

أثر مستوى الإفصاح السردي بالتقارير السنوية على سعر السهم

دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د. عيد محمود أبوزيد

مدرس بقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة بنى سويف

والياً بكلية العلوم الإدارية والانسانية- جامعة الجوف - المملكة العربية السعودية

أثر مستوى الإفصاح السردي بالتقارير السنوية على سعر السهم  
- دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية  
د. عيد محمود أبوزيد\*

المخلص:

يهدف البحث إلى قياس أثر مستوى الإفصاح السردي بالتقارير السنوية على سعر السهم، ومدى اختلاف ذلك الأثر باختلاف جودة المراجعة، نوع القطاع، حجم وربحية الشركة، من خلال منهجية تحليل المحتوى للتقارير السنوية لعينة مكونة من (٢٦) شركة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة الزمنية (٢٠١٢ - ٢٠١٦) وباستخدام تحليل Panel data تم اختبار الفروض. وتوصلت النتائج إلى وجود أثر ايجابي لمستوى الإفصاح السردي بالتقارير السنوية على سعر السهم، وأن ذلك الأثر يختلف باختلاف جودة المراجعة، حجم وربحية الشركة بينما لا يختلف باختلاف نوع القطاع. الكلمات المفتاحية: الإفصاح السردي، سعر السهم، جودة المراجعة، خصائص الشركة، الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

The impact of narrative Disclosure Level in annual report on  
share price - An Applied Study on Companies listed on  
the Egyptian Stock Exchange

**Abstract:**

The aim of this research is to measure the impact narrative Disclosure Level in the annual reports on the share price, and how different that effect according to audit quality, type sector, the size and profitability of the company. To achieve the objective of this research an content analysis of the annual reports on a sample of (26) non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period (2012-2016), and Using Panel data analysis to test hypotheses. The results found positive effect of the level of narrative disclosure in the annual reports on the share price and that the effect is different according to size and profitability of the company, and audit quality, while it not different according to type sector.

**Keywords:** narrative disclosure, stock price, audit quality, Characteristics of company, Companies listed on the Egyptian Stock Exchange

\* مدرس المحاسبة بكلية التجارة - جامعة بني سويف

والياً بكلية العلوم الإدارية والانسانية - جامعة الجوف - المملكة العربية السعودية

## ١ . مقدمة

تهدف القوائم المالية إلى توفير معلومات مالية مفيدة للمستخدمين الحاليين والمحتملين من مستثمرين ومقرضين وغيرهم في إتخاذ قراراتهم . وتحتوى هذه القوائم والتقارير المالية على معلومات تاريخية ومعلومات مالية وكمية دون الإفصاح عن المعلومات غير المالية والوصفية التي تساعد المستثمرين عند تقييمهم للمنشأة واتخاذهم القرارات الاستثمارية، وبهذا تُعد القوائم المالية بمثابة أداة إفصاح غير فعالة، ولذا تم التحول من مجرد الإفصاح الإلزامي إلى الإفصاح الاختياري ( ابو طالب، ٢٠١٤).

ولم تعد حاجة المستخدمين تقتصر على المعلومات التاريخية التي توفرها التقارير المالية ولكن هناك حاجة لتفسير المعلومات المالية، ومعرفة ما يحيط بالشركة من مخاطر حالية ومستقبلية ويتوافر ذلك في التقارير السردية مثل التقارير الإستراتيجية، تقرير الحوكمة، وتقرير المسؤولية الاجتماعية (البيسونى، ٢٠١٤؛ Mensah.B.K,2017). ولذلك تم التوسع في مستوى الإفصاح من خلال قنوات أخرى منها الإفصاح السردى بالتقارير السنوية للشركات وأصبح أكثر تعقيداً رغم أهميته كمصدر للمعلومات (Rutherford. B,2018).

ويتضح ذلك التعقيد في اختلاف نتائج الدراسات بالأدب المحاسبى حول هدف الإدارة من الإفصاح السردى فى ظل عدم وجود معيار محاسبى يحدد وينظم محتوى وشكل ذلك الإفصاح. ففى حين توصل البعض إلى أنه يتضمن انطباع الإدارة ( Leung.S, and et.al,2015 ) ووسيلة لتغطية إدارة الأرباح ( Yeoh.P,2010 ) توصل آخرون إلى أنه قناة لنشر المعلومات المؤثرة فى سعر السهم ( Yekini,L and et.al,2016 )، وأداة للحد من عدم تماثل المعلومات ( Yekini.L, ؛Klerk.M and et.al,2015 ) ( and et.al,2016).

وعلى مستوى البيئة المصرية صدرت متطلبات تنظيمية للتوسع فى الإفصاح غير المالى والسردى منها قواعد الحوكمة، والدليل الاسترشادي للإفصاح عن الاستدامة، ومتطلبات الإفصاح بقواعد القيد بالبورصة المصرية، بالإضافة إلى وجود ممارسات فعلية للتوسع فى الإفصاح غير المالى والسردى الاختياري لبعض الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

## ٢. مشكلة البحث

تنال قضية التوسع في الإفصاحات السردية داخل التقرير السنوي اهتمام الباحثين في الفترة الأخيرة وذلك بعد عقد من الاهتمام المحدود نسبياً، حيث عاد جزئياً موضوع التقارير السردية إلى أجندة أبحاث المحاسبة المالية بالتزامن مع التقارير المتكاملة والاهتمام المتزايد بالمحاسبة لنماذج الأعمال (Roslender.R , and Nielsen.C,2017).

ومن أحد الاتجاهات في الأدب المحاسبي في السنوات الأخيرة هو أثر الإفصاح السردى المحاسبي على قرارات المستثمرين ( Yen.A, et.al,2017, Riley.T, ) (et.al,2014) حيث يعتمد المستثمرون على الإفصاح السردى في قراراتهم الإستثمارية، ويتأثرون باللغة، النغمة، الإيجابية، السلبية، والقابلية للقراءة (Riley.T, et.al,2014)، وأنه يساهم إلى جانب الإفصاح عن معلومات المحاسبة المالية فى تقييم سعر السهم السوقى (Klerk.D and et.al,2015).

وبالرغم من تناول بعض الدراسات (البسيونى، ٢٠١٧؛ أحمد، ٢٠١٤) للإفصاح السردى فى البيئة المصرية، إلا انه لم يتم تناول قياس مستوى ذلك الإفصاح بالتقارير السنوية وقياس رد فعل سوق الأوراق المالية لذلك الإفصاح من خلال أثره على سعر السهم.

ولذلك فإن مشكلة البحث تتمثل فى مسابقة الإتجاهات الحديثة فى الفكر المحاسبي ، فى ضوء قصور المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية، وحاجة أصحاب المصالح لمعلومات غير مالية ومعلومات سردية تساهم فى تقييم مستقبل الشركة، وما يرتبط بها من فرص ومخاطر؛ إضافة الى ندرة البحوث المحاسبية فى البيئة المصرية بشكل خاص التى تتناول قياس مستوى الإفصاح السردى وأثره على سعر السهم، والعوامل التى تعدل ذلك الأثر ومنها خصائص الشركة، وجودة المراجعة .

وفى ضوء ما سبق يمكن صياغة المشكلة فى مجموعة من التساؤلات وهى:

- ما مستوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟
- هل يوجد أثر لمستوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية على سعر السهم ؟
- هل يختلف أثر مستوي الإفصاح السردى بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف جودة المراجعة، نوع القطاع ، حجم وربحية الشركة ؟

### ٣. هدف البحث

يهدف البحث إلى قياس أثر مستوى الإفصاح السري في التقارير السنوية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية على أسعار الأسهم ، ومدى اختلاف ذلك الأثر باختلاف جودة المراجعة، نوع القطاع، حجم وربحية الشركة.

### ٤. أهمية البحث

- الأهمية العلمية : يُعد البحث امتداداً للدراسات السابقة في مجال قياس الإفصاح السري، وتطوير محتوى التقارير السنوية، من خلال بناء مؤشر لقياس مستوى هذه الإفصاحات، مما يساهم في تلبية احتياجات أصحاب المصالح من المعلومات والتي لا توفرها التقارير المالية.
- الأهمية العملية : تمثلت في قياس رد فعل سوق الاوراق المالية المصري للإفصاح السري بالتقارير السنوية من خلال أثره على سعر السهم، والتوصل لأدلة من البيئة المصرية على بعض النتائج المترتبة على التوسع في تلك الإفصاحات لتشجيع الشركات المقيدة بالبورصة المصرية على التوسع في مستوى الإفصاح، ومساعدة مستخدمي التقارير السنوية في توفير محددات لقرار الاستثمار في الأسهم، ومساعدة الجهات الرقابية والتنظيمية لتطوير شكل ومحتوى الإفصاح السري بالقرير السنوي .

### ٥. حدود البحث

- يقتصر تناول البحث لأحد أساليب الإفصاح السري وهو التقرير السنوي دون الأساليب الأخرى مثل موقع الشركة الإلكتروني، نشرات الاكتتاب وغيرهما.
- تقتصر عينة البحث على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية ، خلال الفترة الزمنية ٢٠١٢-٢٠١٦.
- اعتمد قياس مستوى الإفصاح السري على مؤشر تم بناؤه بمنهجية الأوزان غير المرجحة وتحديد عناصره في ضوء الدليل المصري لحوكمة الشركات ، وقواعد القيد بالبورصة، والدراسات السابقة، والاصدارات المهنية في البيئة الدولية .

## ٦. تنظيم البحث

### ١/٦ الإفصاح السردي - منظور محاسبي

الإفصاح السردى فى التقرير السنوى من الموضوعات التى لاقى اهتماماً فى الأدب المحاسبى مؤخراً لارتباطها بتقارير الأعمال المتكاملة، وزيادة أهميتها فى نموذج الأعمال (Roslender.R and Nielsen.C,2017).

وتعرف التقارير السردية بأنها تقارير محاسبية تكميلية تتضمن مناقشات الإدارة حول مخاطر الشركة ومستقبلها ومسئوليتها الاجتماعية (Binh.T.2012)، وتمثل تفسير للبيانات المالية وغير المالية وسرد لما يحيط بالشركة من مخاطر، والتنبؤ بالمعلومات المستقبلية، وتوصيف فعلى للأحداث المتلاحقة التى تحدث داخل وخارج الشركة (البيسونى، ٢٠١٤).

ويشير (Yekini.L.S & et.al, 2016) إلى أن الإفصاح السردى هو مجموعة الإفصاحات النوعية داخل التقارير السنوية، إعلانات الأرباح، النشرات الصحفية، ووسائل الإعلام والتواصل الاجتماعى والتى تمثل قناة لنشرات المعلومات.

