

# الآليات المحاسبية لتطبيق حوكمة الشركات وأثرها على قيمة المنشأة

د. رضا إبراهيم صالح

أستاذ المحاسبة المساعد  
كلية التجارة- جامعة كفر الشيخ

# الآليات المحاسبية لتطبيق حوكمة الشركات وأثرها على قيمة المنشأة

## ١- مقدمة:

تعمل آليات حوكمة الشركات بصفة أساسية على حماية وضمان حقوق المساهمين وكافة الأطراف ذوي المصلحة المرتبطين بأعمال المنشأة من خلال إحكام الرقابة والسيطرة على أداء إدارة المنشأة، ومراقب الحسابات. ويمكن تصنيف مجموعة الآليات المستخدمة إلى نوعين من آليات الحوكمة، حيث يختص النوع الأول بإدارة المنشأة ذاتها، مثل قوة إدارة المراجعة الداخلية داخل المنشأة، مدى التزام إدارة المنشأة بتطبيق المعايير المحاسبية الدولية والمحليّة، قوة واستقلال لجنة المراجعة، ودرجة اعتماد إدارة المنشأة على تكنولوجيا المعلومات المتطورة. بينما يختص النوع الثاني بمراقب الحسابات، الذي يقوم باعتماد القوائم والتقارير المالية الخاصة بالمنشأة وإبداء رأيه الفني عليها، وتشمل آليات تحقق الرقابة على أداء مراقب الحسابات مثل التغيير الإلزامي لمراقب الحسابات بصفة دورية، درجة استقلال مراقب الحسابات، مدى التزام مراقب الحسابات بتطبيق معايير المراجعة الدولية والمحليّة، معايير رقابة الجودة، ومدى تقديم مراقب الحسابات لخدمات مهنية استشارية للمنشأة محل المراجعة.

ولقد حاول واضعوا السياسات المحاسبية السيطرة على النظام المحاسبى من خلال جميع الوسائل والقوانين والتشريعات بشكل ينظم العلاقة بين أصحاب حقوق الملكية والإدارة ويسمن ولاء الإدارة لمصالح أصحاب حقوق الملكية وإبعادها عن التحيز لأية مصالح ذاتية ضمن اطار نظرية الوكالة (Agency Theory) . نتيجة لذلك زاد الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات Corporate Governance على المستوى الدولي والمحلي ، في محاولة لاستعادة ثقة مستخدمي المعلومات المالية في التقارير المالية، وأصبحت من الركائز الأساسية التي يجب أن تقوم عليها الوحدات الاقتصادية ، ولم يقتصر الأمر على ذلك بل قامت الكثير من المنظمات والهيئات بتأكيد مزايا هذا المفهوم والبحث على تطبيقه في الوحدات الاقتصادية المختلفة .

فعلى المستوى الدولي ، اهتمت المنظمات الدولية بوضع مبادى لحوكمة الشركات لتكون بمثابة نقاط مرجعية يتم الاسترشاد بها عند تطبيق هذه المبادى في الواقع العملي . ومن أهم الأمثلة مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال حوكمة الشركات والتي صدرت في عام ١٩٩٩ وروجعت في عام ٢٠٠٤ (OECD,2004) ولجنة كادبورى Cadbury ولجنة Cadbury Best Committee والتي تم تشكيلها لوضع إطار لحوكمة الشركات باسم

Blue Ribbon Committee Practice عام ١٩٩٢ في المملكة المتحدة، كذلك لجنة في الولايات المتحدة الأمريكية والتي أصدرت مقترناتها عام ١٩٩٩ م ، ومبادئ معهد التمويل الدولي في مجال حوكمة الشركات والآليات اللازمة لتشغيل هذه المبادى (IIF, 2002)، كما تم إنشاء المعهد البرازيلي لحوكمة الشركات، وفي تركيا تم إنشاء المعهد التركي لحوكمة الشركات عام ٢٠٠٢ م.

وعلى المستوى المحلي ، تزايدت الأهمية المحورية الخاصة بقواعد وتطبيقات حوكمة الشركات في مصر ، ففي عام ٢٠٠١ تم الانتهاء من أول تقرير لتقدير حوكمة الشركات في مصر حيث قام البنك الدولي بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية ، وشارك فيه عدد من المراكز البحثية ومكاتب المحاسبة والمراجعة والمهتمين من الاقتصاديين والقانونيين . ( World Bank –IMF, sep. 2001 ) . كما صدر في أكتوبر عام ٢٠٠٥ دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بمصر ، ودليل حوكمة شركات قطاع الأعمال العام ( وزارة الاستثمار ، مركز المديرين ، أكتوبر ٢٠٠٥ ) . وقد أشار تقرير البنك الدولي – السابق الإشارة إليه – إلى أن مفهوم ومبادئ حوكمة الشركات في مصر متواجدة في نسيج عدد من القوانين الحاكمة ولوائحها التنفيذية ، ومن أهمها قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، وقانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ، وقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، وقانون ضمانات وحوافز الاستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ ، وقانون التسوية والإيداع والحفظ المركزي رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ، وغيرها من القوانين التي ترتبط بحوكمة الشركات المصرية سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة .

## ٢- طبيعة المشكلة.

يتضح مما سبق أن لمبادئ حوكمة الشركات أثر في تعظيم قيمة المنشأة وتقليل التعارض بين مصالح حملة الأسهم والإدارة ومن ثم الحد من مشاكل الوكالة خاصة في الدول المتقدمة مهنياً في مجال المحاسبة. ولقد تركز معظم البحث المحاسبي خلال العقود الثلاثة الماضية على استخدام المعلومات المحاسبية في تقييم آلية واحدة من آليات الحوكمة وهي خطط حوافز الإدارة ، وقد أوصت العديد من الدراسات المحاسبية بضرورة تكثيف البحث في المرحلة الحالية على تقييم الآليات المحاسبية للحوكمة ، واستخدام معلومات المحاسبة المالية في تقييم آليات أخرى للحوكمة مثل تنويع هيكل الملكية ، وتشكيل مجلس الإدارة وغيرها ( Sloan, Bushman & Smith, 2001 ).

أما في المجتمعات التي لا تزال فيها مهنة المحاسبة في دور التطور والنمو فإنه ليس بالضرورة أن يصح تفسير فرضية تأثير آليات الحكومة على قيمة المنشأة، نظراً لاختلاف ثقافة المديرين نحو علاقة الوكالة، واختلاف العوامل البيئية التي تميز فكر وسلوك المستثمرين في هذه الدول عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. ويحتاج البحث المحاسبي إلى مزيد من الجهد لدراسة أثر آليات معينة للحكومة على أداء الإدارة ، وذلك بتطوير مقاييس محاسبية مستمدة من التقارير المالية تعكس أداء الإدارة بصورة واقعية ، وتمكن من تقييم آليات أخرى للحكومة بخلاف خطط الحوافز. وبالتالي فإن هناك آليات أخرى تحتاج إلى التقييم خصوصاً في بيئة الشركات المصرية مثل هيكل الملكية وتشكيل مجلس الإدارة، لذا يمكن تحديد مسلكة البحث في محاولة دراسة واختبار تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة من خلال محاولة الإجابة على التساؤلات التالية:

١. هل لآليات حوكمة الشركات أثراً هاماً على قيمة المنشأة؟ وهل يختلف الأثر باختلاف مقاييس قيمة المنشأة؟

٢. هل يختلف تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة وفقاً لاختلاف حجم المنشأة ومستوى نمو استثماراتها ونسبة مديونيتها؟ وهل يتأثر ذلك لاختلاف مقاييس قيمة المنشأة؟

٣. هل لنوع القطاع الاقتصادي الذي تتنمي إليه المنشأة دور في تحديد أثر آليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة؟

## ٣- الهدف من البحث:

يهدف هذا البحث بشكل رئيسي إلى دراسة وتحليل العلاقة بين الآليات المحاسبية لتطبيق حوكمة الشركة وأثرها على قيمة المنشأة معبراً عنها بمعدل العائد على الاستثمار، أو بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم ويقرع من هذا الهدف الرئيسي الأهداف الفرعية التالية :

١- دراسة وتحليل المفهوم والإطار العام لحوكمة الشركات والتعرف على إيجابيات ومتاعب تطبيقه ودوره في تعظيم قيمة المنشأة.

٢- عرض ومناقشة المتغيرات التي تعكس الآليات المحاسبية لحوكمة الشركات .

٣- دراسة كيفية استخدام معلومات التقارير المالية لتطوير المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها في تقييم فاعلية آليات حوكمة الشركات.

٤- دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين الآليات المحاسبية لحوكمة الشركات وقيمة المنشأة.

#### ٤- أهمية البحث:

تأتي أهمية البحث في التأكيد على تطبيق مفهوم حوكمة الشركات في البيئة الاقتصادية المصرية والاستفادة منها في تطوير الممارسة المحاسبية وبالتالي دفع المديرين نحو تعظيم قيمة المنشأة من خلال تحسين الأداء المالي لها، وبالتالي فإن آثار تطبيق آليات حوكمة الشركات سوف تصب عادة في قيمة المنشأة كما تعكسها أسعار الأسهم، أو في الأداء المالي لها. وبناء عليه فإن البحث في آليات حوكمة الشركات وتقييم فاعلية تلك الآليات المستخدمة من قبل الشركات بغرض تحديد الهيكل الأمثل لتلك الآليات الذي يساهم في تعظيم قيمة المنشأة، يعد من الأهمية بمكان لحملة الأسهم، إلى جانب المساهمة في تقييم نظام حواجز المديرين وتحقيق التوافق بين مصلحتهم الذاتية ومصالح حملة الأسهم وبالشكل الذي يعظم من قيمة المنشأة، الأمر الذي يتطلب مراقبتهم من خلال آليات نظام جيد لحوكمة الشركات.

#### ٥- منهج البحث :

في إطار محاولة تحقيق أهداف البحث سوف يتبع البحث المنهجين التحليلي والوصفي معاً حيث سيتم استخدام المنهج التحليلي بهدف استقراء وتصنيف الأدبيات العلمية في مجال حوكمة الشركات ، وتحديد المتغيرات القابلة للبحث والدراسة وال المتعلقة بآليات حوكمة الشركات في البيئة المصرية، ووضع التصور العام لآليات حوكمة الشركات وعلاقتها بالأداء المالي للمنشأة وقيمتها السوقية . كما يعتمد البحث في جانبه الميداني على المنهج الوصفي حيث أنه لا يتوقع إتجاههً معيناً للعلاقة بين متغيرات آليات حوكمة الشركات ومتغيرات المؤشرات المالية المعبرة عن قيمة المنشأة.

## ٦- خطة البحث :

في ضوء مشكلة البحث والهدف منه ، فقد تم تقسيم البحث في الأجزاء التالية منه على النحو التالي :

الإطار النظري للدراسة ويتضمن:

- ١- مفهوم حوكمة الشركات.
- ٢- أهمية حوكمة الشركات.
- ٣- مبادئ حوكمة الشركات وأثرها على قيمة المنشأة.
- ٤- الدراسات السابقة.
- ٥- الجوانب المحاسبية في مبادئ حوكمة الشركات.
- ٦- آليات تطبيق حوكمة الشركات.

الدراسة التطبيقية وتحتمل:

- ١- فروض الدراسة.
- ٢- عينة الدراسة.
- ٣- متغيرات الدراسة وطريقة قياسها.
- ٤- نموذج الإختبار الإحصائي.
- ٥- تحليل نتائج الدراسة.
- ٦- الخلاصة والاستنتاجات والتوصيات.

## الإطار النظري للدراسة

### ١- مفهوم وأهداف حوكمة الشركات:

يعد مصطلح حوكمة الشركات هو الترجمة المختصرة التي راجت للمصطلح CORPORATE GOVERNANCE، أما الترجمة العلمية لهذا المصطلح، فهي: " أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة ". ويهتم هذا المصطلح بالممارسات والكيفية التي يتم بها ضبط أداء الشركات ورفع كفاءتها ومجموعة التدابير التي يتم من خلالها متابعة أداء إدارة الشركات والرقابة عليها، ومعالجة المشكلات الناجمة عن ذلك، والعلاقة بين الجهات التي تحكم عمل الشركات من الداخل والخارج. وبالتالي فإن أسلوب حوكمة الشركات وسيلة تمكن المجتمع من التأكد من حسن إدارة الشركات بطريقة تحمي أموال المستثمرين والمقرضين، كما يؤدي إلى خلق ضمانات ضد الفساد وسوء الإدارة، علاوة على تطوير القيم الأساسية لاقتصاد السوق في المجتمع (Hopkins, M., 2000)

وتتجدر الإشارة إلى أنه على المستوى العالمي لا يوجد تعريف موحد متفق عليه لمفهوم حوكمة الشركات وربما يرجع ذلك إلى تداخله في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركات وهو الأمر الذي يؤثر على المجتمع والاقتصاد ككل. ولكن يمكن القول إن ماهية مفهوم حوكمة الشركات معنية بابحاث وتنظيم التطبيقات والممارسات السليمة للقائمين على إدارة الشركة بما يحافظ على حقوق حملة الأسهم وحملة السندات والعاملين بالشركة وأصحاب المصالح وغيرهم، وذلك من خلال تحري تنفيذ العلاقات التعاقدية التي تربط بينهم، وباستخدام الأدوات المالية والمحاسبية السليمة وفقاً لمعايير الإفصاح والشفافية الواجبة.

ويثير مصطلح حوكمة الشركات بعض الغموض لثلاثة أسباب رئيسية مرتبطة بحداثة هذا المصطلح: السبب الأول هو أنه على الرغم من أن مضمون حوكمة الشركات وكثير من الأمور المرتبطة به ترجع جذورها إلى أوائل القرن التاسع عشر، حيث تناولتها نظرية المشروع وبعض نظريات التنظيم والإدارة إلا أن مفهومه لم يبدأ في التبلور إلا منذ قرابة عقدين أو ثلاثة عقود. بينما يتمثل السبب الثاني في عدم وجود تعريف قاطع لهذا المفهوم. فبينما ينظر إليه البعض من الناحية الاقتصادية على أنه الآلية التي تساعد المنشأة في الحصول على التمويل، وتضمن تعظيم قيمة أسهم المنشأة واستمرارها في الأجل الطويل، فإن هناك آخرون يعرفونه من الناحية القانونية على أنه يشير إلى طبيعة العلاقة التعاقدية من حيث كونها كاملة أم غير كاملة، والتي تحدد حقوق وواجبات حملة الأسهم وأصحاب المصالح من ناحية، والمديرين

من ناحية أخرى، كما أن هناك فريق ثالث ينظر إليه من الناحية الاجتماعية والأخلاقية، مركزين بذلك على المسؤولية الاجتماعية للمنشأة في حماية حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين، وتحقيق التنمية الاقتصادية العادلة، وحماية البيئة. ويرجع السبب الثالث لغموض هذا المصطلح إلى أن هذا المفهوم مازال في طور التكوين، وما زالت كثيرة من قواعده ومعاييره في مرحلة المراجعة والتطوير. ومع ذلك هناك شبه اتفاق بين الباحثين والممارسين حول أهم محدداته وكذلك معايير تقييمه.

وقد تعددت التعريفات المقدمة لهذا المصطلح، بحيث يدل كل مصطلح عن وجهة النظر التي يتبعها مقدم هذا التعريف. فتعرفت مؤسسة التمويل الدولية IFC الحكومة بأنها: " هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها ( Alamgir, M., 2007 ). كما تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بأنها: " مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين " ( Freeland, C., 2007 ) . وهناك من يعرفها بأنها: " مجموع "قواعد اللعبة" التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل، ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين " ( البنك الأهلي المصري ٢٠٠٣ ) . وبمعنى آخر، فإن الحكومة تعني النظام، أي وجود نظم تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر في الأداء، كما تشمل مقومات تقوية المؤسسة على المدى البعيد وتحديد المسئول والمسؤولية.

وباستعراض التعريفات السابقة يمكن تعريف حوكمة الشركات بأنها نظام يتم بواسطته توجيه ورقابة أداء المديرين في الشركة بالشكل الذي يحقق أهدافها ويحد من تضارب المصالح فيما بين حملة الأسهم والإدارة، وعليه فهي تبحث في الآليات الكفيلة لضمان تحفيز الإدارة نحو الأداء المتميز والإنتاجية العالية، والحلولة دون الإضرار بمصالح حملة الأسهم، والبحث عن أفضل الممارسات لتحسين الإفصاح والشفافية وحماية حقوق صغار المساهمين.

وبالتالي يمكن استخلاص أن مفهوم حوكمة الشركات، يشير إلى القواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة ، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة. وبشكل أكثر تحديدا، يقدم هذا الاصطلاح إجابات لعدة تساؤلات من أهمها: كيف يضمن المالكون ألا تسيء الإدارة استغلال أموالهم؟ كيف يتتأكد هؤلاء أن الإدارة تسعى إلى تعظيم ربحية وقيمة أسهم الشركة في الأجل الطويل؟ ما مدى اهتمام الإدارة بالمصالح الأساسية

## للمجتمع في مجالات الصحة والبيئة؟ وأخيراً، كيف يتمكن حملة الأسهم وأصحاب المصالح من رقابة الإدارة بشكل فعال؟

### ٢- أهمية حوكمة الشركات:

تعد حوكمة الشركات من أهم العمليات الضرورية واللازمة لحسن عمل الشركات، وتأكيد نزاهة الإدارة فيها، وكذلك للوفاء بالالتزامات والتعهدات ولضمان تحقيق الشركات أهدافها، وبشكل قانوني واقتصادي سليم، خاصة ما يتصل بتفعيل دور الجمعيات العمومية لحملة الأسهم للاضطلاع بمسؤولياتهم، وممارسة دورهم في الرقابة والاشراف على أداء الشركات، وبما يؤدي إلى الحفاظ على مصالح جميع الأطراف، وهو ما يوضح أهمية الحوكمة. ولو لم يكن للحوكمة من الأهداف والمزايا التي تدعمها ، لما سعت معظم الوحدات الاقتصادية بل والدول إلى تطبيقها ووضع التدابير المختلفة الضرورية لها.

