

أثر الشفافية المالية على قرار الاستثمار
(دراسة تطبيقية على المستثمرين في السوق المالية السعودية "تداول")

التكليف الاول-المشروع الثاني

معيوف بدر الشمري

.....

كلية الإدارة- جامعة ميدأوشن

إشراف

د.

عضو هيئة التدريس- كلية الإدارة- جامعة ميدأوشن

٢١-فبراير-٢٠٢٦- الفصل الدراسي

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

1.1 المقدمة

يشهد الاقتصاد العالمي في العصر الحالي تحولات جذرية وسريعة، أصبحت فيها المعلومات هي السلعة الأكثر قيمة، خاصة في الأسواق المالية التي تعتمد بشكل جوهري على تدفق المعلومات بين الأطراف المختلفة. وتعد الشفافية المالية ركيزة أساسية من ركائز كفاءة الأسواق المالية، حيث تساهم في تقليل عدم التماثل المعلوماتي بين إدارة الشركة والمستثمرين الخارجيين. وفي المملكة العربية السعودية، جاء التركيز

على الشفافية المالية متوافقاً مع مستهدفات رؤية المملكة 2030، التي تهدف إلى تطوير القطاع المالي وجعله داعماً رئيسياً للنمو الاقتصادي، وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

تعتبر السوق المالية السعودية "تداول" من أكبر الأسواق المالية في المنطقة، وقد قطعت شوطاً كبيراً في تطوير أنظمتها وإجراءات الإفصاح والشفافية تحت إشراف هيئة السوق المالية (CMA). ومع ذلك، لا يزال قرار الاستثمار يتأثر بعوامل متعددة، وتبقى الشفافية المالية أحد العوامل الحاسمة التي يزن فيها المستثمر المخاطر والعوائد المتوقعة. إن غياب الشفافية أو ضعفها قد يؤدي إلى تشويه أسعار الأصول، وزيادة تكلفة رأس المال، وتآكل ثقة المستثمرين، مما ينعكس سلباً على سيولة السوق وكفاءته.

من هذا المنطلق، تأتي هذه الدراسة لتسلط الضوء على العلاقة بين الشفافية المالية كمتغير مستقل، وقرار الاستثمار كمتغير تابع، في بيئة الأعمال السعودية التي تشهد تطوراً تشريعياً ومؤسسياً ملحوظاً.

2-1 مشكلة الدراسة

تتبع مشكلة الدراسة من الإدراك المتزايد لأهمية المعلومات المالية الموثوقة في توجيه تدفقات رأس المال. على الرغم من الجهود المبذولة من قبل هيئة السوق المالية السعودية لتعزيز معايير الإفصاح، إلا أن هناك ملاحظات ميدانية تشير إلى تباين في مستويات ثقة المستثمرين، وتفاوت في ردود أفعالهم تجاه التقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة. قد يعزى هذا التباين إلى اختلاف إدراك المستثمرين لمستوى الشفافية المالية المتوفرة، أو إلى وجود فجوات في جودة المعلومات المقدمة.

وتتمحور مشكلة الدراسة في الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي: ما هو أثر الشفافية المالية على قرار الاستثمار لدى المستثمرين في السوق المالية السعودية؟

ويتفرع من هذا التساؤل الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هو مستوى ممارسة الشركات المدرجة في السوق السعودية للشفافية المالية من وجهة نظر المستثمرين؟

2. ما هو مستوى ثقة المستثمرين في قراراتهم الاستثمارية في السوق السعودي؟

3. هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لأبعاد الشفافية المالية (الإفصاح، الدقة، التوقيت) على قرار الاستثمار؟

1-2-1 فجوات على المستوى النظري

على الرغم من كثرة الدراسات التي تناولت الشفافية المالية، إلا أن معظمها ركز على الأسواق المالية في الدول المتقدمة أو الأسواق الناشئة بشكل عام، مع قلة الدراسات التي تربط بشكل مباشر ومفصل بين أبعاد الشفافية المالية المحدثة في ظل أنظمة الحوكمة السعودية الجديدة (2017-2023) وقرار الاستثمار الفردي والمؤسسي معاً. كما أن هناك حاجة لتحديث الأدبيات بما يتوافق مع المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) المعتمدة في السعودية.