ويتضمن الإفصاح السردى نوعين:

أولاً: الإفصاح السردى الإلزامى، وهى الإفصاحات التى تفي بمتطلبات الجهات الرقابية والقانونية والتنظيمية (دحدوح، وحامدة ، ٢٠١٥) مثل الإفصاحات المتممة للقوائم المالية وتقارير مراقب الحسابات (Al-Najjar.B and Abed.S,2014)

ثانياً: الإفصاح السردى الاختيارى، وهو الذى يطبق بطريقة اختيارية بواسطة الشركات لتقديم معلومات إضافية لا تنص عليها التشريعات والقوانين والمعايير المحاسبية (ابوظالب، ٢٠١٦)، ويشمل على العديد من الإفصاحات الإستراتيجية، والمسؤولية الاجتماعية، (Al-Najjar.B and Abed.S,2014).

ولا يوجد معيار يحدد عناصر الإفصاح السردى الاختيارى ( Leung.S and et.al,2015)، ولكن تختلف الأهمية النسبية للإفصاح السردى من منشأة لأخرى حسب القطاع، فالإفصاح عن رأس المال الفكرى يكون أكثر فى شركات تكنولوجيا المعلومات (Garanina.T and Dumay.J,2017)، كما أن الإفصاح عن المسؤولية البيئية فى الشركات الصناعية أكثر من غيرها، والإفصاح عن المخاطر وإدارتها فى المؤسسات المالية.

ولذلك أعرب مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB عن قلقه بشأن التوسع في الإفصاحات السردية والتي قد تتضمن إفصاحات عامة لا ترتبط بالممارسات الفعلية للمنشأة وغير ذات أهمية نسبية (Hassanein.A & Hussainey.k, 2015) .

ومن دوافع الإفصاح السردى الاختياري عدم كفاية الإفصاح بالتقارير المالية مما ترتب عليه عدم تماثل المعلومات، والحد من عدم التأكد بمستقبل أداء الشركة (دحوح، وحمادة ، ٢٠١٥)، ومن الآثار السلبية للتوسع في الإفصاح السردى وبخاصة التفاؤل المفرط هو مخاطر التقاضي واحتمال فقدان السمعة (Yekini.L, and et.al,2016). ويؤثر الإفصاح السردى على تكلفة رأس المال، وفي حال تضمينه انطباع الإدارة يمكن من خلاله التحيز في عرض ومحتوى المعلومات لتوصيل معلومات عن أداء الشركة وفقاً لرغبتهم (Leung.S and et.al,2015)، ولذلك فإن نعمة الإدارة في الإفصاح السردى لها تأثير في سوق رأس المال (Yekini.L.S & et.al ,2016).

ويتم تفسير الإفصاح السردى في ضوء كافة النظريات التي تدعم التقارير المالية ، فطبقاً لنظرية الوكالة، يتم تقييم المديرين بناءً على كافة الجوانب المفصحة عنها سردياً فضلاً عن تخفيض عدم التماثل بين المديرين والمساهمون ، أما نظرية أصحاب المصالح فان الإفصاح السردى يساهم في تلبية احتياجات أصحاب المصالح من المعلومات غير المتوافرة في التقارير المالية، وعن النظرية الشرعية يتم الإفصاح عن كافة الأمور التي تحقق عقد الشركة الإجتماعي مع المجتمع ككل من خلال أنشطة الحوكمة، والمسؤولية البيئية والإجتماعية، وإدارة المخاطر الحالية والمستقبلية، وطبقاً لنظرية الإشارات فإن الإفصاح السردى وبخاصة الاختياري منها يتضمن العديد من الإشارات والتي ترغب الشركة في إرسالها (ربيع، ٢٠١٧؛ منصور، ٢٠١٦؛ Yeoh.P,2010؛ Alhtaybat.L and et.al,2012).

## ١/١/٦ أبعاد وعناصر الإفصاح السردى المحاسبى:

تتعدد عناصر الإفصاح السردى ( Al-Najjar.B and Abed.S,2014 ؛ Leung.S and et.al,2015؛ Garanina.T and Dumay.J,2017) ويتناول

البحث الحالي أربعة من تلك العناصر لما لها من أهمية وتأثير على قرارات أصحاب المصالح من ناحية، وأثرها على أداء الشركات من ناحية أخرى، إضافة إلى كونها محور اهتمام الباحثين والمنظمات المهنية في الفترة الأخيرة، وهذه العناصر هي الإفصاح عن الحوكمة، المسؤولية البيئية والاجتماعية، الإستراتيجية، والمعلومات المستقبلية.

يساعد الإفصاح عن المعلومات الإستراتيجية على فهم الفرص والمخاطر التي تواجه الاستثمار ( Ho. P and Taylor.G, 2013 ).

ويعتبر التقرير الإستراتيجي وسيلة اتصال بين المساهمين ومجلس الإدارة، ويراعي أصحاب المصالح الذين لهم تأثير على الشركة في المدى الطويل، ويساهم في تقييم أداء الإدارة ويصف إستراتيجية الشركة وأهدافها ونموذج أعمالها بالإضافة إلى تفسير الاتجاهات والعوامل الرئيسية التي تؤثر على الشركة؛ ووصف للمخاطر الرئيسية والشكوك ؛ تحليل تطوير وأداء الأعمال بما في ذلك مؤشرات الأداء، ويوفر معلومات حول البيئة، الموظفين، المجتمع، حقوق الإنسان، ومكافحة الفساد والرشوة (FRC,2018).

ويمثل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية جزء من الإفصاح الإستراتيجي (Alkhatib.K,2014) ويتضمن معلومات مالية وغير مالية (Bravo.F, 2016)، وبالرغم من أن الإفصاح المستقبلي لا يقدم إجابة مؤكدة عن الأحداث المستقبلية للشركة إلا أنه يساعد أصحاب المصالح على التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركة وبالتالي تخفيض عدم التأكد ( Alkhatib.K,2014؛ Bravo.F, 2016 ).

وتمثل المعلومات المستقبلية من محددات شراء وبيع الأسهم بالنسبة للمستثمرين، وطبقاً لقانون (The Private Securities Litigation Reform Act of 1995) فإن المعلومات المستقبلية التي يجب توفيرها النفقات رأسمالية، ومعلومات عن الخطط والأهداف التشغيلية، وبيان الأداء الاقتصادي في المستقبل (Mensah.B.K,2017) .

والإفصاح عن المسؤولية البيئية والاجتماعية من الأمور التي نالت المزيد من البحث في الفترة الأخيرة لما لها من أثر على الأداء المالي للشركات ( رمضان ، ٢٠١٣ ) وأحد العوامل التي تؤثر في سعر الأسهم للشركات المقيدة ( Klerk.M, and et.al,2015). وتتضمن جوانب الإفصاح البيئي والمجتمعي العديد من العناصر منها سياسة السلامة المهنية ، المساهمات المجتمعية ، وحماية البيئة (Binh.T,2012).



ومما يؤكد أهمية الإفصاح عن المسؤولية البيئية والاجتماعية إصدار معايير محاسبة خاصة بالإستدامة والتي حددت عناصر الإفصاح لكل قطاع من القطاعات، فضلاً عن ممارسات الشركات الكبرى على مستوى العالم فى مجال إصدار تقارير مستقلة عن المسؤولية الاجتماعية، والتوسع فى الإفصاح الإلكتروني عبر مواقع الشركات .

وبشأن الإفصاح عن الحوكمة، طالب الدليل المصري لمبادئ حوكمة الشركات الإفصاح عن المعلومات غير المالية مثل أهداف الشركة وطبيعة نشاطها، وخطط واستراتيجيتها المستقبلية، الكفاءات الإدارية بالشركة ونظم التدريب والإثابة والرعاية للعاملين بها، هيكل الملكية، وتشكيل مجلس الإدارة ولجانه وما يتقاضاه، وتقرير مدى الالتزام بالحوكمة، والمخاطر وسبل إدارتها (دليل حوكمة الشركات، ٢٠١٦).

وطالبت قواعد القيد بالبورصة فى المادة (٣٠) الشركات بالإفصاح عن هيكل المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة وعددهم، وتطلبت المادة (٤٠) ضرورة تضمين تقرير مجلس الإدارة على إفصاحات الحوكمة منها مجلس الإدارة وعدد مرات انعقاده ، ولجنة المراجعة وعدد مرات انعقادها، والموارد البشرية من حيث متوسط عدد العاملين خلال السنة ومتوسط دخلهم، وحددت الهيئة نموذجاً للإفصاح للوفاء بمتطلبات هذه المادة.

## ٢/١/٦ التقرير السنوي كأحد وسائل الإفصاح السردى

التقارير السنوية هي تقارير متكاملة تهدف إلى تقديم صورة عادلة عن موقف وتطور أداء الشركات من خلال تغطية مختلف أبعاد الأداء المالى وغير المالى (Pivac.S , & et.al, 2017)، ويشمل مجموعة من المكونات لكل منها هدفه بحيث يكون هناك ترابط وتكامل فى المعلومات (FRC,2018).

ويتضمن التقرير السنوي معلومات الزامية وفق متطلبات قانونية وتنظيمية ومعلومات أخرى اختيارية، ورغم أهمية المعلومات الإلزامية كمصدر أساسي لسوق المال، إلا أن الإفصاح الاختياري يحقق احتياجات المستخدمين من المعلومات التي لايفي بها الإفصاح الإلزامي ويساعد فى توضيح الفجوة بين المديرين والمستثمرين ومن ثم تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتخفيض مخاطر الاستثمار، وتزداد أهميته فى أسواق رأس المال الناشئة نظراً لانه أحد عوامل كفاءة تلك الاسواق (Pivac.S , & et.al, 2017)؛ Chen.Y.G and ؛Binh.T,2012 ؛Trang.V.T and Phuong.N.C,2015 (et.al,2017).

وطبقاً لمتطلبات ( FRC,2014) فإن التقرير السنوي يتكون من :

- أ) القوائم المالية
- ب) تقرير الحوكمة
- ج) تقرير مجلس الإدارة
- د) تقرير مكافآت الإدارة
- هـ) تقرير عن الإستراتيجية

ويتطلب قانون الشركات في المملكة المتحدة لعام ٢٠٠٦ وتعديلاته في عام ٢٠١٣ من الشركات المسجلة بالبورصة إدراج أقسام معينة في تقاريرها السنوية تشمل التقرير الإستراتيجي، وبيان المسؤولية الإجتماعية للشركات، وتقرير المديرين، وتقرير المكافآت، ومسؤوليات أعضاء مجلس الإدارة (Yekini.L.S & et.al ,2016).

وأصدرت هيئة سوق المال السعودية دليلاً استرشادياً لمحتويات التقرير السنوي لمجلس الإدارة بما يتفق مع نظام الشركات السعودي ولائحة الحوكمة والضوابط والإجراءات التنظيمية الصادرة تنفيذاً لنظام الشركات الخاصة بالشركات المساهمة المدرجة، وطبقاً لذلك الدليل تتضمن محتويات التقرير السنوي (٤٢ بنداً) للعديد من الموضوعات (هيئة السوق المالية السعودية، ٢٠١٧).

