

# دور حوكمة الشركات فى تعظيم قيمة المنشأة دراسة نظرية تطبيقية

دكتور/ محمد عبد الحميد مطاوع \*

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة- فرع السادات / جامعة المنوفية

---

(\*) د. محمد عبد الحميد مطاوع : مدرس بقسم المحاسبة ، كلية التجارة - فرع السادات/ جامعة المنوفية. حصل على بكالوريوس تجارة من جامعة القاهرة عام ١٩٧٣، وعلى درجتى الماجستير ودكتوراه الفلسفة فى المحاسبة من جامعة المنوفية عامى ١٩٨٤ و ١٩٩٢ على التوالى. وعمل معيدا ثم مدرسا مساعدا ومدرسا بقسم المحاسبة بكلية التجارة- جامعة المنوفية، ونقل لكلية التجارة فرع السادات عام ٢٠٠٩. وله اهتمامات بحثية فى مجال محاسبة التكاليف والمحاسبة الإدارية، والمحاسبة الدولية، والمحاسبة الاجتماعية، والمحاسبة البيئية.

### ملخص البحث :

تهدف هذه الدراسة الى تحليل مفهوم ومبادئ حوكمة الشركات وبيان دورها في تعظيم قيمة المنشأة ككل وقيمة حملة الأسهم والعملاء وأصحاب المصالح الأخرى. ودراسة وتقييم مؤشر استاندرد أند بور، باعتباره مقياسا لتقييم مستوى أداء حوكمة الشركات، لمعرفة مواطن قوته وضعفه في تطبيق مبادئ الحوكمة . بالإضافة الى تطبيق هذه الدراسة على الشركات النشطة المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية.

وقد تبين من خلال نتائج الدراسة وجود فروق معنوية بين قطاعات الشركات محل الدراسة للعناصر الرئيسية لمؤشر استاندرد ند بور، وأن بعض هذه العناصر أكثر ارتباطا وتأثيرا في المؤشر بحيث يمكنها التنبؤ بدرجة تطبيق مبادئ وقواعد الحوكمة وتعزيز قيمة المنشأة. كما توجد علاقة ارتباط معنوية بين مبادئ وقواعد حوكمة الشركات وبين العائد على حق الملكية والقيمة السوقية المضافة.

### Abstract:

The purpose of this study is to examine and analyze the concept and principles of the corporate governance and its role in maximizing the firm's value. It is also aims to analyze and evaluate standard and poor's indicator to identify its strengthes and weakness in application of the corporate governance. It is also aims to practice the above study on a sample of active corporations inside the different sectors of the Egyptian stock market.

The results of the study showed significant differences were observed between the different sectors of the corporations, when analyzing the main elements of standerd and poor's indicator. Some elements were efficient that they may predict with the degree of corporate governance' application and firm's value maximization. Also, this study showed significant correlation between the corporate governance from one hand and the return on equity (ROE) and the market value added (MVA) from another hand.

## مقدمة البحث :

حظى موضوع حوكمة الشركات Corporate Governance باهتمام كبير من قبل الباحثين والحكومات والمنظمات المهتمة على المستويين العالمي والمحلي، وذلك نتيجة لحدوث العديد من الأزمات الاقتصادية والمالية عالميا ومحليا ، وما نجم عنها من تعرض حملة الأسهم والعاملين وأصحاب المصالح الأخرى لخسائر ضخمة. فخلال فترة التسعينيات من القرن العشرين ، حدثت انهيارات اقتصادية وأزمات مالية في عدد من دول شرق آسيا وروسيا . وتلا ذلك انهيارات مالية للعديد من الشركات الأمريكية خلال الأعوام الأولى من القرن الحادى والعشرين ، مثل شركة إنرون Enron، وورلدكوم WorldCom، وبنك الاعتماد والتجارة الدولي (BCCI) The Bank of Credit and Commerce International. بالإضافة الى الأزمة المالية العالمية التي انبثقت في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ ، والناجمة عن أزمة التمويل العقاري الأمريكي والانهيارات المالية للعديد من الشركات والبنوك الكبيرة بمعظم دول العالم .

وقد ترتب على ذلك ، تزايد انتقاد النظم التي تمنح الإدارات العليا الشركات والبنوك حرية أكبر في إدارتها ، وإساءة هذه الإدارات استخدام هذه الحرية بالتلاعب في الأرقام المحاسبية لخدمة مصلحتها على حساب أصحاب المصالح المختلفة. وتزايدت الشكوك حول قضية استقلال مراقبي الحسابات الخارجيين ، وخاصة بعد انتهاك قواعد منع هؤلاء من الاستثمار في الشركات التي يتولون مراجعة حساباتها.

وإزاء ذلك ، قامت بلدان عديدة ومجموعات صناعية ومنظمات مختصة ( وخاصة منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD) ، باقتراح أو إنشاء أو تعديل أطر حوكمة شركات، من أجل إقامة رقابات داخلية عالية الكفاءة ، أو إطار أخلاقي يؤكد على مصالح المستثمر، لمساعدته في استعادة ثقته في الأسواق . وطالبت المستثمر أن يأخذ المبادرة لتقييم وجود أو غياب نظام حوكمة جيد يحمى الشركات التي يستثمر فيها (Abdullah, 2008).

ولم تكن مصر بعيدة عن هذا الميدان. فقد أصدرت وزارة الاستثمار دليل حوكمة الشركات في أكتوبر عام ٢٠٠٥ (وزارة الاستثمار، ٢٠٠٥) . بينما أصدرت الهيئة العامة لسوق المال القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وغير المقيدة في البورصة في مارس عام ٢٠٠٧، ثم دليل تطبيق هذه القواعد في أبريل عام ٢٠٠٧ (الهيئة العامة لسوق المال، القراران رقما ١١ و ٦٢ عام ٢٠٠٧).

وفي منتصف الثمانينيات ، ظهر مفهوم خلق قيمة (Value Creation (VC باعتبارها مفهوما استراتيجيا من وجهتي نظر قيمة حامل السهم (Stockholder's Value (SV) وقيمة حامل السهم والعميل (Customer Value (CV). وقد ربط الكثير من الباحثين بين نظام الحوكمة الجيد ومفهوم قيمة حامل السهم والعميل (Ezzamel et al., 2007; McSweeney, 2007; Lukas, 2005). إلا أن ذلك لا يلبي مطالب جميع أصحاب المصالح ، الأمر الذي أدى الى ظهور ما يسمى بمفهوم قيمة المنشأة (Firm's Value (FV باعتبارها هدف عام (Guidi et al., 2008) يلبي مطالب جميع أصحاب المصالح ، بتعزيز الربحية ومواجهة المنافسة في الأجل الطويل، وتحقيق

الاستقرار والنمو المستدام. ولكن الربط بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة لا يزال بحاجة المزيد من البحث والدراسة.

### طبيعة المشكلة:

تتجسد مشكلة هذا البحث في الكشف عن دور حوكمة الشركات في خلق قيمة للمنشأة ، والأساليب المستخدمة لقياس هذه القيمة، ثم تطبيق ذلك على الشركات المصرية النشطة في سوق بورصة الأوراق المالية. ومن هنا، يمكن بلورة الأسئلة البحثية التالية للتعبير عن طبيعة المشكلة:

- ما المقصود بمفهوم وسمات نظام حوكمة الشركات الجيد؟ وما هي مبادئه المتعارف عليها دولياً؟
- ما معنى مفهوم خلق قيمة ، وهل يختلف ذلك من وجهة نظر العميل أو حامل السهم أو المنشأة ككل.
- وما هو دور حوكمة الشركات في تعظيم قيمة المنشأة ؟ وهل يتعارض ذلك مع مفهوم تعظيم قيمة العميل أو قيمة حامل السهم ؟ وما هو دور أصحاب المصالح الأخرى في هذا الشأن؟
- ما هي مكونات خلق قيمة مضافة للمنشأة ، وما هي أساليب القياس المستخدمة لقياس هذه القيمة ؟ وهل يتم قياسها باستخدام الأساليب المالية المحاسبية ، أم باستخدام أساليب أخرى غير مالية ؟ أم بكلاهما ؟ وما مدى إمكانية استخدام بطاقة الأداء المتوازن في هذا الشأن؟
- ما مدى إمكانية وضع إطار منهجي محدد لقياس أثر مبادئ حوكمة الشركات على قيمة المنشأة ؟
- ما مدى إمكانية تطبيق ذلك الإطار على الشركات المصرية النشطة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية ؟

### الدراسات السابقة:

#### 1- دراسات تركز على حوكمة الشركات :

أصدرت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD ، بالتعاون مع الدول الأعضاء وغير الأعضاء، خمس مبادئ إرشادية لحوكمة الشركات عام ١٩٩٩. وفي عام ٢٠٠٤، أعدت المنظمة الإصدار الثاني لمبادئ حوكمة الشركات ، حيث تناولت فيه مفهوم حوكمة الشركات، وسماته ، ومجموعة مبادئ للحوكمة تتضمن ضرورة وجود أساس لإطار حوكمة شركات فعال لحقوق حملة الأسهم ووظائف الملكية الرئيسية ، والمعالجة المتكافئة لحملة الأسهم ، ودور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات ، ومسئوليات مجلس الإدارة (OECD, 2004). وقد تم تطبيق هذه المبادئ إجبارياً على الشركات التابعة للدول الأعضاء بالمنظمة ، بينما طبقتها معظم الدول غير الأعضاء بدرجات مختلفة طبقاً لظروفها. وتعتبر هذه الدراسة بمثابة المرجع الأساسي لحوكمة الشركات بمعظم دول العالم.

أما دراسة (Abu-Tapanjeh, 2009) ، فقد تناولت حوكمة الشركات من منظور إسلامي، بهدف محاولة شرح طبيعة وتطبيقات ومقارنة المبادئ الإسلامية لحوكمة الشركات Islamic

منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD. وقد توصلت الدراسة الى أن المبادئ التقليدية للمنظمة تركز على الإدارة العليا والمشاركين في التعامل بعمق مع عمليات المشروع الداخلية واتخاذ القرارات . بينما تركز المبادئ المبينة وفقا للمنظور الإسلامي على أصحاب المصالح التي تتمتع بحقوق ومسئوليات كاملة للمشاركة بأفكارها للوصول الى أفضل نظام لحوكمة الشركات ، وأن المساءلة ليست فقط من قبل أصحاب المصالح ، ولكن أيضا من الله الذي يعتبر المالك وصاحب السلطة النهائية.

في حين قدمت دراسة (African Development Bank, 2007) استراتيجية لحوكمة الشركات تطبق على البلدان الأفريقية ، بغرض مساعدتها في تحسين البيئة التشريعية والقانونية والمؤسسية لحوكمة الشركات للتكامل مع الأكواد الدولية وتحقيق أفضل ممارسة في ظل الظروف الخاصة لكل بلد، ومساعدة المنشآت والمؤسسات المالية لتتبنى وتتكامل مع هذه الأكواد. وتمثل الاستراتيجية التي قدمها البنك أسلوبا لتعزيز الحوكمة الاقتصادية والسياسية في تلك البلدان، بتشجيع الممارسة الجيدة على المستوى الكلي ، لتقوية الإقتصاديات الأفريقية وجذب للمستثمرين المحليين والأجانب . كما تسعى هذه الإستراتيجية الى توسيع دعم القطاع الخاص ليشترك في النمو المستدام في القارة لتخفيض القفر.

## ٢- دراسات تركز على خلق قيمة لبعض أو كل أصحاب المصالح:

تناولت دراسة (Bourguignon, 2005) ، دور المحاسبة الإدارية في تصحيح مشاكل مفهوم خلق القيمة. وتوصلت الدراسة الى بساطة وتناسب هذا المفهوم استراتيجيا، وأن الأمر يتطلب تصحيحه من خلال أربع خطوات تتمثل في التحول من الذاتية الى الموضوعية (خطوة أولى)، التي تنتج في تخفي العالم الذاتي الحقيقي وتعارضاته الكامنة (خطوة ثانية)، من أجل منع النزاع الاجتماعي (خطوة ثالثة)، والمحافظة على النظام الاجتماعي (خطوة رابعة).

بينما تناولت دراسة (Ezzamel et al., 2008) قيمة حامل السهم الصناعي: دور المحاسبة في التحويل التنظيمي، واستهدفت الكشف عن دور المحاسبة في خلق قيمة حامل السهم داخل سياق التحويل التنظيمي في تنظيد العمل بالتطبيق على شركة Conglom الصناعية بالمملكة المتحدة. وتتعلق هذه الدراسة بابتكار وتجريب أشكال مختلفة من تنظيم العمل تؤدي الى خلق قيمة لحامل السهم، قد تم إيضاحها من خلال مقاييس محاسبية تتوسط بين الإنشغال الاستراتيجي وضمان الربحية المالية ، كما ظهرت بوضوح من خلال سعر السهم وضغط التكاليف وتحسين عائد المساهمة.

أما في دراسة (Gulamhussen & Guerreiro, 2009) ، فقد تناولت أثر دور أعضاء مجلس الإدارة وحق الملكية الأجنبية على الإستراتيجية العامة وإدارة التكلفة الداخلية للمراكز الرئيسية بالبنوك البرتغالية. وقد توصلت الدراسة الى أن حق الملكية الأجنبية يخفض تكاليف التشغيل وإجمالي التكاليف، وأن أعضاء مجلس الإدارة الأجانب يقللون من اعتماد البنوك المحلية على الإيرادات التقليدية ، ويشجعون على توليد إيرادات من مجالات غير تقليدية.

بينما تناولت دراسة ( جادو، سماسم ، ٢٠٠٧ )، بيان كيفية تفعيل منهج الإدارة على أساس القيمة بهدف تعظيم قيمة أصحاب حقوق الملكية في الوحدات الاقتصادية. وقد توصلت الدراسة الى أن تطبيق الإطار المتكامل لمنهج الإدارة على أساس القيمة له تأثير إيجابي على تعظيم قيمة أصحاب حقوق الملكية.

