

دور حوكمة الشركات فى تحديد السعر العادل للأسهم

فى سوق الأوراق المالية - دراسة تحليلية

دكتور/ أحمد رجب عبد الملك

مدرس المحاسبة بكلية التجارة - جامعة سوهاج

مقدمة البحث :

أكدت إحدى الدراسات^(١) أن حوكمة الشركات تعد إحدى الأدوات الفعالة لتشجيع الاستثمار فى سوق الأوراق المالية مما يؤثر على أسعار الأسهم ، حيث أن سوق الأوراق المالية المصرى يحتاج إلى الكثير من المقومات لرفع درجة كفاءته ، فنلاحظ ارتفاع أسعار أسهم بعض الشركات رغم تحقيق خسائر أو معدلات ربحية أقل من شركات أخرى تنخفض أسعار أسهمها ، كما تنخفض أسعار أسهم بعض الشركات رغم تحقيقها معدلات ربحية أعلى من شركات أخرى ، وهو ما يدل على عدم نضج قرارات الاستثمار فى سوق الأوراق المالية المصرى ، والذي قد يرجع إلى عدم توافر كافة المعلومات اللازمة للمستثمرين فى الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة^(٢) .

ومن المعروف أن المعايير المحاسبية تساهم فى توفير المعلومات اللازمة للمستثمرين إلا أن هناك بعض الدراسات^(٣) أوضحت أن : المعايير المحاسبية تمثل الحد الأدنى من متطلبات الإفصاح والشفافية فى بيئة الأعمال الحديثة وكذلك أصبحت تلك المعايير^(٤) تركز على البيانات التاريخية والبيانات التى يمكن قياسها بالوحدات النقدية، بما يحقق القابلية للاعتماد، فى حين أن مستخدمى المعلومات بحاجة إلى معلومات عن التطلعات المستقبلية ومعلومات غير مالية مثل جودة الإدارة ، المهارات الابتكارية ، رأس المال الذهنى ، رضا العميل وغيرها من المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات فى عصر المعلومات .

وبناء على ذلك يمكن القول أن المعايير المحاسبية الملزمة تمثل الحد الأدنى من الإفصاح المحاسبى الواجب توفيره للمستثمرين ، حيث أن هناك اعتبارات أخرى تؤثر على مخرجات التقارير ، مثل الحوافز لدى معدى التقارير وآليات القوة وخصائص أسواق المال . وإذا نظرنا إلى هذه المؤثرات ، نلاحظ أن هناك مؤثر ذو أهمية هو آليات القوة ، ويرى الباحث أن هذه الآليات تتمثل

فى حوكمة الشركات ، فالحوكمة هى الأداة القوية والفعالة التى تحول إليها الفكر المحاسبى للقضاء على جوانب القصور التى أصابت المحتوى الإعلامى للمعلومات المحاسبية الناشئ عن تطبيق المعايير المحاسبية ، والتغير الذى يمكن أن تحدثه الحوكمة ، يكون فى المحتوى الإخبارى للمعلومات من شأنه أن يدعم سوق الأوراق المالية فى تحديد السعر العادل للسهم . وذلك لأن مؤشر أسعار الأسهم من أهم العوامل التى يتحدد على أساسها قرار الاستثمار فى الأوراق المالية ، حيث يعكس العائد على هذه الاستثمارات ، وبالتالي هناك حاجة ضرورية للوصول للسعر العادل للسهم بعيداً عن الشائعات والمضاربات والاتجار بالمعلومات الداخلية .

وعلى ذلك يرى الباحث أن استخدام آلية القوة (الحوكمة) بجانب معايير المحاسبة المصرية يساعد فى استقرار أسواق المال ومن ثم الوصول للسعر العادل للسهم .

مشكلة البحث :

اتسم سوق المال المصرى خلال الفترة الأخيرة بالمتغيرات العشوائية الداخلة فى تسعير الأسهم ، حيث تسوده التقلبات السعريّة تلك التى لا تستند إلى أية مسببات موضوعية ولا إلى أية معلومات سواء كانت محاسبية أو غير محاسبية . وأن المتتبع للبيانات المالية التى تنشرها الشركات المصرية - وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية - كمصدر من مصادر المعلومات اللازمة للقرار الاستثمارى يرى أنها^(٥) :

- لا تحقق الإفصاح الكامل .
- عدم صدورها فى التوقيت المناسب .
- لا تحتوى إلا على معلومات مالية فقط .
- الاختصار الشديد فى عرض البيانات .

وعلى ذلك يتسم السوق بحالة من نقص المعلومات والتى تُعد من المحددات الرئيسية والتى تُحد من كفاءة أسواق المال .

ولحل هذه المشكلة اقترح الباحث إيجاد علاقة بين حوكمة الشركات وتحديد السعر العادل للسهم فى سوق المال المصرى ، إلا أن هذه العلاقة أضافت مشكلة أخرى تتصف بالآتى :

- ١ - أنها لم تكن مطروقة بشكل مباشر من قبل .
- ٢ - كثرة المتغيرات للمتغير المستقل (الحوكمة) ، حيث يغطى هذا المتغير جميع المبادئ والقواعد التى تتناولها ، أما المتغير التابع هو سعر السهم .

٣ - دخول متغيرات وصفية (غير مالية) ضمن المتغيرات المستقلة مما يجعل هناك صعوبة في قياسها كمياً .

وعلى ذلك فإن البحث يسعى للإجابة على مجموعة الأسئلة التالية :

- ١ - ما هو المنهج الملائم الذى يصف العلاقة بين حوكمة الشركات وأسعار الأسهم أو ما هى علاقة حوكمة الشركات بكفاءة سوق المال ؟
- ٢ - كيف ولماذا ترتبط حوكمة الشركات بالسعر العادل للسهم ؟
- ٣ - هل القواعد والمبادئ الخاصة بحوكمة الشركات تؤثر على قدرة السوق فى تحديد السعر العادل للسهم ؟
- ٤ - ما هى الآليات الواجب إتباعها للوصول للسعر العادل للسهم ؟

أهداف البحث :

تتمثل أهداف البحث فى محاولة للإجابة على الأسئلة التى طرحتها مشكلة البحث، وعليه تتمثل أهداف البحث فيما يلى :-

- ١ - التعرف على المنهج الملائم والذى يستخدم فى وصف العلاقة بين حوكمة الشركات وأسعار الأسهم وما هى علاقة الحوكمة بكفاءة سوق المال .
- ٢ - دراسة ارتباط حوكمة الشركات بالسعر العادل للسهم .
- ٣ - التعرف على ماهية القواعد والمبادئ الخاصة بحوكمة الشركات والتى تؤثر على قدرة السوق فى تحديد السعر العادل للسهم .
- ٤ - التعرف على ماهية الآليات الواجب إتباعها للوصول للسعر العادل للسهم .

أهمية البحث :

بأتى دافع الباحث لهذه الدراسة بصفة عامة من ظهور موضوع الحوكمة على ضمن اهتمامات وقضايا تشغل الفكر المحاسبى فى السنوات الأخيرة والاتجاه لدى كثير من الشركات المسجلة بالبورصة بالأخذ بمبادئ وقواعد حوكمة الشركات من أجل جودة التقارير المنشورة ومن ثم الوصول للسعر العادل للسهم .

وعليه ترجع أهمية البحث إلى العديد من العناصر منها ما يلى :-

- ١ - ندرة الأبحاث التى تناولت دراسة وتحليل العلاقة بين حوكمة الشركات والوصول للسعر العادل للسهم فى سوق الأوراق المالية .

- ٢ - حوكمة الشركات تعمل على تحقيق الكفاءة فى سوق الأوراق المالية ومن ثم تحقيق العدالة فى الوصول لسعر السهم .
- ٣ - الحوكمة تعمل على إتاحة المعلومات الملائمة للمستثمرين فى توقيت واحد وبالتالي منع التعامل اعتماداً على معلومات داخلية .
- ٤ - الحوكمة عامل محدد لقوة العلاقة الدالية بين محتوى الإفصاح والسعر العادل للسهم .
- ٥ - الحوكمة تعمل على تقليل درجة عدم تماثل المعلومات، تلك التى تنعكس فى شكل تقلبات فى أسعار الأسهم ،مما يؤدي إلى نقص عدد المتعاملين فى سوق الأوراق المالية.
- ٦ - الاهتمام بتطبيق الحوكمة فى بيئة الأعمال المصرية لما لها من آثار إيجابية على أسعار الأسهم .
- ٧ - لا يستطيع المستثمر بدون الشفافية أن يطمئن إلى أنه حصل على السعر العادل لأوامر الشراء والبيع فى الأسواق .

حدود البحث :

يقتصر البحث على دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات والسعر العادل للسهم للشركات النشطة والمسجلة بالبورصة ، دون غيرها من الشركات الأخرى .

منهج البحث :

لتحقيق أهداف البحث سوف تعتمد الدراسة على المنهج الاستقرائى الاستنباطى ، وذلك بالدراسة التحليلية لكل ما استطاع الباحث الحصول عليه من مراجع ومؤتمرات وأبحاث من خلال المكتبات المختلفة وكذلك عبر الانترنت تمهيداً لاستنباط الإجابة على تساؤلات البحث والمقترحات والنتائج اللازمة .

خطة البحث :

- فى إطار محاولة الباحث الإجابة على الأسئلة البحثية لمشكلة البحث ، وتحقيقاً لأهداف البحث ، تم تبويب خطة البحث كما يلى :-
- ١- المنهج الملائم لوصف العلاقة بين حوكمة الشركات وأسعار الأسهم .
 - ٢- دراسة تحليلية للقواعد والمبادئ الخاصة بحوكمة الشركات فى ضوء علاقتها بأسعار السهم .
 - ٣- إطار متكامل للآليات الواجب إتباعها للوصول للسعر العادل للسهم .

١ - المنهج الملائم لوصف العلاقة بين حوكمة الشركات وأسعار الأسهم

مقدمة :

العلاقة بين حوكمة الشركات كمتغير مستقل وأسعار الأسهم باعتبارها متغير تابع ، وذلك للتعرف على الدور الذى يمكن أن تؤديه حوكمة الشركات فى التأثير على قدرة سوق الأوراق المالية فى الوصول للسعر العادل للسهم ، وعلى ذلك فإن هذه العلاقة سوف تأخذ الشكل الرياضى التالى :

$$س = د (م ك)$$

س ← أسعار الأسهم

م ك ← متغيرات الحوكمة وتشمل ما يلى :

- الإفصاح والشفافية .
- مسئوليات مجلس الإدارة .
- المعاملة العادلة لحملة الأسهم وحقوقهم .
- حقوق العاملين .
- العلاقة مع أصحاب المصالح .

ويزخر الفكر المحاسبى بالعديد من المناهج ، إلا أن المنهج الذى يحكم العلاقة بين حوكمة الشركات وأسعار الأسهم هو منهج دراسة السوق ، وبعد ما يتم التعرف على طبيعة هذا المنهج ، سوف ينحو الباحث نحو الظواهر الفعلية التى حدثت والتى تؤيد هذه العلاقة ، وفى النهاية يرغب الباحث فى إيضاح لماذا ترتبط حوكمة الشركات بأداء الأسهم . وبناء على الفقرات السابقة سوف يقوم الباحث بالدراسة والتحليل لكل من النقاط التالية :-

١/١ منهج دراسة السوق فى وصف تلك العلاقة .

٢/١ الظواهر المختلفة والتى تؤيد تلك العلاقة .

٣/١ لماذا ترتبط حوكمة الشركات بأداء الأسهم .

١ / ١ منهج دراسة السوق فى وصف تلك العلاقة :

يعتمد هذا المنهج على ما يلى :

١/١/١ يستجيب المستثمرون لأى معلومات جديدة تؤثر على أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية . وعلى ذلك فإن أى معلومات حتى لو كانت فى الإيضاحات سوف ينعكس أثرها على أسعار الأسهم .

٢/١/١ أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة وأن التقارير المحاسبية تمثل جزءاً

من هذه المعلومات .

٣/١/١ لا يستطيع أى مستثمر أن يحقق مكاسب غير عادية على الأسهم .

ويرى البعض ^(٦) : أن فرض كفاءة السوق ما هو إلا تطبيق لشرط توازن السوق والذي يتحقق عند مستوى صفر أرباح . فالمتعاملون فى حالة تنافس للحصول على المعلومات سواء كانت محاسبية أو غير محاسبية . كما يلاحظ أن فرض كفاءة السوق يهتم بكفاءة إنتاج واستخدام المعلومات وأثر ذلك على أسعار الأسهم .

ويفرق الفكر المحاسبى وفقاً لفرض كفاءة السوق بين ثلاثة أشكال ، هى الشكل الضعيف والشكل شبه القوى والشكل القوى ، ويمكن القول أن الشكل القوى من سوق الأوراق المالية هو الأكثر قدرة على تحديد السعر العادل للسهم ، حيث يستمد قدرته المؤثرة من جودة محتوى المعلومات الذى تتيحه للمستخدمين . ويمكن القول أن الشكل القوى ، يتسم بالقدرة على توفير جميع المعلومات المؤثرة على أسعار الأسهم القابلة للتداول لجميع المستخدمين فى توقيت واحد .

وفيما يلى بعض النتائج التى توصل إليها بعض الباحثين بشأن أهمية كفاءة سوق المال :-
يرى أحد الباحثين ^(٧) أن الأسعار التى يحددها هذا الشكل تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة . أى أن القيمة الحقيقية تعكسها القيمة العادلة للأسهم .

ويرى البعض الآخر ^(٨) أن سعر السهم فى السوق الكفاء يعكس كافة المعلومات عن الشركة التى أصدرت السهم ، وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم فى هذه الحالة هى قيمة عادلة Fair Value لأنها تعكس قيمته الحقيقية ، حيث تتعادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية بسبب قرارات المستثمرين والتى تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية .
وتتحقق أعلى درجات كفاءة السوق إذا تمكن السوق من القضاء على أية درجة من عدم العدالة فى إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين أما عن طريق القضاء على مسبباتها أو استخدام القواعد المحددة للتعامل على أساس المعلومات الخاصة .

