



# البحوث المحاسبية

دورية • علمية • متخصصة • محكمة • نصف سنوية

تصدر عن الجمعية السعودية للمحاسبة

في هذا العدد

## • البحوث باللغة العربية :

- تقويم نماذج تقدير تكلفة رأس المال الضمني بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي

د. محمد بن سليمان العقيل

أستاذ المحاسبة المساعد

معهد الإدارة العامة بالرياض - المملكة العربية  
السعودية

- دور هيئة السوق المالية في تحسين الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة السعودية

محمد بن عبد الله الغملاس

السوق المالية السعودية (تداول)

## • عرض كتاب :

نظم المعلومات المحاسبية

تأليف

كارولين نورمان

جاكوب روز

مارك سيمكين

عرض:

د. حاتم رشاد محمد عبد الفتاح

قسم المحاسبة - كلية إدارة الأعمال

جامعة الملك سعود

المجلد الثاني عشر - العدد الأول - ١٤٣٤هـ - ٢٠١٣م



# البحوث المحاسبية

دورية • علمية • متخصصة • محكمة • نصف سنوية

• تصدر عن الجمعية السعودية للمحاسبة

في هذا العدد

## • البحوث باللغة العربية :

- تقويم نماذج تقدير تكلفة رأس المال الضمني بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي

د. محمد بن سليمان العقيل

أستاذ المحاسبة المساعد

معهد الإدارة العامة بالرياض - المملكة العربية السعودية

- دور هيئة السوق المالية في تحسين الإفصاح و الشفافية للشركات المدرجة السعودية

محمد بن عبد الله الغملاس

السوق المالية السعودية (تداول)

## • عرض كتاب :

نظم المعلومات المحاسبية

تأليف

كارولين نورمان

جاكوب روز

مارك سيمكين

عرض:

د. حاتم رشاد محمد عبد الفتاح

قسم المحاسبة - كلية إدارة الأعمال

جامعة الملك سعود

المجلد الثاني عشر - العدد الأول - ١٤٣٤ هـ - ٢٠١٣ م



## مجلة البحوث المحاسبية

مجلة علمية محكمة نصف سنوية متخصصة في نشر الأبحاث ذات الصلة بمجالات المحاسبة والمرجعة والتمويل وأسواق المال تصدر عن الجمعية السعودية للمحاسبة .

تهدف المجلة إلى الرقي بمهنة المحاسبة والمراجعة نظرياً وعلمياً من خلال تشجيع ونشر الأبحاث العلمية الرصينة التي تتناول مشاكل بحثية محلية أو إقليمية أو دولية ذات صلة بمحالات المحاسبة والمراجعة والتمويل وأسواق المال .

لغة المجلة في اللغة العربية ويجوز لهيئة التحرير قبول نشر البحوث بلغة آخر .

توجه المراسلات إلى رئيس التحرير على العنوان التالي :

**مجلة البحوث المحاسبية**

**الجمعية السعودية للمحاسبة**

ص . ب : ٧١١١٥ - الرياض : ١١٥٨٧

هاتف : ٠١٤٦٧٤٢٦٣ (٩٦٦) فاكس : ٠١٤٦٧٤٢٦٢ (٩٦٦)

saa @ ksu.edu.sa

## رئيس التحرير

أ. د. صالح بن راشد العماري  
جامعة الملك سعود

## نائب رئيس التحرير

د. عبيد بن سعد المطيري  
جامعة القصيم

## أعضاء هيئة التحرير

أ. د. حسام بن عبد المحسن العنقري  
جامعة الملك عبد العزيز

أ. د. محمد بن سلطان السهلي  
جامعة الملك سعود

د. صالح بن حمد الشنيقي  
جامعة الملك سعود

د. محمد سليمان العقيل  
معهد الإدارة العامة

د. أحمد محمد سلمان  
جامعة القصيم

د. خالد بن ناصر الرخاطر  
جامعة قطر

## شروط النشر بالمجلة

يقتصر تبويب ( البحوث المحاسبية ) على ثلاثة أبواب هي:

١. بحوث محكمة.

٢. عرض كتب.

٣. تعليقات.

### شروط ومعايير نشر البحوث:

١. أن يسهم البحث أو الدراسة في تعميق المعرفة في المجالات المحاسبية والمراجعة والتمويل وأسواق المال.

٢. أن يتصف بالجدية والأصالة العلمية وأن يكتب بلغة صحيحة.

٣. ألا يكون قد سبق نشره.

٤. أن يكون البحث مكتوباً على ورق حجم (A4) و مقدماً على قرص ممغنط.

٥. أن يكون البحث مستوفياً لشروط البحث العلمي، بما في ذلك ملخص البحث وعرض للمشكلة ومراجعة الأدبيات ذات العلاقة والمنهجية المتبعة ومناقشة أو تحليل للنتائج والتوصيات.

٦. مراعاة قواعد التوثيق العلمي للبحوث في متن البحث فضلاً عن استخدام الحواشي لوضع أي بيانات تفصيلية لمصادر الاقتباس أو أي معلومات توضيحية بالإضافة إلى كتابة قائمة مرتبة للمراجع في نهاية البحث.

٧. يجب مراعاة الضوابط التالية بصدد استخدام الهوامش والمراجع:

أ. المراجع: يتم الإشارة إلى المراجع في متن البحث، على أن تقدم المراجع جميعها تحت عنوان "المراجع" في نهاية البحث بالطريقة المتبعة.

ب. الدوريات : يشار إليها في متن البحث أما في قائمة المراجع فتكتب حسب المعيار التالي: يبدأ المرجع باسم عائلة المؤلف ثم الأسماء الأولى واختصاراتها، فعنوان البحث (بين علامتي تنصيص)، فاسم الدورية (تحت خط)، المجلد، العدد، تاريخ النشر، الصفحة أو الصفحات المشار إليها.

ج. الكتب: يشار إليها مع ذكر الصفحات أما في قائمة المراجع فيكتب اسم عائلة المؤلف ثم الأسماء الأولى أو اختصاراتها، فعنوان الكتاب (تحت خط) فمكان النشر، فالناشر، سنة النشر، الصفحة أو الصفحات المشار إليها.

د. الهوامش: تستخدم الهوامش لتزويد القارئ بمعلومات توضيحية، ويشار إلى التعليق في المتن بأرقام مرتفعة عن السطر بدون أقواس وتوضع في أسفل الصفحة وأن تكون مختصرة ما أمكن ذلك.

### عرض الكتب:

يراعى في الكتاب موضوع العرض أن يكون متميزاً ومفيداً ومن الكتب المصدرة حديثاً ويضع عرض الكتب للضوابط التالية :

١. عرض تقرير (توصيف مختصر) للكتاب يشمل على ملخص بمحتويات فصول الكتاب (صفحتين)

٢. عرض نقدي للكتاب، (من ٣ إلى ٤ صفحات) ويشتمل على عرض نقدي لأهم الآراء والأفكار العلمية المطروحة في الكتاب مدعماً بالأسانيد والحجج العلمية بما في ذلك:

أ. التخصص الدقيق.

ب. الملاءمة للمقررات الدراسية

ج. الملاءمة للممارسين والتطبيق العملي

د. الإضافات التي ينفرد بها الكتاب بالمقارنة بالمراجع الأخرى.

هـ. الشمول وطريقة العرض والعمق.

٣. مقترحات لتطوير الكتاب، ( من ٤ إلى ٥ صفحات)، وتشمل اقتراح بعض الآراء والأفكار العلمية التي يمكن أن تساهم في تطوير الكتاب على أن تكون هذه الآراء والأفكار مدعمة بالأسانيد والحجج العلمية، ويمكن أن تشمل مقترحات التطوير ما يلي:

أ. إضافة موضوعات كان يجب تغطيتها (كلياً أو جزئياً).

ب. تحسين في طريقة عرض فصول معينة من الكتاب.

ج. نواحي فنية وعامة.

### التعليقات:

تكون التعليقات على البحوث التي سبق نشرها، ويجب أن تكون مؤيدة بأسانيد علمية تدعم وجهة نظر المعلق وتخضع لنفس قواعد النشر المطبقة على الأبحاث المحكمة من حيث إتباع الأسلوب العلمي، وترسل التعليقات لمؤلف البحث موضع التعليق وينشر الرد مع التعليق في نفس العدد.

## قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
٩	تقويم نماذج تقدير تكلفة رأس المال الضمني بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي
٣٩	دور هيئة السوق المالية في تحسين الإفصاح و الشفافية للشركات المدرجة السعودية
٧٥	عرض كتاب: نظم المعلومات المحاسبية





## تقويم نماذج تقدير تكلفة رأس المال الضمني بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي

د. محمد بن سليمان العقيل

أستاذ المحاسبة المساعد

معهد الإدارة العامة بالرياض - المملكة العربية السعودية

Email: aqeelm@ipa.edu.sa

### ملخص البحث

تهدف هذه الدراسة إلى تقويم ثلاثة نماذج تُستخدم لتقدير تكلفة رأس المال الضمني وذلك بهدف التوصل إلى أي من تلك النماذج يمكن الاعتماد عليه أكثر في تقدير تكلفة رأس المال في سوق الأسهم السعودي. وقد أظهرت نتائج الدراسة اختلاف في تقدير تكلفة رأس المال الضمني بين النماذج الثلاثة. حيث بينت النتائج أن نموذج (Gebhardt, Lee and Swaminathan (2001) كان الأقل قدرة على تقدير تكلفة رأس المال بينما كان نموذج (Eaton (2004) الأكثر قدرة. وعليه يمكن القول إجمالاً أن نموذج (Eaton (2004) يمكن الاعتماد عليه أكثر في تقدير تكلفة رأس المال في سوق الأسهم السعودي. نتائج هذه الدراسة يمكن الاستفادة منها من قبل المستثمرين والمحللين الماليين ومديري الشركات في تحديد النموذج الأفضل في تقدير تكلفة رأس المال، إذ تلعب تكلفة رأس المال دوراً أساسياً في تحديد القيمة العادلة لأسهم الشركات وتقويم المشاريع الاستثمارية الجديدة أو الحالية.

### Abstract:

This study aims at evaluating the relative reliability of three alternative models that estimate the implied cost of capital in the Saudi Stock Market. The study shows that the Gebhardt, Lee and Swaminathan (2001) model is less reliable, while the Eaton (2004) model dominates the alternatives and should be used to estimate the cost of capital in the Saudi stock market. The results of this study are useful for investors, financial analysts and corporate managers to identify a reliable empirical model that estimates the cost of capital in the Saudi Stock market. The cost of capital plays a key role in valuation and capital budgeting.

## ١ - مقدمة

معرفة تكلفة رأس المال تعد من البيانات الهامة والضرورية التي يحتاجها المستثمرون لتقويم البدائل الاستثمارية المتاحة واتخاذ القرار المناسب، وكذلك مديرو الشركات لتقويم المشاريع الاستثمارية الجديدة والقائمة؛ إضافة إلى أن الأكاديميين والمهنيين يهتمون بمعرفة تكلفة رأس المال وذلك في سعيهم لمعرفة النموذج التقديري الأنسب الذي يمكن الاعتماد عليه في تحديد تكلفة رأس المال (Botosan and Plumlee, 2005). نظرا لان تكلفة رأس المال لا يمكن قياسها مباشرة، فقد قدمت أدبيات المحاسبة والمالية عدد من الطرق التي يمكن من خلالها تقدير تكلفة رأس المال. ومن هذه الطرق متوسط العائد المتحقق لتقدير تكلفة رأس المال. ولكن استخدام هذا المتوسط لا يمكن الاعتماد عليه كثيرا بسبب عدم دقته في تقدير العوامل التي تؤثر على علاوة مخاطرة تكلفة رأس المال (Gebhardt, Lee and Swaminathan (2001); Fama and French, 1997). ويمكن أيضا تحديده باستخدام القيمة الحالية المخصومة للتدفقات النقدية المستقبلية باستخدام سعر السهم الحالي و التوزيعات النقدية المستقبلية. وعادة لا يوجد معلومات متاحة وموثوقة يمكن الاعتماد عليها عن التوزيعات النقدية المستقبلية.

وفي المقابل تشر الجهات المتخصصة في التحليل المالي معلومات وتوقعات مستقبلية عن عائد السهم لسنة او سنتين وأحيانا معدل النمو لخمس سنوات قادمة (Gode and Mohanram, 2003). تلك المعلومات استحدثت الباحثين للاستفادة منها في تقدير العائد الضمني لتكلفة رأس المال. فعلى سبيل المثال، قدم Eaton (2005) و Easton and Monahan (2005) و Ohlson and Juettner-Nauroth (2005) و Gebhardt et.al. (2001) و (2004) نماذج يمكن استخدامها لتقدير تكلفة رأس المال الضمني باستخدام البيانات التي يوفرها المحللون الماليون.

و بالرغم من أن هذه النماذج تعتمد على بيانات محاسبية مثل حقوق الملكية وعائد السهم والتي انبثقت من نموذج خصم التوزيعات النقدية (the dividend discount model)، لكن يلاحظ أن كل نموذج له فرضياته الخاصة به مثل التوزيعات النقدية

ومعدل النمو وعدد الفترات المستقبلية المطلوبة في عملية التقدير وافترض الدخل المحاسبي النظيف (clean surplus relation).<sup>(١)</sup> تعدد هذه الفرضيات دفع عدد من الباحثين إلى تقويم أي من تلك النماذج أفضل في تقدير تكلفة رأس المال بالتطبيق على الأسواق المالية المتقدمة.

## ٢- مشكلة البحث

قدمت أدبيات المحاسبية والمالية عدة نماذج يمكن استخدامها في تقدير تكلفة رأس المال والذي يعتبر من المعلومات الهامة والضرورية التي يحتاجها متخذي القرار لتقويم البدائل الاستثمارية المتاحة من أجل اتخاذ قرار استثماري رشيد. لكن يلاحظ إن كل نموذج له فرضياته الخاصة فيه مثل التوزيعات النقدية ومعدل النمو وعدد الفترات المستقبلية المطلوبة في عملية التقدير وافترض الدخل المحاسبي النظيف (clean surplus relation). هذا الاختلاف في الفرضيات يثير تساؤلاً أي من تلك النماذج يمكن الاعتماد عليها أكثر في عملية تقدير تكلفة رأس المال الضمني تحديداً في الشركات السعودية.

## ٣- أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى تحديد تكلفة رأس المال باستخدام عدة نماذج تعتمد أساساً على بيانات ومعلومات محاسبية وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي، وتحديد أفضل نموذج يمكن الاعتماد عليه في تحديد تكلفة رأس المال الضمني وذلك من خلال الإجابة وبشكل محدد على التساؤلين البحثيين التاليين:

١- هل يوجد اختلاف في دقة قياس تكلفة رأس المال الضمني المقدر بأحد نماذج

التقدير؟

(١) يفترض الدخل المحاسبي النظيف أن جميع التغيرات في حقوق الملكية بخلاف المبادلات المالية مع الملاك مثل التوزيعات النقدية أو إصدار أسهم جديدة، ناتج عن صافي الدخل والذي تم الإفصاح عنه في قائمة الدخل. لذلك لا يشمل التغيرات في حقوق الملكية الناتجة عن أرباح أو خسائر التي تم تسجيلها مباشرة في حقوق الملكية بدون الإفصاح عنها في قائمة الدخل مثل الأرباح أو الخسائر الغير محققة نتيجة إعادة تقييم الاستثمارات المتاحة للبيع أو ترجمة القوائم المالية من عملات أجنبية والذي يطلق عليه الدخل الشامل.

٢- ما هو النموذج الذي يقدم أفضل تقدير في تحديد علاوة تكلفة رأس المال ؟

#### ٤- أهمية البحث

معظم الدراسات المتعلقة بتقويم نماذج تحديد تكلفة رأس المال الضمني تم تطبيقها في أسواق مالية في دول متقدمة والتي تختلف عن الدول الناشئة من حيث معدلات النمو الاقتصادي والذي قد يؤثر في عملية تقدير تكلفة رأس المال الضمني . فقد أشار ( Chen, Jorgensen and Yoo (2004) ان النمو المرتفع الذي حدث عبر فترة طويلة نسبيا في الأسواق المتقدمة اثر في توقعات المحللين في شكل زيادة في تقدير معدلات نمو الشركات ومن ثم على النتائج التي تم التوصل إليها في تلك الاسواق المتقدمة مثل السوق الأمريكي والذي قد يكون من المستبعد تعميمها على الدول الأخرى. (١) وفي سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية باعتباره سوقاً ناشئاً، لا توجد دراسات، حسب علم الباحث، تناولت تقويم نماذج تحديد تكلفة رأس المال بالرغم من أهمية هذا السوق وكونه الأكبر من بين الأسواق المالية في المنطقة. ولذلك قد يكون من الصعب تعميم النتائج التي وصلت لها الدراسات المطبقة في أسواق مالية متقدمه وتطبيقها على سوق ناشئ مثل السوق السعودي. كون السوق السعودي من الأسواق الكبيرة في المنطقة ووجود أعداد كبيرة من المهتمين في السوق من مستثمرين ومقرضين ومحللين ماليين وغيرهم اوجد الحاجة إلى التعرف على نموذج يمكن الاعتماد عليه أكثر في تقدير تكلفة رأس المال من اجل اتخاذ قرار اقتصادي رشيد.

ومن المؤمل أن تسهم هذه الدراسة في تقديم دليل عملي عن ما هو النموذج الأكثر ملائمة لتقدير تكلفة رأس المال يمكن تطبيقه تحديدا في سوق الأوراق المالية السعودي. كذلك تسليط الضوء على الاختلافات في الجانب التطبيقي لتلك النماذج بين الأسواق المالية المتقدمة والناشئة. ومن المؤمل أيضا أن تساعد نتائج هذه الدراسة متخذي القرار في تحديد ما هو النموذج الأمثل في تقدير تكلفة رأس المال تحديدا في سوق الأسهم

(١) فاعلم النماذج التي تستخدم لتقدير تكلفة رأس المال الضمني تعتمد على معدلات النمو سواء القصيرة او الطويلة في عملية التقدير.

السعودي لتقدير الحد الأدنى للعائد المتوقع تحقيقه بالنسبة للمستثمرين او المقرضين، وتقدير تكلفة رأس المال لتقويم المشاريع الاستثمارية الجديدة والقائمة بالنسبة لمديري الشركات. وأخيرا مساعدة المحللين الماليين في تقديم دليل عملي يبين ما هو أفضل نموذج يمكن استخدامه في تقدير تكلفة رأس المال للوصول إلى تقدير القيمة العادلة لأسهم الشركات والتوصية بموجب ذلك.

#### ٥- دراسات سابقة

نظرا لأن تكلفة رأس المال يصعب قياسها مباشرة، لذا اهتمت عدد من الدراسات بتطوير نماذج يمكن استخدامها في تقدير تكلفة رأس المال الضمني (على سبيل المثال، تلك النماذج تنطلق أساسا من نموذج خصم التوزيعات النقدية. لكن تلك النماذج تختلف في الفرضيات التي تسند إليها مثل افتراض الدخل المتبقي والذي يعتمد على فرضية الدخل المحاسبي النظيف وكيفية تقدير معدلات النمو في الأجل القصير او الطويل و عدد فترات التقدير المطلوبة. لذلك ساهمت عدة دراسات في تحديد أي من تلك النماذج أفضل في التقدير واستخدمت تلك الدراسات العلاقة بين علاوة المخاطرة (تكلفة رأس المال الضمني مطروحا منها العائد الخالي من المخاطرة) ومؤشرات لها ارتباط وعلاقة معها تم التعرف عليها في دراسات السابقة، فالنموذج الذي يرتبط أكثر مع تلك المؤشرات دليل على أفضليته في التقدير.

فدراسة Gode and Mohanram (2003) قارنت بين نموذج Ohlson and Juettner-Nauroth (2003) (يشار إليه اختصارا، OJ) والذي لا يفترض الدخل المتبقي ونموذجين آخرين يعتمدان أساسا على الدخل المتبقي هما نموذج Liu et. Al. (2002) (يشار إليه اختصارا، LNT) ونموذج Gebhardt et. Al. (2001) يشار إليه اختصارا، (GLS) لتحديد أيهما أفضل في تقدير علاوة مخاطرة تكلفة رأس المال بالتطبيق على الشركات الأمريكية. بالرغم أن النموذجين الأخيرين يعتمدان على فرضية الدخل المتبقي إلا أنهما يختلفان في تقدير قيمة

وسيط الصناعة لعائد دخل حقوق الملكية حيث نموذج (LNT) يشمل جميع الشركات في الصناعة التي تنتمي إليها الشركة إلى العشر السنوات السابقة، بينما نموذج (GLS) يستثني القيم السالبة لعائد حقوق الملكية. وقد بينت الدراسة، بشكل عام، أن نموذج (GLS) أفضل النماذج في تقدير علاوة مخاطر تكلفة رأس المال، وذلك استناداً على أن علاوة المخاطر المحسوبة طبقاً لنموذج (GLS) أكثر ارتباطاً مع العوامل المؤثرة عليها حسب المتوقع. فقد أشارت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين مخاطر السوق المنتظم (بيتا) (systematic risk) ومعدل التغير في الدخل و نسبة الديون، وعلاقة سالبة مع حجم الشركة. وعلى العكس كانت العلاقة بين علاوة المخاطرة المحسوبة طبقاً لنموذج (LNT) والمؤشرات في عكس الاتجاه المتوقع. هذا النتيجة تبين أهمية الأخذ في الاعتبار تأثير تضمين عائد الدخل على حقوق الملكية السالب في عملية تقدير الوسيط المتحرك للصناعة والذي هو الاختلاف الأساسي بين نموذج (GLS) ونموذج (LNT).