وفي البيئة المصرية، فإن دليل مبادئ حوكمة الشركات حدد مكونات التقرير السنوي وهي: (الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦)

- ملخص تقرير مجلس الإدارة
- كلمة رئيس مجلس الإدارة و/أو العضو المنتدب
- الرؤية والهدف
- إستراتيجية الشركة
- تاريخ الشركة وأهم المحطات التي مرت بها
- هيكل الملكية
- الإدارة العليا وتشكيل مجلس الإدارة
- تحليل السوق الذي تعمل به الشركة
- مشروعات الشركة الحالية والمستقبلية
- تحليل المركز المالي للشركة

- تقرير عن الحوكمة
- تقرير عن المسؤولية الاجتماعية والبيئية للشركة
- تقرير عن مناقشة الإدارة التنفيذية للأداء المالي للشركة
- تقرير مراقب الحسابات والقوائم المالية المقارنة بنفس الفترات السابقة.

### ٣/١/٦ الإفصاح السردي في التقارير السنوية - دراسة حالة

تم تحليل محتوى التقارير السنوية للشركات عينة الدراسة، وفيما يلي نورد نموذجين لشركتين يوضحان مكونات التقرير السنوي ومقارنتها بمرجعية مكونات التقرير السنوي طبقاً لمبادئ الحوكمة، وطبقاً لعناصر الإفصاح السردية الأربعة التي حددتها الدراسة الحالية:

#### (أ) شركة جهينة- كنموذج للشركات بالقطاع الصناعي

- مكونات التقرير ( نبذة عن الشركة - رسالة رئيس مجلس الإدارة - مؤشرات الأداء المالي - القطاعات والان شطة التشغيلية - الإستراتيجية - فريق الإدارة - المسؤولية الاجتماعية - القوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات )

تضمن التقرير المعلومات عن الإستراتيجية، المسؤولية الاجتماعية، وبعض المعلومات المستقبلية ضمن رسالة رئيس مجلس الإدارة، وتشكيل مجلس الإدارة ولجنة المراجعة كأحد عناصر الإفصاح عن الحوكمة، وبالرغم من تضمينه للعناصر الأربعة للإفصاح السردية إلا أنها غير مكتملة كما لم يتضمن كافة متطلبات التقرير السنوي وفق دليل الحوكمة.

#### (ب) شركة مصر للمنتجات السياحية- كنموذج للشركات بالقطاع غير الصناعي

١. مكونات التقرير ( نبذة عن الشركة - رسالة رئيس مجلس الإدارة - رسالة المدير التنفيذي - الحوكمة - فريق الإدارة - مجلس الإدارة - المشروعات - القوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات )

بالرغم من تركيز التقرير على الجوانب الإستراتيجية والمستقبلية ضمن رسائل الإدارة وليست في قسم مستقل، وتضمن للحوكمة في قسم مستقل إلا انه يعاني من قصور في الإفصاح عن المسؤولية البيئية والاجتماعية، وان التقرير يُعد فقط باللغة الانجليزية.

وبالرغم من أهمية نشر التقارير السنوية باللغة الانجليزية، وخاصة في مساعدتها على جذب المستثمرين الأجانب (مرسي، ٢٠١٤) إلا أنه يؤخذ على الشركات عدم النشر باللغة العربية، فقد أكدت دراسة (Yen.A, et.al,2017) أن الترجمة تؤثر في كيفية قياس التعبيرات الاحتمالية، وتفسير عدم التأكد، وتفسير الأفعال المختلفة والمقصود بها مما يؤثر على قرارات المستثمرين.

ويتوصل الباحث من تحليل لواقع الإفصاح السري بالتقارير السنوية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية - عينة الدراسة - إلى ما يلي:

- هناك مجموعة من الشركات تضمن تقريرها السنوي الإفصاح طبقاً للمادة ٤٠ من قواعد القيد بالبورصة ( الحد الأدنى من الإفصاح السري الإلزامي).
- هناك مجموعة من الشركات اقتصر تقريرها السنوي على الحد الأدنى ، بالإضافة إلى بعض الإفصاحات الاختيارية.
- هناك مجموعة من الشركات تضمن تقريرها السنوي على الإفصاح السري الاختياري بشكل أكثر تفصيلاً وهو أقرب إلى التقرير المتكامل وعددها ١٢ شركة .
- جوانب الإتفاق فى الإفصاح كانت فى الحوكمة فيما يتعلق بهيكل المساهمين ومجلس الإدارة ولجانه والاختلاف كان فى جوانب المسؤولية الإجتماعية والمعلومات المستقبلية والإستراتيجية.
- لم تتضمن التقارير السنوية كافة المتطلبات الواردة بقواعد الحوكمة. وفى ضوء الدراسة التحليلية يقترح الباحث أن يكون التقرير السنوي بمثابة تقرير أعمال متكامل وأن يتم إصداره من الشركات فى نموذج تقرير واحد وفق مبادئ تحدد الشكل والمحتوى بشكل يُمكن من القابلية للمقارنة، وأن يتضمن أقسام مستقلة كما يلي:
- ١. معلومات عامة عن الشركة متضمنةً طبيعة الشركة ونشاطها وتاريخها
- ٢. الاستدامة متضمنةً سياسات المسؤولية الاجتماعية والبيئية ومدى الإلتزام بها
- ٣. الحوكمة متضمنةً آليات الحوكمة الداخلية وقواعدها ومدى الإلتزام بها
- ٤. الإستراتيجية والمعلومات المستقبلية
- ٥. المخاطر التي تواجهها الشركة وكيفية إدارتها
- ٦. مناقشات وتحليلات الإدارة
- ٧. تقرير مراقب الحسابات والقوائم المالية وإيضاحاتها

ويتم إلزام الشركات المقيدة بالبورصة بذلك التقرير من خلال تطوير نموذج الإفصاح المعد طبقاً لمادة (٤٠) من قواعد القيد بالبورصة، ويمكن الاستعانة فى وضع نموذج لذلك التقرير فى بالمتطلبات القانونية والتنظيمية وبالإسترشاد بدليل التقرير السنوى للشركات السعودية (هيئة السوق المالية السعودية)، وإصدارات مجلس التقارير المتكاملة للشرى (www.theiirc.org)، وإرشادات التقرير الإستراتيجى (FRC,2018).

## ٢/٦ الدراسات السابقة

تناولت بعض الدراسات قياس مستوى، وجود الإفصاح السردى، ومنها دراسة (Trang.V.T and Phuong.N.C,2015) التى تناولت قياس مستوى الإفصاح السردى الاختيارى بالتقارير السنوية للشركات المسجلة ببورصة HOSE بفيتنام من خلال بناء مؤشر يتضمن ٩٤ بند ثم تحليل محتوى تقارير ٢٦٠ شركة خلال عام ٢٠١٣، وتوصلت الدراسة إلى ان خفاض مستوى الإفصاح السردى الاختيارى للشركات عينة الدراسة.

وتناولت دراسات أخرى بدائل قياس مستوى الإفصاح السردى، حيث قامت دراسة (A bed .S, et.al, 2016) بإجراء مقارنة بين بدائل قياس مستوى الإفصاح السردى بشأن المعلومات المستقبلية لاختبار أثر اختيار طريقة القياس على قياس مستوى المعلومات المستقبلية من خلال دراسة اختبارية على عينة من (٣٠) شركة غير مالية بالمملكة المتحدة قبل الأزمة المالية خلال عام ٢٠٠٦. وتوصلت الدراسة إلى وجود اختلاف بين نتائج بدائل القياس وان الطريقة المثلى لقياس مستوى الإفصاح هى تحليل المحتوى لوحددة النص text unit أكثر من الجمل.

وفىما يتعلق بقياس جودة التقارير السردية، هدفت دراسة (Yeoh.P,2010) لقياس جودة التقارير السردية للشركات المسجلة فى انجلترا من خلال منهجية دراسة حالة لعدد ٣ شركات خلال عام ٢٠٠٥ فى ضوء الإرشادات الصادرة من OFR. وتوصلت الدراسة إلى عدم كفاية الإفصاح المستقبلى، وعدم كفاءة التفسير للمقارنة بين الاعوام، وغياب التعليق على العلاقات طويلة الأجل مع الموردين.

وفى ذات السياق ولكن من خلال دراسة تطبيقية مقارنة، هدفت دراسة (Pivac.S&et.al,2017) تحليل ومقارنة جودة الإفصاح بالتقارير السنوية للشركات

المسجلة بدول transition من خلال تحليل محتوى التقارير السنوية لعينة مكونة من ١٥٠ شركة مسجلة ببورصات دول ( Croatia, Montenegro, Romania, Slovenia and Serbia ) خلال عام ٢٠١٣، وتوصلت الدراسة إلى أن أكثر الدول جودة فى الإفصاح Slovenia .

وعن علاقة الحوكمة بجودة الإفصاح السردى هدفت دراسة ( Al-Najjar . B and Abed.S,2014 ) اختبار العلاقة بين آليات حوكمة الشركات وجودة الإفصاح السردى للمعلومات المستقبلية فى التقارير السنوية لعينة من (٢٣٨) شركة غير مالية مسجلة ببورصة نيويورك خلال عام ٢٠٠٦، من خلال منهجية تحليل المحتوى إلكترونياً باستخدام NVivo8 . وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين حجم مجلس الإدارة واستقلالية لجنة المراجعة ومستوى الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية.

وأوضحت دراسة ( Binh.T.Q,2012 ) أهمية الإفصاح السردى فى التقارير السنوية حيث هدفت إلى قياس الفجوة بين متطلبات المحللين الماليين من المعلومات وبين ما يقوم به المديرون الماليون من إفصاحات فى التقارير السنوية بالشركات غير المالية من خلال توزيع استبيان على عينة مكونة من (٩٢) محلل مالي و(١٠٦) مدير مالي لقياس أهمية بنود الإفصاح، ثم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (١٩٩) شركة مسجلة ببورصة فيتنام خلال عام ٢٠٠٩ لقياس مستوى الإفصاح السردى الاختياري بالتقارير السنوية، وتوصلت الدراسة إلى اتفاق كل من المحللين الماليين والمديرين على أهمية بنود الإفصاح فيما يتعلق بالمعلومات العامة عن الشركة، الحوكمة ( هيكل الملكية ولجنة المراجعة)، المسؤولية الاجتماعية، الموارد البشرية، ومن وجهة نظر المعدين هناك حاجة لمزيد من الإفصاحات لتلبية احتياجات المستخدمين، وأن هناك انخفاض فى مستوى الإفصاح عن الموارد البشرية.