في حين تناولت دراسة (Guidi et al., 2008)، تعظيم قيمة المنشأة للمجتمع من خلال القرارات الأخلاقية للمشروع . وخلصت الدراسة الى أن دمج ثلاثة أشكال من العدالة (الإقتصادية ، القانونية ، التوزيعية) في قرارات أعمال المنشأة ، يحمي حقوق أصحاب المصالح . ويحقق التوزيع العادل بينهم ، الأمر الذي يعظم في النهاية من قيمة المنشأة لدى المجتمع في الأجل الطويل.

### ٣- دراسات تربط بين حوكمة الشركات وخلق قيمة لبعض أو كل المنشأة.

تناولت دراسة (عبد الملك ، ٢٠٠٨ ) دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية، للتعرف على المنهج الملائم لوصف العلاقة بين حوكمة الشركات وأسعار الأسهم والآليات الواجب اتباعها للوصول الى السعر العادل للأسهم. وقد توصلت الدراسة الى أن منهج دراسة السوق هو الذي يصف العلاقة بين الحوكمة وأسعار السهم ، وأن مبدأ الإفصاح والشفافية يعتبر مبدأ حوكمة مؤثر على قدرة السوق للوصول الى سعر عادل للسهم، فضلا عن أن الحوكمة تعمل على سد النقص الحادث في المعايير المحاسبية المتعلقة بتحسين محتوى التقارير المنشورة.

بينما تناولت دراسة (Jiang et al., 2008) العلاقة بين حوكمة الشركات وجودة المكاسب باستخدام مقياس حوكمة ملخص A summary governance measure ، وخلصت الى وجود علاقة عكسية بين حوكمة الشركات والالتزامات الاختيارية المطلقة وأعلى جودة للمكاسب.

في حين ركزت دراسة (Abdullah, 2008) على أثر حوكمة الشركات على الأداء المالي للمنشآت الباكستانية، وتضمنت مقاييس حوكمة الشركات (حجم مجلس الإدارة، والمديرين الداخليين، وحملة الأسهم ، ومدى استقلال مجلس الإدارة ولجنة المراجعة)، واستخدمت نموذج الأثر الثابت لتحليل البيانات باستخدام Tobin's Q. وقد توصلت الدراسة الى أن متغيرات الحوكمة تؤثر على المتغيرات الأداء، وأن النتائج تقدم دعم للنموذج المقترح، وأن الأمر يتطلب إجراء بحث إضافي يتعلق بإطار الحوكمة وأداء المنشآت.

أما دراسة (Black et al., 2006)، فقد تناولت مدى قدرة حوكمة الشركات على التنبؤ بالقيم السوقية للمنشآت. وخلصت الدراسة الى وجود دليل متسق مع علاقة سببية بين مبادئ وقواعد حوكمة الشركات وارتفاع أسعار السهم في الأسواق الصاعدة . كما توجد علاقة ارتباط قوية بين هيكل مجلس الإدارة والقيمة السوقية للشركة. بالإضافة الى زيادة استقلال مجلس الإدارة (بزيادة عدد المديرين الخارجيين) يمكن أن يزيد من فرص التنبؤ بأسعار أعلى في الأسواق الصاعدة. وأخيرا ، عدم قدرة الشركات التي تطبق مبادئ وقواعد الحوكمة بشكل أفضل التنبؤ بربحية أعلى للشركة ، ولكن يمكنها التنبؤ بانخفاض تكلفة رأس المال الخارجى.

وفى دراسة أخرى قدمها (Black et al., 2008) ، تناولت كيفية تأثير حوكمة الشركات على قيمة المنشأة بالتطبيق على الشركات الكورية، متسائلة عما إذا كان مستوى حوكمة الشركات يؤثر على قيمة سوق المنشأة أو على المنشأة ككل ، وما هي القنوات التي يتم من خلالها ذلك؟ وقد توصلت الدراسة الى وجود عدة قنوات. ففي ظل المنشآت الكورية الحاصلة على درجة أعلى فى دليل حوكمة الشركات، تكون صفقاتها ذات العلاقة أقل تعارضا مع قيمة المنشأة ، وتتسم ربحيتها بحساسية أكثر لدى مقارنتها بربحية الصناعة، ونقل نفقاتها الرأسمالية ويكون الاستثمار فيها أكثر حساسية للربحية وفرص النمو، وتنمو مبيعاتها بدرجة أقل ، وتتسم ربحيتها بحساسية أكبر لفرص النمو، ويرتبط هيكل مجلس إدارتها الجيد بربحية أعلى، وتكون التوزيعات أعلى ومراقبة من أجل الريح وتتسم بحساسية أكثر تجاهه. كما تبين النتائج وجود رابطة بين هيكل مجلس الإدارة وقيمة المنشأة من ناحية، وبين هذا الهيكل وهذه القنوات من ناحية أخرى.

## ٢- دراسات تتناول استخدام بطاقة الأداء المتوازن BSC لقياس قيمة المنشأة :

تناولت دراسة (Chenhall & Smith, 2007)، الأبعاد المتعددة لمقاييس الأداء بهدف توضيح بعض القضايا من منظور إدارى أوسع لإحداث تطوير فعال لمقاييس الأداء. وقد توصلت الدراسة الى أنها تساعد فى تنسيق وإيصال وتوحيد المداخل المختلفة لتطوير مقاييس الأداء ، وتساعد فى تطوير أساس صحيح للبحث والتطبيق المتعلق بتصميم مقاييس أداء.

بينما تناولت دراسة (Grabtree & DeBusk, 2008) أثر تبني بطاقة الأداء المتوازن على عوائد حامل السهم ، وتوصلت الى أن المنشآت التي تتبنى بطاقة الأداء المتوازن تحقق عوائد أعلى من تلك التي لا تتبناها، وأن هذه البطاقة تعتبر أداة إستراتيجية فعالة لتحسين عوائد حامل السهم.

فى حين ركزت دراسة (Wing et al., 2007) على تخفيض التعارض فى تقييمات بطاقة الأداء المتوازن. وتوصلت الدراسة الى وجود تعارض بين الإدارة العليا ومديرو الأقسام، بسبب عدم اهتمام الإدارة العليا بجودة إستراتيجيتها فى تقييم أداء هؤلاء المديرين، بما يقلل من تحقيق منافع تلك البطاقة من ناحية ، وينجاهلها مديرو الأقسام فى حالة تحيزها وعدم عدالتها ومناسبتها لتقييم الأداء من ناحية أخرى.

وفى دراسة (Jazayeri & Scapens, 2008) عن استخدام بطاقة قيم المشروع The Business Values Scorecard (BVS) داخل نظم الدفاع الجوى الأوربي BAE ، كتطوير لنظام قياس الأداء ، ركزت الدراسة على وصف بطاقة قيم المشروع وبيان أوجه الشبه والاختلاف بينها وبين بطاقة الأداء المتوازن BSC التي أعدها وطورها Kaplan & Norton . وخلصت الدراسة الى أن بطاقة قيم المشروع تقدم أسلوبا لترجمة خمس قيم رئيسية (الأداء، الأفراد، العملاء، الشركات ، الإبداع والتكنولوجيا) داخل مجموعة مترابطة من مقاييس الأداء ، أكثر من علاقات السبب والنتيجة التي تتبناها بطاقة الأداء المتوازن BSC. وأن شكل ومحتوى بطاقة قيم المشروع BVS قد تطور عبر الوقت، ليقدم لكافة المستويات الإدارية داخل المنشأة ، صورة حقيقية للأداء فى الأجلين القصير والطويل. فضلا عن استخدامها كأداة تمكن من انبثاق الاستراتيجية من وداخل المنشأة ، أكثر من كونها آلية تفرضها الإدارة العليا.

بينما تناولت دراسة (Papalezandris et al., 2005) منهجية موحدة مبنية على إطار بطاقة الأداء المتوازن التي أعدها Kaplan & Norton ، بهدف التغلب على المشاكل الهامة التي تواجه عمليات التنفيذ. وقد توصلت الدراسة الى ضرورة تشخيص الوضع الحالي لمعرفة مواطن القوة والضعف، ووضع مجموعة مفصلة موقفة للأنشطة والإجراءات ، وتضمين المنهجية أنشطة تتعلق بإدارة المشروع، وإدارة التغيير ، وإدارة الخطر ، وتوكيد الجودة وتكنولوجيا المعلومات.

من العرض السابق لنتائج الدراسات السابقة ، في مجال دور حوكمة الشركات في تعظيم قيمة المنشأة ، يتضح ما يلي:

- ١- الاتفاق على أهمية استخدام مفهوم ومبادئ حوكمة الشركات ، لتأمين تحقيق رغبات أصحاب المصالح المختلفة ( حملة الأسهم ، العملاء، العاملون ، الموردون ...الخ).
- ٢- شيوع استخدام مبادئ حوكمة الشركات التي أعدتها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD عام ٢٠٠٤ على مستوى العالم ، واعتبارها المرجع الأساسي في هذا الشأن.
- ٣- تفاوت درجة تطبيق حوكمة الشركات بين الدول المختلفة وداخل الدولة الواحدة ، نتيجة لاختلاف النظم السياسية والاقتصادية ، والعادات والتقاليد ، وطبيعة وظروف المنشآت.
- ٤- تزايد الاهتمام بمفهوم خلق قيمة للمنشأة في الفترة الحديثة ، حيث تتفاعل وتتكامل موارد المنشأة وعملياتها المختلفة، لتوليد صافي قيمة متزايدة، نتيجة للتخصيص الكفء للموارد النادرة وتوجيهها الى الاستثمارات الهامة ، بهدف تعظيم قيمة حامل السهم، وبما لا يتعارض مع حقوق أصحاب المصالح الأخرى.
- ٥- اعتبار بطاقة الأداء المتوازن ( وخاصة المطورة) أسلوبا جيدا للقياس المالي وغير المالي لقيمة المنشأة.
- ٦- عدم الاتفاق على إطار منهجي لقياس أثر مبادئ حوكمة الشركات على خلق قيمة للمنشأة وأصحاب المصالح المرتبطة بها.
- ٧- ندرة الأبحاث التي تربط بين مفهوم ومبادئ حوكمة الشركات و تعزيز قيمة المنشأة.

#### هدف البحث:

يتمثل الهدف العام للبحث في دراسة مدى العلاقة بين مبادئ حوكمة الشركات وتعزيز قيمة المنشأة في الشركات النشطة المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية.

وبالتفصيل ، تهدف الدراسة الى:

- ١-دراسة وتحليل مفهوم ومبادئ حوكمة الشركات ، ودورها تعزيز قيمة المنشأة، رضاء لأصحاب المصالح المختلفة.
- ٢- دراسة وتقييم مؤشر استاندرد أند بور ، لمعرفة مواطن قوته وضعفه في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.
- ٣- تطبيق أثر دور حوكمة الشركات في تعظيم قيمة المنشأة على الشركات المصرية النشطة المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية من أجل:



- ١/٣ قياس الفروق المعنوية بين جميع قطاعات الشركات محل الدراسة للحكم على مدى تطبيقها لمبادئ وقواعد حوكمة الشركات.
- ٢/٣ تحديد أهم عناصر مؤشر استاندرد أند بور التي يمكن استخدامها بكفاءة في الحكم على مدى تطبيق الشركات لمبادئ الحوكمة.
- ٣/٣ التمييز بين العناصر المختلفة للمؤشر ، لتحديد أفضل لتطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات.
- ٤/٣ تحديد الوزن المعيارى للقطاعات المختلفة ، التي تنعكس على تعظيم قيمة المنشأة.
- ٥/٣ تقييم العلاقة بين العناصر الرئيسية المكونة لمؤشر استاندرد أند بورر وعناصر قياس قيمة المنشأة محل الدراسة.

### أهمية البحث:

يستمد هذا البحث أهميته من:

- الكشف عن الجوانب العلمية لمبادئ حوكمة الشركات، ودورها في الحد من حرية الإدارة العليا المستمدة من نظرية الوكالة، في إساءة التصرف في استخدام موارد المنشأة لمصلحتها أو لمصلحة بعض أصحاب المصالح دون الأخرى.
- التأكيد على استقلالية مراقب الحسابات الخارجى ، وعدم مراجعته لشركات له مصلحة شخصية معها.
- توجيه الاهتمام نحو المحاسبة عن قيمة المنشأة ، باعتبارها الهدف النهائى الذى تسعى أصحاب المصالح المختلفة التى تحقيقها من قبل هذه المنشآت.
- الكشف عن الجوانب العلمية لمبادئ حوكمة الشركات ودورها في تعزيز قيمة المنشأة ، بما يمكن من توسيع نطاق المحاسبة الإدارية ، لتقديم معلومات شاملة ومناسبة في هذا الشأن، بما يفيد أصحاب المصالح الداخلية والخارجية ذات الصلة.
- ندرة الأبحاث العلمية والعملية التى أجريت في هذا المجال، وخاصة الأبحاث العربية.
- تطبيق الدراسة على الشركات المصرية النشطة في سوق الأوراق المالية ، والتقارير عن ذلك بشفافية، بما يمكن أصحاب المصالح المختلفة من تقييم أداء هذه الشركات ، واتخاذ القرارات المناسبة كل فيما يخصه.

### أسلوب ومنهج الدراسة:

اعتمد البحث على أسلوبى الدراسة المكتبية والدراسة التطبيقية على النحو التالى:

- ١- الدراسة المكتبية: شملت الدراسة المكتبية الإطلاع على المؤلفات والدوريات والأبحاث العربية والأجنبية المتعلقة بموضوع حوكمة الشركات وقيمة المنشأة وأصحاب المصالح المرتبطة بها، فضلا عن كيفية قياس هذه القيمة.
- ٢- الدراسة التطبيقية: سوف يتم تطبيق دور حوكمة الشركات في تعظيم قيمة المنشأة، على الشركات المصرية النشطة المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية ، عن فترة ثلاث سنوات تبدأ من عام ٢٠٠٥ حتى عام ٢٠٠٨.

