

The Impact of Applying Corporate Governance on Firm Value from the Perspective of the Cost of Capital: An Applied Study on the Egyptian Stock Market

Rabab Mohamed Hassan

<https://www.doi.org/10.56830/IEYQ2420>

Abstract:

This research aims to identify the impact of the application of corporate governance on the value of the enterprise from the perspective of the cost of capital through an applied study, and to identify the concept, objectives and advantages of applying corporate governance as well as accounting principles and mechanisms, and also the impact of corporate governance on disclosure and transparency, and the importance and mechanism of quality disclosure and transparency In light of corporate governance, and to identify disclosure and transparency and their impact on the cost of capital through knowledge of the elements of the cost of capital, the relationship between transparency and the cost of capital, and approaches to studying the relationship between the degree of information transparency and the cost of capital, which is divided into the direct approach to studying the relationship between the degree of information transparency And the cost of capital - the indirect approach to studying the relationship between the degree of information transparency and the cost of capital, as well as analyzing the value of the enterprise in the light of the impact of the cost of capital through the approaches to measuring the value of the enterprise, which are divided into the book entry - the market entrance - the discounted cash flows entrance. The study concluded that the importance of the cost of capital is due to its direct impact on maximizing the value of the enterprise, and it also entails many financial decisions taken by the management, such as using it when calculating the present value of net cash flows as a basis for differentiating between available investment projects. The study recommends the need to develop and spread awareness of transparency among preparers and users of financial statements and reports, as well as the need to encourage investors to deal with financial analysts to follow up on the activities of the facility and provide investors with information, which may reduce information asymmetry.

key words: Corporate governance, firm value, cost of capital.

تأثير تطبيق حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري)

رباب محمد حسن محمد

كلية التجارة بالإسماعيلية - جامعة قناة السويس - مصر

الملخص:

يهدف هذا البحث إلى التعرف على تأثير تطبيق حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال من خلال عمل دراسة تطبيقية ، والتعرف على مفهوم وأهداف ومزايا تطبيق حوكمة الشركات وكذلك المبادئ والآليات المحاسبية ، وأيضاً أثر حوكمة الشركات على الإفصاح والشفافية ، وأهمية آلية جودة الإفصاح والشفافية في ظل حوكمة الشركات ، والتعرف على الإفصاح والشفافية وتأثيرها على تكلفة رأس المال من خلال معرفة عناصر تكلفة رأس المال، والعلاقة بين الشفافية وتكلفة رأس المال ، ومداخل دراسة العلاقة بين درجة شفافية المعلومات وتكلفة رأس المال التي تنقسم إلى المدخل المباشر لدراسة العلاقة بين درجة شفافية المعلومات وتكلفة رأس المال - المدخل غير المباشر لدراسة العلاقة بين درجة شفافية المعلومات وتكلفة رأس المال وكذلك تحليل قيمة المنشأة في ضوء تأثير تكلفة رأس المال من خلال مداخل قياس قيمة المنشأة والتي تنقسم إلى المدخل الدفترى - المدخل السوقي - مدخل التدفقات النقدية المخصومة . وتوصلت الدراسة إلى أنه ترجع أهمية تكلفة رأس المال إلى تأثيرها المباشر على تعظيم قيمة المنشأة كما يترتب عليها العديد من القرارات المالية التي تتخذها الإدارة مثل استخدامها عند حساب القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية كأساس للمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية المتاحة. وتوصي الدراسة إلى ضرورة تنمية ونشر الوعي بالشفافية بين معدي ومستخدمي القوائم والتقارير المالية، وكذلك ضرورة تشجيع المستثمرين على التعامل مع المحللين الماليين لمتابعة أنشطة المنشأة وإمداد المستثمرين أولاً بأول بالمعلومات مما قد يقلل من عدم تماثل المعلومات.

الكلمات الافتتاحية: حوكمة الشركات، قيمة المنشأة، تكلفة رأس المال.

الإطار العام للدراسة

١ - المقدمة

حظي موضوع حوكمة الشركات Corporate Governance بإهتمام كبير من قبل الباحثين والحكومات والمنظمات المهنية على المستويين العالمي والمحلي، وذلك نتيجة لحدوث العديد من الأزمات الاقتصادية والمالية عالمياً ومحلياً، وما نجم عنها من تعرض حملة الأسهم والعاملين وأصحاب المصالح الأخرى لخسائر ضخمة.

وبذلك تعتبر الحوكمة أداة قوية وفعالة تباشر وتراقب الشركات، فتسعى إلى تخفيض الوكالة الناجمة عن انفصال الملكية عن الإدارة، وتحدد سبل توزيع الحقوق والواجبات بين المشاركين المختلفين بالشركة (كأعضاء مجلس الإدارة والمديرين، وحملة الأسهم، وأصحاب المصالح الأخرى)، وتوضح قواعد وإجراءات اتخاذ القرارات المتعلقة بشئون أعمالها (محمد عبد الحميد، ٢٠٠٩، ص ٢٠١) .

٢ - طبيعة المشكلة

تعد حوكمة الشركات من أهم العمليات الضرورية واللازمة لحسن عمل الشركات، وتأكيد نزاهة الإدارة فيها، وكذلك الوفاء بالالتزامات والتعهدات ولضمان تحقيق الشركات أهدافها، فإن حوكمة الشركات الجيدة في شكل الإفصاح عن المعلومات المالية، يمكن أن يعمل على تخفيض تكلفة رأس مال المنشأة، كما أن حوكمة الشركات الجيدة تساعد على جذب الاستثمارات سواء الأجنبية أم المحلية، وتساعد في الحد من هروب رؤوس الأموال، كما أصبحت قضية الحصول على المعلومات وسهولة الحصول عليها وحرية تداولها



ومصادقيتها ودقتها من القضايا الملحة على رجال الأعمال والمستثمرين. (مصطفى حسين بسيوني، ٢٠١٠، ص ٢٧).

وقد تزايد في الفترة الأخيرة الأهتمام بمفهوم تعظيم قيمة المنشأة، بتحسين قدرتها على الإبداع، وترويج منتجات جديدة ذات طابع فريد، وتعزيز المنافسة وزيادة حصتها السوقية، وتحقيق الاستقرار والتنمية المستدامة، بهدف تعظيم ثروة أصحاب المصالح، وزيادة ثروة حامل السهم، ورضا العملاء والعاملين، وتحقيق منافع اقتصادية ورفاهية للمجتمع.

وإذ ذلك، حل مفهوم تعظيم ثروة أصحاب المصالح stakeholder wealth maximization محل مفهوم تعظيم ثروة حامل السهم shareholder wealth maximization من خلال اتخاذ القرار والسلوك الأخلاقي للشركات.

ولتعظيم ثروة أصحاب المصالح، يجب ألا تعطى أفضلية لبعضهم على حساب البعض الآخر حتى لا يحدث ضياع اجتماعي social waste، أي يجب مراعاة البعد الأخلاقي لدى اتخاذ القرارات بالمنشأة، بحيث تتسم قرارات المنشأة بالأخلاقية، بهدف تعظيم قيمة المنشأة تجاه المجتمع (Guidi et al., 2008, p603).

واستقرت معظم الكتابات على أن تكلفة رأس المال Cost of Capital عبارة عن تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost. وقد استقر الفكر المالي على أن تكلفة الفرصة البديلة هي العائد الذي يمكن لأصحاب رأس المال الحصول عليه من استثمار أموالهم في أفضل البدائل المتاحة، وعلى ذلك فهي ترتبط بتخصيص الأموال والاختيار بين المشروعات الاستثمارية المتاحة أمام المنشأة التي يمكن لأي مشروع أن يعطي عائداً أقل من تكلفة الفرصة البديلة، وقد توصلت معظم الدراسات العملية إلى أن متخذي القرار يعتمدون أساساً على هذه التكلفة في اتخاذ قرارات الاستثمار (السعيد بريكة، ٢٠٠٦، ص ١١).

وفي ضوء ما سبق فإن البحث يسعى إلى الإجابة على مجموعة من التساؤلات التالية:

- ١- ماهو مفهوم حوكمة الشركات وما هي أهدافها ومزايا تطبيقها؟
- ٢- كيف يمكن تطبيق مبادئ وآليات حوكمة الشركات؟
- ٣- ماهي عناصر تكلفة رأس المال؟
- ٤- ما هي مداخل قياس قيمة المنشأة؟
- ٥- هل هناك تأثير لتطبيق مبادئ وآليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال؟

الدراسات السابقة

١- دراسة (خالد، ٢٠٠٧)

هدفت الدراسة الى ابراز دور حوكمة الشركات على تحسين كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركات وتدعيم قدرتها التنافسية في الأسواق، مما يمكنها من جذب مصادر تمويل محلية ودولية للتوسع والنمو مما يجعلها قادرة على خلق فرص عمل جديدة مع الحرص على تدعيم استقرار أسواق المال والأجهزة المصرفية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة والتنمية الاقتصادية المستهدفة.

توصلت الدراسة إلى أن نتائج التحليل الإحصائي منحت دوراً مهماً وبارزاً لأبعاد حوكمة المؤسسات والذي تفتقر لها المصارف الاستثمارية موضوعه الدراسة، ولقد كان لشفافية التعامل والعدالة الجانب الأكبر في الأسئلة المطروحة ضمناً على ذوي المسؤولية والاختصاص والتي كان لها تأثير على جوانب أخرى مثل عمليات جذب المستثمرين، وتنمية القوى العاملة.

٢- دراسة (Black et al., 2008)

هدفت الدراسة إلى التعرف على كيفية تأثير حوكمة الشركات على قيمة المنشأة بالتطبيق على الشركات الكورية، متسائلة عما إذا كان مستوى حوكمة الشركات يؤثر على قيمة سوق المنشأة أو على المنشأة ككل، وماهي القنوات التي يتم من خلالها كذلك.

توصلت الدراسة إلى وجود عدة قنوات . ففي ظل المنشآت الكورية الحاصلة على درجة أعلى في دليل حوكمة الشركات ، تكون صفقاتها ذات العلاقة أقل تعارضاً مع قيمة المنشأة وتتسم ربحيتها بحساسية أكثر لدى مقارنتها بربحية الصناعة، وتقل نفقاتها الرأسمالية ويكون الاستثمار فيها أكثر حساسية للربحية وفرض النمو، وتنمو مبيعاتها بدرجة أقل، وتتسم ربحيتها بحساسية أكبر لفرص النمو، ويرتبط هيكل مجلس إدارتها الجيد بربحية أعلى، وتكون التوزيعات أعلى ومراقبة من أجل الربح وتتسم بحساسية أكثر تجاهه. كما تبين النتائج وجود رابطة بين هيكل مجلس الإدارة وقيمة المنشأة من ناحية، وبين هذا الهيكل وهذه القنوات من ناحية أخرى.

٣- دراسة (وفاة، ٢٠٠٨)

هدفت الدراسة إلى بيان دور مستويات الإفصاح في إيجاد حوكمة جيدة وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال، واعتمدت الباحثة على عينة متعددة المراحل حيث تم اختيار عينة بسيطة من شركات السمسرة وتم اختيار عينة منتظمة من المستثمرين الأفراد، وعينة من المحللين الماليين والمحاسبين في بورصة الأوراق المالية وأخيراً عينة من أعضاء هيئة التدريس لأخذ الرأي العلمي لهم فيما يخص الدور الحوكمي لمستويات الإفصاح .

توصلت الدراسة إلى أن الحوكمة أصبح لها دور فعال في حماية الشركات وتأكيدها ومصداقيتها وحماية الشركة من أي تغيرات ومستجدات تؤثر سلباً عليها، وإن الحوكمة تزيد تدعيم عنصر الشفافية في كافة المعاملات والذي يمكن من خلاله ضبط عناصر الفساد، وأن زيادة درجة الشفافية واتباع مبادئ الحوكمة سيؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية وزيادة السيولة وأكدت الدراسة أن هناك علاقة عكسية بين درجة الإفصاح وتكلفة رأس المال حيث إنه كلما زاد الإفصاح عن المعلومات انخفضت تكلفة رأس المال، وأن زيادة درجة الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال .

٤- دراسة (Erkens,2010)

هدفت الدراسة إلى توضيح أثر التنوع الإقليمي على ممارسات الشفافية وحوكمة الشركات تكشف عن نفسها بأشكال عديدة من مكان إلى آخر .

توصلت الدراسة إلى أن الشفافية تعد من أهم مبادئ الحوكمة التي تؤدي إلى استقرار الأسواق المالية وتشجيع الاستثمارات والقدرة التنافسية والنمو الاقتصادي في الأسواق الناشئة ، وتؤدي إلى الاستخدام الأفضل للموارد من أجل تعزيز التنمية الاقتصادية .

٥- دراسة (أسامة، ٢٠١١)

هدفت الدراسة إلى توضيح الدور المعلوماتي لمحتوى الإفصاح عن قائمة التدفقات النقدية والربح المحاسبي على نشاط سوق الأوراق المالية وذلك من خلال: اختبار طبيعة العلاقة بين كل من التدفقات النقدية وبين عوائد الأسهم وحجم المعاملات وقيمتها، واختبار طبيعة العلاقة بين كل من صافي الربح قبل وبعد خصم العناصر الاستثنائية وبين عوائد الأسهم وحجم المعاملات وقيمتها، وقام الباحث باختيار عينة عددها ١٣ بنكاً مصريةً وذلك خلال الفترة من ٢٠٠٢-٢٠٠٩، وقام الباحث بالتركيز على تلك الفترة لصدور دليل التعليمات الرقابية على البنوك بالبنك المركزي .

