

دراسة تحليلية لتأثير تطبيق مبادئ وآليات الحوكمة على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال رباب محمد حسن محمد

كلية التجارة بالإسماعيلية - جامعة قناة السويس

الملخص:

يهدف هذا البحث إلى التعرف على تأثير تطبيق مبادئ وآليات الحوكمة على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال من خلال محاولة عمل دراسة تحليلية لتطبيق مبادئ وآليات الحوكمة تقوم على مفهوم وأهداف ومزايا تطبيق حوكمة الشركات وكذلك المبادئ والآليات المحاسبية ، وأيضاً أثر حوكمة الشركات على الإفصاح والشفافية ، وأهمية وآلية 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 السوقى - 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.

Abstract:

act of the

application of the principles and mechanisms of governance on the EV From the perspective of the cost of capital by trying to work an analytical study of the application of the principles and mechanisms Governance based on the concept, objectives and advantages of the application of corporate governance as well as the principles and mechanisms Accounting, and also the impact of corporate governance, disclosure and transparency, and the importance of quality and mechanism Disclosure and transparency in light of corporate governance, And learn about the disclosure and transparency and its impact.

The cost of capital through knowledge of the elements of the cost of capital, and the relationship between transparency and the cost of capital, and the entrances to the study of the relationship between the degree of transparency of information and the cost of capital Which are divided into direct entrance to the study of the relationship between the degree of transparency of information and the cost of capital Money - the entrance is direct to the study of the relationship between the degree of transparency of information and the cost of capital As well as

analysis of the value established in the light of the impact of the cost of capital through the entrances to measure the value of an entity which is divided into Note book entrance - a market entrance - the entrance to the discounted cash flows.

The study concluded that it is important because the cost of capital to the direct impact on maximizing the value of the business also entails many financial decisions taken by the administration.

أولاً: المقدمة

حظى موضوع حوكمة الشركات Corporate Governance بإهتمام كبير من قبل الباحثين والحكومات والمنظمات المهتمة 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، ص٢٠١) .

ثانياً: طبيعة المشكلة

تعد حوكمة الشركات من أهم العمليات الضرورية واللازمة لحسن عمل الشركات، وتأكيد نزاهة الادارة فيها، وكذلك الوفاء بالالتزامات والتعهدات ولضمان تحقيق الشركات أهدافها، فإن حوكمة الشركات الجيدة فى 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 فى الحد من هروب رؤؤس الأموال، كما أصبحت قضية الحصول على المعلومات وسهولة الحصول عليها وحرية تداولها ومصداقيتها ودقتها من القضايا الملحة على رجال الأعمال والمستثمرين. (مصطفى حسين بسيوني، ٢٠١٠، ص٢٧) .

وقد تزايد فى الفترة الأخيرة الأهتمام بمفهوم تعظيم قيمة المنشأة ، بتحسين قدرتها على الإبداع ، وترويج منتجات جديدة ذا طابع فريد ، وتعزيز المنافسة وزيادة حصتها السوقية ، وتحقيق الاستقرار والتنمية المستدامة ، بهدف تعظيم ثروة أصحاب

المصالح ، بزيادة ثروة حامل السهم ، ورضا العملاء والعاملين ، وتحقيق منافع اقتصادية ورفاهية للمجتمع .

وإزاء 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 والاستثمارية المتاحة أمام المنشأة التي يمكن لأي مشروع أن يعطى 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؟

ثالثاً: أهداف البحث

تتمثل أهداف البحث في الاجابة على التساؤلات السابقة وعليه تتمثل أهداف

البحث فيما يلي:

- ١- التعرف على مفهوم حوكمة الشركات وأهدافها ومزايا تطبيقها.
- ٢- التعرف على كيفية تطبيق مبادئ وآليات حوكمة الشركات .
- ٣- التعرف على تكلفة رأس المال .
- ٤- التعرف على مداخل قياس قيمة المنشأة .
- ٥- التعرف على تأثير تطبيق مبادئ وآليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال .

رابعاً: أهمية البحث

تأتى أهمية هذا البحث كنتيجة لمجموعة من الأسباب أهمها:

- ١- تعتبر مبادئ حوكمة الشركات أحد الآليات الهامة التي يمكن الاعتماد عليها في مكافحة الفساد الادارى والمالى وتخفيض المخاطر.
- ٢- المعايير السليمة للحوكمة تدعم كفاءة الإدارة المالية، كما أن النظام السليم للتارير هو الذى يوفر المعلومات الحيوية والتي تساعد على اختيار القرارات الاستثمارية السليمة بما يدعم مفهوم تعظيم القيمة .
- ٣- التعرف على الجوانب العلمية لمبادئ حوكمة الشركات ودورها فى 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 .