كذلك قارنت دراسة (Botosan and Plumlee (2005) بين خمس نماذج تُستخدم لتحديد تكلفة رأس المال الضمني بغية الوصول إلى النموذج الذي يمكن الاعتماد عليه أكثر. تلك النماذج تشمل نموذجين تم استخدامها في دراسة (Gode and Mohanram (2003) وهما نموذج (OJ) ونموذج (GLS) بالإضافة إلى نموذج (Botosan and Plumlee (2002) (يشار إليه اختصاراً BL) ونموذج (Gordon and Gordon (1997) (يشار إليه اختصاراً، GG) ونموذج (Easton (2004) (يشار إليه اختصاراً، PEG). ويفترض نموذج (BL) أن توقعات المحللين للقيمة الختامية للتدفقات النقدية المستقبلية (terminal value) تتناسق مع توقعات السوق، بينما نموذج (GG) يفترض أن عائد دخل حقوق الملكية يعود (reverts to) إلى تكلفة رأس المال بعد (beyond) فترة التوقعات. أما نموذج (PEG) فهو حالة خاصة من نموذج (OJ) حيث يفترض نموذج (PEG) التوزيعات نقدية تساوي صفراً ومعدل النمو للدخل المتبقي بعد فترة التوقعات أيضاً يساوي صفراً.

وقد اعتمدت الدراسة في تقويم أي من تلك النماذج أفضل على أساس وجود علاقة

وارتباط بين الصفات الخاصة بالشركة والتي لها تأثير مباشر على المخاطرة والقيمة المحسوبة لتكلفة رأس المال الضمني من تلك النماذج. فالنموذج الذي يرتبط أكثر يعتبر الأفضل.

وقد بينت الدراسة أن نموذج (BL) ونموذج (PEG) يعتبران الأفضل بحكم ارتباطهما الأكثر مع مؤشرات المخاطرة المستخدمة في الدراسة وهي مخاطرة السوق المنتظمة (بيتا)، المديونية، مخاطرة المعلومات (information risk)، حجم الشركة، نمو الشركة. هذه النتيجة توصلت إلى نتيجة تختلف عن ما توصلت إليه دراسة Gode and Mohanram (2003) والذي فضلت استخدام نموذج (GLS) في عملية تحديد تكلفة رأس المال الضمني.

وقد أشارت دراسة (Chen et. al. 2004) إلى تأثير الالتزام بفرضية الفائض المحاسبي النظيف (Clean Surplus Relation) على اختيار النموذج المناسب لقياس تكلفة رأس المال الضمني. و بالتطبيق على سبع دول مختلفة، فقد وجدت تلك الدراسة أن النموذج الذي يعتمد في تقدير تكلفة رأس المال الضمني أساساً على كل من حقوق الملكية و صافي الدخل مثل نموذج (GLS) والذي يفترض فائض المحاسبة النظيف (نموذج الدخل المتبقي) يفضل استخدامه في تقدير تكلفة رأس المال الضمني في الدول التي يغلب عليها الالتزام بالفائض المحاسبي النظيف.<sup>(١)</sup> وفي المقابل فالنموذج الذي لا يفترض الدخل المتبقي مثل نموذج (OJ) يفضل استخدامه في تحديد تكلفة رأس المال الضمني في الدول التي يغلب إعداد تقاريرها المالية على أساس الدخل الشامل.

كما قدم (Gebhardt et al 2001) نموذج لتحديد تكلفة لرأس المال الضمني يعتمد أساساً على القيمة الحالية للدخل المتبقي و سعر السهم السوقي. وقد بينت الدراسة أن تكلفة رأس المال يتأثر في الصناعة التي تنتمي إليها الشركة وفي الصفات

(١) فقط شملت الدراسة كل من استراليا، فرنسا، اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، ألمانيا، بريطانيا، هولندا.



الخاصة بها. ففي مجال الصناعة، بينت الدراسة أن علاوة المخاطرة الضمني (implied risk premium) كان في المتوسط أعلى في الشركات التي تنتمي إلى صناعة معينة مثل الرياضة و ألعاب الأطفال و ومعدات التكنولوجيا و البنوك بينما العكس في الشركات التي تنتمي إلى صناعة مثل الخدمات المالية والعقار والمعدات الطبية. وفي مجال الصفات الخاصة بالشركة، فأوضحت الدراسة أن المستثمرين يطلبون علاوة مخاطرة أكبر للشركات التي تتصف بارتفاع بنسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية، ونسبة نمو متوقعة عالية وانخفاض في الفارق بين توقعات المحللين وما تحقق فعلاً.

#### ٦- فرضية الدراسة

تكلفة رأس المال لا يمكن قياسها بشكل مباشر، لذلك قدمت عدد من الدراسات نماذج يمكن استخدامها في تقدير تكلفة رأس المال الضمني (على سبيل المثال (Gebhardt et. al.,2001(GLS); Ohlson and Juettner- Nauroth, 2005(OJ); Easton, 2004 (PEG).

تلك النماذج والتي سوف يتم استخدامها في هذه الدراسة، تنطلق أساساً من نموذج خصم التوزيعات النقدية. إلا أن تلك النماذج تختلف في الفرضيات التي تستند إليها و ابرزت تلك الاختلافات تتمحور حول استخدام فرضية الدخل المتبقي والذي يعتمد على الدخل المحاسبي النظيف مقارنة باستخدام الدخل الشامل. تلك الفرضية الخاصة بكل نموذج قد تؤثر على دقة قياس تكلفة رأس المال الضمني. وقد بينت دراسة (Botosan and Plumlee (2005 أن نموذج (PEG) يمكن الاعتماد عليه أكثر في تحديد تكلفة رأس المال من نموذج (OJ) ونموذج (GLS). وقارنت دراسة (Gode and Mohanram (2003 بين نموذج (OJ) ونموذج (GLS)، وبينت أن نموذج (GLS) أفضل في تقدير تكلفة رأس المال الضمني من نموذج (OJ). وقد يعزى هذه الاختلاف في النتائج بين الدراستين إلى تأثير الالتزام في التطبيق العملي بمفهوم الدخل المتبقي مقارنة بالدخل الشامل. فقد بينت دراسة (Chen et. al. (2004 أن النماذج التي تفترض الدخل المتبقي (فائض المحاسبة النظيف) مثل نموذج (GLS) ينتج عنها تقدير أفضل لتكلفة رأس المال في الدول التي يغلب عليها الالتزام بالفائض المحاسبي

النظيف. بينما النماذج التي تفترض الدخل الشامل مثل نموذج (OJ) ونموذج (PEG) ينتج عنها تقدير أفضل لتكلفة رأس المال الضمني في الدول التي يتم إعداد التقارير المالية فيها على أساس الدخل الشامل.

ولا توجد دراسة، حسب علم الباحث، قيمت مدى التزام الشركات السعودية بمفهوم الدخل المتبقي أو الدخل الشامل عند إعداد تقاريرها المالية. لذلك يتوقع الباحث وجود اختلاف بين النماذج الثلاثة (OJ, PEG, GLS) في دقة تقدير تكلفة رأس المال الضمني للشركات المدرجة في السوق السعودي سعياً لتحديد النموذج الأكثر ملاءمة. وعليه سيتم اختبار الفرض التالي بصيغة العدم:

فرضية الدراسة: لا يوجد اختلاف بين النماذج الثلاثة (OJ, PEG, GLS) فيما يتعلق بأفضليتها في قياس تكلفة رأس المال.

وسيتم قياس الأفضلية فيما يتعلق بتحديد تكلفة رأس المال من خلال المؤشرات التالية والتي وردت في أدبيات المحاسبة والمالية:

#### أولاً: معامل مخاطرة السوق المنتظمة (بيتا)

معامل مخاطرة السوق المنتظمة (بيتا) يعد أحد مقاييس المخاطرة والذي يقدر مخاطرة السهم مقارنة في السوق. ويقترح نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) وجود علاقة موجبة بين بيتا و تكلفة رأس المال. وقد أيدت عدة دراسة تلك العلاقة (انظر على سبيل المثال، Botosan and Plumlee, 2005; Chen et. al., 2011). ومن المتوقع وجود علاقة موجبة بين بيتا و تكلفة رأس المال في السوق السعودي.

#### ثانياً: حجم المعلومات المتاحة عن الشركة

توفر معلومات كافية وموثوقة عن الشركة يقلل الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين وبين الشركة مما يترتب عليه تقليل المخاطر المتعلقة في تقييم الشركة ومن ثم تحديد العائد المطلوب بشكل مناسب. لذلك من المتوقع وجود علاقة سالبة بين حجم ودقة المعلومات المتوفرة عن الشركة و تكلفة رأس المال في السوق السعودي

تأسيسا على ما وصلت له دراسات مماثلة بالتطبيق على الأسواق المالية الأخرى (Botosan and Plumlee, 2005; Gode and Mohanram, 2003; Gebhardt et.al, 2001). وغالبا توفر الشركات الكبيرة معلومات أكثر من الشركات الصغيرة، لذلك استخدمت كثير من الدراسات حجم الشركة كمؤشر لحجم المعلومات (Gode and Mohanram, 2003; Gebhardt et. al, 2001). وهذا ما ستستخدمه الدراسة الحالية أيضا.

### ثالثا: نسبة الديون

كلما زادت الديون على كاهل الشركة كلما زادت مخاطرة عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. تلك الزيادة في المخاطرة تؤدي إلى زيادة العائد المطلوب من قبل الدائنين والذي ينعكس على تكلفة رأس المال. لذلك من المتوقع أنه كلما زادت نسبة الديون كلما زادت تكلفة رأس المال في السوق السعودي وذلك ما توصلت له الدراسات المماثلة بالتطبيق على الأسواق الأخرى (Botosan and Plumlee, 2005; Gebhardt et.al., 1992; Fama and French, 2001).

### رابعا: نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية

كلما زادت نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية، دل ذلك على انخفاض في النمو وزيادة المخاطرة المتوقعة و/أو انخفاض التحفظ المحاسبي (Gode and Mohanram, 2003). لذلك من المتوقع وجود علاقة موجبة بين نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية ودرجة المخاطرة مما يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال (Chen et. al, 2011; Gode and Mohanram, 2003; Berk, 1995; Fama and French, 1992).

### ٧- نموذج ومتغيرات الدراسة:

على غرار الدراسات السابقة، سيتم أولا تحديد تكلفة رأس المال الضمني بثلاث نماذج (OJ, PEG, GLS)، ثم تحديد ما إذا كان هناك اختلاف بين تلك النماذج في تقدير تكلفة رأس المال الضمني عن طريق قياس العلاقة بين التكلفة الضمنية لرأس

المال كما وردت في النماذج الثلاثة (OJ, PEG, GLS) ومؤشرات أثبتت الدراسات السابقة أنها تؤثر على تكلفة رأس المال (Hail and Leuz, 2008; and Botosan and Plumlee, 2005; Gode and Mohanram, 2003; Gebhardt, Lee and Swaminathan, 2001).

### ٧-١ تحديد تكلفة رأس المال الضمني

يمكن تحديد تكلفة رأس المال بطريقة غير مباشرة (ضمنية) وذلك باستخدام القيمة الحالية المخصومة للتدفقات النقدية المستقبلية باستخدام سعر السهم الحالي والتوزيعات النقدية المستقبلية (انظر دراسات، (OJ, PEG, GLS). وعادة لا توجد معلومات متاحة وموثوقة يمكن الاعتماد عليها عن التوزيعات النقدية المستقبلية. لذلك استخدمت كثير من الدراسات أسلوباً يعتمد في تقديره لتكلفة رأس المال الضمني بشكل رئيسي على سعر السهم السوقي الحالي وحقوق الملكية الحالية والمستقبلية وكذلك على توقعات المحللين المستقبلية فيما يتعلق بعائد السهم ومعدلات النمو قصيرة الأجل وطويلة الأجل (Hail and Leuz, 2008; Easton and Monahan, 2005; Easton, 2004). في هذه الدراسة سوف يتم استخدام ثلاثة نماذج تم تطبيقها في عدد من الدراسات، وهذه النماذج هي:

١- نموذج (Gebhardt, Lee and Swaminathan (2001)

٢- نموذج (Ohlson and Juettner-Nauroth (2005)

٣- نموذج (Easton (2004)

### أولاً: نموذج (Gebhardt, Lee and Swaminathan (2001)

اعتمد نموذج (Gebhardt et. al. (2005) لقياس تكلفة رأس المال الضمني على فكرة الدخل المتبقي والتي تفترض فائض المحاسبة النظيف (Clean Surplus Relation). وانطلاقاً من نموذج خصم التوزيعات النقدية (Dividend Discount Model) توصلت دراسة (Gebhardt et. al. (2005) إلى أن تكلفة رأس المال الضمني يمكن تقديرها على أساس أن القيمة السوقية الحالية للشركة تساوي حقوق الملكية الحالية والدخل المتبقي المتوقع لعدد فترات غير محدودة وذلك وفقاً للنموذج التالي:

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E(NI_{t+i} - r_e E_{t+i-1})}{(1+r_e)^i} \quad (1)$$

حيث:

- $P_t$ : القيمة السوقية في الوقت (t).
- $B_t$ : حقوق الملكية في الوقت (t).
- $NI_{t+i}$ : صافي الدخل للفترة (t+i).
- $r_e$ : تكلفة رأس المال.

وقامت دراسات أخرى بتطبيق النموذج أعلاه مع إجراء تعديل يتمثل في تحديد الفترات وذلك بافتراض أن معدل النمو بعد السنة الثانية ثابت (2008) Hail and Leuz و (2004) Chen et. al. ليكون النموذج على النحو التالي:

$$P_t = Bv_t + \sum_{s=1}^2 \frac{E(eps_{t+s} - r_i Bv_{t+s-1})}{(1+r_i)^s} + \frac{E(eps_{t+2} - r_i Bv_{t+1})}{r_i (1+r_i)^2} \quad (2)$$

حيث:

- $P_t$ : سعر السهم السوقي في الوقت (t).
- $Bv_t$ : تكلفة السهم الدفترية في الوقت (t).
- $eps_t$ : ربحية السهم في الوقت (t).
- $r_i$ : تكلفة رأس المال في الوقت (t).

وسيتم تطبيق النموذج رقم (٢) أعلاه في الدراسة الحالية لتقدير تكلفة رأس المال وسوف يشار إليه بنموذج (GLS) وهو يمثل أحد النماذج الثلاثة المستخدمة. ولتقدير تكلفة رأس المال الضمني باستخدام هذا النموذج (GLS) تم تصميم برنامج حاسوبي لتقدير تكلفة رأس المال ( $r_i$ ) على أساس أن جميع البيانات متوفرة ما عدا ( $r_i$ )، بحيث يقوم البرنامج بوضع قيمة افتراضية ل ( $r_i$ ) وعن طريق التجربة والخطأ إلى أن يصل إلى قيمة تحقق تساوي طرفي المعادلة في نموذج (٢)، على أن لا يتجاوز الفرق عشرين هلة (Botosan and Plumlee, 2005).

### ثانياً: نموذج (Ohlson and Juettner-Nauroth (2005)

اقترح (Ohlson and Juettner-Nauroth (2005) نموذج لا يعتمد على فرضية الدخل المتبقي والذي كان يعتمد عليها نموذج (GLS) وذلك لتقليل اثر عدم التزام الشركات بتطبيق فائض الدخل النظيف عند إعداد تقاريرها المالية. فمؤدج (Ohlson and Juettner-Nauroth (2005) قد تم تطويره انطلاقاً من نموذج خصم التوزيعات النقدية. يفترض النموذج أن سعر السهم الحالي يساوي ربحية السهم المتوقع للسنة القادمة والسنة التي تليها والتوزيعات النقدية المتوقعة للسنة القادمة ومعدل نمو مستمر ( $\gamma$ ). وبناءً على ذلك اقترحا النموذج التالي لتقدير تكلفة رأس المال الضمني:

$$r_t = A + \sqrt{A^2 + \frac{eps_{t+1}}{P_t} \left[ \frac{(eps_{t+2} - eps_{t+1})}{eps_{t+1}} - (Y - 1) \right]} \quad (3)$$

حيث:

$$A = \frac{1}{2} \left[ Y - 1 + \frac{dps_{t+1}}{P_t} \right]$$

$dps_{t+1}$ : توزيعات نقدية لكل سهم في الوقت  $(t+1)$ .

$(\gamma-1)$ : على غرار الدراسات السابقة، تساوي معدل الفائدة الخالي من المخاطرة مطروحاً منها ٣٪ كمعدل تقديري للتضخم (Botosan and Plumlee, 2005; Gode and Mohanram, 2003). وبقية المتغيرات يتم قياسها كما تم تعريفها أعلاه.

وسيتم تطبيق النموذج رقم (٣) أعلاه في الدراسة الحالية لتقدير تكلفة رأس المال وسوف يشار إليه بنموذج (OJ) وهو يمثل أحد النماذج الثلاثة المستخدمة.

### ثالثاً: نموذج (Easton (2004)

يعتبر نموذج (Easton (2004) حالة خاصة من نموذج (OJ) حيث يفترض ان معدل نموربحية السهم طويل الأجل يساوي صفر، أي أن قيمة  $(\gamma=1)$ ، ويفترض كذلك عدم وجود توزيعات نقدية، أي أن  $(dps = 0)$ . وبناءً عليه توصل إلى النموذج التالي:

$$r_i = \sqrt{\frac{eps_2 - eps_1}{p_i}} \quad (4)$$

وسيتم تطبيق النموذج رقم (٤) أعلاه في الدراسة الحالية لتقدير تكلفة رأس المال وسوف يشار إليه بنموذج (PEG) وهو يمثل أحد النماذج الثلاثة المستخدمة.

النماذج الثلاثة (OJ, PEG, GLS) أعلاه تستخدم متوسط تقدير المحللين الماليين لربحية السهم للسنوات القادمة. وحيث انه لا يوجد في السوق السعودي تقديرات معلنة موثوقة لربحية السهم المستقبلية، لذا سوف تستخدم هذه الدراسة ربحية السهم الفعلية للسنة التالية الأولى والثانية باعتبارهما ربحية السهم المتوقعة المطلوبة في نماذج قياس تكلفة رأس المال المستخدمة وذلك على غرار دراسة (Chen et.al., 2011).<sup>(١)</sup>

#### ٧-٢ اختبار فرضية البحث

ولاختبار فرضية البحث والتي تقيس مدى وجود اختلاف بين النماذج الثلاثة (OJ, PEG, GLS) فيما يتعلق بأفضليتها في قياس تكلفة رأس المال، فيتم إعداد نموذج انحدار خطي متعدد يقيس العلاقة بين علاوة المخاطرة و المؤشرات التي تؤثر عليه وذلك على غرار الدراسات السابقة (على سبيل المثال، Botosan and Plumlee, 2005; Chen et.al., 2004; Gode and Mohanram, 2003):

$$r_{premit} = \alpha_0 + \alpha_1 Beta_{it} + \alpha_2 Info_{it} + \alpha_3 DA_{it} + \alpha_4 BM_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

حيث:

$r_{premit}$ : علاوة المخاطرة والتي تساوي تكلفة رأس المال الضمني المقدرة بأحد النماذج الثلاثة (OJ, PEG, GLS) مطروحا منها العائد الخالي من المخاطرة . حيث يتم استخدام معدل العائد على سندات الخزينة الأمريكية لفترة عشر سنوات

(١) في السنوات القليلة الماضية بدأ بعض المحللين الماليين الإفصاح عن توقعاتهم لربحية السهم لسنة مالية تالية لبعض الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي. إلا أن هذه الممارسة لا تزال محدودة وعلى نطاق ضيق وبالتحديد للشركات ذات الأهمية النسبية الكبرى.

(10-year US Treasury Notes) في نهاية كل سنة وذلك على غرار الدراسات السابقة (McInnis, 2010; Botosan and Plumlee, 2005). ويتم استخدام معدل العائد على الدولار الأمريكي باعتبار أن الريال السعودي مرتبط بالدولار.<sup>(١)</sup> وهذا ما جرت على استخدامه الشركات الاستثمارية العاملة في المملكة عند تقدير لعلاوة المخاطر. Beta: معامل مخاطرة السوق المنتظم (بيتا) والذي تم تقدير على أساس ستين شهر قبل سنة التقدير. ويتم استخدام مدة ستين شهرا على غرار الدراسات السابقة (Hou et.al., 2012; McInnis, 2010; Botosan and Plumlee, 2005; Chen et. al.) (2004; Gode and Mahanram, 2003

Info: اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لحقوق الملكية.  
DA: نسبة المديونية والتي تساوي إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول.  
BM: نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية.

#### ٨- عينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودي للفترة من ١٩٩٩م إلى ٢٠١١م، و البالغ عددها (١٥٠) شركة كما هو في نهاية عام ٢٠١١م. يلاحظ أن الدراسة فعليا تقدر تكلفة رأس المال الضمني للسنوات من ١٩٩٩م إلى نهاية ٢٠٠٩م، بسبب أن النماذج تتطلب ربحية السهم لسنتين لاحقتين.

#### تم اختيار العينة بناء على المعايير التالية :

١- أن تكون ربحية السهم للسنة القادمة والتي بعدها موجبة  $eps1 > 0$  و  $eps2 > 0$ ، بسبب أن نموذجي (OJ and PEG) يتطلبان أن يكون النمو في الأجل القصير موجب (Hail and Leuz, 2008; Botosan and Plumlee, 2005; Gode) (and Mohanram, 2003).