1-2-2 فجوات على المستوى التطبيقي

توجد فجوة تطبيقية تتعلق بقياس إدراك المستثمرين الأفراد (صغار المستثمرين) للشفافية مقارنة بالمستثمرين المؤسسيين في السوق السعودي. معظم الدراسات السابقة اعتمدت على البيانات الثانوية (القوائم المالية) لقياس الشفافية، بينما تعتمد هذه الدراسة على البيانات الأولية (الاستبانة) لقياس "إدراك" المستثمر للشفافية، وهو ما يعتبر مؤشراً سلوكياً هاماً يؤثر في القرار الفعلي أكثر من البيانات المجردة أحياناً (AI- Sartawi, 2019).

1-3 أهمية الدراسة

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من خلال الجوانب التالية:

1-3-1 على المستوى النظري:

1. إثراء المكتبة العربية: تساهم الدراسة في إضافة مرجع علمي حديث يتناول علاقة الشفافية بالاستثمار في البيئة السعودية، مما يدعم الباحثين المستقبليين.
2. تطوير النموذج النظري: تعمل الدراسة على اختبار نماذج سلوكية تربط بين نظرية الوكالة (Agency Theory) ونظرية الإشارة (Signaling Theory) في سياق السوق السعودي.

3. **تحديد المتغيرات:** تساهم في تحديد أبعاد الشفافية المالية الأكثر تأثيراً في القرار الاستثماري، مما يفتح المجال لدراسات مستقبلية أكثر تخصصاً.

1-3-2 على المستوى التطبيقي:

1. **الهيئات الرقابية (هيئة السوق المالية):** تقدم الدراسة توصيات قد تساعد في تحسين لوائح الإفصاح لتعزيز جاذبية السوق للاستثمارات الأجنبية.
2. **للشركات المدرجة:** تدرك إدارات الشركات أهمية الشفافية ليس فقط كالتزام نظامي، بل كأداة تسويقية لجذب رأس المال وخفض تكلفة التمويل.
3. **للمستثمرين:** تساعد المستثمرين على تحديد المعايير التي يجب أن يركزوا عليها عند تحليل شفافية الشركة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع.
4. **لدعم رؤية 2030:** تتوافق مخرجات الدراسة مع محور "اقتصاد مزدهر" في الرؤية، من خلال تعزيز بيئة استثمارية جاذبة وشفافة.

1-4 أسئلة الدراسة

لقد تم صياغة أسئلة الدراسة لتغطي الجوانب الرئيسية للمشكلة، وهي كالتالي:

1. ما درجة توفر الشفافية المالية في الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية من وجهة نظر عينة الدراسة؟
2. ما درجة تأثير كل بعد من أبعاد الشفافية المالية (جودة الإفصاح، توقيت النشر، وضوح المعلومات) على قرار الاستثمار؟
3. هل توجد فروق ذات دلالة إحصائية في استجابات عينة الدراسة تعزى للمتغيرات الديموغرافية (السن، المؤهل العلمي، الخبرة الاستثمارية)؟
4. ما هي التوصيات التي يمكن تقديمها لتعزيز الشفافية المالية وتحسين قرارات الاستثمار في السوق السعودي؟

5-1 أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. التعرف على مستوى الشفافية المالية: قياس إدراك المستثمرين لمستوى الشفافية في الإفصاحات المالية للشركات السعودية.
2. تحليل العلاقة: تحديد طبيعة وقوة العلاقة بين الشفافية المالية وقرار الاستثمار.
3. اختبار الأثر: قياس الأثر الإحصائي لأبعاد الشفافية على قرار الاستثمار باستخدام نماذج الانحدار.
4. تقديم المقترحات: الخروج بمجموعة من التوصيات العملية للجهات المعنية لتحسين بيئة الشفافية الاستثمارية.