توصلت الدراسة إلى أهمية المحتوى المعلوماتي لكل من التدفقات النقدية والربح المحاسبي في تفسير التغيرات في نشاط الأوراق المالية مما يساعد في اتخاذ القرارات، وهناك تشابه بين متطلبات معيار رقم ٩٥ الأمريكي وبين المعيار رقم ٧ الدولي من حيث نطاق التطبيق ومكونات النقدية والتبويب وعرض التدفقات حسب الأنشطة .

٦- دراسة (أمال، ٢٠١١)

هدفت الدراسة إلى توضيح العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية وظاهرة عدم تماثل المعلومات وأثرها على تكلفة رأس المال، وكانت عينة البحث مكونة من ٣ مجموعات اشتملت على ٢٣ من المستثمرين في



الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصرية، ٢٢ من معدى القوائم المالية، و ٤٤ من المحللين الماليين قد تم اختيارهم بصورة عشوائية.

توصلت الدراسة إلى أن ظاهرة عدم تماثل المعلومات من أكثر القضايا ذات الارتباط العكسي بجودة الربح المحاسبي، وأيضاً أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين جودة الأرباح المحاسبية والحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال .

من خلال إستعراض الدراسات السابقة يمكن للباحثة أن تستنتج ما يلي:

- اتفقت معظم الدراسات على أن الشفافية تعد من أهم مبادئ الحوكمة التي تؤدي إلى استقرار الأسواق المالية ، وإبراز دور حوكمة الشركات على تحسين كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركات وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال .

- أشارت بعض الدراسات إلى الاهتمام بقيمة المنشأة في الفترة الحديثة ، حيث تتكامل موارد المنشأة وعملياتها للوصول إلى صافي قيمة متزايدة ، وتوجيه هذه الموارد إلى الاستثمارات الهامة بهدف تعظيم قيمة حامل السهم ، وبما لا يتعارض مع حقوق أصحاب المصالح الأخرى .

- أوضحت نتائج بعض الدراسات أن هناك علاقة عكسية بين درجة الإفصاح وتكلفة رأس المال حيث إنه كلما زاد الإفصاح عن المعلومات انخفضت تكلفة رأس المال .

- ندرة الدراسات العربية التي تناولت عمل دراسة تحليلية لتأثير تطبيق مبادئ وآليات الحوكمة على قيمة المنشأة ، كما تتسم الدراسات التي تمت باللغة العربية بعدم دراستها لتأثير هذه العلاقة من منظور تكلفة رأس المال .

ومن هنا تبرز الإضافة البحثية لهذا البحث إلى تتمثل في دراسة شاملة متكاملة في هذا المجال البحثي ، لتأثير تطبيق مبادئ وآليات الحوكمة على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال والوقوف على مدى إتساق وتوافق نتائج الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة.

ثالثاً: أهداف البحث

يتجسد الهدف الرئيسي للبحث تأثير تطبيق حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري)، وينبثق من هذا الهدف مجموعة من الأهداف الفرعية التالية :

في تتمثل أهداف البحث في الإجابة على التساؤلات السابقة وعليه تتمثل أهداف البحث فيما يلي:

- 1- التعرف على مفهوم حوكمة الشركات وأهدافها ومزايا تطبيقها.
- 2- التعرف على كيفية تطبيق مبادئ وآليات حوكمة الشركات .
- 3- التعرف على تكلفة رأس المال .
- 4- التعرف على مداخل قياس قيمة المنشأة .
- 5- التعرف على تأثير تطبيق مبادئ وآليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال.

رابعاً: أهمية البحث

يمكن توضيح أهمية البحث من خلال النقاط التالية:

أ- الأهمية الأكاديمية :

- 1- تعتبر مبادئ حوكمة الشركات أحد الآليات الهامة التي يمكن الاعتماد عليها في مكافحة الفساد الإداري والمالي وتخفيض المخاطر.
- 2- المعايير السليمة للحوكمة تدعم كفاءة الإدارة المالية، كما أن النظام السليم للتقارير هو الذي يوفر المعلومات الحيوية والتي تساعد على اختيار القرارات الاستثمارية السليمة بما يدعم مفهوم تعظيم القيمة .
- 3- التعرف على الجوانب العلمية لمبادئ حوكمة الشركات ودورها في تعزيز قيمة المنشأة وذلك لتقديم معلومات شاملة تفيد أصحاب المصالح الداخلية والخارجية ذات الصلة .

٤- تأثير تكلفة رأس المال المباشر على تعظيم قيمة المنشأة كما يترتب عليها العديد من القرارات المالية التي تتخذها الإدارة.

ب- الأهمية التطبيقية :

هناك حاجة واضحة إلى الدراسات التطبيقية في مجال تأثير تطبيق حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال نظراً لتزايد أهمية الأسواق المالية في تعبئة الموارد وتوفير رأس المال اللازم للمنشآت وترتبط تكلفة رأس المال (العائد) بدرجة الخطر المرتبطة بالاستثمار في كل مجال .

خامساً: فروض البحث :

في ضوء طبيعة المشكلة للبحث وأهدافه تتمثل فروض البحث كما يلي :

الفرض الأول : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الشفافية وجودة المعلومات المحاسبية.

الفرض الثاني : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة.

سادساً: منهج البحث

سوف تعتمد الباحثة على المنهج الإستقرائي وذلك من خلال ملاحظة الظاهرة على النحو الذي تبدو عليه بصفة طبيعية ، ثم الإطلاع على الدراسات السابقة والاعتماد على النظريات العلمية لتحديد الخلفية النظرية للبحث لطبيعة وكيفية الاستفادة منها في معالجة مشكلة البحث، وذلك لتكوين الإطار النظري للبحث، وإستخلاص النتائج، للوصول إلى النتائج العامة للبحث.

سابعاً: حدود البحث

يتمثل مجتمع البحث المكون من مديري الشركات المقيدة في البورصة مع استبعاد قطاع البنوك والتأمين وكذلك المستثمرين المتعاملين في البورصة وأيضاً أعضاء هيئة التدريس (الأكاديميين)، أما عينة البحث تتكون من (٥٠٠) مفردة وذلك من خلال إعداد قائمة استقصاء .

ثامناً: تقسيمات البحث:

القسم الأول: الإطار النظري للبحث:

يتناول تأثير تطبيق حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال من خلال عرض الإطار العام لحوكمة الشركات بالتركيز على مبدأ الإفصاح والشفافية، الإفصاح والشفافية وتأثيرها على تكلفة رأس المال، تحليل قيمة المنشأة في ضوء تأثير تكلفة رأس المال. عرض الدراسات السابقة المرتبطة بالدراسة الحالية

القسم الثاني: الدراسة التطبيقية

سوف تتم الدراسة التطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري

القسم الثالث: النتائج والتوصيات:

- النتائج

- التوصيات

القسم الأول: الإطار النظري للبحث

أولاً: الإطار العام لحوكمة الشركات بالتركيز على مبدأ الإفصاح والشفافية

١- مفهوم حوكمة الشركات

حوكمة الشركات بصورة عامة هي بين مجموعة من الأسس والمبادئ والنظم التي تحكم العلاقة بين مجلس الإدارة من ناحية وبين ملاك الشركة والأطراف الأخرى المتعاملة معها من ناحية أخرى ، بهدف تحقيق أفضل حماية وتوازن بين مصالح كل تلك الأطراف (دليل حوكمة الشركات في مصر ، ٢٠١٦ ، ص٨) .

وعرفت حوكمة الشركات بأنها نظام للتوجيه والتحكم والرقابة على نشاط الشركات المساهمة ، مبنى على تنظيم عملية اتخاذ القرار في هذه الشركات ، وتوزيع الصلاحيات والمسؤوليات فيما بين



الأطراف الرئيسية في الشركة ، وذلك لخدمة مصالح المساهمين بشكل عام (أمين السيد ، ٢٠١٠ ، ص ١٣٢) .

٢- أهداف ومزايا تطبيق حوكمة الشركات

يجب على الشركات المصرية أن تسعى إلى تطبيق قواعد الحوكمة والإلتزام بها ليس امتثالاً للقوانين والتعليمات الرقابية فحسب، ولكن أيضاً لما تحققه الحوكمة من منافع عديدة فضلاً عن تطوير مناخ الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي بشكل عام (دليل حوكمة الشركات في مصر ، ٢٠١٦ ، ص ٨) .

وتتسم حوكمة الشركات القابلية للتطبيق، ومزاياها عديدة منها على سبيل المثال لا الحصر:

أ- حماية الحقوق بشكل مطلق، مثل حماية حقوق المساهمين أو ملاك الشركة ، وحقوق العاملين بها، وأيضاً حقوق المتعاملين مع الشركة مثل العملاء والدائنين والموردين وأجهزة الدولة ، حتى تمتد لحماية المجتمع ككل والبيئة التي تعمل فيها الشركة .

ب- تحقيق أفضل معدلات استدامة ممكنة للشركات .

ج- تحسين كفاءة التشغيل ودعم الرقابة على الأداء .

د- توفير التمويل وتخفيض تكلفة رأس المال .

هـ- الحد من تأثير المخاطر والأزمات .

و- العمل على تجنب تعارض المصالح عند تعاملات الداخلين والأطراف ذوى العلاقة.

ز- مساعدة الشركات العائلية للتحويل للشكل المؤسسي .

ومن خلال تطبيق الحوكمة، فإن شركات المساهمة المغفلة سيصبح من السهل عليها قيد أوراقها المالية بالبورصة، الأمر الذي يستوجب انتباه مساهميها وإدارتها إلى ضرورة متابعة تطبيق الحوكمة تمهيداً واستعداداً للقيد في سوق الأوراق المالية . فالتأهيل السليم للطرح العام أو القيد في البورصة يأتي عن طريق تطبيق مبادئ الحوكمة مقدماً بشكل سليم.

٣- مبادئ حوكمة الشركات

حاولت العديد من المنظمات المهنية جاهدة نحو وضع مبادئ لحوكمة الشركات ، ومن هذه المنظمات:

- معهد التمويل الدولي (IIF) .

- مركز الحوكمة التابع لجامعة (Kennesaw) .

- مجلس إعداد التقارير المالية (FRC) .

- منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) .

ورغم هذا التعدد إلى أن أكثر هذه المبادئ قبولاً واهتماماً هي المبادئ الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) عام ١٩٩٩ والتي تم إعادة صياغتها عام ٢٠٠٤ ، والتي أعدت الأساس الذي يتم الاستناد إليه في العديد من دول العالم ، نظراً لما تحتويه تلك المبادئ من مضمون عالمي ومرونة كبيرة في التطبيق في ظل الظروف البيئية المتباينة ، وتغطي هذه المبادئ ستة مجالات أساسية يمكن تلخيصها فيما يأتي (OECD,2004) :

أ- وجود إطار فعال للحوكمة :

لابد من وجود إطار عام للحوكمة يحقق الإفصاح والشفافية عن كل المعلومات لكافة الأطراف ، مع ضمان الإلتزام بكافة القوانين واللوائح ، وضرورة أن تتسم الجهات الإشرافية بالنزاهة والموضوعية واتخاذ كافة الإجراءات اللازمة التي تحقق الإفصاح والشفافية لكافة الأطراف ذات المصلحة في الوقت المناسب .

ب- حماية حقوق المساهمين :

يجب أن يحمي إطار الحوكمة حقوق المساهمين ، وتشمل حق نقل ملكية الأسهم ، وحق اختيار أعضاء مجلس الإدارة ، وحق التصويت في الجمعيات العمومية ، وحق الحصول على القوائم المالية وأي معلومات ذات أهمية في الوقت المناسب ، وحق الحصول على عائد من الأرباح ومنح الأسهم .

ج- المعاملة المتساوية والعادلة بين المساهمين:

يجب أن يضمن إطار الحوكمة توفير المساواة بين كافة المساهمين (صغار المساهمين والمساهمين الأجانب... وغيرهم)، وتجنب التحيز ضد أو مع فئة من المساهمين للحصول على حقوقهم القانونية والإطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين.

د- احترام حقوق أصحاب المصالح:

وتشمل احترام حقوقهم القانونية والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق ، وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة على الرقابة على الشركة ويقصد بأصحاب المصالح والبنوك والعاملين وحملة السندات والموردين والعملاء .

هـ- الإفصاح والشفافية:

يجب أن يتضمن إطار الحوكمة تقديم إفصاحات كافية وملائمة وفي توقيت مناسب وتكون دقيقة وموثوقة وشاملة لكل الأمور الهامة بشأن الشركة وخاصة المتصلة لتأسيس الشركة وبيان الموقف المالي والملكية والعناصر التي تمس الأداء الإداري وأسلوب ممارسة السلطة .

و- مسؤوليات مجالس الإدارة:

وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية ، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية .

٤- الآليات المحاسبية لحوكمة الشركات

المقصود بالآليات حوكمة الشركات هو مجموعة الوسائل التي يتم تصنيفها وتنفيذها بهدف ترشيد وتوجيه ورقابة سلوك الإدارة العليا لاتخاذ القرارات التي تؤدي إلى تحقيق مصالح الملاك ومن ثم التخلص من حدة مشكلة الوكالة وهناك عدة تصنيفات لآليات الحوكمة (محمد سامي، ٢٠١١، ص ٤٤٦-٤٤٧):

أ- التصنيف الأول: الآليات الداخلية والآليات الخارجية.

ب- التصنيف الثاني: الآليات المحاسبية والآليات غير المحاسبية (قانونية ورقابية، إدارية وتنظيمية).