### فروض البحث:

يتمثل الفرض العام للبحث في: " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مبادئ حوكمة الشركات وقيمة المنشأة".

ويستق عن هذا الفرض العام الفروض الفرعية التالية:

- ١- لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين قيم مؤشر ستاندر د أند بور للشركات الممثلة للقطاعات محل الدراسة.
- ٢- لا توجد علاقات ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر ستاندر د أند بور ومجموعاته الرئيسية.
- ٣- لا يوجد دالة تمايز ذات دلالة إحصائية بين قيم مؤشر ستاندر د أند بور يمكن من خلالها التنبؤ بمدى تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات .
- ٤- لا توجد علاقات ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين المجموعات الرئيسية لمؤشر ستاندر د أند بور و المتغيرات التابعة التي تقيس أثر مبادئ حوكمة الشركات على قيمة المنشأة .

### خطة البحث:

لتحقيق أهداف الدراسة والإجابة على الأسئلة المطروحة بمشكلة البحث، فقد تم تقسيم البحث إلى أقسام رئيسية هي:

- ١- طبيعة وأهداف ومبادئ حوكمة الشركات.
  - ١/١ تعريف وأهداف مصطلح حوكمة الشركات.
  - ٢/١ سمات نظام الحوكمة الجيد.
  - ٣/١ مبادئ حوكمة الشركات .
  - ٤/١ استراتيجية حوكمة الشركات.
- ٢- تعظيم قيمة المنشأة.
  - ١/٢ خلق قيمة للعميل.
  - ٢/٢ خلق قيمة لحامل السهم.
  - ٣/٢ تعظيم قيمة المنشأة.
- ٣- بطاقة الأداء المتوازن BSC .
  - ١/٣ عيوب استخدام المقاييس المحاسبية.
  - ٢/٣ مفهوم بطاقة الأداء المتوازن.
  - ٣/٣ بطاقة قيم المشروع BVS .
- ٤- مكونات الإطار المنهجي المقترح لقياس أثر مبادئ حوكمة الشركات على قيمة المنشأة.
- ٥- الدراسة التطبيقية على الشركات المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية.
- ٦- الخلاصة والنتائج والتوصيات.

## ١ - طبيعة وأهداف ومبادئ حوكمة الشركات:

## ١/١ تعريف وأهداف مصطلح حوكمة الشركات:

يختلف تعريف مصطلح حوكمة الشركات Corporate Governance من بلد الى آخر. إذ يشير في البلاد الأوربية (ألمانيا) الى كل أصحاب المصالح بالمنشأة، بينما يؤكد على توليد عائد عادل للمستثمرين في البلاد الأنجلو أمريكية (Abdullah, 2008). وتعرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD عام ٢٠٠٤ حوكمة الشركات، بأنها مجموعة من العلاقات بين مجلس إدارة الشركة ومساهميها والمتعاملين معها وأصحاب المصالح الأخرى، التي تعد الهيكل ليتم من خلاله وضع أهداف الشركة والوسائل اللازمة لتحقيق هذه الأهداف وترشيد الأداء. (OECD, 2004).

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

## ٢/١ سمات نظام الحوكمة الجيد:

يتسم نظام حوكمة الشركات الجيد بأنه (Gulamhussen et al., 2009; Abu-Tapanjeh, 2009; Bassett et al., 2007)

- يعتبر كتنشيط إضافي يضمن تحقيق التكامل مع المتطلبات المفروضة، ويمكن المديرين من أداء واجباتهم القانونية بجانب واجبات الوكالة.
- يحقق شفافية متزايدة، فيشجع الإفصاح الاختياري - بجانب الإلزامي - للمعلومات المالية وغير المالية المناسبة.
- يراقب مجالس إدارة المنشآت في تحقيق فاعلية الإدارة الاستراتيجية وإدارة التكلفة، ويقدم لها الحوافز المناسبة لتحقيق الأغراض المطلوبة، بما يجنبها استغلال سلطاتها في تحقيق مكاسب غير مشروعة والمتاجرة بمصالح الشركة ومصالح الأطراف ذوى العلاقة.
- يحقق نمو وكفاية اقتصادية متزايدة، ويحسن استخدام رأس المال، ويشجع تدفق الأموال وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة الى المنشآت.
- يضيف شرعية لاقتصاد السوق.

## ٣/١ مبادئ حوكمة الشركات Corporate Governance Principles:

قامت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD بإعداد فريق عمل مخصص لوضع مبادئ حوكمة الشركات، تمثل وجهة نظر الدول الأعضاء في هذه المنظمة. وقد توصل هذا الفريق الى المبادئ التالية لحوكمة الشركات (OECD, 2004):

- ضمان أساس لإطار حوكمة شركات فعال: يجب أن يشجع إطار حوكمة الشركات على تحقيق سوق كفاء يتسم بالشفافية ، يتسق مع حكم القانون ويحدد بوضوح مسؤوليات القسم بين السلطات الإشرافية والتنفيذية.
- حقوق حملة الأسهم ووظائف الملكية الرئيسية : يجب على إطار حوكمة الشركات أن يحمي ويسهل ممارسة حملة الأسهم لحقوقهم. فيجب أن يتضمن الحقوق التقليدية لحامل السهم ، والمشاركة في اتخاذ القرارات في الاجتماعات العامة ، وهيكلة وترتيبات الأسواق لرقابة الشركات ، وحقوق الملكية لحملة الأسهم المؤسسين وغير المؤسسين، والعمليات الاستشارية بينهما.
- المعاملة المتكافئة لحملة الأسهم: يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لحملة الأسهم ، بما في ذلك حقوق صغار المساهمين والمساهمين الأجانب. كما ينبغي أن يتاح لكافة المساهمين فرص للحصول على تعويض فعلى في حالة انتهاك حقوقهم.
- دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات : يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات تحديد حقوق أصحاب المصالح المحددة بنص القانون أو من خلال اتفاقات متبادلة ، وتشجيع التعاون الفعال بين الشركات وأصحاب المصالح في خلق الثروة ، والوظائف، واستدامة المشروعات القائمة على أسس مالية سليمة.
- الإفصاح والشفافية : ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات تحقيق الإفصاح الدقيق وفي الوقت المناسب بشأن كافة المسائل الجوهرية المتصلة بالشركة ، والتي تتضمن الموقف المالي، والأداء ، والملكية ، وأسلوب ممارسة السلطة. ويجب أن تتم مراجعة سنوية بواسطة مراقب حسابات مستقل مؤهل وكفاء، ليقدم تأكيد خارجي وموضوعي لمجلس الإدارة وحملة الأسهم، بأن القوائم المالية تبين بعدالة الموقف والأداء المالي للشركة في كل القضايا الجوهرية.
- مسؤوليات 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 يتضمن مساءلة مجلس الإدارة من قبل الشركة ومساهميها.

#### ٤/١ استراتيجية حوكمة الشركات :

قدم بنك التنمية الإفريقي (African Development Bank (ADB) عام ٢٠٠٧ استراتيجية حوكمة الشركات، بهدف ترويج أربعة مبادئ أساسية لحوكمة الشركات بالدول الإفريقية الأعضاء، والتي تتمثل في الشفافية، والمسئولية، والعدالة، والمساءلة. وتطبق هذه المبادئ على مستوى الشركات ، وتعتبر أساس عام لكل المبادئ والقواعد والإرشادات التي تحوز القبول العام دولياً. ولتحقيق هذه المبادئ ، وضع البنك عدة أغراض يتطلب تحقيقها تتمثل في : المساعدة في إعداد أطر عمل مناسبة للحوكمة الجيدة، ودعم تقديم معايير أساسية للمسئولية الاجتماعية كجزء من تشريع حوكمة الشركات، وزيادة الوعي بأهمية حوكمة الشركات بين أصحاب المصالح المختلفة ، وتشجيع معايير الحوكمة داخل المشروعات المملوكة للدولة ، وزيادة تفهم القطاعات المالية والبنكية بمنافع معايير حوكمة الشركات الجيدة بين أنماط العملاء المختلفين

لتقليل مخاطر الاستثمار وتعظيم العوائد ، وتضمين البرامج التي يمولها البنك تطبيقات حوكمة شركات جيدة باعتبارها أساس ضروري للتطوير (African Development Bank, 2007) .

## ٢- تعظيم قيمة المنشأة:

تسعى المحاسبة الإدارية الى خدمة الإدارة في أداء وظائفها بكفاءة عالية، لتواكب المتغيرات في بيئة الأعمال المحيطة. حيث مرت بأربع مراحل من التطور، فركزت في مرحلتها الأولى على تحديد التكاليف والرقابة المالية ، وتلى ذلك توفير المعلومات اللازمة للتخطيط والرقابة، ثم تخفيض الضياع والحد من العيوب ، واهتمت أخيراً بما يعرف بمنهج الإدارة على أساس القيمة Value Based Management (VBM) لخلق قيمة للمنشأة خدمة لبعض أو كل أصحاب المصالح.

فقد ظهر مفهوم خلق قيمة (VC) Value Creation في منتصف الثمانينيات ، باعتباره مفهوماً استراتيجياً يجب على المحاسبة الإدارية أن تشارك في تنفيذه. ويتم استخدام هذا المفهوم من وجهتي نظر: قيمة العميل (CV) Customer Value، وقيمة حامل السهم Shareholder Value (SV). ومنذ منتصف التسعينيات ، أصبح الاعتراف بكلا القيمتين واضحاً في الأدب المحاسبي، وأنها قد انتشرا بالتوازي في نفس الوقت ، كما أنهما يتقاربان ولا يتعارضان مع بعضهما ولا مع قيم أصحاب المصالح الأخرى. وبالرغم من أن قيمة العميل وقيمة حامل السهم يعتبران مفهوماً استراتيجياً يجب على المحاسبة لإدارية أن تشارك في تنفيذهما، فإن محتوى كل منهما مختلف جداً ليتسق مع التوقعات المختلفة لأصحاب المصالح تجاه المنشأة. وعلى ذلك، يختلف دور المحاسبة الإدارية باختلاف كل قيمة (Bourguignon, 2005) .

### ١/٢ خلق قيمة للعميل:

طور Porter مفهوم قيمة العميل CV واستخدمه من وجهة نظر سلسلة القيمة Value Chain ، والتي تعبر عن مجموعة أنشطة متسلسلة في المنشأة تخلق منفعة ذات قيمة للعميل. وتشير القيمة من وجهة نظر العميل الى حاجاته ، التي تعبر عن مقدرته على الدفع ، وأن القيمة المفضلة لديه هي الأسعار الأقل للمنتجات مقارنة بأسعار المنافسين مع الحصول على نفس المنافع، أو الحصول على منافع فريدة أكثر من تلك التي تكون بأسعار مرتفعة. كما ينظر للقيمة من وجهة نظر السوق والعمل على أنها مدى المنفعة التي تعود على العميل من الخدمات المقدمة من المنشأة، والتي تقابل احتياجاته، وتعكس على أسعار البيع ، والكميات المباعة ، والإيرادات، والحصة السوقية ، والجودة المرتفعة، والسمة . ويركز مفهوم قيمة العميل على فئة العميل الأكثر ربحية للمنشأة. كما تشير قيمة العميل أيضاً الى تحليل القيمة التي تركز على العميل وكيفية تحديده لقيمة المنتج أو الخدمة، التي تستخدم في الغالب في إعادة هندسة وتطوير المنتج (Porter, 2005). وإذا ذلك ، يتطلب الأمر تصميم وتنفيذ الطرق التي تعترف بقيمة العميل ، مثل هيكل المحاسبة الإدارية مع الأنشطة والعمليات التي تخلق قيمة للعميل ، وتحديد محركات التكلفة لكل نشاط، واستخدام التكلفة المستهدفة أو قياس أداء العميل (Bourguignon, 2005) .

### ٢/٢ خلق قيمة لحامل السهم :

تزايدت أولوية الاهتمام بخلق قيمة لحملة الأسهم أثناء فترة التسعينيات وما تلاها ، باعتبارهم المتحملين للخطار، مما يحق لهم الحصول كل العوائد المتبقية كحافز للانتظار وتحمل المخاطر. ويعتبر سوق الأوراق المالية وسوق العمل الإداري مؤسسات رسمية موثوق بها ، تعمل بشكل مشترك لتقدم حافز قوى للمديرين ، لاتخاذ قرارات تخلق ثروة لحملة الأسهم (Ezzamel, et al., 2007).