6-1 فرضيات الدراسة

بناءً على مشكلة الدراسة وأهدافها، وتمهيداً للاختبار الإحصائي، تم صياغة الفرضيات التالية:

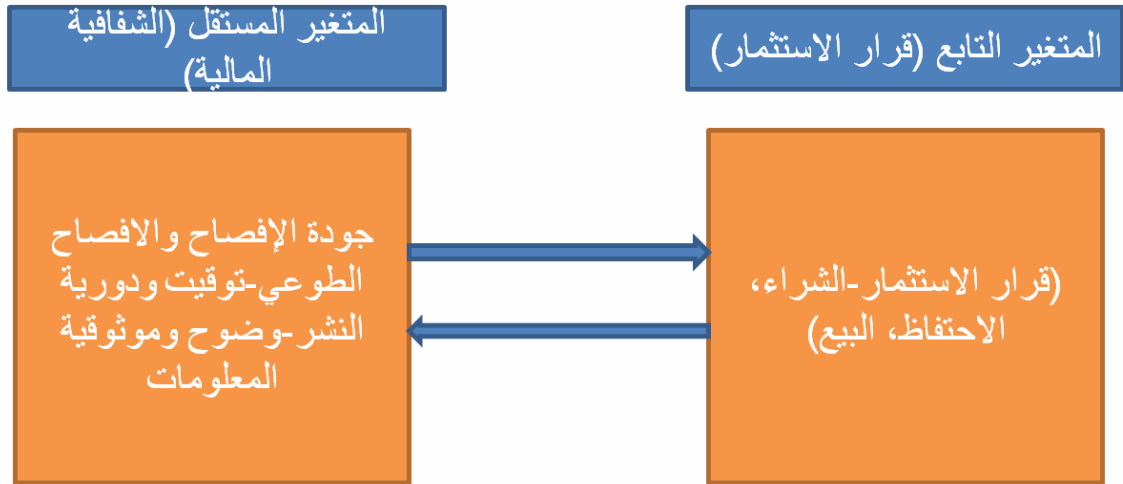
- الفرضية الرئيسية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \leq 0.05)$ للشفافية المالية على قرار الاستثمار في السوق المالية السعودية.
- الفرضيات الفرعية:

- H1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لجودة الإفصاح المالي على قرار الاستثمار.
- H2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتوقيت نشر المعلومات المالية على قرار الاستثمار.
- H3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لوضوح وسهولة فهم التقارير المالية على قرار الاستثمار.

7-1 نموذج الدراسة

يعتمد النموذج المفاهيمي للدراسة على العلاقة السببية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، ويمكن تمثيله بالشكل التالي:

الشكل (1-1): النموذج المفاهيمي للدراسة



1-8 الدراسة الميدانية

سيتم تطبيق الجانب الميداني للدراسة من خلال توزيع استبانة إلكترونية وورقية على عينة من المستثمرين في السوق المالية السعودية (تداول)، سواء كانوا مستثمرين أفراداً أو ممثلين عن شركات استثمارية. سيتم جمع البيانات خلال الفترة من يناير 2023 حتى مارس 2023، وسيتم تحليلها إحصائياً للوصول إلى النتائج.

1-9 مخطط المشروع

تم تقسيم مشروع التخرج إلى خمسة فصول رئيسية، يتناول الأول الإطار العام، ويستعرض الثاني الدراسات السابقة والأدبيات، ويشرح الثالث منهجية البحث، ويعرض الرابع التحليل الإحصائي والنتائج، ويختتم الخامس بالاستنتاجات والتوصيات، يليها المراجع والملاحق.

الفصل الثاني: الدراسات السابقة

2-1 المقدمة

يهدف هذا الفصل إلى استعراض الإطار النظري والدراسات السابقة التي تناولت متغيرات الدراسة. سيتم التطرق إلى مفهوم الشفافية المالية، أبعادها، وأهميتها، ثم الانتقال إلى مفهوم قرار الاستثمار والعوامل المؤثرة فيه، وأخيراً استعراض الدراسات العربية والأجنبية التي بحثت في العلاقة بين المتغيرين، وتحديد الفجوة التي تملؤها هذه الدراسة.

2-2 المتغير المستقل: الشفافية المالية (Financial Transparency)

2-2-1 مفهوم الشفافية المالية

تُعرف الشفافية المالية بأنها مدى توفر معلومات دقيقة، وفي الوقت المناسب، ويمكن الوصول إليها بسهولة، تتعلق بالأداء المالي للشركة ووضعها المالي. وفقاً لصندوق النقد الدولي (IMF, 2019)، فإن الشفافية تعني الانفتاح تجاه الجمهور حول السياسات المالية والمقاصد والإطار المؤسسي. وفي سياق الشركات المساهمة، تشير الشفافية إلى جودة الإفصاح في التقارير المالية السنوية والربع سنوية، بما يتجاوز الحد الأدنى المطلوب نظامياً، ليشمل الإفصاح الطوعي عن المخاطر والحوكمة (Healy & Palepu, 2001).