وفيما يرتبط بعلاقة الإفصاح السردى بأداء الشركات هدفت دراسة ( Hassanein.A & Hussainey.k, 2015 ) قياس مدى استجابة التغير فى الإفصاح المستقبلي للتغير فى أداء الشركات، وأثر الإفصاح السردى المستقبلي على قيمة الشركة من خلال دراسة تطبيقية على عينة من الشركات بالمملكة المتحدة خلال الفترة ٢٠٠٥ - ٢٠١١. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط بين التغير فى الإفصاح المستقبلي والتغير فى أداء الشركة ، وأن التغير فى الإفصاح لا يؤثر على قيمة الشركات ذات الأداء الجيد بينما يؤثر سلباً على الشركات ذات الأداء الضعيف.

وفى ذات السياق، هدفت دراسة (Leung.S, and et.al,2015) قياس انطباع الإدارة بالإفصاح السردى بالتقارير السنوية لعينة ٥١٧ من الشركات المسجلة ببورصة Hong Kong خلال الفترة ديسمبر ٢٠٠٥ و نوفمبر ٢٠٠٦. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات الأداء الضعيف التي يزيد بها مخاطر العسر المالي تزيد من مستوى الإفصاح السردى مما يؤكد على أن الإفصاح السردى يتضمن انطباعاً متعمداً لإخفاء المعلومات والتفسيرات حول ضعف الأداء لصرف انتباه المستثمرين بعيداً عن ضعف الشركة أو الأخبار السلبية.

وتناولت بعض الدراسات الحديثة قياس رد فعل سوق الأوراق المالية للإفصاح السردى، ومنها دراسة (Yen.A, et.al,2017) التي استهدفت قياس مدى اختلاف رد فعل المستثمرين للإفصاح السردى المحاسبى نتيجة اختلاف الثقافات، من خلال منهجية التجريب عن طريق جمع بيانات من المستثمرين عن احكامهم الاستثمارية من ثقافات مترابطة ومقارنتها مع ثقافات أخرى. وتوصلت الدراسة إلى أن السرد المحاسبى يعمل كمرشح يتلقى من خلاله المستثمرون المعلومات المالية الكمية التي يتم الكشف عنها بالتزامن مع الإفصاح السردى ، وأن عدداً من الخصائص اللغوية للسرد المحاسبى (أي كيف يتم كتابة السرد) مثل النغمة والقابلية للقراءة لها تأثير على رد فعل المستثمرين مصاحب للمعلومات الكمية.

وأيضاً هدفت دراسة (Yekini.L.S & et.al ,2016) قياس رد فعل سوق الأوراق المالية للإفصاح السردى الإيجابي من خلال تكرار الكلمات الإيجابية الواردة فى التقرير السنوي بما فيه تقرير مراقب الحسابات بعد استبعاد القوائم المالية وإيضاحاتها، وذلك على عينة من (٢٠٩) شركة مسجلة ببورصة نيويورك خلال الفترة ٢٠٠٦-٢٠١٣. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط بين الإفصاح السردى ورد فعل السوق بمقياس العائد غير العادى للسهم فى تاريخ الإفصاح.

كما استهدفت دراسة (Wisniewski.T.P and Yekini.L.S,2015) تحليل الإفصاح النوعى بالتقارير السنوية وبشكل خاص الكلمات التي تستخدم فى التنبؤ بعائد السهم فى المستقبل لعينة من ٢٠٩ شركة غير مالية مسجلة بمؤشر FTSE 350 index خلال الفترة من يناير ٢٠٠٦- اغسطس ٢٠١٢. وتوصلت الدراسة إلى ان هناك نوعين من المؤشرات 'capturing' and 'realism' activity' يساهمان فى التنبؤ بسعر السهم.

وكذلك دراسة (Bravo.F,2016) هدفت اختبار العلاقة بين الإفصاح السري الاختياري بشأن المعلومات المستقبلية وسوق رأس المال مقياساً بتقلبات عوائد الأسهم *stock return volatility*، وذلك على عينة من (٧٣) شركة غير مالية مدرجة ببورصة نيويورك بمؤشر S&P 100 خلال عام ٢٠٠٩، مستخدماً منهجية تحليل المحتوى للتقارير السنوية، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير للإفصاح السري الاختياري بشأن المعلومات المستقبلية على تقلبات عوائد الأسهم.

وعن الإفصاح السري في البيئة المصرية هدفت دراسة (بسيوني، وزيدان، ٢٠١٧) اختبار أثر الإفصاح السري على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر في مصر من خلال دراسة ميدانية على عينة من (١١٥) مفردة من أربع فئات هم المستثمرين، المحاسبين، الأكاديميين، والمحللين الماليين. وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح السري يعالج القصور في الإفصاح المحاسبي ويؤثر على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر.

أيضاً هدفت دراسة (أحمد، ٢٠١٤) التعرف على الإفصاح السري كأداة لتحسين مستوى الإفصاح بالتقارير المالية، وأثر ذلك على دقة تنبؤات المحللين الماليين للمساعدة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، من خلال دراسة نظرية تحليلية، وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح السري يخفض من عدم تماثل المعلومات مما ينعكس إيجاباً على دقة تنبؤات المحللين الماليين من خلال ما يوفره من معلومات شاملة عن الآثار الاجتماعية والبيئية ورأس المال الفكري وإستراتيجية الشركة وأهدافها المستقبلية.

وفي ذات السياق هدفت دراسة (بسيوني، ٢٠١٤) التعرف على الإفصاح السري كأحد أدوات التقارير المتكاملة وأثر ذلك على جودة المعلومات المحاسبية، من خلال دراسة نظرية تحليلية. وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح السري وسيلة للحد من المخاطر، ويعطى قدرة تنبؤية للشركات، ويعمل على تعزيز الخصائص النوعية للشركات.

وبتحليل الدراسات السابقة يتضح ان الدراسة الحالية تتميز بالآتي:

- تمثل امتداداً للدراسات السابقة في مجال الإفصاح السري، ولكن بتطوير مؤشر يجمع بين عدة أبعاد ويجمع بين إفصاحات سرديّة اختيارية والزامية.
- تناول تحليل محتوى التقرير السنوي بشكل شامل وليس أحد محتوياته، بالرغم من ان بعض أجزائه قد تحتوى على محتوى إعلامي أكثر من البعض الآخر طبقاً ل (Yekini.L, and et.al,2016).



- تساهم الدراسة الحالية فى إضافة أدلة من البيئة المصرية عن رد فعل سوق الأوراق المالية المصري لمستوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية، وهو الأمر الذى يتسم بالندرة فى البيئة المصرية.
- وضع واختبار خمسة نماذج لقياس وتفسير أثر الإفصاح السردى على سعر السهم ومدى اختلاف ذلك الأثر باختلاف خصائص الشركة ( الحجم، الربحية) ونوع القطاع، وجودة المراجعة.

### ٣/٦ أثر الإفصاح السردى على سعر السهم

يُعد سوق الأوراق المالية الأداة التي يتم فيها تجميع مدخرات الأفراد والشركات ثم توجيهها نحو الاستثمار بما يساهم في دعم خطط التنمية الاقتصادية ونمو الاقتصاد الوطني، و يتحقق ذلك بوجود سوق مال كفاء يعمل على توازن أسعار الأسهم بحيث تعكس هذه الأسعار كافة المعلومات المتاحة عن الشركات المسجلة وبما لا يعطي أفضلية لأي فرد في تحقيق عائد غير عادي على الآخرين، ولتحقيق ذلك فإنه لا بد من الإفصاح عن كافة المعلومات الملائمة لأصحاب المصالح بشكل عام والمستثمرين بشكل خاص (الباز، ٢٠١٥؛ المهدي، وصيام، ٢٠٠٧).

وتمثل أسعار الأسهم فى البورصة أحد مقاييس تقييم أداء الشركات المتداول أسهمها فى البورصة ( ابو النصر، ٢٠١٦)، وترتبط تقلبات أسعار الأسهم بالمعلومات المتوافرة لدى المستثمرين، سواء معلومات مرتبطة بالاقتصاد والصناعة، أو معلومات عن الشركة، وبالتالي فإن تجميع وتحليل تلك المعلومات يساعد فى قرار الاستثمار فى الأسهم(الباز؛ وعلي ، ٢٠١٥؛ ابو النصر، ٢٠١٦).

وتوصل (Yen.A, et.al,2017) إلى أن السرد المحاسبى يعمل كمرشح يتلقى من خلاله المستثمرون المعلومات المالية الكمية التي يتم الكشف عنها بالتزامن مع السرد ويعدل من تأثيرها على المستثمر، وأن عددًا من الخصائص اللغوية للسرد المحاسبى (أي كيف يتم كتابة السرد من حيث النغمة وقابلية القراءة ) لها تأثير على رد فعل المستثمرين مصاحب للمعلومات الكمية، ويؤكد ذلك نتيجة ( Yekini.L, and et.al,2016) بأن النغمة المتفائلة فى صياغة الإفصاح السردى تؤثر إيجاباً على سعر السهم.

وتوصلت دراسة (Yekini.L.S & et.al, 2016) إلى أن الإفصاح السري له تأثير في سوق رأس المال ورد فعل لدى المستثمرين، ويؤكد (Okolie.A & Izedonmi.F, 2014) على أن الإفصاح يوفر معلومات للمحللين الماليين لبناء توقعاتهم المستقبلية عن المنشأة ومن ثم التأثير على سعر السهم، وطبقاً لنظرية الإشارات يرسل المديرون إشارات لسوق المال من خلال ما يقدمونه من إفصاحات. ومن زاوية أخرى، فإن الإفصاح السري يؤثر على سعر السهم من خلال دوره في تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين، ومن ثم زيادة مستوى الإفصاح يتوقع أن يتبعه ارتفاع في سعر السهم (Klerk.M and et.al, 2015)؛ Yekini.L, (and et.al, 2016).

وفي ضوء ما سبق، يتوصل الباحث نظرياً إلى الفرض الأول :

" يؤثر مستوى الإفصاح السري بالتقارير السنوية إيجاباً على سعر السهم "

## ٤/٦ أثر التفاعل بين الإفصاح السري وجودة المراجعة على سعر السهم

تهدف عملية المراجعة إلى إضفاء المصداقية على القوائم المالية. وبالتالي تخفض من عدم تماثل المعلومات مما يدعم الثقة في سوق رأس المال (Okolie.A & Izedonmi.F, 2014).

ويُعد مفهوم جودة المراجعة معقداً ومتعدد الأوجه، ولذا تتعدد مقاييس ومؤشرات الجودة ومنها حجم المكتب حيث يمثل مؤشر للجودة المدركة وذلك لقدرة المكاتب الكبرى على جذب موظفين أكفاء، وضخامة ثروتهم تجعلهم أقل عرضه للتقاضي مما يكسبهم سمعة عالية، ولذا يدرك السوق بأن المراجعين ذوي الحجم الأكبر جودتهم أعلى ومن ثم أكثر مصداقية (Okolie.A & Izedonmi.F, 2014).