وباستعراض أدبيات حوكمة الشركات نجد إنه قد تطرق كل من (Jensen and Meckling, 1976) و (Fama, 1980) إلى "مشكلة الوكالة" Agency Problem حيث أشاروا إلى حقيقة حدوث صراع بالشركة عندما يكون هناك فصل بين الملكية والإدارة. وفي هذا السياق يؤكد (Monks, 2001) و (Mitchell et al., 1996) عن إمكانية حل مشكلة الوكالة من خلال التطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات.

وقد تعاظمت بشكل كبير أهمية حوكمة الشركات في الآونة الأخيرة بعد انهيار بعض الشركات العملاقة كشركة انرون للطاقة Enron، وشركة ارثر اندرسون لتدقيق الحسابات Arthur Anderson، وحصلت اختلاسات كبيرة في شركة Worldcom للاتصالات وشركة Parmalat الاوروبية للأغذية، وترجع هذه الانهيارات في معظم تلك الشركات إلى الفساد الإداري والمحاسبي بصفة عامة. يضاف إلى ذلك افتقار إدارتها إلى الممارسة السليمة في الرقابة والإشراف ونقص الخبرة والمهارة وكذلك اختلال هيكل التمويل وعدم القدرة على توليد تدفقات نقدية داخلية كافية لسداد الالتزامات المستحقة عليها، بالإضافة إلى ضعف الاهتمام بتطبيق المبادئ المحاسبية التي تحقق الإفصاح والشفافية، بجانب عدم إظهار المعلومات المحاسبية لحقيقة الأوضاع المالية للشركة، وهو الأمر الذي أكدته Winkler حيث أشار إلى أهمية حوكمة الشركات في تحقيق التنمية الاقتصادية

وتجنب الوقوع في مغبة الأزمات المالية، من خلال ترسيخ عدد من معايير الأداء، بما ي العمل على تدعيم الأسس الاقتصادية بالأسواق وكشف حالات التلاعب والفساد وسوء الإدارة بما يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في هذه الأسواق، والعمل على استقرارها والحد من التقلبات الشديدة بها لتحقيق التقدم الاقتصادي المنشود.

وتتنامى أهمية إتباع القواعد السليمة لحوكمة الشركات للأسباب التالية :

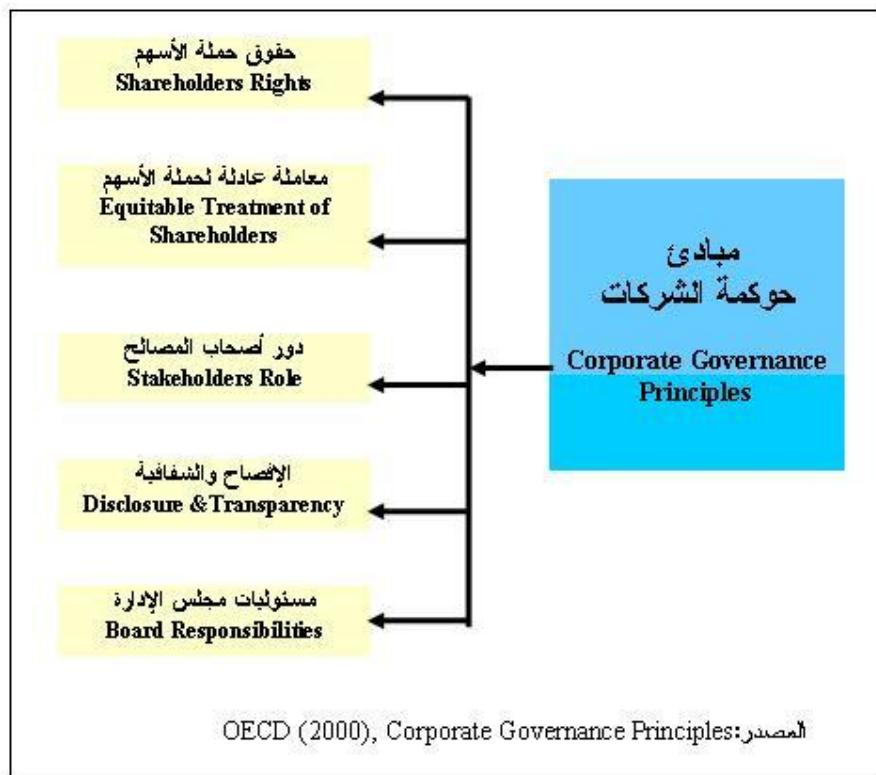
(Winkler, 1998 )

١. ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم على تحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم؛ مع العمل على الحفاظ على حقوقهم وخاصة حائزى أقلية الأسهم.
٢. تعظيم القيمة السوقية للشركة ، وتدعم منافسة الشركات في أسواق المال العالمية؛ وخاصة في ظل استحداث أدوات وآليات مالية جديدة، وحدوث اندماجات أو استحواذ أو بيع لمستثمر رئيسي ...الخ.
٣. التأكيد من كفاءة تطبيق برامج الخصخصة وحسن توجيه الحصيلة منها إلى الاستخدام الأمثل لها، منعاً لأي من حالات الفساد التي قد تكون مرتبطة بذلك.
٤. توفير مصادر تمويل محلية أو عالمية للشركات سواء من خلال الجهاز المصرفي أو أسواق المال؛ وخاصة في ظل تزايد سرعة حركة انتقال التدفقات الرأسمالية.
٥. تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية، بما ي العمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، وتجنب حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية، والمساعدة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي.

## ٣- مبادئ حوكمة الشركات وأثرها على قيمة المنشأة:

نظراً للتزايد المستمر الذي يكتسبه الاهتمام بهذا المفهوم فقد حرصت عدد من المؤسسات الدولية على تناول هذا المفهوم بالتحليل والدراسة، وعلى رأس هذه المؤسسات كل من صندوق النقد والبنك الدوليين، ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD التي أصدرت في عام ١٩٩٩ مبادئ حوكمة الشركات Corporate Governance Principles ككل. ويدعم هذا ما أكدت عليه المنظمة العالمية لمشرفي الأوراق المالية (IOSCO) في مايو ٢٠٠٢ International Organization for Securities Commissions

من أهمية انتهاج مبادئ OECD لحوكمة الشركات؛ وذلك للحفاظ على سلامة أسواق المال واستقرار الاقتصاديات. وتمثل هذه المبادئ العمود الفقري لتطبيق الحوكمة، لذا فقد تعددت هذه المبادئ واختلفت من جهة إلى أخرى ، ولكن أكثرها قبولاً واهتمامًا وأيضاً أسبقاً صدوراً هي المبادئ الصادرة عن (OECD) عام ١٩٩٩م والتي تم إعادة صياغتها عام ٢٠٠٤م وتناول المبادئ الخمسة الصادرة عن OECD تطبيقات حوكمة الشركات في شأن: الحفاظ على حقوق حملة الأسهم، وتحقيق المعاملة العادلة لحملة الأسهم، دور أصحاب المصالح، والحرص على الإفصاح والشفافية، وتأكيد مسؤولية مجلس الإدارة، كما يتضح من الشكل التالي :



#### أ- مبدأ حماية حقوق المساهمين

ويتحقق هذا المبدأ من خلال :-

- ١- تأمين وسائل التسجيل والنقل والتحويل لملكية الأسهم .
- ٢- حضور الجمعية العامة والتصويت وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة .
- ٣- الحصول على المعلومات المختلفة .
- ٤- ممارسة الرقابة على أداء الوحدات الاقتصادية .
- ٥- الحصول على حقوقهم في الأرباح .

**ب- مبدأ المساواة بين المساهمين في المعاملة**

ويتحقق هذا المبدأ من خلال:-

١- المساواة في توفير المعلومات لمختلف الفئات

٢- المساواة في المعاملة للفئات المتكافئة من المساهمين .

٣- الدفاع عن الحقوق القانونية .

٤- الإفصاح عن المصالح الخاصة بمجلس الإدارة والمديرين .

٥- التعبير عن حالات التعدي على حقوقهم .

**ج- مبدأ دور أصحاب المصالح في الحكومة**

ويتحقق هذا المبدأ من خلال :-

١- التعاون بين أصحاب المصالح وإدارة الوحدات الاقتصادية .

٢- المشاركة في المتابعة والرقابة على أداء الوحدات الاقتصادية .

٣- ضمان حصولهم على المعلومات الملائمة والكافية والموثوقة فيها .

٤- المحافظة على حقوقهم .

٥- الحصول على التعويضات في حالة انتهاك حقوقهم .

**د- مبدأ الإفصاح والشفافية**

ويتحقق ذلك من خلال :-

١- دقة الإفصاح.

٢- التوقيت الملائم للإفصاح.

٣- شمولية الإفصاح.

٤- مراجعة المعلومات المفصحة عنها.

٥- توفير قنوات توصيل المعلومات للمستخدمين.

**ه- مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة**

ويتحقق ذلك من خلال :-

١- ضمان مسؤولية المجلس تجاه الوحدة الاقتصادية والمساهمين.

٢- توفير المعلومات الكافية والموثوقة فيها.

٣- المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين.

٤- الالتزام بالقوانين وتحقيق مصالح كافة الأطراف.

٥- اتخاذ القرارات ومتابعة المهام والوظائف الأساسية ، بالوحدة الاقتصادية.

وعلى ذلك، تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة، ومنح حق مسألة إدارة الشركة، وبالتالي تحقيق الحماية للمساهمين وحملة الوثائق جميرا، مع مراعاة مصالح العمل والعامل، والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، بما يؤدي إلى تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقاته، وتنمية المدخرات، وتعظيم الربحية، وإتاحة فرص عمل جديدة. كما أن هذه القواعد تؤكد على أهمية الالتزام بأحكام القانون، والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي، ووجود هيكل إداري تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية تكون لها مهام و اختصاصات وصلاحيات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة على التنفيذ.

في ضوء ما سبق يخلص الباحث إلى اهتمام مبادئ حوكمة الشركات بتحقيق الإفصاح والشفافية في كافة المعلومات وبصفة خاصة المعلومات المالية لما لها من أهمية ودور فعال في تحقيق أهداف أصحاب المصالح في الوحدة الاقتصادية ، مما يعني الاهتمام بتحقيق جودة هذه المعلومات ، ولم يقتصر الأمر على ذلك بل امتد إلى دورها في تنشيط سوق الأوراق المالية. وتظهر العلاقة بين المعلومات المحاسبية ، وتحقيق أهداف ومزايا الحوكمة من خلال الاعتماد على هذه المعلومات في ممارسة الرقابة على مختلف جوانب أداء الوحدة الاقتصادية وزيادة الثقة فيها وتحقيق العدالة والشفافية ومحاربة الفساد وتحقيق التواصل مع الأطراف المختلفة ذات العلاقة بالوحدة الاقتصادية.

وبناءً على ذلك فإن مفهوم حوكمة الشركات يستند على ثلاثة ركائز أساسية تتمثل في السلوك الأخلاقي والرقابة والمساءلة وأخيراً إدارة المخاطر. فيما يخص الركيزة الأولى فإن حوكمة الشركات تعمل على ضمان الالتزام الأخلاقي للإدارة عن طريق الالتزام بالأخلاقيات الحميدة والقواعد والسلوك المهني الرشيد والتوازن في تحقيق مصالح الأطراف المرتبطة بالمنشأة إلى جانب الشفافية في تقديم المعلومات. أما فيما يخص الركيزة الثانية المتعلقة بالرقابة والمساءلة فإن حوكمة الشركات تعمل على تفعيل دور أصحاب المصالح في نجاح المنشأة وتحقيق أهدافها وذلك من خلال تفعيل رقابة هيئة سوق المال والأطراف الرقابية العامة الأخرى، وكذلك رقابة المساهمون ومجلس الإدارة ولجنة المراجعة والمرابطون الداخليون والخارجيون، إضافة إلى رقابة الأطراف الأخرى مثل الدائنين والمقرضون. أما فيما يتعلق بركيزة إدارة المخاطر فإن لحوكمة الشركات دوراً بارزاً في وضع نظام لإدارة المخاطر والإفصاح وتوصيل المعلومات إلى مستخدميها وأصحاب المصلحة.(حمد ، ٢٠٠٥).

#### ٤- الدراسات السابقة :

على الرغم من تعدد وتنوع الدراسات التي اهتمت بحوكمة الشركات حسب مجالات استخدامها ، فإن الباحث سوف يركز هنا فقط على بعض الدراسات التي اهتمت بالآليات المحاسبية لتطبيق حوكمة الشركات وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية وأثرها على قيمة المنشأة، وذلك كما يلي :

##### - دراسة ( Francis ,et al., 2001 )

تناولت هذه الدراسة دور كل من المحاسبة والمراجعة في تطبيق حوكمة الشركات وتطوير أسواق المال في عدد من الدول ، وقد خلصت الدراسة إلى ضرورة وجود الإجراءات القانونية الازمة لحماية حقوق المساهمين ، بالإضافة إلى ضرورة الالتزام بمعايير المحاسبة والمراجعة لأنها تحقق الشفافية في إعداد القوائم والتقارير المالية علاوة على دورها في حماية حقوق أصحاب المصالح في الشركات والذي ينعكس بالإيجاب على حركة أسواق المال .

##### - دراسة ( Seow & Good, 2002 )

تناولت هذه الدراسة تأثير آليات حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية و دور المديرين والمرجعين في ذلك بالتطبيق على الوحدات الاقتصادية في سنغافورة ، وقد خلصت هذه الدراسة إلى تأكيد دور المراجعة الداخلية ولجان المراجعة في عملية الحوكمة و في تحقيق جودة التقارير المالية ، بالإضافة إلى أهمية القواعد الأخلاقية في ذلك .

##### - دراسة ( درويش ، ٢٠٠٣ )

تناولت هذه الدراسة دور الإفصاح المحاسبي في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وذلك من خلال التعرف على أهمية الإفصاح المحاسبي في تطبيق مبادئ الحكومة مع عرض تجارب بعض الدول ، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها وجود دور فعال للإفصاح المحاسبي والشفافية في تطبيق مبادئ الحوكمة وخاصة في مصر وأن ذلك يؤثر بشكل إيجابي على البورصات وتحسين أداء الشركات .

## - دراسة (أحمد ، عادل ، ٢٠٠٣ )

وقد استهدفت هذه الدراسة بحث مدى إمكانية تطبيق حوكمة الشركات في البيئة المصرية، وقد أختبرت الدراسة فرضين، الفرض الأول أن تطبيق حوكمة الشركات يساعد على تفعيل عملية الرقابة والإشراف والمتابعة في الشركات المساهمة، كما يساعد على تحسين الأداء بهذه الشركات، والفرض الثاني يتمثل في أن تطبيق حوكمة الشركات يساعد على زيادة الشفافية في القوائم المالية وحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح الأخرى بالشركة. وقد خلصت الدراسة إلى أن الظروف الحالية في مصر تساعد على الإسراع بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات والاستفادة من المزايا التي تحققت للدول التي قامت بتطبيقه من تحسين الأداء وزيادة الرقابة والمساءلة على الشركات وزيادة الإفصاح والشفافية في القوائم المالية بما يحقق مصلحة المساهمين وأصحاب المصالح الأخرى بالشركة. كما انتهت الدراسة إلى أن تطبيق مفهوم حوكمة الشركات في البيئة المصرية أصبح مطلباً ضرورياً وذلك للمساهمة في نجاح ونمو سوق المال في مصر، وكذلك العمل على نمو الاقتصاد القومي من خلال المساعدة في توفير الثقة والمصداقية في المعلومات المالية المنشورة للشركات المساهمة المصرية مما يساعد على جذب الاستثمارات الوطنية والأجنبية.

## - دراسة ( Bolbol, Fatheldin & Omran,2004 )

تناولت الدراسة هيكل الملكية وأداء الشركة وعلاقتها بحوكمة الشركات وذلك بالتطبيق على عينة موزعة على أربعة أقطار عربية هي مصر والأردن وعمان وتونس، وقد قدمت الدراسة وصفاً شاملاً لطبيعة الملكية في هذه الأقطار والذي يتضح من خلاله تغليب المساهمة الخاصة في رأس المال، إذ بلغت نسبة المساهمة الخاصة في مصر ٥٣٪ وفي الأردن ٧٣٪ وفي عمان ٨٢٪ وفي تونس ٣٣٪، وفي المقابل انخفضت المساهمة الحكومية (باستثناء مصر) إلى حد تجاوزت عليها نسبة مساهمة المستثمر الأجنبي، الأمر الذي يشير إلى تغليب الصفة العائلية على الصفة العامة لتلك الشركات. كما قدمت الدراسة عرضاً لنسبة تركيز الملكية عند أعلى ثلاثة من كبار المساهمين في الشركة الذي يمتلك الواحد منهم على الأقل ١٠٪ من رأس المال، يتضح من خلاله أن متوسط نسبة التركيز في شركات هذه الأقطار بلغ ٤٨٪. أما النتائج الإحصائية للدراسة فتشير إلى عدم وجود علاقة بين ربحية الشركة وكل من نسبة تركيز الملكية وبين مكونات رأس المال والفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة، وأن قيمة الشركة المحسوبة على أساس نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ترتبط بعلاقة إيجابية

هامة مع نسبة تركيز الملكية بين مكونات رأس المال والوجود المرتفع لكتاب حملة الأسهم والدمج بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة. أما علاقة هيكل الملكية بالأداء فقد كانت سالبة هامة بين المستثمرين الأفراد والأداء، ومحصلة هامة فيما يخص نسبة تركيز مساهمة الحكومة، في حين لا توجد أي علاقة تأثير هامة إحصائياً بين الأداء وكل من مساهمة المؤسسات والاستثمار الأجنبي.