وتمائشياً مع طبيعة دراستنا ستكتفي الباحثة بدراسة الآليات المحاسبية للحوكمة، وأهمها:

١- التقارير المالية ومعايير المحاسبة والمراجعة:

تعد معايير المحاسبة والمراجعة بمثابة العمود الفقري والركيزة الأساسية في تفعيل حوكمة الشركات، فهي تمثل أحد الآليات التي تحت الشركات على إتباع القواعد السليمة للمحاسبة وإجراء المراجعة الدورية المستقلة بما فيه صالح الشركة ككل حيث لوحظ تطور جودة التقارير المالية خلال فترة الثمانينيات بسبب تجميل القوائم المالية، وهو ما أدى إلى صدور تشريع جديد أطلق عليه اسم إلى Sarbans- oxley والذي يؤكد على أهمية وجود آليات إفصاح وشفافية فعالة، بالإضافة إلى توصيته بمراقبة أداء شركات المحاسبة والمراجعة لضمان كفاءة أداء مهامها (نرمين نبيل، ٢٠٠٦، ص ١٠-١١) .

٢- المراجعة الداخلية (إبراهيم سيد، ٢٠١٠، ص ١٩٢-١٩٧):

تساعد المراجعة الداخلية المنشأة في تحقيق أهدافها، وتأكيد فعالية الرقابة الداخلية، والعمل مع مجلس الإدارة ولجنة المراجعة من أجل إدارة المخاطر والرقابة عليها في عملية حوكمة الشركات، من خلال تقييم وتحسين العمليات الداخلية للمنشأة، بما يؤكد على جودة ممارسة المنشأة لأعمالها، ومن ثم صحة المعلومات المحاسبية التي تفصح عنها المنشأة وذلك نتيجة لاستقلال المراجعة الداخلية وتبعيتها لرئيس مجلس الإدارة و اتصالها برئيس لجنة المراجعة .

٣- المراجعة الخارجية:

أصبح دور المراجعة الخارجية جوهرياً وفعالاً في مجال الحوكمة نتيجة لما يقوم بها المراجع الخارجي من إضفاء الثقة والمصداقية على المعلومات المحاسبية، وذلك من خلال إبداء رأيه الفني المحايد في تقرير المراجعة عن مدى صدق وعدالة القوائم المالية التي تعدها المنشأة .



٤- لجان المراجعة :

أكدت معظم الدراسات والتقارير الخاصة بحوكمة الشركات على ضرورة لجان للمراجعة في المنشأة التي تسعى إلى تطبيق حوكمة الشركات ، وذلك لدورها الحيوي في زيادة مصداقية وموثوقية القوائم المالية التي تعدها الإدارة للمساهمين والمستثمرين، وكذلك لمساندة الإدارة العليا للقيام بمهامها المنوط القيام بها بكفاءة وفعالية ، ولتدعيم استقلالية المراجع الداخلي ، وحماية حيادية المراجع الخارجي ، فضلاً عن تحسين جودة أداء نظام الرقابة الداخلية ، وما يستتبعه من رفع كفاءة أداء عملية المراجعة (مجدى محمد ، ٢٠٠٩، ص ١٩).

٥- أثر حوكمة الشركات على الإفصاح والشفافية

يعد الإفصاح والشفافية وظاهرة حوكمة الشركات وجهان لعملة واحدة ، يؤثر كل منهما في الآخر ويتأثر به ، فالإفصاح المحاسبي في ظل حوكمة الشركات ، يصبح أكثر شفافية ، وزيادة الشفافية في الإفصاح المحاسبي تنتج من تفعيل حوكمة الشركات ، وتؤدي إلى حماية المستثمرين ، كما أن جودة القوائم المالية تعزز مصداقية المعلومات المحاسبية.

أ- الإفصاح المحاسبي

يعرف الإفصاح المحاسبي بأنه " عرض المعلومات الهامة للمستثمرين والدائنين وغيرهم بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المنشأة على تحقيق الأرباح في المستقبل وسداد التزاماتها (أمين السيد، ٢٠٠٩، ص ٦٦٠) . ويعتبر الإفصاح المحاسبي من المفاهيم المحاسبية الأساسية لأنه من خلاله يتم توصيل النتائج العمليات المالية للمنشأة إلى مختلف مستخدمي المعلومات المحاسبية، والجدير بالذكر أنه لا يوجد اتفاق حول مقدار ونوع المعلومات الواجب الإفصاح عنها لذا فقد تم تصنيف الإفصاح المحاسبي من عدة زوايا أهمها (عبير بيومي، ٢٠١١، ص ص ٨٨-٩٠):

١- زاوية درجة الالتزام بالإفصاح :

١-١- إفصاح إجباري :

يتم بإصدار المعايير المحاسبية التي يجب أن تتبع عند إعداد القوائم المالية ، وتحدد المعلومات المحاسبية التي يجب أن تفصح عنها المنشأة للمستثمرين.

١-٢- إفصاح اختياري :

يتم عن طريق الإفصاح الذاتي للمنشأة عن كافة المعلومات للمستثمرين ، بدون وجود مطلب قانوني .

٢- زاوية مقدار الإفصاح :

١-٢- إفصاح كافي :

يعني توفير الحد الأدنى من المعلومات في القوائم والتقارير المالية لمتخذي القرارات بما يمكنهم من اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية .

٢-٢- إفصاح عادل :

يركز على تقديم المعلومات التي تفي باحتياجات مستخدمي القوائم المالية على قدم المساواة وبالتالي ينطوي هذا النوع من الإفصاح على جانب أخلاقي .

٣-٢- إفصاح كامل :

يعني توفير كافة المعلومات والإيضاحات في القوائم المالية لمتخذي القرارات في ظل مفهوم الأهمية النسبية بحيث يمكن إدراك أن عدم توفير معلومات وإيضاحات معينة قد تحدث ضرراً بالغاً بمن يعتمد عليها في اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

ب - الشفافية المحاسبية

تعرف الشفافية المحاسبية بأنها مصطلح يشير إلى مبدأ خلق بيئة يتم خلالها جعل المعلومات عن الظروف والقرارات والتصرفات القائمة قابلة للوصول إليها بسهولة ومرئية ، وقابلة للفهم لكافة الأطراف المشاركة بالسوق فهي تعبر عن التمثيل الصادق للمعلومات عن أحداث ومعاملات المنشأة الواردة في القوائم المالية التي أعدت وفق المعايير الخاصة بإعدادها دولياً، وهي تختلف عن الإفصاح في كونها

تتخطى مبادئ التقارير والقوائم المالية لتزويد المستخدمين بالمعلومات التي يحتاجونها لإتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وواعية والشفافية لا تعد موضوعاً جديداً أو دخيلاً على نظم الحوكمة بالشركات فهي الآن وكما كانت في الماضي ، تحل مكانها الرفيع على أجندة كل شركة ومنظمة لكن الفارق يكمن في حجم الاهتمام الموجه لهذه القضية من الجمهور والعامّة نتيجة الأزمات التي اجتاحت بعض الدول ونشوء هذا المفهوم الجديد لها (أمين السيد، ٢٠٠٩، ص ٦٦٠) .

٦- أهمية وآلية جودة الإفصاح والشفافية في ظل حوكمة الشركات

تمثل آلية الإفصاح والشفافية أحد أهم ركائز وآليات حوكمة الشركات، فتوفير المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية يعد من أهم أدوات تحقيق مايلي (أحمد رجب، ٢٠٠٨، ص ١٨٠) :

أ- الصحة والسلامة المالية

ب- توفير المناخ المعلومات لجميع المهتمين بالمنشأة .

ج- جذب اهتمام المستثمرين وتعريفهم بالمنشأة .

د- تحقيق الانتباه واليقظة فيما يحدث في المنشأة .

ومن ثم تحرص معظم المنشآت على بناء وتأسيس نظام جيد للإفصاح والشفافية وتوفير المعلومات بالكم والجودة وفي الوقت المناسب مع التزام بالقواعد واللوائح المنظمة والتي تحدد جوانب ومجالات وخصائص الإفصاح سواء فيما يتصل بالموضوعات أو العناصر التي يتعين الإفصاح عنها وإثباتها بالقوائم المالية والتي تعد بغرض تزويد متخذي القرار بالمنشأة .

كما أن العلاقة بين حوكمة الشركات والإفصاح علاقة ذات اتجاهين حيث يتوقف تحقيق مزايا ومنافع الحوكمة على افصاح الشركات عن ممارسات الحوكمة بها مما يؤدي إلى زيادة مصداقية الشركات أمام جمهور المتعاملين واكتسابها سمعة حسنة الأمر الذي يعيد الثقة بها وبسوق المال ككل ، وبالتالي تحقيق معدلات نمو مرتفعة ، ويمكن القول بأن الإفصاح يعمل على تدعيم وزيادة فاعلية حوكمة الشركات .

كذلك تعمل حوكمة الشركات على تدعيم الإفصاح من خلال توفيرها لمعايير الإفصاح والشفافية تضمن شمول التقارير المالية للشركات على جميع المعلومات اللازمة والضرورية لإعطاء مستخدمي هذه التقارير صورة واضحة عن نشاط الشركة (نضال عزيز، ٢٠١١، ص ١٦٥) .

ثانياً: الإفصاح والشفافية وتأثيرها على تكلفة رأس المال

١- عناصر تكلفة رأس المال

ترجع أهمية تكلفة رأس المال إلى تأثيرها المباشر على تعظيم قيمة المنشأة كما يترتب عليها العديد من القرارات المالية التي تتخذها الإدارة مثل استخدامها عند حساب القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية كأساس للمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية المتاحة ، ويضم هيكل مصادر التمويل المستخدمة بالمنشأة مزيج من حقوق الملكية مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة بالإضافة إلى الاقتراض طويل المدى ، وتتأثر تكلفة رأس المال بمزيج الهيكل من الأموال المملوكة والمقترضة ونسبة كل عنصر منها ، ولكل مصدر تكلفته ومخاطرة الخاصة ، ويشير هيكل التمويل الأمثل إلى خفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى وتشمل شقين أساسيين هما (إيمان محمد، ٢٠١٣، ص ٣١٧-٣١٨) :

أ- تكلفة حق الملكية

يمكن التعبير عنها بمعدل العائد الذي يرغب المساهمين في الحصول عليه جراء استثماراتهم بالشركة ، ويضم عائد توزيعات الأرباح على الأسهم العادية بينما تحصل الأسهم الممتازة على نسبة ثابتة من التوزيعات تدفع بصفة دورية ووفقاً لنوع السهم مجمع الأرباح أو غير المجمع ، ويعتبر السعر السوقي للأسهم الممتازة له أفضلية لتحديد تكلفة حق الملكية على أساس العائد المتوقع على الاستثمارات في ضوء مستوى المخاطر الحالية.

ب- تكلفة الأموال المقترضة

عرفها معيار المحاسبة المصري رقم (١٤) بعنوان "تكلفة الاقتراض" الصادر عام ٢٠٠٦ بأنها "الفوائد والتكاليف الأخرى التي تتكبدها المنشأة نتيجة لإقتراض الأموال"، ويقصد بالتكاليف الأخرى



استهلاك الخصم أو العالوة الخاصة بالاقتراض وأي رسوم أخرى ، وكذلك فروق العملة عند الاقتراض بالعملة الأجنبية ، وقد أتاح المعيار تحميل تكلفة الاقتراض على الفترة المالية التي حدثت فيها التكلفة ، أو رسمتها إذا ارتبطت بحياسة أو إنشاء الأصول .

كما تعتبر تكلفة الاقتراض (سندات طويلة الأجل أو قروض) وهي معدل الفائدة الفعلي الذي تدفعه المنشأة للمستثمر أو المقرض بعد تعديله بمقدار الوفورات الضريبية . ويزداد الإفصاح المحاسبي في الشركات التي ترتفع فيها نسبة الديون ضمن الهيكل التمويلي ووفقاً لعقود الديون التي تفرض قيود معينة على الشركة لحماية أموال المقرضين، مثل وضع حدود لسياسات توزيع الأرباح ، الحفاظ على حد أدنى لرأس المال العامل ووضع حدود عليا لبعض المؤشرات المالية مثل نسبة المديونية ، وذلك بهدف حماية مصالح المقرضين وعدم تخفيض قيمة صافي الأصول، بالإضافة إلى استمرار قدرة المنشأة على تحقيق تدفقات نقدية موجبة.

٢- العلاقة بين الشفافية وتكلفة رأس المال

إن حوكمة الشركات الجيدة التي تكمن في شكل الشفافية والإفصاح عن المعلومات المالية يمكن أن تعمل على تخفيض تكلفة رأس مال المنشأة. كما أن حوكمة الشركات الجيدة تساعد على جذب الإستثمارات سواء الأجنبية أو المحلية وتساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال ومكافحة الفساد الذي يدرك كل فرد الآن مدى ما يمثله من إعاقة للنمو وما لم يتمكن المستثمرون من الحصول على ما يضمن لهم عائد على استثماراتهم، فإن التمويل لن يتدفق إلى المنشآت. وبدون النفقات المالية لن يمكن تحقيق الإمكانيات الكاملة لنمو المنشأة وإحدى الفوائد الكبرى التي تنشأ من تحسين حوكمة الشركات هي ازدياد إتاحة التمويل وإمكانية الحصول على مصادر أرخص للتمويل وهو ما يزيد من أهمية الحوكمة بشكل خاص بالنسبة للدول النامية (Clement Michael,2000,p83).

٣- مداخل دراسة العلاقة بين درجة شفافية المعلومات وتكلفة رأس المال هما:

١- المدخل المباشر لدراسة العلاقة بين درجة شفافية المعلومات وتكلفة رأس المال.

٢- المدخل غير المباشر لدراسة العلاقة بين درجة شفافية المعلومات وتكلفة رأس المال.