ويخلص الباحث من خلال النتائج السالفة الذكر إلى أن هناك ضرورة لوجود آلية ترفع من كفاءة الأسواق المالية ، ويرى الباحث أن هذه الآلية هى الحوكمة ، ويظهر ذلك فى ذكر تلك الدراسات السابقة من ضرورة وجود قواعد محددة للتعامل على أساس المعلومات الخاصة . ويرى الباحث أن استخدام القواعد المحددة تتمثل فى قواعد الحوكمة.

وذلك لأن قواعد الحوكمة تعد ذات أهمية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية ولأنها تؤدي في النهاية إلى تحقيق التوازن في أسعار الأسهم ، حيث أنه في السوق الكفاء يتم تسعير الأسهم في ضوء المعلومات المتاحة .

ومن المعروف أن كفاءة سوق المال تتوقف على مدى توافر المعلومات الخاصة والداخلية لجموع المستثمرين في توقيت واحد ، وأن الحوكمة لديها من الآليات للوصول إلى الإفصاح عن تلك المعلومات . ولقد بنى أحد الباحثين^(٩) فروضه وفقاً لنموذج التوقعات الرشيدة للوصول إلى كفاءة سوق المال . ولقد وضع هذا الباحث الفروض التالية :-

- ١ - مع زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقل مستوى عدم تماثل المعلومات .
 - ٢ - مع زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقل صانعي السوق بما يضمن تحسين السيولة في سوق الأوراق المالية .
 - ٣ - مع زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية تقل التقلبات في أسعار الأسهم .
- وجاءت نتائج دراسته مطابقة لفروض الدراسة من أن الإفصاح عن المعلومات الداخلية ، يقلل عدم تماثل المعلومات ، ويقلل صناع السوق ، ويزيد من أسعار الأسهم وتقل التقلبات السريعة في السهم .
- ويرى الباحث أن نموذج التوقعات الرشيدة يفسر أحد آليات حوكمة الشركات وهو الإفصاح والشفافية . ويمكن توضيح العلاقة بين منهجية التوقعات الرشيدة والحوكمة في العناصر التالية :

- ١ - تستخدم تلك المنهجية المعلومات الخاصة وتأثيرها على أسعار الأسهم .
 - ٢ - تستخدم تلك المنهجية مفهوم شامل للمحتوى الإعلامي للتقارير .
 - ٣ - اهتمت هذه المنهجية بتحليل أثر التقرير عن المعلومات الداخلية على أسعار الأسهم.
- ٢/١ الظواهر المختلفة والتي تؤيد علاقة حوكمة الشركات بأسعار الأسهم:**

هناك بعض المشاهد والتي تؤيد تلك العلاقة وهي :

- أ - شهدت الشركات (وجميع الأسواق) - في الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي - والتي حققت تقدماً في حوكمة الشركات تحسناً في تقييم الأسهم^(١٠).
- ب - أوضح بنك كريدي ليونيه Credit Lyonnais في تقاريره لعامي ٢٠٠١ ، ٢٠٠٢ أن حوكمة الشركات ترتبط ارتباطاً وثيقاً بكل من الأداء المالي وتقييم الأسهم^(١١).

ج- بمجرد مرور سنة بعد بداية تطبيق مؤشر حوكمة الشركات فى بورصة ساوباولو ، أثبت نجاحه وقامت شركات تمثل ٢٠% من إجمالى رأس المال السوقى، وتمثل ١٩% من إجمالى نشاط التداول بالقيـد فى قطاع حوكمة الشركات، كما أن أداء أسعار الأسهم كان أفضل كثيراً فى خلال تلك السنة (١٢) .

د - تحسين أو تدهور الحوكمة له دور أكبر فى تحديد أداء أسعار الأسهم (١٣) .
ومن المشاهد السابقة يتضح أن هناك علاقة قوية وطردية بين حوكمة الشركات وتحديد السعر العادل للسهم ، مما ينقلنا إلى التعرف على إجابة السؤال الخاص : بماذا ترتبط حوكمة الشركات بأسعار الأسهم .

٣/١ لماذا ترتبط حوكمة الشركات بأداء الأسهم :

هناك مجموعة من الأسباب يجعل هناك ارتباط بينهما :-

١ - أحد الأسباب الرئيسية هو أن نوعية المعلومات المتاحة لجموع المستثمرين تعكس جودة الحوكمة حيث أن مبدأ الإفصاح والشفافية - أحد مبادئ حوكمة الشركات - والذي يتضمن (١٤) :

- الإفصاح عن الأهداف المالية وبيان نسب العائد على حقوق الملكية ونسب القيمة الاقتصادية المضافة لمدة ثلاث وخمس سنوات .
- نشر التقرير السنوى فى وقت مناسب وفى موعده .
- نشر القوائم المالية ونصف السنوية فى وقت مناسب وفى موعدها .
- نشر القوائم ربع السنوية فى موعدها .
- الإفصاح الفورى عن النتائج بدون أى تسريب قبل الإعلان .
- الإفصاح بوضوح عن النتائج والمعلومات المتعلقة بها .
- تقديم الحسابات طبقاً لمبادئ المحاسبة العامة المقبولة دولياً .
- الإفصاح الفورى عن المعلومات السوقية الحساسة .
- توفير إمكانية وصول المستثمرين للإدارة العليا .
- وضع موقع على شبكة الانترنت يجرى فيها تحديث المعلومات بسرعة .

٢ - السبب الثانى هو أن حوكمة الشركات هى انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أن الإدارة الواعية تتأكد من أن ارتفاع مستوى حوكمة الشركة هو المفتاح الذى يربطها بأداء

- سعر السهم ، على العكس الإدارة غير الواعية ، تسعى دائماً للحصول على منافع ذاتية من ضعف مستوى الحوكمة مما يؤثر على أداء سعر السهم .
- ٣ - السبب الثالث هو أن حوكمة الشركات بما لديها من آليات رقابية على الإدارة ، تمنعها من التلاعب بالمعلومات الداخلية مما يؤدي إلى حد ما تماثل المعلومات بين المستثمرين مما ينعكس في النهاية على أداء سعر السهم .
- ٤ - السبب الرابع أن هناك علاقة ارتباط طردية بين درجة حوكمة الشركات ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية (١٥) .
- وعلى ذلك يمكن القول أنه نتيجة للحوكمة فإن أسعار الأسهم تتحدد بشكل أكثر كفاءة نتيجة لتضييق عمليات المضاربة وتصبح العمليات اليومية أكثر سرعة وأكثر اتصافاً بالصفة الاقتصادية .
- ويخلص الباحث من هذا المبحث إلى أهمية الحوكمة في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية ومن ثم تحقيق السعر العادل للسهم ، لأن الكفاءة السوقية تعكس جميع المعلومات المتاحة عن الشركة . وللتعرف على الآلية التي تعكس تلك المعلومات ، ننتقل إلى الجزء الثاني .

٣ - دراسة تحليلية للقواعد والمبادئ الخاصة بحوكمة الشركات في ضوء علاقاتها بأسعار الأسهم

مقدمة :

تلعب المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية دوراً هاماً وأساسياً في سوق الأوراق المالية ، حيث تمكن مجموعة المتعاملين في سوق الأوراق المالية من توقع العائد على استثماراتهم وتحديد درجة المخاطرة التي تتعرض لها وبالتالي إمكانية تحديد الأسعار المناسبة للأسهم .

وتعد حوكمة الشركات بمثابة مجموعة من القواعد والمبادئ التي تحكم وتوجه وتسيطر على الإدارة بالشركات بما يعود بالفائدة على جميع الأطراف .

وتستند تلك المبادئ إلى تجارب الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي، من بينها ما قامت به المجموعة الاستشارية لقطاع الأعمال المعنية بحوكمة الشركات ، وشارك في إعداد تلك المبادئ عدد من اللجان منها لجنة سوق المال ولجنة الاستثمار الدولي . ولقد قامت المنظمة بإنشاء فريق عمل مخصص لوضع تلك المبادئ تمثل وجهات نظر الدول الأعضاء في هذا الصدد .

كما تمت الاستفادة من إسهامات عدد من الدول من غير أعضاء منظمة التعاون بالإضافة إلى إسهامات البنك الدولي وقطاع الأعمال والمستثمرين وهيئة سوق المال المصرية.

وتغطي تلك المبادئ المجالات التالية^(١٦) :

- ١ - حقوق المساهمين .
- ٢ - المعاملة المتكافئة للمساهمين .
- ٣ - أصحاب المصالح .
- ٤ - الإفصاح والشفافية .
- ٥ - مسئوليات مجلس الإدارة .

المبدأ الأول : حقوق المساهمين :

يمكن تقسيم هذا المبدأ إلى عنصرين هما :-

أولاً : تحديد حقوق المساهمين :

وتتمثل فيما يلي :-

- أ - تأمين أساليب تسجيل الملكية .
- ب - نقل أو تحويل ملكية الأسهم .

ج- الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة فى الوقت المناسب وبصفة منتظمة.

د - المشاركة والتصويت فى الاجتماعات العامة للمساهمين .

هـ- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة .

و - الحصول على حصص من أرباح الشركة .

ثانياً : وسائل حماية هذه الحقوق :

يجب أن يكون لهيئة سوق المال الحق فى أن تقيم دعاوى قضائية عما يلحق

بالمساهمين الضرر بسبب تلاعب أعضاء مجلس الإدارة بالمعلومات الداخلية .

المبدأ الثانى : المعاملة المتكافئة للمساهمين :

تعتبر المعاملة المتكافئة للمساهمين من قبيل الوسائل المطلوبة لحماية حقوقهم

حيث يكفل إطار حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين ومن بينهم صغار

المساهمين والمساهمين الأجانب كما ينبغى أن تتاح لكافة المساهمين فرصة الحصول على

تعويض فعلى فى حالة انتهاك حقوقهم ، ويتطلب ذلك :

١ - يجب أن يعامل المساهمون المنتمون إلى نفس الفئة معاملة متكافئة .

٢ - ينبغى أن يكون للمساهمين - داخل كل فئة - نفس حقوق التصويت فكافة المساهمون يجب

أن يتمكنوا من الحصول على المعلومات المتصلة بحقوق التصويت الممنوحة لكل من فئات

المساهمين وذلك قبل قيامهم بشراء الأسهم كما يجب أن تدون أية تغييرات مقترحة فى

حقوق التصويت .

٣ - يجب أن يتم التصويت بواسطة الأمانة أو المفوضين بطريقة متفق عليها مع أصحاب

الأسهم .

٤ - ينبغى أن تكفل العمليات والإجراءات المتصلة بالاجتماعات العامة للمساهمين المعاملة

المتكافئة لكافة المساهمين كما يجب ألا تسفر إجراءات الشركة عن صعوبة أو عن

ارتفاع فى تكلفة عملية التصويت .

٥ - يجب منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح أو الشفافية .

٦ - ينبغى أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود

أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تمس الشركة .

المبدأ الثالث : دور أصحاب المصالح فى حوكمة الشركات :

يجب أن ينطوى إطار حوكمة الشركات على اعتراف بحقوق أصحاب المصلحة كما يحددها القانون . وأن يعمل أيضاً على تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح فى مجال خلق الثروة وفرص العمل وتحقيق الاستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة ، وهو ما يتطلب :

١ - ينبغي أن يعمل إطار حوكمة الشركات على تأكيد احترام حقوق أصحاب المصالح التى يحميها القانون .

٢ - حينما يحمى القانون حقوق أصحاب المصالح فإن أولئك ينبغي أن تتاح لهم فرصة الحصول على تعويضات فى حالة انتهاك حقوقهم .

٣ - يجب أن يسمح إطار حوكمة الشركات بوجود آليات لمشاركة أصحاب المصالح وأن تكفل تلك الآليات بدورها تحسين مستويات الأداء .

٤ - حينما يشارك أصحاب المصالح فى عملية حوكمة الشركة ، يجب أن تكفل لهم فرصة الحصول على المعلومات المتصلة بذلك .

المبدأ الرابع : الإفصاح والشفافية :

ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات تحقيق الإفصاح الدقيق وفى الوقت الملائم بشأن كافة المسائل المتصلة بتأسيس الشركة ، ومن بينها الموقف المالى والأداء ، والملكية ، وأسلوب ممارسة السلطة ، ويتطلب ذلك :

١ - يجب أن يشتمل الإفصاح - ولكن دون أن يقتصر على المعلومات التالية :

- النتائج المالية والتشغيلية للشركة . - أهداف الشركة .

- أعضاء مجلس الإدارة ، والمديرين التنفيذيين الرئيسيين ، والمرتبات والمزايا

الممنوحة لهم . - عوامل المخاطرة المنظورة .

- المسائل المادية المتصلة بالعاملين وبغيرهم من أصحاب المصالح .

- هياكل وسياسات حوكمة الشركات .

٢ - ينبغي إعداد ومراجعة المعلومات ، وكذا الإفصاح عنها ، بأسلوب يتفق ومعايير

الجودة المحاسبية والمالية وأيضاً بمتطلبات عمليات المراجعة ، كما ينبغي أن يفى

ذلك الأسلوب بمتطلبات الإفصاح عن المعلومات غير المالية .

- ٣ - يجب الاضطلاع بعملية مراجعة سنوية عن طريق مراجع مستقل ، بهدف إتاحة التدقيق الخارجى والموضوعى للأسلوب المستخدم فى إعداد وتقديم القوائم المالية.
- ٤ - ينبغى أن تكفل قنوات توزيع المعلومات إمكانية حصول مستخدمى المعلومات عليها فى الوقت الملائم وبالتكلفة المناسبة .