### **- دراسة ( Sanda, Mikailu & Garba, 2005 )**

تناولت الدراسة آليات حوكمة الشركات والأداء المالي على عينة من الشركات المسجلة في بورصة نيجيريا، وذلك بهدف الكشف عن مدى فاعلية حجم مجلس الإدارة ووجود أعضاء خارجيين ضمنه والفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة، في تحقيق الشركة معدلات عالية من الأداء. وقد جاءت نتائج الدراسة مؤكدة أهمية حجم مجلس الإدارة في الرقابة على المديرين والحد من مشاكل الوكالة، حيث اتضح أن هناك علاقة إيجابية قوية بين حجم مجلس الإدارة وأداء الشركة سواءً عبراً عنه بمعدل العائد على الاستثمار أو بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، وأن زيادة حجم مجلس الإدارة عن عشرة أشخاص تتحول تلك العلاقة الإيجابية إلى علاقة سلبية وذلك بفعل زيادة مشاكل الاتصال وانخفاض درجة رشد القرارات، أما عن دور نسبة الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة، فلم تظهر النتائج أي علاقة إيجابية بين زيادة نسبة الأعضاء الخارجيين والأداء، وكذلك الحال فيما يخص العلاقة بين أداء الشركة والفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة، أما عن الملكية الإدارية فقد أظهرت النتائج علاقة سلبية هامة مع كلاً مقياسي الأداء.

### **- دراسة ( Belkhir, 2006 )**

تناولت الدراسة اختبار الآثار التبادلية بين خمسة آليات لحوكمة الشركات هي الملكية الإدارية، وعدد الأعضاء في مجلس الإدارة، وملكية كتاب المساهمين، ونسبة مشاركة الأعضاء الخارجيين في عضوية مجلس الإدارة، والفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام، وأخيراً تركيبة المجلس. وقد جاءت نتائج الدراسة تفيد بأن الشركات التي يكون فيها المديرين وأعضاء مجلس الإدارة يمتلكون نسبة عالية من أسهم الشركة، يكون اعتمادها على آلية الأعضاء الخارجيين في رقابة الأداء اعتماداً قليلاً قياساً برقابة كتاب حملة الأسهم، ولكن ذلك لا يقل من أهميتها في خفض مشاكل الوكالة الناتجة عن سطوتهم على الإدارة لتحقيق

منافعهم الشخصية دون الاهتمام بمصالح المساهمين الآخرين. كما أظهرت نتائج الاختبار الإحصائي للآليات الحوكمة أنها ذات علاقة تبادلية، مما يعني أن استخدام الشركة لإحدى الآليات بمستوى عال يمكن أن يعوضها عن استخدام الآليات الأخرى بنفس المستوى، الأمر الذي يترتب عليه أمكانية قيام الشركة بالمفاضلة فيما بين الآليات بالشكل الذي يحقق لها أعلى المنافع بأدنى التكاليف. كما أوضحت النتائج أن العلاقة بين قيمة الشركة والملكية الإدارية ورقة بكار حملة الأسهم هي علاقة سالبة هامة، أما عدد الأعضاء الخارجيين فإن علاقتها تكون موجبة مع قيمة الشركة، وخلصت الدراسة إلى أن استخدام آليات حوكمة الشركات يختلف بين الشركات، وأن محدد استخدام تلك الآليات يكون وفقاً لتحليل دالة التكلفة والمنفعة.

### - دراسة ( Lau, Sinnadurai & Wright, 2006 ) -

استهدفت تلك الدراسة العلاقة بين أداء الشركة معبراً عنه بمقاييسين هما معدل العائد على الاستثمار ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ، وكل من التسريح الإجباري للمدير العام والآليات الحوكمة المتمثلة في حجم وتشكيله مجلس الإدارة، ورقة بكار حملة الأسهم، وعدد الأعضاء الخارجيين في عضوية مجلس الإدارة، وذلك على عينة من الشركات الأسترالية. وقد أوضحت نتائج الدراسة أن الأداء الضعيف للشركة يؤدي إلى تسريح المدير العام، وأن العلاقة بين ترجيح تسريح المدير العام وأداء الشركة، هي علاقة سالبة هامة إحصائياً، وأن هذه العلاقة لا تتأثر بالآليات حوكمة الشركات.

ومن خلال استعراض الدراسات السابقة يمكن استخلاص النتائج التالية :

١. الاهتمام بتطبيق معايير المحاسبة ومعايير المراجعة بجانب التسريعات والقوانين المختلفة التي تكفل حماية حقوق أصحاب المصالح في الوحدات الاقتصادية ، عند تطبيق مفهوم حوكمة الشركات ، ينعكس بشكل إيجابي على إسهام هذه الوحدات في سوق الأوراق المالية ، وبالتالي يمكن القول بأن التطبيق الفعال لمفهوم حوكمة الشركات يتضمن تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وبالتالي يتضمن تشجيع حركة سوق الأوراق المالية بشكل يحقق أهداف هذه الوحدات بصفة عامة وأهداف أصحاب المصالح بها بصفة خاصة.

٢. تؤكد الدراسات السابقة إلى وجود ترابط قوي بين كل من تطبيق حوكمة الشركات وإنتاج المعلومات المحاسبية والتأثير على حركة سوق الأوراق المالية وبالتالي على قيمة المنشأة.

٣. أن غالبية الدراسات السابقة قد طبقت في بيئات أجنبية مختلفة مثل أمريكا واستراليا وكندا وسنغافورة، وتناولت العديد من آليات حوكمة الشركات مثل: قوة واستقلال مجلس الإدارة، وجود نظام فعال للمساءلة المحاسبية، جودة النظم المحاسبية الإدارية والمالية للشركة، التزام الشركة بمعايير المحاسبة المحلية والدولية واعتماد الشركة على تكنولوجيا المعلومات المتقدمة، استقلال مراقب الحسابات، التغيير الإلزامي لشركة المراجعة ، إلزام مراقب الحسابات بمعايير رقابة الجودة، قيام مراقب الحسابات بتقديم الخدمات الاستشارية والإدارية للعميل، الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة وبين وظيفة المدير التنفيذي الرئيسي للشركة.

٤. أن تطبيق آليات حوكمة الشركات كان له تأثير على قيمة المنشأة في الدول التي تقدمت فيها مهنة المحاسبة سواء من حيث الفكر المحاسبي أو من حيث المعايير المهنية والتطبيق العملي، بينما في الدول التي مازالت مهنة المحاسبة فيها في دور النمو والتطور، فإن تطبيق آليات حوكمة الشركات قد تحكمها بواحدة أخرى بخلاف العوامل الاقتصادية تتصل ببيئة الممارسة المحاسبية، وهو ما يعكس أهمية دراسة أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات في مصر على قيمة المنشأة.

## ٥- الجوانب المحاسبية في مبادئ حوكمة الشركات:

لقد أحدثت حوكمة الشركات تغييرات جوهرية على بيئة الأعمال بشكل عام وبيئة مهنة المحاسبة والمراجعة بشكل خاص، وخصوصاً بعد صدور قانون Sarbanes-Oxley Act of 2002 من قبل الحكومة الأمريكية. ومن المقالات المهمة والملفتة للانتباه فيما يتعلق بالكيفية التي تحاول الشركات بموجبها التأقلم مع قانون Sarbanes-Oxley Act، المقالة المنشورة في مجلة Journal of Accountancy في عددها الصادر في مارس ٢٠٠٤ من قبل كل من William Hillson و Phillip Z. M. G. Fennema Tina D.، بعنوان "البيئة المؤسسية المستمرة للتغيير" A Changing Corporate Culture" ، حيث تطرق الباحثون إلى عدة نقاط مهمة يمكن تلخيصها التالي :

١- أن الفشل الكبير في حوكمة الشركات التي كان معمولاً بها سابقاً أدى إلى ظهور تساؤل مهم عن مدى كفاءة تدقيق القوائم المالية؟ وبالتالي للإجابة عن ذلك التساؤل، أو لإيجاد حل له خرج للوجود قانون Oxley الذي كان له دوراً

كبيراً في تغيير بيئة المؤسسات وقلبها رأساً على عقب، حيث ساهم في إيجاد قوانين إضافية لحكومة الشركات والزم بأن تكون آلية الإبلاغ للإدارات العليا.

٢- تشير جميع الاستقصاءات التي تمت حول موضوع حوكمة الشركات إلى أن هناك تغييراً جذرياً على بيئة المؤسسات التي بدأت بتطبيق القانون الجديد، وأهم تلك التغييرات ظهور مجالس الإدارة ولجان التدقيق المستقلة، وتوجه لجان التدقيق نحو تعيين أعضاء من أصحاب المهارات والخبرات المحاسبية، وبدأ أعضاء لجان التدقيق يثيرون العديد من التساؤلات حول طاقم الشركة المالي ومدققتها الخارجية.

٣- لكي تستطيع الشركات التماشي مع قانون Oxley أصبح من الضروري عليها إنشاء قسم تدقيق داخلي بشكل ملح أكثر من السابق، وتوضيح هذه الضرورة لأصحاب المناصب العليا فيها كي تتمكن من إصدار إبلاغات مالية بفاعلية أكبر من السابق.

٤- أظهرت بعض الاستطلاعات أن التغيير تركز على إدارات الحسابات، ورغم أن هذا التغيير غير كاف ويحتاج إلى تطوير أكبر، إلا أنه تم نصح المدققين الخارجيين بالتخلي عن القيام بعمليات الاستشارات، وأن يصبحوا أكثر تشككاً، ودائماً التغيير لخطط التدقيق بشكل يجعل عملهم غير متمكن من توقع خطواتهم.

٥- يجب على المدققين الداخليين التركيز على المجالات المالية، وأن يقوموا بعملية تحليل المخاطر قبل موافقتهم على أي خطوة تدقيق مزمع إنشاءها.

٦- يتركز العبء الأكبر في التغيير على لجان التدقيق، والذي يشمل مسؤوليتها بالبحث وتعيين الأعضاء المستقلين والمؤهلين، وقضاء معظم وقتها بفحص جميع التفاصيل صغيرها وكبيرها، ومقابلة وتدالو الأمور بشكل منفرد مع كل من المدققين الداخليين والخارجيين ومسؤولي الإدارات العليا كل على حده.

وباستقراء الدراسات السابقة التي تناولت موضوع حوكمة الشركات يمكن تحديد الجوانب المحاسبية لحكومة الشركات في النقاط التالية:

#### ١- المساءلة والرقابة المحاسبية

أشار تقرير لجنة Cadbury الصادر عام ١٩٩٢م في العنصر الثاني منه ، بأن يقوم المساهمون بمساءلة مجلس الإدارة، وكل منهما له دوره في تفعيل تلك المسألة ، فمجلس الإدارة

يقوم بدوره في توفير البيانات الحيدة للمساهمين ، وعلى المساهمين القيام بدورهم في إبداء رغبتهم في ممارسة مسؤوليتهم كملاك. بالإضافة إلى ذلك أشار تقرير بنك كريدي ليونيه في القسم الرابع منه والذي يحمل عنوان المحاسبة عن المسئولية ، بأن دور مجلس الإدارة إشرافي أكثر منه تنفيذي ، وإلي قدرة أعضاء مجلس الإدارة على القيام بتدقيق فعال ، كما أشار في القسم الخامس منه والذي يحمل عنوان المسئولية ، إلى ضرورة وضع آليات تسمح بتوقيع عقاب على الموظفين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة إذا لزم الأمر ذلك (فوزي ، 2003) .

كما أن تقرير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الصادر عام ١٩٩٩ م ، أشار في المبدأ الخاص بمسؤوليات مجلس الإدارة ، إلى ضرورة المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة وكذلك مساعلة مجلس الإدارة من قبل المساهمين (OECD, 2000) . يضاف إلى ذلك أن المعايير التي وضعتها بورصة نيويورك للأوراق المالية عام ٢٠٠٣ م (NYSE,2003) والخاصة بحوكمة الشركات ، أشارت إلى ضرورة تفعيل الدور الرقابي للمساهمين من خلال المشاركة في جميع القرارات الأساسية للشركة .

في ضوء ذلك يمكن القول بأن المساءلة والرقابة المحاسبية التي تتبناها حوكمة الشركات تأخذ اتجاهان :

الأول : المساءلة والرقابة الرئيسية من المستويات الإدارية الأعلى إلى المستويات الإدارية الأدنى  
الثاني : المساءلة والرقابة الأفقية وهي المتبادلة بين كل من مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح في الوحدة الاقتصادية .

## ٢- الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة

أشار تقرير الحوكمة الأول في مصر الصادر عام ٢٠٠١ م ، بأنه من الممارسات السلبية لحوكمة الشركات في الشركات المصرية هو ضعف ممارسة المحاسبة والمراجعة وأنها في حاجة إلى المزيد من الدعم للوصول إلى الممارسة السليمة مع إعادة النظر في معايير المحاسبة والمراجعة المطبقة (أبو العطا، ٢٠٠٣) ، ولذا فقد تم الأخذ بالكثير من الإجراءات لتيسير تطبيق الحوكمة والتي كان منها إصدار الكثير من معايير المحاسبة المصرية والتي تنسق مع مثيلاتها الدولية وذلك بصدور القرار الوزاري رقم ٣٤٥ لسنة ٢٠٠٢ م الخاص بإصدار معايير المحاسبة المصرية .

كما أن تطبيق الحكومة يحد من استخدام نظرية الوكالة التي تشجع مرونة حركة الإداراة في اختيار السياسة المحاسبية ، وبالتالي فإن تطبيق آليات ومبادئ الحكومة بالشركات تساعد في حسم مشكلة إساءة استخدام المعايير المحاسبية ومعايير المراجعة .

### ٣- دور المراجعة الداخلية :

تساعد المراجعة الداخلية بما تقوم به من مساعدة الوحدة الاقتصادية 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 للوحدة الاقتصادية ، وكذلك تحقيق الضبط الداخلي نتيجة استقلالها وتبعيتها لرئيس مجلس الإدارة واتصالها برئيس لجنة المراجعة.

### ٤- دور المراجعة الخارجية :

نتيجة لما يقوم به المراجعين الخارجيين من إضفاء الثقة والمصداقية على المعلومات المحاسبية وذلك من خلال قيامه بإبداء رأيه الفني المحايد في مدى صدق وعدالة القوائم المالية التي تعدتها الوحدات الاقتصادية من خلال التقرير الذي يقوم بإعداده ويرفق بالقوائم المالية ، فإن دور المراجعة الخارجية أصبح جوهري وفعال في مجال حوكمة الشركات لأنه يحد من التعارض بين المالك وإدارة الوحدة الاقتصادية ، كما أنه يحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات ويحد من مشكلة الانحراف الخلقي في الوحدات الاقتصادية .

### ٥- دور لجان المراجعة:

أكّدت معظم الدراسات والتقارير الخاصة بحوكمة الشركات على ضرورة وجود لجان للمراجعة في الوحدات الاقتصادية التي تسعى إلى تطبيق الحكومة ، بل أشارت إلى أن وجود لجان المراجعة يمثل أحد العوامل الرئيسية لتقييم مستويات الحكومة المطبقة بالوحدة الاقتصادية. وتقوم لجان المراجعة بدور حيوي في ضمان جودة التقارير المالية وتحقيق الثقة في المعلومات المحاسبية نتيجة لما تقوم به من إشراف على عمليات المراجعة الداخلية والخارجية ومقاومة ضغوط وتدخلات الإدارة على عملية المراجعة ، علاوة على ذلك يشير البعض : بأن مجرد إعلان الوحدة الاقتصادية عن تشكيل لجنة للمراجعة كان له أثر على حركة أسهمها بسوق الأوراق المالية.(Defond, M., et al.)

بجانب ذلك فقد توصلت دراسة Memullen والتي تناولت دور لجان المراجعة في زيادة الثقة في المعلومات المنشورة بالقوائم المالية ، إلى أن الوحدات الاقتصادية التي لديها لجان مراجعة قد انخفض بها معدل حدوث التصرفات المالية غير القانونية ، بجانب زيادة درجة الثقة في معلومات القوائم المالية وخاصة الوحدات الاقتصادية المقيدة أسهمها في سوق الأوراق المالي (Memulle, 1996).