وتوصل (حسب الله، ٢٠١٥) في ضوء تحليل الدراسات السابقة إلى أن حجم مكتب المراجعة له علاقة بمستوى الإفصاح الاختياري، فكلما كبر حجم المكتب زاد مستوى الإفصاح الاختياري للشركات. وتوصلت دراسة (Gul.F & et.al, 2010) إلى أنه عندما تزداد جودة المراجعين تدفع الشركات لمزيد من الإفصاحات. ولذا فإن جودة المراجعة بمقياس حجم المكتب تؤثر على مستوى الإفصاح السري.

ومن زاوية أخرى توصلت العديد من الدراسات ( Okolie.A & Izedonmi.F,2014; Gul.F & et.al,2010؛ الدباس، ٢٠١٧) إلى أن جودة المراجعة تؤثر على سعر السهم من خلال توفير مصداقية على ما يتم الإفصاح عنه من معلومات، وأن عدم جودة المراجعة يعني عدم القدرة على إيقاف تضليل الشركات في الإفصاحات.

وفي ضوء ذلك فإن جودة المراجعة تعزز من الثقة في الإفصاح السري ومن ثم التأثير الإيجابي على سعر السهم، وتوصل (Okolie.A & Izedonmi.F,2014) إلى أن اختيار مراقب الحسابات يعزز من الإشارات المرسله للسوق، وتتفق مصداقية الإشارات في الإفصاحات الاختيارية في ظل وجود جودة المراجعة، حيث ترغب الإدارة في ارسال إشارة لاصحاب المصالح بأن اعمالهم يتم مراقبتها ومن ثم زيادة الثقة في إفصاحاتهم وبالتالي التأثير الايجابي على سعر السهم.

وطبقاً لمعايير المراجعة والتوكيد المهني، تتمثل مسؤولية مراقب الحسابات تجاه الإفصاح السري فيما يتعلق بالإفصاح السري الإلزامي الوارد بالإيضاحات المتممة فإن المراجع مسئول عنه باعتباره جزء لا يتجزأ من القوائم المالية، أما فيما يتعلق بمسئوليته عن الإفصاح السري الاختياري فإنها ضمن مسئوليته تجاه المعلومات الأخرى والتي منها التقرير السنوي، حيث يُعد المراجع مسئولاً عن تقييم مدى اتساق المعلومات الأخرى ومنها الإفصاح السري الوارد بالتقرير السنوي مع القوائم المالية ومع المعرفة التي حصل عليها خلال عملية المراجعة، وفي حال وجود تحريف جوهري يتم إبلاغ المسؤولين عن الحوكمة، ولا يتم إبداء الرأي عنها.

ويؤكد (Chen.L, and et.al,2016) على أنه رغم أهمية الإفصاح السري للمستثمرين إلا أنه يفتقر للمصداقية، وبالتالي فإن جودة التقارير المالية من خلال إضفاء المصداقية عليها بواسطة مراقب الحسابات يساهم إيجاباً في مستوى الإفصاح غير المالي وفي ضوء ما سبق، يتوصل الباحث نظرياً إلى الفرض الثاني:

" يختلف أثر مستوى الإفصاح السري بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف جودة المراجعة "

## ٥/٦ أثر التفاعل بين الإفصاح السردى ونوع القطاع على سعر السهم

يختلف الإفصاح السردى من منشأة لأخرى حسب القطاع (Garanina.T and Dumay.J,2017) حيث تحاول الشركات فى نفس الصناعة أن تكون فى نفس مستوى الإفصاح، ونظراً لانخفاض مستوى الإشارات المرسله للسوق فى ظل توحيد البيانات، تسعى الشركات إلى مزيد من الشفافية فى الإفصاحات السردية الاختيارية مما يودى لاختلاف الإشارات المرسله للسوق (Okolie.A and Izedonmi.F,2014) ومن ثم اختلاف الأثر على رد فعل السوق.

وبالرغم من أن الدراسات التي تناولت العلاقة بين نوع القطاع ومستوى الإفصاح كانت نتائجها مختلفة، إلا أن معظمها توصل إلى وجود علاقة بين نوع القطاع ومستوى الإفصاح (Elzahar.H and Hussainey.K,2012).

ومن حيث نوع القطاع كمتغير مُعدل للعلاقة بين مستوى الإفصاح وسعر السهم، توصل (Klerk.D and et.al,2015) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات العاملة فى الصناعات الحساسة بيئياً مرتبط بارتفاع أسعار الأسهم عنه فى الشركات التي تعمل فى صناعات أخرى .

وفي ضوء ما سبق، يتوصل الباحث نظرياً إلى الفرض الثالث:

" يختلف أثر مستوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف نوع القطاع "

## ٦/٦ أثر التفاعل بين الإفصاح السردى وحجم الشركة على سعر السهم

توصلت دراسة ( أحمد، ٢٠١٥ ) إلى أن الشركات المسجلة فى البورصة المصرية تفصح عن التنمية المستدامة بشكل سردي ( وصفى ) فى تقاريرها السنوية، وأن حجم الشركة يؤثر فى مستوى الإفصاح. وأكد (Elzahar.H ,Hussainey.K,2012) إلى أن الإفصاح فى الشركات كبيرة الحجم يزداد لقدرتها على تحمل التكاليف الاضافية للإفصاح.

وتوصل (Al Dakkash,2016) إلى وجود علاقة بين حجم الشركة وسعر السهم، ويرجع ذلك إلى أن حجم الشركة من المحددات التي يستخدمها المستثمرين في استراتيجياتهم الاستثمارية، ولذلك تُعد دراسة مدي اختلاف أثر مستوى الإفصاح السري على سعر السهم باختلاف حجم الشركة من الأمور الهامة للمستثمرين وأيضاً لمديري الشركات في تحديد مستوى إفصاحهم السري وأثره على سعر السهم (شبيطة؛ وحداد، ٢٠١٠) .

وفي ضوء ما سبق، يتوقع الباحث أن التغير في سعر السهم نتيجة الإفصاح السري يختلف في الشركات كبيرة الحجم عنها في الشركات صغيرة الحجم ومن ثم فإنه يتم التوصل نظرياً إلى الفرض الرابع:

" يختلف أثر مستوى الإفصاح السري بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف حجم الشركة "

## ٧/٦ أثر التفاعل بين الإفصاح السري وربحية الشركة على سعر السهم

تمثل الربحية أحد المتغيرات التي لاقت جدلاً في البحوث المحاسبية سواء من حيث تأثيرها على مستوى الإفصاح أو سعر السهم، فمن حيث أثرها على مستوى الإفصاح السري توصل (أحمد، ٢٠١٥؛ المهدي؛ وصيام، ٢٠٠٧) إلى عدم وجود علاقة بين الربحية ومستوى الإفصاح، في حين توصل (Elzahr.H ,Hussainey.K,2012) إلى وجود علاقة . ومن حيث أثرها على سعر السهم توصلت دراسة (ابو النصر، ٢٠١٦) إلى وجود أثر لربحية المنشأة على سعر السهم، بينما توصل (الفريحات، ٢٠١٤) إلى عدم وجود ذلك الأثر .

وتوصل (Jizi.M and Rabih.N,2016) عند استخدام الربحية بمقياس العائد على حقوق المساهمين كمتغير معدل للعلاقة بين الإفصاح السري عن المسؤولية الاجتماعية وعائد السهم إلى وجود علاقة إيجابية وهامة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وعائد الأسهم عند مستويات الربحية العالية، بمعنى عندما يكون العائد على حقوق المساهمين أعلى يكون لزيادة مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات تأثير مباشر على عائد الأسهم والمزيد من قوة الإشارة. ويعكس هذا

أن أصحاب المصلحة بشكل عام والمستثمرين في الأسهم على وجه الخصوص ينظرون إلى الإفصاح الاجتماعي عندما يكون لديهم مستويات عالية من الربحية، حيث ليس لديهم أي عذر لعدم الاستثمار في الأنشطة الاجتماعية ومشاركة جزء من أرباحهم مع مجتمعاتهم.

وفى ذات السياق توصل (Schleicher.T and et.al, 2007) إلى أن أثر الإفصاح السردى على سعر السهم يختلف بين الشركات التي تحقق ارباح والتي تحقق خسارة، فالشركات التي تحقق خسارة يؤثر الإفصاح السردى بها على توقع تغيرات عوائد السهم مستقبلاً، بينما الشركات التي تحقق وتفصح عن أرباحها لا يوجد ذلك التأثير.

وفي ضوء ما سبق، يتوصل الباحث نظرياً إلى الفرض الخامس:

" يختلف أثر مستوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف ربحية الشركة"

## ٧- منهجية البحث:

تهدف الدراسة التطبيقية إلى قياس أثر الإفصاح السردى بالتقارير السنوية على سعر السهم، ومدى اختلاف ذلك الأثر باختلاف جودة المراجعة، نوع القطاع، حجم وربحية الشركة من خلال خمس نماذج لقياس وتفسير العلاقات بين متغيرات البحث واختيار الفروض.

## ١/٧ مجتمع وعينة البحث:

يتكون مجتمع البحث من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وتم اختيار عينة وفق مجموعة محددات وهي توافر البيانات اللازمة للدراسة خلال الفترة الزمنية ٢٠١٢ - ٢٠١٦، وأن تكون من المؤسسات غير المالية لوجود متطلبات خاصة لتلك المؤسسات، وألا يكون حدث بها أحداث جوهرية مثل الاندماج أو الاستحواذ، وعملتها هي الجنيه المصري، وألا يتم إيقاف التداول عن أسهمها، وفى ضوء ذلك تم اختيار عينة من (٢٦) شركة بإجمالي عدد مشاهدات (١٤٨) مشاهدة.

## ٢/٧ وصف وقياس المتغيرات:

### المتغير المستقل: مستوى الإفصاح السري

هناك العديد من المداخل في البحوث الأكاديمية لقياس مستوى الإفصاح السري المحاسبي (Jones.M ؛Abed.S,and et.al,2016 ؛Rutherford. B,2018) and Smith.M,2014)، وتعتمد الدراسة الحالية على أحد تلك المداخل وهو بناء مؤشر غير مرجح بالأوزان النسبية يتضمن أربعة أبعاد ( الحوكمة ،الاستدامة، المعلومات المستقبلية، والإستراتيجية) بإجمالي ٥٠ بند، وتم بناء المؤشر في ضوء دراسة ( Mensah.B,2017 ؛ ملجي،٢٠١٧ ؛ مندور،٢٠١٤ ؛ دحدوح، ٢٠١٥، الدليل المصري لحوكمة الشركات،٢٠١٦؛ قواعد القيد بالبورصة،٢٠١٤؛ ) وبمنهجية دراسة (Trang.V.T and Phuong.N.C,2015) وذلك بالإعتماد على المدخل المبني على البنود حيث يعطى درجة = واحد للبنود المفصوح عنه ودرجة = صفر في حال عدم الإفصاح، ثم قياس مستوى الإفصاح من خلال المعادلة :

مستوى الإفصاح السري ( قيمة المؤشر) = إجمالي درجات بنود الإفصاح الفعلي/ إجمالي درجات بنود الإفصاح بالمؤشر

وكما اقتربت قيمة المؤشر من واحد دل ذلك على ان معظم المعلومات تم الإفصاح عنها ويشير ذلك على زيادة مستوى جودة الإفصاح، وكلما اقتربت قيمة المؤشر من صفر دل ذلك على ضعف مستوى جودة الإفصاح( مندور، ٢٠١٥).