المبدأ الخامس : مسئوليات مجلس الإدارة :

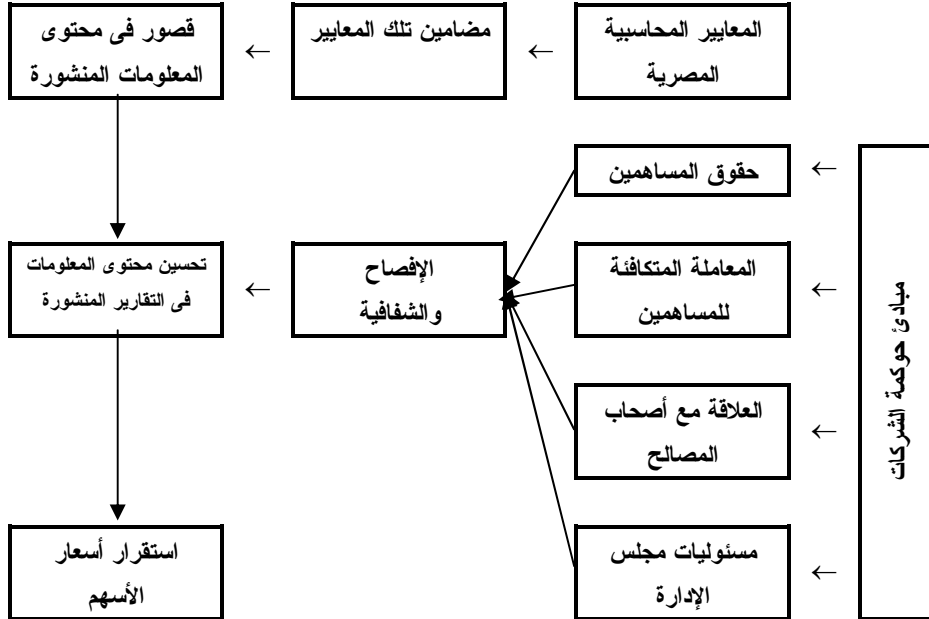
يجب أن يتيح إطار حوكمة الشركات الخطوط الإرشادية الاستراتيجية لتوجيه الشركات ، كما يجب أن يكفل المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة وأن تضمن مساعلة مجلس الإدارة من قبل الشركة والمساهمين :

- ١ - يجب أن يعمل أعضاء مجلس الإدارة على أساس توافر كامل للمعلومات ، وكذا على أساس النوايا الحسنة ، وسلامة القواعد المطبقة ، كما يجب أن يعمل لتحقيق مصالح الشركة والمساهمين .
- ٢ - حينما ينتج عن قرارات مجلس الإدارة تأثيرات متباينة على مختلف فئات المساهمين ، فإن المجلس ينبغى أن يعمل على تحقيق المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين.
- ٣ - يجب أن يضمن مجلس الإدارة التوافق مع القوانين السارية وأن يأخذ فى الاعتبار اهتمامات كافة أصحاب المصالح .
- ٤ - يجب أن يتمكن مجلس الإدارة من ممارسة التقييم الموضوعى لشئون الشركة ، وأن يجرى ذلك - بصفة خاصة - على نحو مستقل عن الإدارة التنفيذية ، وذلك كما يلى:
 - أ - يتعين أن ينظر مجلس الإدارة فى إمكانية تعيين عدد كاف من الأعضاء غير التنفيذيين الذين يتصفون بالقدرة على التقييم المستقل للأعمال حينما تكون هناك إمكانية لتعارض المصالح .

ب - كى يتحقق الاضطلاع بتلك المسئوليات يجب أن يكفل لأعضاء مجلس الإدارة إمكانية الحصول على المعلومات الدقيقة وذات المسئولية وذات الصلة فى الوقت المناسب .

وبدراسة تحليلية للمبادئ سالفه الذكر ، يتضح أن كل مبدأ له علاقة بالإفصاح والشفافية . ويرى الباحث أن مبدأ الإفصاح والشفافية من أهم مبادئ حوكمة الشركات فى وصول السوق للسعر العادل للسهم ، لأن المستثمر لا يستطيع أن يطمئن إلى أنه حصل

- على السعر العادل لأوامر الشراء والبيع بدون الشفافية .. ويرى الباحث أن أهداف الإفصاح والشفافية في ظل الحوكمة تتمثل في الآتي :-
- ١ - وصف العناصر التي تم الاعتراف بها في القوائم المالية وتوفير مقاييس لهذه العناصر غير تلك الواردة بالقوائم (التفسير والتحليل) .
 - ٢ - التوسع في وصف العناصر التي تم الاعتراف بها في القوائم المالية (إيضاحات لكل عنصر من عناصر القوائم) .
 - ٣ - وصف العناصر التي لا يتم الاعتراف بها وإعطاء مقاييس بديلة ومفيدة عن تلك العناصر (معلومات غير مالية ومؤشرات غير مالية) .
 - ٤ - التأكد من إتباع الشركات في وصفها للعناصر التي تم الاعتراف بها لمعايير المحاسبة المصرية وقواعد القيد والشطب بالهيئة العامة لسوق المال .
- وفي نهاية هذا الجزء يريد الباحث أن يصور شكلاً يوضح اكتمال العلاقة بين المعايير المحاسبية المصرية- والتي تمثل الحد الأدنى للإفصاح- ومبادئ حوكمة الشركات- والتي تمثل التوسع في الإفصاح- في التأثير على قدرة السوق في الوصول للسعر العادل للسهم:-



شكل رقم (١) علاقة مبادئ حوكمة الشركات بأسعار الأسهم

وللتعرف على كيفية تنفيذ الإفصاح والشفافية في الشركات النشطة المسجلة بالبورصة

ننتقل إلى الجزء التالي .

٣ - إطار متكامل للآليات الواجب إتباعها للوصول للسعر العادل للسهم

مقدمة :

عدم توافر المعلومات أو توافرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين سوف يحول السوق إلى سوق للمضاربة غير العلمية ، مما يؤدي لتسعير خاطئ للأسهم . ويرى أحد الباحثين ^(١٧) أن سلوك أسعار الأسهم تتحرك وفقاً لاختلاف كمية ونوع المعلومات الواردة لسوق المال . ويرى أحد الباحثين ^(١٨) أن جوهر مشكلة النزيف المستمر في أسعار الأسهم في البورصة ، يمكن اختصاره في جملة موجزة هي أزمة ثقة نتيجة غياب أهم مفردات التعامل في سوق الأوراق المالية وهي : الإفصاح والشفافية . ويرى البعض ^(١٩) أن أحد المقومات الأساسية الواجب توافرها في سوق الأوراق المالية ، يتمثل في قدرة السوق على توفير جميع المعلومات المؤثرة في أسعار الأسهم لجميع المتعاملين في توقيت واحد ، فإذا ما تحقق ذلك ، تصبح الأسعار الجارية للأسهم هي ناتج المعلومات الموفرة . ويتفق الباحث مع الرأي القائل ^(٢٠) إذا تماثلت المعلومات التي تصدرها الشركات مع المعلومات التي يستخدمها المستثمرون في سوق الأوراق المالية ، أدى ذلك إلى اقتراب القيمة السوقية للأسهم من قيمتها العادلة . ويؤدي اعتماد سوق المال على الحوكمة في توفير احتياجات المستخدمين من المعلومات إلى زيادة قدرة هذا السوق على ضبط أسعار الأسهم ، وتتوقف قدرة سوق الأوراق المالية في ضبط أسعار الأسهم على قدرة الحوكمة في تحقيق الشفافية في تقارير الأعمال المنشورة . ويمكن القول أن المعلومات الناتجة من نظام معلومات في ظل تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة ، تحقق العديد من المزايا للمستثمرين في سوق الأوراق المالية ، منها الوصول للسعر العادل للسهم . ومن المزايا ^(٢١) التي ذكرت عن حوكمة الشركات البرازيلية ، إزدياد دقة تسعير

الأوراق المالية .

وفى تقرير عن حوكمة الشركات فى مصر^(٢٢) مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، اتضح أن ممارسات مصر لحوكمة الشركات تعتبر جيدة بالنسبة لحماية حقوق المساهمين ولكنها أقل بالنسبة للإفصاح والشفافية .

وبدراسة تحليلية للفقرات السابقة يتضح ما يلى :

- ١ - الحوكمة لها دور فعال فى الوصول للسعر العادل للسهم بما تتضمنه من مبادئ .
- ٢ - ضعف مستوى الشفافية فى التقارير للشركات المصرية المسجلة بالبورصة .
- ٣ - حوكمة الشركات يمكن أن تسهم فى تحقيق السعر العادل للسهم وذلك من خلال مبدأ الإفصاح والشفافية .

وللتعرف على كيفية تحقيق الشفافية - أحد مبادئ حوكمة الشركات - والتي لها

تأثير على تحديد السعر العادل للسهم ، لابد من إتباع الآليات التالية :-

١/٣ التوسع فى تفاصيل المعلومات المالية ٢/٣ الاهتمام بالمعلومات غير المالية .

٣/٣ التحول من الإفصاح الاختيارى إلى الإفصاح الإلزامى .

٤/٣ تدعيم الإفصاح الالكترونى .

١/٣ التوسع فى تفاصيل المعلومات المالية :

يتأثر سعر السهم بكل من بيانات الربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة ، ولقد قدمت الدراسات والبحوث الكثير من الأدلة حول علاقة الارتباط القائمة بين المعلومات المحاسبية وسلوك أسعار الأسهم^(٢٣) .

ويزخر الفكر المحاسبى بالكثير والكثير من الدراسات والتي تؤكد وتؤيد العلاقة

بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم ، ومن أهم المعلومات المالية والتي تؤثر على سلوك أسعار الأسهم ما يلى^(٢٤) :

القيمة الدفترية للسهم ، نصيب السهم من الأرباح المحققة ، الربح الموزع للسهم ، مضاعف الربحية، معدل العائد على الأصول ، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل دوران الأصول ، نسبة التداول، نسبة الديون لإجمالى الأصول ، مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية للسهم ، صافى التدفق النقدى للسهم .

واتضح من الدراسة التطبيقية لأحد الباحثين^(٢٥) أن أهم المعلومات التى يحتاجها

المستثمرون فى تقييم أداء الأسهم فى سوق الأوراق المالية تتمثل فى كمية التداول ، سعر الإقفال إلى سعر الفتح .

وقد اقترح أحد الباحثين ^(٢٦) ، متغيرات أخرى فى النموذج المقترح للدراسة - والى تشير إلى أن بعض المعلومات المحاسبية المنشورة ذات الأهمية فى التأثير على سلوك المستثمرين - والى تفسر نسبة معقولة من التغير فى أسعار الأسهم فى البورصة المصرية . ولكن هذا ما لا يمنع من وجود بعض العوامل الأخرى التى تتحكم فى سلوك أسعار الأسهم . ويرى أحد الباحثين ^(٢٧) أنه لا يوجد اختلافات فى وجهات النظر بين المستثمرين والمحللين الماليين حول عدم كفاية المعلومات المحاسبية المنشورة .

وبدراسة تحليلية للفقرات السابقة يخلص الباحث إلى ما يلى :-

- ١ - هناك قصور فى المعلومات المحاسبية المنشورة عن الوصول للسعر العادل للسهم .
 - ٢ - التلخيص والتركيز فى عناصر القوائم المالية وخصوصاً قائمة التدفقات النقدية .
 - ٣ - لا ينكر الباحث أهمية تلك المعلومات المحاسبية المنشورة فى التأثير على سعر السهم ، ولكن هذا هو ما أسفر عنه تطبيق المعايير المحاسبية ، وعلى ذلك دائماً يحدث تذبذب غير منطقي فى أسعار الأسهم نتيجة غياب الكثير من المعلومات .
 - ٤ - قصور المتغيرات المستخدمة فى الدراسات المختلفة عن الوصول للسعر العادل للسهم .
- وبناء على ما سبق يتضح أن هناك ضرورة للتوسع فى محتوى القوائم المنشورة ، وكان لتطبيق حوكمة الشركات أثر فى إظهار ذلك التوسع ، ومن أمثلة ذلك ما يلى :-
- التوسع فى محتوى قائمة التدفقات النقدية للشركات المسجلة بالبورصة والمرسلة للهيئة العامة لسوق المال، حيث أوضحت تفاصيل لعناصر التدفقات النقدية التشغيلية والاستثمارية والتمويلية بدلاً من قصرها على العنصر نفسه. وتأكيد على أهمية التوسع فى ذلك المحتوى ما أشار إليه أحد الباحثين ^(٥٨) من أفضلية بيانات التدفقات النقدية التفصيلية عن الإجمالية مما يؤدى إلى اقتراح ^(٥٩) بعض النسب التى تعتمد على هذا التفضيل .
 - التوسع فى محتوى المعاملات مع الأطراف ذوى العلاقة حيث يوضح أسماء تلك الأطراف بدلاً من ذكر البند إجمالاً دون إيضاح أى أسماء .
 - ذكر القيمة العادلة للأصول الثابتة نتيجة لتعليق قطاع تمويل وحوكمة الشركات

من أن القيمة العادلة لبعض الشركات لم ترد ضمن الايضاحات .

٢/٣ الاهتمام بالمعلومات غير المالية :

إن المتتبع للبيانات المالية التي تنشرها الشركات في مصر كمصدر من مصادر المعلومات اللازمة للقرار الاستثماري يرى أنها^(٣٠) :

- لا تحقق الإفصاح الكامل . - عدم صدورها في التوقيت المناسب .
- لا تحتوي إلا على معلومات مالية فقط . - الاختصار الشديد في عرض البيانات.

ومن أوجه القصور في الإفصاح المحاسبي في مصر إهمال المعلومات غير المالية^(٣١) .

ونتيجة انحصار الإفصاح المحاسبي في البيانات المالية^(*) فقط ، أصبح المتعاملين في البورصة يتجاهلون ويهملون نتائج تلك الأعمال نتيجة الاعتماد على المضاربات وهذا النوع من التعامل ناتج عن قلة المعلومات المتاحة ، والأمثلة على ذلك نوضحها فيما يلي^(٣٢):

١	الشركة المصرية للاتصالات	زيادة أرباح الشركة بنسبة ٤٤% خلال الربع الأول من عام ٢٠٠٦ .	بقاء أسعار الأسهم كما هي عند نفس المستوى .
٢	شركة مصر للألمونيوم	زيادة أرباح الشركة ضعفين في العام المالي ٢٠٠٦ .	بقاء أسعار الأسهم كما هي عند نفس المستوى .
٣	الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول	حققت صافي أرباح عن الفترة المنتهية في ٢٠٠٦/٣/٣١ بلغت ٣١٠,٥١٩,٦٨٤ بـ صافي ربح قدره ٢٥٦,٠٠٣,٦٨٠ عن نفس الفترة لعام ٢٠٠٥ .	بقاء أسعار الأسهم كما هي عند نفس المستوى .
٤	شركة سيدى كريس للبتروكيماويات	حققت أرباح قدرها ٢١٨,٨٥٨ عن الفترة يناير - مارس ٢٠٠٦ مقارنة بصافي أرباح قدرها ١٨٧,٥٣٥ عن نفس	بقاء أسعار الأسهم كما هي عند نفس المستوى .