وسوف نتناول الباحثة كل من المدخلين على النحو التالي:

١- المدخل المباشر لدراسة العلاقة بين درجة شفافية المعلومات وتكلفة رأس المال

وفقاً لهذا المدخل يتم دراسة وتحليل أثر درجة شفافية المعلومات على تكلفة رأس المال ذاتها، وليس دراسة وتحليل أثر درجة شفافية المعلومات على المتغيرات التي ترتبط بتكلفة رأس المال والدراسة في هذا المدخل توفر دليل مباشر على العلاقة بين درجة الشفافية والإفصاح عن المعلومات وتكلفة رأس المال (ماريام وجدي، ٢٠١٠، ص ٥٩).

حيث أشارت إحدى الدراسات (Lang & Maffett,2010,p61) إلى أن الدراسات السابقة التي إهتمت بدراسة العلاقة بين درجة الشفافية عن المعلومات وتكلفة رأس المال – إهتمت بدراسة أثر درجة الشفافية عن المعلومات على المتغيرات التي من المتوقع أن ترتبط بتكلفة رأس المال، وليس دراسة أثرها على تكلفة رأس المال ذاتها.

كما أوضحت الدراسة أيضاً وجود علاقة عكسية بين درجة الإفصاح عن المعلومات وتكلفة رأس المال حيث أن زيادة درجة الإفصاح عن المعلومات تؤدي إلى تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والشركة، وقد أكد الباحثين على وجود علاقة مباشرة بين كمية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها ونوعيتها من ناحية وتكلفة رأس المال من ناحية أخرى.

ولقد أوضحت كثير من الدراسات التي تناولت أهمية المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية وتأثيرها على تكلفة رأس المال الحقائق التالية (عوض سلامة ، ٢٠٠٤ ، ص ٣١٧):

١- أن المعلومات المحاسبية تعتبر المصدر الأساسي في وضع أو إنشاء أو ترتيب الأسعار النسبية للأوراق المالية.

ب- تمثل المعلومات المحاسبية جزءاً أساسياً من المعلومات التي تساهم في تحديد الأسعار واتخاذ القرارات الإستثمارية في سوق الأوراق المالية، وتحتل الأولى بين العوامل المؤثرة على الأسعار، حيث يبذل المحللين جهداً كبيراً من أجل هذه المعلومات وما لها من تأثير على تخفيض تكلفة رأس المال ومخاطر الإستثمار عند إصدار توصياتهم ببيع أو شراء الأوراق المالية وبالتالي على قيمة المنشأة.

ج- وجود علاقة عكسية بين درجة الشفافية عن المعلومات وتكلفة رأس المال.

د - إمكانية استخدام المعلومات المحاسبية التي تم معالجتها بنماذج رياضية وإحصائية لقياس المخاطر في البورصة وتقييم الأسعار الحقيقية للأسهم.

٢- المدخل غير المباشر لدراسة العلاقة بين درجة شفافية المعلومات وتكلفة رأس المال:

وفقاً لهذا المدخل تتم دراسة أثر درجة الشفافية عن المعلومات على المتغيرات التي ترتبط بتكلفة رأس المال، أي أن دراسة العلاقة بين درجة الإفصاح عن المعلومات وتكلفة رأس المال تتم بطريقة غير مباشرة، إلا أن المنشآت التي تتبع هذا المدخل تختلف بالنسبة لمتغيرات المرتبطة بتكلفة رأس المال والتي يتم الإعتماد عليها لدراسة العلاقة بين درجة الإفصاح عن المعلومات وتكلفة رأس المال .
ويمكن التمييز في هذا الصدد بين مدخلين كما يلي (شريف سعيد، ٢٠٠٨، ص ١٣):

المدخل الأول:

يهتم بدراسة أثر درجة الشفافية عن المعلومات والسيولة في سوق الأوراق المالية وتكلفة رأس المال وأرباح المديرين المتوقعة من قيام المديرين بالإتجار وفقاً للمعلومات الخاصة التي تتوفر لديهم. وذلك من خلال دراسة نظرية لأثر الشفافية عن المعلومات على السيولة في سوق الأوراق المالية، وبالتالي على تكلفة رأس المال، وأيضاً أثر الإفصاح عن المعلومات على أرباح المديرين المتوقعة من قيام المديرين بالإتجار وفقاً للمعلومات الخاصة التي تتوفر لديهم واتضح من الدراسة في هذا المدخل ما يلي (عادل عبد الفتاح، ٢٠١٠، ص ١٤٤):

أ- تؤدي زيادة درجة الشفافية عن المعلومات إلى تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات، مما يؤدي إلى زيادة السيولة في سوق الأوراق المالية، وبالتالي يؤدي إلى تشجيع المستثمرين على الإقبال والإستثمار في الشركة، مما ينعكس على تخفيض تكلفة رأس المال وبالتالي على قيمة المنشأة.

ب- تؤدي زيادة درجة الشفافية عن المعلومات إلى تخفيض أرباح المديرين المتوقعة من قيامهم بالإتجار وفقاً للمعلومات الخاصة التي تتوفر لديهم، مما يؤثر على مشاكل الوكالة وبصفة خاصة مشكلة التخلخل الأخلاقي

المدخل الثاني:

يهتم هذا المدخل بدراسة العلاقة بين درجة الشفافية عن المعلومات ومخاطر التقدير التي تواجه المستثمرين وتكلفة رأس المال، وذلك من خلال دراسة نظرية لأثر درجة الشفافية والإفصاح عن المعلومات على مخاطر التقدير التي تواجه المستثمرين عند قيام المستثمرين بإعداد التقديرات عن معلومات التوزيع الإحتمالي للعائد وبالتالي على تكلفة رأس المال وتوصل هذا المدخل للنتائج التالية (طارق عبد العال، ٢٠١٠، ص ٨٢):

أ- تؤدي زيادة درجة الشفافية عن المعلومات إلى تخفيض مخاطر التقدير التي تواجه المستثمرين عند قيام المستثمرين بإعداد التقديرات لمعلومات التوزيع الإحتمالي للعائد، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس مال الأسهم، مما ينعكس في تخفيض تكلفة رأس المال.

ب- الظروف الإقتصادية العامة التي تشتمل على الطلب والعرض على رأس المال داخل الإقتصاد ومستوى التضخم - تنعكس هذه الظروف الإقتصادية العامة في معدل العائد الخالي من المخاطر.

ج- تؤدي زيادة درجة الشفافية عن المعلومات إلى تخفيض المخاطر التي تحيط بالأوراق المالية الخاصة بالشركة وبالتالي زيادة القدرة على تسويق الأوراق المالية الخاصة بالشركة بين المستثمرين، مما يؤدي إلى تخفيض معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين، مما ينعكس في تخفيض تكلفة رأس المال.



وخلاصة القول إن تكلفة رأس المال - من وجهة نظر المستثمرين الذين يقدمون أموالهم للشركة - تعبر عن معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين. أما من وجهة نظر الشركة، فإن تكلفة رأس المال تمثل تكلفة الحصول على الأموال التي تحتاج إليها الشركة من مصادر التمويل طويلة الأجل - التي تتضمن التمويل بالإقتراض والتمويل بأموال الملكية.

ثالثاً: تحليل قيمة المنشأة في ضوء تأثير تكلفة رأس المال

تعد قيمة المنشأة هي المحور الذي يدور حوله اتخاذ القرارات والتصرفات المالية وغير المالية، ولذلك تعرف بأنها: عملية تحديد القيمة الاقتصادية لأصول المنشأة وما يقابلها من الخصوم، والقرارات المالية هي الترجمة الحقيقية لكل أهداف المنشأة، فلذلك يجب وضع هذه القرارات في صورة مالية حتى يمكن قياسها (أمال نوري، ٢٠١٣، ص ١٢٨).

وبناء على ما سبق سوف تتناول الباحثة ما يلي :

- مداخل قياس قيمة المنشأة وتنقسم إلى ثلاث مداخل وهي :

- أولاً: مدخل دفترتي .
- ثانياً: مدخل سوقي .
- ثالثاً: مدخل التدفقات النقدية المخصومة (مدخل ذاتي).

مداخل قياس قيمة المنشأة :

لتحديد قيمة المنشأة فهناك ثلاثة مداخل رئيسية لقياس قيمة المنشأة (مدخل دفترتي - مدخل سوقي

- مدخل التدفقات النقدية المخصومة (مدخل ذاتي)) وفيما يلي توضيح لكل منها :

أولاً : المدخل الدفترتي

ووفقاً لهذا المدخل فإن قيمة المنشأة هي القيمة الدفترية لإجمالي الأصول، وحيث إن إجمالي الأصول دفترياً لأبد وأن يتساوى مع إجمالي الخصوم وحقوق الملكية الدفترية، وبناءً عليه يمكن قياس قيمة المنشأة وفقاً لهذا المدخل طبقاً للمعادلة التالية :

قيمة الدفترية للمنشأة = إجمالي الأصول = إجمالي حقوق الملكية

وكون إجمالي الأصول الذي تم التوصل إليه محاسبياً معبراً عن القيمة الحقيقية لهذه المنشأة لا توجد مشكلة، ولكن المشكلة تظهر إذا لم يتحقق ذلك، فقد لا تعبر هذه القيمة الدفترية تعبيراً دقيقاً عن الحقيقة، وهذا يرجع للأسباب التالية (السعيد محمد، ٢٠٠٧، ص ٢١٨):

١- إن هذه القيمة الدفترية هي قيمة تاريخية تعبر عن الماضي وتقف عند تاريخ إعداد المركز المالي، والمنشأة مستمرة وبنود الأصول والخصوم في تغير مستمر .

إن هذه البنود (أصول أو خصوم) قد تختلف وتتأثر بما يسمى بالسياسات والأساليب المحاسبية

المستخدمة في إعداد القوائم المالية مثل سياسات الإهلاك أو سياسات تقييم مخزون آخر المدة،

ومن ثم فقد تتأثر قيم الأصول أو الخصوم بتلك السياسات المحاسبية المتبعة في المنشأة .

٢- وجود بعض أخطاء القياس وتنشأ نتيجة استخدام تقديرات بعض البنود المحاسبية مثل تقدير المخصصات المختلفة .

٣- إن القيم الدفترية لا تعكس أثر بعض العوامل الهامة ذات التأثير مثل المخاطرة أو القوة الشرائية

للنقود والتي تتأثر بالزمن، وبالتالي فإن هذه القيم الدفترية قد تكون بعيدة عن الحقيقة .

ولهذه الأسباب السابقة يمكن القول بأن قيمة الدفترية للمنشأة قد لا تمثل حقيقة القيمة، وبالتالي لا

يمكن الاعتماد على هذا المدخل، ولكن يمكن استخدامه كمؤشر للقيمة بجانب المداخل الأخرى، ولذلك لا بد

من الاعتماد على أحد المدخلين التاليين :

ثانياً : المدخل السوقي

تقدر قيمة المنشأة وفقاً لهذا المدخل والأسعار السوقية السائدة للأوراق المالية (أسهم وسندات) وقت التقييم،

أي أن هذا المدخل يقوم بالتركيز على مصادر الأموال في المنشأة والتي تتكون من (حسام

عطيه، ٢٠٠٢، ص ٤٢) :

- حقوق الملكية.

- الديون طويلة الأجل والممثلة بالسندات .

- الديون قصيرة الأجل .

وتقاس قيمة المنشأة طبقاً للمعادلة التالية :

قيمة المنشأة = قيمة الأسهم + قيمة السندات + الديون قصيرة الأجل

ولا بد من توافر بعض الشروط حتى يمكن الاطمئنان إلى تقديرات السوق لهذه الأوراق المالية وهي :

١- أن تكون مصادر أموال المنشأة (رأس المال والديون) قد تم إصدارها في شكل أوراق مالية من أسهم وسندات.

٢- أن توجد سوق للأوراق المالية (بورصة) ويتم فيها تداول هذه الأوراق المالية ويجرى عليها تعاملات من بيع وشراء .

٣- أن تكون هذه السوق ممثلة للنشاط الاقتصادي وعلى درجة عالية من الكفاءة وهذا يتطلب:

أ - أن تكون معظم الشركات ممثلة في السوق حتى يكون السوق من النوع الكثيف أي الذي يضم عدداً كبيراً من الأسهم والسندات لعدد كبير من الشركات الممثلة لكل الأنشطة الاقتصادية في المجتمع.

ب - أن تقوم الشركات بالإفصاح الكامل من جانبها عن كل أنشطتها وموقفها المالي بما يوفر المعلومات الكافية عن هذه الأوراق المالية وعدم إخفاء أي معلومات عن أنشطتها الاستثمارية والتمويلية.

ج- أن تكون هذه المعلومات متوفرة ومتاحة في وقتها ومتماثلة لجميع المتعاملين في الأوراق المالية من وسطاء وسماسرة ومحللين ومستثمرين حاليين ومرقبين .

وإذا ما توافرت هذه الشروط أمكن القول بأن أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الورقة المالية ومن ثم فإن هذه الأسعار تعبر عن حقيقة قيمة هذه الورقة المالية، والمشكلة أنه قد لا تتوافر بعض هذه الشروط - حتى في أكثر الدول عراقية في سوق الأوراق المالية - وخاصة ما يتعلق بمدى توافر المعلومات في وقتها وتمثلها للجميع، وهذا ما أدى إلى ضرورة أن يوجد مدخل آخر وهو المدخل الذاتي أو مدخل التدفقات النقدية المخصومة (السعيد بريكة، ٢٠٠٦، ص ١١).