خامساً: منهج البحث

سوف تعتمد الباحثة على المنهج الإستقرائى وذلك من خلال ملاحظة الظاهرة على النحو الذى 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 النظرى للبحث، وإستخلاص النتائج، للوصول إلى النتائج العامة للبحث.

سادساً: تقسيمات البحث:

القسم الأول : الإطار النظرى للبحث:

تتناول دراسة تحليلية لتأثير تطبيق مبادئ وآليات الحوكمة على قيمة المنشأة من منظور تكلفة رأس المال من خلال عرض الإطار العام للحوكمة بالتركيز على مبدأ الإفصاح والشفافية، الإفصاح والشفافية وتأثيرها على تكلفة رأس المال، تحليل قيمة المنشأة فى ضوء تأثير تكلفة رأس المال. عرض الدراسات السابقة المرتبطة بالدراسة الحالية .

القسم الثانى : النتائج والتوصيات :

- النتائج
- التوصيات

القسم الأول : الإطار النظرى للبحث

أولاً : الإطار العام للحوكمة 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 فى مصر ، ٢٠١٦ ، ص٨) .

وعرفت حوكمة الشركات بأنها نظام للتوجيه والتحكم والرقابة على نشاط الشركات المساهمة ، مبنى على تنظيم عملية اتخاذ القرار فى هذه الشركات ، وتوزيع الصلاحيات والمسؤوليات فيما بين الأطراف الرئيسية فى الشركة ، وذلك لخدمة مصالح المساهمين بشكل عام (أمين السيد ، ٢٠١٠ ، ص١٣٢) .

٢- أهداف ومزايا تطبيق حوكمة الشركات

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 فى مصر ، ٢٠١٦ ، ص٨) .

وتتسم حوكمة الشركات القابلة 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 الداخليين والأطراف ذوى العلاقة .
- ز- مساعدة الشركات العائلية للتحول للشكل المؤسسى .

ومن خلال تطبيق الحوكمة، فإن شركات المساهمة المغفلة سيصبح من السهل عليها قيد أوراقها المالية بالبورصة، الأمر الذي يستوجب انتباه مساهميها وإداراتها 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 اطار 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 والعدالة بين المساهمين:

يجب أن يضمن اطار 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 أعضاءه 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، صص ٤٤٦-٤٤٧) :

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

وتماشياً مع طبيعة دراستنا سنكتفي 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 تحث 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، صص ١٠-١١) .

٢- المراجعة الداخلية (إبراهيم سيد، ٢٠١٠، صص 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 وتبعيةها 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 و الشفافية

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 (عبر بيومي، ٢٠١١، 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 .

٢-٣- 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 ، تحتل 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، ص٦٦٠) .

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، ص١٨٠) :

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 إفصاح 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، ص١٦٥) .

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، ص٣١٧-٣١٨) :

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 السوقى للأسهم الممتازة له أفضلية لتحديد تكلفة حق الملكية على أساس العائد المتوقع على الاستثمارات فى ضوء مستوى المخاطر الحالية.

ب- تكلفة الأموال المقترضة

عرفها معيار المحاسبة المصرى رقم (١٤) بعنوان "تكلفة الاقتراض" الصادر عام ٢٠٠٦ بأنها "الفوائد والتكاليف الأخرى التى تتكبدها المنشأة نتيجة لإقتراض الأموال"، ويقصد بالتكاليف الأخرى استهلاك الخصم أو العلاوة الخاصة بالاقتراض وأى رسوم أخرى ، وكذلك فروق العملة عند الاقتراض بالعملة الأجنبية ، وقد أتاح المعيار تحميل تكلفة الاقتراض على الفترة المالية التى حدثت فيها التكلفة ، أو رسملتها إذا ارتبطت بحياسة أو إنشاء الأصول .

كما تعتبر تكلفة الاقتراض (سندات طويلة الأجل أو قروض) وهى معدل الفائدة الفعلى الذى تدفعه المنشأة للمستثمر أو المقرض بعد تعديله بمقدار الوفورات الضريبية . ويزداد الإفصاح المحاسبى فى الشركات التى ترتفع فيها نسبة الديون ضمن الهيكل التمويلي ووفقاً لعقود الديون التى 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 صافى الأصول، بالإضافة إلى استمرار قدرة المنشأة على تحقيق تدفقات نقدية موجبة.