(١) كذلك استخدمت دراسات سابقة معدل العائد على الدولار الأمريكي للدول التي عملتها مرتبط بالدولار (على سبيل المثال، Harvey, 1995; Hail and Leuz, 2009).



٢- توافر بيانات تاريخية عن سعر السهم في نهاية كل شهر وعائد السوق لمدة لا تقل عن ستين شهرا عن سنة تقدير تكلفة رأس المال الضمني، وذلك لتقدير معامل مخاطرة السوق المنتظم (بيتا).

٢- توافر بيانات عن ربحية السهم، القيمة الدفترية للسهم و سعر السهم السوقي، إجمالي الأصول وإجمالي الديون وعدد الأسهم المتداولة في نهاية كل سنة.

ونج عن تطبيق تلك المعايير عينة مكونة من (٦٦) شركة مساهمة، وبلغ عدد المشاهدات (٥٢٩) مشاهدة.<sup>(١)</sup>

تم الحصول على ربحية السهم و سعر السهم السوقي و تكلفة السهم الدفترية و إجمالي الأصول وإجمالي الديون وعدد الأسهم المتداولة في نهاية كل سنة من قاعدة البيانات المتوفرة لدى شركة الزغبى والقباني ([www.gulfbase.com](http://www.gulfbase.com)). وتم الحصول على معامل مخاطرة السوق المنتظم (بيتا) من قاعدة البيانات المتوفرة لدى مجموعة بحيث الاستثمارية والتي تم تقديرها على أساس ستين شهر.

## ٩- نتائج الدراسة

### ٩-١ وصف إحصائي لعينة الدراسة :

يوضح الجدول رقم (١) الوصف الإحصائي للمتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة وهي علاوة المخاطرة والتي لنموذج (OJ) و نموذج (PEG) و نموذج (GLS)، والعوامل التي تؤثر على مستوى علاوة المخاطرة وهي مخاطرة السوق المنتظمة (بيتا)، حجم المعلومات، نسبة الديون، ونسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية. حيث يشير الجدول أن عدد المشاهدات بلغ (٥٢٩) مشاهدة. يظهر الجدول رقم (١) التفاوت بين متوسط قيم علاوة المخاطرة المحسوبة عن طريق النماذج الثلاثة المستخدمة في قياس قيمة

(١) مع ملاحظة أن عدد المشاهدات بالنسبة لنموذج (PEG) هي ٢٥٢ مشاهدة وذلك بعد استبعاد المشاهدات عندما يكون هناك انخفاض في ربحية السهم مقارنة مع السنة السابقة، حيث لا يمكن تطبيق النموذج في هذه الحالة لكون القيمة التي داخل الجذر التربيعي تصبح سالبة.

تكلفة رأس المال الضمني. حيث يبين الجدول أن أعلى علاوة مخاطرة تم حسابها عن طريق نموذج (PEG) وتبلغ (٧, ٩٪) وأقل قيمة تم حسابها عن طريق نموذج (GLS) وتبلغ فقط (٧, ٢٪) فقط. هذا التفاوت الكبير يبرز أهمية السعي إلى تحديد أي من تلك النماذج يمكن الاعتماد عليه أكثر في تحديد قيمة تكلفة رأس المال الضمني.

وبمقارنة قيمة علاوة المخاطرة مع ما وجد في الدراسات السابقة، يتضح أن متوسط علاوة المخاطرة للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي والتي تم حسابها باستخدام نموذج (PEG) والبالغة (٧, ٩٪) هي أعلى مما وجد في الشركات المدرجة في الأسواق المتقدمة. فقد أشارت دراسة (Chen et.al. (2004) أن متوسط علاوة المخاطرة المحسوبة بنموذج (PEG) لسوق الأسهم في كل من استراليا، كندا، فرنسا، ألمانيا، اليابان، بريطانيا، الولايات المتحدة الأمريكية، تراوحت بين (٤٪) لسوق الأسهم في استراليا كحد ادني و (٢, ٦٪) لسوق الأسهم في كندا كحد أعلى.<sup>(١)</sup> هذا الفرق في علاوة المخاطر يشير إلى أن المستثمر يعتبر الاستثمار في السوق السعودي اعلي مخاطرة من الاستثمار في تلك الدول.

لكن يلاحظ أن قيمة متوسط علاوة المخاطرة للشركات السعودية والتي تم حسابها عن طريق نموذج (OJ) تبلغ (٩, ٥٪) وعن طريق نموذج (GLS) تبلغ (٧, ٢٪). وهي في نطاق ما وجد في الدول المتقدمة وذلك حسب دراسة (Chen et.al. (2004). فقد أوضحت تلك الدراسة أن متوسط علاوة المخاطرة طبقاً لنموذج (OJ) تراوحت بين (١, ٦٪) لسوق الأسهم في اليابان كحد ادني و (٨, ٧٪) لسوق الأسهم في كندا، وطبقاً لنموذج (GLS) كان متوسط قيمة علاوة المخاطرة (٦, ١٪) كحد ادني لكل من سوق كندا و الولايات المتحدة الأمريكية و (٧, ٢٪) كحد أعلى لسوق اليابان.<sup>(٢)</sup> هذه

(١) كذلك أشارت دراسة (Botosan and Plumlee (2005) أن متوسط علاوة المخاطرة في الولايات المتحدة الأمريكية والمحسوبة طبقاً لنموذج (PEG) بلغت (٥٪).

(٢) كذلك بينت دراسة (Botosan and Plumlee (2005) أن متوسط علاوة المخاطرة في الولايات المتحدة الأمريكية بلغت (٦٪) طبقاً لنموذج (OJ) و (١٪) طبقاً لنموذج (GLS).

النتيجة تشير إلى أن المستثمر في السوق السعودي يقيم مخاطر الاستثمار بنفس المعدل في الأسواق المتقدمة. وهذه النتيجة تختلف عن تلك التي تم التوصل إليه حسب نموذج (PEG) أعلاه. هذا الاختلاف في النتائج يؤكد مرة أخرى أهمية تحديد أي من تلك النماذج الثلاثة يؤدي إلى تحديد قيمة أدق لعلاوة المخاطرة المطلوبة.

كذلك يوضح الجدول (١) الوصف الإحصائي للمتغيرات التابعة والمستخدم في النماذج (OJ, PEG, GLS) والتي تشمل بيتا، حجم المعلومات، نسبة الديون، نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية. فيشير الجدول إلى أن متوسط معامل بيتا يبلغ (٠,٩٢) ويبلغ الوسيط (٠,٩١)، مما يشير أن الشركات المشمولة في هذه الدراسة اقل من مخاطرة السوق ككل. هذه النتيجة قد تُفسر وضوء أن العينة شملت فقط الشركات التي تحقق قيم موجبة لعائد السهم<sup>(١)</sup> وبمقارنة متوسط معامل بيتا مع أسواق متقدمة، يلاحظ أن متوسط بيتا في سوق الأوراق المالية السعودي كان في نطاق متوسط معامل بيتا المسجل في الأسواق المتقدمة. فقد أوضحت دراسة (Chen et.al. (2004 أن متوسط معامل بيتا للدول السبع المشمولة في تلك الدراسة بلغ (٠,٩٥) حيث بلغ (٠,٦٢) لسوق الأسهم في ألمانيا كحد أدنى و (١,٠٤) لسوق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية كحد أعلى.

كذلك يشير الجدول رقم (١) أن متوسط اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية للحقوق الملكية للشركة بلغ (٢١,٨١) وبوسيط بقيمة (٢١,٧٣). كذلك يوضح الجدول أن متوسط المديونية (إجمالي الديون مقسوماً على إجمالي الأصول) بلغ (٠,٣٨) وبوسيط بلغ (٠,٢٧)، وهي نسبة اقل مما وجدت في دراسة (Hail and Leuz (2008 حيث أن متوسط نسبة الديون إلى الأصول بلغت (٠,٥٥) للشركات المدرجة في سوق الأسهم الأمريكية ولكنها تخص عدة دول مختلفة بخلاف الولايات المتحدة الأمريكية<sup>(٢)</sup>.

(١) يمكن الرجوع إلى قسم عينة الدراسة لمناقشة سبب اختيار قيمة موجبة لعائد السهم.

(٢) فقد شملت الدراسة شركات أجنبية مدرجة في السوق الأمريكي من أكثر من ٤٥ دولة، حيث تراوحت

نسبة الديون بين (٠,٤٩) للشركات الاسترالية كحد أدنى و (٠,٧٢) للشركات المصرية كحد اعلي.

كذلك يشير الجدول رقم (١) أن متوسط حقوق الملكية إلى القيمة السوقية بلغ (٠,٥٧) وبوسيط قدرة (٠,٤١). وهي اقل مما وجدته دراسة (Botosan and Plumlee (2005 المطبقة في السوق الأمريكي حيث بلغ المتوسط (٠,٦٢)، ولكنها أكبر مما وجدته دراسة (Chen et.al. (2011 في سوق الأسهم الصيني حيث بلغت (٠,٣١).

### الجدول رقم (١)

#### المؤشرات الإحصائية لمتغيرات الدراسة

(عدد المشاهدات = ٥٢٩)\*

نسبة حقوق الملكية الى القيمة السوقية (BM)	نسبة الديون (DA)	حجم المعلومات (Info)	بيتا (Beta)	علاوة المخاطرة $r_{preM}$ (GLS)	علاوة المخاطرة $r_{preM}$ (PEG)	علاوة المخاطرة $r_{preM}$ (OJ)	
٠,٥٦٩	٠,٣٧٩	٢١,٨٠٦	٠,٩٢١	٠,٠٢٧	٠,٠٩٧	٠,٠٥٩	المتوسط
٠,٤١٢	٠,٢٧٠	٢١,٧٣٢	٠,٩١٠	٠,٠١٨	٠,٠٧٨	٠,٠٣٥	الوسيط
٠,٦٣٥	٠,٢٨٤	١,٧٨١	٠,٣٦٣	٠,٠٥١	٠,٠٩٤	٠,٠٩٧	الانحراف المعياري

\* عدد المشاهدات بالنسبة لنموذج (PEG) هي ٣٥٣ مشاهدة وذلك بسبب ان نموذج (PEG) يجب ان يكون عائد السهم في السنة الثانية اكبر من عائد السنة الأولى، وذلك بسبب عدم إمكانية إيجاد قيمة لجذر تربيعي سالب.

#### حيث:

$r_{preMjt}$ : علاوة المخاطرة والتي تساوي تكلفة رأس المال الضمني المقدر بأحد النماذج الثلاثة (٤-٥) مطروحا منها العائد الخالي من المخاطرة. تم استخدام معدل العائد على سندات الخزينة الأمريكية عشر سنوات (10-year US Treasury Note) في نهاية كل سنة وذلك على غرار الدراسات السابقة (McInnis, 2010; Botosan and Plumlee, 2005). وتم استخدام معدل العائد على الدولار الأمريكي باعتبار أن الريال السعودي مرتبط في الدولار.

Beta: معامل مخاطرة السوق المنتظم والذي تم تقدير على أساس ستين شهر قبل

سنة التقدير.

Info: اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لحقوق الملكية.

DA: نسبة المديونية والتي تساوي إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول.

BM: نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية.

## ٩-٢ الارتباط بين متغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (٢) الارتباط بين علاوة المخاطرة والعوامل التي تؤثر عليها. فيشير الجدول أن معامل الارتباط (بيرسون) بين معامل بيتا وعلاوة المخاطرة المحسوبة في جميع النماذج الثلاثة علاقة سالبة ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية. تلك النتيجة تشير إلى أن معامل مخاطرة السوق المنتظم (بيتا) لا يلعب دوراً رئيسياً في تحديد علاوة المخاطرة المطلوبة. تلك النتيجة مخالفة لما هو متوقع، ولكنها مشابهة لما وجد في بعض الدراسات والتي أشارت إلى علاقة سالبة بين معامل بيتا وعلاوة المخاطرة المحسوبة بنموذج (GLS) (على سبيل المثال، Botosan and, 2005; Chen et.al., 2003; Code and Mohanram, 2004).

كذلك يوضح الجدول رقم (٢) أن معامل الارتباط بين حجم المعلومات عن الشركة والذي تم استخدام اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لحقوق الملكية للشركة كمؤشر لذلك، وعلاوة المخاطرة علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى (١٪) في كل من نموذج (OJ) (سالب ١٣، ٠) و نموذج (PEG) (سالب ١٩، ٠) وهو حسب ما هو متوقع. ولكن تلك العلاقة موجبة وليست ذات دلالة إحصائية طبقاً لنموذج (GLS).

كذلك يشير الجدول أن معامل الارتباط بين نسبة الديون وعلاوة المخاطرة علاقة موجبة وحسب المتوقع للنماذج الثلاثة، ولكنها فقط ذات دلالة إحصائية للقيمة المحسوبة حسب نموذج (GLS). كذلك يظهر الجدول أن العلاقة بين نسبة حقوق الملكية والقيمة السوقية علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى (١٪) وفي الاتجاه المتوقع. تلك العلاقة تراوحت بين (٠، ٢٩) طبقاً لنموذج (PEG) كحد أعلى و (٠، ١٣) طبقاً لنموذج (GLS) كحد أدنى.

وجود تباين في الارتباط كما تم توضيحه أعلاه يشير إلى أن النماذج الثلاثة تختلف في تقدير تكلفة رأس المال الضمني.

### الجدول رقم (٢) الارتباط بين متغيرات الدراسة (نموذج بيرسون)

نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية (BM)	نسبة الديون (DA)	حجم المعلومات (Info)	بيتا (Beta)		
**٠,٢١١	٠,٠٥١	**٠,١٢٩ -	٠,٠٢٤ -	معامل الارتباط	علاوة المخاطرة
٠,٠٠٠	٠,٢٤٢	٠,٠٠٣	٠,٥٨٥	مستوى الدلالة الإحصائية (2-tailed)	$\Gamma_{pre}^{(OJ)}$
**٠,٢٨٨	٠,٠٥٥	**٠,١٨٩ -	٠,٠٣٢ -	مستوى الدلالة الإحصائية (2)	المخاطرة
٠,٠٠٠	٠,٣٠٥	٠,٠٠٠	٠,٥٤٥	مستوى الدلالة الإحصائية (2)	$\Gamma_{pre}^{(PEG)}$
**٠,١٢٩	**٠,١٣٥	٠,٠٤٨	٠,٠٥١ -	مستوى الدلالة الإحصائية (2)	المخاطرة
٠,٠٠٣	٠,٠٠٢	٠,٢٦٦	٠,٢٤٤	مستوى الدلالة الإحصائية (2)	$\Gamma_{pre}^{(GLS)}$

\*\* ذو دلالة إحصائية عند مستوى (١٪) أو اقل

حيث:

$\Gamma_{pre\ it}$ : علاوة المخاطرة والتي تساوي تكلفة رأس المال الضمني المقدرة بأحد النماذج الثلاثة (٤-٥) مطروحا منها العائد الخالي من المخاطرة. تم استخدام معدل العائد على سندات الخزينة الأمريكية عشر سنوات (10-year US Treasury Note) في نهاية كل سنة وذلك على غرار الدراسات السابقة (McInnis, 2010; Botosan and Plumlee, 2005). وتم استخدام معدل العائد على الدولار الأمريكي باعتبار أن الريال السعودي مرتبط في الدولار.

Beta: معامل مخاطرة السوق المنتظم والذي تم تقديره على أساس ستين شهر قبل سنة التقدير.

Info: اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لحقوق الملكية.

DA: نسبة المديونية والتي تساوي إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول.

BM: نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية.

### ٩-٣ نتائج تحليل الانحدار الخطي

ولاختبار فرضية البحث والتي تقيس مدى وجود اختلاف بين النماذج الثلاثة (OJ, PEG, GLS) فيما يتعلق بأفضليتها في قياس تكلفة رأس المال، فيتم دراسة العلاقة بين علاوة المخاطرة المحسوبة بأحد النماذج الثلاثة ومعامل مخاطرة السوق المنتظمة ( $\alpha_1$ )، معامل حجم المعلومات ( $\alpha_2$ )، معامل نسبة الديون ( $\alpha_3$ )، معامل نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية ( $\alpha_4$ ) في النموذج رقم (٥). وسيتم الاستنتاج على أساس أي من علاوة المخاطرة والتي تم حسابها باستخدام أحد النماذج الثلاث، ترتبط أكثر بالعوامل التي تؤثر على علاوة المخاطرة، وأي من تلك النماذج لديه قوة تفسيرية أكبر ( $R^2 \cdot Adj$ ).

### ٩-٣-١ معامل مخاطرة السوق المنتظمة (بيتا)

يقيس معامل ( $\alpha_1$ ) العلاقة بين علاوة المخاطرة المحسوبة وفقاً للنماذج الثلاثة ومعامل مخاطرة السوق المنتظمة (بيتا) كأحد مقاييس المخاطرة. يوضح الجدول رقم (٢) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج رقم (٥). فبين الجدول أن معامل ( $\alpha_1$ ) موجب (٠,٠٠٧) ولكن ليس بذي دلالة إحصائية حسب نموذج (OJ) و(٠,٠٠٩) حسب نموذج (PEG). هذه العلاقة الموجبة جاءت حسب ما يتوقعه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM). وفي المقابل، يشير الجدول إلى أن معامل ( $\alpha_1$ ) سالب (-٠,٠٠٥) ولكن ليس بذي دلالة إحصائية بحسب نموذج (GLS) وهو بعكس ما كان متوقعا. تلك النتيجة مشابهة لما توصلت إليه دراسة (Botosan and Plumlee (2005) والتي أظهرت أن العلاقة بين بيتا وعلاوة المخاطرة

كانت موجبة (٠,٠٠١) ولكنها ليست بذي دلالة إحصائية طبقا لنموذج (OJ)، وموجبة (٠,٠١٧) وذات دلالة إحصائية طبقا لنموذج (PEG). وفي المقابل كانت سالبة (-٠,٠٠٧) وذات دلالة إحصائية طبقا لنموذج (GLS). كذلك توصلت دراسة Chen et.al. (2004) إلى نتيجة مشابهة في سوق استراليا. كذلك وجدت علاقة سالبة طبقا لنموذج (GLS) في كل من فرنسا والولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا.

يتضح مما سبق انه هناك توافق في نوع العلاقة (علاقة موجبة) حسب ما هو متوقع ومتقاربة في مستواها بين نموذج (OJ) ونموذج (PEG)، واختلاف في نوع العلاقة (علاقة سالبة) لنموذج (GLS).

### ٩-٣-٢ حجم المعلومات عن الشركة

يختبر المعامل ( $\alpha_2$ ) العلاقة بين توفر معلومات عن الشركة والتي تم استخدام حجم الشركة كمؤشر لذلك وعلاوة المخاطرة المحسوبة وفقا للنماذج الثلاثة. فمن المتوقع وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة وعلاوة المخاطرة على أساس أن الشركات الكبيرة غالبا تتوفر عنها معلومات أكثر مما تتوفر عن الشركات الصغيرة.

يشير الجدول رقم (٣) أن معامل ( $\alpha_2$ ) سالب (-٠,٠٠٧) وذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (٥%) طبقا لنموذج (OJ)، وأيضاً سالب (-٠,٠٠٩) وذو دلالة إحصائية عند مستوى (٥%) طبقا لنموذج (PEG). تلك النتيجة جاءت حسب ما هو متوقع وحسب ما تم التوصل إليه في الدراسات السابقة (Chen et. Al., 2011; Boto- (san and Plumlee, 2005; Chen et.al., 2004; Code and Mohanram, 2003).

كذلك يظهر الجدول رقم (٣) أن معامل ( $\alpha_2$ ) موجب (٠,٠٠٣) عكس ما هو متوقع، ولكن ليس بذي دلالة إحصائية طبقا لنموذج (GLS)، مما يشير إلى أن حجم المعلومات المتوفرة عن الشركة لا يؤثر على تكلفة رأس المال طبقا لنموذج (GLS).

النتائج أعلاه تعزز ما سبق استنتاجه حيال معامل بيتا وهو وجود تقارب في نوع العلاقة بين نموذجي (OJ) و (PEG)، والتي تختلف عن تلك العلاقة بحسب نموذج (GLS).



### ٩-٣-٣ نسبة الدين

يختبر المعامل ( $\alpha_3$ ) العلاقة بين علاوة المخاطرة المحسوبة وفقاً للنماذج الثلاثة ونسبة الدين، وذلك على افتراض أنه كلما زادت الدين على كاهل الشركة كلما زاد خطر عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها ومن ثم زيادة علاوة المخاطرة المطلوبة. ومن المتوقع وجود علاقة موجبة بين علاوة المخاطرة المحسوبة وفقاً للنماذج الثلاثة ونسبة الدين.

يوضح الجدول رقم (٣) أن معامل ( $\alpha_3$ ) كان موجباً وحسب ما هو متوقع وذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (١٪) وذلك للنماذج الثلاثة. فقيمة المعامل ( $\alpha_3$ ) كانت موجبة و متقاربة لنموذج جي (OJ) و (PEG) و بقيمة موجبة ولكنها أقل طبقاً لنموذج (GLS). النتائج أعلاه جاءت مشابهة لما تم التوصل إليه في الدراسات السابقة (Chen et al., 2011; Botosan and Plumlee, 2005; Chen et al., 2004; Code and Mohanram, 2003).

وتشير النتائج أعلاه أن هناك تطابق بين النماذج الثلاثة في نوع العلاقة (موجبة) وتقارب في قيمة المعامل لنموذج جي (OJ) و (PEG)، في حين أن القيمة أقل وفقاً لنموذج (GLS).

