى معامل بلغ (0.66) ما يدل على ان الملكية الإدارية (x_3) لا تفسر سوى ($6,6\%$) من التباين الحاصل بالتزامن في حركة أسعار الأسهم وان (93%) تقريبا لم تدخل نموذج الانحدار وعلى أساس هذا النتائج ترفض الفرضية الثالثة.

٤- الفرضية الرابعة:

اشارت الفرضية الى ان زيادة الأعضاء غير التنفيذيين المستقلين في مجلس الإدارة (x_4) تؤثر على تزامن حركة أسعار الأسهم (y) وبعد اختبار العلاقة الدالية بين المتغيرين باستخدام تحليل الانحدار تم الحصول على النتائج المبينة بالجدول ١٥ ادناه:

جدول (١٥)

تحليل التباين ($ANOVA$) للعلاقة بين زيادة الأعضاء المستقلين وتزامن حركة أسعار الأسهم.

مصدر التباين	درجة الحرية	مجموع المربعات	متوسط المربعات	f المحسوبة	مستوى المعنوية
الانحدار	١	.٨٣٧	.٨٣٧	١,٣٣	٠,٣١
الخطأ	٤١	٣٣,٧١٠	.٨٨٢		
المجموع	٤٢	٤٣,٥٥			$R_2=0.071$

وعرض جدول المعاملات البيانات الآتية:

جدول ١٦ المعاملات

النموذج	المعاملات غير المعيارية		المعاملات المعيارية	معامل t	متوسط المعنوي
	معامل بيتا β	الخطأ المعياري			
الثابت	٢,٦٦	١,٠٦٥	β	٢,٠١٧	٠,١٨
الأعضاء المستقلين	٠,٢٨٢	٠,٢٦٣		١,٠١٢	٠,٣١٨

يتضح من جدول تحليل التباين للعلاقة بدرجة حرية (١,٤١) وبمستوى معنوي (٥%) ان قيمة (f) صغيرة عن مقارنتها بقيمتها الجدولية وهذا يشير الى ان منحنى الانحدار غير كاف لوصف العلاقة بين نسبة الأعضاء المستقلين وتزامن حركة أسعار الأسهم او بين (y ، x_4) وهذا ما أكدته قيمة معنوية (x) على وفق اختبار (t) التي بلغت (١,٠١٢) tx، لقد أشار الحد الثابت الى وجود تزامن في حركة الأسهم بمقدار (٢,٦٦) بصرف النظر عن وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة كما ان قيمة معامل التحديد هي R^2 البالغة (٧%) تدل على هذا الاستقلالية لا تفسر سوى (٧%) فقط من التزامن مقابل (٩٣%) تقريبا تعود لمتغيرات لم تدخل نموذج الانحدار وهو مؤشر غير قوي وعلى أساسه ترفض الفرضية الرابعة.

القسم الرابع الاستنتاجات والتوصيات:

أولاً: الاستنتاجات:

بما ان أسعار الأسهم يجب ان تعكس المعلومات على مستوى السوق والشركة وان عدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركة - كنقص في فعالية اليات الحوكمة - يقود بالضرورة الى اعتماد المستثمرين على المعلومات العامة وزيادة لتزامن حركية أسعار الأسهم ، فان البحث يستنتج ان نقص هذه المعلومات هو السبب الرئيسي لتزامن حركة أسعار اسهم سوق العراق للأوراق المالية.

١- يتيح وجود المساهمين الكبار في الشركات او (تركيز الملكية) إمكانية تخفيض التزامن في حركة أسعار الأسهم وما قد يسببه من تحجيم لمنافع التنوع الكفو في افضل حالاته او الى نشوء ازمة مالية - في حالة التزامن بالانخفاض - في حالات أخرى وقد استطاع هذا العامل (تركيز الملكية) تفسير ما قيمته (١٧%) تقريبا من التباين في حركة أسعار الأسهم وهي نسبة مقبولة على مستوى المتغير الواحد.