ثالثاً: مدخل التدفقات النقدية المخصومة

هذا المدخل ليس منافساً للمدخل السوقي، بل هو مدخل يساعد على التأكد من سلامة المدخل السوقي في حالة توافره بل أكثر من ذلك أنه مدخل يساعد على توجيه المدخل السوقي وتصحيح انحرافات، ويسمى بالمدخل الذاتي لأنه يركز على جانب الاستخدامات (الأصول) وذلك بقياس قدرة هذه الأصول الذاتية على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلاً خلال عمر المنشأة، كما يسمى بمدخل التدفقات النقدية المخصومة حيث لا تتحقق تلك التدفقات النقدية دفعة واحدة بل على دفعات متكررة في توقيت زمني معين، ولذلك تتأثر بالقوة الشرائية ومعدلات التضخم، وبالتالي يجب خصم تلك التدفقات النقدية بمعدل خصم معين لعكس هذه الآثار الناجمة عن الزمن والقوة الشرائية للنقود بالإضافة إلى المخاطرة (طارق عبد العال، ٢٠١٠، ص ٨٨).

ويمكن قياس قيمة المنشأة وفقاً لهذا المدخل طبقاً للمعادلة التالية :

قيمة المنشأة = صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة طول عمر المنشأة

وتقدير قيمة المنشأة وفقاً لهذا المدخل يبني على خمسة محاور (سعيد توفيق، ٢٠٠٥، ص ٢٣٧):

- **المحور الأول :** إن التدفقات النقدية المتوقعة (وليس الأرباح) هي الأساس، فالمنشأة لا يتم تشغيلها بالأرباح (التي قد تكون مقيدة بالدفاتر) ولكن بالنقود .
- **المحور الثاني :** أن معدل نمو المنشأة يؤثر على هذه التدفقات النقدية المتوقعة فهي تزيد أو تقل وفقاً لمعدل النمو .
- **المحور الثالث :** إن توقيت هذه التدفقات النقدية المتوقعة سوف يؤثر على قيمتها نتيجة لإختلاف القوة الشرائية لهذه النقود بفعل التضخم .



- **المحور الرابع :** إن هذه التدفقات النقدية من الضروري خصمها بمعدل خصم يعكس القوة الشرائية ودرجة المخاطرة التي تصاحب هذه التدفقات، كما يعكس أسلوب التمويل ومصادره والأهمية النسبية لكل مصدر من هذه المصادر.
- **المحور الخامس :** إن عمر المنشأة وهو الفترة الزمنية المتوقع أن تتحقق فيها هذه التدفقات النقدية سوف يؤثر على حصيلتها هذه التدفقات ولذلك لا بد من التعرف على عمر المنشأة .
ومن ثم فإن قيمة المنشأة وفقاً لهذا المدخل تقدر بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة طوال عمر المنشأة أي التدفقات النقدية المتوقعة مخصومة بمعدل خصم يعكس ظروف المنشأة والعوامل المؤثرة فيها مع مراعاة معدل النمو في هذه التدفقات النقدية .

القسم الثاني: الدراسة الميدانية

تتناول الباحثة في هذا الجزء الدراسة الميدانية التي قامت بها، وتحليل نتائج اختبار الفروض التي تم وضعها بغرض تحقيق أهداف الدراسة، وذلك من خلال القيام بإعداد استقصاء ميداني موجه إلي عينة من:

- ١- مديري الشركات المقيدة في البورصة مع استبعاد قطاع البنوك والتأمين.
 - ٢- المستثمرين المتعاملين في البورصة.
 - ٣- أعضاء هيئة التدريس (الأكاديميين).
- لاختبار النتائج التي توصلت إليها الباحثة من خلال الدراسة النظرية حول تأثير تطبيق حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال، وذلك من خلال إجراء التحليل الإحصائي للبيانات التي أسفر عنها الاستقصاء. ومن أجل ذلك تم تقسيم هذا الجزء إلي:

- ١- منهجية الدراسة الميدانية.
 - ٢- التحليل الإحصائي واختبارات الفروض.
- وفيما يلي شرح هذه النقاط بشئ من التفصيل :-
- ١- منهجية الدراسة الميدانية:

يتضمن الإطار النظري للدراسة الميدانية التي ستقوم بها الباحثة الأجزاء التالية:

أولاً: أهداف الدراسة

تهدف الدراسة الميدانية إلى اختبار مدي صحة النتائج التي توصلت إليها الباحثة من الدراسة النظرية، وذلك من خلال اختبار فروض البحث التالية:

- ١- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الشفافية وجودة المعلومات المحاسبية.
- ٢- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة.

ثانياً: أسلوب الدراسة

يتم الاعتماد في جمع البيانات الأولية لإعداد الدراسة الميدانية على أسلوب الاستقصاء، وذلك من خلال تصميم قائمة الاستقصاء اللازمة لجمع البيانات من مفردات العينة وذلك من خلال ما يلي:

١- تصميم أداة البحث

قامت الباحثة بإعداد قائمة استقصاء كأحد الأساليب المفضلة لتجميع البيانات الأولية من عينة البحث، ولقد تم تصميمها بشكل مبسط ومختصر بقدر المستطاع لتغطية عدة جوانب والتي تتضمن:

- الدور المرتقب لتأثير الشفافية على الجوانب الهامة بالشركة.
- ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الاقتراحات الاستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة.

ولقد تم استخدام المقياس الخماسي (مقياس ليكرت) للإجابة علي الأسئلة الواردة بالقائمة وتحويل الآراء الوصفية لعينة الدراسة إلي بيانات رقمية حيث يتم تحديد الأوزان كما يلي:

العبرة	موافق تماماً	موافق	غير متأكد	غير موافق	غير موافق تماماً
الوزن	١	٢	٣	٤	٥

ولقد تم تصميم القائمة بحيث تحتوي على مجموعتين من الأسئلة على النحو التالي:

- أسئلة ذات نهاية مغلقة: بحيث يقوم المستقصي منه باختيار إجابة واحدة من بين الإجابات الخمسة.
- أسئلة ذات نهاية مفتوحة: وذلك لإعطاء المستقصي منهم مجالاً لأي إضافات يرونها هامة فيما يتعلق بتأثير تطبيق حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال. تم عرض قائمة الاستقصاء في صورتها الأولية على مجموعة من مديري الشركات المقيدة في البورصة، بالإضافة إلى مجموعة من المستثمرين المتعاملين في البورصة، ومجموعة من أعضاء هيئة التدريس بالجامعات المصرية، حيث قامت الباحثة بشرح الهدف من الدراسة والغرض من قائمة الاستقصاء للمستقصي منهم، وطلبت من الجميع إبداء آرائهم وملاحظاتهم عن مدي شمول ووضوح القائمة، وكان لملاحظاتهم الأثر الكبير في التوصل للقائمة بصورتها النهائية والتي تم توزيعها فيما بعد على عينة الدراسة.

٢- مجتمع وعينة البحث

لتحقيق أهداف الدراسة الميدانية واختبار فروض الدراسة، فلقد قامت الباحثة بتحديد مجتمع الدراسة الميدانية في ثلاث فئات ذات صلة وثيقة بموضوع البحث بوجه عام وهي:

- ١- مديري الشركات المقيدة في البورصة المصرية باعتبارهم من أهم الفئات التي يناط بها اتخاذ القرارات في مجال عمليات الإفصاح بالقوائم المالية وتحديد السياسات المحاسبية التي يتم اتباعها مما يؤثر على قيم الأرباح الظاهرة بالقوائم المالية.
 - ٢- المستثمرين المتعاملين في البورصة المصرية باعتبارهم من أهم الفئات التي تتأثر قراراتهم الاستثمارية بدرجة الإفصاح عن المعلومات المعلن عنها في القوائم المالية للشركات المقيدة في البورصة المصرية.
 - ٣- أعضاء هيئة التدريس (الأكاديميين) المتخصصين في مجال المحاسبة والمراجعة بالجامعات المصرية ذوي الاهتمام بموضوع الدراسة باعتبارهم من أهم الفئات المطلعة على أهم القضايا التي تشغل مهنة المحاسبة والمراجعة، وكممثلين للناحية العلمية والأكاديمية.
- وعند تطبيق الدراسة، فقد تم اختيار مفردات الدراسة (وحدة المعاينة) بطريقة عشوائية، وذلك للأسباب التالية:

- صعوبة استقصاء جميع مفردات مجتمع الدراسة، وخاصة مديري الشركات المقيدة في البورصة المصرية نظراً لعامل الوقت والجهد والتكلفة، وصعوبة لقاءهم جميعاً لارتفاع الدرجة الوظيفية.
 - صعوبة الاتصال بكل وحدة المعاينة، حيث تتمثل في أعضاء هيئة التدريس بالجامعات المصرية تخصص المحاسبة والمراجعة نظراً لعامل الوقت والجهد والتكلفة للباحثة، وأيضاً لقلة الوقت المتاح لمقابلة أعضاء هيئة التدريس بالجامعات المصرية.
 - إمكانية التحكم في اختيار أنواع مختلفة من المستثمرين المتعاملين مع البورصة المصرية.
- ولقد تم اللجوء إلى أسلوب العينة العشوائية من أجل الوفاء بمتطلبات البحث، وقد روعي في هذه العينة أن تكون ممثلة للمجتمع محل الدراسة وأن تنطبق عليها المواصفات المطلوب لأغراض الدراسة. وقد تكونت العينة من (١٥٠) من مديري الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، (٢٠٠) من المستثمرين المتعاملين في البورصة المصرية، (١٥٠) من أعضاء هيئة التدريس بالجامعات المصرية تخصص المحاسبة والمراجعة.



ثالثاً: جمع البيانات

قامت الباحثة بتوزيع قائمة الاستقصاء على مفردات مجتمع البحث وشرح الهدف من البحث والغرض من قائمة الاستقصاء لهم لضمان جودة ما يتم الحصول عليه من بيانات، وقد كانت نسبة الاستجابة جيدة من قبل مفردات عينة البحث مع العلم أن نسب الاستثمارات الصحيحة محسوبة من الاستثمارات الواردة وهي تمثل ٧٩ % وهي نسبة جيدة، أما بحساب نسبة الاستثمارات الصحيحة إلي إجمالي الاستثمارات الموزعة فتكون النسبة ٥٢ % وهي نسبة مقبولة بالنسبة لأسلوب قوائم الاستقصاء في جمع البيانات، كما هو موضح بالجدول التالي:

الجدول رقم (١) استجابات فئات الدراسة

الاستثمارات الصحيحة		الاستثمارات المستبعدة		الاستثمارات الواردة		عدد الاستثمارات الموزعة	فئات الدراسة
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد		
٧٧ %	٧٧	٢٣ %	٢٣	٦٦.٧ %	١٠٠	١٥٠	مديري الشركات المقيدة بالبورصة
٨١ %	١١٣	١٩ %	٢٧	٧٠ %	١٤٠	٢٠٠	المستثمرين المتعاملين في البورصة
٧٨ %	٧٠	٢٢ %	٢٠	٦٠ %	٩٠	١٥٠	أعضاء هيئة التدريس (الأكاديميين)
٧٩ %	٢٦٠	٢١ %	٧٠	٦٦ %	٣٣٠	٥٠٠	الإجمالي

رابعاً: الأساليب الإحصائية المستخدمة

تم استخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) الإصدار السادس عشر في إجراء التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة الميدانية وقد اعتمدت الباحثة في تحليل البيانات على الأساليب الإحصائية التالية (أحمد الرفاعي، نصر محمود، ٢٠٠٠، ص ٣٠١):

- ١- المتوسطات الحسابية: وذلك لإجراء التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة.
- ٢- حساب معامل الارتباط (ألفا): حيث يتم حساب معامل الثبات (Alpha) لأسئلة الاستقصاء، وذلك لتقييم ثبات ومدى اعتمادية أو مصداقية المقاييس المستخدمة في الدراسة، وارتفاع معامل ألفا يعني عدم وجود تحيز أو تحريف في النتائج عند التحليل.
- ٣- الانحدار المتعدد (Multiple Regression): وذلك لاختبار مدى قدرة المتغيرات المستقلة على التأثير على المتغير التابع، ويستخدم هذا الأسلوب بهدف الحصول على معامل التحديد (R^2) الذي يقيس نسبة الاختلاف للمتغير التابع الذي يتم تفسيره بواسطة المتغيرات المستقلة وتتراوح قيمة معامل التحديد بين صفر، واحد صحيح (واحد $< R^2 <$ صفر)، وكلما زادت قيمة معامل التحديد زادت قوة العلاقة الارتباطية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والعكس صحيح.
- ٤- كروس كال والاس (Kruskal-Wallis): يختبر أسلوب كروس كال والاس مدى وجود فروق ذات دلالة معنوية بين عدة مجموعات (فئات) من المجموعات ذات البيانات الرتيبة أو التي يمكن ترتيبها.

٢- التحليل الإحصائي واختبارات الفروض

سوف تقوم الباحثة بعرض نتائج التحليل الوصفي للبيانات من خلال العرض التالي:

أولاً: تقييم اعتمادية (مصداقية) النموذج

يستخدم معامل ألفا في تقييم مصداقية مجموعة من العبارات التي تقيس متغير معين، وذلك لبحث مدى الاعتماد على نتائج الدراسة الميدانية وعدم وجود تحيز أو تحريف في النتائج عند التحليل، مما يؤدي إلى إمكانية تعميم النتائج.