2-2-2 أبعاد الشفافية المالية

بناءً على الأدبيات، يمكن حصر أبعاد الشفافية المالية في ثلاثة أبعاد رئيسية تم اعتمادها في هذه الدراسة:

1. **جودة الإفصاح (Disclosure Quality):** وتشمل اكتمال المعلومات، ومطابقتها للمعايير المحاسبية (IFRS)، وشملها للبند الجوهري وغير الجوهري.
2. **توقيت النشر (Timeliness):** وتعني إصدار التقارير المالية في الوقت المناسب الذي يسمح للمستثمر باتخاذ القرار قبل فوات الأوان، حيث تفقد المعلومات قيمتها بتأخر نشرها.
3. **الوضوح والموثوقية (Clarity & Reliability):** وتعني خلو التقارير من الغموض، وسهولة فهمها من قبل غير المتخصصين، وخضوعها للتدقيق الخارجي الموثوق.

2-2-3 أهمية الشفافية المالية

تتلخص أهمية الشفافية في تقليل "عدم التماثل المعلوماتي" (Information Asymmetry) بين المديرين والمساهمين. وفقاً لنظرية الوكالة، يميل المديرون إلى احتكار المعلومات، والشفافية تجبرهم على المساءلة. كما أنها تخفف "تكلفة رأس المال" (Cost of Capital)، حيث يطلب المستثمرون عائد أقل للمخاطرة عندما تكون المعلومات واضحة (Botosan, 1997).

2-3 المتغير التابع: قرار الاستثمار (Investment Decision)

2-3-1 مفهوم قرار الاستثمار

قرار الاستثمار هو العملية التي يقوم بها المستثمر لاختيار الأصول المالية (أسهم، سندات) التي يخصص فيها أمواله، بناءً على تحليل العائد المتوقع والمخاطر المصاحبة. وهو ليس حدثاً لحظياً بل عملية معقدة تتأثر بالعوامل النفسية والمالية والبيئية (Gitman & Joehnk, 2014).

2-3-2 أنواع قرارات الاستثمار

1. قرار الشراء: التخصيص الأولي للأموال في سهم معين.
2. قرار الاحتفاظ: الإبقاء على السهم في المحفظة الاستثمارية بناءً على التوقعات المستقبلية.
3. قرار البيع: الخروج من الاستثمار لتحقيق ربح أو وقف خسارة.

2-3-3 العوامل المؤثرة في قرار الاستثمار

تتعدد العوامل المؤثرة، وتشمل:

- العوامل المالية: الأرباح، التدفقات النقدية، النسب المالية (P/E, ROE).
- العوامل غير المالية: سمعة الشركة، المسؤولية الاجتماعية، جودة الإدارة.
- العوامل البيئية: الوضع الاقتصادي الكلي، أسعار الفائدة، واللوائح التنظيمية (Al-Qudah, 2020). وتعد المعلومات المالية الشفافة المدخل الرئيسي لتقييم العوامل المالية وغير المالية.

2-4 العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع

ترتبط الشفافية المالية بقرار الاستثمار بعلاقة طردية إيجابية. عندما تزداد الشفافية، تقل مخاطر التقدير الخاطئ لقيمة السهم، مما يزيد من ثقة المستثمر ويشجعه على الاستثمار. أشارت دراسة (Diamond & Verrecchia, 1991) إلى أن الإفصاح عالي الجودة يجذب مستثمرين مؤسسيين كبار، مما يزيد من سيولة السهم. وفي السوق السعودي، وجد (العتيبي، 2018) أن الإفصاح الطوعي يؤثر إيجابياً على قيمة السوق للشركة، وهو ما ينعكس على قرار المستثمرين بالشراء. ومع ذلك، قد توجد علاقة سلبية في حالات نادرة إذا كشفت الشفافية عن معلومات سيئة جداً، لكن على المدى الطويل، الشفافية تعزز الثقة وهي أساس قرار الاستثمار الرشيد.