### المتغير التابع: سعر السهم

يتم قياس سعر السهم من خلال سعر السهم في العام التالي وذلك بعد نشر التقارير السنوية (Bravo.F,2016) ويعتمد الباحث في القياس على سعر السهم في تاريخ أول يوم عمل تالي لإصدار تقرير مراقب الحسابات قياساً على(طلخان ، ٢٠١٧).

### المتغيرات المعدلة:

- جودة المراجعة، يتم قياس جودة المراجعة من خلال قيمة وهمية = ١ في حال مكتب المراجعة ضمن BIG 4 والقيمة = صفر حالة مكتب المراجعة ضمن non- BIG 4، قياساً على (Okolie.A and Izedonmi.F,2014).

- نوع القطاع، يتم قياس نوع القطاع من خلال قيمة وهمية = ١ في حال قطاع الصناعة والقيمة = صفر في حالة القطاع غير الصناعي، قياساً على (Elzahar.H and Hussainey.K,2012).
- حجم الشركة، يتم قياس حجم الشركة من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول قياساً على (مليجي، ٢٠١٧)
- ربحية الشركة، يتم قياس ربحية الشركة من خلال معدل العائد على الأصول وذلك بقسمة صافي الربح بعد الضرائب على إجمالي الأصول قياساً على ( Jizi.M and Nehme.R,2016 ).

جدول رقم (١) : متغيرات البحث وكيفية قياسها

نوع المتغير	وصف المتغير	قياس المتغير
المتغير المستقل	مستوى الإفصاح السردى	إجمالي درجات بنود الإفصاح الفعلي/ إجمالي درجات بنود الإفصاح بالموشر
المتغير التابع	سعر السهم	سعر السهم فى تاريخ أول يوم عمل تالى لإصدار تقرير مراقب الحسابات
المتغيرات المُعدلة	جودة المراجعة	قيمة وهمية = ١ فى حالة مكتب المراجعة ضمن BIG 4 والقيمة = صفر فى حالة مكتب المراجعة ضمن non- BIG 4
	نوع القطاع	قيمة وهمية = ١ فى حالة قطاع الصناعة والقيمة = صفر فى حالة القطاع غير الصناعي
	حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول
	ربحية الشركة	معدل العائد على الأصول = صافي الربح بعد الضرائب/ إجمالي الأصول

### ٣/٧ بناء نماذج البحث :

فى ضوء هدف البحث، ووصف وقياس متغيراته، تم التوصل إلى خمس نماذج انحدار لاختبار فروض البحث على التالى:

$$SP\ it = \alpha_0 + \alpha_1\ DISN\ it \dots\dots\dots(1)$$

$$SP\ it = \alpha_0 + \alpha_1\ DISN\ it + \alpha_2\ AQ\ it + \alpha_3\ DISN \times AQ\ it + \dots\dots\dots(2)$$

$$SP\ it = \alpha_0 + \alpha_1\ DISN\ it + \alpha_2\ TS\ it + \alpha_3\ DISN \times ST\ it + \alpha \dots\dots\dots(3)$$



$$SP\ it = \alpha_0 + \alpha_1\ DISN\ it + \alpha_2\ Size\ it + \alpha_3\ DISN \times Size\ it + \alpha_{...} \quad (4)$$

$$SP\ it = \alpha_0 + \alpha_1\ DISN\ it + \alpha_2\ ROA\ it + \alpha_3\ DISN \times ROA\ it + \alpha_{...} \quad (5)$$

حيث أن :

SP it : (share price) سعر السهم للشركة (i) والفترة الزمنية (t)

DISN it : (disclosure narrative) الإفصاح السردي للشركة (i) والفترة الزمنية (t)

AQ it : (audit quality) جودة المراجعة للشركة (i) والفترة الزمنية (t).

ST it : (sector type) نوع القطاع للشركة (i) والفترة الزمنية (t).

Size it : حجم الشركة (i) والفترة الزمنية (t).

ROA it : (return on asset) معدل العائد على الأصول للشركة (i) والفترة الزمنية (t)

DISN × AQ : متغير يمثل التفاعل بين الإفصاح السردي وجودة المراجعة

DISN × TS : متغير يمثل التفاعل بين الإفصاح السردي ونوع القطاع

DISN × Size : متغير يمثل التفاعل بين الإفصاح السردي وحجم الشركة

DISN × ROA : متغير يمثل التفاعل بين الإفصاح السردي وربحية الشركة

#### ٤/٧ أدوات البحث:

اعتمد الباحث على منهجية تحليل المحتوى للتقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة قياساً على (Yekini.L.S & et.al, 2016) وتم الحصول عليها من خلال المواقع الالكترونية للشركات، موقع مباشر، وشركة مصر لنشر المعلومات، بالإضافة إلى تحديد أسعار الأسهم من خلال موقع البورصة المصرية وموقع مباشر مصر، وتم التحليل الاحصائي لاختبار الفروض من خلال البرنامج الإحصائي (SPSS version 22) وباستخدام Panal Data قياساً على منهجية (Hussainey.M and Walker.M, 2009؛ بقبيلة وزلوم، ٢٠١٨).

#### ٥/٧ تحليل النتائج

١/٥/٧ اختبار صلاحية البيانات ونماذج الانحدار للتحليل الاحصائي

١/١/٥/٧ الاحصاء الوصفي واختبار Jarque-Bera لقياس إعتدالية

متغيرات البحث:

جدول رقم (٢)

نتائج اختبار إعتدالية متغيرات الدراسة

مستوى المعنوية	Jarque-Bera	معامل التفرطح Kurtosis	معامل الإلتواء Skewness	الانحراف المعياري Std. Dev	الوسيط Median	المتوسط الحسابي Mean	متغيرات الدراسة
0.00368***	11.20953	2.608545	0.645082	4.671775	7.070000	8.052264	SP
0.09253	4.760338	2.655564	-0.404138	0.187142	0.570000	0.561892	DISN
0.80491	0.434034	2.873772	-0.116673	1.235652	21.34797	21.47846	Size
0.09596	4.687594	2.333198	0.280858	0.049708	0.042111	0.049567	ROA
0.05605	5.763030	2.544989	-0.426471	3.934072	12.70057	12.00364	DISN × Size
0.99056	0.018954	2.948853	0.010696	0.140662	0.560000	0.563378	DISN × TS
0.02430*	7.434523	2.366096	0.448265	0.029514	0.021781	0.028229	DISN × ROA
0.06320	5.522828	2.446366	-0.383759	0.182644	0.560000	0.538311	DISN × AQ

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٠١

يتضح من الجدول رقم (٢) أنه باستخدام اختبار Jarque-Bera هناك اعتدالية توزيع مستوى الإفصاح، حجم الشركة، وربحية الشركة، عند مستوى معنوية أكبر من (٠.٠٥)، بينما لا يتوزع سعر السهم وفق التوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠١).  
جدول رقم (٣).

الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المنفصلة Dummy Variables

المتغير	مشاهدات متحققة (١)		مشاهدات غير متحققة (٠)	
	العدد	النسبة	العدد	النسبة
نوع القطاع	١٠١	%٦٨	٤٧	%٣٢
جودة المراجعة	٩٦	%٦٥	٥٢	%٣٥

يتضح من الجدول رقم (٣) زيادة عدد المشاهدات للشركات الصناعية بنسبة ٦٨%، وزيادة عدد الشركات التي يتم مراجعتها بواسطة مكاتب المراجعة الكبرى بنسبة ٦٥%.

٢/١/٥/٧: اختبار سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات من خلال اختبار جذر الوحدة للمتغيرات بأسلوب : LLC, IPSW, ADF, PP.

جدول رقم (٤): نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات

الاختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية
Levin, Lin & Chu t	-12.4643	***0.000
Im, Pesaran and Shin W-stat	-12.0377	***0.000
ADF – Fisher Chi-square	175.463	***0.000
PP – Fisher Chi-square	171.805	***0.000

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٠٠٠١

يتضح من الجدول (٤) أن قيمة إحصاءة اختبارات LLC,IPSW,ADF,PP دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠٠٠٠١)، مما يدل على سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات واستقرارها عند المستوى (0) وفقاً لحالة حد ثابت فقط.

٣/١/٥/٧ : اختبار التكامل المشترك بين متغيرات البحث:

تم اختبار التكامل المشترك بين متغيرات البحث باستخدام أسلوب Phillips- Ouliaris Cointegration test ، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٥): نتائج اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات

المتغيرات	<i>tau-statistic</i>	مستوى المعنوية	<i>z-statistic</i>	مستوى المعنوية
SP	-7.069747	0.0003	-75.47654	0.0002
DISN	-6.373874	0.0031	-64.07407	0.0026
Size	-5.949459	0.0114	-57.35535	0.0099
ROA	-10.25336	0.0000	-122.9232	0.0000
DISN× Size	-6.547073	0.0018	-66.80763	0.0014
DISN× TS	-5.666863	0.0248	-52.99893	0.0220
DISN× ROA	-10.53459	0.0000	-126.9694	0.0000
DISN× AQ	-5.491026	0.0388	-50.33633	0.0348

اتضح من الجدول رقم (٥) أن القيمة المحسوبة لإحصاءة كل من : *tau-statistic* ، *z-statistic* ، دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠٠٥) ، مما يدل وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، مما يعني انها لا تبتعد عن بعضها البعض

كثيراً بحيث تظهر سلوك متشابه خلال مدة البحث، وانها تضمن الحصول على معلمات انحدار حقيقية وليست زائفة.

### ٤/١/٥/٧ اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation

لقياس الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation تم إجراء اختبار -Durbin Watson Test

جدول رقم (٦): نتائج اختبار الارتباط الذاتي

النموذج الخامس	النموذج الرابع	النموذج الثالث	النموذج الثاني	النموذج الاول	
0.62	1.65	1.49	1.54	1.49	Durbin-Watson stat

يتضح من الجدول رقم (٦) أن القيمة المحسوبة للنماذج الاربعة الاولى تتراوح بين المدى (1.41-1.77)، مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي في قيم المتغير التابع، بينما النموذج الخامس أقل من الحد الادنى.

٥/١/٥/٧ لقياس ارتباط البواقي داخل القطاعات cross-Section

### Dependence Test

جدول رقم (٧): نتائج اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات

النموذج الخامس	النموذج الرابع	النموذج الثالث	النموذج الثاني	النموذج الاول	
0.00	0.96	0.43	0.62	0.41	Pesaran CD

يتضح من الجدول رقم (٧) ان القيمة المحسوبة للنماذج الاربعة الاولى غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠.٠٥)، مما يدل على عدم وجود ارتباط بين البواقي في قيم المتغير التابع داخل القطاعات، بينما النموذج الخامس دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠١).