ويمكن تعظيم قيمة حامل السهم من خلال (McSweeney, 2007):

- تخصيص كفاء للموارد الاقتصادية النادرة.
  - تقديم آلية فعالة لترشيد ومكافأة الإدارة العليا.
  - إدراج تعظيم قيمة حامل السهم كأساس لاتخاذ القرارات داخل الشركات.
- **تخصيص الموارد الاقتصادية النادرة :** يرى مؤيدو تعظيم قيمة حملة الأسهم أن سوق الأوراق المالية يعتبر أداة معرفية لتحليل وتلخيص وتقرير المعلومات، عن المنشآت ذات الأداء الأفضل لمكافأتها بالاستثمار فيها ، والمنشآت ذات الأداء الأقل لمعاقبتها برفض تقديم إستثمارات إضافية لها. إلا أن استخدام هذا السوق كمخصص كفاء الموارد لا يعتبر مصدرا هاما للتمويل الإستثماري في أغلب المنشآت ، وأن الأرباح المحتجزة والقروض يعتبرها المصدرين الرئيسيين في هذا الشأن . كما يتأثر تقييم السوق للمنشآت غالبا بمجموعة معلومات غير كاملة وغير منطقية، تتضمن سيطرة الأفق قصير الأجل، والوفرة غير المنطقية ، والرعب ورد الفعل المغالى فيه لتوقع حدوث خسارة. لذا، يجب أن يتم تخصيص الموارد الاقتصادية النادرة بالمنشآت بكفاءة ، لتحقيق أهداف أصحاب المصالح المختلفة، بما في ذلك حملة الأسهم.
- **سوق أوراق مالية - مبنى على نظم حافزة:** يجب ربط نظم حوافز الإدارة العليا بالمنشآت بأداء سوق الأوراق المالية لأسهم المنشأة ، لضمان سعى هذه الإدارة نحو تعظيم قيمة حامل السهم. إذ أن القيادة الخبيرة ذات الروى المتميزة التي تعتق مفهوم الجودة الشاملة، تعتبر العنصر الحاسم للنجاح ، ويجب أن تكافأ بما يناسب تميزها. وبالرغم من تزايد مكافآت الإدارة العليا بشكل كبير ، إلا أنها لا تعتبر حافزة بشكل كاف ، ويجب أن ترتبط بخيارات الأوراق المالية ونظم عائد مختلفة ترتبط بأسعار السهم.
- ويجدر الإشارة الى أن التركيز على قيمة حامل السهم أكثر من جودة المنتج أو الخدمة ، يغل قيمة أقل لحامل السهم في المدى الطويل . فالغرض الكلى يركز على تقديم قيمة للعملاء ، ليس فقط لكونه أفضل تنافسيا لغرض تعظيم ثروة حامل السهم في الأجل القصير، ولكن أيضا لإنتاج عوائد أكثر تزيد من ثروته في الأجل الطويل.
- **إدراج قيمة حامل السهم:** يجب رفع كفاءة إدارة المنشآت بهدف تعظيم قيمة حامل السهم، بإدراج مجموعة من الأساليب التجميعية التي تبين مدى تحقق هذا الهدف ، كالقيمة الاقتصادية المضافة EVA وإجمالي عائد المنشأة وعائد التدفق النقدي على الاستثمار. فمن المفترض أن القيمة السوقية للسهم الحالي لمنشأة ما تتمثل في القيمة المخصصة للتدفقات النقدية المستقبلية التي ستتحقق لحملة الأسهم ، والتي تعتبر الأساس لخلق قيمة لحامل السهم. وهذا يتطلب ضرورة إتاحة معلومات مناسبة وشاملة ومستقبلية للإدارة ، للمساعدة في ضمان مساهمة كل قرار داخل الشركة في توليد أقصى تدفق نقدي مخصص .

ونظرا لعدم توافر تلك المعلومات ، فإن الأمر يتطلب ألا يتم التركيز على هدف تعظيم قيمة حامل السهم فقط ، وإنما لتعظيم قيمة أصحاب المصالح الأخرى ، من خلال السعي نحو تحقيق أفضل سياسة مطورة للمشروع للنمو الاقتصادي ، واستفادة كل فرد مرتبط بالمنشأة ويتبع سياستها.

### ٣/٢ تعظيم قيمة المنشأة Maximizing the Firm's Value :

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

وإزاء ذلك، حل مفهوم تعظيم ثروة أصحاب المصالح stakeholders' wealth maximization محل مفهوم تعظيم ثروة حامل السهم shareholder's wealth maximization من خلال اتخاذ القرار والسلوك الأخلاقي للشركات. ويقصد بأصحاب المصالح ، تلك المجموعات التي تتدرج بصورة مباشرة أو غير مباشرة في أنشطة المنشأة ، فتؤثر وتتأثر بها وبدونها لا يتحقق تشغيل أو ربح .

وينقسم أصحاب المصالح الى مجموعتين داخلية وخارجية. فالمجموعة الداخلية ( الإدارة والعاملين) تؤثر وتتأثر بالمنشأة ومواردها وعملياتها بشكل مباشر، في حين يكون تأثير معظم فئات المجموعة الخارجية (حملة الأسهم، العملاء ، الدائنون، المستثمرون، المشرعون، الحكومة.. الخ) محدودا وغير مباشرة الى حد كبير. ولكن بعض هذه الفئات تحظى بمكانة تأثيرية قوية، كحملة الأسهم والعملاء والمستثمرين.

ولتعظيم ثروة أصحاب المصالح ، يجب ألا تعطى أفضلية لبعضهم على حساب البعض الآخر حتى لا يحدث ضياع اجتماعي social waste، أى بعبارة أخرى مراعاة البعد الأخلاقي لدى اتخاذ القرارات بالمنشأة، بحيث تتسم قرارات المنشأة بالأخلاقية، بهدف تعظيم قيمة المنشأة تجاه المجتمع. ولتحقيق ذلك، يجب دمج الأشكال الثلاثة التالية من العدالة في قرارات المشروع (Guidi et al., 2008):

- العدالة الاقتصادية، وتعبر عن الحق في استلام مقابل الخدمة المقدمة أو التعويض عن خسارة محتملة.
- العدالة القانونية ، وتعبر عن الالتزام بعدالة مشاركة الأفراد في النظام الإقتصادي.
- العدالة التوزيعية ، وتعبر عن توزيع منافع النظام الإقتصادي على أعضاءه.

وبالرغم من ضرورة دمج الأشكال الثلاثة للعدالة ، إلا أن ذلك لا يعد كافيا لتحقيق التزامات المنشأة تجاه المجتمع . فمن المطلوب الالتزام بمطالب الدين الأخلاقي 'moral debt' claims تجاه أصحاب المصالح الذين لا يوجد لديهم قوى قانونية أو مالية لحصولهم على حقوقهم (Guidi et al., 2008) . وهذا ما يعبر عنه بالمسئولية الاجتماعية Social Responsibility للمنشآت تجاه أصحاب المصالح المختلفة.

## ٣- بطاقة الأداء المتوازن BSC:

١/٣ عيوب استخدام المقاييس المحاسبية:

تتمثل الوظيفة الأساسية للمحاسبة الإدارية في تطوير مقاييس أداء ، تساعد المديرين على تخطيط ورقابة منشاتهم. أي تساعدهم في تقييم مدى نجاح المنظمة ، وتحقيق أغراضها الاستراتيجية ، بغرض تعظيم قيمة المنشأة. ومن أمثلة هذه المقاييس الأرباح ، وربح السهم ، ونسب ربح السهم ، والعائد على الاستثمار، والعائد على حق الملكية. وتواجه هذه المقاييس عدة انتقادات. فهي مقاييس داخلية ، وتاريخية ، وإجمالية، وتركز على تحقيق النتائج في الأجل القصير، وتتجاهل القيمة الزمنية للنقود (Crabtree & Debusk, 2008, Jazayeri & Scapens, 2008 ; Chenhall & Smith, 2007; Lukas et al., 2005) ذلك، فقد تم استخدام المقاييس غير المالية (بجانب المقاييس المالية) في قياس أداء المنظمة، باعتبارها أكثر تنبؤية لأداء المستقبل، وأكثر نفعاً في تحسين الأداء، ومواجهة الضغوط التنافسية المتزايدة، وتنفيذ البرامج الأخرى مثل إدارة الجودة الشاملة Total Quality Management (TQM).

٢/٣ مفهوم بطاقة الأداء المتوازن BSC :

نالت بطاقة الأداء المتوازن (The Balance Scorecard (BSC) إهتماماً واسعاً باعتبارها نظاماً يستخدم المقاييس المالية وغير المالية في المحاسبة الإدارية، لتحقيق أغراضها الاستراتيجية وتحسين أداءها التشغيلي وتقديم قيمة متزايدة لحامل السهم. وتوجد ثلاثة نماذج مختلفة لاستخدام هذه البطاقة. يتمثل النموذج الأول في إطار متعدد الأبعاد لقياس الأداء الاستراتيجي شاملاً المقاييس المالية وغير المالية . في حين يتضمن النموذج الثاني النموذج الأول مضافاً إليه معرفة واضحة لعلاقات السبب والنتيجة The cause-and-effect relationship. أما النموذج الثالث فيتناول النموذج الثاني مركزاً على وضع استراتيجية واضحة بتعريف الأغراض ، وخطط النشاط والتقارير ، مع ربط ذلك بالحوافز (Jazayeri & Scapens, 2008; Speckbacher et al., 2003).

وقد تناول (Kaplan & Norton, 2001) تحول بطاقة الأداء المتوازن من قياس الأداء إلى الإدارة الاستراتيجية ، بكيفية ترجمة هذه الاستراتيجية إلى أشكال تشغيلية من خلال خرائط إستراتيجية ، تعبر عن علاقات السبب والنتيجة لكل وداخل وبين الأبعاد الأربعة التالية:

- بعد مالي، يركز على استراتيجية للنمو، والربحية، والخطر من منظور حامل السهم.
- بعد عميل ، يتناول إستراتيجية خلق قيمة وتميز من منظور العميل.
- بعد عمليات مشروع /داخلية ، يتناول إستراتيجية أولويات لعمليات مشروع مختلفة ترضي حامل السهم والعميل.
- بعد تعلم ونمو ، يركز على أولويات خلق مناخ يدعم التغيير التنظيمي والإبداع والنمو.

وبذلك، لا تعتبر بطاقة الأداء المتوازن مقاييس أداء مالية وغير مالية فقط ، ولكنها تعتبر آلية داخلية تهدف إلى مساعدة إدارة الشركات في إدارة العملية الاستراتيجية بكفاءة لتوليد قيمة



مستدامة أيضا. فالتحسن في نظم قياس الأداء النموذجية يوظف كل من المقاييس المالية وغير المالية، للتأكيد على ربط الاستراتيجية بالعمليات التشغيلية. وفي هذا الشأن، يتم استخدام مدخل الأعلى-الأدنى Top-down approach الذي تقوم بموجبه الإدارة العليا بتطوير رؤيتها الاستراتيجية والاستراتيجيات المطلوب تحقيقها، ببناء خرائط استراتيجية وتحديد المؤشرات الرئيسية والفرعية للأبعاد الأربعة للبطاقة، ثم إيصال هذه الاستراتيجية إلى المستويات الدنيا بالمنظمة لتنفيذها بفاعلية (Gulamhussen & Guerreiro, 2009).

### ٣/٣ بطاقة قيم المشروع (BVS) The Business Values Scorecard :

قدم (Jazayeri & Scapens, 2008) بطاقة قيم المشروع (BVS) كتطوير لبطاقة الأداء المتوازن BSC التي قدمها Kaplan & Norton. وتتضمن هذه البطاقة المطورة خمسة أبعاد تتمثل في الأداء، والأفراد، والعملاء، والشركاء، والإبداع والتكنولوجيا. وقد تطور شكل ومحتوى هذه البطاقة عبر الوقت لتقدم للمديرين على كافة المستويات داخل المنشأة، صورة حقيقية للأداء في الأجلين القصير والطويل.

وتوجد اختلافات هامة بين بطاقة أداء المشروع (BVS) وبطاقة الأداء المتوازن (BSC). فبطاقة قيم المشروع لا تستخدم إستراتيجية تصيغها الإدارة العليا وتفرضها على الإدارات الأقل بالمنشأة، ولكنها تستخدم لتمكين من انبثاق الاستراتيجية من داخل المنشأة وتجنب الشعور بفرضها من قمة الهرم. كما أن محتوى هذه البطاقة لم يصمم ليستخدم فكرة علاقات السبب والنتيجة بجلاء، ولكن على أساس خمس قيم مختلفة يجب أن تتلائم وتتربط مع بعضها، لدمج وتسيق أنشطة وظائف وأنشطة المشروع ككل أكثر من كونها أجزاء فردية (Jazayeri & Scapens, 2008).

### ٤- مكونات الإطار المنهجي المقترح :

يبين الشكل رقم (١) مكونات الإطار المنهجي المقترح لقياس أثر مبادئ حوكمة الشركات على تعزيز قيمة المنشأة. ويتكون هذا الإطار من ثلاثة بنود كما يلي:

١/٤ مبادئ حوكمة الشركات، وتعبر عن خمس مبادئ أقرتها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD عام ٢٠٠٤، وتتضمن حقوق حملة الأسهم، والمعاملة المتكافئة للمساهمين، ودور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات، والإفصاح والشفافية، وأخيرا مسؤوليات مجلس الإدارة.

٢/٤ تعزيز قيمة المنشأة، وتتضمن خمس مجالات هي جودة السلع / الخدمات المنتجة، وتعزيز المنافسة وزيادة الحصة السوقية، وطرح منتجات جديدة ذات طابع فريد، وتعزيز الاستقرار والنمو المستدام، وتعظيم الأرباح لأصحاب المصالح المرتبطة.

٥/٤ قياس قيمة المنشأة باستخدام بطاقة الأداء المتوازن المطورة، وتتضمن خمسة مناظير تتمثل فيما يلي:

- المنظور المالي، ويتضمن مقاييس محاسبية مثل معدل نمو المبيعات، ومعدل العائد على الاستثمار ROI، وصافي الربح التشغيلي، ومعدل دوران الأصول AR، والعائد

- على حق الملكية ROE ، والقيمة الاقتصادية المضافة EVA ، والقيمة السوقية المضافة MVA ، والدخل المنبقي RI .
- منظور العلاقات مع العملاء ، ويتضمن رضا العملاء الحاليين ، والقدرة على الاحتفاظ بالعملاء ، واجتذاب عملاء جدد، وعدد قنوات البيع والخدمة الجديدة، ونسبة المبيعات المرتجة ، وعدد شكاوى العملاء، وأسعار السلعة أو الخدمة الحالية مقارنة بالأسعار المنافسة، وجودة خدمات الضمان المقدمة للعملاء.
- منظور العمليات الداخلية، وتتضمن جذب العمالة الماهرة وذات القدرات الخاصة والاحتفاظ بها ، وبناء مناخ سليم لخطوط السلطة والمسئولية، وتوفير أساس مناسب وعادل لقياس أداء العاملين وحوافزهم، وبيان كمية الأخطاء وسبل تلافيها أو تخفيضها.
- منظور التعلم والنمو، ويتضمن إنتاجية العاملين خلال الفترة ، وعدد المتدربين منهم خلال الفترة، ومستوى إلمامهم بالاستخدام المتخصص للحاسب الآلى، ومستوى رضائهم ، ونسبة ميزانية البحوث والتطوير الى صافى المبيعات ، وتوفير المعرفة اللازمة لتحسين الأداء، وعدد المخترعات والابتكارات فى الفترة الحالية مقارنة بالفترة أو الفترات السابقة، وتنمية رأس المال الفكرى.
- منظور المسؤولية الاجتماعية، وتتضمن حماية البيئة من التلوث ، وعدم الاستنزاف الجامح للموارد الطبيعية، وحماية المستهلك، وتحسين وتطوير المجتمع المحلى.