٢- يعاني سوق العراق للأوراق المالية من تزامن في حركة أسعاره لكن الارتباط مع التزامن في حركة الأسعار كان هو الاتجاه المهيمن خلال الفترة المبحوثة وقد بلغ متوسط التزامن في حركة السوق بحدود (٥٦%) استنادا الى مقياس R^2 .

٣- لم تجد الدراسة تأثيرا جوهريا ذو دلالة إحصائية لمتغيرات الحوكمة الأخرى – عدا هيكل الملكية - على تزامن حركة أسعار الأسهم.

ثانياً:- التوصيات

١- من الضروري ان يعتمد السوق معايير اكثر تشددا لأرغام الشركات على الإفصاح عن عملياتها التشغيلية وكشوفاتها المالية والالتزام بالمعايير الدولية المعتمدة في هذا الجانب بما فيها منع تداول اسهم الشركات المتلكئة في جوانب الإفصاح والشفافية.

٢- يمكن للشركات الاستفادة من مزايا تركيز الملكية لإعادة شراء أسهمها من الوفورات المالية المتحققة لان تشتيت تلك الملكية يضعف حافزية المساهمين (الصغار) على رقابة فعاليات الشركة.

٣- لان التزامن في حركة أسعار الأسهم هو شرارة الازمات المالية وخاصة اذا كان هذا التزامن بالاتجاه النازل توصي الدراسة باختبار متغيرات توضيحية اكثر لتفسير سلوك الحركة المشتركة وانعكاساتها على عوائد السوق وارباح المستثمرين.

٤- من الضروري ان تقترن البيانات الإحصائية التي يقدمها السوق بمؤشر (R^2) لقياس التزامن في حركة أسعار الأسهم على أساس اسبوعي او شهري على غرار احجام التداول في السوق.

المصادر

Adnan K., Stephen M., and Asheq R., 2010 Capital market development and stock price synchronicity, school of Accountancy, New zland . www

Babatunde.M., and Olaniran Ot ,2009. The effect of internal and external governance and .performance of corporate firms in Nigeria , corporate ownership& control v.7,issue2

Bacon, M.,1993 corporate directorship practice member and committees of the board , new york , the conference board

Ball R., Robin A., Wu.j . 2003 , incentives versus standards: properties of accounting .income in four east Asian countries , Journal of accounting & Economics 36, 236-270

Beasley , M.S., 1996, An impirical analysis of the relation between the board of direct of .composition and the financial reporting fraud, the accounting review , 71

Brown . G.,W and Gliff .M (2004) Investor sentiment and the near team market " journal of imperial finance ,11,PP 1-27

Campbell , J, Lettau, M, Malkiel ,G and XU,Y, 2001 , Have individual stocks become more .volatile ?Anempirical exploration of idiosyncratic , Journal of finance , vol.No 1

Charles, P.H., Glenn, H. and Darius P. 1999 understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Journal of finance and economics*

Chen, A., and Kensinger, J., 1988, Innovation in corporate financing Deductible equity, (*Financial management*, 14 (winter 19)

Corredor, P., Ferrer E., and Santamaria R., 2010 Investor sentiment effect in stock markets, university of Navarra, Spain

Durnev, A., Morck, R., Yeung, B. and Zarowin P., 2003, Does great firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing? *Journal of accounting research*, vol, 41, no 5

Fama, E.F., and Jensen, M.C., 1993, separation of ownership and control, *Journal of law and Economic*, 26, 301-322

Gomez, A., 2000, Going public without governance: Managerial reputation effect. *Journal of Finance* 55, 615-646

Guzman, Mark, 2000, Bank structure capital accumulation and growth: A simple macroeconomic model, www.guzman@dal.org

Huddart, S., John, H., and Makets B., 2001 Disclosure requirement and stock exchange listing, *Durham university, Durham, N.C*

Jensen, M.C., 1993, the modern industrial revolution, Exit, and the failure of internal control system, *Journal of finance*, 48, 831-880

Khattak, A., Couotenay S., and Rahman A., 2010, capital market developments and stock price synchronicity. *Massey university, New Zealand*. WWW

Kole, S.R., 1995 Measuring Managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership, *Journal of corporate finance*