### ٩-٣-٤ نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية

يختبر المعامل ( $\alpha_4$ ) العلاقة بين علاوة المخاطرة المحسوبة وفقاً للنماذج الثلاثة ونسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية، والتي من المتوقع أن تزيد علاوة المخاطرة كلما زادت تلك النسبة. يشير الجدول أن معامل ( $\alpha_4$ ) كان موجباً حسب ما هو متوقع وذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من (١٪) وذلك للنماذج الثلاثة. فقيمة المعامل ( $\alpha_4$ ) بلغت (٠,٠٢٨) لنموذج (PEG) و (٠,٠٢٩) لنموذج جي (OJ) و (٠,٠١٦) لنموذج (GLS). هذه النتيجة مشابهة لما توصلت إليه الدراسات السابقة (انظر على سبيل المثال، Chen et al., 2011; Botosan and Plumlee, 2005; Code and Mohanram, 2003).

تشير تلك النتيجة إلى تطابق في نوع العلاقة (موجبة) للنماذج الثلاثة وتقارب في قيمة المعامل.

### ٩-٣-٥ القوة التفسيرية ( $Adj. R^2$ )

يوضح الجدول رقم (٢) القوة التفسيرية ( $Adj. R^2$ ) للنماذج (OJ, PEG, GLS). فيشير الجدول أن أعلى قيمة ( $Adj. R^2$ ) تبلغ (١٠٪) لنموذج (PEG) بينما أقل قيمة تبلغ (٤٪) لنموذج (GLS).<sup>(١)</sup> تلك النتيجة توضح أن نموذج (PEG) يعتبر الأفضل من بين النماذج الثلاثة في تحديد تكلفة رأس المال الضمني.

يتضح مما سبق أنه هناك اختلاف في مستوى العلاقة بين علاوة المخاطرة المحسوبة وفقاً للنماذج الثلاثة والعوامل التي تؤثر عليها، وكذلك في القوة التفسيرية ( $Adj. R^2$ ). هذه النتيجة تؤدي إلى رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل، مما يدعم ما يشير إلى اختلاف قدرة النماذج الثلاثة في قياس تكلفة رأس المال في السوق السعودي.

كذلك تشير النتائج إلى أن نموذج (GLS) كان أقل النماذج دقة في تقدير تكلفة رأس المال الضمني حيث كانت العلاقة عكس ما هو متوقع لمعامل بيتا وحجم المعلومات عن الشركة. وكذلك فإن قيمة معامل الانحدار لنسبة الديون ونسبة حقوق الملكية كانت الأقل بين النماذج المستخدمة في تقدير قيمة تكلفة رأس المال الضمني السوق السعودي.

ويلاحظ وجود تطابق في نوع العلاقة (موجبة أو سالبة) وتشابه في قيمة معامل الانحدار بين نموذج (OJ) ونموذج (PEG). وقد يُفسر ذلك أن نموذج (PEG) ما هو إلا حالة خاصة من نموذج (OJ) حيث أن الاختلاف بينهما يكمن أساساً في أن نموذج (PEG) يفترض عدم وجود توزيعات نقدية مستقبلية وعدم وجود نمو طويل الأجل. ومع ذلك يتميز نموذج (PEG) أن قوته التفسيرية (١٠٪) كانت أكبر من القوة التفسيرية لنموذج (OJ) (٦٪)، مما يرجح كفة نموذج (PEG) في هذه الخاصية.

(١) وبمقارنة مع دراسة (Botosan and Plumlee (2005)، فقد بينت تلك الدراسة أن قيمة معامل التحديد بلغت (١٢،١٪) لنموذج (OJ) و (٢٢،٧٪) لنموذج (PEG) و (٦،٩٪) لنموذج (GLS).

### الجدول رقم (٣)

نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد (عدد المشاهدات = ٥٢٩)

$$r_{premit} = \alpha_0 + \alpha_1 Beta_{it} + \alpha_2 Info_{it} + \alpha_3 DA_{it} + \alpha_4 BM_{it} + \varepsilon_{it}$$

Adj. R <sup>2</sup>	$\alpha_4$	$\alpha_3$	$\alpha_2$	$\alpha_1$	$\alpha_0$	المعامل	نموذج
%٦	٠,٠٢٩	٠,٠٥٥	٠,٠٠٧-	٠,٠٠٧	٠,١٦٢	المعامل	OJ
	٣,٧٤٥	٣,١٥٠	٢,٠٩٨-	٠,٥٦٥	٢,٣٩١	t- statistic	
	٠,٠٠٠	٠,٠٠٢	٠,٠٣٦	٠,٥٧٢	٠,٠١٧	مستوى الدلالة الإحصائية	
%١٠	٠,٠٣٨	٠,٠٦٣	٠,٠٠٩-	٠,٠٠٩	٠,٢٤٠	المعامل	PEG
	٤,٢٢٦	٣,٢٤٩	٢,٣٧٨-	٠,٦٤٠	٣,٠٠	t- statistic	
	٠,٠٠٠	٠,٠٠١	٠,٠١٨	٠,٥٢٣	٠,٠٠٣	مستوى الدلالة الإحصائية	
%٤	٠,٠١٦	٠,٠٢٤	٠,٠٠٣	٠,٠٠٥-	٠,٠٤٢-	المعامل	GLS
	٤,٠٠٥	٢,٥٨٠	١,٤٩٧	٠,٨٧٢-	١,١٦٤-	t- statistic	
	٠,٠٠٠	٠,٠١٠	٠,١٣٥	٠,٣٨٣	٠,٢٤٥	مستوى الدلالة الإحصائية	

\* عدد المشاهدات بالنسبة لنموذج (PEG) هي ٣٥٢ مشاهدة وذلك بسبب أن نموذج (PEG) يجب أن يكون عائد السهم في السنة الثانية اكبر من عائد السنة الأولى، وذلك بسبب عدم إمكانية إيجاد قيمة لجذر تربيعي سالب.

حيث:

$I_{premit}$ : علاوة المخاطرة والتي تساوي تكلفة رأس المال الضمني المقدر بأحد النماذج الثلاثة (٤-٥) مطروحا منها العائد الخالي من المخاطرة. تم استخدام معدل العائد على سندات الخزينة الأمريكية عشر سنوات (10-year US Treasury Note) في نهاية كل سنة وذلك على غرار الدراسات السابقة (McInnis, 2010; Botosan and Plumlee, 2005). وتم استخدام معدل العائد على الدولار الأمريكي باعتبار أن الريال السعودي مرتبط في الدولار.

Beta: معامل مخاطرة السوق المنتظم والذي تم تقدير على أساس ستين شهر قبل سنة التقدير.

Info: اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لحقوق الملكية.  
DA: نسبة المديونية والتي تساوي إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول.  
BM: نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية.

#### ١٠- الخلاصة

تشير نتائج الدراسة إلى انه هناك اختلاف في تقدير تكلفة رأس المال الضمني بين النماذج الثلاثة (OJ, PEG, GLS) في السوق السعودي مما يؤيد ما توقعته فرضية الدراسة. كذلك تشير النتائج أن نموذج (GLS) كان الأقل في القدرة على تحديد تكلفة رأس المال الضمني بسبب أن علاوة المخاطرة المحسوبة كانت الأقل ارتباطا مع العوامل التي تؤثر عليها وأن قدرته التفسيرية كانت الأقل. كذلك توصلت الدراسة إلى وجود تشابه إلى حد كبير في القدرة على تحديد تكلفة رأس المال الضمني بين نموذجي (OJ) و (PEG)، بحكم التشابه في الارتباط بين علاوة المخاطرة و العوامل التي تؤثر فيها. إلا انه يوجد اختلاف في القوة التفسيرية حيث سجل نموذج (PEG) أكبر قوة تفسيرية.

مما تقدم يمكن الاستنتاج أن نموذج (PEG) يعتبر الأفضل فيما يتعلق بقدرته لتقدير تكلفة رأس المال في سوق الأسهم السعودي. تلك النتيجة مشابهة إلى ما توصلت إليه دراسة (Botosan Plumlee (2005) في السوق الأمريكي حيث فضلت استخدام نموذج (PEG) في عملية تقدير تكلفة رأس المال الضمني.

ومن المؤمل أن تسهم نتائج هذه الدراسة في مساعدة المستثمرين وغيرهم في تحديد ما هو النموذج الأمثل في تقدير تكلفة رأس المال تحديدا في سوق الأسهم السعودي. فالمستثمرين يحتاجون معرفة تكلفة رأس المال بغية تقدير الحد الأدنى للعائد المتوقع تحقيقه من العملية الاستثمارية. كذلك يحتاج مديرو الشركات معرفة تكلفة رأس المال لتقويم المشاريع الاستثمارية الجديدة والقائمة حيث تستعمل تكلفة رأس المال كمعدل خصم للوصول إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للمشاريع القائمة او الجديدة. معرفة رأس المال أيضا تعتبر من المعلومات الضرورية للمحللين الماليين للوصول إلى تقدير القيمة العادلة لأسهم الشركات والتوصية بموجب ذلك.

وامتدادا لموضوع هذا البحث، يمكن للأبحاث المستقبلية دراسة العلاقة بين جودة المراجعة الخارجية وتكلفة رأس المال وذلك لإجابة على هل السوق يكافئ الشركات التي يتم مراجعتها من قبل شركات مراجعة ذات جودة عالية عن طريق تخفيض علاوة المخاطرة المطلوبة. كذلك يمكن دراسة اثر مستوى الإفصاح عن المعلومات التي تنشرها الشركة على مستوى علاوة المخاطرة المطلوبة.

## المراجع

- Berk. J.1995. A Critique of Size-Related Anomalies. Review of Financial Studies. 8(2): 275 -286.
- Botosan. C., and Plumlee. M. 2005. Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium. The Accounting Review. 80(1): 21- 53.
- Chen. F., Jorgensen. B., and Yoo. Y. 2004. Implied Cost of Equity Capital in Earnings-Based Valuation: International Evidence. Accounting and Business Research. 34(4):323- 344.
- Chen. H., Chen. J., Lobo. G., and Wang. Y. 2011. Effect of audit Quality on Earnings management and Cost of equity Capital: Evidence from China. Contemporary Accounting Review. 28(3):892- 925.
- Easton. P. 2004. PE Rations, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital. The Accounting review. 79(1): 73- 95.
- Easton. P., and Monahan. S. 2005. An Evaluation of Accounting-Based Measures of Expected Returns. The accounting Review. 80(2):501- 538.

- Fama. E. and French. K. 1992. Common Risk factors in the Returns on Stock and Bonds. *Journal of Financial Economics*. 33(1):3- 56.
- Gebhardt. W., Lee. C., and Swaminathan. B. 2001. Toward and Implied Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*. 39(2):135- 176.
- Gode. D., and Mohanram. P. 2003. Inferring Cost of Capital Using the Ohlson-Juettner Model. *Review of Accounting Studies*. 8(4):339 -431.
- Gordon. J., and Gordon. M. 1997. The Finite Horizon Expected Return Model. *Financial Analysis Journal*. 53(3):52- 61.
- Hail. L., and Luz. C. 2009. Cost of Capital Effects and Changes in Growth Expectations around U.S. Cross-Listings. *Journal of Financial Economics*. 93(3):428- 454.
- Harvey. C. 1995. Predictable Risk and Returns in Emerging Market. *Review of Financial Studies*. 8(3): 773- 816.
- Hou. K., Dijk. M., and Zhang. Y. 2012. The implied Cost of Capital: A New Approach. *Journal of Accounting Economics*. 53(3):504- 526.
- McInnis. J. 2010. Earnings Smoothness, Average Returns, and Implied Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*. 85(1):315- 341.
- Ohlson. J., and Juettner-Nauroth. B., 2005. Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value. *Review of Accounting Studies*. 10(2 - 3 ) 349 - 365



## دور هيئة السوق المالية في تحسين الإفصاح و الشفافية للشركات المدرجة السعودية

محمد بن عبد الله الغملاس  
السوق المالية السعودية (تداول)

### الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة دور هيئة السوق المالية في تحسين الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، وذلك بمقارنة الفترة السابقة واللاحقة لإنشاء الهيئة من ٢٠٠١م إلى ٢٠٠٨م، بدراسة أثر تأسيس الهيئة ومدى التزام الشركات المدرجة بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات والتقارير المالية والتزامها بالقرارات واللوائح الصادرة من الهيئة في تحسين الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة.

وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير للقرارات في حين لم يكن هناك تأثير للوائح وعدد المخالفات وذلك قبل تأسيس الهيئة على مستوى الإفصاح والشفافية، بينما كان هناك تأثير للقرارات واللوائح بعد تأسيس الهيئة ولم يكن هناك تأثير للمخالفات. كما توصلت الدراسة أيضاً إلى عدم وجود أثر للوائح على مدى التزام الشركات بنشر المعلومات والقوائم المالية، بينما كان الأثر عن طريق القرارات وعدد المخالفات المعلنة من الهيئة ويعزى ذلك إلى ارتباط اللوائح بالقرارات. كما بينت هذه الدراسة زيادة مستوى الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة بعد تأسيس هيئة السوق المالية.

وتوصي الدراسة بتقليص الفترة الزمنية المحددة للإعلان عن النتائج المالية، كما توصي بزيادة قيمة الغرامات، كما يوصي الباحث لأهمية زيادة مستوى الإفصاح والشفافية بشكل أكبر في السوق المالية بالرغم من إيجابية الدور الذي لعبته الهيئة في تحسين الإفصاح والشفافية وذلك من أجل الوصول إلى سوق كثر.

### Abstract:

This study aims to examine the role of the Capital Market Authority (CMA) in improving disclosure and transparency of Saudi listed companies from 2001 to 2008. The researcher examines the impact of the establishment of the CMA as well as the commitment of the listed companies to the decisions and regulations issued in improving disclosure and transparency. The study found that prior to CMA there was an effect from the decisions but no effect from regulations or the number of violations on the level of disclosure and transparency. However, after the establishment of CMA there was an effect from decisions and regulations, but not from violations issued. The study also found that there was no effect from regulations on the timely dissemination of information and financial statements. However, there was an impact through the decisions and number of violations issued by the CMA, and that is due to the correlation between its regulations and decisions as shown by this study. Consequently, the level of disclosure and transparency has increased after the establishment of the CMA. Despite CMA's positive role in improving disclosure and transparency, the study recommends reducing the time period specified to announce financial results, increasing the amount of penalties and increasing the level of disclosure and transparency in the capital market in order to access a market that is efficient.



## ١- مقدمة :

في ظل سعي المملكة العربية السعودية إلى تطوير نظام السوق المالية فقد صدر المرسوم الملكي رقم (م/٣٠) بتاريخ ٢-٦-١٤٢٤ الموافق ٢١-٧-٢٠٠٣ بإعادة هيكلة السوق المالية بالمملكة على أسس جديدة متطورة من شأنها تعزيز الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالأوراق المالية، وتوفير العدالة وحماية المتعاملين بالأوراق المالية، حيث صدر قرار بإنشاء هيئة السوق المالية (الهيئة) والتي تعتبر الجهة الرقابية المسؤولة عن تنظيم السوق المالية السعودية (تداول) وهي هيئة حكومية ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتتلخص أبرز أهداف ومهام الهيئة في عملية تنظيم وتطوير السوق المالية السعودية، وحماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادية التي تتطوي على احتيال أو غش أو تلاعب أو تداول بناء على معلومات داخلية. وتسعى الهيئة إلى تحقيق العدالة وكفاءة السوق والشفافية في المعلومات الخاصة بالأوراق المالية وتنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها. وقد وضع نظام السوق المالية صلاحيات عديدة للهيئة لتمكينها من القيام بمهامها، ومن هذه الصلاحيات وضع السياسات والخطط وإجراء الدراسات وإصدار القواعد اللازمة لتحقيق أهداف الهيئة وإصدار اللوائح التنفيذية اللازمة لتنظيم عمل السوق، ويرغب الباحث في دراسة الدور الذي لعبته الهيئة في تحسين مستوى الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة.

## ٢- مشكلة وأهمية وأهداف الدراسة :

تعد الهيئات المشرفة على الأسواق المالية الجهة المسؤولة في كثير من دول العالم عن الإشراف ومتابعة الأسواق المالية وتنظيمها حيث تهتم معظم دول العالم بالأسواق المالية كونها مؤشراً دقيقاً وحساساً لسلامة الاقتصاد الوطني، كما أنه لا يمكن لأي سوق مالية أن تنمو وتزدهر إلا من خلال تنمية الثقة لدى المستثمرين بما تقدمه من بيانات ومعلومات ملائمة لقراراتهم، وهذا لا يتحقق إلا من خلال زيادة مستوى الشفافية ووجود الإفصاح المحاسبي الذي يحقق جواً من الثقة بين المتعاملين وذلك من خلال قيام الهيئة

المعنية بتطوير السوق وبمتابعة القوائم المالية للشركات المتعاملة في السوق والعمل على تحسين مستوى الإفصاح المحاسبي في إزام الشركات على تقديم معلومات صحيحة وفي وقت ملائم للمستثمرين وخلال الفترة الزمنية المحددة لإعلان الشركات لمساعدتهم على اتخاذ القرار الصحيح وخلق نوع من العدالة لكافة المستثمرين، وبالرغم من أن السوق المالية السعودية تعد من أكبر وأنشط الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط من حيث القيمة السوقية للأسهم التي وصلت بنهاية عام ٢٠١٠م إلى ٣٩, ٣٢٥, ١ مليار ريال أي ما يعادل ٤٤, ٢٥٣ مليار دولار أمريكي (World Federation of Exchanges, 2010)، إلا أنه لا توجد دراسات علمية تتناول دور الهيئة في المملكة العربية السعودية في تحسين الإفصاح والشفافية حيث تعتبر هذه الدراسة من أوائل الدراسات التي تناولت هذا الجانب، كما أن المملكة تأخرت في تأسيس هيئة نظامية للإشراف والرقابة على إدراج وتداول أسهم الشركات المساهمة والاهتمام بمستوى الإفصاح والشفافية في السوق حيث تأسست هيئة السوق المالية في عام ٢٠٠٢م وبدأت نشاطها في منتصف عام ٢٠٠٤م، من هنا تبرز مشكلة هذه الدراسة في معرفة دور الهيئة في تحسين الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة، وتسعى هذه الدراسة إلى التعرف على ذلك من خلال الإجابة على الأسئلة الآتية :

- ما مدى مساهمة الهيئة في تحسين مستوى الإفصاح المحاسبي والشفافية للشركات المدرجة ؟
- هل تحسن مستوى الإفصاح المحاسبي بشكل عام بعد تأسيس الهيئة عما كان عليه قبل تأسيسها؟
- هل يزداد مستوى الإفصاح والشفافية في نشر المعلومات والتقارير المالية في الوقت المناسب (النظامي) حسب توسع الهيئة في مهامها؟
- هل اختلف مستوى الإفصاح والشفافية بالقرارات واللوائح الصادرة من هيئة السوق المالية؟

وترجع أهمية هذه الدراسة من حيوية الدور الذي تلعبه الهيئة في تحسين مستوى الشفافية والإفصاح في الشركات المساهمة المدرجة ومدى التزام الشركات المدرجة بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات والتقارير المالية.

تهدف هذه الدراسة إلى بحث الدور الذي تلعبه الهيئة في تحسين عملية الإفصاح المالي والمحاسبي وتعزيز شفافية التقارير المالية المنشورة للشركات المدرجة في تداول ومدى التزامها بالأنظمة واللوائح التي أصدرتها الهيئة ومقارنة وضع السوق المالي قبل وجود الهيئة وبعد وجودها، ومعرفة أثر وجود الهيئة على تعزيز الإفصاح والشفافية في السوق، وذلك من خلال هذه الدراسة التي تسعى إلى اختبار أثر تأسيس الهيئة وأثر منتجاتها على تحسين مستوى إفصاح الشركات المدرجة في تداول.

وقد يرى بعض المهتمين بالدراسات المحاسبية أن خمس سنوات ( عمر الهيئة حتى عام ٢٠٠٨م ) تعتبر فترة قصيرة للوقوف على مساهمة الهيئة في تحسين آليات السوق وكذلك تحسين الإفصاح والشفافية، ومع هذا فإن المتابع لنشاط الهيئة يمكن أن يستنتج أنها قد مارست العديد من المهام المنوطة بها خلال تلك الفترة القصيرة.

ويأمل الباحث أن تسهم نتائج هذه الدراسة وتساعد في معرفة الدور الذي قامت به الهيئة والتعرف على بعض العوامل التي يمكن أن تسهم في زيادة الإفصاح والشفافية للسوق المالي السعودي.

وسيتم تقسيم ما تبقى من هذه الدراسة إلى الأقسام الرئيسية التالية: الإطار النظري والدراسات السابقة، وفرضيات الدراسة، ثم منهجية الدراسة، وأخيراً الخلاصة والتوصيات.