## ٥- الدراسة التطبيقية:

١/٥ الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية:

١/١/٥ مجتمع وعينة البحث:

يكون مجتمع البحث من الشركات المقيدة فى بورصة الأوراق المالية المصرية، خلال الفترة من ٢٠٠٦/٢٠٠٥ حتى عام ٢٠٠٨/٢٠٠٧ . وقد وقع اختيار مجتمع البحث على هذه الشركات لإمكانية معرفة أثر مبادئ الحوكمة الجيدة على قيمتها. وتم استبعاد الشركات التى ليس لديها بيانات متاحة عن فترة الدراسة المحددة

ومن ثم ، فقد تم اختيار ثمان شركات كعينة للبحث مبينة فى الجدول رقم (١)، لعدة أسباب أهمها: أنها تمثل أهم القطاعات المختلفة الأكثر تداولاً فى البورصة ( ١٨٢ مليار جنيه من إجمالى قيمة التداول وقدرها 363 مليار جنيه، بنسبة 50%)، وأنها أكثر نشاطاً من حيث كمية وقيمة التداول، كما أن بياناتها متاحة عن فترة الدراسة وتنتشر تقاريرها السنوية بصورة دورية، فضلاً عن تزايد اهتماماتها المباشرة وغير المباشرة بموضوع حوكمة الشركات ( البورصة المصرية ، الكتاب السنوى ، ٢٠٠٧ ).

## جدول رقم (١)

الأهمية النسبية لعينة الشركات المختارة المقيدة في بورصة الأوراق المالية  
والأكثر نشاطا من حيث قيمة التداول خلال الفترة من ٢٠٠٣/١/١ إلى ٢٠٠٨/١٢/٣١

م	اسم الشركة	إسم القطاع	قيمة التداول (مليون جنيه)	النسبة %
١	المجموعة المالية هيرمس القابضة.	خدمات مالية (باستثناء البنوك)	١٢١،٤٣٧	١٠،٨٢
٢	أوراسكوم للإنشاء والصناعة.	التشييد ومواد البناء	٦٢،٣١٧	٥،٥٥
٣	أوراسكوم تليكوم القابضة.	اتصالات	٥٧،٥٩٧	٥،١٣
٤	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار.	عقارات	٢٠،٤١٥	١،٨٢
٥	شركة العز لصناعة حديد التسليح.	موارد أساسية	٣٤،٤٠٩	٣،٠٦
٦	الشركة العربية لحليج الأقطان.	منتجات منزلية وشخصية	٣٨،٨٢٩	٣،٤٦
٧	الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول.	اتصالات	٢٣،٧٩٠	٢،١٢
٨	الشركة القابضة المصرية الكويتية.	خدمات مالية (باستثناء البنوك)	١٦،٩٥٨	١،٥١

المصدر:- البورصة المصرية ، الكتاب السنوى ٢٠٠٧ ، جدول رقم ٧ ، ص ٥١.

- الهيئة العامة لسوق المال - إدارة المعلومات ، رقم التقرير TRP\_270 بتاريخ  
٢٠٠٩/٣/١٧ .

## ٢/١/٥ فترة الدراسة:

تناولت الدراسة بحث دور حوكمة الشركات فى تعظيم قيمة الشركات المقيدة فى سوق  
الأوراق المالية . وقد اقتصرت الدراسة على الفترة من ٢٠٠٦/٢٠٠٥ إلى ٢٠٠٨/٢٠٠٧ . حيث  
تعتبر الفترة ٢٠٠٦/٢٠٠٥ عن ما قبل صدور دليل قواعد الحوكمة فى مصر ، بينما تعتبر الفترة  
٢٠٠٧/٢٠٠٦ و ٢٠٠٨/٢٠٠٧ عن الفترة التى تلت صدور الدليل.

## ٣/١/٥ حدود البحث:

تتمثل حدود البحث فى العناصر الرئيسية التالية:

- بالنسبة للحدود الخاصة بعينة البحث ، اقتصرت الدراسة على ثمان شركات مقيدة فى  
بورصة الأوراق المالية المصرية والأكثر نشاطا من حيث قيمة التداول.

- بالنسبة لقياس قيمة المنشأة ، اقتصر القياس على استخدام العائد على الأصول ROA ، والعائد على حق الملكية ROE ، والقيمة المضافة MVA .
  - بالنسبة للحدود الزمنية، تم جمع البيانات اللازمة للدراسة التطبيقية عن فترة ثلاث سنوات ، تبدأ من ٢٠٠٦/٢٠٠٥ حتى ٢٠٠٨/٢٠٠٧ .
- ٤/١/٥ مصادر جمع البيانات:

- اعتمد الباحث على المصادر الثانوية في الحصول على البيانات المطلوبة لإجراء الدراسة التطبيقية ، والتي تتمثل في :
    - التقارير السنوية للشركات عينة الدراسة من مصادرها على موقع الشركات على شبكة الإنترنت .
    - التقارير السنوية للشركات من شركة مصر لنشر المعلومات التابعة للبورصة المالية المصرية .
    - كتاب الإفصاح السنوي لأنشط ٥٠ شركة تصدره بورصة الأوراق المالية سنويا .
- ٥/١/٥ متغيرات الدراسة:

تشمل متغيرات الدراسة في نوعين من المتغيرات . يتمثل النوع الأول في متغيرات مستقلة، تعبر عن مبادئ حوكمة الشركات من خلال مقياس Standard & Poor's ، بينما يتمثل النوع الثاني في متغيرات تابعة تقيس أثر مبادئ حوكمة الشركات على قيمة المنشأة . وتتمثل هذه المتغيرات فيما يلي :

#### - المتغيرات المستقلة X ( مقياس Standard & Poor's ):

استخدم الباحث مؤشر ستاندرد آند بور Standard & Poor's ، لتقييم مدى تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات على عينة الشركات محل الدراسة، وذلك ، من خلال تقاريرها السنوية المنشورة. ويتكون هذا المؤشر من ثلاث مجموعات رئيسية ، تتضمن ١٢ عنصرا كما يلي (Patel et al., 2002):

- المجموعة الأولى: هيكل الملكية وحقوق المستثمرين ويتناول:
  - ١- شفافية هيكل الملكية .
  - ٢- درجة تركيز هيكل الملكية.
  - ٣- إجراءات التصويت والمقابلات بين المساهمين .
- المجموعة الثانية: الشفافية المالية والإفصاح عن المعلومات وتتضمن :
  - ١- اتجاهات الشركة .
  - ٢- السياسة المحاسبية.
  - ٣- تفاصيل السياسات المحاسبية .
  - ٤- المعاملات مع الأطراف ذوى العلاقة.
  - ٥- المعلومات عن مراجع الحسابات الخارجى .
- المجموعة الثالثة : هيكل وعمليات مجلس الإدارة وتتناول :
  - ١- هيكل مجلس الإدارة .
  - ٢- دور مجلس الإدارة.
  - ٣- مكافآت وتدريب أعضاء مجلس الإدارة .
  - ٤- تقييم ومكافآت المديرين التنفيذيين .

- المتغيرات التابعة Y Tobin's q:

- تقيس المتغيرات التابعة قيمة المنشأة ، وتمثل هذه المتغيرات فيما يلي :
- ١- العائد على الأصول (ROA) Return on Assets ، ويتم حسابه بقسمة قيمة المكاسب السنوية للشركة على إجمالي أصولها.
  - ٢- العائد على حق الملكية (ROE) Return on Equity ، ويتم حسابه بقسمة صافي الربح على حق الملكية بالقيمة الدفترية.
  - ٣- القيمة السوقية المضافة (MVA) Market Value Added ، ويعبر عن الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية.
- ٦/١/٥ الأساليب الإحصائية المستخدمة :

- استخدم الباحث مجموعة من الأساليب الإحصائية التي يمكن من خلالها اختبار فروض البحث وهي :
- ١- تحليل التباين (F-test) ، لقياس الفروق المعنوية بين قيم مؤشر ستاندر د أند بور للشركات الممثلة للقطاعات محل الدراسة.
  - ٢- تحليل الارتباط والمساهمة النسبية بين مؤشر ستاندر د أند بور ومجموعاته الرئيسية ، وبين المجموعات الرئيسية للمؤشر والمتغيرات التابعة التي تقيس قيمة المنشأة .
  - ٣- تحليل التمايز ، الذي يعد أحد الأساليب الإحصائية لتحليل المتغيرات المتعددة ذات الطبيعة التنبؤية ، والذي يتعامل مع هياكل البيانات التي تتضمن عدة متغيرات مستقلة ومتغير تابع نوعي. ويقوم تحليل التمايز بالاجابة على الدلالة الإحصائية للتمايز بين قيم مؤشر ستاندر د أند بور، ويتم من خلاله التنبؤ بمدى تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات .
  - ٤- الانحدار اللوجستي، الذي يستخدم لإيجاد معادلة تمايز بين عناصر مؤشر ستاندر د أند بور، بهدف تقدير الوزن المعياري لقواعد حوكمة الشركات .

## ٢/٥ تحليل نتائج الدراسة التطبيقية:

أولاً : نتائج تحليل التباين (إختبار F) :

استخدم الباحث إختبار (F) ، لقياس الفروق المعنوية بين القطاعات المختلفة محل الدراسة، من خلال مؤشر ستاندر د أند بور، لتقسيم هذه القطاعات الى مجموعات ، حسب درجة تطبيقها لقواعد الحوكمة.

### ١- قياس الفروق المعنوية بين القطاعات لهيكل الملكية وحقوق المساهمين:

ويوضح جدول (٢) نتائج تحليل التباين، لقياس الفروق المعنوية بين الشركات الممثلة للقطاعات المختلفة محل الدراسة، والخاصة بمؤشر هيكل الملكية وحقوق المستثمرين .

جدول (٢) : نتائج اختبار (F) لقياس الفروق المعنوية بين القطاعات المختلفة لعناصر هيكل الملكية و حقوق المستثمرين .

الشركة	القطاع	شفافية الهيكل	تركيز الهيكل	النصوبت و المقابلات بين المساهمين
المجموعة المالية هيرمس القابضة.	خدمات مالية (٢)	.9643	.3333	.0000
أوراسكوم للإنشاء والصناعة.	التشييد ومواد البناء (٢)	1.5357	.1667	.5625
أوراسكوم تليكوم القابضة.	اتصالات (٣)	1.5357	2.0000	.3750
السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار.	عقارات (٤)	.8214	1.4167	.2813
شركة العز لصناعة حديد التسليح.	موارد أساسية (٥)	.6786	2.5000	.6563
الشركة العربية لألحيج الأقطان.	منتجات منزلية (٦)	.7143	.0000	.0000
الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول.	اتصالات (٧)	1.6786	2.3333	.1250
الشركة القابضة المصرية الكويتية.	خدمات مالية (٨)	.5714	.0000	.0000
قيمة ف				
١٦,٧١				
٩,٧٤				
٦,١٨				
** مستوى المعنوية ١%				
المعنوية				
**				

من الجدول السابق يتضح ما يلي:

- وجود فروق عالية المعنوية بين القطاعات محل الدراسة في المؤشر الخاص بشفافية هيكل الملكية. حيث لوحظ أن القطاعات أرقام (٢,٣,٧) هم أعلى القطاعات بمتوسطات معيارية ( ١,٦٧ ، ١,٥٣ ، ١,٥٣ ) على التوالي. ويلي ذلك القطاع الأول بدرجة متوسطة بمتوسط معيارى (٠,٩٦). في حين تعتبر القطاعات أرقام (٨,٥,٦,٤) أقل القطاعات تنفيذا لذلك.
- حازت القطاعات أرقام (٤,٣,٧,٥) أعلى قيم للقطاعات محل الدراسة في مؤشر تركيز هيكل الملكية ، وبمتوسطات معيارية ( ٢,٥ ، ٢,٣ ، ٢,٠ ، ١,٤ ) بينما جاءت القطاعات أرقام ( ٦ ، ٨ ، ٢ ، ١ ) كأقل قطاعات تنفيذا لذلك .
- حظيت القطاعات أرقام ( ٣ ، ٢ ، ٥ ) بأعلى قيمة بالنسبة لمؤشر هيكل الملكية وحقوق المستثمرين، بينما انخفضت باقي القطاعات بفروق عالية المعنوية عن سابقتها في قيم هذا المؤشر .
- مما سبق يتضح، أن أعلى القطاعات ارتفاعا في قيم مؤشر هيكل الملكية وحقوق المستثمرين هو قطاع الاتصالات وتمثله شركة أوراسكوم تليكوم القابضة ، ويليها الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول ، ثم قطاع الموارد الأساسية ويمثله شركة العز لصناعة حديد التسليح ، ويلي ذلك قطاع التشييد والبناء ويمثله شركة أوراسكوم للإنشاءات والصناعة .

٢- قياس الفروق المعنوية بين القطاعات لعناصر الشفافية المالية والإفصاح عن المعلومات: ويوضح جدول رقم (٣) النتائج الخاصة باختبار (F) لعناصر مؤشر الشفافية المالية والإفصاح عن المعلومات.