* أوضح الخبراء والسماسة إلى أن القوائم المالية تعد الحد الأدنى من البيانات والمعلومات التي يتبعها المبتدئ على اتخاذ قراره الاستثماري . راجع في ذلك :-
عدم التزام الشركات بقواعد الإفصاح عرض مستمر ، مجلة البورصة المصرية ، ملحق مع الأهرام الاقتصادي ، عدد ٤٨٨ ، ١٨ ، سبتمبر ٢٠٠٦ ، ص ٩ .

	الفترة من عام ٢٠٠٥ .		
٥	شركة النساجون الشرقيون	حققت أرباح قدرها ٦٦,١٨٩,٥٠٤ عن الفترة يناير - مارس ٢٠٠٦ مقارنة بصافي أرباح قدرها ٦٣,٥٢٧,٨٨١ عن نفس الفترة من عام ٢٠٠٥ .	تدنى أسعار الأسهم مقارنة بالأسعار التي كانت عليها رغم تحسين أداء الشركة .
٦	الشركة العربية لحليج الأقطان	حققت أرباح قدرها ٣٩,٠٨٦,٠٠٠ عن الفترة الأولى من عام ٢٠٠٦ مقارنة بصافي أرباح قدرها ٣٠,٠٠١,٠٠٠ عن نفس الفترة من عام ٢٠٠٥ .	بقاء أسعار الأسهم كما هي عند نفس المستوى .
٧	شركة أوليمبيك جروب للاستثمارات المالية	حققت صافي أرباح قدرها ٤٦,٨٢٩,٣٢٥ ج خلال الأشهر الأولى من عام ٢٠٠٦ مقارنة بصافي أرباح قدرها ٢٤,١٢٥,٣١٥ عن نفس الفترة من عام ٢٠٠٥ .	بقاء أسعار الأسهم كما هي .
٨	المجموعة المالية هيرمس القابضة	الإعلان عن موافقة هيئة سوق المال السعودية على الترخيص للشركة بمزاولة النشاط بالمملكة	ارتفاع أسعار الأسهم يوم الثلاثاء ٢٠٠٦/٥/١٦ .

وباستعراض الجدول السابق يستخلص الباحث ما يلي :-

- ١ - تركيز الشركات على الإفصاح المالي فقط خلق نوع من المضاربات (أى لا توجد شفافية في عرض أحداث الشركة) .
 - ٢ - عدم تأثر أسعار الأسهم بزيادة الأرباح يرجع إلى تركيز المستثمرين على معلومات أخرى غير النتائج المالية وذلك واضح من ارتفاع سعر سهم المجموعة المالية هيرمس نتيجة معلومات غير مالية .
- ولقد انتهى أحد الباحثين^(٣٣) إلى نتيجة مؤداها أن ضعف كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر المعتمد على المعلومات المالية فقط في مجال تسعير الأوراق المالية .
- ويذكر البعض^(٣٤) أهمية أن يشمل الإفصاح المعلومات غير المحاسبية جنباً إلى جنب مع المعلومات المحاسبية ، حيث يذكر أن المعلومات المحاسبية ما هي إلا جزء من المعلومات التي تؤثر على سوق المال الكفاء ، ولذا فإن هناك احتمال أن يكون جزء من آثار المعلومات على أسعار ومعاملات الأوراق المالية في سوق رأس المال الكفاء ناتج من المعلومات الأخرى وليس من المعلومات المحاسبية .

وينبغي الإشارة^(٣٥) إلى الدور الذى تلعبه لجان البورصة فى بلورة احتياجات المستثمرين من المعلومات والمؤشرات ، فمن حيث الشكل نجد أن لجنة البورصة الأمريكية تصدر نوعين من التعليمات للشركات المساهمة المسجلة يختص الأول بالإفصاح عن المعلومات غير المالية .

وبناء على الفقرات السابقة ، يرى الباحث أن هناك عدم اهتمام من قبل الشركات بالإفصاح عن المعلومات غير المالية ، على الرغم من أهمية تلك المعلومات فى التأثير على سعر السهم . ولتوضيح هذه الجزئية ، سوف يقوم الباحث بدراسة وتحليل العناصر التالية :-

١/٢/٣ الدراسات التى اهتمت بالمعلومات غير المالية .

٢/٢/٣ حالات واقعية لشركات تأثر سعر سهمها بالمعلومات غير المالية .

٣/٢/٣ نماذج الإفصاح عن المعلومات غير المالية .

٤/٢/٣ تأثير الحوكمة على الاهتمام بالمعلومات غير المالية .

١/٢/٣ الدراسات التى اهتمت بالمعلومات غير المالية :

سوف يستعرض الباحث هذه الدراسات وفقاً للتسلسل التاريخي لها :-

١ - دراسة Baker & Haslem (1973)^(٣٦) :

لقد قام الباحثان بإجراء دراسة لتحديد نوعية المعلومات التى يحتاجها المستثمر لتحديد أسعار الأسهم وذلك من خلال إعداد قوائم استقصاء لعينة من المستثمرين الأمريكيين. ولقد أوضحت تلك القوائم أن المستثمر يحتاج المعلومات المالية وغير المالية .

٢ - دراسة Elgers & Murray (1980)^(٣٧) :

وكان من نتائج الدراسة : أن البيانات المحاسبية لم تعطى نتائج أفضل من النتائج المتعلقة باستخدام البيانات التاريخية للتنبؤ بحجم مخاطرة السوق عن الفترة القادمة ، كما أن العلاقة بين هذه البيانات وحجم مخاطرة السوق مختلف من عينة لأخرى ومن فترة زمنية لأخرى والسبب فى ذلك أن هناك مجموعة من البيانات المحاسبية نتيجة التلخيص الشديد أهملت عند اختيار النسب أو المؤشرات المالية ، كما أبرزت النتائج أهمية استخدام المعلومات غير المالية بجانب المعلومات المالية عند اتخاذ قرار شراء وبيع الأسهم .

٣ - دراسة Dag (1987) (٣٨) :

كشفت نتائج الدراسة عن أهمية تقرير مجلس الإدارة عند اتخاذ قرار الاستثمار نظراً لما يحويه من معلومات مالية وغير مالية متعلقة بمستقبل الشركة .

٤ - دراسة محمد محمد إبراهيم منصور (١٩٩٤) (٣٩) :

لقد توصلت الدراسة إلى أن المعلومات المحاسبية ما هي إلا جزء من التقارير التي تؤثر على سوق رأس المال الكفاء ، ولذا فإن هناك معلومات أخرى (اقتصادية - إدارية) تؤثر على أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء .

٥ - دراسة Marinus & Frishkaff (1995) (٤٠) :

أوضحت هذه الدراسة أن المعلومات المحاسبية المعدة وفقاً للمبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً ، بجانب المعلومات غير المحاسبية المنشورة يتم استخدامها كأساس من جانب المستثمرين وغيرهم في اتخاذ قراراتهم ، وكذلك لها دور مؤثر في عملية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية في البورصة .

٦ - دراسة Amir & Lev (1996) (٤١) :

وتناولت دراسة Amir & Lev (1996) الدور التقييمي للمعلومات المالية (الأرباح ، القيمة الدفترية للسهم ، التدفقات النقدية) والمعلومات غير المالية (مثال ذلك : عدد السكان المتوقع اشتراكهم في خدمات التليفون المحمول والتي تعتبر قياساً للنمو المحتمل في أعمال المنشأة ، ونسبة المشتركين فعلاً إلى عدد السكان المتوقع اشتراكهم أو ما يسمى بمعدل التغلغل في السوق والذي يعتبر مقياساً للنجاح التشغيلي والتنافسي) في شركات الاتصالات اللاسلكية . وتنتمي مثل هذه المنشآت إلى إحدى الصناعات التي تتميز بالتطور التقني السريع ، واستثمار مبالغ كبيرة في أصول غير ملموسة (مثل تكاليف البحوث والتطوير ، تكاليف اجتذاب العملاء ، الامتيازات ... الخ) يتم معالجتها كمصروفات في السنة التي تنفق فيها . وكنتيجة لذلك ، ورغم تزايد القيمة السوقية للأسهم في هذه الصناعة نتيجة لأشطة الاستثمار والإنتاج ، فإن المعلومات المالية السابق الإشارة إليها غالباً ما تكون سالبة أو ذات قيمة منخفضة وغير مرتبطة بالقيمة السوقية .

وباستخدام عينة من ١٤ شركة اتصالات أمريكية على مدار ١٠ سنوات (١٩٨٤ إلى ١٩٩٤) ، وباستخدام نماذج تقييم تشتمل على معلومات مالية فقط ، أو معلومات غير مالية فقط ، أو الاثنين معاً توصلت دراسة Amir & Lev إلى النتائج التالية :

- ١ - أن المعلومات المالية بمفردها غير معنوية أو غير ملائمة إلى حد كبير في تحديد أسعار الأسهم في هذا النوع من الصناعات ، في حين أن المعلومات غير المالية معنوية أو ملائمة لتفسير التغيرات في أسعار الأسهم ، في هذه الصناعة .
- ٢ - عند اشتغال النموذج على كلا النوعين من المعلومات ، تصبح المعلومات المالية معنوية وملائمة في تفسير التغيرات في أسعار الأسهم بالإضافة إلى أن المعلومات غير المالية ملائمة أيضاً .

وتشير نتائج هذه الدراسة إلى الدور التكاملي بين المعلومات المالية وغير المالية في تقييم الأسهم في هذا النوع من الصناعات ، مع ضرورة الاهتمام بالمعلومات غير المالية (*). وتوصى الدراسة بعدم إهمال دور المعلومات غير المالية عند تحديد أسعار الأسهم لما لها من دور تكاملي مع المعلومات المالية في بعض الصناعات ، فدور المعلومات غير المالية لا يقل أهمية عن دور المعلومات المالية (إن لم يزد) .

ويرى الباحث أن دور المعلومات غير المالية ، ذا أهمية في جميع الصناعات وإن اختلفت درجة الأهمية بين الصناعات المختلفة وهذا ما سوف يتضح فيما بعد .

٧ - دراسة وائل إبراهيم الراشد (١٩٩٩) (٤٢) :

كشفت نتائج التحليل بالنسبة للمعلومات غير المحاسبية أن المستثمرين يهتمون بتلك المعلومات مثل :

- اتجاهات أسهم الشركة في المستقبل .
- استقرار نشاط الشركة .
- سمعة الشركة في السوق .
- جودة منتجات أو خدمات الشركة .

(*) وهذا ما يفسر سر ارتفاع سعر أسهم الشركة المصرية لتخدمات التليفون المحمول في البورصة المصرية رغم أن المؤشرات المالية للشركة ضعيفة أو سالبة . وبالتالي فلا مجال للتكوى والتعجب من عدم تناسب معدل النمو في سعر سهم المحمول مع أرباح الشركة ، حيث تتحدد قيمة مثل هذا النوع من الأسهم على ضيق وإدرة الشركة على اجتذاب المزيد من المبتكرين ، وحفزهم على إجراء اتصالات أكثر ، وتغطية مناطق جغرافية جديدة ، وإدخال خدمات أكثر تنوعاً ، وما إلى ذلك من عوامل لا علاقة بها بأرباح الشركة الحالية أو المستقبلية (على المدى المتوسط) ، ولا علاقة لها بما تملكه من أصول ثابتة .

- كفاءة مجلس الإدارة . - قدرة الشركة على الاقتراض .

٨ - دراسة أحمد رجب عبد الملك (٢٠٠٥) (٤٣) :

من نتائج الدراسة الميدانية لهذه الدراسة أثبتت أن : المعلومات غير المالية ذات

الأهمية لدى المستثمرين هي :

١ - نمو المبيعات ومقارنتها بالمنشآت المنافسة .

٢ - قدرة الشركة على التوسع الأفقى والرأسى .

٣ - سمعة الإدارة .

٤ - الخطط المستقبلية للشركة .

٥ - معلومات عن المنافسين والحصة السوقية للشركة .

٦ - اتجاه سعر السهم بالبورصة .

٧ - الأحداث الجوهرية التى تؤثر على مستقبل الشركة .

وبدراسة تحليلية للدراسات السابقة : يتضح أهمية المعلومات غير المالية

للمستثمر، لما ما تحققه مع المعلومات المالية من تكامل محتوى المعلومات والذى يعكس

كفاءة سوق المال ومما يؤدي فى النهاية الوصول للسعر العادل للسهم .

٢/٢/٣ حالات واقعية لشركات تأثر سعر سهمها بالمعلومات غير المالية^(٤٤):

اسم الشركة	المعلومات غير المالية والشائعات التى أثرت على سعر السهم	تغير سعر السهم
شركة أسمنت طرة	وجود عرض لشراء أسهم أسمنت طرة من قبل أحد المستثمرين .	من ١٩,٥ إلى ٢٥ ج
شركة أوراسكوم تليكوم	وجود عرض لدخول مستثمر استراتيجى لشراء حصة حاكمة .	من ٣٠ إلى ٦٦ ج
الشركة القومية للأسمنت	تغيير مجلس الإدارة	من ١٨ إلى ٤٦ ج

جدول رقم (١) يوضح علاقة المعلومات غير المالية بتغير سعر السهم

وبناء على ذلك يجب أن تؤخذ المعلومات غير المالية فى الحسبان ضمن محددات أسعار

الأسهم .