### ٣- الإطار النظري للبحث:

#### ٣-١ الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية:

زاد الاهتمام في السنوات الأخيرة بالإفصاح والشفافية لزيادة وعي المستثمرين حيث تعتمد قراراتهم وبشكل كبير على ما تنشره الشركات من معلومات، وتكمن أهمية الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة في نشر التقارير المالية وأخبارها التي تفصح عنها، وذلك ليكون المستثمر على دراية كافية عن المعلومات ذات العلاقة بالشركات المدرجة في أسواق المال والتمكن من اتخاذ القرار المناسب، كما تزداد أهمية الإفصاح

والشفافية في عملية الكشف عن المعلومات (المالية وغير المالية) التي تهتم المستثمرين، كما يعتبر الإفصاح المحاسبي روح أي سوق مالية وأساس نجاحه، فالإفصاح المحاسبي يحقق في حال توفره جواً من الثقة بين المتعاملين في الأسواق المالية، كما تعددت التعريفات الخاصة بالإفصاح حيث تم تعريف الإفصاح من قبل الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين (SOCPA) « الإفصاح العام إيضاح المعلومات ذات الطبيعة العامة التي يتعين إيضاها حتى لا تكون القوائم المالية مضللة».

وعرف (2005) Linsley and Shrivs، أن الشفافية هي قيام المنشأة بنشر كم هائل من المعلومات تكون متاحة لكافة المساهمين وأصحاب المصلحة وذلك بغرض تمكين المستفيدين من القوائم المالية من تقييم أداء المنشأة وتحقيق شفافية المخاطر، الأمر الذي سيمكن المساهمين والمستفيدين من تقييم وتقدير حجم المخاطر التي تحيط بالمنشأة، مشيرين إلى أن الإفصاح لن يفضي إلى تحقيق الشفافية ما لم يتم الإفصاح عن المعلومات المفيدة.

ويعتقد (2007، 2008) Shimshack أن الإفصاح الشامل يبين مدى قدرة المنشأة على توفير البرامج التي تستخدم في حالات الطوارئ، الأمر الذي يساعد في تنفيذ خطط المنشأة في الحالات الطارئة دون أن تتأثر خططها التشغيلية والاستراتيجية، بينما عرّف الشفافية بمدى قدرة المنشأة على مراجعة السياسات التي تنظم وتحكم نشاط المنشأة وبما يمكنها من تأسيس إطار للعمل يساعد في فحص السياسات التي تطبقها المنشأة لاستخلاص العبر والدروس منها.

فيما يرى (2012) Lee Yeong، أن الغرض من الإفصاح والشفافية هو التأكيد لكافة الأطراف المعنية بالمنشأة أنها قد حصلت على المعلومات الحقيقية والصحيحة والمكتملة في الوقت المناسب، كما حدد عشر معايير للإفصاح والشفافية وهي: الالتزام بالقوانين والتنظيمات التي تحكم الإفصاح وتوقيت الإفصاح والإفصاح في موقع الشركة الإلكتروني، تطوير حوكمة جيدة للشركة، الإفصاح عن القوائم المالية المتوقعة،

الإفصاح في التقرير السنوي والإفصاح عن عمليات الأطراف ذوي العلاقة، الإفصاح عن رأس المال، الإفصاح عن مقاييس الاستحواذ والاستثمار.

ونلاحظ من خلال التعاريف السابقة تركيزها على موضوع توصيل المعلومات إلى المستفيدين منها بصيغة توضح حقيقة الوضع المالي للمنشأة دون تضليل وبالشكل الذي يسمح بالاعتماد على تلك المعلومات في اتخاذ القرارات، حيث لا بد أن تتضمن التقارير المالية العدالة والوضوح، وأن تُظهر القوائم المالية للشركة كافة المعلومات الجوهرية التي تهم الفئات الخارجية عن الشركة والتي تساعد على اتخاذ قراراتها الاستثمارية تجاه الشركة بالصورة الرشيدة، وأن تلتزم الشركة بتقديم تلك المعلومات بصفة دورية. ويُنظر إلى الإفصاح على أنه إجراء يتم من خلاله اتصال الشركة بالعالم الخارجي، وأن المحصلة النهائية للإفصاح إنما تتمثل في القوائم المالية والبيانات والمعلومات التي تظهر من خلالها (السعدني، ٢٠٠٧م). كما يقصد بالشفافية قيام الشركة أو الجهة بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين والمتعاملين في السوق وإتاحة الفرصة لمن يريد الاطلاع عليها وعدم حجب المعلومات باستثناء ما من شأنها الأضرار بمصالح الشركة فيجوز لها الاحتفاظ بسريتها. ويجب التفرقة بين مبدأي الإفصاح والشفافية حيث أن الأخير أكثر عمومية في جوانب الحياة السياسية والاجتماعية والاقتصادية في مجتمع ما. ولا شك أن الهدف الأساسي من الإفصاح والشفافية هو التأكد من توافر المعلومات المالية وغير المالية (السعدني، ٢٠٠٧م).

فيما يرى (Stefana and Tiron (2006) أن الشركات التي تعمل وتطبق مبادئ الإفصاح والشفافية تهتم بالإفصاح عن المعلومات الدقيقة التي تتعلق بالشركة وتتعلق بالمركز المالي للشركة والأداء والملكية وحوكمة الشركة، وحدد معايير الإفصاح والشفافية في تقرير مجلس الإدارة السنوي الذي يتضمن النتائج المالية للشركة والقوائم المالية المدققة ويعتبر هذا التقرير مصدرًا هامًا من مصادر معلومات الشركة، والإفصاح عن الأهداف والسياسات العامة للشركة وملاكها الرئيسيين وحقوقهم التصويتية

وسياسة مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين وطبيعة العلاقة مع الأطراف ذوي العلاقة والمخاطر التي تواجه الشركة من حيث طبيعة النشاط وقدرتها التنافسية المستقبلية.

واعترافاً بأهمية الإفصاح المحاسبي في صنع قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية فقد اهتمت الهيئات والجمعيات العلمية بمعايير الإفصاح والتأكيد على كمية ونوعية المعلومات التي لا بد من توافرها، ويعتبر الهدف من زيادة الإفصاح والشفافية تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وزيادة عدد الشركات المدرجة في السوق وتنمية السوق المالية وتطويرها، واستقطاب الاستثمارات، وتنويع الأدوات المالية، وتوفير السيولة اللازمة لها وتطوير السوق المالية لتصبح سوقاً عادلة توفر إفصاحاً فعالاً ومنتظماً للمعلومات الجوهرية، وذلك من خلال تطبيق الأنظمة واللوائح للمحافظة على السوق واستقرارها، وتطبيق قواعد وإجراءات وتنظيمات حديثة ومتطورة تواكب أحدث المعايير والممارسات الدولية المطبقة من حيث الشفافية والإفصاح، الترخيص، الإشراف، الرقابة، التنظيم، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الجهات العاملة في تداول الأوراق المالية لتحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية ( السعدنى، ٢٠٠٧م ).

ويرى الباحث أن الإفصاح يرتبط بتوضيح كافة المعلومات المالية وغير المالية التي تؤثر في سعر الورقة المالية من خلال ظهور التقارير المالية بلغة مفهومة للقارئ دون أي لبس أو تضليل، بينما تهتم الشفافية بالإعلان عن الأحداث الجوهرية وكافة المعلومات التي تؤثر على سعر الورقة المالية للشركة في الأسواق المالية بحيث تكون متاحة لكافة المستثمرين في الوقت المناسب وسهولة الوصول إليها وذلك من خلال القنوات الرسمية المعتمدة للجهات المسؤولة عن مراقبة الأسواق المالية.

### ٢-٣ الإفصاح والشفافية في السوق المالية السعودية :

يمكن النظر الى الإفصاح والشفافية في السوق من خلال مرحلتين زمنيتين : الأولى وهي ما قبل وجود الهيئة، والثانية فترة ما بعد تأسيس الهيئة، وفيما يلي موجز عن أهم أحداث كل مرحلة.

## الإفصاح والشفافية قبل وجود الهيئة:

كانت أول شركة مساهمة بدأت نشاطها في المملكة العربية السعودية هي الشركة العربية للسيارات في أواسط الثلاثينات ميلادية وتوالى تأسيس الشركات المساهمة وبحلول عام ١٩٧٥م أصبح عدد الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية ١٤ شركة مساهمة، كما أدى النمو الاقتصادي السريع والتطور الذي حدث للمملكة بالإضافة إلى عمليات سعودة جزء من رأس مال البنوك الأجنبية في أواخر السبعينات الميلادية إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة، وكان لا بد من وجود ضوابط وتنظيمات تحكم عمليات التبادل ولا بد من وجود آلية تُسير العمل في سوق الأسهم، حيث تولت اللجنة الوزارية في ١٩٨٤م المشكلة من معالي وزير المالية ومعالي وزير التجارة ومعالي محافظ مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق، وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق، وانبثق عن اللجنة الوزارية لجنة للإشراف على سوق الأسهم تكونت من وكيل وزارة المالية ووكيل وزارة التجارة ووكيل محافظ مؤسسة النقد العربي السعودي، حيث كانت تعقد اجتماعات شهرية ومن ثمارها تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم للقيام بمهام التسوية والمقاصة لعمليات التداول وتوالت عمليات التطوير لتلك اللجنة حيث تم في ١٩٩٠م تشغيل النظام الآلي لمعلومات الأسهم (ESIS) الذي أتاح إمكانية التداول الآلي لجميع الأسهم عبر المصارف المحلية وساهم في تركيز سوق الأسهم في سوق موحدة تلتقي فيها العروض والطلبات، ووفر ذلك العدالة في إدخال الأوامر وتنفيذها أيًا كان مصدرها الجغرافي، وتوالت عمليات التطوير للسوق من حيث استحداث أنظمة جديدة وزيادة عدد الشركات حيث وصل عدد الشركات المساهمة (٥٧ شركة في عام ١٩٩٠م)، وزاد عدد الشركات سنة بعد أخرى حتى أصبح (٧٥ شركة في عام ٢٠٠٠م) واستمرت عمليات التطوير للأنظمة حيث تم تطوير نظام التسويات المالية في عام ٢٠٠١م ليصبح آلياً وفورياً للتسويات ليتمكن المستثمرين من الشراء والبيع عدة مرات في يوم التداول الواحد، وكان لا بد من وجود هيئة تنظيمية تحكم السوق وتزيد من ثقافة المستثمر وثقته من حيث وجود جهة إشرافية مستقلة تدير السوق وتزيد من الإفصاح

والشفافية، وبالتوجيه السامي صدر نظام السوق المالية بالمرسوم الملكي رقم ( م / ٣٠ ) وتاريخ ٢/٦/١٤٢٤هـ الموافق ٢١/٧/٢٠٠٣م وارتكز النظام على تحديد دور المؤسسات الإشرافية والرقابية والتشغيلية الجديدة للسوق المالية وبيان مهماتها، وفصل الدور الإشرافي والرقابي عن الدور التنفيذي من خلال إنشاء مؤسسات جديدة للسوق من أهمها: هيئة السوق المالية: وهي الهيئة الرقابية والإشرافية للسوق المالية، السوق المالية السعودية ( تداول ) : وهي الجهة المعنية بالمهام التشغيلية للسوق، لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية: وهي لجنة تختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية وقواعد الهيئة والسوق. وفي منتصف عام ٢٠٠٤م بدأت هيئة السوق المالية أعمالها بشكل مباشر، وتعتبر هيئة السوق المالية هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء .

### الإفصاح والشفافية بعد وجود الهيئة :

في الحقيقة فإن تأسيس الهيئة في المملكة قد تأخر كثيراً حيث تأسست الهيئة في عام ٢٠٠٣م وبدأت نشاطها في منتصف عام ٢٠٠٤م. فالهيئات المشرفة على أسواق المال في العالم تلعب الدور الرئيس في تنظيم عملية الإفصاح، وفي فرض الإفصاح ومراقبة الشركات في هذا الأمر، ولقد أثبتت العديد من الدراسات أنه بدون الإشراف الحكومي ممثلاً في هيئة السوق المالية، فإن التزام الشركات يكون ضعيفاً ولا يؤدي الإفصاح الصادر عن الشركات دوره في الوصول إلى التداول العادل على الأسعار.

وفي المملكة العربية السعودية تقوم الهيئة بتنظيم ومراقبة نوعين من الإفصاح، هما :

### الإفصاح الأولي :

يفصح عن المعلومات الأولية للشركة التي ستطرح أسهمها للاكتتاب العام للمستثمرين في السوق المالية وفق ما جاء في لائحة طرح الأوراق المالية وقواعد التسجيل والإدراج. ويفصح عن تلك المعلومات من خلال نشرة الإصدار .



ويجدر بالذكر أن هذه الدراسة تركز أكثر على الإفصاح المستمر، الذي سيتم ذكره بالجزء التالي.

### الإفصاح المستمر:

تقوم الهيئة بمتابعة الشركات المدرجة في السوق المالية للتأكد من التزامها بالتالي: الإفصاح عن التقارير والقوائم المالية السنوية مع نهاية السنة المالية، الإفصاح عن التقارير المالية الأولية و السنوية، كما تقوم الهيئة بالاهتمام بالإفصاح عن التطورات أو الأحداث المهمة « المعلومات الجوهرية» بشأن أي حدث يهم المستثمرين ويؤثر في أسعار أوراقها المالية على موقع تداول قبل نشرها في وسائل الإعلام أو أي موقع آخر وذلك خلال المهلة التي حددها لوائح الهيئة لنشر الإعلانات. وأن تكون الإعلانات مستوفية للمتطلبات و التعليمات الصادرة عن الهيئة، كما يتم الإفصاح عن أي تطورات أو أحداث متعلقة بزيادة رأس المال أو تخفيضه، الإفصاح عن أي تغيير في بيانات أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين وأقربائهم، الإفصاح عن أي تغيير في النظام الأساسي أو المقر الرئيسي للشركة أو أي تغيير للمحاسب القانوني.

وتقوم الهيئة أيضاً بمراجعة القوائم المالية السنوية وربيع السنوية للشركات المدرجة في السوق المالية للتأكد من استيفائها لمتطلبات الإفصاح الواردة في نظام السوق المالية ولوائح التنفيذية. كما أن زيادة مستوى الشفافية في الشركات مرتبط بالالتزام بمبادئ حوكمة الشركات، وفي لائحة حوكمة الشركات الصادرة في عام ٢٠٠٦م من قبل الهيئة في الباب الثالث الإفصاح والشفافية تضمنت السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح.

ولا تتوقف عملية الإفصاح عند هذا الحد بل لا بد من الإفصاح الفوري عن الأحداث الجوهرية التي تؤثر على المركز المالي للشركة لكافة المتعاملين في السوق في وقت واحد وبالشكل الذي يساهم في مساعدتهم لتحديد قراراتهم، كما يشمل أيضاً الإفصاح بشكل عام عن المعلومات المرتبطة بالقوائم المالية وأداء الشركة وهيكل الملكية وفق النظام المتبع.

أما بالنسبة للآلية المطبقة في السوق المالية السعودية (تداول) فيتم الإفصاح عن المعلومات والتقارير المالية عن طريق الإعلانات الالكترونية وذلك عن طريق موقع تداول وعن طريق وسائل الإعلام المرئية أو المقروءة بعد ذلك ويكون الإفصاح بشكل دوري خلال فترة ووقت محدد ويتم عند حدوث أي معلومات جديدة أو حدث طارئ.

ويخلص الباحث من ذلك إلى أن الدور الذي تلعبه هيئات أسواق المال في الإشراف والرقابة على الإفصاح وفرض عقوبات رادعة في حالات عدم الالتزام يساعد في طمأنة المستثمرين من أن سلوك الشركات مراقب وأن الإفصاح يتم لمصلحة المستثمرين.

#### ٤- الدراسات السابقة :

هناك العديد من الدراسات التي تناولت توقيت نشر المعلومات والقوائم المالية في الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية وتأثير تأسيس هيئات السوق المالية في مختلف البيئات، ومن هذه الدراسات مايلي:

تعد دراسة ( Davies and Whittred (1980) من أوائل الدراسات التي أجريت في مجال توقيت الإعلان عن المعلومات المالية. حيث بحثت هذه الدراسة توقيت الإعلان عن المعلومات المالية، وذلك للفترة ١٩٧٢م إلى ١٩٧٧م، وتوصلت الدراسة إلى أن قرار سوق الأوراق المالية الاسترالي الصادر في عام ١٩٧٢م والذي ينص على تعديل الفترة اللازمة لنشر القوائم المالية لم يؤثر في سلوك الشركات الاسترالية فيما يتعلق بتوقيت النشر.

كما قام كل من ( Givoly and Palmon (1982) بدراسة توقيت نشر الشركات المساهمة لقوائمها المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة الخمس عشرة سنة بين عامي ١٩٦٠م و ١٩٧٥م، وقد توصل الباحثان إلى أن الفترة اللازمة لنشر القوائم المالية قد انخفضت بشكل كبير خلال تلك السنوات حتى بلغ متوسط هذه الفترة ٣٤ يوماً في سنة ١٩٧٤م، كما توصلوا إلى أن الشركات التي لديها أخبار سيئة تميل إلى تأخير نشر قوائمها المالية مقارنة بالشركات التي لديها أخبار جيدة حيث تنشرها بشكل أسرع.

أما ( Zimmer and whittred 1984 ) فقد درسا توقيت نشر القوائم المالية للشركات الاسترالية حيث قام الباحثان بدراسة توقيت النشر لعدد ٥٢ شركة واجهت صعوبات مالية خلال الفترة ١٩٦٤م حتى ١٩٧٨م ومقارنتها بشركات لا تعاني من صعوبات مالية، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تواجه مصاعب مالية تميل إلى تأخير نشر القوائم المالية السنوية، فيما تبادر الشركات التي لا تعاني من مصاعب مالية إلى نشر تقاريرها المالية بشكل أسرع.

وفي البحرين قام ( Abdulla 1996 ) بدراسة التوقيت المناسب للتقارير السنوية التي أجراها في البحرين خلال الفترة من ١٩٨٥م إلى ١٩٩١م (ست سنوات) وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات الكبيرة تستغرق وقتاً أقل للإعلان عن قوائمها المالية مقارنة بالشركات الصغيرة، كما بينت الدراسة أيضاً أن الشركات التي لديها أنباء جيدة تعلن عن قوائمها المالية السنوية بشكل أسرع من الشركات التي لديها أنباء سيئة. كما قام أيضاً بدراسة تأثير تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في عام ١٩٨٩م على توقيت نشر القوائم المالية حيث توصلت الدراسة إلى أن الفترة التي تستغرقها الشركات البحرينية لنشر قوائمها المالية قبل التأسيس لا تختلف إحصائياً أو معنوياً عن تلك التي بعد التأسيس.

وناقش ( الملحم، ١٩٩٧م ) مدى التزام جميع الشركات المساهمة السعودية عند إعداد تقاريرها بالمتطلبات الإلزامية للإفصاح المحاسبي طبقاً لنظام الشركات السعودي وكذلك معيار العرض والإفصاح العام، وقد بينت نتائج الدراسة عدم التزام جميع الشركات المساهمة السعودية بالإفصاح عن المعلومات الإلزامية، وقد تراوحت نسبة الالتزام بين ٦٢، ٥٩% كحد أدنى و ٧٧، ٩٠% كحد أقصى. أما النسبة العامة لعدم الالتزام فقد كانت ٤٢، ٢١% وقد انتهى الباحث إلى أن النتائج التي تم التوصل إليها تعني أنه مهما كانت الإجراءات المتبعة للرقابة على عملية الالتزام بواسطة وزارة التجارة أو الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين فهي تعتبر غير كافية.

كما قام (D'Arcy and Grabensberger (2003) ، بفحص جودة التقارير ربع السنوية للشركات الألمانية ، حيث ركزت على فحص مستوى الإفصاح في التقارير المالية المنشورة لعدد ٤٧ شركة يتم تداولها في السوق الألماني خلال الفترة من الربع الثالث من عام ١٩٩٩م حتى ٢٠٠١م ، كما قامت الدراسة ببناء أربعة نماذج زمنية للإفصاح ودراسة مدى الارتباط بين مستوى الإفصاح في التقارير المالية ربع السنوية وعوامل معينة مثل رسملة السوق وتوقيت النشر في السوق ، حيث توصلت الدراسة إلى أن مستوى الإفصاح في التقارير المالية ربع السنوية لشركات العينة قد تزايد عبر الزمن ، كما أن الإفصاح الإضافي في التقارير الأولية يزيد من جودتها .

ولعل دراسة (Naser and Nuseibeh (2003 عن جودة التقارير المالية، سجلت الدراسة مشاهدات من الشركات غير المالية المدرجة في السوق السعودي، وذلك من خلال الإفصاح عن بعض المعلومات الإلزامية قبل وبعد إنشاء الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين (SOCPA) ، حيث تم تصنيف المعلومات التي يتم الإفصاح عنها من خلال التقارير السنوية في ثلاثة عناصر: الإلزامية ، الاختيارية المرتبطة بالإلزامية ، الاختيارية غير المرتبطة بالإلزامية، وذلك خلال عام ١٩٩٢م و ١٩٩٩م ، وقد توصلت الدراسة إلى ارتفاع مستوى الالتزام بالمتطلبات الإلزامية في جميع الصناعات التي تشملها الدراسة باستثناء قطاع الكهرباء ، أما بالنسبة للإفصاح الاختياري المرتبط وغير المرتبط بالإفصاح الإلزامي فقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات السعودية تنصح عن المعلومات أكثر من الحد الأدنى الذي يتطلبه النظام ، كما أن الإفصاح الاختياري محدود ، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن إنشاء الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين (SOCPA) كان له تأثير ضعيف على تقارير الشركات في المملكة العربية السعودية .