جدول (٣) : نتائج اختبار (F) لقياس الفروق المعنوية بين القطاعات المختلفة لعناصر الشفافية المالية والإفصاح عن المعلومات

المعلومات عن مراجع الحسابات	المعاملات مع الأطراف ذوى العلاقة	تفاصيل السياسة المحاسبية	السياسة المحاسبية	أوجهات الشركة	القطاع	الشركة
.5000	.7500	1.0000	.5000	.4107	خدمات مالية (١)	المجموعة المالية هيرمس القابضة.
.5000	.5625	.6667	.5000	.5000	التشييد ومواد البناء (٢)	أوراسكوم للإنشاء والصناعة.
.5000	1.0000	1.0000	.5000	.5000	اتصالات (٣)	أوراسكوم تليكوم القابضة.
.5000	.8125	1.0000	.5833	.5536	عقارات (٤)	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار.
.5000	.8750	1.0000	.6250	.6607	مصادر أساسية (٥)	شركة العز لصناعة حديد التسليح.
.5000	.7500	.9167	.5000	.2857	منتجات منزلية (٦)	الشركة العربية لحليج الأقطان.
.8750	.9375	1.0000	.5000	.6964	اتصالات (٧)	الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول
.5000	.7500	.8333	.6667	.1429	خدمات مالية (٨)	الشركة القابضة المصرية الكويتية.
٩,٠٠	٢,٥٠	٧,٢٨	٤,٤١	٣,٦٥		قيمة ف
**	**	**	**	**		المعنوية

\*\* مستوى المعنوية ١%

من الجدول السابق يتضح وجود فروق عالية المعنوية بين القطاعات المختلفة محل الدراسة في العناصر الخاصة بهذا المؤشر كالتالي :

أ - عنصر اتجاهات الشركة : نالت القطاعات أرقام (٧، ٥) أعلى متوسطات معيارية لهذا العنصر، حيث بلغت (٠,٦٩ ، ٠,٦٦) على التوالي. بينما نالت القطاعات أرقام (٤، ٣، ٢) درجة متوسطة. في حين كانت القطاعات أرقام (١، ٦، ٨) أقل القطاعات تنفيذًا لهذا العنصر .

ب - السياسة المحاسبية : حظيت القطاعات أرقام (٨، ٥) أعلى مرتبة. في قيمة مؤشر السياسة المحاسبية ، بمتوسطات معيارية بلغت (٠,٦٦ ، ٠,٦٢) على التوالي، وبفارق عالي المعنوية عن باقي القطاعات محل الدراسة.

ج - تفاصيل السياسات المحاسبية : نالت القطاعات أرقام (٧، ٥، ٤، ٣، ١) أعلى مرتبة تنفيذًا لتفاصيل السياسات المحاسبية، حيث بلغت قيمة المتوسطات المعيارية لها (١). أما القطاعات أرقام (٦، ٨)، فقد جاءت في الدرجة المتوسطة، بمتوسطات معيارية (٠,٩١، ٠,٨٣) على التوالي. ثم يأتي القطاع رقم (٢) بأقل متوسط معيارى (٠,٦٦) مؤكداً عدم اهتمامه في الإفصاح عن تفاصيل السياسات المحاسبية .

د - المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة : حظيت القطاعات أرقام (٣، ٧، ٥) بأعلى متوسطات معيارية لهذا العنصر، حيث بلغت (١,٠٠، ٠,٩٣، ٠,٨٧) على التوالي . بينما انخفضت باقي القطاعات بقيم معيارية أقل من سابقتها وبفارق معنوى .

هـ - المعلومات عن مراجع الحسابات الخارجى : يعتبر القطاع السابع هو أعلى قيمة في هذا العنصر، حيث بلغ متوسطه المعيارى (٠,٣٧). بينما انخفضت قيم المتوسطات المعيارية لباقي القطاعات وبفارق معنوى بقيم (٠,٥٠) .

مما سبق من نتائج الجدول رقم (٤) يلاحظ أن قطاعى الاتصالات والموارد الأساسية (٧،٥) هما أكثر القطاعات تطبيقًا لجميع عناصر مؤشر الشفافية المالية والإفصاح عن المعلومات، يليها قطاعى العقارات والاتصالات (٤، ٣) في درجة متوسطة من الإفصاح ، ويعتبر قطاعا الخدمات المالية والمنتجات المنزلية (١، ٦) أقل القطاعات تطبيقًا لمؤشر الشفافية المالية والإفصاح عن المعلومات .

٢- قياس الفروق المعنوية بين القطاعات لعناصر هيكل الملكية وعمليات مجلس الإدارة:

كما يوضح جدول (٤) نتائج اختبار (F) ، لقياس الفروق المعنوية بين القطاعات المختلفة لعناصر هيكل وعمليات مجلس الإدارة:



جدول (٤) : نتائج اختبار (F) لقياس الفروق المعنوية بين القطاعات المختلفة لعناصر هيكل وعمليات مجلس الإدارة

الشركة	القطاع	هيكل مجلس الإدارة	دور مجلس الإدارة	مكافآت مجلس الإدارة	تقييم و مكافآت المديرين التنفيذيين
المجموعة المالية هيرمس القابضة.	خدمات مالية (١)	.1250	.1458	.0000	.0000
أوراسكوم للإنشاء والصناعة.	التشييد ومواد البناء (٢)	.3438	.0000	.0000	.0278
أوراسكوم تليكوم القابضة.	اتصالات (٣)	.3750	.2708	.0000	.0000
السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار.	عقارات (٤)	.2813	.3125	.0000	.1389
شركة العز لصناعة حديد التسليح.	موارد أساسية (٥)	.3125	.5417	.0000	.3056
الشركة العربية لحليج الأقطان.	منتجات منزلية (٦)	.1250	.2708	.0000	.0000
الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول	اتصالات (٧)	.3750	.2708	.0000	.1944
الشركة القابضة المصرية الكويتية.	خدمات مالية (٨)	.1250	.0000	.0000	.0000
قيمة ف					
٥,٥٢					
٧,٣١					
٠,١٠					
٥,٥٩					
**					
NS					
**					

NS غير معنوي

\*\* معنوي على ١% .

من الجدول السابق يتضح ما يلي

أ- هيكل مجلس الإدارة : نالت القطاعات أرقام (٧ ، ٣ ، ٢ ، ٥ ، ٤) متوسطات معيارية مرتفعة تراوحت بين (٠,٣٧ الى ٠,٨٢) ومختلفة اختلافا معنويا عن القطاعات أرقام (٨ ، ٦ ، ١) التي انخفض متوسطها المعيارى الى (٠,١٢٥) . وهذا يؤكد على اهتمام المجموعة الأولى من القطاعات بأهمية عنصر هيكل مجلس الإدارة .

ب- دور مجلس الإدارة : نال القطاع رقم (٥) أعلى اهتمام بدور مجلس الإدارة، حيث بلغ متوسطه المعيارى (٠,٥٤) وبفارق معنوي عن باقى القطاعات . أما القطاعات أرقام (٤ ، ٧ ، ٦ ، ٣) فقد كان اهتمامها بالإفصاح عن دور مجلس الإدارة فى الدرجة المتوسطة وبمتوسطات معيارية تراوحت بين ( ٠,٣١ الى ٠,٢٧) . فى حين انخفضت قيم المتوسطات المعيارية انخفاضاً معنويا فى القطاعات أرقام ( ١ ، ٨ ، ٢) ، مؤكدة على عدم اهتمامها بدور مجلس الإدارة .

ج - مكافآت وتدريب أعضاء مجلس الإدارة : لم توضح جميع القطاعات محل الدراسة مدى تطبيق عنصر مكافآت وتدريب أعضاء مجلس الإدارة ، حيث حصلت جميع القطاعات على متوسطات معيارية قيمتها ( ٠,٠ ) ، مما يؤكد على أن هذا العنصر لا يستحب الإفصاح عنه، مما يجعله يؤثر تأثيرا سلبيا على مبدأ الحوكمة .

د - تقييم ومكافآت المديرين التنفيذيين : نال القطاعات رقما ( ٥ ، ٧ ) أكبر اهتمام بهذا العنصر ، وبفارق معنوي عن باقي القطاعات التي انخفضت المتوسطات المعيارية لها الى الحد الأدنى .

كما سبق من نتائج الجدول رقم (٥) يتضح ان القطاعات رقم ( ٥ ، ٧ ) هي أعلى القطاعات اهتماما بمؤشر هيكل وعمليات مجلس الإدارة .

ومن خلال نتائج الجداول (٣ - ٥) ، يلاحظ أن قطاعات الموارد الأساسية والاتصالات أرقام ( ٥ ، ٧ ، ٣ ) هي أعلى القطاعات في تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات، وذلك من خلال مؤشر ستاندرد أند بور، مؤكدة أنها ذات أكثر تعظيما لقيمة المنشأة ، وأكثر تأمينا لتحقيق رغبات أصحاب المصالح المختلفة ( حملة الأسهم ، العملاء ، العاملون ، الموردون .... الخ). وبذلك يتأكد عدم صحة الفرض رقم (١) والذي ينص على " لا توجد فروق ذو دلالة احصائية بين قيم مؤشر ستاندرد أند بور للشركات الممثلة للقطاعات محل الدراسة".

### ثانيا- نتائج تحليل الارتباط :

استخدم الباحث تحليل الارتباط بين المجموعات الرئيسية المكونة لمؤشر ستاندرد أند بور، وذلك لتقدير أكثر هذه المجموعات ارتباطا وتأثيرا في قيمة هذا المؤشر. ويوضح جدول (٥) نتائج تحليل الارتباط والمساهمة النسبية لأثر المجموعات الرئيسية على قيمة مؤشر ستاندرد أند بور .

من الجدول رقم (٥) يتضح ظهور تأثيرات معنوية مختلفة لمجموعات وعناصر مؤشر ستاندرد أند بور كما يلي :

١- عناصر أكثر ارتباطا بالمؤشر : تعتبر درجة تركيز شفافية هيكل الملكية الأكثر ارتباطا بمؤشر ستاندرد أند بور، حيث بلغ معامل ارتباطها (٠,٩) وبمساهمة نسبية مقدارها (٨١% ) . يلي ذلك عنصر الشفافية والأفصاح عن اتجاهات الشركة بمعامل ارتباط (٠,٨٥٨) وبمساهمة نسبية (٧٣%). ثم عنصر هيكل مجلس الإدارة بمعامل ارتباط (٠,٧١) وبمساهمة نسبية (٥٠%). وبذلك يتأكد أن هذه العناصر تعتبر أكثر العناصر تأثيرا في المؤشر ، وتعتبر بالتالي أهم العناصر عند تقييم مدى تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات .

٢- عناصر ذات ارتباط متوسط : يوجد سبعة عناصر ذات تأثير متوسط على قيمة مؤشر ستاندرد أند بور وهي على الترتيب كما يلي: دور مجلس الإدارة بمعامل ارتباط (٠,٦٧) وبمساهمة نسبية (٤٤,١٩%) ، وإجراءات التصويت والمقابلات بين المساهمين بمعامل ارتباط (٠,٦٦٥) وبمساهمة نسبية (٤٤,٢٢%) ، وشفافية هيكل الملكية بمعامل ارتباط (٠,٥٨٧) وبمساهمة نسبية (٤٣,٤%) ، وتقييم ومكافآت المديرين التنفيذيين بمعامل

ارتباط (٠,٥٧٥) وبمساهمة نسبية (٣٣,٨%) ، الشفافية والأفصاح عن المعاملات مع الأطراف ذوى العلاقة بمعامل ارتباط (٠,٥٥) وبمساهمة نسبية (٣٠,٨%) ، والمعلومات عن مراجع الحسابات الخارجى بمعامل ارتباط (٤,٥٩) وبمساهمة نسبية (٢١,٠٦%) ، الشفافية والأفصاح عن السياسات المحاسبية بمعامل ارتباط (٠,٤٢٢) وبمساهمة نسبية (١٧,٨%) .

جدول (٥) نتائج تحليل الارتباط والمساهمة النسبية  
لأثر المجموعات الرئيسية على مؤشر استاندر د أند بور .

العناصر	معامل الارتباط (R)	المساهمة النسبية % (R <sup>2</sup> )	المعنوية
١- شفافية هيكل الملكية.	٠,٥٨٧	٣٤,٤٠	**
٣- درجة تركيز هيكل الملكية.	٠,٩٠٠	٨١,٠٠	**
٤- إجراءات التصويت والمقابلات بين المساهمين.	٠,٦٦٥	٤٤,٢٢	**
٥- الشفافية والإفصاح عن اتجاهات الشركة.	٠,٨٥٨	٧٣,٠٠	**
٦- السياسات المحاسبية.	-٠,١٢١	١,٤٠	NS
٦- تفاصيل السياسات المحاسبية.	٠,٤٢٢	١٧,٨٠	**
٧- المعاملات مع الأطراف ذوى العلاقة.	٠,٥٥٥	٣٠,٨٠	**
٨- المعلومات عن مراجع الحسابات الخارجى.	٠,٤٥٩	٢١,٦٠	**
٩- هيكل مجلس الإدارة.	٠,٧١٣	٥٠,٠٠	**
١٠- دور مجلس الإدارة.	٠,٦٧٠	٤٤,١٩	**
١١- مكافآت وتدريب أعضاء مجلس الإدارة.	٠,٠٠	٠,٠٠	NS
١٢- تقييم ومكافآت المديرين التنفيذيين.	٠,٥٧٥	٣٣,٨٠	**

\*\* مستوى معنوية ١% . NS غير معنوية

٣- عناصر غير مؤثرة : يعتبر الإفصاح عن السياسات المحاسبية وتقييم ومكافآت المديرين التنفيذيين عناصر غير معنوية فى التأثير على قيمة مؤشر استاندر د أند بور، وتعتبر بالنالى أقل أهمية عند استخدامها لتقييم مدى تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات .

من النتائج السابقة، يمكن الاعتماد بشكل أساسى على العناصر الثلاثة الرئيسية الأولى ذات الارتباط والمساهمة النسبية المرتفعة ، عند تقييم حوكمة الشركات ، والتي لها تأثير كبير فى تعظيم قيمة الشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية . وبالتالي يمكن رفض الفرض رقم (٢) الذى ينص على " لا توجد علاقات ارتباطية ذات دلالة احصائية بين مؤشر ستاندر د أند بور ومجموعاته الرئيسية " .