٣/٢/٣ نماذج الإفصاح عن المعلومات غير المالية :

هناك مجموعة من النماذج للإفصاح عن المعلومات غير المالية سوف يتناولها

الباحث في الجدول التالي (*): -

النموذج	الإفصاح عن المقاييس غير المالية
١- نموذج (٤٥) أحمد رجب ٢٠٠٦	مؤشرات غير مالية عن رضا العملاء . مؤشرات غير مالية عن عمليات الاختراع والتغيرات التكنولوجية مؤشرات غير مالية عن قدرة المنشأة للتفاوض مع الموردين . مؤشرات غير مالية عن درجة رضا العاملين .
٢- نموذج (٤٦) Skandia Navigator 2004	العلامات التجارية ، قواعد بيانات العملاء ، خبرات العاملين ، نظم تكنولوجيا المعلومات .
٣- نموذج الإفصاح الاختياري ٢٠٠١	حصة المنشأة من السوق ، المنتجات الجديدة ، التوسع في خطوط الإنتاج ، العمليات التشغيلية ، الأصول غير الملموسة ، التنبؤ بالمستقبل .
٤- لوحة درجات سلسلة القيمة ٢٠٠٠	رأس المال الذهني ، النمو ، التجديد الداخلي ، العملاء .
٥- نموذج الإفصاح عن ما في الداخل Inside out (1999)	حصة المنشأة من السوق ، رضا العميل ، نسبة المنتجات الجديدة ، الاستثمار في البحوث ، رضا العامل .
٦- نموذج Jenkins 1994	البيانات التشغيلية ، كفاءة وسمعة الإدارة ، خطط الإدارة ، رضا العملاء .

جدول رقم (٢) نماذج الإفصاح عن المعلومات غير المالية

وبدراسة تحليلية لهذه النماذج ، يتضح أنها توفر معلومات غير مالية عن قدرة المنشأة على خلق قيمة لحملة الأسهم ، حيث أن هذه العناصر التي تحتويها تلك المعلومات تُدر منفعة في المستقبل. وتعمل هذه النماذج وما توفره من معلومات غير مالية على تلبية احتياجات قطاع كبير من مستخدمي المعلومات ، باعتبار الإفصاح عن هذا مكمل للتقرير المالي .

(*) لا يريد الباحث التوسع في عرض تلك النماذج ، وإنما الهدف هو إيضاح أهمية المعلومات غير المالية بجانب التقرير المالي كمحتوى معلوماتي يؤثر على أسعار الأسهم وفقاً لمفهوم كفاءة سوق المال .

٤/٢/٣ تأثير الحوكمة على الاهتمام بالمعلومات غير المالية :

كان للحوكمة تأثير هام على الشركات لاهتمامها بالمعلومات غير المالية ، وهذا واضحاً في نشر الأحداث الجوهرية ضمن التقارير المنشورة في كتاب الإفصاح (*). الإصدار الثالث (يونيو ٢٠٠٦) ولم يكن متبعاً هذا التقليد في كتاب الإفصاح الإصدار الثاني (يناير ٢٠٠٥) . وسوف يعرض الباحث لأمثلة من الشركات وبعض من مضامين الأحداث الجوهرية في الجدول التالي :

اسم الشركة	الأحداث الجوهرية عن عام ٢٠٠٥ وبداية ٢٠٠٦
١- العز الدخلية للصلب	- بيان من شركة الإسكندرية الوطنية للحديد والصلب بشأن أسعار منتجاتها . - بيان صحفي بخصوص دراسة إمكانية تجزئة السهم . - بيان من الشركة بخصوص بعض المؤشرات الاقتصادية.
٢- العز لصناعة حديد التسليح	- الشركة تعلن عن حجم صادراتها المتوقعة لعام ٢٠٠٥ .
٣- مصر للأسمنت - قنا	- بيان من الشركة تنفى فيه ما تردد حول قيام الشركة بإنشاء مصنع أسمنت بأسوان .
٤- أوراسكوم للإنشاء والصناعة	- بيان من الشركة عن إنشاء مصنع جديد بالعراق . - بيان من الشركة عن توسع قطاع الأسمنت في نيجيريا . - بيان من الشركة عن الحصول على عقد مشروع بالجزائر . - بيان عن تشغيل وإنتاج الخط الثانى بمصنع الجزائرية للأسمنت . - بيان من الشركة عن رفع حصتها فى الشركة الباكستانية للأسمنت - بيان من الشركة عن استحواذها على شركة لإنتاج الأسمنت بأسيانيا . - بيان من الشركة عن الاستثمار فى مصنع لإنتاج الأسمنت بالجزائر بالاشتراك مع سونا طراك الجزائرية .
٥- أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية	- خطاب من الشركة بخصوص توقيع عقد تنفيذ مشروع للسماذ السائل .

(*) كتاب الإفصاح ، الإصدار الثالث ، بورصتى القاهرة والإسكندرية ، يونيو ٢٠٠٦ .

اسم الشركة	الأحداث الجوهرية عن عام ٢٠٠٥ وبداية ٢٠٠٦
٦ - المالية والصناعية المصرية	- بيان من الشركة بخصوص المؤشرات الاقتصادية عن عام ٢٠٠٤ . - بيان من الشركة بخصوص بعض التعاقدات لتصدير منتجات الشركة . - بيان من الشركة بخصوص بيع حصة المال العام فى أسهم الشركة .
٧- أوراسكوم تليكوم القابضة	- بيان من الشركة بخصوص بيع حصتها فى كل من الكونفوزيرزافيل وليبرنيز تليكوم . - بيان من الشركة عن تجزئة السهم بنسبة ٢ سهم لكل سهم

جدول رقم (٣) الأحداث الجوهرية لبعض الشركات النشطة فى البورصة

وبدراسة تحليلية لتلك البيانات غير المالية والتي نشرتها الشركات النشطة بالبورصة فى تقاريرها فى كتاب الإفصاح - الإصدار الثالث يونيو ٢٠٠٦ - هى خطوة على طريق الإفصاح والشفافية : أحد مبادئ حوكمة الشركات ، ولتحقيق مزيد من الإفصاح والشفافية ، يجب عمل إيضاحات لكل حدث جوهرى ، لكى يوضح أو يفسر ذلك البيان حتى يكتمل محتوى التقارير المنشورة ، وذلك لكى يصل سوق الأوراق المالية لدرجة الكفاءة والتي تعكس جميع المعلومات المتاحة عن الشركة ، ومما يؤثر على وصول كل مستثمر للسعر العادل للسهم ، وعلى ذلك يصبح رصيد بعض المستثمرين من الأرباح غير العادية مساوياً للصفر .

وبعدما تم التعرف على آلية الاهتمام بالمعلومات غير المالية كأحد الآليات التي تتكامل مع غيرها من الآليات للوصول للسعر العادل للسهم ، تنتقل إلى آلية أخرى.

٣/٣ التحول من الإفصاح الاختيارى إلى الإفصاح الإلزامى :

تشير إحدى الدراسات^(٤٧) إلى أن الفكر المحاسبى والواقع العملى قد طرحا مجموعة من الأفكار حول محتوى الإفصاح الاختيارى ليشمل المعلومات الاستراتيجية والبيانات غير المالية بالإضافة إلى البيانات المالية الإضافية التي لا تشملها القوائم المالية. وفيما يلى نتائج تلك الدراسة^(٤٨) :

- اتفاق كل مستخدمى القوائم المالية على أهمية محتوى الإفصاح الاختيارى فى توفير المزيد من المعلومات .

- محتوى الإفصاح الاختياري ليس فقط هام بالنسبة للمستثمرين ولكنه هام جداً .
 - متخذى قرارات الاستثمار يعطون أهمية قصوى لمحتوى الإفصاح الاختياري .
- وحتى يمكن توسيع دائرة المعلومات المتاحة لجموع المستثمرين ، ولكي نحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين ، وبين المستثمرين أنفسهم - نتيجة اتصال بعضهم بإدارة الشركة - حتى نصل إلى السوق الكفاء لرأس المال . ولكي يمكننا من الوصول للسعر العادل للسهم ، لابد وأن يتحول الإفصاح الاختياري إلى إفصاح إلزامي . وبناء على ذلك سوف يوضح الباحث أسباب هذا التحول .

١/٣/٣ أسباب التحول من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي :

أولاً : أسباب تتعلق بالإدارة .

ثانياً : أسباب قانونية وتشريعية .

أولاً : أسباب تتعلق بالإدارة :

- لقد أوضحت العديد من الدراسات مقاومة الإدارة لكافة أشكال الإفصاح الاختياري إلا بما يحقق نفع لها ، وسوف يتناول الباحث ما استطاع الحصول عليه من تلك الدراسات :-
- ١ - أثبتت الدراسات^(٤٩) أن الإدارة لا ترحب بمتطلبات التوسع في الإفصاح لأسباب كثيرة منها الخوف على مركز الشركة التنافسي ، تعارض مصالحها مع أهداف مستخدمي التقارير، ولتجنب تكاليف إعداد ومراجعة نشر التقارير الموسعة ، مما يستدعي إيجاد وسيلة لإلزام الإدارة بذلك لتحقيق زيادة منفعة التقارير المنشورة.
 - ٢ - أوضحت عدة دراسات تجريبية^(٥٠) أن القائمين على إدارة المنشأة يترددون في توسيع وزيادة مدى الإفصاح وحدوده ، إن لم يكن هناك ضغوط مهنية محاسبية أو قوانين حكومية إلزامية أو إشرافية، ومن ثم فإن التوسع في الإفصاح لا يجب أن يترك كاختيار لإدارة المنشأة، بل يجب تحديده بموجب التشريع أو المعايير المهنية أو القواعد الإلزامية لأسواق المال .
 - ٣ - افترضت إحدى الدراسات^(٥١) لحل مشكلة عدم تماثل المعلومات أن يكون هناك إفصاح عام وكامل وفي التوقيت المناسب ، وأن هناك نوعين من الإفصاح ، الاختياري والاجباري وذكرت أن الإفصاح الاختياري وحده يعتبر غير كافي لحل مشكلة عدم تماثل المعلومات لأن أساس المشكلة هو عدم رغبة الإدارة في الإفصاح

- عن كل المعلومات (لاستخدام المعلومات التي يتم الإفصاح عنها لتحقيق عوائد غير عادية) وبالتالي يجب أن يكون هناك إفصاح إجبارى عن العناصر التي يمكن أن يسبب إخفاؤها أضراراً لبعض المتعاملين فى السوق .
- ٤ - أوضحت إحدى الدراسات^(٥٢) أن هناك خطورة من تأثير سلوك الإدارة فيما يتعلق بالإفصاح الاختيارى على إدراك المستخدم وأبرزت الدراسة إلى ضرورة وجود قواعد عامة تحدد محتوى ذلك الإفصاح ولا يترك الأمر كلية للإدارة .
- ٥ - انطلقت إحدى الدراسات^(٥٣) من فرض رئيسى مؤداه هو أن زيادة الرقابة على مجلس الإدارة (الحوكمة) يزيد من مقدار الإفصاح الاختيارى .
- ٦ - يرى أحد الباحثين^(٥٤) أن الإدارة فى حاجة إلى قواعد تحكم سلوكها عند اتخاذها قرار بالإفصاح الاختيارى .
- ٧ - توصلت إحدى الدراسات^(٥٥) إلى نتيجة ذات أهمية ، وهى يجب أن يتم الإفصاح الاختيارى عن الأخبار السيئة أيضاً ، ولا يقتصر الإفصاح الاختيارى عن الأخبار الجيدة فقط .
- ٨ - ولقد توصلت بعض الدراسات^(٥٦) إلى أن " الإدارة سوف تقاوم حصول المستخدم الخارجى على نفس المعلومات التى بحوزتها ، حتى تتمتع بميزة خاصة . كما لاحظ Miller ما أسماه بالمعلومات الخاصة ، ومقاومة الإدارة - باعتبارها صاحبة ميزة الحصول عليها - لكل المجهودات الرامية لجعلها متاحة لأغراض الإفصاح العام .
- ٩ - استخلص أحد الباحثين^(٥٧) من دراساته العديدة عن الإفصاح الاختيارى ، أن إدارة الشركة تقوم بالإفصاح الاختيارى عن عناصر معينة من المعلومات ، إذا كانت المنافع تفوق لتكاليف عن هذا العنصر، ومن ناحية أخرى، قد ترغب إدارة الشركة فى الإفصاح عن عنصر من عناصر المعلومات بغرض تحقيق هدف معين.
- ١٠- يرى أحد الباحثين^(٥٨) أن الداخليون أو أعضاء مجلس الإدارة والذين يملكون أسهم فى الشركات التى يديرونها هم أصحاب المعلومات الخاصة والذين يتعاملون بناءً عليها قبل باقى المستثمرين وبالتالي لن تنعكس تلك المعلومات بصورة كاملة فى أسعار الأسهم ويستطيع هؤلاء تحقيق أرباحاً غير عادية .

- ١١- تنتشر في الدول النامية عديد من الظواهر التي تجعل تنظيم الإفصاح فيها من خلال معايير وتشريعات ملزمة ضرورة ملحة ، وتتمثل أهم هذه الظواهر : في محاولة الإدارة التلاعب في محتوى الإفصاح بما يحقق مصالحها أو محاولتها تمييز مجموعة من المستثمرين دون أخرى (من خلال إتاحة معلومات لهم قبل الإفصاح العام عنها) (٥٩) .
- ١٢- يمكن تحجيم حرية الإدارة (٦٠) - نتيجة الآثار غير المرغوبة لاتجاهاتها عن الإفصاح - عن طريق إمكانية رقابة الملاك لأداء الإدارة من خلال وضع لوائح أو تشكيل لجنة من الملاك ترافق أداء الإدارة مباشرة .
- ومن الدراسات السابقة يستخلص الباحث ما يلي :-
- ١ - تركيز الدراسات على ضرورة وجود قواعد عامة تحدد محتوى ذلك الإفصاح ولا يترك الأمر كلية للإدارة .
 - ٢ - الإفصاح الاختياري يُعد إفصاحاً تحت التنفيذ ويتوقف على النتائج التي تحققها الإدارة مرضية أم غير مرضية .
 - ٣ - الرقابة على مجلس الإدارة (الحوكمة) تزيد من مقدار الإفصاح الاختياري .
 - ٤ - تعتمد الإدارة حجب معلومات معينة عن المستثمرين لاستخدامها في تحقيق عائد غير عادى من الأسهم التي تملكها .
 - ٥ - استمرار تحكم الإدارة في الإفصاح الاختياري، سيؤدى للأضرار بكفاءة السوق المالي.
 - ٦ - ترك الإفصاح اختياريًا بين يدي الإدارة يجعل مشكلة عدم تماثل المعلومات قائمة ويترك فرصة لصانعي السوق Market Maker لتوسيع مدى سعر السهم الذي يتعاملوا به وبالتالي هناك صعوبة للوصول للسعر العادل للسهم .
 - ٧ - الإدارة في سعيها للحصول على أكبر دخل ممكن من خلال المكافآت والعلاوات التي تمنحها الشركة سوف تفصح فقط عن المعلومات التي تخدم توجهاتها ومصالحها.
 - ٨ - عدم وجود دوافع كثيرة لزيادة درجة الإفصاح الاختياري عن المعلومات . وكذلك خوف الشركات من التأثير السلبي للإفصاح الاختياري عن المعلومات على مركز الشركة التنافسي .