#### ٦- تحقيق الإفصاح والشفافية :

يمثل الإفصاح الجيد والشفافية في عرض المعلومات المالية وغير المالية أحد المبادئ والأركان الرئيسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات ،لذا لم يخلو أي تقرير صادر عن منظمة أو هيئة أو دراسة علمية من التأكيد على دور الحكومة في تحقيق الإفصاح والشفافية خاصة وأنهما من الأساليب الفعالة لتحقيق مصالح الأطراف المختلفة ذات العلاقة ، ويمثلان أحد المؤشرات الهامة للحكم علي تطبيق نظام الحكومة من عدمه داخل الوحدات الاقتصادية المختلفة. لذا فإن مبادئ حوكمة الشركات التي وضعتها OECD وتم تعديلها في ١٢ أبريل ٢٠٠٤ م ترى أن إطار الحكومة يجب أن يتضمن الإفصاح الدقيق وفي التوقيت السليم عن كافة الأمور الهامة المتعلقة بالوحدات الاقتصادية وذلك فيما يتعلق بمركزها المالي والأداء المالي والتشغيلي والنقدi لها والجوانب الأخرى المتعلقة بأعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا .

#### ٧- إدارة الأرباح :

تمارس إدارة بعض الوحدات الاقتصادية سياسة إدارة الأرباح لتحقيق الكثير من الأهداف مثل الوصول إلى مستوى التنبؤات التي سبق الإعلان عنها أو تجنب الإعلان عن الأرباح أو الخسائر أو للحصول على بعض المزايا المرتبطة بالأرباح المرتفعة مثل المكافآت والعمولات ، وبالتالي فإن عملية إدارة الربح تعني قيام الإدارة بالتأثير على أو التلاعب في البيانات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية بصرف النظر عن الهدف من ذلك. وفي ظل تطبيق حوكمة الشركات والحد من سلطة الإدارة وإتاحة الفرصة للأطراف الأخرى لحماية حقوقها مع وجود الضوابط المختلفة ، فإن إدارة الأرباح تصبح لا وجود لها ، لذا أشارات نتائج إحدى الدراسات والتي تناولت أثر متغير الحكومة على ممارسة إدارة الوحدات الاقتصادية لسياسة إدارة الأرباح ، بأن هناك علاقة عكسيّة بين عدد أعضاء لجنة المراجعة من خارج الوحدة

، وكذلك خبرتهم المالية ، وكذلك عدد الأعضاء التنفيذيين في مجلس الإدارة ، وبين ممارسة الشركة لإدارة الأرباح ( Chtourou, & Lucie, 2001 ) .

#### ٨- تقويم أداء الوحدات الاقتصادية :

أن من أهمية حوكمة الشركات دورها في زيادة كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الوحدة الاقتصادية وتدعم قدرتها التنافسية بالأسواق ، مما يساعدها على التوسيع والنمو و يجعلها قادرة على إيجاد فرص عمل جديدة (أبو العطا، ٢٠٠٢). كما أن من المعايير الرئيسية لحوكمة الشركات هو تحقيق فاعلية وكفاءة الأداء بالوحدات الاقتصادية وحماية أصولها (فخرا وأخرون، ٢٠٠٣).

#### ٦- الآليات المحاسبية لتطبيق حوكمة الشركات:

تنتفق الأدبيات المحاسبية على أن هناك مدخلين أساسيين لدراسة آليات حوكمة الشركات هما :

- ١- المدخل الداخلي: والذي يركز على تعظيم ثروة حملة الأسهم عن طريق المسائلة والإشراف على تحقيق أهداف المنشأة من قبل المالكين والاهتمام بمصالحهم فقط.
- ٢- المدخل الخارجي: ويستند هذا المدخل على آليات حوكمة الشركات و هيكلها ، ويعكس نموذجاً لرقابة الشركات بهتم بمصالح الأطراف المتعددة.

وفيما يخص علاقة الوكالة، يعد المدخل الداخلي الأكثر مناسبة، وذلك ليس بسبب تشجيع منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية على اتباعه في وثيقة (مبادئ حوكمة الشركات) فحسب(حمد، ٢٠٠٥)، وإنما لكونه يمنح اعتباراً قوياً لجميع الأطراف المستفيدة من أداء المنشأة عند ممارسة آليات حوكمة الشركات، وفي هذا المجال توجد أربعة آليات يمكن استخدامها في مجال حوكمة الشركات على النحو التالي : (Young, 2003)

#### ١- الملكية الإدارية:

ويقصد بهذه الآلية امتلاك المديرين وأعضاء مجلس الإدارة لجزء من أسهم رأس مال الشركة. وقد عبرت دراسة (Jensen & Meckling, 1976) عن فاعلية هذه الآلية في الرقابة على تكاليف الوكالة والحد من سلوك الإدارة غير المرغوب فيه بنسبة تركيز الأسهم عند الإدارة، حيث وجد الباحثان أن إنخفاض نسبة تركيز الأسهم في الإدارة إنما يعني زيادة اتجاهها

نحو تحقيق منافعها على حساب مصالح حملة الأسهم، وذلك من خلال استغلال نظام الحوافز والمكافآت أو العمل على تكوين شهرة إدارية عن طريق الاستفادة من مساحة الحرية المتاحة لها في الاختيار من بين السياسات المحاسبية والممارسات المهنية البديلة. وفي ذات السياق فقد وجد (Fama, 1980) أن الإدارة التي لا تمتلك جزء من رأس مال الشركة تعي تماماً لمنافعها وتضع شهرتها الإدارية واستقرارها الوظيفي في مقدمة أهدافها، وتتظر إلى أداء المنشأة على أنه الوسيلة الفاعلة لدلي حملة الأسهم لتقدير جهودها، ولأجل ذلك الهدف قد تلجأ إلى وسائل تمهيد الدخل الذي قد يؤثر سلباً على قيمة المنشأة. كما يرى (Kelly, 1983) أن امتلاك الإدارة لجزء من رأس مال المنشأة سوف يحفزها نحو اختيار الأنشطة التي تعظم من ربحية المنشأة، وبالتالي فإن مصلحة الإدارة في هذه الحالة تتمثل في العائد الذي ستحصل عليه من توزيعات الأرباح نتيجة امتلاكها حصة من أسهم المنشأة، وكذلك ما سيترتب على تلك التوزيعات من ردود فعل إيجابية عند المتعاملين في سوق الأوراق المالية التي ستتعكس بدورها على أسهم المنشأة مما يتتيح لحامليها تحقيق عوائد سوقية ربما تكون غير عادلة.

وتشير نتائج الدراسات السابقة التي استهدفت اختبار العلاقة بين الملكية الإدارية وقيمة الشركة إلى عدم اتفاقها حول شكل دالة العلاقة، فعلى سبيل المثال في أمريكا تتفق دراسة (Mc Connell, Khanna Mahenthiran & Curic, 2005) التي استهدفت فحص العلاقة بين قيمة الشركة والملكية الإدارية من خلال بيان أثر التغير في حقوق الملكية الإدارية على التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركة، تتفق هاتين الدراستين على أن شكل العلاقة يأخذ دالة غير خطية، حيث تكون العلاقة بين قيمة المنشأة والملكية الإدارية موجة هامة حتى تصل إلى نقطة معينة يصبح بعدها أثر أي زيادة في الملكية الإدارية سلبي على قيمة المنشأة.

أما في بريطانيا فقد أوضحت دراسة (Short & Keasey, 1999) أن العلاقة تكون موجبة عند نسبة ملكية أقل من 12% أو أعلى من 40% بينما تكون سالبة عندما تتراوح نسبة الملكية بين 12 - 40%. وفي اليابان أوضحت دراسة (Chen, Guo & Mande, 2006) التي بحثت العلاقة بين قيمة المنشأة والملكية الإدارية والاستثمارات، أن العلاقة تأخذ شكل حرف U. وفي ألمانيا فقد وجد (Kast, 2004) أن العلاقة بين قيمة المنشأة والملكية الإدارية هي علاقة غير خطية، حيث أظهرت النتائج أن قيمة المنشأة ترتبط بعلاقة إيجابية مع المستوى المنخفض للملكية الإدارية وبعلاقة سالبة مع المستوى المرتفع.

أما دراسة (Lemmon & Lins, 2003) التي أجريت على ثمانية أقطار من شرق آسيا، لم تجد أية علاقة بين قيمة المنشأة والملكية الإدارية، وكذلك الحال مع دراسة (Simoneti & Gregoric, 2004) التي أجريت في سلوفينيا لم تجد أيضاً أي علاقة بين قيمة المنشأة والملكية الإدارية، وإذا كان هناك تأثير فينحصر فقط في الشركات التي تزيد نسبة ملكيتها الإدارية عن ١٠% وفي الشركات غير المدرجة في سوق رأس المال فقط.

أما في الوطن العربي فقد أوضحت دراسة (Al-Shaip & Abo-Tapanjeh, 2005) وجود علاقة موجبة هامة بين القيمة السوقية والملكية الإدارية التي تقل نسبتها عن ٣٠% وسالبة هامة غير خطية في الشركات التي تزيد نسبة ملكيتها عن ٣٠%. أما علاقة قيمة الشركة معبراً عنه بمعدل العائد على الاستثمار فقد أظهرت النتائج علاقة موجبة في بعض السنوات وسالبة للبعض الآخر ولكن في كلتا الحالتين كانت العلاقة غير هامة إحصائياً.

## ٢- حجم مجلس الإدارة وتركيبته :

يعد مجلس الإدارة أحد الآليات الحاكمة لأداء المديرين في الشركات المساهمة من وجهة نظر حملة الأسهم، وذلك لانتخابه من قبلهم بشكل مباشر. ويتولى مجلس الإدارة مهمة الرقابة على أداء المديرين للحد من سلوكهم غير المرغوب، ووضع استراتيجيات الشركة التي تهدف إلى تعظيم الأرباح. ولكي يستطيع مجلس الإدارة أن يؤدي مهامه على الوجه الأكمل، ترى أدبيات حوكمة الشركات ضرورة توافر عنصران : الأول يخص حجم مجلس الإدارة والثاني يتعلق بدرجة استقلاليته عن فريق العمل (Raheja, 2000) .

أما العنصر الأول فقد وجدت الأدبيات أنه من الحكم الاهتمام بعدد أعضاء مجلس الإدارة وجعله لا يتجاوز تسعه أفراد في أحسن الأحوال، وذلك إنطلاقاً من فكرة أن المجالس الكبيرة الحجم غالباً ما تتصف بصعوبة الاتصال وتدني سرعة إنجاز المهام وانخفاض فاعلية القرارات المتخذة من قبله، وقد أشار إلى ذلك (Jensen, 1993) بقوله عندما يكون مجلس الإدارة صغير سيعمل على تحسين الأداء بينما عندما يتجاوز عدد أعضاء مجلس الإدارة سبعة أو ثمانية أشخاص ستكون احتمالية عمله بكفاءة وفاعلية أقل.

أما فيما يتعلق بعنصر استقلالية مجلس الإدارة، فإن وجود أعضاء من غير المديرين التنفيذيين ضمن عضوية مجلس الإدارة يعزز من فاعلية الرقابة على المديرين ويساهم من قيمة المنشأة، وذلك من منطلق أن الأعضاء الخارجيين غالباً ما يكونون أكثر حرصاً من المديرين

التنفيذيين على حقوق حملة الأسهم ( Brewer, Jackson & Jagtiani, 2000 ). وقد أوضحت نتائج الدراسات السابقة فاعلية آلية مجلس الإدارة في تعظيم قيمة المنشأة، فعلى سبيل المثال أوضحت دراسة ( Paul, 2002 ) التي استهدفت فحص العلاقة بين تكوين مجلس الإدارة ودرجة استقلاليته والإجراءات التصحيحية المتخذة من قبله لمعالجة أخطاء دخول المديرين في صفقات فاشلة، أن مجلس الإدارة الكبير هو الأكثر احتمالاً في الاستمرار في تنفيذ الصفقات الفاشلة. وأن استقلالية المجلس ترتبط بعلاقة سالبة مع الاحتمال القوي لإنجاز تلك الصفقات والمشاريع، وبعلاقة موجبة مع احتمال اتخاذ الإجراءات التصحيحية المتمثلة في تخفيض الموجودات وتسریح العاملين وخفض التكاليف واستبدال الإدارة. وهذا يعني أن تركيبة مجلس الإدارة وحجمه لا يرتبط مع الاحتمال القوي للأداء الضعيف للشركة فحسب وإنما يرتبط مع الاحتمال القوي لاتخاذ إجراءات تصحيحية بشأن النهوض بالأداء، وأن تعظيم قيمة المنشأة تكون مع الاحتمال القوي لصغر حجم المجلس وزيادة نطاق استقلاليته، لأنه في ظل وجود مثل هذا المجلس في المنشأة تكون احتمالية الاستمرار في إنجاز الصفقات الفاشلة أقل.

كما أوضحت دراسة ( Lasfer, 2002 ) التي فحصت دور مجلس الإدارة في الرقابة على تكاليف الوكالة باستخدام عينتين من الشركات غير المالية البريطانية، الأولى قبل الإدراج ضمن هيئة Cadbury والثانية بعد الإدراج، أن الالتزام بعناصر قوة مجلس الإدارة وتوافرها لا يعني بالضرورة أن يكون ذلك المجلس فاعلاً في خفض تكاليف الوكالة وإضافة قيمة للمنشأة. حيث أوضحت نتائج الدراسة أن العلاقة بين مجلس الإدارة وقيمة المنشأة في العينة الأولى هي علاقة ضعيفة في جميع الشركات عالية النمو ومنخفضة النمو. أما في العينة الثانية التي التزرت بتنفيذ توصية هيئة Cadbury بخصوص صغر حجم مجلس الإدارة وعدد الأعضاء الخارجيين ضمن عضوية المجلس، فقد أظهرت النتائج العلاقة موجبة في الشركات منخفضة النمو وسالبة في الشركات عالية النمو. وبذلك فقد جاءت نتائج هذه الدراسة مدعمة لنتائج دراسة ( Adms & Metran, 2002 ) . أما دراسة ( Ghosh, 2003 ) والتي حاولت اختبار العلاقة بين مجلس الإدارة وأداء المنشأة بفرض معرفة أثر حجم مجلس الإدارة وعدد الأعضاء الخارجيين في المجلس على أداء المنشأة، وأثر اختلاف تركيبة المجلس على أداء المنشأة، فقد جاءت نتائجها مؤكدة العلاقة غير الخطية في كلتا النقطتين. كما وجد ( Bonn, 2004 ) في دراسة على الشركات الأسترالية أن هناك علاقة إيجابية هامة إحصائياً بين أداء المنشأة وكل من نسبة الأعضاء الداخليين في مجلس الإدارة، في حين لم تظهر النتائج أي تأثير لحجم المجلس.

### ٣- الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة:

ينظر المساهمون الفاعلون وكذلك المعنيون بحكمة الشركات إلى عملية الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة، على أنها وسيلة فعالة لخفض تكاليف الوكالة وتحسين الأداء، وذلك لخضوع أداء المديرين لرقابة رئيس مجلس الإدارة وأعضاءه، مما يدفع المديرين إلى تحسين أدائهم والارتقاء به إلى أهداف حملة الأسهم وذلك لضمان بقائهم واستمرارهم في الوظيفة والحصول على المكافآت المتفق عليها، وهو على عكس حال دمج الدورين، إذ أن دمج دور المدير العام بدور رئيس مجلس الإدارة سيجعل المنشأة تحت إدارة شخص واحد، وسيسمح هذا الوضع لذلك الشخص بالسيطرة على المعلومات المتاحة عن أنشطة المنشأة وتقديمها إلى أعضاء المجلس بالطريقة التي يراها مناسبة ومتقنة مع أهدافه، مما يضعف من دور المجلس وفاعليته في الرقابة على أداء المديرين ( Raheja, 2000 ). ولقد أشار ( Pi & Timme, 1993 ) إلى أهمية الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام عندما كشفت دراستهما التي أجريت على عينة من الشركات المصرفية الأمريكية أثر ذلك الفصل على أداء الشركة حيث أوضحت نتائج الدراسة أن الشركات التي تفصل بين دور المدير العام ودور رئيس المجلس تكون فيها تكلفة الوكالة أقل مما يمكن ومعدل العائد على الاستثمار أعلى مما يمكن . أما ( Jensen, 1993 ) فقد وجد أن الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام سيقوي من رقابة مجلس الإدارة على سلوك المديرين التنفيذيين ويحد من مشاكل الوكالة، وأن دمج الدورين سيضعف من قوة المجلس في رقابة أداء الإدارة ويعزز من فرضية تقوية المديرين التنفيذيين.

### ٤- رقابة كبار حملة الأسهم (المساهمون الفاعلون):

يعد الوجود الكثيف لكتاب حملة الأسهم ضمن مجلس الإدارة وسيلة أخرى للتخفيف من آثار الفصل بين حملة الأسهم والرقابة على أداء المنشأة، وذلك لأن صغار حملة الأسهم يمتلكون حواجز أقل لمراقبة الإدارة بفعل محدودية منافعهم من هذه الرقابة مقارنة بكتاب حملة الأسهم. غير أن المأخذ على هذه الآلية هو أن كتاب المساهمين قد يستخدمون سطوتهم للحصول من الإدارة على منافع خاصة بهم دون المساهمين الآخرين، وفيما عدا ذلك فإن أفضل الإسهامات التي تتحقق للشركة تأتي عن طريق أولئك المساهمون الذين يمتلكون في الغالب مهارات متخصصة تستفيد منها إدارة الشركة ( Belkhir, 2006 ).

ويخلص الباحث من الإطار النظري للدراسة إلى أن الالتزام بتطبيق حوكمة الشركات يمكن أن ينعكس بشكل جيد على أداء الوحدات الاقتصادية بأبعاد التشغيلية والمالية والنقدية ، وكذلك على المقاييس المختلفة المستخدمة ، أي أن تطبيق الحوكمة يساعد على إيجاد مفهوم ومقاييس شاملة لأداء الوحدة الاقتصادية مما يدعم من قدراتها على الاستمرار والنمو ويحقق مصالح الفئات المختلفة المتعاملة معها ، خاصة وأن مفهوم حوكمة الشركات يحمل في مضمونه بعدين أساسيين هما :-

الأول:- الالتزام بالمتطلبات القانونية والإدارية وغيرها.