2-5 الدراسات السابقة

2-5-1 الدراسات الأجنبية

1. دراسة (Healy & Palepu, 2001): هدفت لمعرفة تأثير الإفصاح على تكلفة رأس المال. استخدمت التحليل المالي لبيانات شركات أمريكية. توصلت إلى أن زيادة الإفصاح تقلل من عدم التأكد وتخفض العائد المطلوب من قبل المستثمرين.
2. دراسة (Bushman & Smith, 2001): ناقشت الشفافية المالية وحوكمة الشركات. أوضحت أن الشفافية تعزز كفاءة الرقابة الداخلية والخارجية، مما يحسن أداء الاستثمار.
3. دراسة (Leuz & Wysocki, 2016): ركزت على الاقتصاديات السياسية للإفصاح. أكدت أن البيئة التنظيمية القوية (مثل هيئة السوق المالية) تعزز أثر الشفافية على تدفقات الاستثمار الأجنبي.

2-5-2 الدراسات العربية

1. دراسة (السرتاوي، 2019): "أثر الإفصاح المحاسبي على القرارات الاستثمارية في بورصة عمان". استخدمت الاستبانة. أظهرت النتائج أثراً إيجابياً قوياً للإفصاح على القرارات.
2. دراسة (العتيبي، 2018): "أثر الإفصاح الطوعي على قيمة الشركة في السوق السعودي". طبقت على شركات تداول. وجدت علاقة إيجابية بين مستوى الإفصاح وقيمة السوق.
3. دراسة (القضاة وآخرون، 2020): "جودة التقارير المالية وقرار الاستثمار في الأردن". أكدت على أهمية توقيت النشر كعامل حاسم.

2-5-3 تعليق على الدراسات السابقة

أجمعت الدراسات السابقة على وجود علاقة إيجابية بين الشفافية والاستثمار. ومع ذلك، تميزت الدراسة الحالية بتطبيقها على السوق السعودي في فترة زمنية حديثة شهدت تغييرات نظامية كبيرة (نظام الشركات الجديد، لوائح الحوكمة 2021)، واعتمدت على إدراك المستثمر المباشر عبر الاستبانة بدلاً من البيانات الثانوية فقط.

2-6 الخاتمة

خلص هذا الفصل إلى تحديد المفاهيم الإجرائية للشفافية المالية وقرار الاستثمار، واستعرض النظريات الداعمة مثل نظرية الوكالة والإشارة. كما أكد استعراض الدراسات السابقة على الفجوة البحثية التي تبرر إجراء هذه الدراسة في السوق السعودي حالياً.

قائمة المراجع

المراجع العربية:

1. الأتيبي، محمد بن سعد. (2018). أثر الإفصاح الطوعي على قيمة الشركة في السوق المالية السعودية. مجلة العلوم الإدارية والمالية، 12(3)، 45-68.
2. السرتاوي، أحمد محمد. (2019). أثر الإفصاح المحاسبي على القرارات الاستثمارية في بورصة عمان. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 35(2)، 112-135.
3. القضاة، عادل، والخطيب، بلال. (2020). جودة التقارير المالية وقرار الاستثمار في الأردن. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 16(1)، 23-40.
4. هيئة السوق المالية السعودية. (2021). لائحة حوكمة الشركات. الرياض: مطبعة هيئة السوق المالية.
5. صندوق النقد الدولي. (2019). تقرير الشفافية المالية للمملكة العربية السعودية. واشنطن: صندوق النقد الدولي.

المراجع الأجنبية:

1. Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323-349.
2. Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
3. Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
4. Gitman, L. J., & Joehnk, M. D. (2014). *Fundamentals of Investing* (13th ed.). Pearson Education.
5. Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
6. IMF. (2019). *Fiscal Transparency Code*. International Monetary Fund.

7. Leuz, C., & Wysocki, P. D. (2016). The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research. *Journal of Accounting Research*, 54(2), 525-622.
8. Sekaran, U. (2016). *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. John Wiley & Sons.