٩ - تكاد تجمع الدراسات المختلفة على عدم ترك أمر الإفصاح اختيارياً بين يدي الإدارة للأسباب سالفة الذكر (*).

١٠- إذا وضع الاختيار أمام الإدارة للإفصاح فإنها تفضح عما ترغب فيه ، وعلى الناحية الأخرى لا يثق المستثمر في ذلك الإفصاح طالما لم يؤخذ الصفة الإلزامية.

١١- ظهور مفهوم حوكمة الشركات لمعالجة مشاكل الوكالة والتي تهدف إلى إحكام الرقابة على سلوك الإدارة .

وعلى ذلك إذا خرج ذلك الإفصاح من تحت حكم الإدارة وتم تحويله إلى الإفصاح الإلزامي - بمقتضى تشريعات ملزمة - زاد المحتوى المعلوماتي للتقارير ومن ثم تحول السوق إلى سوق كفاء ومن ثم أمكن الوصول للسعر العادل للسهم .

لقد تم التعرف في الجزئية السابقة على دوافع أو أسباب التحول من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي ومن هذه الأسباب : أسباب تتعلق بالإدارة وطبيعتها السلوكية . والآن ننتقل إلى أسباب أخرى وهي الأسباب القانونية أو التشريعية .

ثانياً : أسباب قانونية وتشريعية :

أجمعت الدراسات السالفة الذكر على ضرورة وجود تشريعات ملزمة ولوائح وقواعد تنظم عملية الإفصاح الاختياري ، ولقد ظهرت الحاجة إلى ذلك الإفصاح الإضافي بسبب قصور الإفصاح الإلزامي عن مقابلة كافة احتياجات المستخدم . وحتى يمكن القضاء على تحكم الإدارة في كمية الإفصاح وعدم العدالة في إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين ، أصدرت الهيئة العامة لسوق المال القرارات التالية :-

(*) هتاك سبب آخر إقادي إياه آدم سميث وهو أن الإدارة ليسوا يبتار غير كاملين، مثلياً تماماً، وأنهم لا محاللة سيبحيون إن المنيار إارة بقاد أكارى وأنهم سيفضلون مطبالهم الذاتية إن مطبالحة عقاوم المساهمين . وهذه هي الحالة بالتحديد عندما يكون المديرين هم أنفسهم أيضاً مساهمون يملكون نسبة حاكمة ، أو تكون لهم أهمية خاصة كبيرة . وينبغي أن تذكر دائماً أن المديرين - يفترض فيهم - أن يكونوا وكلاء المنياراهمين ، وأنساس النظرية الاقتصادية إهوا أن الأوكلاء - إنالأم إنتم إماراقتهم بالتمرار - سيفضلون مصالحهم الذاتية على مصالح موكلهم . وبدون مراقبة الوكيل فسبظل الخطر إباتلاً على الأادوام في أن يقوم المديرين الذين قد يكونون أو لا يكونون من أصحاب النيبب الحاكمة إن الأسيهم ، باستخدام أصول الشركة لمطبالهم الذاتية بدلاً إن المطبالحة العلمية للمبهاهمين ، أو في إعدم أداء أعمالهم بطريقة تتسم بالكفاءة أو يحضون أنفسهم ، بل قد يرتكبون أعمالاً بشوبها الغش والتزوير .

راجع في ذلك :

حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين ، مركز المشروعات الدولية الخاصة ، واشنطن ، ٢٠٠٣ ،

ص ٣٣ .

القرار الأول : قرار هيئة سوق المال رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦ الصادر فى
٢٠٠٦/١٢/٢٠ :

يجب على الشركات النشطة فى البورصة تقديم كافة البيانات والمعلومات إلى المحللين الماليين وإدارة البحوث بالشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية بما يمكنهم من إعداد بحوث عن الشركة ومما يساعد على نشر كافة المعلومات عن هذه الشركة ويساعد المستثمرين فى ترشيد قراراتهم الاستثمارية ونشر هذه الأبحاث بكافة الوسائل سواء فى شكل نشرات مطبوعة أو على موقع الشركة على الانترنت .

القرار الثانى : قرار هيئة سوق المال رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦ :

بشأن وضع قواعد لحظر التلاعب فى الأسعار واستغلال المعلومات الداخلية . ونصت المادة ٣٢٢ يحظر على المطلعين على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم أو بحكم طبيعة المهام التى يؤدونها القيام باستغلال تلك المعلومات لحسابهم الشخصى أو لحساب الغير أو إفشاء تلك المعلومات لطرف آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة . وإذا أخذنا بتعريف الإفصاح الإلزامى بأنه عبارة عن الإفصاح عن المعلومات وفقاً للمتطلبات القانونية ومتطلبات البورصة وهيئة سوق المال ومعايير المحاسبة . وأن الإفصاح الاختيارى يعبر عن الإفصاح عن المعلومات التى تريد عن ما يتطلبه القانون والمعايير وبورصة الأوراق المالية وهيئة سوق المال . وإذا أخذنا - وفقاً لهذا التعريف - فى الحسبان القرارات الصادرة من هيئة سوق المال السالفة الذكر يصبح الإفصاح الاختيارى إفصاح إلزامى، لأنه وفقاً لمتطلبات هيئة سوق المال الإفصاح عن كل المعلومات التى تخص الشركة .

وعلى ذلك يمكن القول : فى ظل الحوكمة والقرارات الصادرة من الهيئة العامة لسوق المال ، أصبح تحويل الإفصاح الاختيارى إلى إفصاح إلزامى أمراً واجباً. وذلك لأن الإفصاح الاختيارى كان إفصاحاً اختيارياً فى مرحلة من مراحل الفكر المحاسبى ومع إصدار المزيد من القرارات والقواعد جعل من الضرورة التحول إلى الإفصاح الإلزامى بما يتمشى مع تلك القواعد والقوانين . حيث أنه فى المراحل السابقة لم تتضمن أى من القوانين والقواعد أى إصدارات بشأن تلك المعلومات . وإذا أخذنا العلاقة بالشكل التالى يتضح ضرورة ذلك التحول :-

٠٠ هناك حاجة ضرورية من قبل المستثمرين لذلك النوع من الإفصاح ، كما أثبتت ذلك الدراسات سائلة الذكر وكذلك إصدار القرارات المختلفة من هيئة سوق المال .
٠٠ لابد من توفير هذه المعلومات .

٠٠ لابد من توفير هذه المعلومات .
٠٠ لا يقع توفير تلك المعلومات تحت درجة من الاختيار ولكن إلزام .

وعلى ذلك يمكن القول أن الهدف الأساسي من القرارات الصادرة من الهيئة هو تخفيض توقعات المستثمرين للمخاطر وتخفيض درجة الاختلاف في المعلومات بين إدارة الشركة والمشاركين في السوق ، مما يؤدي إلى سيولة السوق والوصول إلى أسعار أكثر دقة للسهم .

وفى ظل هذه الحالة أى تحول الإفصاح الاختيارى إلى الإفصاح الإلزامى ، تقع مسؤولية صدق وعدالة هذه المعلومات على الإدارة .

تحدثنا فى الجزئية السابقة عن أهمية تحويل الإفصاح الاختيارى إلى الإفصاح الإلزامى حتى يمكن الوصول إلى المحتوى الكامل من المعلومات والذي يعمل على استقرار سوق المال فى الوصول للسعر العادل للسهم ، ولكى يكتمل الإطار الذى بدأ به الباحث لابد أيضاً من الاهتمام بالإفصاح الإلكتروني .

٤/٣ تدعيم الإفصاح الإلكتروني :

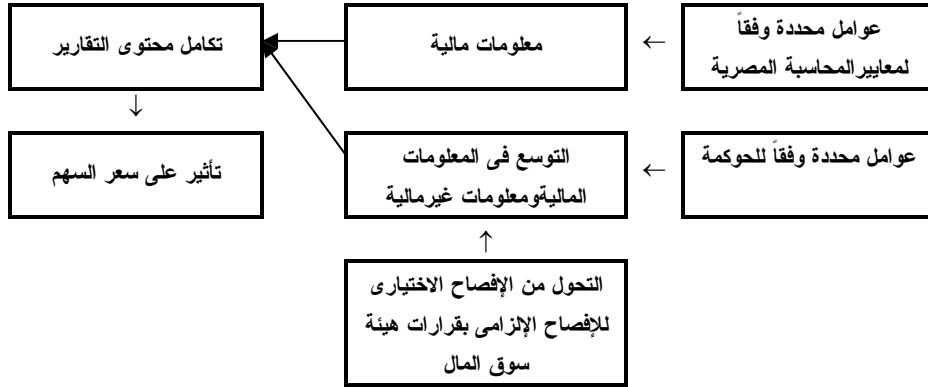
يرى الباحث أن الإفصاح الإلكتروني يساعد على نشر المعلومات المالية وغير المالية فى التوقيت المناسب والمتزامن (أولاً بأول) ولقد أثبتت إحدى الدراسات^(٢١) : من خلال الدراسة الميدانية أن الإفصاح الإلكتروني يحقق العديد من المزايا منها :-

- توفير معلومات بصورة ملائمة .
- توفير معلومات فى الوقت المناسب .
- تحسين عملية الإفصاح .
- تحقيق التغذية العكسية .
- تحقيق إمكانية التحديث الفورى .
- تحقيق الشفافية .
- تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات .
- سهولة الوصول للمعلومات المطلوبة .
- تمكين المستثمرين من شراء وبيع الأوراق المالية بشكل أكثر كفاءة .

وعلى ذلك انتهت تلك الدراسة إلى إثبات صحة الفرضية القائلة أن الإفصاح الإلكتروني يعمل على تحسين قرارات المستثمرين . ويرى الباحث أن هذا التحسين يتمثل في الوصول للسعر العادل للسهم .

وبناء على ما سبق دراسته في هذا المبحث يمكن تقسيم العوامل المؤثرة على

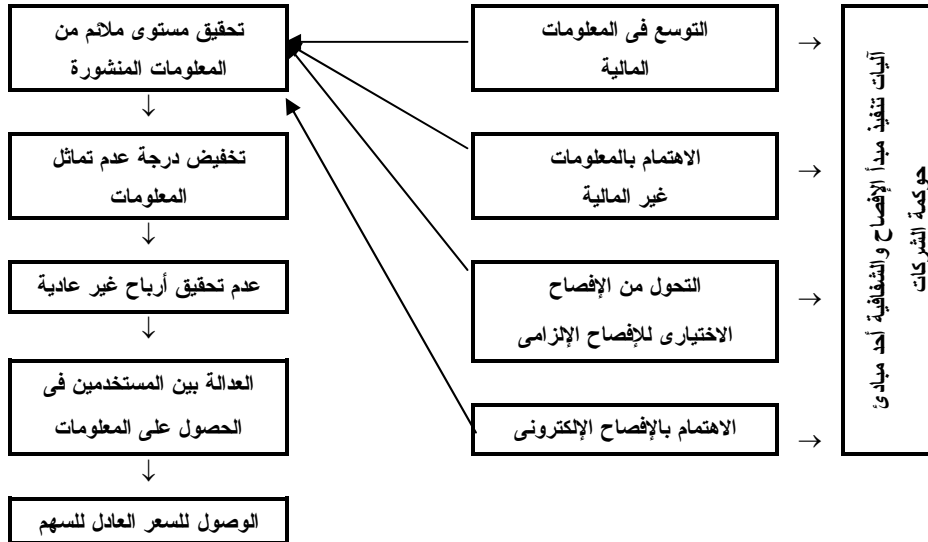
تحديد سعر السهم في الشكل التالي :



شكل رقم (٢) العوامل المؤثرة على سعر السهم

ويمكن توضيح الآليات اللازمة لتنفيذ أحد وأهم مبادئ حوكمة الشركات -

الإفصاح والشفافية - في الشكل التالي :



شكل رقم (٣) العلاقة بين حوكمة الشركات والوصول للسعر العادل للسهم

النتائج والتوصيات

أولاً : النتائج :

- ١ - المنهج الذى يصف العلاقة بين الحوكمة وأسعار الأسهم هو منهج دراسة السوق.
 - ٢ - أهم القواعد والمبادئ الخاصة بحوكمة الشركات والتي تؤثر على قدرة السوق على الوصول للسعر العادل للسهم ، هي قاعدة أو مبدأ الإفصاح والشفافية .
 - ٣ - الحوكمة عامل محدد لقوة العلاقة الدالية بين محتوى الإفصاح والسعر العادل للسهم.
 - ٤ - الحوكمة تعمل على سد النقص الحادث فى المعايير المحاسبية بخصوص تحسين محتوى التقارير المنشورة .
 - ٥- الآليات الواجب إتباعها للوصول للسعر العادل للسهم وهي نتاج لتطبيق الشفافية هي:-
 - أ - التوسع فى المعلومات المالية .ب - الاهتمام بالمعلومات غير المالية .
 - ج- التحول من الإفصاح الاختيارى إلى الإفصاح الإلزامى .
 - د - الاهتمام بالإفصاح الالكترونى .
- وبناء على النتائج السابقة يمكن أن نصل إلى النتيجة العامة التالية :-
حوكمة الشركات تعمل على تحقيق الكفاءة فى سوق الأوراق المالية ومن ثم تحقيق العدالة فى الوصول للسعر العادل للسهم .