الثاني:- الأداء بما يحمله من استغلال الفرص المتاحة لارتفاع الوحدة الاقتصادية ككل.

## الدراسة التطبيقية

في ضوء ما تم استعراضه في الإطار النظري سوف يتناول الباحث في هذا الجزء فروض الدراسة، وتحديد مجتمع وعينة الدراسة، ومتغيرات الدراسة وطريقة قياسها، والأساليب الإحصائية المستخدمة، وتحليل نتائج الدراسة وذلك على النحو التالي:

### ١- فروض الدراسة:

تحقيقاً لأهداف البحث، وفي ضوء مشكلة الدراسة والإطار النظري والدراسات ذات العلاقة تم اشتقاق فروض البحث التالية:

$H1$  لا يوجد أثر هام لآليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة أيًّا كان مقياسها

$H2$  لا يختلف أثر آليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة تبعاً لاختلاف :

١- مستوى استثمارات المنشأة.

٢- حجم المنشأة.

٣- نسبة مديونية المنشأة.

$H3$  لا يوجد أثر هام لنوع القطاع الذي تنتهي إليه المنشأة في تحديد العلاقة بين آليات حوكمة الشركة وقيمة المنشأة.

## ٢- مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة المصرية التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية ابتداء من عام ٢٠٠٣م وحتى نهاية عام ٢٠٠٥م مع مراعاة أن تتسم خصائص العينة المختارة بما يلي:

- ١- أن تكون أسهم الشركات المختارة نشطة.
- ٢- أن تكون الشركات المختارة من قطاع متماثل.
- ٣- أن تتوافر عن الشركة معلومات كافية لاحتساب متغيرات الدراسة الأساسية.

وعلى ذلك فقد تم استبعاد الشركات التي تعرضت لأحد الأحداث التالية خلال فترة الدراسة :

- ١- اندماج الشركة مع شركة أخرى .
- ٢- توزيع الشركة لأسهم مجانية .
- ٣- تجزئة القيمة السوقية لسهم الشركة .
- ٤- إيقاف السهم عن التداول .

وبمراة هذه الأسس تم اختيار ٢٩ شركة تمثل ٢٨ % تقريباً من شركات مجتمع الدراسة والتي استوفت الشروط السابقة - منها ١٦ شركة في قطاع الصناعة و ٧ شركات في قطاع مواد البناء والتشييد و ٦ شركات في قطاع الخدمات.

## ٣- متغيرات الدراسة وطريقة قياسها:

في ضوء فروض الدراسة يمكن تحديد متغيرات الدراسة وطريقة قياسها على النحو التالي:

### أ- المتغير التابع: قيمة المنشأة:

استخدمت الدراسات السابقة مقياسين للتعبير عن قيمة المنشأة وهمما

- ١- معدل العائد على الاستثمار.

- ٢- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم.

يبرر أنصار استخدام مقياس معدل العائد على الاستثمار للتعبير عن قيمة المنشأة بكونه يعكس مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة لها في تعظيم ثروة حملة الأسهم، وأن ربحية الشركة هي نتاج الرقابة الفاعلة لحملة الأسهم على أداء إدارة الشركة، فضلاً عن كونه يعكس قدرة الإدارة على خلق التدفقات النقدية اللازمة لضمانبقاء الشركة واستمرارها في سوق المنافسة (Joh, 2003) . ولكن في المقابل لا يري البعض في ذلك المقياس الكفاءة في التعبير عن قيمة المنشأة لتأثيره بسلوك الإدارة خاصة في مجال المفاضلة بين البدائل والطرق المحاسبية التي

تؤثر على رقم صافي الدخل سلباً أو إيجاباً (Han, 2004) . لذا فهم يفضلون عدم استخدامه في التعبير عن قيمة المنشأة واستبداله بمقاييس نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، وذلك لاعتقادهم بفاعلية هذا المقياس في الحد من الآثار الجانبية للعوامل الداخلية أو الخارجية التي تؤثر على كل من القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية. وقد استخدمت دراسة (Belkhir, 2006) وكذلك دراسة (Chen, 2006) هذا المقياس في فحص العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة.

وفي الوقت الذي انقسم فيه الباحثون في تفضيل أحد المقياسين على الآخر يلاحظ أن (Bolbol وزملاه) وكذلك (Al-Shiab & Abu-Tapanjeh) قد فضلا استخدام كلا المقياسين للتعبير عن قيمة المنشأة، وذلك رغبة منهم في معرفة أثر اختلاف نوع المقياس على طبيعة العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة. ونظرأً لكون استخدام المقياسين للتعبير عن قيمة المنشأة هو المنهج الأقرب إلى واقع الحال، بفعل كونهما من الناحية النظرية على الأقل، يعكسان فاعلية آليات حوكمة الشركات في تحديد قيمة المنشأة، فقد رأى الباحث أن يتم التعبير عن قيمة المنشأة في الدراسة الحالية باستخدام كلا المقياسين ، معدل العائد على الاستثمار ونسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية، حيث أن استخدام هذا الأسلوب سيتيح فرصة لمقارنة أهمية آليات الحوكمة على أداء وقيمة المنشأة.

## **ب- المتغيرات المستقلة:**

وتشمل على كل من:

### **١ - نسبة الملكية الإدارية:**

يتم قياسها عن طريق قياس نسبة مجموع الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين في المنشأة إلى مجموع الأسهم المصدرة من قبل المنشأة. ويوضح الجدول التالي (جدول رقم ١) أن متوسط نسبة الملكية الإدارية في عينة الدراسة تبلغ حوالي ٣٣.٧٣ % وهي نسبة مرتفعة نسبياً مقارنة بالدراسات السابقة، وقد كانت النسبة الأكبر في قطاع مواد البناء والتشييد حيث بلغ ٣٨.٨٧% يليه القطاع الصناعي ثم قطاع الخدمات.

## جدول رقم ( ١ )

### متوسط نسبة الملكية الإدارية في عينة الدراسة

القطاع	متوسط نسبة الملكية الإدارية	متوسط نسبة ملكية كبار المساهمين
الصناعي	٣٧.٨٥	%٥١.١٨
مواد البناء والتشييد	٣٨.٨٧	%٥٤.٢٥
الخدمات	٢٤.٤٨	%٥٥.٢٧
المتوسط العام	٣٣.٧٣	%٥٣.٥٧

### ٢ - نسبة ملكية كبار المساهمين:

لحساب هذا المتغير، تم تعريف كبار المساهمين بكل من يملك ٥% أو أكثر من رأس مال الشركة إتساقاً مع ما ورد بأدبيات الدراسة. ويظهر المسح الميداني لشركات عينة الدراسة والموضح بالجدول التالي (جدول رقم ١) أن متوسط نسبة ملكية كبار المساهمين للعينة ككل يبلغ ٥٣.٥٧ % ، وأن النسبة الأكبر تكون في قطاع الخدمات حيث تبلغ نسبة ٥٥.٢٧ % ثم نسبة قطاع مواد البناء والتشييد وأخيراً قطاع الصناعة.

### ٣ - حجم مجلس الإدارة:

يمثل حجم مجلس الإدارة بعدد أعضاءه الداخلين والخارجين، ويبين المسح الميداني أن عدد أعضاء مجلس الإدارة في شركات القطاع الصناعي يتراوح بين ٣-١٣ عضو. وبلغ عدد الشركات التي يزيد عدد أعضاء مجلس إدارتها عن تسعه أعضاء (٤) شركات. بينما يبلغ عدد الشركات التي يكون حجم مجلس إدارتها في حدود تسعه أشخاص فأقل (١٢) شركة. أما قطاع مواد البناء والتشييد فقد تراوح عدد أعضاء مجلس الإدارة في شركاته بين ٢-١٣ عضو، وأن الشركات التي يزيد عدد أعضاء مجلس إدارتها عن تسعه أعضاء يبلغ (٢) شركة، في حين كان عدد الشركات التي يكون حجم مجلس إدارتها في حدود تسعه أعضاء فأقل (٥) شركات. وفي قطاع الخدمات يتراوح حجم مجلس الإدارة بين ٥-١٣ عضو وأن عدد الشركات التي يزيد عدد أعضاء مجلس إدارتها عن تسعه أعضاء يبلغ (٢) شركة، وعدد الشركات التي يكون حجم مجلس إدارتها في حدود تسعه أعضاء فأقل يبلغ (٤) شركات. أما متوسط عدد أعضاء مجلس إدارة الشركة في القطاعات الثلاثة فقد كان (٨) عضو، وهذا يتسق مع ورد في أدبيات الدراسة التي ترى ضرورة أن لا يزيد حجم مجلس الإدارة عن (٩) أعضاء.

#### ٤- عدد الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة:

يبين المسح الميداني لشركات عينة الدراسة أن ٣٣.٩ % من شركات العينة لا يضم مجلس إدارتها أي أعضاء خارجيين. وأن النسبة الباقية والبالغة ٦٦.١ % يضم مجلس إدارتها أعضاء خارجيين يتراوح عددهم بين ١ - ٤ أعضاء ، وكما هو موضح في الجدول التالي (جدول رقم ٢ ) الذي يعرض نسبة عدد الشركات التي تضم في مجلس إدارتها أعضاء خارجيين إلى الشركات في كل قطاع والتوزيع التكراري للشركات وفق الأعضاء الخارجيين فيها، والذي يشير بشكل واضح عدم إكتراث الشركات في عينة الدراسة بأهمية وجود أعضاء خارجيين ضمن عضوية مجلس الإدارة بدلالة نسبة الشركات التي لا يوجد فيها أعضاء خارجيين وعدها (١١) شركة أو يوجد فيها عضو واحد فقط وعدها (٨) شركات والبالغة ٦٥.٥ % من حجم العينة.

جدول رقم (٢)

#### وصف العينة وفق آلية عدد الأعضاء الخارجيين في المجلس

التوزيع التكراري وفق عدد الأعضاء الخارجيين					الشركات التي يتضمن مجلس إدارتها أعضاء خارجيين	النسبة	القطاع
١ عضو	٢ عضو	٣ عضو	٤ عضو	عدد الشركات			
٤	٣	١	١	٩	٥٦.٢٥	الصناعي	
٢	٢	-	-	٤	٥٧.١	مواد البناء والتشييد	
٢	٢	١	-	٥	٨٣.٣	الخدمات	
٨	٧	٢	١	١٨	٦٦.١	المجموع	

#### ٥- الفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة:

تم قياس تلك الآلية بإعطاء الرقم (١) للشركات التي تفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة، (صفر) للشركات التي تدمج كل من وظيفة المدير العام ووظيفة رئيس مجلس الإدارة في شخص واحد. وعلى هذا الأساس بلغ عدد الشركات من النوع الأول ٢٣ شركة بنسبة ٧٩.٣ % وهي نسبة مرتفعة وتشير إلى وعي وإدراك كبيرين بضرورة هذا الفصل في أداء الشركة. وبتوزيع ذلك العدد على القطاعات يتبين أن قطاع مواد البناء والتشييد هو الأفضل في هذا المجال حيث بلغت نسبة الشركات التي تفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة حوالي ٨٣.٣ %، في حين تبلغ النسبة في قطاع الخدمات ٨٢.٨ % وفي

قطاع الصناعة ٧٦.٢%. والجدول التالي (جدول رقم ٣) يوضح وصف العينة وفق آلية الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة.

### جدول رقم (٣)

وصف العينة وفق آلية الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة

العينة ككل		الخدمات		مواد البناء والتشييد		الصناعي		القطاع
نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	نسبة	عدد	
%٧٩.٣	٢٣	%٨٣.٣	٥	%٨٥.٧	٦	%٧٥	١٢	تفصل
%٢٠.٧	٦	%١٦.٧	١	%١٤.٣	١	%٢٥	٤	لا تفصل

### ج - المتغيرات الوسيطة:

وتتمثل هذه المتغيرات في:

١- نسبة النمو في استثمارات الشركة.

٢- حجم الشركة.

٣- نسبة المديونية.

وفيما يلي عرض لطريقة قياس كل منها:

#### ١- نسبة النمو في استثمارات الشركة:

أوضحت العديد من العديد من الدراسات التي أجريت في الكثير من البلدان ، عن وجود أثر للإنفاق الاستثماري على سعر السهم ومن ثم العوائد السوقية حتى تاريخ الإعلان عن الإنفاق الاستثماري . لذا فقد تم اختيار نسبة النمو في استثمارات الشركة لبيان مدى تأثيرها على نوع العلاقة بين آليات الحكومة وقيمة المنشأة، وذلك نظراً لأهمية الإنفاق الرأسمالي في تحديد سلوك أسعار الأسهم في السوق المالي .

وتم قياس نسبة النمو في استثمارات الشركات على أساس التغير في صافي مجموع الموجودات الثابتة لسنة ٢٠٠٥ عما هو عليه في سنة ٢٠٠٤ مقسوم على صافي مجموع الموجودات الثابتة لسنة ٢٠٠٤ . ويبلغ عدد الشركات التي حدث فيها نمو ٥ شركات من أصل ١٦ شركة في القطاع الصناعي وأن متوسط حجم هذا النمو بلغ %٢٤.٣٦ . أما قطاع مواد

البناء والتشييد فقد أوضح المسح الميداني لشركات بأن جميع الشركات المختارة للدراسة وعدها ٧ شركات كانت قد شهدت نمواً خلال سنة ٢٠٠٥ بلغ كمتوسط حوالي ٢٨.٨٦%. وفي قطاع الخدمات فقد بلغ عدد الشركات التي حدث فيها نمو ٤ شركات وبلغ متوسط معدل النمو ٢١.٧٨%. وبذلك يكون عدد الشركات التي حدث فيها نمو على مستوى العينة ككل ١٦ شركة بنسبة ٥٥.٢% تقريباً.

ولغرض اختبار أهمية متغير النمو في حجم الاستثمارات على تأثير آليات الحكومة في قيمة الشركة، فقد قام الباحث بتقسيم شركات العينة على أساس متوسط نسبة النمو في القطاعات الثلاثة والبالغة ٢٥%， حيث وصف الشركات التي كان فيها معدل النمو أكثر من ٢٥% على أنها شركات عالية النمو، وقد بلغ عددها ٦ شركات. أما الشركات التي كان فيها معدل النمو أقل من المتوسط (٢٥%) فووصفت على أنها شركات منخفضة النمو وكان عددها ١٠ شركات. أما الشركات الباقية وعدها ١٣ شركة فهي شركات عديمة النمو.

## ٢ - حجم الشركة:

ويعتبر متغير حجم الشركة محدداً للعلاقة بين آليات الحكومة وقيمة المنشأة، وذلك لتأثيره على كل من معدل العائد على الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم، إذ بفعل هذا التأثير من المتوقع أن يكون لمتغير الحجم دور في تحديد طبيعة العلاقة بين آليات الحكومة وقيمة المنشأة . (Chen, Guo & Mande, 2006)

ويمكن تقدير حجم الشركة بعدة طرق منها على سبيل المثال مجموع موجودات الشركة، وحجم مبيعات الشركة، وعدد المساهمين، وفي الحقيقة لا يوجد تبرير علمي يمكن أن يميز طريقة على أخرى ولكن الدراسات السابقة أظهرت كثرة استخدام نسبة القيمة الدفترية لمجموع الموجودات، وذلك لكونها الأقل تأثراً بالعوامل البيئية الخارجية (Joh, 2003) . ولفحص أهمية محدد حجم الشركة، قسم الباحث شركات عينة الدراسة إلى مجموعتين بناء على متوسط القيمة الدفترية للموجودات، حيث تم وصف الشركات التي يزيد مجموع موجوداتها عن المتوسط بأنها شركات كبيرة الحجم، وقد بلغ عددها ١٣ شركة، في حين بلغ عدد الشركات التي يقل مجموع موجوداتها عن المتوسط ١٦ شركة وووصفت على أنها شركات صغيرة الحجم.

### ٣- نسبة المديونية:

تعبر نسبة المديونية التي تفاصس بقسمة مجموع المطلوبات على مجموع الموجودات ، عن قدرة الإدارة في اختيار مصادر تمويل الشركة بالشكل الذي يحقق لها أعلى عوائد على حقوق الملكية مما يساعد على تعظيم ثروة المالكين ، بالإضافة إلى أنها تعد مؤشراً إيجابياً للمتعاملين في السوق لكونها تعكس كفاءة إدارة الشركة وقدرتها في خلق التدفقات النقدية اللازمة للوفاء بالديون وأعبائها . ولكنها أيضاً تمثل مستوى المخاطرة المالية التي تتعرض لها الشركة . ولقد أثبتت العديد من الدراسات العلاقة الإيجابية بين نسبة المديونية وكل من معدل العائد على الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم ، الأمر الذي يؤدي إلى الاعتقاد بدورها الفعال في التأثير على طبيعة العلاقة بين آليات الحكومة وقيمة الشركة خاصة وأن دراسات نظرية الوكالة تفيد بأن العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية ونسبة المديونية ، هي علاقة إيجابية قوية ( Chou, 2005 )

ويظهر المسح الميداني لشركات عينة الدراسة أن متوسط نسبة المديونية في قطاع مواد البناء والتشييد تبلغ ٥٧.٨٨ % بينما في القطاع الصناعي ٣٢.٣٤ % وفي قطاع الخدمات ٢٨.٩٣ % . ولفحص أهمية هذا المحدد في تقرير تأثير آليات الحكومة على قيمة الشركة ، فقد تم تصنيف شركات عينة الدراسة إلى شركات عالية المديونية وأخرى منخفضة المديونية ، وذلك بالاعتماد على المتوسط الحسابي لنسب المديونية للعينة ، وقد أفرز هذا التصنيف ١٤ شركة عالية المديونية و ١٥ شركة منخفضة المديونية .