الملاحق

ملحق (1): استمارة استبيان الدراسة

تحية طيبة،

نرجو منكم التكرم بالمساعدة في تعبئة هذه الاستبانة التي تُعد جزءاً أساسياً من متطلبات مشروع التخرج لنيل درجة البكالوريوس بعنوان: "أثر الشفافية المالية على قرار الاستثمار (دراسة تطبيقية على المستثمرين في السوق المالية السعودية)".

إن إجاباتكم الصادقة والدقيقة ستساهم بشكل مباشر في نجاح هذه الدراسة والخروج بنتائج علمية عملية قد تفيد قطاع السوق المالية في المملكة.

نود الإفادة بأن:

1. البيانات التي سيتم الحصول عليها ستستخدم للأغراض الأكاديمية والبحثية فقط.
 2. هوية المستجيب ستبقى سرية تماماً، ولن يتم الإفصاح عن أي بيانات شخصية في تقرير الدراسة.
 3. لا توجد إجابات صحيحة أو خاطئة، بل نرغب في معرفة رأيكم الصريح.
 4. تعبئة الاستبانة لن تستغرق أكثر من (10-15) دقيقة.
- شاكرين لكم حسن تعاونكم ومساهمتم القيمة في إثراء البحث العلمي.

ولكم جزيل الشكر والتقدير،،،

اسم

تعليمات الإجابة: يرجى وضع علامة (✓) في الخانة التي تعبر عن رأيك تجاه كل عبارة، وفقاً لمقياس ليكرت الخماسي التالي: (5 = موافق بشدة، 4 = موافق، 3 = محايد، 2 = غير موافق، 1 = غير موافق بشدة).

أولاً: البيانات العامة (الديموغرافية)

م	البيان	الخيار
1	الجنس	[] ذكر [] أنثى
2	العمر	[] أقل من 25 [] 25-35 [] 35-45 [] 45-55 [] 55 فأكثر
3	المستوى التعليمي	[] ثانوي [] دبلوم [] بكالوريوس [] ماجستير [] دكتوراه
4	الخبرة	[] > 1 سنة [] 1-3 سنوات [] 4-6 سنوات [] 7-10 سنوات

	الاستثمارية	سنوات [] < 10 سنوات
5	نوع المستثمر	[] مستثمر فرد [] مستثمر مؤسسي
6	حجم المحفظة الاستثمارية	[] > 100 ألف [] 100-500 ألف [] 500 ألف-1 مليون [] < 1 مليون ريال

ثانياً: محور الشفافية المالية

م	العبرة	5	4	3	2	1
	البُعد الأول: جودة الإفصاح					
1	تنشر الشركات معلومات مالية دقيقة وكاملة في تقاريرها					
2	تلتزم الشركات بالمعايير المحاسبية الدولية (IFRS)					
3	تتضمن التقارير المالية إفصاحات طوعية إضافية					
4	يتم الإفصاح عن المخاطر المالية بشكل كافٍ					
	البُعد الثاني: توقيت النشر					
5	تنشر الشركات التقارير السنوية في المواعيد المحددة					
6	يتم الإفصاح الفوري عن الأحداث الجوهرية					
7	تنشر التقارير الربع سنوية بانتظام					
8	المعلومات المالية محدثة ومتاحة عند الحاجة					
	البُعد الثالث: الوضوح					
9	التقارير المالية سهلة الفهم للمستثمرين					
10	تستخدم الشركات لغة واضحة وغير فنية معقدة					
11	تتضمن التقارير ملخصات تنفيذية واضحة					
12	البيانات مدعومة بجداول ورسوم بيانية توضيحية					

ثالثاً: محور قرار الاستثمار

م	العبارة	5	4	3	2	1
13	أثق في اتخاذ قرارات استثمارية بناءً على المعلومات المتاحة					
14	الشفافية المالية تزيد من رغبتني في الاستثمار					
15	أحتفظ بالأسهم التي تتمتع بشفافية عالية					
16	أشتري أسهم الشركات ذات الإفصاح الجيد					
17	أبيع أسهم الشركات ذات الإفصاح الضعيف					
18	الشفافية تقلل من مخاطر الاستثمار في نظري					
19	أوصي الآخرين بالاستثمار في شركات شفافة					
20	الشفافية تؤثر على حجم استثماراتي					

نهاية الاستبانة،،، شكراً لمشاركتكم.