ثانياً : التوصيات :

بناء على النتائج السابقة يوصى الباحث بما يلى :-

- ١ - ضرورة اهتمام كل من البورصة المصرية وهيئة سوق المال بالآليات المقترحة من الباحث لتحقيق الشفافية أحد مبادئ حوكمة الشركات ومن ثم تحقيق العدالة فى الوصول للسعر العادل للسهم .
- ٢ - ضرورة تفعيل القرارات الصادرة من هيئة سوق المال والتي تخص التلاعب بالمعلومات الداخلية .
- ٣ - ضرورة البعد قدر الإمكان عن الإفصاح الاختيارى وتحويله إلى إفصاح إلزامى إذا أردنا تحقيق الشفافية أحد مبادئ حوكمة الشركات حتى يمكن الوصول للسعر العادل للسهم .

هوامش البحث

- (1) Duffy, M., Corporate Governance and client investing, **Journal of Accounting**, January, 2004, pp. 1-13.
- (٢) رشا محمد حامد بهوتى ، العلاقة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة وإدارة الأعمال ، جامعة حلوان ، ٢٠٠٣ ، ص ب .
- (٣) انظر على سبيل المثال :
- د. أحمد رجب عبد الملك ، إطار مقترح للتقارير المالية المنشورة فى ظل تحقيق الشفافية المنشودة ببورصة الأوراق المالية ، دراسة نظرية وتطبيقية ، **المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية** ، كلية التجارة وإدارة الأعمال ، جامعة حلوان ، ٢٠٠٦ ، ص ٤٥ .
- فائزة محمود محمد عبيد الله ، إطار مقترح لتحسين جودة التقارير الخارجية عن أعمال المنشأة فى ظل استخدام نظام قياس الأداء المتوازن مع دراسة تطبيقية ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، ٢٠٠٥ ، ص ١٩ نقلاً عن :
- Miller, B.W., Quality Financial Reporting, **Journal of Accounting**, April, 2002.
- Holthausen, R.W., Testing the Relative Power of Accounting Standards Versus Incentives and Other Institutional Features to Influence The Outcome of Financial Reporting in An International Setting, 2003, Available at: www.papers.ssrn.com.
- (٤) فائزة محمود محمد عبيد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٩ - ٢٣ .
- (٥) د. حسنى عبد الجليل صبيحى ، دور المراجع الخارجى فى زيادة فعالية الإفصاح والشفافية فى التقارير المالية المنشورة فى البيئة المصرية - دراسة تحليلية ، **المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية** ، كلية التجارة وإدارة الأعمال ، جامعة حلوان ، العدد الأول ، ٢٠٠٢ ، ص ٤ .
- (٦) د. عباس مهدى الشيرازى ، **نظرية المحاسبة** ، ذات السلاسل ، الكويت ، الطبعة الأولى ، ١٩٩٠ ، ص ٣٧٣ .
- (٧) د. عصافى سيد أحمد عاشور ، دور معايير المحاسبة فى تشجيع الاستثمار فى سوق

- الأوراق المالية ، مجلة الفكر المحاسبى ، العدد الأول ، السنة السادسة ، ٢٠٠٢ ، ص ١٢ ، نقلاً عن :-
- Hong, H.K., **Financial Management**, Batterworth & Com. Ltd., Singapore, 1984, p. 78.
- (٨) يسرى محمد محمود بلتاى ، دراسة تحليلية لأثر عدم تماثل المعلومات المحاسبية على قرارات الاستثمار فى سوق الأوراق المالية مع دراسة استطلاعية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، ٢٠٠١ ، ص ٢١ .
- (9) Diamond, D.W., & Verrecchia, R.E., Disclosure, Liquidity and the clientele of capital, **Journal of Finance**, September, 1991, pp. 1325-1359.
- (١٠) ستيلبون نستور ، التقارب الدولى فى مجال حوكمة الشركات ، حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين ، مركز المشروعات الدولية الخاصة ، واشنطن ، ٢٠٠٣ ، ص ٤٥ .
- (١١) المرجع السابق ، ص ٤٩ .
- (١٢) آمار جيل ، حوكمة الشركات وحثمية التطبيق التدريجى ، حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين ، مرجع سبق ذكره ، ص ٦١ .
- (١٣) المرجع السابق ، ص ٦٣ .
- (١٤) المرجع السابق ، ص ٦٥ - ٦٦ .
- (١٥) د. محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم ، إطار محاسبى مقترح لدور حوكمة الشركات فى تنشيط سوق الأوراق المالية (مدخل تحليل لتفعيل اقتصاد المعرفة) ، حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية ، المؤتمر الخامس ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، سبتمبر ٢٠٠٥ ، الجزء الثانى ، ص ٢٢٧ .
- (١٦) مبادئ منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية فى مجال حوكمة الشركات ، حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٤٨ - ١٥٢ .
- (١٧) د. رضا إبراهيم صالح ، دور البيانات المحاسبية فى سوق الأوراق المالية : دراسة نظرية اختبارية بالتطبيق على المملكة العربية السعودية ، المجلة العلمية - التجارة والتمويل ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، العدد الأول ، ٢٠٠٠ ، ص ٥ .
- (١٨) د. حسنى عبد الجليل صبيحى ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣ .

(١٩) راجع على سبيل المثال :

أ - د. عصافت سيد أحمد عاشور ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٠ .

B- Beaver, W., The Behavior of Security Price, **The Accounting Review**, June, 1987, p. 407.

C- Jensen, M., Some Anonalous Evidence Regarding Market Efficiency, **Journal of Financial Economics**, June – September, 1988, pp. 3-20.

D- Belkaoui, A., **Accounting theory**, Harcourt Brace Jovanovich, INC., N.Y., 1981, p. 50.

(٢٠) السعيد السعيد البسيوني ، استخدام المعلومات المحاسبية بخلاف الأرباح فى تقييم أسعار الأسهم فى سوق رأس المال - دراسة نظرية وتطبيقية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، ٢٠٠٥ ، ص ٥٠ .

(٢١) ماريا هيلينا سانتانا ، استراتيجيات مبتكرة لإرساء قواعد حوكمة الشركات فى البرازيل ، حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٣٩ .

(٢٢) د. سميحة فوزى ، حوكمة الشركات فى مصر مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى ، حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٦٨ .

(٢٣) راجع فى ذلك :

أ - د. عيد محمود حميدة ، أثر المعلومات المحاسبية على سلوك متخذ قرار الاستثمار فى الأسهم (دراسة نظرية تطبيقية) ، **المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة** ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الثانى ، أبريل ٢٠٠١ ، ص ٢٣٨ .

ب - رشا محمد حامد بهوتى ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٠ .

ج - رضا إبراهيم صالح ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٤ .

د - د. كمال الدين مصطفى الدهراوى ، العلاقة بين المعلومات المحاسبية وعائد ودرجة المخاطرة السوقية للأسهم - دراسة تجريبية على سوق الأسهم لدولة الإمارات العربية المتحدة ، **المجلة المصرية للدراسات التجارية** ، كلية التجارة ، جامعة المنصورة ، العدد الرابع ، ١٩٩٥ ، ص ٦٥ .

هـ - د. نهال فريد مصطفى ، دراسة تحليلية للبيانات المالية المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية ، **المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة** ،

- كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الثاني ، ١٩٩٤ ، ص ٣٩٢ .
- و - د. متولى أحمد السيد قايد ، تحليل العلاقة بين محتويات التقارير المالية المنشورة والأسعار السوقية للأسهم المتداولة فى بورصة الأوراق المالية الكويتية، **مجلة آفاق جديدة** ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية ، العدد الثانى ، ١٩٩٥ ، ص ٢٦ .
- ز - د. حسن على محمد سويلم ، رد فعل سوق الأوراق المالية للمعلومات المحاسبية المنشورة على ربحية المنشأة بالتطبيق على سوق الأوراق المالية فى مصر دراسة اختبارية، **مجلة البحوث التجارية** ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق، العدد الأول ، ٢٠٠٠ ، ص ٩٧ .
- ح - د. محمد عبد الحميد طاحون ، دور الأرباح والقيمة الدفترية للسهم فى تحديد أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية ، **مجلة البحوث المحاسبية** ، الجمعية السعودية للمحاسبة ، العدد الثانى ، أكتوبر ٢٠٠٠ ، ص ١٢٦ .
- (٢٤) نجاه محمد مرعى يونس ، استخدام البيانات المحاسبية فى التنبؤ بأسعار الأسهم لترشيد قرارات صغار المستثمرين ، **رسالة ماجستير غير منشورة**، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، ٢٠٠٦ ، ص ١٤٣ - ١٤٥ .
- (٢٥) صفوت محمد عبد المنعم ، إطار محاسبى مقترح لقياس وتفسير العلاقة بين أداء الشركات وأسعار أسهمها ، **رسالة دكتوراه غير منشورة** ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، ٢٠٠٥ ، ص ٢٤٨ .
- (٢٦) د. شوقى السيد فودة ، نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم فى بورصة الأوراق المالية المصرية، **مجلة آفاق جديدة**، كلية التجارة، جامعة المنوفية، العدد الرابع ، أكتوبر ١٩٩٨ ، ص ١٩٤ .
- (٢٧) د. وائل إبراهيم الراشد ، أهمية المعلومات المحاسبية ومدى كفايتها لخدمة قرارات الاستثمار فى الأوراق المالية: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية بدولة الكويت، **المجلة العربية للمحاسبة** ، مجلس التعاون لدول الخليج العربية، المجلد الثالث ، العدد الأول ، مايو ١٩٩٩ ، ص ٥٨ .
- (28) Charitou, A., & Nikes, V., The Association Between Operation

Cash Flows and Dividend Changes: An Empirical Investigation, **Journal of Business Finance and Accounting**, January, March, 1998, pp. 225-230.

(29) Gia Comino, D.E., & David, E.M., Cash Flows Another Approach to Ratio Analysis, **Accountancy**, March, 1993, pp. 55-56.

(٣٠) د. حسنى عبد الجليل ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤ .

(٣١) المرجع السابق ، ص ١٨ - ١٩ .

(٣٢) البورصة لا تعترف بنتائج أعمال الشركات ، مجلة البورصة المصرية ، ملحق مع الأهرام الإقتصادي ، العدد ٤٧١ ، ٢٢ مايو ٢٠٠٦ ، ص ١٠ - ١١ .

(٣٣) د. حسن على محمد سويلم ، مرجع سبق ذكره ، ص ١١٥ .

(٣٤) د. زكريا محمد الصادق إسماعيل ، تطور بحوث المحاسبة المالية فى علاقتها بمناهج البحث العلمى ، مجلة التجارة والتمويل ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، العدد الأول ، ١٩٨٩ ، ص ٦٢ .

(٣٥) د. وائل إبراهيم الراشد ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣١ .

(36) Baker, H.K., Haslem, J.A., information need to individual investor, **Journal of Accounting**, November, 1973, pp. 64-70.

(37) Elgers, P., & Murray, D., The Impact of the Choice of Market Index on the Empirical Evaluation of Accounting Risk Measures, **The Accounting Review**, 1980, pp. 358 – 368.

(38) Dag., J.S., The Use of Annual Reports by UK investment Analysis, **Accounting and Business Research**, Autumn, 1987, pp. 295 – 306.

(٣٩) د. محمد محمد إبراهيم منصور ، مرجع سبق ذكره ، ص ٩٢٩ .

(40) Marinus, B.J., Frishkaff, P.A., The Relevance of G.A.A.P. Based information, A case study exploring some uses and limitation, American Accounting Association, **Accounting Horizons**, Vol. 9, No. 4, December, 1995, pp. 230 – 274.

(٤١) د. محمد عبد الحميد طاحون ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٤ - ١٥ نقلاً عن :

- Amir, E., Lev, B., Value relevance of non financial information: The wireless communications industry, **Journal of Accounting and Economic**, August, December, pp. 3-30.

(٤٢) د. وائل إبراهيم الراشد ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٨ .

(٤٣) د. أحمد رجب عبد الملك ، دور الإفصاح المالى وغير المالى عبر الانترنت فى تحسين قرارات المستثمرين بسوق الأوراق المالية دراسة نظرية وتطبيقية ، المجلة

العلمية للاقتصاد والتجارة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الرابع ، ٢٠٠٥ ، ص ٨٩ .

(٤٤) د. أحمد رجب عبد الملك ، إطار مقترح للتقارير المالية المنشورة فى ظل تحقيق

الشفافية المنشودة ببورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص ٣١ - ٣٣ .

(٤٥) المرجع السابق ، ص ٥٣ - ٥٥ .

(٤٦) من النموذج ٢ - ٦ راجع فى ذلك :-

- فائزة محمود محمد عبد الله ، مرجع سبق ذكره، ص ٢٥ - ٣٨ . نقلاً عن:

- Skandia, Intangibles Valuation : Skandia Navigator, 2004, Available at :www.valuebasedmanagement.net/.

- FASB, Improving Business Reporting: Insights into enhancing voluntary disclosures, 2001, Available at : www.fasb.com.

- Lev, B., New Accounting for the New Economy, May, 2000. Available at : www.stem.nyn.edu.

- ICAEW, Inside out : Reporting on Shareholders Value, 1999. Available at : www.icaew.com.uk.

- AICPA, Improving Business Reporting - Acustomer Focus, 1994, Available at : www.cpa/webtrust.

(٤٧) د. عارف عبد الله عبد الكريم ، الإفصاح المحاسبى الاختيارى مع دراسة ميدانية

لجاناب الطلب فى البيئة المصرية ، المجلة العلمية - التجارة والتمويل، كلية التجارة ،

جامعة طنطا ، العدد الأول ، ٢٠٠٢ ، ص ٢٧٩ .

(٤٨) المرجع السابق ، ص ٢٩٣ - ٢٩٦ .

(٤٩) د. حسنى عبد الجليل ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤ .

(٥٠) المرجع السابق ، ص ٢١ نقلاً عن :-

- Beaver, W., **Financial Reporting, An Accounting Revolution**, 2nd ed., Englewood Cliffs, N.J., Prentic - Hall, 1989.