## ٢/٥/٧ تحليل نتائج اختبار الفروض:

لتحديد نموذج البائل الملائم للدراسة تم إجراء اختبار Hausman Test ، واتضح أن مستوى المعنوية أقل من (٠.٠٥) للفرض الاول، الثاني، الثالث، والرابع وبالتالي فإن نموذج الانحدار الملائم هو " نموذج التأثيرات الثابتة "؛ بينما قيمة  $Chi-Sq = 0.84$  عند مستوى معنوية أكبر من (٠.٠٥) للفرض الخامس وبالتالي فإن نموذج الانحدار الملائم هو " نموذج التأثيرات العشوائية " .

## ١/ ٢/٥/٧ تحليل نتائج الفرض الاول:

يوضح الجدول رقم(٨) نتائج تحليل اختبار الفرض البحث الاول والذي ينص على " يؤثر مستوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية إيجاباً على سعر السهم "

### جدول رقم (٨)

نموذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة البائل "نموذج التأثيرات الثابتة "  
لتحديد أثر مستوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية على سعر السهم

مستوى المعنوية	اختبار "ت"	الخطأ المعياري	المعاملات المقدره	المتغيرات المستقلة
0.0001***	4.025124	1.203478	4.844147	الجزء الثابت
0.0078**	2.708993	2.107606	5.709490	مستوى الإفصاح السردى
R <sup>2</sup> =76 % Adjusted R <sup>2</sup> = 69% F-statistic=10.2*** U= 0.12				

\*\*دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠١). \*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠٠١).

يتضح من الجدول رقم(٨) :

- أن قيمة اختبار (F test) هي (١٠.٢) وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (٠.٠٠١) مما يدل على ارتفاع المعنوية الكلية لنموذج الانحدار.
- بلغت قيمة Theil's inequality U لقياس دقة التقديرات (٠.١٢) ، وهي قيمة تقترب من الصفر مما يدل على دقة التقديرات وجودة نموذج PANEL Data ، بنسبة لا تقل عن (٨٨%).

- ان الإفصاح السردى له أثر معنوي إيجابي على سعر السهم ، حيث كانت  $t$  test ( ٠٠٠٠٧٨ ) بمستوى معنوية أقل من (٠.٠٠١)، وأن مستوى الإفصاح السردى يفسر ما قيمته (Adjusted R<sup>2</sup>) = ٦٩ % من سعر السهم، وباقى النسبة يرجع إلى الخطأ العشوائى فى المعادلة أو ربما لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج أو لاختلاف طبيعة نموذج الانحدار.

وتتفق تلك النتيجة مع دراسات أخرى تمت فى دول أخرى ( Farha.E and Klerk.M and Jizi.M and Nehme.R,2016 ؛ Alkhalaileh.M, 2016 Hussainey.K, and Waiker.M,2009؛et.al,2015 ؛ فريحات، ٢٠١٤)، كما تتفق مع دراسات تمت فى البيئة المصرية فقد توصل (رمضان ، ٢٠١٣) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، والحوكمة يؤثر على سعر السهم، كما توصل (عبده، ٢٠١٢) إلى تأثير الإفصاح البيئى فى القوائم المالية على سعر السهم، وتوصل (منصور، ٢٠١٦) إلى وجود تأثير إيجابي للإفصاح السردى عن رأس المال البشرى ( مثل عدد العاملين، التوظيف، التدريب، الصحة والسلامة ) على قرار الاستثمار فى الأسهم، وتوصل ( المسلمانى، ٢٠٠٩) إلى أن الإفصاح عن تنبؤات الإدارة للارياح يؤثر إيجاباً على سعر السهم ، كما أن دراسة ( مليجي، ٢٠١٧) توصلت إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يساهم فى تخفيض عدم تماثل المعلومات، ولا تتفق مع دراسة تمت فى دول أخرى (Usman .A.B , and Amran. N. A .2015؛ المهندي، صيام، ٢٠٠٧) ودراسات تمت فى البيئة المصرية (يوسف، حنان ، ٢٠١٦).

ويرجع الباحث ارتفاع نسبة التغير فى سعر السهم إلى تعدد أبعاد وعناصر مستوى الإفصاح السردى، واحتوائها على بنود تتضمن جوانب الزامية فيما يتعلق بالحوكمة، وان عدد (١٢) شركة من الشركات عينة الدراسة تنشر تقارير سنوية متكاملة إلى حد ما.

\* معادلة نموذج الانحدار بطريقة الباتل :

$$SP = 4.844 + 5.709 \times DIS$$

وبالتعويض عن قيم المتغيرات المستقلة بالنموذج يمكن الحصول على القيمة المتوقعة لسعر السهم.

٢/٢/٥/٧ تحليل نتائج اختبار الفرض الثاني :

يوضح الجدول رقم (٩) نتائج تحليل اختبار الفرض البحثي الثاني والذي ينص على " يختلف أثر الإفصاح السردى بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف جودة المراجعة" جدول رقم (٩)

نموذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة البانل "نموذج التأثيرات الثابتة" لقياس اختلاف أثر الإفصاح السردى بالتقارير السنوية باختلاف جودة المراجعة

مستوى المعنوية	اختبار "ت"	الخطأ المعياري	المعاملات المقدره	المتغيرات المستقلة
0.0050	2.862326	1.278567	3.659675	الجزء الثابت
0.6486	0.457026	2.449987	1.119707	مستوى الإفصاح السردى
0.3849	0.872369	1.148536	1.001947	جودة المراجعة
0.0000	5.003636	1.155934	5.783875	تفاعل الإفصاح السردى مع جودة المراجعة
R <sup>2</sup> =77 % Adjusted R <sup>2</sup> = 69% F-statistic=9.8*** U=0.12				

يتضح من الجدول رقم (٩) :

- ان قيمة اختبار (F test) هي (9.8) وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (٠.٠٠٠٠) مما يدل على أثر المتغيرات المستقلة ككل على سعر السهم.
- بلغت قيمة Theil's inequality U لقياس دقة التقديرات (٠.١٢) ، ويدل ذلك على دقة التقديرات وجودة نموذج PANEL Data ، بنسبة لا تقل عن (٨٨%).
- انه بإدخال متغير التفاعل ( الإفصاح السردى وجودة المراجعة) فان الإفصاح السردى لا يؤثر على سعر السهم ، حيث كانت t test (٠.٤٥٧) بمستوى معنوية أكبر من (٠.٠٥) ، وان جودة المراجعة ليس لها أثر على سعر السهم حيث كانت t test (٠.٣٨٤) بمستوى معنوية أكبر من (٠.٠٥) ، ومتغير التفاعل له أثر على سعر السهم حيث بلغت قيمة t- test (٥) بمستوى معنوية أقل من (٠.٠٠٠٠) ، وان القوة التفسيرية للنموذج (Adjusted R<sup>2</sup>) = ٦٩ % ، ما يدل على رفض الفرض العدم وقبول فرض البديل " يختلف أثر الإفصاح السردى على سعر السهم باختلاف جودة المراجعة " .
- ويفسر الباحث ذلك بأن الإفصاح السردى عندما يكون مراقب حسابات الشركة من مكاتب المراجعة الكبرى يرسل إشارة للمستخدمين بأن الإفصاح السردى ذو مصداقية- رغم عدم إبداء مراقب الحسابات لرأي أو توكيد مهني بشأن تلك الإفصاحات عندما تكون معلومات

أخرى مرافقة للقوائم المالية- ويتفق ذلك مع نتيجة دراسة ( Okolie.A and Izedonmi.F,2014).

$$SP = 1.11970691551 \times DIS + 1.0019472764 \times AQ + 5.78387484794 \times DIS\_AQ + 3.65967517052$$

٣/٢/٥/٧ تحليل نتائج اختبار الفرض الثالث :

يوضح الجدول رقم (١٠) نتائج تحليل اختبار الفرض البحثي الثالث والذي ينص على " يختلف أثر الإفصاح السردى بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف نوع القطاع

جدول رقم (١٠)

نموذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة البائل "تمودج التأثيرات الثابتة" لقياس اختلاف أثر الإفصاح السردى بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف نوع القطاع

مستوى المعنوية	اختبار "ت"	الخطأ المعياري	المعاملات المقدرة	المتغيرات المستقلة
0.0000	4.705229	1.514136	7.124357	الجزء الثابت
0.0009	3.412006	1.823357	6.221304	مستوى الإفصاح السردى
0.0000	-6.384395	0.511816	-3.267637	نوع القطاع
0.8066	-0.245385	2.443882	-0.599691	تفاعل الإفصاح السردى مع نوع القطاع
R <sup>2</sup> =77% Adjusted R <sup>2</sup> =69% F-statistic=9.6*** U=0.12				

يتضح من الجدول رقم (١٠) :

- ان قيمة اختبار (F test) هي (٩.٦) وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (٠.٠٠٠٠) مما يدل على مما يدل على أثر المتغيرات المستقلة ككل على سعر السهم.  
- بلغت قيمة U Theil's inequality لقياس دقة التقديرات (٠.١٢) ، وهي قيمة تقترب من الصفر مما يدل على دقة التقديرات وجودة نموذج PANEL Data ، بنسبة لا تقل عن (٨٨%).

- انه بإدخال متغير التفاعل ( الإفصاح السردى ونوع القطاع) كمتغير معدل لم يؤثر على العلاقة بين الإفصاح السردى وسعر السهم، حيث ان الإفصاح السردى له أثر معنوي إيجابي على سعر السهم ، حيث كانت t test (٣.٤١٢) بمستوى معنوية أقل



من (٠.٠٠٠١)، وأن نوع القطاع له أثر على سعر السهم حيث كانت  $t$  test (-٦.٣٨) بمستوى معنوية (٠.٠٠٠٠)، ومتغير التفاعل بين الإفصاح السري ونوع القطاع ليس له أثر على سعر السهم حيث بلغت قيمة  $t$ -test (-٠.٢٤٥) بمستوى معنوية أكبر من (٠.٠٥)، وأن القوة التفسيرية للنموذج بلغت (Adjusted R<sup>2</sup>) = ٦٩% مما يدل على رفض الفرض البديل وقبول فرض العدم " لا يختلف أثر الإفصاح السري على سعر السهم باختلاف نوع القطاع"، ويفسر ذلك بأن الإفصاح السري يؤثر على سعر السهم في القطاع الصناعي وغير الصناعي، وقد يرجع ذلك لتضمين مؤشر الإفصاح السري لجوانب متعددة تلائم القطاعين، وأن مستوى الإفصاح لم يختلف كثيراً حيث بلغ في القطاع الصناعي ٥٨% بينما في القطاع غير الصناعي ٥١%.

$$SP = 6.22130435151 \times DIS - 3.26763699975 \times TYPE - 0.59969091504 \times DIS\_TYPE + 7.1243574027$$

٤/٢/٥/٧ تحليل نتائج اختبار الفرض الرابع :

يوضح الجدول رقم (١١) نتائج تحليل اختبار الفرض البحثي الرابع والذي ينص على " يختلف أثر الإفصاح السري بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف حجم الشركة" جدول رقم (١١)

نموذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة البائل " نموذج التأثيرات الثابتة " لقياس اختلاف أثر الإفصاح السري بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف حجم الشركة

المتغيرات المستقلة	المعاملات المقدرة	الخطأ المعياري	اختبار "ت"	مستوى المعنوية
الجزء الثابت	-92.50863	25.80326	-3.585154	0.0005
مستوى الإفصاح السري	63.28877	1.259078	2.208854	0.0293
حجم الشركة	4.482043	1.190612	3.764487	0.0003
تفاعل الإفصاح السري مع حجم الشركة	-2.604872	1.259078	-2.068872	0.0409
R <sup>2</sup> =78% Adjusted R <sup>2</sup> =71% F-statistic=10.6*** U=0.11				

يتضح من الجدول رقم (١١) :

- ان قيمة اختبار (F test) هي (10.6) وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (0.0000) مما يدل على ارتفاع المعنوية الكلية لنموذج الانحدار، وأثر المتغيرات المستقلة ككل على سعر السهم.