ويوضح الجدول رقم (٢) معاملات ألفا لمتغيرات الدراسة الرئيسية التي يتم قياسها باستخدام مجموعة من المتغيرات الفرعية، ويتبين من الجدول أن قيم معامل ألفا تتراوح بين (٠.٥٦٣، ٠.٨٩٥)، وهو ما يعني مستوى مقبول من اعتمادية (مصدقية) المقاييس وذلك بالنسبة لكافة المتغيرات، حيث تمثل ٥٠% الحد الأدنى المقبول لمعامل ألفا، وارتفاع معدلات الاعتمادية يعكس ارتفاع درجة الاتساق الداخلي بين محتويات كل متغير من المتغيرات السابقة، كما أنه يعني إمكانية الاعتماد على هذه المتغيرات في الواقع العملي.

جدول رقم (٢) تقييم اعتمادية (مصدقية) المتغيرات

معامل الثبات (Alpha)	المتغير
٠.٨٩٥	• الدور المرتقب لتأثير الشفافية على الجوانب الهامة بالشركة (Y1).
٠.٧٥٦	• ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الاقتراحات الاستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2).

ثانياً: التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة

يتم عرض التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة والتي يعكسها ما ورد بقائمة الاستقصاء من أسئلة وأهم ما يترتب عنه من نتائج.

١- الدور المرتقب لتأثير الشفافية على الجوانب الهامة بالشركة (Y1)

ويعبر عنه بالرمز (Y1) وعباراة الستة بالرموز (Y1.1:Y1.6)، وبلخص الجدول رقم (٣) نتائج التحليل الوصفي الخاص بتلك الجوانب.

جدول رقم (٣) الدور المرتقب لتأثير الشفافية على الجوانب الهامة بالشركة (Y1)

العبارة	مديري الشركات المقيدة بالبورصة			المستثمرون المتعاملون في البورصة			أعضاء هيئة التدريس			العينة ككل (الإجمالي)		
	متوسط	انحراف قياسي	تكرار	متوسط	انحراف قياسي	تكرار	متوسط	انحراف قياسي	تكرار	متوسط	انحراف قياسي	تكرار
١- الشفافية تعمل على زيادة المعلومات الواردة في الإيضاحات (Y1.1).	٤.٣٥	١.١٥	٢	٤.٢٢	١.٢٦	٥	٤.٣٨	١.١٨	٥	٤.٣٠	١.٢١	٢
٢- الشفافية تؤدي إلى الحد من تأثير الشائعات واستغلال المعلومات الداخلية (Y1.2).	٤.٤٣	١.٠٣	١	٤.٢٩	١.١٤	٣	٤.٤١	١.٠٦	٤	٣.٣٦	١.٠٩	١
٣- الشفافية تزيد من عملية توضيح قيم البنود التي تحتويها القوائم المالية (Y1.3).	٣.٧١	٠.٨٣	٦	٤.٣٠	١.١٦	٢	٤.٤٥	٠.٩٢	٣	٤.١٩	١.٠٥	٥
٤- الشفافية تعمل على تقليل درجة التقلب في الاسواق المالية لضمان الاستقرار المالي (Y1.4).	٤.٢٢	١.٠٧	٣	٤.٠٧	١.١٦	٦	٤.٢٤	١.٠٠	٦	٤.١٦	١.١٢	٦
٥- تعمل الشفافية على الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات (Y1.5).	٣.٩٠	٠.٨٣	٤	٤.٣٢	١.١٠	١	٤.٥٥	٠.٩١	١	٤.٢٦	١.٠٠	٣
٦- تحد الشفافية بصفة عامة من إنتشار الفساد (Y1.6).	٣.٨٥	٠.٨٥	٥	٤.٢٣	١.١٤	٤	٤.٥٥	٠.٩٢	٢	٤.٢١	١.٠٤	٤



يتضح من الجدول السابق رقم (٣) ما يلي:

- أن هناك إجماع لآراء عينة الدراسة بشأن الموافقة على جوانب الدور المرتقب لتأثير الشفافية على الجوانب الهامة بالشركة (Y1) حيث تتراوح قيمة المتوسط الحسابي لآراء العينة كوحدة واحدة ما بين (٤.١٦)، (٤.٣٦)، وهي قيمة تعكس الأهمية التي يحظى بها الدور المرتقب لتأثير الشفافية على الجوانب الهامة بالشركة (Y1) عند فئات الدراسة مجتمعة، وقد كانت ترتيب هذه الجوانب بالنسبة لعينة الدراسة ككل كما يلي:

- الشفافية تؤدي إلى الحد من تأثير الشائعات واستغلال المعلومات الداخلية (Y1.2).
 - الشفافية تعمل على زيادة المعلومات الواردة في الإيضاحات (Y1.1).
 - تعمل الشفافية على الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات (Y1.5).
 - تحد الشفافية بصفة عامة من انتشار الفساد (Y1.6).
 - الشفافية تزيد من عملية توضيح قيم البنود التي تحتويها القوائم المالية (Y1.3).
 - الشفافية تعمل على تقليل درجة التقلب في الأسواق المالية لضمان الاستقرار المالي (Y1.4).
- وكان هناك اختلاف في ترتيب أهمية تلك العناصر بين آراء عينة الدراسة حول الدور المرتقب لتأثير الشفافية على الجوانب الهامة بالشركة عند فئات الدراسة، ويظهر ذلك كما يلي:

- بالنسبة لمديري الشركات المقيدة في البورصة:
يروا أن ترتيب جوانب الدور المرتقب لتأثير الشفافية على الجوانب الهامة بالشركة حسب أهميتها كما يلي:

- الشفافية تؤدي إلى الحد من تأثير الشائعات واستغلال المعلومات الداخلية (Y1.2).
 - الشفافية تعمل على زيادة المعلومات الواردة في الإيضاحات (Y1.1).
 - الشفافية تعمل على تقليل درجة التقلب في الأسواق المالية لضمان الاستقرار المالي (Y1.4).
 - تعمل الشفافية على الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات (Y1.5).
 - تحد الشفافية بصفة عامة من انتشار الفساد (Y1.6).
 - الشفافية تزيد من عملية توضيح قيم البنود التي تحتويها القوائم المالية (Y1.3).
- بالنسبة للمستثمرين المتعاملين في البورصة المصرية:
فيروا أن ترتيب جوانب الدور المرتقب لتأثير الشفافية على الجوانب الهامة بالشركة حسب أهميتها كما يلي:

- تعمل الشفافية على الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات (Y1.5).
 - الشفافية تزيد من عملية توضيح قيم البنود التي تحتويها القوائم المالية (Y1.3).
 - الشفافية تؤدي إلى الحد من تأثير الشائعات واستغلال المعلومات الداخلية (Y1.2).
 - تحد الشفافية بصفة عامة من انتشار الفساد (Y1.6).
 - الشفافية تعمل على زيادة المعلومات الواردة في الإيضاحات (Y1.1).
 - الشفافية تعمل على تقليل درجة التقلب في الأسواق المالية لضمان الاستقرار المالي (Y1.4).
- بالنسبة لأعضاء هيئة التدريس (الأكاديميين):

- فإن ترتيب جوانب الدور المرتقب لتأثير الشفافية على الجوانب الهامة بالشركة حسب أهميتها كما يلي:
- تعمل الشفافية على الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات (Y1.5).
 - تحد الشفافية بصفة عامة من انتشار الفساد (Y1.6).
 - الشفافية تزيد من عملية توضيح قيم البنود التي تحتويها القوائم المالية (Y1.3).
 - الشفافية تؤدي إلى الحد من تأثير الشائعات واستغلال المعلومات الداخلية (Y1.2).
 - الشفافية تعمل على زيادة المعلومات الواردة في الإيضاحات (Y1.1).

• الشفافية تعمل على تقليل درجة التقلب في الاسواق المالية لضمان الاستقرار المالي (Y1.4).
الترتيب الوارد بالجدول السابق لا يعني عدم أهمية الجوانب ذات الترتيب المتأخر لأن كل تلك الجوانب حصلت على قيمة فوق المتوسط (أكبر من ٢.٥)، مما يدل على أهمية كل جوانب الدور المرتقب لتأثير الشفافية على الجوانب الهامة بالشركة، وقد كان الاختلاف بين فئات العينة بسيط مما يعني الاتفاق حول تلك الجوانب.

٢- ما تمثله تكلفة رأس المال كمييار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2)

ويعبر عنه بالرمز (X2) وعباراته الثمانية بالرموز (X2.1 : X2.8) ، ويلخص الجدول رقم (٤) نتائج التحليل الوصفي الخاص بتلك العناصر .

جدول رقم (٤) ما تمثله تكلفة رأس المال كمييار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2)

العينة ككل (الإجمالي)			أعضاء هيئة التدريس			المستثمرون المتعاملون في البورصة			مديري الشركات المقيدة بالبورصة			العبرة
متوسط	رتبة	تباين	متوسط	رتبة	تباين	متوسط	رتبة	تباين	متوسط	رتبة	تباين	
٤.٥٠	٢	٠.٩٠	٤.٥١	٣	٠.٩٢	٤.٥٠	٢	٠.٨٩	٤.٥٢	٢	٠.٩٠	١- تمثل تكلفة رأس المال معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين الذين يقومون بتوفير الأموال اللازمة للشركة (X2.1).
٤.٤٧	٣	٠.٩٠	٤.٤٧	٧	٠.٩٢	٤.٤٥	٥	٠.٩٠	٤.٤٨	٣	٠.٩٠	٢- تعتبر تكلفة رأس المال من أهم العوامل المؤثرة في اتخاذ القرارات الإستثمارية بالشركة (X2.2).
٤.٣٠	٤	١.٠٥	٤.٢٨	٨	١.٠٨	٤.٢٧	٨	١.١٠	٤.٢٧	٤	١.٠٥	٣- تستخدم تكلفة الأموال كمييار للمفاضلة بين المقترحات الإستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال (X2.3).
٤.٦٠	١	٠.٨٠	٤.٥٨	١	٠.٨٢	٤.٥٨	١	٠.٨٧	٤.٥٦	١	٠.٨٠	٤- يستخدم المتوسط المرجح لقياس تكلفة رأس المال عند تقييم المشروعات الإستثمارية (X2.4)
٣.١٣	٨	٠.٦٩	٤.١٠	٦	٠.٩٧	٤.٤٧	٣	٠.٨٧	٤.٥٢	٨	٠.٦٩	٥- يعتمد القرار الإستثماري أساساً على معدل العائد أو دليل الربحية المتوقع الحصول عليه (X2.5).
٣.١٤	٧	٠.٧٠	٤.١١	٤	٠.٨٨	٤.٥٠	٤	٠.٩٧	٤.٥١	٧	٠.٧٠	٦- تستخدم تكلفة رأس المال مقياسه بمعدل خصم للقيمة الحالية للتدفقات النقدية للإقتراح الإستثماري (X2.6).
٣.٩٢	٥	٠.٨٧	٤.٣١	٢	٠.٨٢	٤.٥٥	٦	٠.٩٥	٤.٤٢	٥	٠.٨٧	٧- وجود علاقة مباشرة بين كمية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها ونوعيتها من ناحية وتكلفة رأس المال (X2.7).
٣.١٥	٦	٠.٦٥	٤.٠٦	٥	٠.٨٢	٤.٤٨	٧	٠.٩٩	٤.٤٢	٦	٠.٦٥	٨- البيانات والمعلومات المحاسبية التي يتم الشفافية والإفصاح عنها تنعكس على تخفيض تكلفة رأس مال الأسهم وكذلك قيمة المنشأة (X2.8).

يتضح من الجدول السابق رقم (٤) ما يلي :

أن هناك إجماع لآراء عينة الدراسة بشأن الموافقة على أهم عناصر ما تمثله تكلفة رأس المال كمييار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2) حيث تتراوح قيمة المتوسط الحسابي لآراء العينة كوحدة واحدة ما بين (٤.٠٦) ، (٤.٥٨) ،



وهي قيمة تعكس الأهمية التي تحظى بها عناصر ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2) عند فئات الدراسة ، وقد كانت ترتيب هذه العناصر بالنسبة لعينة الدراسة ككل كما يلي :

١ - يستخدم المتوسط المرجح لقياس تكلفة رأس المال عند تقييم المشروعات الإستثمارية (X2.4).
٢ - تمثل تكلفة رأس المال معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين الذين يقومون بتوفير الأموال اللازمة للشركة (X2.1).

٣ - تعتبر تكلفة رأس المال من أهم العوامل المؤثرة في إتخاذ القرارات الإستثمارية بالشركة (X2.2).

٤ - وجود علاقة مباشرة بين كمية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها ونوعيتها من ناحية وتكلفة رأس المال (X2.7).

٥ - تستخدم تكلفة الأموال كمعيار للمفاضلة بين المقترحات الإستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال (X2.3).

٦ - تستخدم تكلفة رأس المال مقاسه بمعدل خصم للقيمة الحالية للتدفقات النقدية للإقتراح الإستثماري (X2.6).

٧ - يعتمد القرار الإستثماري أساساً على معدل العائد أو دليل الربحية المتوقع الحصول عليه (X2.5).

٨ - البيانات والمعلومات المحاسبية التي يتم الشفافية والإفصاح عنها تنعكس على تخفيض تكلفة رأس مال الأسهم وكذلك قيمة المنشأة (X2.8).

وكان هناك اختلاف في الترتيب بين آراء عينة الدراسة حول أهم عناصر ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2) ، ويظهر ذلك كما يلي :

- بالنسبة لمديري الشركات المقيدة بالبورصة المصرية:

فإنهم يروا أن ترتيب أهم عناصر ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2) حسب أهميتها كما يلي :

١ - يستخدم المتوسط المرجح لقياس تكلفة رأس المال عند تقييم المشروعات الإستثمارية (X2.4).

٢ - تمثل تكلفة رأس المال معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين الذين يقومون بتوفير الأموال اللازمة للشركة (X2.1).