### ٤- النموذج الإحصائي:

يلاحظ المتتبع للدراسات السابقة التي أجريت في موضوع الدراسة ، الاستخدام الواسع لنموذج الإنحدار المتعدد ، وذلك بوصفه النموذج الأفضل في بيان مدى تأثير آليات الحكومة في قيمة الشركة . وباستخدام نفس النهج لاختبار فروض الدراسة ، فقد قام الباحث باختبار علاقات الارتباط الذاتية بين المتغيرات المستقلة المستقلة في آليات الحكومة في كل القطاعات الاقتصادية الثلاثة باستخدام معامل ارتباط بيرسون . وقد أظهرت نتائج الاختبار المدرجة في الجدول رقم ( ٤ ) تدني علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة باستثناء العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وعدد الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة ، حيث بلغت قوة العلاقة بين هذين المتغيرين ٦٦٢ . % على مستوى معنوية ١٠ . و على أساس هذه النتيجة استبعد الباحث آلية عدد الأعضاء الخارجيين من المتغيرات المستقلة على اعتبار أن الدور الرقابي لهذه الآلية يمكن أن يصب في

آلية مجلس الإدارة الذي في الأغلب الأعم يتكون من أعضاء داخليين وآخرين خارجيين سواء من الذين لهم علاقة تعاقدية مع الشركة ولكنهم لا يشتركون في أنشطتها اليومية ، أو من الذين ينتخبون بصفة مستشارين للمجلس ، إلى جانب فقدان أهمية هذه الآلية في الشركات المساهمة العامة المصرية كما أكد المنسق الميداني الموضح في الجدول رقم (٢) :

جدول رقم (٤)

علاقة الارتباط الذاتية بين آليات حوكمة الشركات

	X1	X2	X3	X4	X5
X <sub>1</sub>	1.000	-.176 -.059	-.222* 0.16	.120 .200	-.147 .116
X <sub>2</sub>	-.176 .059	1.000	.622** .000	-.242** .009	.147 .115
X <sub>3</sub>	-.222* -.016	.622** .000	1.000	-.037 .696	.087 .355
X <sub>4</sub>	.120 .200	.242** .009	-.037 .696	1.000	.140 .136
X <sub>5</sub>	-.147 .116	.147 .115	.087 .355	.140 .136	1.000

مستوى المعنوية %١٠ \*\* مستوى المعنوية %٥

تأسيساً على ما تقدم سيأخذ نموذج الاختبار الإحصائي الصيغة الآتية :

$$Y_1 = a_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4$$

حيث أن : -

$Y_1$  = قيم المنشأة معبراً عنها تارة باستخدام معدل العائد على الاستثمار ، وتارة أخرى باستخدام نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية

$a_0$  = الحد الثابت .

$X_1$  = نسبة الملكية الإدارية .

$X_2$  = حجم مجلس الإدارة .

$X_3$  = نسبة ملكية كبار المساحين .

$X_4$  = الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام .

## ٥- نتائج الدراسة:

بسبب اعتماد الباحث مقياسين للتعبير عن قيمة الشركة ، فإنه سيقوم بعرض نتائج اختبار كل فرضية على ذلك الأساس ، لذا سيبدأ بعرض نتائج اختبار تأثير آليات حوكمة الشركات على معدل العائد على الاستثمار ثم على نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية وذلك على النحو الآتي :

### أولاً: نتائج اختبار H1

تشير نتائج تحليل التباين والمدرجة في الجدول رقم (٥) ، إلى قبول نموذج الاختبار عند مستوى معنوية 96.2 % ، وأن آليات حوكمة الشركات تفسر 18.7 % من معدل العائد على الاستثمار. أما نتائج اختبار تأثير آليات حوكمة الشركات على معدل العائد على الاستثمار، فقد بينت قبول الفرضية فقط فيما يخص آلية نسبة ملكية كبار المساهمين ، مما يعني عدم تأثير هذه الآلية على معدل العائد على الاستثمار ، ويرجع الباحث سبب ذلك إلى سيطرة معظم كبار المساهمين على مجلس الإدارة أو انخراطهم ضمن عضويته. والنظرة المتقدمة لبيانات التقارير المالية لشركات عينة الدراسة تدعم ذلك السبب ، حيث وجد الباحث أن نسبة 72.8 % من الشركات يترأس مجلس إدارتها أحد كبار حملة الأسهم

جدول رقم (٥)

#### نتائج اختبار الفرضية الأولى

قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية					قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار					النحو
قاعدة القرار	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار	الانحراف المعياري	قاعدة القرار	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار	الانحراف المعياري	
رفض H1	92.7	1.515	1.023	0.385	رفض H1	93.1	1.523	0.347	0.372	X <sub>1</sub>
رفض H2	82.3	1.055	0.442	0.387	رفض H2	93.4	1.591	0.452	0.322	X <sub>2</sub>
قبول H3	87.2	1.055	0.573	0.359	قبول H3	86.7	1.103	1.025	0.561	X <sub>3</sub>
رفض H4	84.3	1.062	1.103	0.466	رفض H4	91.3	1.302	1.302	0.425	X <sub>4</sub>
الانحراف المعياري					الانحراف المعياري					
0.1419	% 7.43	قيمة معامل التحديد R <sup>2</sup>			0.1325	% 18.7	قيمة معامل التحديد R <sup>2</sup>			
4.875		قيمة الحد الثابت			6.225		قيمة الحد الثابت			
1.4746		الوسط الحسابي Y <sub>2</sub>			% 2.823		الوسط الحسابي Y <sub>1</sub>			
%88.73		قيمة F المحسوبة 2.085			% 96.2		قيمة F المحسوبة 3.751 بمستوى معنوية 0.052			

أما رفض الفرضية فيما يتعلق بآلية نسبة الملكية الإدارية ، فهو تأكيد مستمد من واقع التطبيق على أهمية دور هذه الآلية على قيمة الشركة ، حيث أن ارتفاع نسبة تركيز الأسهم في الإدارة سيؤثر على التوجه الاستراتيجي لإدارة الشركة وقراراتها المرتبطة به ، ومن ثم الأداء ، والقراءة المتمعنة في التقارير المالية للشركات موضع الدراسة تعزز هذا الرأي ، إذ يلاحظ المتتبع للإيضاحات المرفقة ب تلك التقارير المالية أن حوالي ١٧٪٨٠ من شركات عينة الدراسة ، قد غيرت من سياساتها المحاسبية ، خاصة باتجاه السياسات المؤدية إلى زيادة الدخل ، حيث بلغت نسبة الشركات التي لجأت إلى استخدام وسائل التمهيد الإيجابي لسنة ٢٠٠٥ حوالي ٤٨٪٥٩ من مجموع الشركات المختارة للدراسة .

ورفض الفرضية فيما يخص آلية الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة والمدير العام ، إنما يعني أيضاً أهمية دور هذه الآلية على قيمة الشركة . إذ أن فصل دور رئيس مجلس الإدارة عن دور المدير العام ، يقوي من دور الأول في الرقابة على تصرفات الثاني للتحقق من سلامتها وفعاليتها في تعظيم منافع حملة الأسهم ، وفي الوقت نفسه ، تحفز الثاني على بذل المزيد من المحافظة على منصبه وحوازفه ، على أقل تقدير ، ومما يدعم هذا التقسير نتائج المسح الميداني للشركات عينة الدراسة والذي يظهر أن حوالي ٤٥٪٧٨ من المديرين العاملين في الشركات هم من غير حملة الأسهم أو أنهم من صغار حملة الأسهم ، مما يعني ذلك أن بقاء أولئك المديرين في مناصبهم مرتبط بأدائهم المتميز وليس بقوة ملكيتهم لأسهم الشركة ، خاصة في ظل سطوة كبار حملة الأسهم على مجالس إدارات الشركات عينة الدراسة .

أما بشأن آلية حجم مجلس الإدارة فرفض الفرضية المرتبطة بهذه الآلية دليل على أهميتها على قيمة الشركة ، ففي ظل ارتفاع نسبة الملكية الإدارية وغياب المشاركة الفاعلة من قبل الأعضاء الخارجيين ضمن عضوية مجلس الإدارة ، من المتوقع أن يكون لحجم مجلس الإدارة دور في التأثير على قيمة الشركة ، خاصة إذا كان عدد أعضاء المجلس يتراوح بين ٦ إلى ٧ أفراد ، وذلك لسهولة الاتصال والاتفاق فيما بينهم .

كما أن اختلاف مقياس قيمة الشركة له أثر في العلاقة بين قيمة الشركة وآليات حوكمة الشركات ، إذ يظهر تحليل التباين لهذه العلاقة عندما يعبر عن قيمة الشركة بمقاييس نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية ، والمدرجة نتائجه في الجدول رقم ( ٥ ) رفض نموذج الاختبار ، حيث بلغت قيمة  $F$  المحسوبة ٢٠٨٥ بمستوى معنوية ٧٣٪٨٨ ، إلى جانب تدني قيمة معامل التحديد  $R^2$  التي تفسر قدرة آليات حوكمة الشركات في التأثير على قيمة الشركة ، وقبول الفرضية لجميع آليات الحوكمة باستثناء آلية نسبة الملكية الإدارية حيث أظهرت النتائج تأثير هذه الآلية على قيمة الشركة عند مستوى معنوية ٩٢٪٧ ، وهذا يعني أهمية هذه الآلية

حصراً على القيمة السوقية للسهم ، وذلك لاعتقاد المستثمرين في السوق المالية المصرية بأهمية تركيز نسبة ملكية الأسهم في مجلس الإدارة في توجيهه قراراته نحو تعظيم دالة منفعتهم ، إذ أن الوجود العالي لحملة الأسهم في عضوية مجلس الإدارة يمكن أن يجعل الإدارة في وضع أفضل لتبني على الأقل سياسات محاسبية مناسبة تصب في تعظيم عوائدهم .

#### ثانياً: - نتائج اختبار H2 :

تؤكد نتائج التحليل الاحصائي والمدرجة في الجدول رقم (٦) التأثير الواضح لمعدل النمو في حجم الاستثمارات على كل من القدرة التفسيرية لنموذج الاختبار وعلاقة آليات حوكمة الشركات بمعدل العائد على الاستثمار . فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية لنموذج الاختبار ، تشير قيمة معامل التحديد  $R^2$  إلى تفوق القدرة التفسيرية للشركات منخفضة أو عديمة النمو على الشركات عالية النمو بمقدار ٥٪.

أما فيما يخص تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة ، فقد بينت نتائج اختبار t في الشركات عالية النمو ، قبول الفرضية فيما يرتبط بآلية حجم مجلس الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين ، في مقابل رفض الفرضية فيما يتعلق بآلية نسبة الملكية الإدارية والفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام . أما في الشركات منخفضة أو عديمة النمو فقد أوضحت نتائج اختبار t رفض الفرضية لجميع آليات حوكمة الشركات ، مما يعني ذلك اختلاف أهمية آليات حوكمة الشركات في التحكم بقيمة الشركة تبعاً لاختلاف معدل النمو في حجم استثمارات الشركة.

جدول رقم ( ٦ )

نتائج تحليل أثر محدد معدل النمو في الاستثمارات

قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى فيمته الدفترية					قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار					المتغير المستقلة	مستوى النمو
قاعدة القرار	مستوى المعنوية	t قيمة المحسوبة	معامل الانحدار	الانحراف المعياري	قاعدة القرار	مستوى المعنوية	t قيمة المحسوبة	معامل الانحدار	الانحراف المعياري		
H <sub>21</sub> تقبل	74.2	0.542	0.3211	0.2181	H <sub>21</sub> ترفض	96.4	1.798	0.2856	0.1854	X <sub>1</sub>	عالية النمو
H <sub>22</sub> تقبل	74.8	0.563	0.4561	0.2317	H <sub>22</sub> تقبل	75.8	0.568	0.0172	0.2156	X <sub>2</sub>	
H <sub>23</sub> تقبل	75.2	0.692	0.2781	0.1017	H <sub>23</sub> تقبل	73.2	0.538	0.0217	-0.1817	X <sub>3</sub>	
H <sub>24</sub> تقبل	78.1	0.724	0.3751	0.1179	H <sub>24</sub> تقبل	91.7	1.348	0.1811	0.1134	X <sub>4</sub>	
0.2842 % 3.35 ٢.١٠٢٢- 1.0053 % 82.3	الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>2</sub> قيمة F المحسوبة 2.833 بمستوى معنوية.	0.3425 %15.6 1.3425 2.015 % 91.2	الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>1</sub> قيمة F المحسوبة 2.486 بمستوى معنوية								
H <sub>21</sub> ترفض	93.4	1.521	0.2021	0.2731	H <sub>21</sub> ترفض	90.1	2.303	0.0122	0.1341	X <sub>1</sub>	متوسط النمو
H <sub>22</sub> ترفض	93.9	1.662	0.2413	0.2413		91.4	1.342	0.3451	0.3211	X <sub>2</sub>	
H <sub>23</sub> تقبل	79.1	0.785	0.2834	0.2472		94.6	1.632	1.0223	0.2122	X <sub>3</sub>	
H <sub>24</sub> تقبل	58.3	-0.243	0.2586	0.2345		93.5	1.502	0.2561	0.2331	X <sub>4</sub>	
0.2276 %6.72 1.9511 1.8951 %84.7	الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>2</sub> قيمة F المحسوبة 2.879 بمستوى معنوية.	0.2412 %20.52 2.4831 3.208 %96.2	الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>1</sub> قيمة F المحسوبة 2.901 بمستوى معنوية								
H <sub>21</sub> ترفض	96.2	1.698	0.5421	0.3218	H <sub>21</sub> ترفض	90.2	2.201	0.1213	0.1812	X <sub>1</sub>	متوسط النمو
H <sub>22</sub> ترفض	93.7	1.875	1.0281	0.1272		90.3	2.201	0.1819	0.1561	X <sub>2</sub>	
H <sub>23</sub> تقبل	74.7	1.4381	0.4381	0.2531		96.4	2.851	0.2013	0.1228	X <sub>3</sub>	
H <sub>24</sub> تقبل	70.3	0.1242	0.1242	0.2544		91.2	2.282	0.0125	0.1237	X <sub>4</sub>	
0.3103 %7.83 1.2401 1.5234 %86.6	الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>2</sub> قيمة F المحسوبة 2.008 بمستوى معنوية.	0.2173 %20.78 1.2751 3.246 %19.4	الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>1</sub> قيمة F المحسوبة 2.311 بمستوى معنوية								

كما لاحظ الباحث أن في اختلاف الشركات في نوع تأثير آلية نسبة الملكية الإدارية تأكيداً اضافياً لأهمية هذه الآلية على قيمة الشركة ، حتى في ظل تبويب الشركات بحسب معدل النمو في حجم استثماراتها بدلالة دورها الفاعل في مجال قيادة مجلس الإدارة في شركات عينة الدراسة باتجاه الاستخدام الواسع لمساحة الحرية المتاحة لها للاختيار من بين السياسات والطرق المحاسبية بهدف تمهيد الدخل لتحقيق بعض البواعث الاقتصادية مثل تحفيز المديرين أو تخفيض من التكاليف السياسية أو تلبية لشروط عقود المديونية . وكما هو واضح من الجدول

رقم (٧) الذي يبين قوة العلاقة بين نسبة تركيز الأسهم وظاهرة تمهيد الدخل التي يمكن اعتبارها أحد أهم استخدامات آلية نسبة الملكية الإدارية على قيمة الشركة ، فالارتفاع الكبير في نسبة الملكية الإدارية في الشركات عالية النمو مقارنة بنسبيتها في الشركات منخفضة أو عديمة النمو عزز من فرضية تقوية الإدارة في مثل هذه الشركات ودفعها بقوة نحو استخدام وسائل التمهيد السلبي ، والعكس صحيح في الشركات منخفضة أو عديمة النمو، حيث انخفاض نسبة الملكية الإدارية في مجلس الإدارة أعطى قوة للمديرين وتوجهاتهم بتعظيم منافعهم الشخصية وفي مقدمتها زيادة شهرتهم الإدارية وعوائدتهم التقدية من خلال زيادة استخدامهم لوسائل التقديم الإيجابي لتحسين صورة أداء الشركة عند حملة الأسهم .