## ثالثًا : نتائج استخدام أسلوب تحليل التمايز:

قام الباحث بإجراء اختبار الفروض النظرية لأسلوب تحليل التمايز على بيانات الدراسة وثبت توافر معظم هذه الافتراضات . وبعد ذلك ، قام الباحث بتطبيق أسلوب تحليل التمايز، بهدف تحديد أهم العناصر التي يمكن من خلالها التمييز بين العناصر المختلفة لمؤشر استنادر أند بور، وتحديد أفضل هذه العناصر لتقييم مدى تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة على الشركات في القطاعات المختلفة ، بغض النظر عن نوع القطاع . وفيما يلي عرض لنتائج تحليل التمايز التي توصلت إليها الدراسة :

أ - قياس الفروق المعنوية بين قيم العناصر المختلفة لمؤشر استنادر أند بور.

يوضح الجدول رقم (٦) الفروق المعنوية بين قيم العناصر المختلفة لمؤشر استنادر أند بور:

جدول (٦): نتائج تحليل التباين ( Univariate ANOVA )

لقياس الفروق المعنوية بين قيم العناصر المختلفة لمؤشر استنادر أند بور.

المعنوية	قيمة ف	ويلكس لامدة	النسب المالية
٠,٠٠٠	١٦,٧١٠	٠,١٧٠	١-شفافية هيكل الملكية.
٠,٠٠٠	٩,٧٤٥	٠,٢٦٠	٢-درجة تركيز هيكل الملكية
٠,٠٠٠	٦,١٨١	٠,٣٥٧	٣-إجراءات التصويت والمقابلات بين المساهمين.
٠,٠٠٨	٣,٦٥٩	٠,٤٨٤	٤-الشفافية والإفصاح عن اتجاهات الشركة.
٠,٠٠٣	٤,٣١٤	٠,٤٤٣	٥-السياسات المحاسبية.
٠,٠٠٠	٧,٢٨٦	٠,٣٢٠	٦-تفاصيل السياسات المحاسبية.
٠,٠٤٤	٢,٥٠٥	٠,٥٧٨	٧-المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة.
٠,٠٠٠	٩,٠٠٠	٠,٢٧٦	٨-المعلومات عن مراجع الحسابات الخارجى.
٠,٠٠١	٥,٥٢٧	٠,٣٨٣	٩-هيكل مجلس الإدارة.
٠,٠٠٠	٧,٢٠٨	٠,٣٢٢	١٠-دور مجلس الإدارة.
NS	٠,٠٠	٠,٠٠	١١-مكافآت وتدريب أعضاء مجلس الإدارة.
٠,٠٠١	٥,٥٩٤	٠,٣٨٠	١٢-تقييم ومكافآت المديرين التنفيذيين.

NS غير معنوى

\*\* مستوى معنوية ١%.

من الجدول السابق يتضح وجود اختلافات عالية المعنوية عند مستوى (١%)، تؤكد على الأهمية النسبية لعناصر المؤشر، لكونها تسهم بدرجة كبيرة في القدرة التفسيرية للدالة. ويؤكد ذلك ارتفاع قيمة (ف) مع انخفاض قيمة ويلكس لameda .

ب - قياس الفروق المعنوية لأهم العناصر المتميزة بمؤشر استنادرد آند بور وتؤثر بفاعلية في خلق قيمة للمنشأة:

ويوضح جدول (٧) أهم العناصر المتميزة بمؤشر استنادرد آند بور مرتبة تصاعديا حسب أهميتها النسبية وتؤثر بفاعلية في خلق قيمة للمنشأة

جدول (٧) : أهم عناصر المتميزة بمؤشر استنادرد آند بور مرتبة تصاعديا حسب أهميتها النسبية وتؤثر في خلق قيمة للمنشأة

عناصر المؤشر	ويلكس لameda	قيمة ف	المعنوية
١- شفافية هيكل الملكية.	٠,١٧٠	١٦,٧١٠	٠,٠٠٠
٢- دور مجلس الإدارة.	٠,٠٤٢	١٢,٧٦٦	٠,٠٠٠
٣- السياسات المحاسبية.	٠,٠١٢	١٠,٩٨٣	٠,٠٠٠
٤- المعلومات عن مراجع الحسابات الخارجى.	٠,٠٠٤	١٠,٢٣١	٠,٠٠٠
٥- درجة تركيز هيكل الملكية	٠,٠٠١	٩,٥٠٤	٠,٠٠٠
٦- إجراءات التصويت والمقالات بين المساهمين.	٠,٠٠٠	٩,٣٠٧	٠,٠٠٠
٧- هيكل مجلس الإدارة.	٠,٠٠٠	٩,٩٦٥	٠,٠٠٠
٨- المعاملات مع الأطراف ذوى العلاقة.	٠,٠٠٠	١١,٦٣٦	٠,٠٠٠

\*\* مستوى معنوية ١ % .

من الجدول السابق ، يتضح أن تحليل التمايز أظهر العناصر التالية المرتبة تصاعديا يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بدرجة تطبيق الشركات لمبدأ الحوكمة: شفافية هيكل الملكية و دور مجلس الإدارة والسياسات المحاسبية، والمعلومات عن مراجع الحسابات الخارجى، و درجة تركيز هيكل الملكية، وإجراءات التصويت والمقالات بين المساهمين ، وهيكل مجلس الإدارة بالإضافة الى المعاملات مع الأطراف ذوى العلاقة. حيث كانت قيم (ف) لهم ( ١٦,٧١٠ ، ١٢,٧٦٦ ، ١٠,٩٨٣ ، ١٠,٢٣١ ، ٩,٥٠٤ ، ٩,٣٠٧ ، ٩,٩٦٥ ، ١١,٦٣٦ ) على الترتيب، بينما كانت قيم ويلكس لameda ( ٠,١٧٠ ، ٠,٠٤٢ ، ٠,٠١٢ ، ٠,٠٠٤ ، ٠,٠٠١ ، ٠,٠٠٠ ، ٠,٠٠٠ ، ٠,٠٠٠ ) على التوالي . وهذا يؤكد ارتفاع القدرة التمييزية لهذه العناصر فى التنبؤ بقدرة الشركة فى تعزيز قيمة المنشأة ككل، بالتالى قيمة حامل السهم وعملاء الشركة وأصحاب المصالح الأخرى .

تقييم كفاءة نموذج التمايز التنبؤي المقترح :

لجأ الباحث الى تقدير مجموعة من المعالم الاحصائية التي يمكن من خلالها تقييم كفاءة نموذج التمايز السابق . حيث توضح نتائج جدول (٨) اختبار معنوية هذا النموذج ومدى إمكانية الاعتماد عليه في الحكم على دور الشركة في تعظيم قيمة المنشأة:

جدول (٨) : نتائج اختبار معنوية تقييم كفاءة نموذج التمايز المقترح

المعالم الإحصائية	إجمالي قيم المراحل
قيمة أيجن ( Eigen value )	٨٤,١١
ارتباط كانونيكل ( Canonical Correlation "R")	٠,٩٩١
مربع إيتا ( $R^2$ )	٩٨,٢١
وليكس لمدا ( Wilks Lambda )	٠,٠٠٠
مربع كاي ( $X^2$ )	٢٥٣,٢٦
المعنوية	٠,٠٠٠

من الجدول السابق يتضح إمكانية اختبار معنوية هذا النموذج، والاعتماد عليه في الحكم على دور الشركة في تعظيم قيمة المنشأة من خلال ما يلي:

أ - قيمة أيجن ، والتي تعبر عن اختبار الجذور الكامنة التي توضح أى من دوال التمييز يجب تفسيرها. وقد أوضحت نتائج الجدول السابق وجود دالة تمييز واحدة تبلغ (٨٤,١١) وتمثل ١٠٠% من التباين المفسر، مما يؤكد دقة دوال التمايز الناتجة.

ب- معامل ارتباط التوافق (ارتباط كانونيكل) ، والذي يقيس قوة الارتباط بين متغيرات دالة التمايز (عناصر المؤشر) والمتغير التابع (قدرة الشركة على تطبيق مبدأ الحوكمة). وتوضح نتائج الجدول السابق أن قيمة هذه المعامل مرتفعة وموجبة ( ٠,٩٩١ )، مما يدل على أن العناصر الخاصة بدالة التصنيف ترتبط ارتباطاً قوياً، ويمكن الاعتماد عليها في الحكم على دور الشركة في تعظيم قيمة المنشأة.

ج - مربع إيتا ، ويعرف بأنه مربع ارتباط كانونيكل، فيقيس القدرة التصنيفية للنموذج. وقد أوضحت النتائج ارتفاع قيمته الى (٩٨,٢١%) .

د- معامل وليكس لمدا ، ويهتم باختبار بواقى التمايز لتفسير قدرة عناصر المؤشر المقترحة على التمييز. وتوضح النتائج انخفاض قيمته الى أدنى مستوى ( ٠,٠٠٠ )، مما يدل على ارتفاع معنوية قدرة النموذج المقترح على التمييز في الحكم على دور الشركة في تعظيم قيمة المنشأة.

هـ - مربع كاي ، ويؤكد على أن عناصر المؤشر المقترحة لا ترجع الى الصدفة ، حيث كانت قيمته ( ٢٥٣,٢٦ ) ، وهى قيمة مرتفعة ومعنوية عند جميع مستويات المعنوية المتعارف عليها .

مما سبق يمكن رفض الفرض رقم (٣) والذي ينص على " لا يوجد دالة تمايز ذات دلالة احصائية بين قيم مؤشر ستاندر آند بور يمكن من خلالها التنبؤ بمدى تطبيق مبادئ و قواعد حوكمة الشركات " .

#### رابعاً- نتائج تحليل الانحدار اللوجيستى:

استخدم الباحث تحليل الانحدار اللوجيستى ، بهدف تحديد معاملات التمايز بوحداتها الأصلية. يوضح جدول (٩) قيم معاملات دالة التمييز الخطية غير المعيارية (معادلات الانحدار اللوجيستى) الخاصة بأهم عناصر مؤشر ستاندر آند بور.

من الجدول رقم (٩) يتضح أن تحليل الانحدار اللوجيستى قد قام باختيار أهم العوامل الثمانية التى يمكن من خلالها بناء دالة التمايز وهى : شفافية هيكل الملكية، ودرجة تركيز هيكل الملكية، وإجراءات التصويت والمقالات بين المساهمين، والسياسات المحاسبية، والمعاملات مع الأطراف ذوى العلاقة ، والمعلومات عن مراجع الحسابات الخارجى، وهيكل مجلس الإدارة ، ودور مجلس الإدارة. وبذلك، يمكن صياغة دالة التصنيف " النموذج التصنيفى " من خلال معاملات الانحدار اللوجيستية بجدول ٩ .

كما أوضحت النتائج أن قيمة الوزن المعيارى للدالة اللوجيستية يمكن أن يؤخذ دليلاً على قدر الشركة على تطبيق مبادئ الحوكمة، مما يعكس على تعظيم قيمة المنشأة . فمن خلال نتائج الجدول يلاحظ أن ارتفاع الوزن المعيارى للشركات بالترتيب التالى :

الترتيب	الشركة
(٧)	١- المجموعة المالية هيرمس القابضة.
(٥)	٢- أوراسكوم للإنشاء والصناعة.
(٢)	٣- أوراسكوم تليكوم القابضة.
(٤)	٤- السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار.
(٦)	٥- شركة العز لصناعة حديد التسليح.
(٨)	٦- الشركة العربية لطليح الأقطان.
(١)	٧- الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول
(٣)	٨- الشركة القابضة المصرية الكويتية.

وبذلك، يلاحظ أن الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول قد حظيت بالمرتبة الأولى ، باعتبارها أفقر الشركات على تطبيق مبادئ الحوكمة وتعظيم قيمة منشأتها. ويرجع ذلك الى انفتاحها الكبير على العالم الخارجى، والمنافسة القوية التى تواجهها من الشركات المثيلة، وإنشائها إدارة مختصة بالحوكمة ذات كفاءة عالية. وبلى ذلك أوراسكوم تليكوم

القابضة، ثم الشركة القابضة المصرية الكوئيتية. ويأتى فى المرتبتين الأخيرتين المجموعة المالية هيرمس القابضة ، والشركة العربية لحليج الأقطان.

خامسا - تقييم العلاقة بين العناصر الرئيسية المكونة لمقياس استنادرد أند بور والمتغيرات التابعة :

لجأ الباحث الى ايجاد علاقة بين العناصر الرئيسية لمؤشر استنادرد أند بور والمتغيرات التابعة وهى ( العائد على الأصول ، العائد على حق الملكية ، القيمة الاقتصادية المضافة)، بهدف استخدامها فى بيان دور حوكمة الشركات فى تعظيم قيمة المنشأة . ويتم ذلك باستخدام تحليل الارتباط وقياس المساهمة النسبية لعناصر مؤشر استنادرد أند بور والمتغيرات التابعة السابقة .

يوضح جدول (١٠) نتائج تحليل الارتباط والمساهمة النسبية للعناصر الرئيسية بمؤشر استنادرد أند بور والمتغيرات التابعة محل الدراسة.

من الجدول رقم (١٠) يتضح ما يلى :

١- العائد على الأصول (ROA) : اظهرت نتائج التحليل عدم وجود علاقة ارتباط بين جميع العناصر الرئيسية لمؤشر استنادرد أند بور وبين العائد على الأصول. حيث انخفضت جميع قيم معاملات الارتباط تحت حد المعنوية. وبناء على ذلك لا يمكن استخدام العائد على الأصول كمؤشر تابع فى الحوكمة على الشركات .

٢- العائد على حق الملكية (ROE) : اوضحت النتائج وجود علاقة ارتباط معنوية بين العائد على حقوق الملكية وكل من : اجراءات التصويت ، المقابلات بين المساهمين ، الشفافية والأفصاح عن اتجاهات الشركة بالاضافة الى تقييم ومكافآت المديرين التنفيذيين. حيث بلغت قيم معاملات الارتباط المعنوية لهم ٠,٤٨٠ ، ٠,٤٣٣ ، ٠,٤٢٧ ، وبمساهمة نسبية ٢٣,٤% ، ١٨,٧٤% ، ١٨,٢٣% على التوالى. وبناء على ما سبق يمكن استخدام العائد على حق الملكية فى التنبؤ بقيم العناصر السابقة بمؤشر استنادرد أند بور، فى الحكم على مدى تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات .

٣- القيمة السوقية المضافة (MVA) : اوضحت النتائج وجود علاقة ارتباط معنوية بين كل من القيمة السوقية المضافة ودرجة تركيز هيكل الملكية واجراءات التصويت والمقابلات بين المساهمين بالاضافة الى هيكل مجلس الادارة . حيث بلغت معاملات الارتباط لها ٠,٦١١ ، ٠,٤١١ ، ٠,٥٠٧ ، وبمساهمات نسبية ٣٧,٣٣% ، ١٦,٨٩% ، ٢٥,٧٠% على التوالى .

وبناء على ما سبق، يمكن استخدام كل من العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية المضافة فى حوكمة الشركات وفى قياس قيمة المنشأة والحكم على مدى رضا حملة الأسهم والعملاء وأصحاب المصالح الأخرى . وبذلك يمكن رفض الفرض رقم (٤) (الذى ينص على " لا توجد علاقات ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين المجموعات الرئيسية لمؤشر استنادرد أند بور والمتغيرات التابعة التى تقيس أثر مبادئ حوكمة الشركات على قيمة المنشأة".



## ٦- الخلاصة والنتائج والتوصيات:

استهدفت الدراسة بيان أثر مبادئ وقواعد حوكمة الشركات على تعزيز قيمة المنشأة في الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية والأكثر نشاطا من حيث قيمة التداول. ولتحقيق ذلك، تم استخدام قيم مؤشر استاندرد أند بور لقياس مبادئ وقواعد الحوكمة في عينة الشركات محل البحث، بدراسة قيم المؤشر للشركات الممثلة للقطاعات محل الدراسة، وقيم المؤشر ومجموعاته الرئيسية، وتحديد العناصر المتميزة التي يمكن من خلالها التنبؤ بمدى تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات، ودراسة المجموعات الرئيسية للمؤشر والمتغيرات التابعة التي تقيس أثر مبادئ وقواعد الحوكمة على قيمة المنشأة.

وقد تم تجميع البيانات الخاصة بالدراسة من التقارير السنوية للشركات عينة الدراسة من مصادرها على موقع الشركات على شبكة الانترنت، ومن شركة مصر لنشر المعلومات التابعة لبورصة المالية المصرية. وقد تم تحليل واستخراج النتائج باستخدام عدد من المقاييس والاختبارات الإحصائية التي تناسب طبيعة البيانات.

## ١/٦ نتائج الدراسة:

خلص الباحث من دراسته الى مجموعة من النتائج أهمها ما يلي:

١- تتمثل المبادئ الشائعة لحوكمة الشركات في حقوق حملة الأسهم ووظائف الملكية الرئيسية، والمعاملة المتكافئة لحملة الأسهم، ودور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات، والإفصاح والشفافية، ومسئوليات مجلس الإدارة. ويعتبر مؤشر استاندرد أند بور ببوده الرئيسية والفرعية بمثابة مقياس لمبادئ وقواعد الحوكمة التي أعدتها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD عام ٢٠٠٤ وتحوز القبول العام.

٢- حظيت المحاسبة عن قيمة المنشأة بأهمية كبيرة في الفترة الأخيرة، بتقديم معلومات مناسبة لمن يهمل الأمر، لتحسين جودة السلع / الخدمات المنتجة، وتعزيز المنافسة وزيادة الحصة السوقية، وطرح منتجات جديدة ذات طابع فريد، وتعزيز الاستقرار والنمو المستدام، وتعظيم الأرباح لأصحاب المصالح المرتبطة.

٣- تلعب مبادئ وقواعد حوكمة الشركات الجيدة دورا هاما في تعظيم قيمة المنشأة ككل. ومن ثم، يتكون الإطار المنهجي المقترح لقياس أثر هذه المبادئ والقواعد على قيمة المنشأة في ثلاث خطوات تتمثل في تحديد مبادئ حوكمة الشركات التي تحوز القبول العام، ومكونات خلق قيمة مضافة للمنشأة، وقياس قيمة المنشأة باستخدام بطاقة الأداء المتوازن BSC المطورة ذات الأبعاد الخمسة (المالي، العلاقات مع العملاء، العمليات الداخلية، التعليم والنمو، المسؤولية الاجتماعية).

٤- توجد فروق معنوية بين القطاعات المختلفة للشركات محل الدراسة بالنسبة لعناصر مؤشر استاندرد أند بور، حيث يعتبر قطاعا الموارد الأساسية والاتصالات أكثر اهتماما بتطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات من خلال ذلك المؤشر، ومن المتوقع

أن يكونا أكثر تعظيماً لقيمة المنشأة. بينما تظهر القطاعات الأخرى اهتماماً متوسطاً أو أقل. وبذلك يثبت عدم صحة الفرض رقم (١) من فروض البحث.

٥- تعتبر عناصر درجة تركيز شفافية هيكل الملكية ، والشفافية والإفصاح عن اتجاهات الشركة ، وهيكل مجلس الإدارة، أكثر العناصر ارتباطاً وتأثيراً في مؤشر استنادد أند بور ، وأهم العناصر لدى تقييم مدى تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات . وبذلك يثبت عدم صحة الفرض رقم (٢) من فروض البحث.

٦- يمكن التنبؤ بدرجة تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات وتعزيز قيمة المنشأة ككل، بالاعتماد على العناصر المتميزة التالية بمؤشر استنادد أند بور: المعاملات مع الأطراف ذوى العلاقة، وهيكل مجلس الإدارة ، وإجراءات التصويت والمعاملات بين المساهمين ، ودرجة تركيز هيكل الملكية، والمعلومات عن مراجع الحسابات الخارجى، والسياسات المحاسبية ، ودور مجلس الإدارة ، وشفافية هيكل الملكية. وبذلك يثبت عدم صحة الفرض رقم (٣) من فروض البحث.

٧- تعتبر الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول أقدر الشركات على تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات وتعظيم قيمة المنشأة، بسبب انفتاحها على العالم الخارجى والمنافسة القوية التى تواجهها من قبل الشركات المثيلة وإنشائها إدارة مختصة بالحوكمة ذات كفاءة عالية. ويلي ذلك شركة أوراسكوم تليكوم القابضة ، ثم الشركة القابضة المصرية الكويتية، فشركة السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار. وجاء فى المرتبتين الأخيرتين المجموعة المالية هيرمس القابضة، والشركة العربية لحليج الأقطان.

٨- توجد علاقة ارتباط معنوية بين مبادئ وقواعد حوكمة الشركات وفقاً للعناصر الرئيسية لمؤشر استنادد أند بور وبين العائد على حق الملكية (ROE) والقيمة السوقية المضافة (MVA) ، باعتبارهما مقياسان لقيمة المنشأة ككل وقيمة حامل السهم والعملاء. فى حين لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين هذه المبادئ والقواعد وبين العائد على الأصول (ROA) . وبذلك يثبت عدم صحة الفرض رقم (٤) من فروض البحث.

## ٢/٦ توصيات الدراسة:

مما سبق، يوصى الباحث بما يلى:

١- تطبيق الأطار المنهجى المقترح لأثر حوكمة الشركات على قيمة المنشأة على ذات الشركات ، بالنسبة ليقية الأبعاد التى لم تتناولها الدراسة فى ببساطة الأداء المتوازن المطورة ذات الأبعاد الخمسة ، وتطبيق ذات الإطار على مجموعة أخرى من الشركات المصرية .

٢- توجيه بعض بحوث أعضاء هيئة التدريس بالجامعات والمراكز البحثية والجمعيات والمعاهد المحاسبية المتخصصة ودرجتى الماجستير والدكتوراه نحو ربط مبادئ

وقواعد حوكمة الشركات بقيمة المنشأة ، وتطوير سبل القياس المناسبة في هذا الشأن ، بما يمكن من توسيع نطاق المحاسبة الإدارية، لتقديم معلومات شاملة ومناسبة لمن يهيمه الأمر ، وبما يفيد أصحاب المصالح المختلفة.

٣- قيام وزارة الاقتصاد والهيئة العامة لسوق المال بالتطوير المستمر لمبادئ وقواعد حوكمة الشركات وفقا للتطورات العالمية واتساقا مع معايير المحاسبة المصرية والدولية، ومراقبة تطبيق هذه المبادئ والقواعد بالشركات المصرية، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتشجيع الشركات المتجاوبة ، ومعاينة الشركات غير المتجاوبة.

### المراجع

#### أولا - المراجع العربية:

- ١- البورصة المصرية ، الكتاب السنوى ، ٢٠٠٧.
- ٢- الهيئة العامة لسوق المال- إدارة المعلومات ، رقم التقرير TRP\_270 بتاريخ ٢٠٠٩/٣/١٧ .
- ٣- ----- ، القراران رقما ١١ و ٦٢ ، عام ٢٠٠٧.
- ٤- جادو، سماسم كامل موسى، " دراسة تحليلية لمدى فاعلية تطبيق منهج الإدارة على أساس القيمة لتعظيم القيمة لأصحاب حقوق الملكية فى الوحدات الاقتصادية - دراسة ميدانية"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة* ، كلية التجارة - جامعة عين شمس، العدد الثانى ، الجزء الأول ، إبريل ٢٠٠٧، ص ٣١٣- ٣٦٩ .
- ٥- عبد الملك، أحمد رجب، " دور حوكمة الشركات فى تحديد السعر العادل للأسهم فى سوق الأوراق المالية - دراسة تحليلية "، *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية*، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد رقم ٤٥، يناير عام ٢٠٠٨ ، ص ٢٦٣- ٣٠٩ .
- ٦- وزارة الاستثمار، دليل حوكمة الشركات، أكتوبر عام ٢٠٠٥.

#### ثانيا - المراجع الأجنبية:

- 1- Abdullah, M., "Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Firms: Evidence from Pakistan", *The Business Review*, Cambridge, Vol. 11, NO.2, Dec. 2008, PP.282-289.
- 2- Abu-Tapanjeh, A., "Corporate governance from the Islamic Perspective: A comparative analysis with OECD principles", *Critical Perspectives on Accounting*, Vol.20, Issue 5, July 2009, PP.556-567.
- 3- African Development Bank (ADB) , "Corporate Governance Strategy", ADB, July 2007, PP.1-24.

- 4- Bassett, M., Koh, P., & Tutticci, I., "The association between employee stock option disclosures and corporate governance: Evidence form an enhanced disclosure regime", *The British Accounting Review*, Vol. 39, Issue 4, Dec. 2007, PP.303-322.
- 5- Black, B., et al., "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Value? Evidence from Korea", *The Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol.22, No.2, 2006, PP.366-413.
- 6- -----, "How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea", Draft August 2008, PP.1-40.  
<http://ssrn.com/abstract=844744>
- 7- Bourguignon, A., "Management accounting and value creation: the profit and loss of reification", *Critical Perspective on Accounting*, Vol.16, Issue 4, May 2005, PP. 353-389.
- 8- Chenhall, R., & Smith, K., "Multiple Perspectives of Performance Measures", *European Management Journal*, Vol. 25, Issue 4, August 2007, PP. 266-282.
- 9- Crabtree, A., & DeBusk, G., "The effects of adopting the Balanced Scorecard on shareholder returns", *Advanced in Accounting*, Vol. 24, Issue 1, June 2008, PP. 8-15.
- 10- Ezzamel, M., et al., "Manufacturing shareholder value: The role of accounting in organizational transformation", *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 33, Issues 2-3, Feb.-April 2008, PP.107-140.
- 11- Guidi, M., Hillier, J., & Tarbert, H., "Maximizing the firm's value to society through ethical business decisions: Incorporating 'moral debit' claims", *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 19, Issue 5, July 2008, PP. 603-619.
- 12- Gulamhussen, M., & Guerreiro, L., "The influence of foreign equity and board membership on corporate strategy and internal cost management in Portuguese banks", *Management Accounting Research*", Vol. 20, Issue 1, March 2009, PP.6-17.
- 13- Horngren, C., et al., "*Cost Accounting: A Managerial Emphasis*", 12th ed., Prentice Hall- New York, 2006.

- 14- Jazayeri, M., & Scapens, R., "The Business Values Scorecard within BAE Systems: The evolution of a performance measurement system", *The British Accounting Review*, Vol. 40, Issue 1, March 2008, PP.48-70.
- 15- Lukas, B., Whitwell, G., & Doyle, P., "How can a shareholder value approach improve marketing's strategic influence?" *Journal of Business Research*, Vol.58, Issue 4, April 2005, PP. 414-422.
- 16- McSweeney, B., "The pursuit of maximum shareholder value: Vampire or Viagra?" *Accounting Forum*, Vol.31, Issue 4, Dec. 2007, PP. 325-331.
- 17- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), "Principles of Corporate Governance", *OECD*, 2004.
- 18- Papalexandris, A., Loannou, G., & Prastacos, G. "An Integrated Methodology for Putting the Balanced Scorecard Into Action", *European Management Journal*, Vol. 23, Issue 2, April 2005, PP. 214-227.
- 19- Patel, A., et al., "Measuring Transparency and Disclosure at Firm-Level In Emerging Markets", *Journal of Emerging Markets Review*, Vol. 3, 2002, PP. 325-337.
- 20- Speckbacher, G., Bischof, J., & Pfeiffer, T., "A descriptive analysis on the implementation of Balanced Scorecards in German-speaking countries", *Management Accounting Research*, Vol.14, Issue 4, Dec. 2003, PP. 361-388.
- 21- Wing, B., & Others, "Reducing conflict in balanced scorecard evaluations", *Accounting, Organizations and Society*, Vol.32, Issues 4-5, May-July 2007, PP. 363-377.