٣ - تعتبر تكلفة رأس المال من أهم العوامل المؤثرة في إتخاذ القرارات الإستثمارية بالشركة (X2.2).

٤ - تستخدم تكلفة الأموال كمعيار للمفاضلة بين المقترحات الإستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال (X2.3).

٥ - وجود علاقة مباشرة بين كمية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها ونوعيتها من ناحية وتكلفة رأس المال (X2.7).

٦ - البيانات والمعلومات المحاسبية التي يتم الشفافية والإفصاح عنها تنعكس على تخفيض تكلفة رأس مال الأسهم وكذلك قيمة المنشأة (X2.8).

٧ - تستخدم تكلفة رأس المال مقاسه بمعدل خصم للقيمة الحالية للتدفقات النقدية للإقتراح الإستثماري (X2.6).

٨ - يعتمد القرار الإستثماري أساساً على معدل العائد أو دليل الربحية المتوقع الحصول عليه (X2.5).

أي أن مديري الشركات المقيدة بالبورصة المصرية قد أعطوا أهمية كبيرة لاستخدام المتوسط المرجح لقياس تكلفة رأس المال عند تقييم المشروعات الإستثمارية (X2.4) ، يليها في الأهمية تمثل تكلفة رأس المال معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين الذين يقومون بتوفير الأموال اللازمة للشركة (X2.1) ، يليها في المرتبة الثالثة من حيث الأهمية تعتبر تكلفة رأس المال من أهم العوامل المؤثرة في إتخاذ القرارات الإستثمارية بالشركة (X2.2).

- بالنسبة للمستثمرين المتعاملين في البورصة المصرية :
فيروا أن ترتيب أهم عناصر ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2) حسب أهميتها كما يلي :
- ١- يستخدم المتوسط المرجح لقياس تكلفة رأس المال عند تقييم المشروعات الإستثمارية (X2.4).
 - ٢- تمثل تكلفة رأس المال معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين الذين يقومون بتوفير الأموال اللازمة للشركة (X2.1).
 - ٣- يعتمد القرار الإستثماري أساساً على معدل العائد وأدليل الربحية المتوقع الحصول عليه (X2.5).
 - ٤- تستخدم تكلفة رأس المال مقاسه بمعدل خصم للقيمة الحالية للتدفقات النقدية للإقتراح الإستثماري (X2.6).
 - ٥- تعتبر تكلفة رأس المال من أهم العوامل المؤثرة في إتخاذ القرارات الإستثمارية بالشركة (X2.2).
 - ٦- وجود علاقة مباشرة بين كمية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها ونوعيتها من ناحية وتكلفة رأس المال (X2.7).
 - ٧- البيانات والمعلومات المحاسبية التي يتم الشفافية والإفصاح عنها تنعكس على تخفيض تكلفة رأس مال الأسهم وكذلك قيمة المنشأة (X2.8).
 - ٨- تستخدم تكلفة الأموال كمعيار للمفاضلة بين المقترحات الإستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال (X2.3).
- أي أن المستثمرين المتعاملين في البورصة المصرية قد أعطوا أهمية كبيرة لاستخدام المتوسط المرجح لقياس تكلفة رأس المال عند تقييم المشروعات الإستثمارية (X2.4) ، يليها في الأهمية تمثل تكلفة رأس المال معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين الذين يقومون بتوفير الأموال اللازمة للشركة (X2.1) ، يليها في المرتبة الثالثة من حيث الأهمية يعتمد القرار الإستثماري أساساً على معدل العائد وأدليل الربحية المتوقع الحصول عليه (X2.5).
- بالنسبة لأعضاء هيئة التدريس (الأكاديميين) :
- فإن ترتيب أهم عناصر ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2) حسب أهميتها كما يلي :
- ١- يستخدم المتوسط المرجح لقياس تكلفة رأس المال عند تقييم المشروعات الإستثمارية (X2.4).
 - ٢- وجود علاقة مباشرة بين كمية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها ونوعيتها من ناحية وتكلفة رأس المال (X2.7).
 - ٣- تمثل تكلفة رأس المال معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين الذين يقومون بتوفير الأموال اللازمة للشركة (X2.1).
 - ٤- تستخدم تكلفة رأس المال مقاسه بمعدل خصم للقيمة الحالية للتدفقات النقدية للإقتراح الإستثماري (X2.6).
 - ٥- البيانات والمعلومات المحاسبية التي يتم الشفافية والإفصاح عنها تنعكس على تخفيض تكلفة رأس مال الأسهم وكذلك قيمة المنشأة (X2.8).
 - ٦- يعتمد القرار الإستثماري أساساً على معدل العائد وأدليل الربحية المتوقع الحصول عليه (X2.5).
 - ٧- تعتبر تكلفة رأس المال من أهم العوامل المؤثرة في إتخاذ القرارات الإستثمارية بالشركة (X2.2).
 - ٨- تستخدم تكلفة الأموال كمعيار للمفاضلة بين المقترحات الإستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال (X2.3).



أي أن أعضاء هيئة التدريس (الأكاديميين) قد أعطوا أهمية كبيرة لاستخدام المتوسط المرجح لقياس تكلفة رأس المال عند تقييم المشروعات الإستثمارية (X2.4)، يليها في الأهمية وجود علاقة مباشرة بين كمية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها ونوعيتها من ناحية وتكلفة رأس المال (X2.7)، ويليها في المرتبة الثالثة من حيث الأهمية تمثل تكلفة رأس المال معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين الذين يقومون بتوفير الأموال اللازمة للشركة (X2.1).

الترتيب الوارد بالجدول السابق لا يعني عدم أهمية العناصر ذات الترتيب المتأخر لأن كل تلك العناصر حصلت علي قيمة فوق المتوسط (أكبر من ٢.٥)، مما يدل علي أهمية كل عناصر ما تمثله تكلفة رأس المال كمييار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2)، وقد كان الإختلاف بين فئات العينة بسيط مما يعني الإتفاق حول تلك العناصر.

ثالثاً: اختبارات الفروض الإحصائية

سوف تقوم الباحثة بعرض نتائج الإحصاء الإستدلالي للبيانات واختبارات الفروض من خلال العرض التالي:

أولاً: إختبار الفرض الأول

" لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الشفافية وجودة المعلومات المحاسبية "

ولاختبار هذا الفرض تقوم الباحثة بدراسة العلاقة بين الشفافية وجودة المعلومات المحاسبية، علي أن يتم ذلك من خلال اختبار هذه العلاقة بين الدور المرتقب لتأثير الشفافية علي الجوانب الهامة بالشركة (Y1) كمتغير تابع مع الدور المحوري للشفافية بشكل عام وشفافية الأرباح تحديداً في الحد من ظاهرة إدارة الأرباح (X1) كمتغير مستقل، وذلك كما يلي:

حيث تقوم الباحثة بإجراء التحليل التالي:

يتضح من التحليل الوصفي لمتغيرات السؤال الأول الوارد بالجدول رقم (٣) والخاص بجوانب الدور المرتقب لتأثير الشفافية علي الجوانب الهامة بالشركة (Y1) والتي يتم التعبير عنها بالمتغيرات (Y1.1 : Y1.6) أن هناك اتفاق بين فئات الدراسة علي أن هناك العديد من جوانب الدور المرتقب لتأثير الشفافية علي الجوانب الهامة بالشركة، وهذا ما يؤكد ارتفاع قيمة المتوسطات الحسابية لتلك المتغيرات، والتي تتراوح بين (٤.١٦)، (٤.٣٦)، وقد احتلت الشفافية التي تؤدي إلى الحد من تأثير الشائعات وإستغلال المعلومات الداخلية (Y1.2) المرتبة الأولى بالنسبة لجوانب الدور المرتقب لتأثير الشفافية علي الجوانب الهامة بالشركة حيث بلغ متوسط آراء مفردات العينة (٤.٣٦)، ويليها في المرتبة الثانية الشفافية تعمل على زيادة المعلومات الواردة في الإيضاحات (Y1.1) حيث بلغ متوسط آراء مفردات العينة (٤.٣٠)، ويليها في المرتبة الثالثة تعمل الشفافية على الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات (Y1.5) حيث بلغ متوسط آراء مفردات العينة (٤.٢١).

ويلاحظ أن الفروق طفيفة بين المتوسط الحسابي لكل العبارات كما أنها تزيد عن (٢.٥) وبالتالي فإن ذلك يوضح مدي أهمية جوانب الدور المرتقب لتأثير الشفافية علي الجوانب الهامة بالشركة بالنسبة لفئات الدراسة جميعاً، كما يوضح موافقتهم علي تلك الجوانب.

كما يتضح من التحليل الوصفي لمتغيرات السؤال الثاني الوارد بالجدول رقم (٤) والخاص بالدور المحوري للشفافية بشكل عام وشفافية الأرباح تحديداً في الحد من ظاهرة إدارة الأرباح (X1) والتي يتم التعبير عنها بالمتغيرات (X1.1 : X1.8) أن هناك اتفاق بين فئات الدراسة علي أن هناك العديد من العناصر التي تمثل الدور المحوري للشفافية بشكل عام وشفافية الأرباح تحديداً في الحد من ظاهرة إدارة الأرباح (X1)، وهذا ما يؤكد ارتفاع قيمة المتوسطات الحسابية لتلك المتغيرات، والتي تتراوح بين (٣.٦٦)، (٤.٥١)، وقد احتلت تساعد شفافية الأرباح على زيادة قدرة الإدارة على إتخاذ القرارات وبالتالي تُضفي المصداقية على القوائم المالية (X1.2) المرتبة الأولى بالنسبة للعناصر التي تمثل الدور المحوري للشفافية بشكل عام وشفافية الأرباح تحديداً في الحد من ظاهرة إدارة الأرباح (X1) حيث بلغ

متوسط آراء مفردات العينة (٤.٥١) ، ويليهما في المرتبة الثانية تطبيق شفافية الأرباح يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة (X1.8) حيث بلغ متوسط آراء مفردات العينة (٤.٥٠) ، ويليهما في المرتبة الثالثة تساعد شفافية الأرباح على زيادة قدرة الإدارة على إتخاذ القرارات وبالتالي تُضفي المصداقية على القوائم المالية (X1.2) حيث بلغ متوسط آراء مفردات العينة (٤.٤٨) .

ويلاحظ أن الفروق طفيفة بين المتوسط الحسابي لكل العبارات كما أنها تزيد عن (٢.٥) وبالتالي فإن ذلك يوضح مدى أهمية العناصر التي تمثل الدور المحوري للشفافية بشكل عام وشفافية الأرباح تحديداً في الحد من ظاهرة إدارة الأرباح بالنسبة لفئات الدراسة جميعاً ، كما يوضح موافقتهم علي تلك الجوانب .

وباستخدام تحليل (Kruskal–Wallis) لقياس الاختلاف بين آراء كلاً من مديري الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، والمستثمرين المتعاملين في البورصة المصرية ، وأعضاء هيئة التدريس (الأكاديميين) حول أهمية الدور المرتقب لتأثير الشفافية علي الجوانب الهامة بالشركة (Y1) والتي يلخصها الجدول التالي رقم (٥) .

جدول رقم (٥) مدى اتفاق عينة الدراسة حول أهمية الدور المرتقب لتأثير الشفافية علي الجوانب الهامة بالشركة (Y1) باستخدام تحليل كروسكال والاس

المعنوية	P-Value	Chi-Square	البيان
غير معنوية	٠.٦٠٧	٠.٩٩٩	١- الشفافية تعمل على زيادة المعلومات الواردة في الإيضاحات (Y1.1).
غير معنوية	٠.٦٣١	٠.٩٢٠	٢- الشفافية تؤدي إلى الحد من تأثير الشائعات وإستغلال المعلومات الداخلية (Y1.2).
معنوية	٠.٠٠٠	٥٦.٩٠٨	٣- الشفافية تزيد من عملية توضيح قيم البنود التي تحتويها القوائم المالية (Y1.3).
غير معنوية	٠.٤٢٧	١.٧٠٢	٤- الشفافية تعمل على تقليل درجة التقلب في الاسواق المالية لضمان الإستقرار المالي (Y1.4).
معنوية	٠.٠٠٠	٤١.٧٧٨	٥- تعمل الشفافية على الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات (Y1.5).
معنوية	٠.٠٠٠	٤١.٨٨٦	٦- تحد الشفافية بصفة عامة من إنتشار الفساد (Y1.6).

يتضح من الجدول السابق رقم (٥) عدم معنوية الفرق بين متوسط آراء فئات الدراسة حول أهمية الدور المرتقب لتأثير الشفافية علي الجوانب الهامة بالشركة (Y1) عند مستوي معنوية ٥%، حيث أن قيم P-Value أكبر من مستوي المعنوية مما يدل على عدم وجود اختلاف بين آراء فئات الدراسة. ومن هنا ترى الباحثة أن هناك اتفاق بين فئات الدراسة حول أهمية الدور المرتقب لتأثير الشفافية علي الجوانب الهامة بالشركة.

وباستخدام تحليل (Kruskal–Wallis) لقياس الاختلاف بين آراء كلاً من مديري الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، والمستثمرين المتعاملين في البورصة المصرية ، وأعضاء هيئة التدريس (الأكاديميين) حول أهمية ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2) والتي يلخصها الجدول التالي رقم (٦) .