جدول رقم (٧)

العلاقة بين نسبة تركيز الأسهم وظاهرة تمهيد الدخل

مستوى النمو في حجم الاستثمارات	نسبة تركيز الأسهم في الإدارة	عدد حالات التمهيد السلبي للدخل	عدد حالات التمهيد الإيجابي للدخل	عدد حالات التي لا تمهد الدخل	معامل الارتباط بين تركيز الأسهم وتمهيد الدخل
عالي النمو	% ٤٩.٣١	٤	٠	٢	** - ٠.٥٧٤
منخفض النمو	٢٧.٢٦	١	٧	٢	** - ٠.٦٨٢
عديم النمو	٢٤.٦٣	١	٩	٣	** - ٠.٥٥٩

\* عند مستوى معنوية ٥٪ \*\* عند مستوى معنوية ١٠٪

كما تكشف نتائج اختبار t أن الاختلاف لم يقتصر على نوع تأثير آلية نسبة الملكية الإدارية فحسب ، وإنما امتد ليشمل آلية الفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة وهو ما يعيد تأكيد إضافي لأهمية هذه الآلية على قيمة الشركة في ظل تبويب الشركات بحسب معدل النمو في حجم استثماراتها ، حيث وجد الباحث أن الشركات عالية النمو تكون ميالة نحو دمج الدورين بشخص واحد ، وذلك على عكس الشركات منخفضة النمو أو عديمة النمو التي تميل إلى الفصل بين الدورين ، وكما هو مبين في الجدول رقم (٨) الذي يظهر أن أكبر عدد من الشركات التي لا تفصل بين الدورين يتركز في الشركات عالية النمو ، حيث بلغ ٤ شركات من أصل ٦ شركات .

جدول رقم (٨)

تحليل العلاقة بين نمو الاستثمارات وآلية الفصل بين دور المدير ورئيس مجلس الإدارة

مستوى النمو في الاستثمارات	عالية النمو	منخفضة النمو	عدمة النمو
عدد الشركات التي لا تفصل بين الدورين	٤	١	١

وباستبدال مقياس معدل العائد على الاستثمار بمقاييس نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية للتعبير عن قيمة الشركة أظهرت نتائج تحليل التباين المبين في الجدول رقم (٦) إن حجم النمو في الاستثمارات لم يكن مؤثراً في نموذج اختبار تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة ، حيث تظهر قيمة  $F$  المحسوبة لكل مستوى من مستويات معدل النمو ، رفض نموذج الاختبار عند مستويات تتراوح بين  $82.3\%$  و  $86.6\%$  ناهيك عن تدني القدرة التفسيرية للنموذج التي بلغت في أحسن أحوالها  $7.83\%$  وذلك في الشركات عديمة النمو.

أما فيما يخص تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة في ظل هذا المحدد ، فقد وجد الباحث بأنه لا تأثير لهذه الآليات على قيمة الشركة في حالة الشركات عالية النمو مما يعني أن وجود فرض حوكمة الشركات من عدمه في هذا النوع من الشركات لا يؤثر على القيمة السوقية لأسهمها . أما في الشركات منخفضة النمو أو عديمة النمو ، فكما يظهر من الجدول رقم (٨) رفض الفرضية فيما يخص آلية نسبة الملكية الإدارية وآلية عدد أعضاء مجلس الإدارة فقط مما يشير إلى أهميتها على القيمة السوقية لأسهم هذا النوع من الشركات . فمن وجهة نظر السوق ، وفي ظل انخفاض نسبة الملكية الإدارية ، يصور Zhou إداء الشركة بمثابة المرأة التي تعكس كفاءة وفاعلية مجلس الإدارة في استخدام الموارد المتاحة لها في تعظيم قيمة الشركة ومن ثم ثروة حملة الأسهم ، وإن وجود المديرين الذين يمتلكون نسبة من أسهم الشركة ضمن عضوية هذا المجلس يعد بمثابة الرقيب على تصرفات الإدارة ، بوصفهم أحد الأطراف المهمة المتضررة من السلوك غير الرشيد للإدارة (Zhou, 2001).

#### - نتائج اختبار تأثير محدد حجم الشركة :

تشير نتائج التحليل الاحصائي المدرجة في الجدول رقم (٩) إنه في الشركات كبيرة الحجم يوجد أثر ذات دلالة احصائية لمحدد حجم الشركة على تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة أما في الشركات صغيرة الحجم فقد أظهرت النتائج فقط أهمية كل من آلية نسبة الملكية الإدارية وحجم مجلس الإدارة على قيمة الشركة .

كما أن النظرة المتقدمة للنتائج تكشف إن أثر محدد حجم الشركة لم يقتصر على اختلاف تأثير عدد الآليات ، وإنما يمتد ليشمل نوع ذلك التأثير ، ففي الشركات كبيرة الحجم ، تظهر النتائج أن تأثير نسبة الملكية الإدارية كان عكسيًا على قيمة الشركة ، بينما في الشركات

صغريرة الحجم كان التأثير ايجابياً . والعكس بالعكس فيما يخص آلية حجم مجلس الإدارة ، مما يقدم ذلك دليلاً اضافياً على أهمية هاتين الآلتين في التحكم بمعدل العائد على الاستثمار.

جدول رقم (٩)  
نتائج تحليل أثر محدد حجم الشركة

قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية					قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار					نسبة النحو نسبة النحو
قاعدة القرار	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار	الانحراف المعياري	قاعدة القرار	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار	الانحراف المعياري	
H21 نقبل	80.2	0.705	1.3521	0.1187		95.5	1.827	0.3452	-0.2331	X <sub>1</sub>
H22 نقبل	82.5	0.952	0.3251	0.1252		91.3	1.315	1.1324	0.3422	X <sub>2</sub>
H <sub>22</sub> ترفض	93.6	1.492	0.2462	0.1621		91.2	1.314	0.1892	0.2125	X <sub>3</sub>
H24 نقبل	85.1	0.989	0.0752	0.1282	H <sub>21</sub> ترفض	94.6	1.568	0.1785	0.1121	X <sub>4</sub>
0.2534 %7.8 1.3579 1.526 %77.1 الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>2</sub> قيمة F المحسوبة 2.833 بمستوى معنوية.					الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>1</sub> قيمة F المحسوبة 2.315 بمستوى معنوية					نسبة النحو نسبة النحو
H <sub>21</sub> ترفض	90.	1.382	0.4465	0.3498	H <sub>22</sub> ترفض	91.7	1.302	0.3471	0.1231	X <sub>1</sub>
H <sub>21</sub> ترفض	96.8	1.712	0.4623	0.2464	H <sub>22</sub> ترفض	92.4	1.462	-0.018	-0.1313	X <sub>2</sub>
H <sub>21</sub> تقبل	73.2	0.543	0.3492	0.1082	H <sub>22</sub> تقبل	70.1	0.512	0.1215	0.1273	X <sub>3</sub>
H <sub>21</sub> نقبل	80.2	0.792	0.2281	0.2327	H <sub>22</sub> تقبل	65.2	0.423	0.1137	0.1255	X <sub>4</sub>
0.1819 %7.2 1.0887 1.4232 %84.2 الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>2</sub> قيمة F المحسوبة 2.879 بمستوى معنوية.					الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>1</sub> قيمة F المحسوبة 2.901 بمستوى معنوية					نسبة النحو نسبة النحو

كما أن التحليل المعمق لبيانات الشركات كبيرة الحجم والصغريرة الحجم المدرجة في الجدول رقم (١٠) ، يتضح أن ٥ شركات من الشركات التي لا تفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير العام كانت تتنمي إلى الشركات صغريرة الحجم ، مما يعني ضعف الدور الرقابي لرئيس مجلس الإدارة وتقوية المديرين ، وهذا ما قد يفسر قبول الفرضية لآلية الفصل بين الدورين في الشركات صغريرة الحجم ورفضها في الشركات كبيرة الحجم .

جدول رقم (١٠)

### تحليل مقارن بين الشركات كبيرة وصغيرة الحجم

حجم مجلس الإدارة	متوسط عدد الشركات التي لا تفصل بين دور المدير العام ودور رئيس مجلس الإدارة	عدد الشركات الممدة سلبياً للدخل	عدد الشركات الممدة إيجابياً للدخل	عدد الشركات العائلية	نسبة الملكية الإدارية	حجم الشركة
٨	١	٤	٢	٩	٤٦.٨٢	شركات كبيرة الحجم
٥	٥	٢	١٤	٧	٢٠.٦٥	شركات صغيرة الحجم

و عند التعبير عن قيمة الشركة بمقاييس نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية ، لم تظهر نتائج التحليل الاحصائي رفض الفرضية لنموذج الاختبار ، إذ لم تبلغ قيمة  $F$  المحسوبة مستوى المعنوية المقبولة احصائياً في كلا المجموعتين ( مجموعة الشركات الكبيرة ومجموعة الشركات الصغيرة) وكما مبين في الجدول رقم (٩) ، مما يعني عدم وجود أثر لمحدد الحجم ، وبالتالي لا يوجد اختلاف بين المجموعتين ، أما فيما يتعلق بآليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة المحسوبة بذلك المقياس ، فقد تبينت النتائج بين المجموعتين ، فقد أوضحت نتائج اختبار  $t$  في الشركات كبيرة الحجم قبول الفرضية لجميع آليات حوكمة الشركات باستثناء آلية نسبة ملكية كبار المساهمين ، ويعود السبب في ذلك ، في رأي الباحث ، الى كبر كمية الأسهم التي يمتلكها هؤلاء المساهمين والتي تسمح لهم في التأثير على حركة تداول أسهم شركاتهم في السوق وبالتالي على الأسعار مستغلين في ذلك كبر حجم شركاتهم الذي قد يكون أحد بواعث الاستثمار عند المتعاملين في السوق ، مما يعزز هذا الرأي هو ارتفاع متوسط نسبة القيمة السوقية للسهم الى قيمته الدفترية في هذه المجموعة مقارنة بمتوسطها في مجموعة الشركات صغيرة الحجم. أما في الشركات صغيرة الحجم ، فتشير نتائج اختبار  $t$  إلى أهمية كل من آلية نسبة الملكية الإدارية وحجم مجلس الإدارة فقط في فرض السيطرة على القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات .

### - نتائج اختبار تأثير محدد نسبة المديونية :

على خلاف محدد نسبة النمو في الاستثمارات وحجم الشركة ، جاءت نتائج اختبار تأثير محدد نسبة المديونية ، حيث تبين قيمة  $F$  المحسوبة لنموذج الاختبار لكل من الشركات عالية المديونية ومنخفضة المديونية ، والمدرجة في الجدول رقم (١١) ، قبول النموذج للمجموعة الأولى عند مستوى معنوية ٩٢.١% ورفضه للمجموعة الثانية عند مستوى معنوية

٨٦.٤% كما فاقت القدرة التفسيرية R2 لنموذج المجموعة الأولى على مثيلتها للمجموعة الثانية بمقدار ١٥.٥% . أما على مستوى تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة المقاسة بمعدل العائد على الاستثمار ، فقد أوضحت نتائج اختبار محدد نسبة المديونية في الشركات منخفضة المديونية ، عدم وجود أي تأثير لآليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة باستثناء آلية نسبة الملكية الإدارية.

## نتائج تحليل أثر محدد نسبة المديونية (١١) جدول رقم

قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية					قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار					نسبة المديونية المتفاوتة
قاعدة القرار	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار	الانحراف المعياري	قاعدة القرار	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار	الانحراف المعياري	
H <sub>23</sub> رفض	90.1	1.308	1.0021	0.3245	H <sub>22</sub> رفض	90.3	1.308	-0.7328	-0.3156	X <sub>1</sub>
H <sub>23</sub> رفض	80.5	0.851	0.3041	0.1892	H <sub>22</sub> نقبل	88.4	1.095	0.1167	0.1102	X <sub>2</sub>
H <sub>23</sub> نقبل	78.2	0.769	0.3153	0.3182	H <sub>22</sub> نرفض	93.4	1.498	0.5263	0.3211	X <sub>3</sub>
H <sub>23</sub> نقبل	65.5	0.427	0.1281	0.3178	H <sub>22</sub> نرفض	90.5	1.309	-0.4561	-0.2251	X <sub>4</sub>
الانحراف المعياري % 7.9 قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>2</sub> قيمة F المحسوبة 1.625 بمستوى معنوية.					الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>1</sub> قيمة F المحسوبة 2.275 بمستوى معنوية					نسبة المديونية الثابتة عالية المديونية
0.3023 1.0281 1.4962 % 77.3					0.3425 %22.3 1.3756 2.705 %9.21					
H <sub>23</sub> نقبل	72.5	0.534	0.5123	0.3213	H <sub>23</sub> نرفض	90.1	1.298	0.3758	0.3102	X <sub>1</sub>
H <sub>23</sub> نقبل	68.7	0.482	0.2781	0.2437	H <sub>23</sub> نرفض	83.2	0.892	0.4297	0.2653	X <sub>2</sub>
H <sub>23</sub> نقبل	76.3	0.692	0.2692	0.2564	H <sub>23</sub> نرفض	70.5	0.529	0.2658	0.1842	X <sub>3</sub>
H <sub>23</sub> نقبل	78.2	0.754	0.1844	0.2248	H <sub>23</sub> نرفض	86.1	0.1051	0.4592	0.3202	X <sub>4</sub>
الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>2</sub> قيمة F المحسوبة 0.8875 بمستوى معنوية.					الانحراف المعياري قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> قيمة الحد الثابت الوسط الحسابي Y <sub>1</sub> قيمة F المحسوبة 1.825 بمستوى معنوية					

أما في الشركات عالية المديونية ، فالأمر مختلف حيث يوجد تأثير واضح لجميع آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة باستثناء آلية حجم مجلس الإدارة ، مما يعني ذلك اختلاف آثر نسبة المديونية على مستوى تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة بين المجموعتين ، ويرجع الباحث سبب ذلك التباين في تأثير آليات حوكمة الشركات بين الشركات عالية

المديونية و منخفضة المديونية إلى اختلاف نسبة تركيز الأسهم و تركيبة مجلس الإدارة ، كما هو الحال في الشركات عالية النمو في حجم الاستثمارات ، ويتبين من المعلومات المتوفرة في التقارير المالية للشركات عينة الدراسة لسنة ٢٠٠٥ ارتفاع نسبة تركيز الأسهم في إدارات الشركات عالية المديونية و ترأس أحد كبار المساهمين معظم مجالس إدارات هذه المجموعة . ولاشك أن هاتين الخاصيتين غاية في الأهمية عند اتخاذ قرارات المفضلة بين طرق التمويل ، فحسب رأي **Deutsch** ، يؤدي ارتفاع نسبة تركيز الأسهم في الإدارة و سيطرة كبار حملة الأسهم على شئون الشركة ، إلى اتجاه الشركة نحو اختيار طريقة التمويل بالاقتراض أكثر من أي طريقة أخرى ، وذلك ليس بسبب آثارها الإيجابية على معدل العائد على حق الملكية فحسب وإنما لدورها في المحافظة على هيكل الملكية و عدم السماح بدخول مساهمين جدد من شأنهم التأثير على مراكز القوة في الشركة (Deutsch, 2005).

كما يرى الباحث أن الدخول في عقود مديونية عالية يتطلب التزام إدارة الشركة بشروط المقرضين والتي في مقدمتها تحسين الأداء أو إحداث نمو ملحوظ في استثمارات الشركة بالشكل الذي يساعد على زيادة ايراداتها ومن ثم أرباحها ، وبطبيعة الحال فإن تحقيق تلك الشروط ينبغي أن يصاحبها رقابة صارمة من المديرين و كبار حملة الأسهم ، وهذا ما يفسر وجود أثر لآليات حوكمة الشركات في الشركات عالية المديونية من عدمه في الشركات منخفضة المديونية . ويبين الجدول رقم (١٢) مدى تطابق متطلبات الحصول على عقود المديونية مع معطيات الشركات عالية النمو ، حيث يتضح من خلاله أن ٦ شركات من أصل ١٤ شركة عالية المديونية قد حققت نمو في حجم استثماراتها خلال عام ٢٠٠٥ ، أما الجزء المتبقى والبالغ ٨ شركات فقد حقق نمو في معدل العائد على الاستثمار سواء عن طريق تحسين الأداء أو عن طريق اتباع سياسات محاسبية معينة .

جدول رقم (١٢)

تحليل مقارن بين معطيات الشركات عالية المديونية والشركات منخفضة المديونية

متوسط نسبة كبار حملة ال الأسهم	عدد الشركات التي تفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة	عدد الشركات التي حققت نمو في الاستثمارات من ٢٠٠٣ لسنة ٢٠٠٥	عدد الشركات التي يترأس مجلس إدارتها أحد كبار المساهمين	نسبة تركيز الملكية	مستوى مديونية الشركة
%٦٥.٨	٧	٦	١٠	%٣٩.٦	عالية المديونية
%٤١.٣٤	١٦	١٠	٧	%٢٧.٨٦	منخفضة المديونية

وعلى الرغم مما تبعه نسبة المديونية العالية للشركة من إشارة موجبة للمتعاملين في السوق المالي على اعتبار أن إدارة الشركة قادرة على خلق تدفقات نقدية كافية لتغطية الالتزام بالدين واعتباره (Penman, scott & Irem, 2005) من جهة ، وأن هذه الإدارة قادرة على فرض سيطرتها على الشؤون المالية والتشغيلية للشركة بالشكل ، إلا أن ذلك قد لا يكون صحيحاً بالنسبة للمستثمر المصري ، ويعتقد الباحث أن السبب وراء هذه النتيجة يرجع إلى عدم اهتمام المستثمر المصري بمثل هذه المؤشرات عند اتخاذ قرار استثماره بأسهم الشركة بقدر اهتمامه بمعدلات ربحية الشركة وتوزيعات أرباحها ، ومما يعزز هذا الاعتقاد علاقة الارتباط الطردية التي وجدها الباحث بين كل من معدل العائد على الاستثمار ونسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية والتي بلغت بمقاييس بيرسون ٦٤٣ .٠ في الشركات عالية المديونية و ٦٧٢ .٠ في الشركات منخفضة المديونية .