وقام (Hongjiang et al (2003 بدراسة التوقيت الملائم للمعلومات المحاسبية المنشورة ، والجوانب الرئيسية اللازم توافرها لتحسين جودة المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات ، وقد اقترحت الدراسة نموذجاً لتحسين جودة المعلومات المحاسبية

المنشورة يعتمد على أربعة محاور رئيسية هي التوقيت الملائم والدقة والكمال والثبات، وتوصلت الدراسة إلى أن خاصية التوقيت الملائم هي أهم المحاور التي تؤثر في جودة المعلومات المحاسبية المنشورة، كما أنه يمكن التنازل عن بعض الدقة في المعلومات المحاسبية المنشورة في سبيل تحقيق التوقيت الملائم وتحسين جودة المعلومات المحاسبية.

وفي ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بعنوان: السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول مركز البحوث ١٤٢٦هـ رمضان - استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية ودوره في دعم الاقتصاد الوطني: وتوصلت هذه الدراسة إلى الحاجة لمزيد من الشفافية والعدالة في حصول كافة المتعاملين على المعلومات بنفس الدقة وفي ذات الوقت، وتفعيل دور هيئة السوق المالية وإنهاء التضارب بينها وبين الجهات الرسمية الأخرى، لمزيد من الرقابة على الشركات في الإفصاح عن ميزانياتها وتقاريرها الاقتصادية.

كما قام (الميهي، ٢٠٠٥م) بدراسة المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي: دراسة اختبارية وحدثية، حيث جمعت الدراسة بين أسلوبين بحثيين مختلفين: أسلوب الدراسة الاختبارية وأسلوب دراسة الحدث، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن أهم المعلومات المحاسبية الأولية التي تهتم المستثمر السعودي هي المعلومات المتعلقة بالربحية وبقائمة الدخل الأولية وبالأنشطة التشغيلية، كما أوصت الدراسة بالإسراع باستكمال آليات نظام السوق المالية السعودي الجديد، وخاصة فيما يتعلق بإنشاء السوق المالية، حتى يمكن استكمال البنية الأساسية لسوق مالية متكاملة ومتطورة، بالإضافة إلى العمل على حث الشركات السعودية على مزيد من الإفصاح والشفافية في التقارير المالية الأولية والاستمرار في الانتظام في نشر هذه التقارير واقتراح تخفيض المدة النظامية الحالية والمحددة للشركات السعودية بنشر التقارير المالية الأولية خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ نهاية الفترة الربع سنوية إلى أسبوع على الأكثر، وذلك لتحسين التوقيت الملائم للمعلومات المحاسبية المنشورة، ومحاولة للتقليل من ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية. ويظهر هنا الدور الهام والفعال الذي يمكن أن تقوم به هيئة السوق المالية السعودية في هذا الصدد.

وتعد دراسة (الجبر، ٢٠٠٦م) من الدراسات التي ناقشت العلاقة بين توقيت الإعلان عن المعلومات المالية وخصائص الشركات المساهمة السعودية خلال الفترة من ٢٠٠١م إلى ٢٠٠٥م، وكذلك دراسة أثر تأسيس هيئة السوق المالية في توقيت الإعلان في المملكة العربية السعودية، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن الشركات المساهمة السعودية قد قامت بالإعلان عن بياناتها بشكل أسرع منذ بدء قيام هيئة السوق المالية بممارسة نشاطها، إذ انخفض متوسط المدة التي تستغرقها الشركات التي شملتها عينة الدراسة للإعلان عن معلوماتها المالية إلى أن وصل إلى (٢٨) يوماً في عام ٢٠٠٥م. كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن الشركات كبيرة الحجم تقوم بالإعلان عن معلوماتها المالية بشكل أسرع من الشركات الصغيرة، وأن الشركات ذات المديونية العالية تستغرق وقتاً أطول للإعلان عن معلوماتها المالية مقارنة بالشركات ذات المديونية المنخفضة، كما بينت الدراسة أن الشركات التي لديها أنباء جيدة تعمل على توصيل تلك الأنباء بصورة أسرع لسوق المال مقارنة بالشركات التي لديها أنباء سيئة والتي تعمل على تأخير الإعلان عن تلك الأنباء.

وتناول (المعتاز، ٢٠٠٧م) مدى التزام الشركات المساهمة السعودية بالإفصاح عن بعض متطلبات لائحة حوكمة الشركات لعام ٢٠٠٦م، حيث توصلت الدراسة إلى وجود قصور واضح لدى الكثير من الشركات المساهمة للوفاء بمتطلبات لائحة حوكمة الشركات، خصوصاً ما يتعلق بوصف اختصاصات مجلس الإدارة، وكذلك مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين، وكذلك ما يتعلق بتكوين لجنة المراجعة والتي شهدت نقصاً في مُتطلب أو أكثر لدى جميع الشركات المساهمة المشتملة في العينة، وكذلك الإفصاح عن تكوين لجنة الترشيحات والمكافآت والتي اتضح أن غالبية الشركات لم تتقيد بتكوينها والإفصاح عنها وربما يعود ذلك إلى حداثة هذا المتطلب وحاجته إلى وقت أطول للتقيد بما فيه، ومن ثم يصبح الحكم على الإفصاح الذي تقوم به الشركات أكثر موضوعية، كما توصلت الدراسة إلى وجود تفاوت كبير في الإفصاح بين الشركات المساهمة السعودية، بينما التزمت بعض الشركات بمتطلبات الهيئة التزاماً

كبيراً حيث أن غالبية الشركات كان التزامها بمتطلبات الإفصاح متفاوتاً بين الضعيف وشبه المعدم. وربما كان لحدثة اللائحة وعدم النص على العقوبات المفروضة في حالة عدم التقيد بها دور في ذلك.

أما (الخاطر، العطار، ٢٠٠٧م) فقد درسا التوقيت المناسب لإصدار التقارير المالية للشركات المساهمة في الاقتصاد الناشئ - حالة قطر، خلال الفترة من ٢٠٠٠م إلى ٢٠٠٥م، وقد هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة في توقيت إصدار التقارير المالية للشركات المدرجة بسوق الدوحة للأوراق المالية بسوق قطر، عن طريق تحديد العلاقة بين توقيت إصدار التقارير المالية وبعض خصائص الشركات حيث اختبرت الدراسة ثمان فرضيات: الحجم، والربحية، ونسبة مديونية الشركة، ومعدل العائد على سهم الشركة، ومدة قيد الشركة في السوق، ونوع الصناعة (مالية أو غير مالية) التي تنتمي إليها الشركة، ومدى وجود بنود غير عادية في التقارير المالية للشركة، ونوع الرأي الذي يصدره المدقق عن التقارير المالية للشركة. وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات المسجلة في سوق الدوحة للأوراق المالية تستغرق متوسط ٥٢ يوماً لإصدار تقاريرها المالية، فيما تصدر شركات التأمين تقاريرها المالية قبل الشركات الأخرى بمختلف قطاعاتها، كما أظهرت الدراسة أيضاً أن توقيت إصدار التقارير المالية يرتبط بربحية الشركة، ونوع الشركة مالية أو غير مالية، ونوع الرأي الذي يصدره المراجع عن التقارير المالية للشركة، وتاريخ إغلاق الدفاتر في الشركة، وهوية مكتب المراجعة الذي يراجع التقارير المالية للشركة دولي أو محلي.

وقام (السهلي، ٢٠٠٨م) بدراسة التحفظ المحاسبي في الشركات السعودية حيث توصلت نتائج الدراسة إلى قلة درجة التحفظ المحاسبي في الشركات السعودية، كما أن النتائج تدل عامة على أنه لا توجد علاقة بين حجم الشركة والتحفظ المحاسبي إلا أنها أظهرت أيضاً أن الشركات الكبيرة أقل تحفظاً من الشركات الصغيرة، كما أن قطاع البنوك يعتبر أقل تحفظاً مقارنة بالقطاعات الأخرى في السوق السعودي، ودلت الدراسة على أن حجم المديونية لا يؤثر في درجة التحفظ المحاسبي بوجه عام، وعلى الرغم من

ذلك فإن اختلاف إشارة معامل المديونية يدل على أن الشركات ذات المديونية العالية أقل تحفظاً من الشركات ذات المديونية المنخفضة، ومن الدلائل التي توصلت إليها أيضاً أن الشركات السعودية أصبحت أكثر تحفظاً بعد تأسيس هيئة السوق المالية.

وتناول (النجار، ٢٠٠٩م) الشفافية والإفصاح في الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وتأثيرها على البورصة المصرية وكيفية تطوير الإفصاح والرقابة وقواعد القيد، وقد توصل إلى أن ضعف الإمكانيات في الجهات الرقابية على أسواق المال، وضعف شروط القيد وقواعد الإفصاح، ويشكل غياب العقوبات الرادعة في قانون سوق المال المصري ثغرة كبيرة، تمكن من التلاعب بأسعار الأسهم وتسريب المعلومات وعدم الالتزام بالقواعد، وكذلك عدم العدالة في وصول المعلومات للمستثمرين بنفس الدقة وفي نفس التوقيت، ولا بد من إعادة النظر في قواعد القيد بما يسمح بقيد الشركات القوية فقط وذات السيولة العالية وكذلك زيادة العقوبات الخاصة بعمليات التلاعب واستخدام المعلومات الداخلية، وتقليل المهلة المسموح بها من ٤٥ يوماً إلى شهر على الأكثر لتقليل فرص التلاعب، ولا بد من إعادة النظر بشكل كامل في القانون الحالي لسوق المال.

وقام أيضاً (السهلي، ٢٠١١م) بدراسة حول مؤشر الشفافية والإفصاح في الشركات السعودية حيث قامت الدراسة بقياس درجة شفافية الإفصاح في التقارير المالية المنشورة من قبل الشركات المتداولة في السوق السعودي لعام ٢٠٠٩م على عينة من الشركات السعودية وذلك من خلال تطبيق مقياس الإفصاح والشفافية الذي قدمته مؤسسة Standard & Poors المالية لتحديد مدى ما تتمتع به التقارير المالية المنشورة لتلك الشركات من شفافية من خلال دراسة العلاقة بين مؤشر الشفافية والإفصاح وكل من حجم الشركة، المراجع الخارجي، القطاع وتمركز الملكية، وقد توصلت الدراسة إلى انخفاض مستوى الشفافية في السعودية مقارنة بالولايات المتحدة وارتفاع مستوى الشفافية في السعودية مقارنة بأسواق الدول الناشئة، كما توصلت الدراسة إلى تأثير حجم الشركة والمراجع الخارجي على مستوى الشفافية بخلاف قطاع الصناعة وتمركز الملكية التي لم تكن لها علاقة مع مستوى الشفافية في الشركات السعودية.



ومن استعراض الدراسات السابقة يتضح أن تلك الدراسات السابقة تتناول أربعة مجالات رئيسية ، الأول: دراسات تناولت الإفصاح والشفافية وقياسها ، الثاني: دراسات تناولت الهيئات المالية ، الثالث: دراسات تناولت التوقيت الملائم لنشر المعلومات والقوائم المالية وجودتها، الرابع: دراسات تناولت الالتزام في الإفصاح المحاسبي و التقيد باللوائح .

ويلاحظ أن معظم الدراسات السابقة التي تناولت البيئة السعودية لم تتطرق الى دور هيئة السوق المالية في تحسين الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة لما لها من دور رقابي على الشركات المدرجة والرفع من مستوى الإفصاح والشفافية وكفاءة السوق، وربما يعود ذلك لحدثة إنشاء الهيئة في المملكة العربية السعودية .

لذا، فإن هذه الدراسة تحاول معرفة الدور الذي لعبته الهيئة في تحسين مستوى الإفصاح والشفافية بمقارنة الفترة السابقة واللاحقة لإنشاء الهيئة والالتزام الشركات المدرجة بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات والتقارير المالية وكذلك بالقرارات واللوائح الصادرة من الهيئة من أجل تحسين الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة، لما له من أثر مباشر على المستفيدين بوجه عام من تلك المعلومات في سوق يُعد من أكبر الأسواق في منطقة الشرق الأوسط .

## ٥- فرضيات الدراسة :

### تأسيس الهيئة ومستوى الإفصاح والشفافية :

بدأت هيئة السوق المالية ممارسة مهامها في منتصف ٢٠٠٤م، كما نص النظام على قيام الهيئة بعدد من المهام ومنها الاهتمام بتنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المالية المتعلقة بالأوراق المالية وإتاحة المعلومات للجميع في وقت واحد وتهدف إلى تحقيق كفاءة التداول في الأوراق المالية وتعزيز الإفصاح والشفافية وتوفير أكبر قدر من الحماية للمستثمرين، وتشير الشواهد إلى أن إنشاء الهيئة رتب مزيداً من التنظيم و الرقابة على الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي حيث أوجدت الهيئة عدداً من العقوبات التي يمكن فرضها على الشركات التي لم تلتزم بنشر قوائمها

المالية (الجبر، ٢٠٠٦م). ومن الدلائل التي توصلت لها دراسة (السهي، ٢٠٠٨م) أن الشركات السعودية أصبحت أكثر تحفظاً بعد تأسيس هيئة السوق المالية. ويرى الباحث أن تأسيس الهيئة أثر بشكل إيجابي على الإفصاح والشفافية في السوق المالية السعودية وزاد من مستوى الشفافية في المعلومات الصادرة من قبل الشركات ومدى التزامها وذلك من خلال الأنظمة واللوائح والقرارات التنظيمية التي أصدرتها الهيئة والرقابة التي قامت بها.

ومن المتوقع أن يكون تأسيس الهيئة ذو أثر على الإفصاح والشفافية في السوق السعودية نظراً للدور الرقابي والإشرافي للهيئة، ومن ثم فإن الفرض التالي يقيس دور الهيئة في ارتفاع مستوى الإفصاح والشفافية وهذا يقودنا إلى صياغة الفرض التالي:

#### الفرضية الأولى:

"ترتب على تأسيس الهيئة ارتفاع في مستوى الإفصاح والشفافية للسوق المالية".

#### تأسيس الهيئة وزيادة نشر المعلومات والتقارير المالية:

يرى الباحث أن إنشاء الهيئة رتب مزيداً من الرقابة على الشركات المدرجة في السوق المالية (تداول)، حيث أصدرت هيئة السوق المالية عدداً من التشريعات تلزم الشركات بالالتزام بها خلال مدة زمنية محددة، كما سنت عقوبات بحق الشركات التي لم تلتزم بنشر قوائمها المالية والإحداث الجوهرية في المواعيد النظامية، حيث قامت هيئة السوق المالية بتقليص الفترة الزمنية لنشر القوائم المالية إلى ٤٠ يوم عمل بعد إن كانت ٩٠ يوماً من نهاية تاريخ نهاية السنة المالية، كما حددت نشر النتائج المالية الربعية خلال ١٥ يوم عمل بنهاية كل ربع، كما أصدرت هيئة السوق المالية قرار رقم ٢-١٢٨-٢٠٠٦ بتاريخ ٢٢ يناير ٢٠٠٦م «يجب على الشركة القيام بالإبلاغ والإعلان للجمهور دون تأخير بأي تطورات مهمة لديها يمكن أن تؤدي إلى تغيير كبير في سعر السهم أو أي أوراق مالية أخرى مدرجة أو في قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المشار إليها قبل ساعتين على الأقل من أول فترة تداول في السوق تلي وقوع التطورات المهمة». كما أثر تأسيس هيئة السوق المالية على توقيت الإعلان للشركات المساهمة

السعودية من حيث الإعلان عن بياناتها بشكل أسرع منذ بدء قيام هيئة السوق المالية بممارستها لنشاطها حيث انخفض متوسط المدة التي تستغرقها الشركات للإعلان عن معلوماتها المالية السنوية (الجبر، ٢٠٠٦م). وفي مدى تأثير تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في توقيت نشر القوائم المالية توصلت دراسة (Abdulla، 1996) إلى أن الفترة التي تستغرقها الشركات البحرينية لنشر قوائمها المالية قبل تأسيس السوق لا تختلف إحصائياً أو معنوياً عن تلك التي بعد تأسيس السوق .

ويرى الباحث أن تأسيس الهيئة بالسعودية سوف يؤدي إلي زيادة نشر المعلومات والتقارير في الوقت المناسب (النظامي)، وبناءً على ذلك فإن الدراسة سوف تقيس أثر تأسيس الهيئة على زيادة الإفصاح والشفافية وفقاً للفرز التالي.

### الفرضية الثانية :

« تأسيس الهيئة زاد من نشر المعلومات والتقارير المالية في الوقت المناسب (النظامي) ».

### الإفصاح والشفافية وعلاقته بالقرارات واللوائح الصادرة من الهيئة :

منذ بدء هيئة السوق المالية عملها في منتصف ٢٠٠٤م، وتطبيقاً لأحكام المادتين (الخامسة والسادسة) من نظام السوق المالية المتعلقة بصلاحيات الهيئة في إصدار اللوائح التنفيذية والتعليمات والقرارات التي تنظم مختلف جوانب السوق المالية فقد أصدرت الهيئة العديد من اللوائح التنظيمية لزيادة مستوى الإفصاح والشفافية، منها: قواعد التسجيل والإدراج، لائحة حوكمة الشركات، لائحة سلوكيات السوق، لائحة الاندماج والاستحواذ، حيث نهجت الهيئة أسلوب نشر عدد من مشاريع تلك اللوائح قبل إصدارها بصيغتها النهائية على موقع الهيئة لاستطلاع آراء المعنيين والمهتمين وإبداء ملاحظاتهم، كما أصدرت الهيئة العديد من القرارات لتنظيم السوق المالية التي من شأنها زيادة الإفصاح والشفافية وخلق جواً من العدالة، كما اهتمت الهيئة بالكشف عن المخالفين لتلك الأنظمة والقرارات ومن تلك القرارات -على سبيل المثال - « بدأت الهيئة

في نهاية عام ٢٠٠٤م بالإعلان عن الشركات التي تأخرت في الإفصاح عن قوائمها المالية ، كما فرضت الهيئة غرامات مالية على الشركات غير الملتزمة بمواعيد الإفصاح عن القوائم المالية وبدأ العمل بالقرار ابتداء من ٢٠ يوليو ٢٠٠٥م حيث يتم الإعلان عن اسم الشركة ونوع المخالفة ومقدار الغرامة على موقع تداول، وتشكل تلك القرارات أهمية لمعرفة الشركات المخالفة وكشفها لكافة المستثمرين ولردع الشركات الأخرى، وأسهمت تلك القرارات في تنظيم وأحكام سير العمل في الشركات المدرجة. وفي دراسة ( المعتاز، ٢٠٠٧م) لمعرفة مدى التزام الشركات المساهمة السعودية بالإفصاح عن بعض ما ورد في لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن الهيئة بتاريخ ١٠/٢١/١٤٢٧هـ توصلت الدراسة إلى وجود تفاوت كبير في الإفصاح بين الشركات المساهمة السعودية، بينما التزمت بعض الشركات بمتطلبات الهيئة التزاماً كبيراً وكان التزام أغلبية الشركات بمتطلبات الإفصاح متفاوتاً بين الضعيف وشبه المعدوم. وربما كان لحدثة اللائحة وعدم النص على العقوبات المفروضة في حالة عدم التقيد بها دور في ذلك. ومن المتوقع أن تكون اللوائح التي تصدرها الهيئة ذات أثر مباشر على زيادة الإفصاح والشفافية، ومن ثم فإن الفرض التالي سوف يقيس أثر هذه اللوائح والقرارات والإعلان عن المخالفات على مستوى الإفصاح والشفافية في السوق .

### الفرض الثالث:

«إصدار اللوائح والقرارات النظامية والإعلان عن المخالفات ونشرها حسن من مستوى الإفصاح والشفافية».

### ٦- منهجية الدراسة :

تعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي الذي يتضمن مسحاً مكتيباً بالرجوع إلى المراجع والمصادر لبناء الإطار النظري للدراسة والإطلاع على الدراسات السابقة، إلى جانب المنهج الاستقرائي حيث يعتمد على المشاهدات الواقعية في الوصول إلى استنتاجات، ومن ثم تحليل نتائج الدراسة، وتقديم تفسيرات لتلك النتائج.

## ٦-١ نموذج ومتغيرات الدراسة :

سيقوم الباحث باختبار فرضيات الدراسة من خلال النموذجين  $Y_1$  و  $Y_2$  على النحو التالي:

$$Y_1 = \alpha + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

ويختبر النموذج التابع الأول  $Y_1$  ما إذا كان هناك أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0,05) لـ (عدد اللوائح ، عدد القرارات ، عدد المخالفات السنوية الصادرة من هيئة السوق المالية) مجتمعة على مستوى الإفصاح المحاسبي بشكل عام بعد تأسيس الهيئة عما كان عليه قبل تأسيسها.

وسيتم قياس النموذج بتحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis) وذلك لاختبار فرضيات أثر المتغيرات المستقلة (عدد اللوائح ، عدد القرارات ، عدد المخالفات السنوية الصادرة من هيئة السوق المالية) على المتغير التابع (مؤشر الإفصاح للتقارير المالية) ، ولمعرفة أي المتغيرات المستقلة أشد تأثيراً على المتغير التابع في الدراسة.

كما سيقوم الباحث من خلال النموذج التابع الثاني  $Y_2$  باختبار مدى وجود اختلاف في (عدد اللوائح ، عدد القرارات ، عدد المخالفات السنوية الصادرة من هيئة السوق المالية) يُعزى لالتزام الشركات بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات والقوائم المالية.

وسيتم قياسها باستخدام اختبار (ت) لعينتين مستقلتين (Independent Sam-ples T-test) للتعرف على ما إذا كانت هنالك فروقاً ذات دلالة إحصائية في (عدد اللوائح ، عدد القرارات ، عدد المخالفات السنوية الصادرة من هيئة السوق المالية) يُعزى لالتزام الشركات بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات والقوائم المالية.