٢- العلاقة بين الشفافية وتكلفة رأس المال

إن حوكمة الشركات الجيدة التى تكمن فى 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 الذى 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 تتناول 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، ص٥٩).

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):

أ- 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، ص١٣) :
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 تتوافر 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 تتوافر لديهم واتضح من الدراسة في هذا المدخل ما يلي (عادل عبد الفتاح ، ٢٠١٠، ص١٤٤) :

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 تتوافر 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 تشمل 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 الإقتصادية 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 (آمال نوري، ٢٠١٣، ص ١٢٨).

وبناء على ما سبق سوف تتناول الباحثة ما يلي :

- مداخل قياس قيمة المنشأة وتنقسم إلى ثلاث مداخل وهي :

أولاً: مدخل دفترى .

ثانياً: مدخل سوقي .

ثالثاً: مدخل التدفقات النقدية المخصومة (مدخل ذاتي).

مدخل قياس قيمة المنشأة :

لتحديد قيمة المنشأة فهناك ثلاثة مداخل رئيسية لقياس قيمة المنشأة (مدخل دفترى - مدخل سوقي - مدخل التدفقات النقدية المخصومة (مدخل ذاتي)) وفيما يلي توضيح لكل منها :

أولاً : المدخل الدفترى

ووفقاً لهذا المدخل فإن قيمة المنشأة هي القيمة الدفترية لإجمالي الأصول ، وحيث إن إجمالي الأصول دفترياً لا بد 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 محاسيبياً 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، ص٢١٨):

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 .

- ٢- 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 .
- ٣- وجود بعض أخطاء القياس وتنشأ نتيجة استخدام تقديرات بعض البنود المحاسبية مثل تقدير المخصصات المختلفة .
- ٤- 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 بالأسعار 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، ص٤٢) :

- 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

ولابد 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 وتماماً 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 عراقة في سوق الأوراق المالية - وخاصة ما يتعلق بمدى توافر المعلومات في وقتها وتمائلها 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 انحرافاته، 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 يبنى 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 حصيلة هذه التدفقات ولذلك لابد 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 .

رابعاً: 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، وماهى القنوات التى يتم من خلالها كذلك.

توصلت الدراسة إلى وجود عدة قنوات . ففى ظل المنشآت الكورية الحاصلة على درجة أعلى فى 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 (وفاء، ٢٠٠٨)

هدفت الدراسة إلى بيان دور مستويات الإفصاح فى 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 فى بورصة الأوراق المالية وأخيراً عينة من أعضاء هيئة التدريس لأخذ الرأي العلمى لهم فيما يخص الدور الحوكمى لمستويات الإفصاح .

توصلت الدراسة إلى أن الحوكمة أصبح لها دور فعال فى حماية الشركات وتأكيد مصداقيتها وحماية الشركة من أي تغيرات ومستجدات تؤثر سلباً عليها، وإن الحوكمة تزيد تدعيم عنصر الشفافية فى كافة المعاملات والذى يمكن من خلاله ضبط عناصر الفساد، وأن زيادة درجة الشفافية واتباع مبادئ الحوكمة سيؤدى إلى انخفاض تكلفة رأس المال مما يؤدى 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 (آمال، 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 المحاسبى، 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 .

- ندرت الدراسات العربية التي تناولت عمل دراسة تحليلية لتأثير تطبيق مبادئ وآليات الحوكمة على قيمة المنشأة ، كما تنتم 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.

القسم الثاني : 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 معدى ومستخدمى 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 .

- 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، "إطار 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 الرحيلى، "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 والافصاح فى إطار حوكمة الشركات"، مجلة المال والتجارة، العدد (٤٩٣) ، ٢٠١٠.

الرسائل :

- أسامة مجدى فواد، "دراسة تحليلية لمحتوى الإفصاح عن قائمة التدفقات النقدية والربح المحاسبى 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 مهيدى، ٢٠٠٦ .
- عبير بيومي 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 المصري"، 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 الحوكمي 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 ociety through ethical business decisions: Incorporating 'moral debit' laims",**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 Corporatete Gover nance** , organization for economic cooperation and development publication service - 2004. www.oecd.org.