### ثالثاً: نتائج اختبار H3 :

تشير نتائج تحليل التباين المدرج في الجدول رقم (١٥) بأن تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة المقاسة بمعدل العائد على الاستثمار ، لا يختلف تبعاً لاختلاف نوع القطاع الاقتصادي الذي تنتهي إليه الشركة ، وبالتالي لتأثير لنوع القطاع على طبيعة العلاقة بين آليات الحاكمة المؤسسية ومعدل العائد على الاستثمار.

ومما يجدر الإشارة إليه في هذا الخصوص ، هو اتفاق القطاعات الثلاثة على أهمية دور آلية نسبة الملكية الإدارية وحجم مجلس الإدارة في التأثير على قيمة الشركة ، في مقابل عدم أهمية دور آلية نسبة ملكية كبار المساهمين وهو ما يؤكد ما ذهب إليه الباحث في تفسيره لأهمية نسبة الملكية الإدارية وتركيبة مجلس الإدارة وحجمه ، إذ أن ارتفاع نسبة ترکيز الأسهم في مجلس الإدارة وتغليب الصفة العائلية لشركات عينة الدراسة ، كان له الأثر الهام في استراتيجية عمل مجلس الإدارة وتوجيهها بما يخدم مصالح الأغلبية فيه ، خاصة في ظل انعدام تأثير الأعضاء الخارجيين بفعل محدودية وجودهم ، وهذا ما أشارت إليه دراسة (Deutsch, 2005) بشأن أثر تركيبة مجلس الإدارة على قرارات الشركة الحاسمة وكذلك دراسة (Klein, Shapiro & Young, 2005) والتي أظهرت تأثير الملكية العائلية على آليات حوكمة الشركات .

وعند استخدام مقياس نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية للتعبير عن قيمة الشركة ، تظهر الأخيرة تبايناً واضحاً في تأثيرها بآليات حوكمة الشركات تبعاً لاختلاف نوع القطاع الاقتصادي الذي تنتهي إليه الشركة ، فكما هو واضح من الجدول رقم (١٣) إن

قطاع مواد البناء والتشييد ، هو أكبر القطاعات الثلاثة وضوحاً في تأثير آليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة ، وإن أقل هذه القطاعات ، هو قطاع الصناعة ، ويعتقد الباحث أن سبب ذلك التباين يعود إلى طبيعة قطاع مواد البناء والتشييد، التي تتطلب رقابة ومتابعة مستمرة من قبل حملة الأسهم وذلك لتجنب التبعات الأكثر خطورة لقرارات الإدارة على ربحية الشركة ومركزها المالي ، لذلك يلاحظ أن المستثمرين في مثل هذه القطاعات ، ينظرون بعين الاعتبار إلى سلوك المديرين منمن يمتلكون نسبة من أسهم الشركة ودور كبار المساهمين في رقابة وتقدير قرارات مجلس الإدارة ، ويصفونها بأنها أحد أهم مرتكزاتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في هذا النشاط .)

**جدول رقم (١٣)  
نتائج اختبار الفرضية الثالثة**

قياس قيمة الشركة بنسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية					قياس قيمة الشركة بمعدل العائد على الاستثمار					النهاية	النهاية
قاعدة القرار	مستوى المعنوية	t قيمة المحسوبة	معامل الانحدار	الانحراف المعياري	قاعدة القرار	مستوى المعنوية	t قيمة المحسوبة	معامل الانحدار	الانحراف المعياري		
H31 ترفض	90.7	1.302	1.028	0.5172	H3 ترفض	96.7	1.752	-0.523	-0.224	X <sub>1</sub>	الصناعة
H32 تقبل	86.7	1.149	0.875	0.4621	H3 ترفض	95.7	1.701	-0.442	-0.108	X <sub>2</sub>	
H33 تقبل	78.1	0.707	0.7981	0.6225	H3 ترفض	85.5	1.049	0.473	0.121	X <sub>3</sub>	
H34 تقبل	75.3	0.689	0.489	0.5345	H3 ترفض	91.2	1.324	0.411	0.143	X <sub>4</sub>	
0.4878 الانحراف المعياري 6.22% قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> 1.4320 قيمة الحد الثابت 87.3% الوسط الحسابي Y <sub>2</sub> قيمة F المحسوبة 2.178 بمستوى معنوية.					0.3425 الانحراف المعياري 15.6% قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> 2.015 قيمة الحد الثابت 2.823% الوسط الحسابي Y <sub>1</sub> قيمة F المحسوبة 2.235 بمستوى معنوية						
H <sub>3</sub> ترفض	90.2	1.354	0.0321	0.2454	H <sub>3</sub> ترفض	94.7	1.654	0.0212	0.3892	X <sub>1</sub>	التأمين
H <sub>3</sub> ترفض	93.4	1.501	0.1082	0.2548	H <sub>3</sub> ترفض	91.8	1.368	0.0134	0.3564	X <sub>2</sub>	
H <sub>3</sub> تقبل	93.6	1.503	0.448	0.2466	H <sub>3</sub> ترفض	80.2	0.862	0.534	0.4211	X <sub>3</sub>	
H <sub>3</sub> تقبل	81.2	0.863	0.0243	0.2783	H <sub>3</sub> ترفض	92.4	1.365	0.4658	0.4521	X <sub>4</sub>	
0.4024 الانحراف المعياري %9.4 قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> 0.4357 قيمة الحد الثابت 1.2891 الوسط الحسابي Y <sub>2</sub> %91.8 قيمة F المحسوبة 2.481 بمستوى معنوية.					0.5348 الانحراف المعياري %20.7 قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> 0.5224 قيمة الحد الثابت 5.253 الوسط الحسابي Y <sub>1</sub> %96.8 قيمة F المحسوبة 2.867 بمستوى معنوية						
H <sub>3</sub> تقبل	89.2	1.398	-	-	H <sub>3</sub> ترفض	91.5	-0.108	-0.1024	-0.222	X <sub>1</sub>	الذمة
H <sub>3</sub> تقبل	97.1	2.895	0.1124	0.3425	H <sub>3</sub> ترفض	91.1	0.113	0.202	1.785	X <sub>2</sub>	
H <sub>3</sub> ترفض	87.1	1.209	0.2138	0.2511	H <sub>3</sub> تقبل	60.3	0.258	0.155	0.118	X <sub>3</sub>	
H <sub>3</sub> ترفض	90.4	1.318	0.2456	0.2671	H <sub>3</sub> تقبل	78.3	- 279	1.739	6.238	X <sub>4</sub>	
0.2751 الانحراف المعياري %7.15 قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> 0.2876 قيمة الحد الثابت 1.7027 الوسط الحسابي Y <sub>2</sub> %88.6 قيمة F المحسوبة 2.287 بمستوى معنوية.					0.4895 الانحراف المعياري %17.8 قيمة معامل التحديد R <sub>2</sub> 0.1898 قيمة الحد الثابت 5.253 الوسط الحسابي Y <sub>1</sub> %91.4 قيمة F المحسوبة 2.322 بمستوى معنوية						

## ٦- الخلاصة والاستنتاجات والتوصيات:

### أولاً : الخلاصة :

استهدفت هذه الدراسة دراسة بعض الآليات المحاسبية لتطبيق حوكمة الشركات على الشركات المساهمة المصرية، وأثرها على قيمة الشركة عند التعبير عنها باستخدام معدل العائد على الاستثمار، أو نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم . وقد اختبرت الدراسة أربعة آليات هي نسبة الملكية الإدارية وحجم مجلس الإدارة ونسبة ملكية كبار المساهمين والفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة، وقد جاءت نتائج الدراسة على النحو التالي :

١. وجود أثر ذو دلالة إحصائية لآليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة عند التعبير عنها بمقاييس معدل العائد على الاستثمار ، وانعدام ذلك الأثر على قيمة المنشأة عند التعبير عنها بمقاييس نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية.

٢. تكون قدرة الشركات كبيرة الحجم أكبر من قدرة الشركات صغيرة الحجم في تطبيق آليات حوكمة الشركات.

٣. تكون الشركات عالية المديونية أكثر استخداماً لآليات حوكمة الشركات من الشركات منخفضة المديونية.

### ثانياً : الاستنتاجات :

وفي ضوء نتائج اختبار فرضيات الدراسة ، توصل الباحث إلى الاستنتاجات والتوصيات الآتية:

١- وجود أثر لآليات حوكمة الشركات على قيمة الشركة عند التعبير عنها بمقاييس معدل العائد على الاستثمار ، وانعدام ذلك الأثر عند التعبير عن قيمة الشركة بمقاييس نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية ، إنما يعني عدم اكتراث المستثمر المصري بأهمية وجود هذه الآليات من عدمه في حماية مصالحه من جهة ، وتحفيز مجالس إدارات الشركات والمديرين فيها إلى استخدام تلك الآليات بالشكل الذي يعظم منافعهم .

٢- يعد مستوى النمو في حجم الاستثمارات محدداً لتأثير آليات حوكمة الشركات على معدل العائد على الاستثمار ، وترداد أهمية هذا المتغير على قيمة الشركة ، كلما انخفضت نسبة النمو في حجم الاستثمارات ، مما يعني ذلك تأكيد لدور الإدارة في تحديد طريقة ممارسة آليات حوكمة الشركات.

٣- تكون قدرة الشركات كبيرة الحجم أكبر من قدرة الشركات صغيرة الحجم على قيمة الشركة .

٤- تكون الشركات عالية المديونية أكثر من الشركات منخفضة المديونية في مجال استخدام آليات حوكمة الشركات.

٥- إن قطاع مواد البناء والتشييد هو أكثر القطاعات الاقتصادية اهتماماً بتطبيق آليات الحكومية المؤسسية وإن قطاع الصناعة الأقل في هذا المجال.

٦- تحل آلية نسبة الملكية الإدارية ، في جميع الأحوال ، مرتبة الصداررة في آليات حوكمة الشركات في الشركات المساهمة العامة المصرية وانعدام آلية الأعضاء الخارجين من عضوية مجلس الإدارة .

### **ثالثاً : التوصيات :**

١- زيادة نطاق مشاركة أعضاء من خارج الشركة ضمن عضوية مجلس إدارة الشركة ومنهم حق التصويت والنقض ، ومحاسبة الشركات التي يقل عدد الأعضاء الخارجين في عضوية مجلس إدارتها عن عضوين ، وذلك من خلال تشريع تصدره هيئة سوق المال .

٢- تشجيع الشركات على ضرورة الفصل بين دور المدير العام ورئيس مجلس الإدارة .

٣- الحد من ظاهرة الملكية الإدارية وتعليق دور الملكية العائلية في التأثير على قرارات مجلس الإدارة وذلك بإصدار تشريعات تحد من قيام الشركات العائلية ومشاركة حملة الأسهم في إدارة شؤون الشركة .

٤- توعية المتعاملين في سوق المال بأهمية التزام الشركات بتوفير آليات تطبيق حوكمة الشركات وذلك عن طريق عقد الندوات وإقامة المؤتمرات العلمية في هذا المجال.

## مراجع البحث:

### أولاً : المراجع العربية :

- أحمد، عادل عبد الرحمن، "دراسة تحليلية وتطبيقية لمفهوم حوكمة الشركات وإمكانية تطبيقه في الشركات المساهمة العاملة في البيئة المصرية" ، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، جامعة الزقازيق، بنها، السنة الثالثة والعشرون، العدد الأول، ٢٠٠٣.
- أحمد، عاطف محمد ، "دراسة اختبارية لأثار آليات حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية وفعالية عملية تدقيق الحسابات في الأردن" ، مجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة فرع بنى سويف جامعة القاهرة ، العدد الثاني ، يوليو ، ٢٠٠٣ م .
- أبو العطا ، نرمين ، "حوكمة الشركات سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية" ، مركز المشروعات الدولية الخاصة ، يناير ٢٠٠٣ م.
- أبو العطا ، نرمين ، "حوكمة الشركات سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية" ، مركز المشروعات الدولية الخاصة ، ٢٠٠٢.
- البنك الأهلي المصري، "أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الشركات : حوكمة الشركات " Corporate Governance ، النشرة الاقتصادية ، المجلد السادس والخمسون ، العدد الثاني ، ٢٠٠٣ م
- حماد، طارق عبد العال ، " حوكمة الشركات، المفاهيم، المبادئ ، التجارب ، تطبيقات الحوكمة في المصادر" ، القاهرة، الدار الجامعية ، ٢٠٠٥ .
- درويش ، عبد الناصر محمد سيد ، "دور الإفصاح المحاسبي في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات " دراسة تحليلية ميدانية " ، مجلة الدراسات المالية والتجارية ، كلية التجارة فرع بنى سويف جامعة القاهرة ، العدد الثاني ، يوليو ٢٠٠٣ م .
- سليمان، محمد مصطفى، " حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري" ، الأسكندرية ، الدار الجامعية ، ٢٠٠٦ .
- فخرا ، محمود عبد الملك وآخرون ، "أثر حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في أسواق الأردن المالية على درجة الإفصاح عن البيانات المالية والإدارية -

دراسة تحليلية " ، مجلة الدراسات المالية والتجارية ، كلية التجارة فرع بنى سويف  
جامعة القاهرة ، العدد الثاني ، يوليو ، ٢٠٠٣ م .  
- فوزي ، سمحة ، "تقييم مبادئ حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية" ،  
المركز المصري للدراسات الاقتصادية ، إبريل ، ٢٠٠٣ م .

### ثانياً : المراجع الأجنبية :

- ○A dams, R. & H. Mehran, (2002). , "Board Structure and Banking Firm Performance" , Working Paper , **Federal Reserve Bank of New York** .
- Al- Shiab , Mohammad & Abdussalam Abu- Tapanjeh , (2005), Ownership Structure and Firm Performance : The Case of Jordan" **Jordan Journal of Business Administration** , 1, 2, .
- Belkhir , Mohammad , (2006) , " Boardd Structure , Ownership Structure , and Firm Performance : Evidence form Banking" . Working Paper , <http://www.univ-orleans.fr/DEG/LEO> . E-mail:Leo@univ-orleans.fr.
- Balbol , Ali A., Ayten Fatheldin , & Mohammad M. Omran , (2004) " Ownership Structure , Firm Performance and Corporate Governance : Evidence from Selected Arab Countries " Working Paper . E-mail : [aabolbol@hotmail.com](mailto:aabolbol@hotmail.com).
- Bonn , Ingrid , (2004) , " Board Structure and Firm Performance : Evidence from Australia " **Journal of Management and Organization** , 10, 1 .
- Chen , Carl . , Weiyu Guo and Vivek mande (2006) " Corporate Value , Managerial Stockholding and Investments of Japanese Firms " , **Journal of International Financial Management and Accounting** , 17 .

- Chtourou , Jean S. And C. Lucie , Corporate Governance and Earnings Management ,2001.
- Deutsch , Yuval , (2005) “ The Impact of Board Composition of Firms Critical Decisions : A Meta-Analysis Review “ , **Journal of Management** , Vol. 31, No. 3 .
- Fama , Eugene F. (1980) “ Agency Problems and the Theory of the Firm “, **Journal of Political Economy** , 88 .
- Francis , Jere R.,& et al., (2003), "The Role of Accounting and Auditing in Corporate Governance and The Development of Financial Markets Around The World" , **Asia- Pacific Journal of Accounting and Economics** , Vol.7 , June ,.
- Hopkins M., (2000), "Corporate Social responsibility : The Big Picture" , **Journal of Political Economy** , Vol. 88 .
- Jensen , M . C. & W. H. Meckling , (1976) , “ Theory of The Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure “, **Journal of Financial Economics** , 3 .
- Jensen , M. G. , (1993) “ The Modern Industrial Revolution, Exit , and the Failure of Internal Control Systems “ , **The Journal of Finance** , 48 .
- Joh , S. W., (2003), “ Corporate Governance and Firm Profitability : Evidence from Korean before the Economic Crisis “, **Journal of Financial Economics** , 68 .
- Kelly , Lauren , (1983) , "Positive Theory Research" , **Journal of Accounting** , Spring .
- Klein, Peter , Daniel Shapiro & Jeffrey Young , (2005), " Corporate Governance , Family Ownership and Firm Value : The Canadian Evidence " , **Corporate Governance An International Review** , November , No. 6 , Vol. 13 .

- Lau , James , Philip Sinnadurai & Sue Wright , (2006) , " Corporate Governance and CEO Dismissal in Australia " , Working Paper , E-mail : Psinnad@efs.Mq.Edu.Au .
- Lemmon , Michael L. & Karl V. Lins , (2003) , "Ownership Structure , Corporate Governance, and Firm Value : Evidence from the east Asian Financial Crisis " , The Journal of Finance , 58 .
- Memullen , D .N. , (1996),"Audit Committee Performance : An Investigation of The Consequences Associated with Audit Committees" , **A Journal of Practice and Theory** , Vol . 15, Spring , .
- OECD , Corporate Governance Principles , 2000 .
- Pi , L. & Timme , (1993) Corporate control and Bank Efficiency " Journal of Banking and Finance, 17.
- Sanda , Ahmadu , Aminu S Mikailu & Tukur Garba , (2005) "Corporate Governance Mechanisms and Firm financial Performance In Nigeria" ' **AERC Research Paper 149, African Economic Research Consortium, Nairobi** .
- Shleifer , Anderi & Rebot W. Vishny , (1997) , " A Survey of Corporate Governance" **Journal of Finance**, Vol. 52 No. 2 .
- 
- Winkler , Ad Albert (1998) , Financial Development , Economic Growth and Corporate Governance .
-