### وفيما يلي متغيرات الدراسة :

#### (Y1) مؤشر الإفصاح للتقارير المالية .:

ويتم قياسه من خلال عدد الإيضاحات الموجودة في التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة وذلك خلال الفترة من ( ٢٠٠١م - ٢٠٠٢م - ٢٠٠٣م ) قبل وجود الهيئة والفترة من ( ٢٠٠٤م - ٢٠٠٥م - ٢٠٠٦م - ٢٠٠٧م - ٢٠٠٨م ) بعد وجود الهيئة.

وتعتبر الإيضاحات المرفقة مع القوائم المالية جزءاً لا يتجزأ منها ومتممة لها حيث تعتبر المرشد للقارئ في فهم القوائم المالية واستيضاح ما يصعب فهمه في صلب القوائم المالية، حيث يتم إعطاء الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية عناوين يوضح كل عنوان ما يحتويه الإفصاح من معلومات، كما يتم ترقيم هذه الإيضاحات.

#### (Y2) مدى التزام الشركات بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات والقوائم المالية :

ويتم قياسه من خلال عدد اللوائح، عدد القرارات، عدد المخالفات السنوية المعلنة من الهيئة، كما يقصد بالالتزام بالشركات بالوقت المناسب (النظامي) الوقت الذي تستغرقه الشركات المدرجة لنشر المعلومات والقوائم المالية السنوية والربعية.

(x1) تأسيس الهيئة .: يعبر عن هذا المتغير بالقياس الثنائي، حيث يعطى المتغير رقم ( ١ ) بعد تأسيس الهيئة، والقيمة ( صفر ) قبل تأسيس الهيئة. وتم تقسيم فترة الدراسة الى فترتين هما : الفترة الأولى وتغطي السنوات ٢٠٠١-٢٠٠٣م، وهي الفترة التي سبقت تأسيس الهيئة، والفترة الثانية تغطي السنوات ٢٠٠٤-٢٠٠٨م، وهي فترة ما بعد تأسيس الهيئة.

(x2) اللوائح الصادرة: عدد اللوائح الصادرة سنوياً قبل تأسيس الهيئة وبعدها.

(x3) القرارات الصادرة: عدد القرارات الصادرة سنوياً قبل تأسيس الهيئة وبعدها.

(x4) مخالفات الإفصاح المعلنة: عدد المخالفات المعلنة سنوياً قبل تأسيس الهيئة وبعدها.

### ٦-٢ عينة الدراسة :

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة السعودية المدرجة في السوق

المالية السعودية (تداول) خلال فترة ثمان سنوات من (٢٠٠١م إلى ٢٠٠٨م)، وقد تم اختيار العينة استناداً الى المعايير التالية:

- أن تكون الشركة مقيدة في السوق المالية (تداول) طوال فترة الثمان سنوات.
- توفر القوائم المالية السنوية.

وتشتمل عينة الدراسة على جميع القطاعات المدرجة في السوق السعودي فيما عدا القطاع المالي وقطاع التأمين لأن هذين القطاعين لا يخضعان فقط إلى متطلبات الإفصاح والشفافية الصادرة من هيئة السوق المالية بل هناك متطلبات إضافية تفرضها مؤسسة النقد العربي السعودي.

وقد ترتب على الإجراءات والشروط السابقة الحصول على عينة مكونة من ٦٢ شركة.

### ٦-٣ أسلوب جمع البيانات:

قام الباحث بجمع البيانات بأكثر من طريقة وباستخدام أكثر من وسيلة، حيث تم الرجوع إلى الفترة التي سبقت وجود هيئة السوق المالية والبحث في تلك الفترة حيث تم مراسلة هيئة السوق المالية من أجل إتاحة الفرصة للباحث للإطلاع على البيانات السابقة في الأرشيف وما يخص هذه الفترة الزمنية في الدراسة وفي إطار فرضيات الدراسة المقدمة، وتفضلت هيئة السوق المالية مشكورة بقبول طلب الباحث وإتاحة الفرصة له للإطلاع على البيانات، وتم جمع كل ما يخص الفرضيات والمقاييس، واستغرق هذا العمل الكثير من الوقت والجهد الشاق لحصر هذه البيانات السابقة بالإضافة إلى الرجوع لموقع مؤسسة النقد العربي السعودي والإطلاع على التقارير السابقة والحصول على بعض التقارير السنوية الصادرة منها وأيضاً على وموقع وزارة التجارة والصناعة للإطلاع على الكثير من المعلومات المرتبطة بمشكلة الدراسة، كما تم البحث في القرارات الصادرة قبل الهيئة والإطلاع على جميع التقارير الصادرة من قبلهم والإصدارات الصادرة من قبل السوق المالية (تداول) وحصر البيانات المتعلقة بمتطلبات الدراسة حيث تم مراجعة جميع القوائم المالية للشركات المدرجة من سنة

(٢٠٠١م حتى ٢٠٠٨م) حيث تم فحص أكثر من ٥٠٠ تقرير سنوي لجميع الشركات المتاحة بياناتها خلال هذه الفترة الزمنية، وحصر القرارات الصادرة من الهيئة واللوائح والغرامات وعدد المخالفات التي تم الإعلان عنها ومراجعة جميع الإعلانات الصادرة كما تم الرجوع إلى الدراسات التي ناقشت هذا الدور والاستفادة من خبراتهم وللأسف لم تكن هناك دراسات كافية في هذا الجانب، كما يسعى الباحث بأن تكون هذه الدراسة بما فيها من حصر وجمع بيانات مرجعاً يستفاد منه في دراسات أخرى.

## ٧- نتائج الدراسة :

### ٧-١ الإفصاح والشفافية قبل تأسيس الهيئة :

يوضح الجدول رقم (١) النتائج الإحصائية لعدم وجود أثر ذو دلالة عند مستوى الدلالة ( $\alpha \leq 0,05$ ) لعدد اللوائح السنوية الصادرة على مستوى الإفصاح المحاسبي بشكل عام قبل تأسيس الهيئة. حيث تظهر النتائج أن اختباراً تبلغ قيمته (١,٩٠٧) عند مستوى معنوية قدرها (٠,٠٥٨). ويعزى ذلك إلى عدم وجود جهة تنظيمية ورقابية تشرف على السوق المالية وتصدر الأنظمة واللوائح التي تُسير عمل الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول) خلال تلك الفترة.

كما يوضح الجدول وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha \leq 0,05$ ) لعدد القرارات السنوية الصادرة على مستوى الإفصاح المحاسبي بشكل عام قبل تأسيس الهيئة. عند مستوى معنوية (٠,٠٠٨) وبقيمة لاختبار  $t$  تبلغ (٢,٦٧٦). مما يشير إلى أنه خلال الفترة السابقة لوجود الهيئة صدرت بعض القرارات التنظيمية والتطبيقات الالكترونية التي حسنت من مستوى الإفصاح والشفافية، ففي عام ٢٠٠١م تم تدشين موقع السوق المالية (تداول) على شبكة الإنترنت وتم بث معلومات التداول بشكل مباشر عبر الموقع والتسوية الآنية للعمليات بالإضافة إلى تمكن الشركات من إدخال إعلاناتها وبياناتها المالية عن طريق الموقع الإلكتروني ونشرها عبر موقع تداول، حيث مكن ذلك سهولة وصول كافة المعلومات والبيانات المالية لجميع المستثمرين والمهتمين باختلاف مواقعهم الجغرافية وعزز ذلك من مستوى الإفصاح والشفافية في



نشر المعلومات من قبل الشركات. ولم تدخل عدد المخالفات في النموذج خلال فترة قبل التأسيس لعدم إعلان أي حالات تجاوز في تلك الفترة.

### جدول رقم (١)

نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار أثر (عدد اللوائح، عدد القرارات، عدد المخالفات السنوية الصادرة قبل الهيئة) مجتمعة على مستوى الإفصاح المحاسبي بشكل عام قبل تأسيس الهيئة.

$$Y_1 = \alpha + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

المتغيرات	B	الخطأ المعياري	Beta	قيمة (t)	الدلالة الإحصائية
الثابت	٢٠,٦٠٦	٠,٤٧٤		٤٣,٤٧٥	**٠,٠٠٠
عدد اللوائح السنوية الصادرة قبل الهيئة	٧,٠٦١	٣,٧٠٢	٠,١٣٦	١,٩٠٧	٠,٠٥٨
عدد القرارات السنوية الصادرة قبل الهيئة	٧,٠٦١	٢,٦٣٩	٠,١٩١	٢,٦٧٦	**٠,٠٠٨

\* ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (٠,٠٥)  $(\alpha \leq ٠,٠٥)$ . \*\* ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (٠,٠١)  $(\alpha \leq ٠,٠١)$ .

### ٢-٧ الإفصاح والشفافية بعد تأسيس الهيئة :

توضح النتائج في الجدول رقم (٢) إلى أن عدد اللوائح وعدد القرارات السنوية الصادرة من الهيئة لهما تأثير دال إحصائياً عند مستوى دلالة (٠,٠٥)  $(\alpha \leq ٠,٠٥)$  على مستوى الإفصاح المحاسبي بشكل عام بعد تأسيس الهيئة. عند مستوى معنوية (٠,٠١٤) و (٠,٠٣٩) وبقية لاختبار t تبلغ (٢,٤٨٢) و (٢,٠٧٨) على التوالي. ويعود ذلك إلى بدء الهيئة ممارسة مهامها الإشرافية والتنظيمية والرقابية والاهتمام بزيادة مستوى الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة، كما قامت الهيئة بتطوير أنظمتها وإجراءاتها لضمان التزام الشركات المدرجة في السوق المالية بتلك اللوائح والقرارات الصادرة والتأكد من إفصاح الشركات بالمعلومات والقوائم المالية والأحداث الجوهرية التي تهم المستثمرين، مما يعزز من زيادة ثقة المستثمرين في السوق المالية وجذب رؤوس الأموال للسوق السعودية وخلق بيئة استثمارية جاذبة.

وتوصلت النتائج أيضاً إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha \leq 0,05$ ) لعدد المخالفات السنوية المعلنة من الهيئة على مستوى الإفصاح المحاسبي بشكل عام بعد تأسيس الهيئة. وتظهر النتائج أن اختباراً تبلغ قيمته (-,٨٠٨,٠) عند مستوى معنوية قدرها (٠,٤٢٠). ويعزى ذلك إلى تقيد واهتمام الشركات المدرجة بالأنظمة واللوائح والقرارات الصادرة من الهيئة تجنباً لفرض أية عقوبات على الشركات المخالفة، ويرى الباحث أن الإعلان والتشهير بالشركات المخالفة للأنظمة واللوائح الصادرة من الهيئة عزز من مستوى الالتزام والتقيد بالقرارات، كما اهتمت الشركات بما يصدر من تنظيم وقرارات من الهيئة تفادياً لمخالفة الأنظمة، كما يرى الباحث أن زيادة قيمة مبالغ المخالفات للشركات المخالفة وحسمها من المكافآت المخصصة لأعضاء مجلس الإدارة من شأنه زيادة الاهتمام بالإفصاح والشفافية من قبل الشركات المدرجة.

### جدول رقم (٢)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار أثر (عدد اللوائح، عدد القرارات، عدد المخالفات السنوية الصادرة من الهيئة) مجتمعة على مستوى الإفصاح المحاسبي بشكل عام بعد تأسيس الهيئة.

$$Y_1 = \alpha + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

المتغيرات	B	الخطأ المعياري	Beta	قيمة (t)	الدلالة الإحصائية
الثابت	٢٣,٧٣٦	٠,٥٠٧		٤٦,٨٢٧	**٠,٠٠٠
عدد اللوائح السنوية الصادرة من الهيئة	٢,٤٩٢	١,٠٠٤	٠,١٣٨	٢,٤٨٢	*٠,٠١٤
عدد القرارات السنوية الصادرة من الهيئة	٠,٤٢٦	٠,٢٠٥	٠,١٥٢	٢,٠٧٨	*٠,٠٣٩
عدد المخالفات السنوية المعلنة من الهيئة	-٠,٦٠٨	٠,٧٥٣	-٠,٠٥٩	-٠,٨٠٨	٠,٤٢٠

\* ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha \leq 0,05$ ). \*\* ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha \leq 0,01$ ).

### ٣-٧ الإفصاح والشفافية وعلاقته باللوائح والقرارات والمخالفات الصادرة من الهيئة :

كما أوضحت النتائج في جدول (٣) عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في عدد اللوائح السنوية الصادرة من الهيئة تُعزى لالتزام الشركات بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات و القوائم المالية. عند مستوى معنوية (٠,٣٣٣) وبقيمة لاختبار t تبلغ (٠,٩٧٠). وتظهر هذه النتائج أن عدد اللوائح الصادرة من الهيئة ليس له أثر على التزام الشركات بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات والقوائم المالية، ويمكن إرجاع ذلك إلى ارتباط اللوائح بالقرارات وكذلك لأسلوب التدرج في تطبيق بعض اللوائح. وهذا ما توصلت إليه أيضاً دراسة (المعزاز، ٢٠٠٧م) عن مدى التزام الشركات المساهمة السعودية بالإفصاح عن بعض متطلبات لائحة حوكمة الشركات. ويعتقد الباحث أن عدد اللوائح الصادرة ساهم في تنظيم السوق المالية والتأثير على سلوك الشركات المدرجة في الالتزام و الإفصاح وزيادة الشفافية للسوق.

وتظهر النتائج إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية في عدد القرارات وعدد المخالفات السنوية الصادرة من الهيئة تُعزى لالتزام الشركات بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات و القوائم المالية. عند مستوى معنوية (٠,٠١) و (٠,٠١) وبقيمة لاختبار t تبلغ (١٢,٨٧٧) و (٩,٣٢٢) على التوالي. وتدل هذه النتائج إلى مدى تقيد الشركات المدرجة في تداول بالقرارات الصادرة من الهيئة تجنباً لفرض أي غرامات أو عقوبات على الشركات غير الملتزمة والتي قد تصل إلى تعليق تداول أسهم الشركة، وساهم تطبيق مثل تلك القرارات في زيادة مستوى الإفصاح والشفافية للمعلومات الجوهرية، وتتفق هذه النتائج مع دراسة (الجبر، ٢٠٠٦م) حيث توصلت الدراسة إلى تأثير تأسيس الهيئة على توقيت الإعلان من حيث الإعلان عن بياناتها بشكل أسرع منذ بدء قيام الهيئة بممارستها لنشاطها. كما تختلف هذه النتائج مع دراسة (Abdulla 1996) حول تأثير تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في عام ١٩٨٩م في توقيت نشر القوائم المالية حيث توصلت الدراسة إلى أن الفترة التي تستغرقها الشركات البحرينية لنشر قوائمها المالية قبل التأسيس لا تختلف إحصائياً أو معنوياً عن تلك التي بعد تأسيس السوق. كما بينت هذه الدراسة زيادة مستوى الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة بعد تأسيس الهيئة.

### جدول رقم (٣)

نتيجة اختبار (T.test) للتعرف على الفروق في (عدد اللوائح ، عدد القرارات، عدد المخالفات السنوية الصادرة من الهيئة) يعزى لالتزام الشركات بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات و القوائم المالية:

المتغير المستقل	الالتزام	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	T	الدلالة الإحصائية
عدد اللوائح السنوية الصادرة من الهيئة	تلتزم	٠,٠٥	٠,٣٥٨	٠,٩٧٠	٠,٣٣٣
	لا تلتزم	٠,٠٢	٠,١٥٥		
عدد القرارات السنوية الصادرة من الهيئة	تلتزم	١,٩٠	٢,٢٩٨	١٢,٨٧٧	**٠,٠٠٠
	لا تلتزم	٠,١٠	٠,٦٢٢		
عدد المخالفات السنوية المعلنة من الهيئة	تلتزم	٠,٥٥	٠,٥٨٠	٩,٣٢٢	**٠,٠٠٠
	لا تلتزم	٠,١٢	٠,٤٤٩		

\*\* ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (٠,٠١ ≤ α).

### ٨- الخلاصة والتوصيات :

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة دور هيئة السوق المالية في تحسين الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة في السوق المالية (تداول)، وذلك بمقارنة الفترة السابقة واللاحقة لإنشاء هيئة السوق المالية من ٢٠٠١م إلى ٢٠٠٨م، بدراسة أثر تأسيس الهيئة ومدى التزام الشركات المدرجة بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات والتقارير المالية والتزامها بالقرارات واللوائح الصادرة من الهيئة في تحسين الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة.

وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية لعدد القرارات السنوية الصادرة على مستوى الإفصاح المحاسبي بشكل عام قبل تأسيس الهيئة، مما يشير إلى أنه خلال الفترة السابقة لوجود الهيئة صدرت بعض القرارات التنظيمية والتطبيقات الالكترونية التي حسنت من مستوى الإفصاح والشفافية

كما أظهرت الدراسة عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لعدد اللوائح السنوية الصادرة على مستوى الإفصاح المحاسبي بشكل عام قبل تأسيس الهيئة. ويعزى ذلك إلى عدم وجود جهة تنظيمية ورقابية تشرف على السوق المالية وتصدر الأنظمة واللوائح التي تُسير عمل الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول) خلال تلك الفترة.

كما دلت النتائج إلى أن عدد اللوائح، عدد القرارات السنوية الصادرة من الهيئة لهما تأثير دال إحصائياً على مستوى الإفصاح المحاسبي بشكل عام بعد تأسيس الهيئة. ويعود ذلك إلى بدء الهيئة ممارسة مهامها الإشرافية والتنظيمية والرقابية والاهتمام بزيادة مستوى الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة. وقيام الهيئة بتطوير أنظمتها وإجرائاتها لضمان التزام الشركات المدرجة في السوق المالية بتلك اللوائح والقرارات، مما يعزز من زيادة ثقة المستثمرين في السوق المالية وجذب رؤوس الأموال للسوق السعودية وخلق بيئة استثمارية جاذبة.

وتوصلت النتائج إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لعدد المخالفات السنوية المعلنة من الهيئة على مستوى الإفصاح المحاسبي بشكل عام بعد تأسيس الهيئة، ويعزى ذلك إلى تقييد واهتمام الشركات المدرجة بالأنظمة واللوائح والقرارات الصادرة من الهيئة تجنباً لفرض أية عقوبات على الشركات المخالفة.

كما أوضحت النتائج عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في عدد اللوائح السنوية الصادرة من الهيئة تُعزى لالتزام الشركات بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات والقوائم المالية، وتشير هذه النتائج إلى أن عدد اللوائح الصادرة من الهيئة ليس له أثر على التزام الشركات بالوقت المناسب (النظامي) لنشر المعلومات والقوائم المالية، ويمكن إرجاع ذلك إلى ارتباط اللوائح بالقرارات وكذلك لأسلوب التدرج في تطبيق بعض اللوائح.

كما دلت النتائج إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية في عدد القرارات و عدد المخالفات السنوية الصادرة من الهيئة تُعزى لالتزام الشركات بالوقت المناسب

(النظامي) لنشر المعلومات والقوائم المالية، وتشير هذه النتائج إلى مدى تقيد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول) بالقرارات الصادرة من الهيئة تجنباً لفرص أي غرامات أو عقوبات على الشركات غير الملتزمة. كما بينت هذه الدراسة زيادة مستوى الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة بعد تأسيس هيئة السوق المالية.

### في ضوء النتائج السابقة يمكن تقديم التوصيات التالية:

١. يوصي الباحث بتخفيض الوقت المناسب (النظامي) لإعلان الشركات المدرجة عن نتائجها المالية الربعية من خمسة عشر يوم عمل إلى عشرة أيام عمل وتخفيض فترة النتائج السنوية من أربعين يوم عمل إلى ٣٠ يوم عمل وذلك من أجل زيادة مستوى الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة وللمحد من تسرب المعلومات.
٢. يوصي الباحث بزيادة قيمة مبالغ المخالفات للشركات المخالفة، والذي من شأنه زيادة الاهتمام بالإفصاح والشفافية من قبل الشركات المدرجة، كما يوصي الباحث بمضاعفة العقوبات في حالة تكرار المخالفة من قبل الشركة.
٣. يوصي الباحث بتفعيل دور هيئة السوق المالية بشكل أكبر من أجل زيادة مستوى الإفصاح والشفافية، بالرغم من إيجابية الدور الذي لعبته الهيئة في تحسين مستوى الإفصاح والشفافية والمثبت من خلال هذه الدراسة وذلك من أجل الوصول إلى سوق كفو.
٤. يوصي الباحث بعمل ورش عمل لكبار التنفيذيين وأعضاء مجالس الإدارات للشركات المدرجة لتعزيز مستوى الإفصاح والشفافية.
٥. يوصي الباحث بضرورة تشجيع البحوث العلمية المتعلقة بالإفصاح والشفافية في الأسواق المالية.
٦. يوصي الباحث بدراسة أهمية التعاون بين هيئة السوق المالية والهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين لتطوير جودة الإفصاح المحاسبي والشفافية.