جدول رقم (٦) مدي اتفاق عينة الدراسة حول أهمية ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2) باستخدام تحليل كروسكال والاس

المعنوية	P-Value	Chi-Square	البيان
غير معنوية	٠.٩٥٥	٠.٥٩١	١- تمثل تكلفة رأس المال معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين الذين يقومون بتوفير الأموال اللازمة للشركة (X2.1).
غير معنوية	٠.٩٧٧	٠.٠٤٧	٢- تعتبر تكلفة رأس المال من أهم العوامل المؤثرة في إتخاذ القرارات الإستثمارية بالشركة (X2.2).
غير معنوية	٠.٩٨٩	٠.٠٢٢	٣- تستخدم تكلفة الأموال كمعيار للمفاضلة بين المقترحات الإستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال (X2.3)
غير معنوية	٠.٩٨١	٠.٠٣٩	٤- يستخدم المتوسط المرجح لقياس تكلفة رأس المال عند تقييم المشروعات الإستثمارية (X2.4)
معنوية	٠.٠٠٠	١٠٦.٨٠٩	٥- يعتمد القرار الإستثماري أساساً على معدل العائد أو دليل الربحية المتوقع الحصول عليه (X2.5).
معنوية	٠.٠٠٠	١٠٤.٦٠٤	٦- تستخدم تكلفة رأس المال مقاسه بمعدل خصم للقيمة الحالية للتدفقات النقدية للإقتراح الإستثماري (X2.6).
معنوية	٠.٠٠٠	٣٩.٧٩٢	٧- وجود علاقة مباشرة بين كمية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها ونوعيتها من ناحية وتكلفة رأس المال (X2.7).
معنوية	٠.٠٠٠	١٠١.٨٧٣	٨- البيانات والمعلومات المحاسبية التي يتم الشفافية والإفصاح عنها تنعكس على تخفيض تكلفة رأس مال الأسهم وكذلك قيمة المنشأة (X2.8).

يتضح من الجدول السابق رقم (٦) عدم معنوية الفرق بين متوسط آراء فئات الدراسة حول أهمية ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2) عند مستوي معنوية ٥% حيث أن قيم P-Value أكبر من مستوي المعنوية مما يدل على عدم وجود اختلاف بين آراء فئات الدراسة.

ومن هنا تري الباحثة أن هناك اتفاق بين فئات الدراسة حول أهمية ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2).

وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد لقياس العلاقة بين المتغير التابع ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2) والمتغير المستقل وهو الدور المحوري للشفافية بشكل عام وشفافية الأرباح تحديداً في الحد من ظاهرة إدارة الأرباح (X1) و لعباراته الثمانية (X1.1: X1.8)، ويتضح من الجدول التالي رقم (١١) أهم نتائج نموذج الانحدار.

ثانياً: إختبار الفرض الثاني

" لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة "

ولاختبار هذا الفرض تقوم الباحثة بدراسة العلاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة، على أن يتم ذلك من خلال اختبار هذه العلاقة بين ما تمثله تكلفة رأس المال كمعيار لقبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية التي يتم توفير الأموال اللازمة لها من مصادر تمويل مختلفة (X2) (ممثلاً لتكلفة رأس المال)

كمتغير مستقل مع مدى تأثير الشفافية بصفة عامة وشفافية الأرباح بصفة خاصة على كلا من تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة (Y2) كمتغير تابع، وذلك كما يلي :

حيث تقوم الباحثة بإجراء التحليل التالي :

يتضح من التحليل الوصفي لمتغيرات السؤال الرابع الوارد بالجدول رقم (٦) والخاص بمدى تأثير الشفافية بصفة عامة وشفافية الأرباح بصفة خاصة على كلا من تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة (Y2) والتي تم التعبير عنها بالمتغيرات (Y2.1:Y2.8) أن هناك اتفاق بين فئات الدراسة علي أن هناك العديد من عناصر مدى تأثير الشفافية بصفة عامة وشفافية الأرباح بصفة خاصة على كلا من تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة (Y2) ، وهذا ما يؤكد ارتفاع قيمة المتوسطات الحسابية لتلك المتغيرات ، والتي تتراوح بين (٣.٦٨)، (٤.٥٨) ، وقد احتلت يؤدي هيكل التمويل الأمثل إلى تدنية المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال مما يؤدي تباعاً إلى تعظيم قيمة المنشأة (Y2.3) المرتبة الأولى بالنسبة لمدى تأثير الشفافية بصفة عامة وشفافية الأرباح بصفة خاصة على كلا من تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة حيث بلغ متوسط آراء مفردات العينة (٤.٥٨) ، ويلبها في المرتبة الثانية تعمل حوكمة الشركات الجيدة التي تكمن في شكل الشفافية والإفصاح عن المعلومات المالية على تخفيض تكلفة رأس مال المنشأة (Y2.4) حيث بلغ متوسط آراء مفردات العينة (٤.٥٦) ، ويلبها في المرتبة الثالثة لإدارة الأرباح تأثير على تخفيض قيمة المنشأة (Y2.6) حيث بلغ متوسط آراء مفردات العينة (٤.٤٨) .

ويلاحظ أن الفروق طفيفة بين المتوسط الحسابي لكل العبارات كما أنها تزيد عن (٢.٥) وبالتالي فإن ذلك يوضح مدي أهمية عناصر مدى تأثير الشفافية بصفة عامة وشفافية الأرباح بصفة خاصة على كلا من تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة بالنسبة لفئات الدراسة جميعاً ، كما يوضح موافقتهم علي تلك العناصر .

مما سبق فإنه يتم رفض فرض العدم وهو :

" لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة "

وقبول الفرض البديل وهو :

" توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة "

القسم الثالث: النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج

- ١- الشفافية تؤدي إلى الحد من تأثير الشائعات واستغلال المعلومات الداخلية. وتعد ركيزة تعاملات البورصة.
- ٢- غياب الشفافية أدى إلى انهيار بعض الشركات ومن ثم إعلان إفلاسها. ويؤدي إلى الرفع المصطنع لأسعار الأسهم.
- ٣- تطبيق مبادئ وآليات الحوكمة تعمل على رفع قيمة المنشأة.
- ٤- تعتبر تكلفة رأس المال من أهم العوامل المؤثرة في اتخاذ القرارات المالية بالنسبة للمنشأة في مجالات الاستثمار والتمويل، كما وأنها تؤثر على قيمة المنشأة الاقتصادية في السوق المالية.

ثانياً: التوصيات

بناء على النتائج السابقة توصي الباحثة بما يلي:

- ١- ضرورة تنمية ونشر الوعي بالشفافية بين معدي ومستخدمي القوائم والتقارير المالية.
- ٢- ضرورة تشجيع المستثمرين على التعامل مع المحللين الماليين لمتابعة أنشطة المنشأة وإمداد المستثمرين أولاً بأول بالمعلومات مما قد يقلل من عدم تماثل المعلومات.
- ٣- ضرورة سن قوانين تفرض عقوبات رادعة على مديري المنشآت إذا قاموا بنشر معلومات خاصة أو امتنعوا عن نشر معلومات صحيحة لتضليل المستثمرين.



مراجع البحث المراجع العربية: الكتب:

إبراهيم سيد أحمد، حوكمة الشركات و مسؤولية الشركات عبر الوطنية و غسيل الأموال ، الدار الجامعية الإسكندرية ، مصر ٢٠١٠ .

أمين السيد احمد لطفي ، نظرية المحاسبة منظور التوافق الدولي ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، الإسكندرية مصر، ٢٠٠٩ .

المراجعة و حوكمة الشركات ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ٢٠١٠ .

السعيد محمد لبد، منير ابراهيم هندی ، "الإدارة المالية"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ٢٠٠٧ .

محمد سامي راضي ، موسوعة المراجعة المتقدمة ، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية، مصر ، ٢٠١١ .
الدوريات:

أحمد رجب عبد الملك ، "إطار مقترح للتقارير المالية المنشورة في ظل تحقيق الشفافية ببورصة الأوراق المالية دراسة نظرية وتطبيقية "، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية ، كلية التجارة ، جامعة حلوان ، العدد (١٠)، ٢٠٠٨ .

أمال محمد محمد عوض، "تحليل العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية وظاهرة عدم تماثل المعلومات وأثرها على تكلفة رأس المال"، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، ٢٠١١ .

أمال نوري محمد، "مدى تناغم أدوات التحليل المالي مع المحتوى المعلوماتي لقائمة التدفقات النقدية دراسة تحليلية بالإعتماد على بيانات عدد من الشركات العالمية"، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد (٣٤) ، كلية الإدارة والإقتصاد ، جامعة بغداد، ٢٠١٣ .

إيمان محمد سعد الدين طويل ، "تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال واثرها على قيمة المنشأة"، مجلة المحاسبة والمراجعة ، جامعة بنى سويف ، العدد (١)، ٢٠١٣ .

سعيد توفيق عبيد، "نموذج مقترح لتقدير قيمة المنشأة لأغراض الخصخصة مع دراسة تطبيقية على قطاع الصناعات الغذائية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، العدد (٢) ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، ٢٠٠٥ .

شريف سعيد البراد، "مدى تأثير أسعار أسهم الشركات بالإفصاح المالي وغير المالي - دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، العدد (٢)، الجزء الثاني، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠٠٨ .

طارق عبد العال حماد، "اطار مقترح لقياس مستوى الشفافية فى ضوء خصائص المنشآت المصرية فى البيئة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، العدد (٢)، كلية تجارة، جامعة عين شمس، ٢٠١٠ .
عادل عبد الفتاح مصطفى، "الإفصاح والشفافية فى صناديق الاستثمار لخدمة أغراض الحوكمة : دراسة تحليلية مقارنة"، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، المجلد (١)، العدد (٢)، كلية تجارة، جامعة طنطا، ٢٠١٠ .

عوض سلامة فايز الرحيلي، "دور نظام السوق المالية الجديد في تعزيز الشفافية والإفصاح المحاسبي في البيئة السعودية"، دراسة تحليلية، مجلة البحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٤١)، العدد (٢)، ٢٠٠٤ .

مجدي محمد سامي ، "دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات و آثارها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية ، العدد (٢) ، المجلد (٤٦) ، ٢٠٠٩ .

محمد عبد الحميد، "دور حوكمة الشركات فى تعظيم قيمة المنشأة دراسة نظرية تطبيقية"، *مجلة أفاق جديدة للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنوفية، العدد (٤)، المجلد (٢١)، ٢٠٠٩. مصطفى حسين بسيونى، "الشفافية والإفصاح فى إطار حوكمة الشركات"، *مجلة المال والتجارة*، العدد (٤٩٣)، ٢٠١٠.

الرسائل :

أسامة مجدى فؤاد، "دراسة تحليلية لمحتوى الإفصاح عن قائمة التدفقات النقدية والربح المحاسبي على نشاط الأوراق المالية – مع دراسة تطبيقية على قطاع البنوك"، *رسالة ماجستير*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٢٠١١. حسام عطية عبد المقصود، "أثر المخاطر المصرفية على القيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية"، *رسالة ماجستير*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠٠٢. السعيد بريكة، سمير مسعى، "تقييم المنشأة الاقتصادية : مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA"، *رسالة ماجستير*، جامعة العربى بن مهدي، ٢٠٠٦. عبير بيومى محمود، "أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات على جودة القرار الاستثماري بسوق الأوراق المالية المصرية"، *رسالة ماجستير*، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ٢٠١١. ماريام وجدي موسى فرنسيس، "أثر تطبيق آليات الشفافية على كفاءة البنوك المركزية مع دراسة حالة البنك المركزي المصري خلال الفترة من ١٩٩٥ إلى ٢٠٠٥"، *رسالة ماجستير*، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ٢٠١٠. نرمين نبيل أبو العطا، "حوكمة الشركات و التمويل مع التطبيق على سوق المال المصرى"، *رسالة ماجستير*، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ٢٠٠٦. نضال عزيز مهدي، "تطوير بنية الحكومة في البنوك العراقية لغرض تحقيق الشفافية و ضبط الأداء المالي- دراسة تطبيقية"، *رسالة دكتوراه غير منشورة*، جامعة القاهرة، ٢٠١١. وفاء إبراهيم غريب، "الدور الحوكمى لمستويات الإفصاح فى تخفيض تكلفة رأس المال (دراسة ميدانية على سوق الأوراق المالية)"، *رسالة ماجستير*، كلية تجارة، جامعة قناة السويس بالإسماعيلية، ٢٠٠٨.

أخرى:

خالد المهاني، "حوكمة الشركات وأهميتها في جذب الاستثمارات وتنمية الموارد البشرية"، *المؤتمر العلمى لفعاليات العلمية لجمعية المحاسبين القانونيين السوريين*، ٢٠٠٧. دليل حوكمة الشركات فى مصر، الصادر عن مركز المديرين المصرى بالهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٦.

المراجع الأجنبية :

Working Paper

Black, B., et al., "How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea", Draft August, p12, 2008.

<http://ssrn.com/abstract=844744>.

Clement, Michael, Richard Frankel and Jeffery Miller, "The Effect of Confirming Management Earnings Forecasts on Cost of Capital", *Working Paper*, University of Texas, March, p70, 2000.

Erkens, D., & Hung, M., "Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis : Evidence from Financial Institutions Worldwide", University of Southern California–Leventhal School of Accounting, 2010.

- Guidi, M., Hillier, J., & Tarbert, H., "Maximizing the firm's value to society through ethical business decisions: Incorporating 'moral debit' claims", **Critical Perspectives on Accounting**, Vol.19, Issue 5, July, p603, 2008.
- Lang M, Lins Karl V., Maffett M, "Transparency, Liquidity, and Valuation: International Evidence", **unpublished working paper**. University of North Carolina at Chapel Hill, 2010 .
- OECD , **Principles of Corporate Governance** , organization for economic cooperation and development publication service - 2004. www.oecd.org.