- Feltham, J., Gigler, F., and J. Hughes, The effects of Line - of - Business Reporting on competition in Oligopoly Settings, **Contemporary Accounting Research**, Fall, 1992.

(٥١) يسرى محمد محمود بلتاى ، مرجع سبق ذكره ، ص ٦٩ نقلاً عن :-

- Baruch, L., Toward A theory of Equitable and Efficient Accounting Policy, **The Accounting Review**, January, 1988, pp. 1 - 22.

(52) Catherine, M.S., & B.R.W., Strategic Benchmarks in Earnings Announcements: The Selective Disclosure of Prior-Period Earnings

- Components, **The Accounting Review**, April 2000, pp. 151-177.
- (53) Ho, S.S., & W.K.S., A study of the relationship between corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure, **Journal of International Accounting Auditing & Taxation**, Vol. 10, 2001, pp. 140 – 157.
- (٥٤) د. عارف عبد الله عبد الكريم ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٨٠ .
- (٥٥) فايقة جابر حسن محمد الفولى ، الاختلافات النسبية فى درجة الإفصاح الاختيارى بين الشركات المسجلة فى بورصة الأوراق المالية وأثرها على تكلفة رأس المال - دراسة تطبيقية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، ٢٠٠٥ ، ص ٥٧ - ٥٨ . نقلاً عن :-
- F.A.S.B., **Op. Cit.**, pp. 1 – 80.
- (٥٦) عصافت سيد أحمد عاشور ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٩ - ٣٠ . نقلاً عن :-
- Miller, P., The Conceptual Framework as Reformation and Counter-Reformation, **Accounting Horizons**, June 1990, pp. 23 – 32.
- Milburn, A., Building A Better Conceptual Framework, **CA Magazine**, Dec. 1991, pp. 43 – 48.
- (٥٧) فايقة جابر حسن الفولى ، مرجع سبق ذكره ، ص ٧٦ .
- (٥٨) يسرى محمد محمد بلتاى ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣١ .
- (٥٩) أحمد محمد كامل سالم ، دور الإفصاح المحاسبى فى خدمة قرارات الاستثمار فى الأوراق المالية فى مصر فى ظل سياسة التحرير الاقتصادى ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، ٢٠٠٢ ، ص ٣٠ .
- (60) Johnson, W., & Revsine, L., Financial Reporting Standards, Agency, Costs and Shareholder Intervention, **Journal of Accounting Literature**, Vol. 7, 1988, pp. 101 – 110.
- (٦١) د. أحمد رجب عبد الملك ، دور الإفصاح المالى وغير المالى عبر الانترنت فى تحسين قرارات المستثمرين بسوق الأوراق المالية - دراسة نظرية وتطبيقية- مرجع سبق ذكره ، ص ٨٥ .

مراجع البحث

أولاً : مراجع باللغة العربية :

- أحمد رجب عبد الملك ، إطار مقترح للتقارير المالية المنشورة فى ظل تحقيق الشفافية المنشودة ببورصة الأوراق المالية ، دراسة نظرية وتطبيقية ، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية ، كلية التجارة وإدارة الأعمال ، جامعة حلوان ، ٢٠٠٦ .
- أحمد رجب عبد الملك ، دور الإفصاح المالى وغير المالى عبر الانترنت فى تحسين قرارات المستثمرين بسوق الأوراق المالية"دراسة نظرية وتطبيقية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الرابع ، ٢٠٠٥ .
- أحمد محمد كامل سالم ، دور الإفصاح المحاسبى فى خدمة قرارات الاستثمار فى الأوراق المالية فى مصر فى ظل سياسة التحرير الاقتصادى ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، ٢٠٠٢ .
- السعيد السعيد البيسونى ، استخدام المعلومات المحاسبية بخلاف الأرباح فى تقييم أسعار الأسهم فى سوق رأس المال - دراسة نظرية وتطبيقية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، ٢٠٠٥ .
- حسن على محمد سويلم، رد فعل سوق الأوراق المالية للمعلومات المحاسبية المنشورة على ربحية المنشأة بالتطبيق على سوق الأوراق المالية فى مصر دراسة اختبارية، مجلة البحوث التجارية ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق ، العدد الأول ، ٢٠٠٠ .
- حسنى عبد الجليل صبيحى ، دور المراجع الخارجى فى زيادة فعالية الإفصاح والشفافية فى التقارير المالية المنشورة فى البيئة المصرية - دراسة تحليلية ، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال ، جامعة حلوان ، العدد الأول ، ٢٠٠٢ .
- رشا محمد حامد بهوتى ، العلاقة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية -دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة وإدارة الأعمال ، جامعة حلوان ، ٢٠٠٣ .
- رضا إبراهيم صالح ، دور البيانات المحاسبية فى سوق الأوراق المالية : دراسة نظرية

- اختبارية بالتطبيق على المملكة العربية السعودية، **المجلة العلمية - التجارة والتمويل**،
كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول ، ٢٠٠٠ .
- زكريا محمد الصادق إسماعيل ، تطور بحوث المحاسبة المالية في علاقتها بمناهج البحث
العلمي ، **مجلة التجارة والتمويل** ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، العدد الأول، ١٩٨٩ .
- شوقي السيد فودة ، نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة
وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية ، **مجلة آفاق جديدة** ، كلية
التجارة ، جامعة المنوفية ، العدد الرابع ، أكتوبر ١٩٩٨ .
- صفوت محمد عبد المنعم ، إطار محاسبي مقترح لقياس وتفسير العلاقة بين أداء
الشركات وأسعار أسهمها ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة عين
شمس ، ٢٠٠٥ .
- عارف عبد الله عبد الكريم ، الإفصاح المحاسبي الاختياري مع دراسة ميدانية لجانب
الطلب في البيئة المصرية ، **المجلة العلمية - التجارة والتمويل**، كلية التجارة ، جامعة
طنطا ، العدد الأول ، ٢٠٠٢ .
- عباس مهدي الشيرازي ، **نظرية المحاسبة** ، ذات السلاسل ، الكويت ، الطبعة الأولى ،
١٩٩٠ .
- عصافت سيد أحمد عاشور ، دور معايير المحاسبة في تشجيع الاستثمار في
سوق الأوراق المالية ، **مجلة الفكر المحاسبي** ، العدد الأول ، السنة السادسة ، ٢٠٠٢ .
- عيد محمود حميدة ، أثر المعلومات المحاسبية على سلوك متخذ قرار الاستثمار في
الأسهم (دراسة نظرية تطبيقية) ، **المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة** ، كلية التجارة،
جامعة عين شمس ، العدد الثاني ، أبريل ٢٠٠١ .
- فائزة محمود محمد عبيد الله، إطار مقترح لتحسين جودة التقارير الخارجية عن أعمال المنشأة في
ظل استخدام نظام قياس الأداء المتوازن مع دراسة تطبيقية ، رسالة دكتوراه
غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، ٢٠٠٥ .
- فايقة جابر حسن محمد الفولى ، الاختلافات النسبية في درجة الإفصاح الاختياري بين
الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية وأثرها على تكلفة رأس المال - دراسة
تطبيقية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، ٢٠٠٥ .

- كمال الدين مصطفى الدهراوى ، العلاقة بين المعلومات المحاسبية وعائد ودرجة المخاطرة السوقية للأسهم - دراسة تجريبية على سوق الأسهم لدولة الإمارات العربية المتحدة ، **المجلة المصرية للدراسات التجارية** ، كلية التجارة ، جامعة المنصورة ، العدد الرابع ، ١٩٩٥ .
- متولى أحمد السيد قايد، تحليل العلاقة بين محتويات التقارير المالية المنشورة والأسعار السوقية للأسهم المتداولة فى بورصة الأوراق المالية الكويتية ، **مجلة آفاق جديدة** ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية ، العدد الثانى ، ١٩٩٥ .
- محمد عبد الحميد طاحون ، دور الأرباح والقيمة الدفترية للسهم فى تحديد أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية ، **مجلة البحوث المحاسبية** ، الجمعية السعودية للمحاسبة ، العدد الثانى ، أكتوبر ٢٠٠٠ .
- محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم ، إطار محاسبى مقترح لدور حوكمة الشركات فى تنشيط سوق الأوراق المالية (مدخل تحليل لتفعيل اقتصاد المعرفة) ، **حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية** ، المؤتمر الخامس ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، سبتمبر ٢٠٠٥ ، الجزء الثانى .
- نجاة محمد مرعى يونس ، استخدام البيانات المحاسبية فى التنبؤ بأسعار الأسهم لترشيدها قرارات صغار المستثمرين ، **رسالة ماجستير غير منشورة**، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، ٢٠٠٦ .
- نهال فريد مصطفى ، دراسة تحليلية للبيانات المالية المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية ، **المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة** ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الثانى ، ١٩٩٤ .
- وائل إبراهيم الراشد ، أهمية المعلومات المحاسبية ومدى كفايتها لخدمة قرارات الاستثمار فى الأوراق المالية: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية بدولة الكويت، **المجلة العربية للمحاسبة** ، مجلس التعاون لدول الخليج العربية، المجلد الثالث ، العدد الأول ، مايو ١٩٩٩ .
- يسرى محمد محمود بلتاغى ، دراسة تحليلية لأثر عدم تماثل المعلومات المحاسبية على قرارات الاستثمار فى سوق الأوراق المالية مع دراسة استطلاعية ، رسالة ماجستير

غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، ٢٠٠١ .

أخرى :

- أمار جيل ، حوكمة الشركات وحتمية التطبيق التدريجي ، حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين ، مركز المشروعات الدولية الخاصة ، واشنطن ، ٢٠٠٣ .
- ستيلبون نستور ، التقارب الدولى فى مجال حوكمة الشركات ، حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين ، مركز المشروعات الدولية الخاصة ، واشنطن ، ٢٠٠٣ .
- د. سميحة فوزى ، حوكمة الشركات فى مصر مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين ، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن ، ٢٠٠٣ .
- ماريا هيلينا سانتانا ، استراتيجيات مبتكرة لإرساء قواعد حوكمة الشركات فى البرازيل ، حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين ، مركز الدراسات الدولية الخاصة، واشنطن، ٢٠٠٣ .
- مبادئ منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية فى مجال حوكمة الشركات ، حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين ، مركز الدراسات الدولية الخاصة ، واشنطن، ٢٠٠٣ .
- البورصة لا تعترف بنتائج أعمال الشركات ، مجلة البورصة المصرية ، ملحق مع الأهرام الاقتصادى ، العدد ٤٧١ ، ٢٢ مايو ٢٠٠٦ .

ثانياً : مراجع باللغة الإنجليزية :

- Baker, H.K., Haslem, J.A., information need to individual investor, **Journal of Accounting**, November, 1973.
- Baruch, L., Toward A theory of Equitable and Efficient Accounting Policy, **The Accounting Review**, January, 1988.
- Beaver, W., The Behavior of Security Price, **The Accounting Review**, June, 1987.
- Belkaoui, A., **Accounting theory**, Harcourt Brace Jovanovich, INC., N.Y., 1981.
- Catherine, M.S., & B.R.W., Strategic Benchmarks in Earnings Announcements: The Selective Disclosure of Prior-Period Earnings Components, **The Accounting Review**, April 2000.
- Charitou, A., & Nikes, V., The Association Between Operation Cash Flows and Dividend Changes: An Empirical Investigation, **Journal of Business Finance and Accounting**, January, March, 1998.
- Dag., J.S., The Use of Annual Reports by UK investment Analysis,

Accounting and Business Research, Autumn, 1987.

- Diamond, D.W., & Verrecchia, R.E., Disclosure, Liquidity and the clientele of capital, **Journal of Finance**, September, 1991.
- Duffy, M., Corporate Governance and client investing, **Journal of Accounting**, January, 2004.
- Elgers, P., & Murray, D., The Impact of the Choice of Market Index on the Empirical Evaluation of Accounting Risk Measures, **The Accounting Review**, 1980.
- Feltham, J., Gigler, F., and J. Hughes, The effects of Line – of – Business Reporting on competition in Oligopoly Settings, **Contemporary Accounting Research**, Fall, 1992.
- Gia Comino, D.E., & David, E.M., Cash Flows Another Approach to Ratio Analysis, **Accounting**, March, 1993.
- Ho, S.S., & W.K.S., A study of the relationship between corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure, **Journal of International Accounting Auditing & Taxation**, Vol. 10, 2001.
- Holthausen, R.W., Testing the Relative Power of Accounting Standards Versus Incentives and Other Institutional Features to Influence The Outcome of Financial Reporting in An International Setting, 2003, **Available at: www.papers.ssrn.com**.
- Hong, H.K., **Financial Management**, Batterworth & Com. Ltd., Singapore, 1984.
- Jensen, M., Some Anonalous Evidence Regarding Market Efficiency, **Journal of Financial Economics**, June – September, 1988.
- Johnson, W., & Revsine, L., Financial Reporting Standards, Agency, Costs and Shareholder Intervention, **Journal of Accounting Literature**, Vol. 7, 1988.
- Lev, B., New Accounting for the New Economy, May, 2000. Available at : **www.stem.nyn.edu**.
- Marinus, B.J., Frishkaff, P.A., The Relevance of G.A.A.P. Based information, A case study exploring some uses and limitation, American Accounting Association, **Accounting Horizons**, Vol. 9, No. 4, December, 1995.
- Milburn, A., Building A Better Conceptual Framework, **CA Magazine**, Dec., 1991.
- Miller, P., The Conceptual Framework as Reformation and Counter-Reformation, **Accounting Horizons**, June, 1990.
- Skandia, Intangibles Valuation : Skandia Navigator, 2004, Available at : **www.valuebasedmanagement.net/**.

أخرى :

- ICAEW, Inside out : Reporting on Shareholders Value, 1999. Available at : www.icaew.com.uk.
- AICPA, Improving Business Reporting – A customer Focus, 1994, Available at : www.cpa/webtrust.
- FASB, Improving Business Reporting: Insights into enhancing voluntary disclosures, 2001, Available at : www.fasb.com.