Ladekral, Jeep, 2004, the invest ability of emerging markets, *World bank policy research*, 3329. March

Li, K., Motck, F., and Yeung, B., 2003, Time varying synchronicity in individual stock returns: a cross-country evidence, *university of Alberta business school*

. Medronic, 2102, *Principle of corporate governance*. www.medtronic.com

Mork, R., Shlefer, A. and Vishny, 1988, managerial ownership and market valuation, *An empirical analysis Journal of Financial Economics* 20

Muller, E. and Spit2, A., 2002. *Managerial ownership and firm performance*, center of economic performance London, Wc2AE

Nestor, Stipen, 2003, *International corporate governance*, center of international private enterprise, CIPE

Pootroski, J., and Rotember, J., *the influence of analysts and insiders on the incorporation of market and firm specific information into stock price a country review* 79, 1119-1151

Shelfer, A. and Vishny, K., *A survey of corporate governance*, *Journal of finance*, 25, 1997

Stulz, Renem, 1999 " *globalization of equity markets and the cost of the capital*, the Ohio university

Veldkamp, L. 2006, *Information markets and the comovements of asset price*. *Review economic studies* 73, 823-843

Veliyath, R., 1999, *Top management compensation and shareholder return*, *journal of management studies*, 36, 123-143

wang, C., (2003) ,, *investor sentiment, market timing and future returns*, *App financial Economics*, 13

: Wikipedia, Wiki, *Corporate governance*, 2012

Wu, Ming, Lin, Hsn C. and Lin, Cheng, 2004 *the effect of corporate governance on firm performance* www

.Bachelier, Louis, *efficient capital market*, *journal of finance* 1991

Baker, M., and Wurgler, J., "investor sentiment in stock market", *journal of economic perspectives* volume 21, spring 2007

Brigham, Eugene & Michael C. Ehrhardt, *financial management theory and practice*, 10th ed. Australia, Thomson learning, 2002 Frank C., Olsen, R., and Pohmeier W., *overview of forecasting models*, 2002

Chan, Kalok, Hameed A., and Kang W., *stock price synchronicity and liquidity*, *Iraqi virtual science*, 2011

Chan, M., *Does opening B-share markets to domestic investor lead to more or less price synchronicity*, 2007

Eun, C., Wang, L. and Xiao, S., 2013, *culture and R2*, WWW

Fama, Eugene, F , forecasting of exchange rate , Journal of political economy , vol2 (jan-feb,1970

Khanadaker , sarod,, co-movement behavior of stock prices in shanghai stock exchange ' international review of business research vol 9,no4,may 2013

Khandaker , s., mansali, H., and Rjiba , H., larg controlling shareholders and stock price synchronicity , www,J., Hao, H., and Xu .C., 2007 , What determines the synchronicity of stock price movements in the Shanghai and Shenzhen stock exchange ? WWW

Khandaker, sarod, Co-movement : An empirical analysis . www google , with out date or . publisher nonse

Louis, st. Identification structure SVAR , working paper , reserue bank st . , 2003

Rajgopal, s, & venkatachalam , M., 2006 Financial reporting quality , working paper . . university of washington

Ross , Stephen . A . westerfield , Randolph w . and Jaff , J ,, corporate finance , 6th ed mc graw-hill co., inc, 2002

Khandaker, sarod , R square measure of stock synchronicity , international review of business research vol.7.No,janauary, 2011

Wan, B., Xia X., and Xiao, H., stock price synchronicity and limited arbitrage , Iraqi virtual science library , 2011

Wang , J., and Zou ,L., stock price co movement of ADR , international Review of business . research vol .9. No 5 . September, 2013

Xing , X., and Anderson R., stock price synchronicity and public firm – specific information , Journal of financial markets v.14 , issue 2 ,2011, Iraqi virtual science library .

Yang Y., zhang , Y. 2006 . R-square : noise or firm specific information , working paper , . Chinese university

حنفي ، عبد الفقار ، اسواق المال ،بنوك تجاره ،شركات تأمين واستثمار ،الدار الجامعيه للطباعه والنشر ،الاسكندر .٢٠٠٢