## مراجع البحث

### أولاً : المراجع العربية :

المعتاز، إحسان صالح (٢٠٠٧م)، مدى التزام الشركات المساهمة السعودية بالإفصاح عن بعض متطلبات لأئحة حوكمة الشركات، بحث مقدم إلى الندوة العلمية الأولى لقسم المحاسبة: السوق المالية السعودية: نظرة مستقبلية، جامعة الملك خالد، أبهاء، في الفترة من ١٣ إلى ١٤ نوفمبر ٢٠٠٧م

السعدنى، مصطفى حسن بسيونى (٢٠٠٧)، مدى ارتباط الشفافية والإفصاح بالتقارير المالية وحوكمة الشركات، مقدم إلى المؤتمر الدولي (مهنة المحاسبة و المراجعة و التحديات المعاصرة) جمعية المحاسبين ومدققي الحسابات بدولة الإمارات العربية المتحدة وبالإشتراك مع كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة الإمارات العربية المتحدة وتحت إشراف الاتحاد العام للمحاسبين والمراجعين العرب ، في الفترة من ٤ إلى ٥ ديسمبر ٢٠٠٧م.

السهلي، محمد سلطان (٢٠٠٦)، التحفظ المحاسبي في الشركات السعودية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، جامعة الكويت، المجلد ١٦، العدد ١، ٧ - ٢٥.

الميهى، عادل عبدالفتاح (٢٠٠٥)، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي) دراسة اختبارية وحدثية. مجلة التجارة والتمويل، جامعة طنطا، ملحق العدد ٢ .

الجبر، يحيى على (٢٠٠٦)، العلاقة بين توقيت الإعلان عن المعلومات المالية وخصائص الشركات المساهمة السعودية، الإدارة العامة، معهد الإدارة، المجلد ٤٧، العدد ٢.

ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بعنوان: «السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول مركز البحوث ١٤٢٦هـ رمضان - استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية ودوره في دعم الاقتصاد الوطني.

النجار، أحمد (٢٠٠٩) (الشفافية والإفصاح في الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وتأثيرها على مصر البورصة المصرية وكيفية تطوير الإفصاح والرقابة وقواعد القيد) ، مركز الأهرام للدراسات ومنظمة الشفافية الدولية.

السهلي، محمد سلطان (٢٠١١) ، مؤشر الشفافية والإفصاح في الشركات السعودية، مجلة البحوث المحاسبية ، الجمعية السعودية للمحاسبة ، المجلد ١٠ ، العدد ٢.

الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين (١٩٩٨) ، معايير المحاسبة السعودية.

هيئة السوق المالية ( اللوائح، القرارات، التقارير، الإعلانات، وجميع البيانات الصادرة من قبل هيئة السوق المالية، ٢٠٠٨، ٢٠٠٧، ٢٠٠٤، ٢٠٠٥، ٢٠٠٦)

نظام السوق المالية، الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/٢٠) بتاريخ ٢/٦/١٤٢٤هـ الموافق ٢١-٧-٢٠٠٣.

السوق المالية ( تداول) ( مجلة تداول، والتقارير، القوائم المالية للشركات، الإعلانات، وجميع البيانات الصادرة من قبل السوق المالية ٢٠٠٨، ٢٠٠٧، ٢٠٠١، ٢٠٠٢، ٢٠٠٣، ٢٠٠٤، ٢٠٠٥، ٢٠٠٦)

مؤسسة النقد العربي السعودي ، القرارات، جميع البيانات المتعلقة بالسوق المالية السعودية قبل وجود هيئة السوق المالية.

وزارة التجارة والصناعة، نظام الشركات الصادر بالمرسوم الملكي رقم (٣٨) بتاريخ ٢٢ /١٠/ ١٣٧٧هـ.

## ثانياً : المراجع الاجنبية :

Abdulla, j. (1996), The timeliness of Bahri annual reports. *Advances in International Accounting* , 9: 73-88.

Davies, B. and G. Whittred (1980), The association between selected corporate attributes and timeliness in corporate reporting: further analysis. *Abacus*, 16(1): 48-60.

Givoly, D. and D. Palmon (1982), Timeliness of Annual Earnings Announcements: Some evidence. *The Accounting Review*, 57(3):486-508



- Whittred, G (1980), The timeliness of the Australian annual report: 1972-1977. *Journal of Accounting Research* , 18(2):623-295
- I. Zimmer. (1984), Timeliness of financial reporting and financial distress. *The Accounting Review*, 59(2): 287-295.
- Al-Mulhem,A.(1997),An Empirical investigation of the level of Disclosure by Saudi Arabian corporations, Ph.D.Thesis, university of Hull. UK.
- D'Arcy, A. and S. Grabensberger,(2003) “The Quality of Neuer Market Quarterly Reports-An Empirical Investigation” *The International Journal of Accounting* , Vol.38,2003,PP.329- 346.
- Hongjiang, X. et al,(2003), Key Issues of Accounting Information Quality Management. *Australian Case Studies, Industrial Management and Data Systems*, Vol.103,No.7,2003,PP.461- 470.
- Kamal Naser. and Rana Nuseibeh.(2003) “ Quality of financial reporting evidence from the listed Saudi nonfinancial companies” *The International Journal of Accounting* , 38 (2003) 41–69
- Lee, Yeong-Bin.(2012) “A Study of Evaluation Criteria for Disclosure and Transparency” *Journal of American Academy of Business*, Cambridge 17. 2 (Mar 2012): 139-146.
- Tudor, Adriana Tiron, Cristea, Stefana.(2006) “DISCLOSURE and Transparency – Principle Of Corporate Governance Romanian Case Study” *Enterprise Odyssey. International Conference Proceedings*: 467-476. Zagreb University of Zagreb, Faculty of Economics and Business.
- Shimshack, Jay P.(2007,2008) “Full Disclosure: The Perils and Promise of Transparency” *Political Science Quarterly* 122. 4 (Winter 2007/2008): 705-706.
- Linsley, Philip M; Shrives, Philip J.(2005) “Transparency and the disclosure of risk information in the banking sector” *Journal of Financial Regulation and Compliance* 13. 3 (Aug 2005): 205-214.

Al-khater,Khalid and Al-attar,jala,(2007) “The Timeliness of corporate reporting in An Emerging Economy: The Case of Qatar” Accounting Research ,volume (8) No.(2)- 1428H- 2007G.

Omaima A.G. Hassan, Peter Romilly, Gianluigi Giorgioni and David Power. (2009) “The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt” The International Journal of Accounting 44 (2009) 79–102

Daske, H., L. Hail, C. Leuz, and R. Verdi . (2007) “Adopting a Label: Heterogeneity in the Economic Consequences of IFRS Adoptions” Unpublished Paper. University of Chicago.

world Federation of Exchanges.( 2010), Annual report and Statistics for the year 2010G.



## عرض كتاب

### نظم المعلومات المحاسبية

تأليف

مارك سيمكين      جاكوب روز      كارولين نورمان

الطبعة الثانية عشر ٢٠١٢

### Accounting Information Systems

By

Prof. Mark G. Simkin

Prof. Jacob M. Rose

Prof. Carolyn S. Norman

.Twelfth Edition, 2012, John Wiley and Sons, INC



## عرض كتاب

### Accounting Information Systems

#### تأليف

Prof. Mark G. Simkin, Prof. Jacob M. Rose

Prof. Carolyn S. Norman

#### عرض

د.حاتم رشاد محمد عبد الفتاح

قسم المحاسبة - كلية إدارة الأعمال - جامعة الملك سعود

تتميز النسخة الثانية عشر لعام ٢٠١٢ من كتاب نظم المعلومات المحاسبية بتغطية أكبر للموضوعات ذات الأهمية المتزايدة للنظم المحاسبية، فهي تعرض المفاهيم الأساسية لنظم المعلومات المحاسبية، والتي تتضمن مجالات إدارة نظم المعلومات، ومفاهيم قواعد البيانات، تطبيقات نظم المعلومات المحاسبية، مفاهيم الرقابة الداخلية على نظم المعلومات المحاسبية، ومراجعة نظم المعلومات المحاسبية الآلية، ودورة حياة تطوير نظم المعلومات المحاسبية.

وينقسم الكتاب إلى خمسة عشر فصلاً جاءت على النحو التالي:

#### الفصل الأول: نظم المعلومات المحاسبية والمحاسب:

تناول هذا الفصل عرض لأثر تكنولوجيا المعلومات (IT) على المحاسبة المالية، والمحاسبة الإدارية، والمراجعة، والمحاسبة الضريبية، فقد بدأ الفصل ببيان مفهوم نظم المعلومات المحاسبية، وعرض لأهم التطورات الحديثة في هذا المجال، وفي نهاية الفصل تم تناول الفرص الوظيفية المتاحة للمهتمين في مجال نظم المعلومات المحاسبية.

#### الفصل الثاني: تكنولوجيا المعلومات ونظم المعلومات المحاسبية:

استعرض هذا الفصل أهمية تكنولوجيا المعلومات للمحاسبين، وبيان أجهزة الحاسب المستخدمة في عمليات إدخال البيانات، وتشغيل البيانات، وإخراج المعلومات،

وكذلك الأجهزة المستخدمة في عمليات التخزين الثانوي مثل: الأقراص الصلبة الممغنطة، والأقراص المدمجة (CD-Rom)، وأقراص الفيديو الرقمية (DVDs)، كما تناول عمليات تبادل البيانات وشبكات الأعمال، وبرامج الحاسب والتي تتضمن نظم التشغيل، وبرامج التطبيقات، ولغات البرمجة.

### الفصل الثالث: نمذجة البيانات:

تناول هذا الفصل مفاهيم قواعد البيانات، وأهمية قواعد البيانات لنظم المعلومات الحاسوبية، وأساليب تصميم قواعد البيانات، وفي نهاية الفصل تم تناول المنهجية المستخدمة في تخفيض تكرار البيانات المخزنة في قاعدة البيانات والتي يطلق عليها عملية التنسيق Normalization.

### الفصل الرابع: تنظيم وتشكيل البيانات في قواعد البيانات:

يركز هذا الفصل على طرق استخدام قواعد البيانات في نظم المعلومات الحاسوبية، وكيفية بناء قاعدة البيانات باستخدام برنامج ميكروسوف أكسس ٢٠١٠، وبيان كيفية إدخال البيانات في جداول قاعدة البيانات، وكيفية إستخلاص البيانات من قواعد البيانات، والتطورات الحديثة في تكنولوجيا قواعد البيانات مثل: الحوسبة السحابية (Cloud Computing).

### الفصل الخامس: نماذج وتقارير قاعدة البيانات:

تناول هذا الفصل كيفية إعداد النماذج المستخدمة في عملية إدخال البيانات وإخراج المعلومات، وكذلك كيفية إعداد التقارير المختلفة باستخدام برنامج ميكروسوف أكسس ٢٠١٠.

### الفصل السادس: توثيق نظم المعلومات الحاسوبية:

إستعرض هذا الفصل أهم طرق توثيق النظم التي يستخدمها مطوري النظم في تصميم وتوصيف النظم الحاسوبية مثل: خرائط تدفق المستندات، وخرائط تدفق النظام، وخرائط العمليات، وخرائط تدفق البيانات، وخرائط تدفق البرامج، وجداول القرارات. وكذلك بيان كيفية إعداد تلك الخرائط باستخدام برامج الحاسب مثل: Smart Draw, Visio.

### **الفصل السابع والثامن: نظم المعلومات المحاسبية، عمليات التشغيل:**

تناول الفصل السابع والثامن العديد من عمليات التشغيل الأساسية والأكثر شيوعاً في منشآت الأعمال مثل: عمليات تشغيل المبيعات وتحصيل النقدية، وعمليات تشغيل المشتريات والمدفوعات النقدية، وعمليات إدارة الموارد البشرية، وعمليات إدارة الأصول الثابتة، ودورة الإنتاج، ودورة التمويل، وعمليات تشغيل العمليات في منشآت الخدمات المهنية والمالية، وفي المنظمات غير الهادفة للربح، وفي منظمات الرعاية الصحية. وفي نهاية الفصل تم التعرض لكيفية إعادة هندسة عمليات التشغيل لتصبح أكثر كفاءة وفاعلية في منشآت الأعمال.

### **الفصل التاسع والعاشر: نظم المعلومات المحاسبية، وعمليات التشغيل:**

تناول الفصل التاسع والعاشر مفهوم وسائل الرقابة الداخلية ومكونات نظام الرقابة الداخلية، والإطار المتكامل لإدارة مخاطر المنشأة (ERM) وتقرير COSO للرقابة الداخلية، والذي يتضمن رقابة البيئة، وتقويم الخطر، ورقابة الأنشطة.

### **الفصل الحادي عشر: جرائم الحاسب، والإحتيال، والسلوك الأخلاقي، والخصوصية:**

يركز هذا الفصل على بيان جرائم الحاسب والإحتيال، وكيفية منع أو الحد من من تلك الجرائم، وسؤ الاستخدام، وفي نهاية الفصل تم تناول أهمية الخصوصية.

### **الفصل الثاني عشر: مراجعة تكنولوجيا المعلومات:**

تناول هذا الفصل بيان الفرق بين المراجعة الداخلية والمراجعة الخارجية، ثم بيان العلاقة بين مراجعة تكنولوجيا المعلومات والمراجعة المالية، وتوضيح أدوات المراجع عند قيامه بمراجعة تكنولوجيا المعلومات، والمداخل المختلفة لتقويم وسائل الرقابة الداخلية في نظم المعلومات المحاسبية الآلية، وفي نهاية الفصل تم التعرض لعدد من الموضوعات الحديثة المرتبطة بمراجعة تكنولوجيا المعلومات مثل: حوكمة تكنولوجيا المعلومات، واكتشاف الغش والإحتيال، وتأثير قانون ساربانس أوكسلي (SOX) Sarbanes Oxley Act 2002 ومعيار المراجعة الخامس (AS 5) على مراجعة تكنولوجيا المعلومات.



### الفصل الثالث عشر: تطوير وتنفيذ نظم المعلومات المحاسبية :

إستعرض هذا الفصل دورة حياة تطوير النظم، مع التركيز على دور المحاسبين في مراحل التخطيط والتحليل والتصميم والتنفيذ والمتابعة وصيانة نظام المعلومات المحاسبي.

### الفصل الرابع عشر: المحاسبة عبر الإنترنت:

يعرض هذا الفصل مكونات الإنترنت مثل عناوين وبرامج الإنترنت، وبعض المفاهيم ذات الأهمية الخاصة للمحاسبين مثل: شبكات الإتصال الداخلية (Intranet)، وشبكات الإتصال الواسعة (Extranet)، كما يتناول كيفية عرض التقارير المالية على الشبكة العنكبوتية العالمية (World Wide Web) بإستخدام لغة كتابة التقارير الموسعة (Extensible Business Reporting Language -XBRL)، وفي نهاية الفصل تم التعرض لمفاهيم التجارة الألكترونية، والخصوصية والأمان على الإنترنت.

### الفصل الخامس عشر: المحاسبة عبر الإنترنت:

يتناول هذا الفصل أنواع برامج الحاسب المحاسبية المتكاملة، وكيفية إختيار حزم البرامج المحاسبية، وكذلك تناول نظم المعلومات الموسعة للمنشآت مثل: نظم تخطيط موارد المنشأة (Enterprise Resource Planning Systems - ERP).

وأخيرا يجب التنويه إلى ان هذه الطبعة من الكتاب قد تضمنت العديد من الحالات العملية الحقيقية التي تم نسجها ضمن محتويات فصول الكتاب بشكل فريد ومتجانس بحيث تساعد على فهم وتوضيح بعض النقاط التي يتم تناولها داخل فصول الكتاب، كما تضمنت نهاية كل فصل من فصول الكتاب ملخص للفصل، وقائمة بالمصطلحات الرئيسية التي وردت بالفصل، وللمساعدة على فهم وإستيعاب المادة العلمية المقدمة في كل فصل فقد تضمنت هذه الطبعة في نهاية كل فصل مجموعة من الأسئلة النظرية المقالية، وحالات دراسية، ومشاكل تطبيقية تغطي الموضوعات المختلفة التي وردت بالفصل.

ومما سبق يتضح أن هذا الكتاب يمثل الأساس الذي يمكن أن يعتمد عليه الدراسين والممارسين في مجال نظم المعلومات المحاسبية، فقد جمع هذا الكتاب بين الأسس النظرية والواقع العملي في إطار متكامل وبأسلوب منطقي، وبلغة واضحة وسهلة الفهم، وبما يناسب المستوى المبتدئ لدراسي نظم المعلومات المحاسبية.



## Table of Contents

Subject	Page Number
<b>Assessing Alternative Models Estimated the Implied Cost of Capital: Evidence from the Saudi Stock Market</b>	9
<b>The Role of the Capital Market Authority in Improving Disclosure and Transparency of Saudi Listed Companies</b>	39
<b>Viewing for a Book: Accounting Information Systems</b>	75



***Editorial Board***

***Editor-in-Chief***

**Saleh Al Amary**  
King Saud University

***vice-Editor-in-Chief***

**Obaid S. AlMotairy**  
Qasseem University

**Associate Editors**

**Hussam A. Al-Angari**  
King AbduAziz University

**Mohammed S. Alsehali**  
King Saud University

**Saleh Al –Shenefy**  
King Saud University

**Mohammed Al-Okeal**  
Institute of Public Admionistration

**Ahmed M. Alslman**  
Qasseem University

**Khalid Alkhater**  
Qatar University

***Editorial Office***

Editor-in-Chief Professor Saleh AlAmary  
Accounting Research Journal  
Saudi Accounting Associatio  
P.O.Box 71115 Riyadh 11587  
Saudi Arabia  
Phone : +966 -1- 4674263  
Fax: +966 -1- 4674262  
Email: saa@ksu.edu.sa

are to be finished with black india ink on white paper, with all lettering and symbols clearly included. Figures are to be planned for 80% reduction.

- 8- All research papers should follow a sound methodology and apply the standard requirements for a scientific research. It should follow the following framework:
  - One) An Arabic and an English abstracts describing the objectives, methodology and results of the research.
  - Two) An Introduction.
  - Three) Review of related literature.
  - Four) The hypotheses of the study.
  - Five) Methodology.
  - Six) Results of the study.
  - Seven) Conclusions and recommendations.
- 9- Standard methods should be followed for quotations, footnotes, and endnotes, A list of references should be presented in alphabetical order at the end of the paper.

### **Book Review:**

Books reviewed should be unique, useful and newly published. Book reviews should follow the following format:

- 1- An introduction emphasizing the importance of the book and its subjects.
- 2- A description of the contents of the book.
- 3- A critical analysis of the contents.
- 4- A conclusion.

### **Comments:**

Comments on research papers published are welcome. All Comments Should be supported by scientific evidence and they are subject to the same publication standards applied to refereed research. Comments are sent to the author of the related research and are published with the reply in the same issue.

## Publication Policy

**Accounting Research** is a Refreed Journal with the objective of publishing original accounting and auditing research. The journal welcomes all research papers that contribute to the development of accounting theory and practice. Priority is given to empirical research related to the Arab environment.

The main sections of the **Journal** are:

- (1) Refreed Research papers.
- (2) Book Review.
- (3) Comments.

### **Refreed Research Papers:**

All Research Papers Submitted for publication shall meet the following standards:

- 1- It Should Contribute to the existing accounting body of knowledge.
- 2- It Should be original and not previously published.
- 3- Papers should be submitted in good Arabic or English in both of the following two forms:
  - Paper: 3 copies in A4 paper size.
  - Magnetic: Floppy disc 3 ½ of IBM PC format in any of the following word processing file forms:
- 4- Maximum length of paper is 25-30 pages including the abstract, figures, tables, list of references and the Arabic or English summary.
- 5- The Margins are; 3.5 cm from the top, and 2.5 cm from the left, bottom, and right. These are to be strictly adhered to, even in the figures pages.
- 6- All figures and tables are to be totally integrated within the text and not at the end. Tables and figures captions should be written with the same size and font as the text, and located under the figure and on top of the table. The font used is courier.
- 7- Figures must be of high quality for direct reproduction. Drawings





# Accounting Research



A Specialized Semiannual Journal

● Publisher: SAUDI ACCOUNTING ASSOCIATION

## IN THIS ISSUE

- **ARTICLES IN ARABIC**
- **Assessing Alternative Models Estimated the Implied Cost of Capital: Evidence from the Saudi Stock Market**

Dr. Mohammad S. Al- Aqeel  
Institution Of Public Administration  
Riyadh

### **The Role of the Capital Market Authority in Improving Disclosure and Transparency of Saudi Listed Companies**

Mr. Mohammed A. Al Ghamlas  
Saudi Stock Exchange (Tadawul)

- **VIEWING FOR A BOOK:  
Accounting Information Systems**

By

Prof. Mark G. Simkin

Prof. Jacob M. Rose

Prof. Carolyn S. Norman

Dr. Hatem R. Abd El-Fattah  
Accounting Department  
College Of Business Administration  
King Saud University

**Volume (12) No. (1) - 1434H- 2013G**

# Accounting Research



A Specialized Semiannual Journal

● Publisher : SAUDI ACCOUNTING ASSOCIATION

## IN THIS ISSUE

### • **ARTICLES IN ARABIC**

- **Assessing Alternative Models Estimated the Implied Cost of Capital: Evidence from the Saudi Stock Market**

Dr. Mohammad S. Al-Aqeel  
Institution Of Public Administration  
Riyadh

- **The Role of the Capital Market Authority in Improving Disclosure and Transparency of Saudi Listed Companies**

Mr. Mohammed A. Al Ghamlas  
Saudi Stock Exchange (Tadawul)

- **VIEWING FOR A BOOK:**  
**Accounting Information Systems**

By

Prof. Mark G. Simkin

Prof. Jacob M. Rose

Prof. Carolyn S. Norman

Dr. Hatem R. Abd El-Fattah  
Accounting Department  
College Of Business Administration  
King Saud University

Volume (12) No. (1) - 1434H- 2013G