- بلغت قيمة Theil's inequality U لقياس دقة التقديرات (0.11) ، وهي قيمة تقترب من الصفر مما يدل على دقة التقديرات وجودة نموذج PANEL Data ، بنسبة لا تقل عن (89%).

- انه بإدخال متغير التفاعل ( الإفصاح السردي وحجم الشركة) فإن الإفصاح السردي له أثر معنوي إيجابي على سعر السهم، حيث كانت t test (2.2) بمستوى معنوية أقل من (0.05)، وأن حجم الشركة له أثر على سعر السهم حيث كانت t test (3.76) بمستوى معنوية أقل من (0.0001)، وأن متغير التفاعل ( الإفصاح السردي وحجم الشركة) له أثر على سعر السهم حيث بلغت قيمة t-test (-2.068) بمستوى معنوية أقل من (0.05) ، وأن القوة التفسيرية للنموذج (Adjusted R<sup>2</sup>) = 71% ، ما يدل على رفض الفرض العدم وقبول فرض البديل " يختلف أثر الإفصاح السردي على سعر السهم باختلاف حجم الشركة "، فرغم ان حجم الشركة بشكل مستقل يؤثر ايجاباً على سعر السهم إلا أن أثر تفاعل حجم الشركة مع مستوى الإفصاح السردي يؤثر بشكل سلبي، ويفسر الباحث ذلك بارتفاع في سعر السهم لصالح الشركات صغيرة الحجم عند إفصاحها السردي .

$$SP = 63.288772587 \times DIS + 4.48204346385 \times LNSIZE - 2.60487202212 \times DIS\_LNSI - 92.5086348218$$

#### ٥/٢/٥/٧ تحليل نتائج اختبار الفرض الخامس:

يوضح الجدول رقم (١٢) نتائج تحليل اختبار الفرض البحثي الخامس والذي ينص على " يختلف أثر الإفصاح السردي بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف ربحية الشركة"

جدول رقم (١٢)

نموذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة البانل "نموذج التأثيرات العشوائية" لقياس  
اختلاف أثر الإفصاح السردى بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف الربحية

المتغيرات المستقلة	المعاملات المقدرة	الخطأ المعياري	اختبار "ت"	مستوى المعنوية
الجزء الثابت	8.523260	1.497596	5.691294	0.0000
مستوى الإفصاح السردى	-3.626709	2.401394	-1.510252	0.1332
الربحية	-48.82288	19.07096	-2.560064	0.0115
تفاعل الإفصاح السردى مع الربحية	141.3108	34.31478	4.118074	0.0001
R <sup>2</sup> =17% Adjusted R <sup>2</sup> = 16 F-statistic=10.4*** U=0.23				

- يتضح من الجدول رقم (١٢) ان قيمة اختبار (F test) هي (10.4) وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (٠.٠٠٠) مما يدل على أثر المتغيرات المستقلة ككل على سعر السهم .

- بلغت قيمة U Theil's inequality لقياس دقة التقديرات (٠.١١) ، مما يدل على دقة التقديرات وجودة نموذج PANEL Data ، بنسبة لا تقل عن (٧٧%).

- انه بادخال متغير التفاعل ( الإفصاح السردى وربحية الشركة) فإن الإفصاح السردى لا يؤثر على سعر السهم ، حيث كانت t test (-١.٥) بمستوى معنوية أكبر من (٠.٠٥)، وأن ربحية الشركة لها أثر معنوي سلبي على سعر السهم حيث كانت t test (-٢.٥٦) بمستوى معنوية أقل من (٠.٠٥)، وأن متغير التفاعل ( الإفصاح السردى وربحية الشركة) أثر على سعر السهم حيث بلغت قيمة t-test (٤.١١) بمستوى معنوية أقل من (٠.٠٠١)، وان القوة التفسيرية للنموذج (Adjusted R<sup>2</sup>) = ١٦% ، ما يدل على رفض الفرض العدم وقبول فرض البديل " يختلف أثر الإفصاح السردى على سعر السهم باختلاف ربحية الشركة "، وتتفق تلك النتيجة مع دراسة (Jizi.M and Rabih.N,2016 ؛ Schleicher.T and et.al, 2007) من أختلاف أثر الإفصاح السردى باختلاف الربحية، بينما توصل ( Schleicher.T and et.al, 2007) إلى أن الإفصاح السردى للشركات الخاسرة يؤثر بشكل اكبر من الشركات

الرابحة، توصل (Jizi.M and Rabih.N,2016) إلى أن زيادة الربحية تزيد من أثر الإفصاح السردى على سعر السهم.

$$SP = -3.62670910326 \times DIS - 48.8228787225 \times ROA + 141.310816119 \times DIS\_ROA + 8.52326029747$$

٦/٧ النتائج والتوصيات ومجالات البحوث المقترحة:

١/٦/٧ النتائج:

- الإفصاح السردى هو تقارير محاسبية تكميلية وأحد أدوات تقرير الاعمال المتكامل ويتضمن العديد من عناصر الإفصاح الاختيارية والإلزامية المتعلقة بالحوكمة، الاستدامة، المخاطر، الإستراتيجية، والمعلومات المستقبلية ولا يوجد معيار محاسبي يحدد تلك العناصر من حيث الشكل والمحتوى، وأهم وسيلة لتلك الإفصاحات التقرير السنوي.
- بلغ مستوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية للشركات المصرية المقيدة بالبورصة للأبعاد الأربعة (المسؤولية الاجتماعية والبيئية، الحوكمة، الإستراتيجية، والمعلومات المستقبلية) ٥٦ % وهو يمثل تطور عن دراسات تمت فى مصر على بعض أبعاد الإفصاح السردى (مليجي، ٢٠١٧؛ عبد الرزاق، ٢٠١٤، عفيفي، ٢٠٠٨).
- يؤثر مستوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية إيجاباً على سعر السهم.
- يختلف أثر مستوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف ربحية الشركة، حجم الشركة، جودة المراجعة.
- لا يختلف أثر مستوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية على سعر السهم باختلاف نوع القطاع.
- لا يمكن تعميم نتائج الدراسة حيث انها مشروطة بالعديد من المحددات التي تؤخذ فى الاعتبار - والتي تمثل مجال بحوث مستقبلية - وهي :
- تم بناء مؤشر الإفصاح السردى فى ضوء بعض المتطلبات الإلزامية والدراسات السابقة فى البيئة المصرية وغيرها من بيانات الأعمال فى عدة دول بشأن الإفصاح المحاسبى الاختياري السردى ، وبالتالي قد يتأثر سعر السهم بمعلومات أخرى غير مدرجة بالمؤشر أو بطريقة بناء المؤشر.

- عينة الدراسة محدودة ومن ثم زيادة حجم العينة، أو دراسة كافة الشركات فى أحد القطاعات قد يؤدي لاختلاف النتائج، كما ان الفترة الزمنية للدراسة ٢٠١٢ - ٢٠١٦ مرت مصر بالعديد من الأحداث السياسية والإقتصادية والتي ربما لها أثر على أسعار الأسهم، رغم إفصاح بعض الشركات عينة الدراسة عن تلك الأحداث وآثارها وكيفية تعاملها معها.
- تم قياس رد فعل سوق الاوراق الماليه باستخدام مؤشر سعر السهم وهناك مؤشرات أخرى مثل تغير سعر السهم، تقلبات عوائد السهم .

### ٢/٦/٧ التوصيات:

- زيادة اهتمام الشركات بتحسين مستوى الإفصاح السردى الاختياري لما لذلك من مردود إيجابي على سعر السهم، ومن زيادة زيادة فرص الحصول على التمويل وجذب مزيد من الاستثمارات.
- تطوير المادة (٤٠) من قواعد القيد بالبورصة لتوسيع الحد الأدنى من متطلبات الإفصاح بتقرير مجلس الإدارة ليتضمن الأبعاد الأربعة للإفصاح السردى لتتحول إلى إفصاح الزامى.
- التعاون بين الجهات الأكاديمية والتنظيمية وأصحاب المصالح لوضع معيار خاص لتنظيم شكل، وتطوير محتوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية بالاسترشاد بمؤشر الدراسة الحالية وغيره من المؤشرات التي تمت بشكل خاص فى البيئة المصرية وإصدارات مجلس التقارير المتكاملة .

### ٣/٦/٧ مجالات البحث المقترحة:

- هناك العديد من النقاط التي تحتاج لمزيد من البحث خاصة فى البيئة المصرية وهي:
- أثر تفعيل الحوكمة ( هيكل الملكية، خصائص مجلس الإدارة، جودة لجنة المراجعة) على مستوى الإفصاح السردى - دراسة تطبيقية
- أثر جودة المراجعة على مستوى الإفصاح السردى بالتقارير السنوية - دراسة تطبيقية
- قياس وتفسير العلاقة بين إدارة الأرباح ومستوى الإفصاح السردى - دراسة تطبيقية
- أثر الإفصاح السردى المحاسبى بالتقارير السنوية على تكلفة رأس المال - دراسة تطبيقية
- أثر الإفصاح السردى المحاسبى بالتقارير السنوية على قرار منح الائتمان - دراسة تجريبية

## – المراجع

### – المراجع باللغة العربية

- ابو النصر، صلاح (٢٠١٦)، " العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم فى سوق المال السعودى : دراسة قياسية"، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، مجلد ١٧ ، العدد ٣ : ٧-٣٣ .
- ابو طالب، يحي محمد(٢٠١٦)، " الإفصاح الاختياري عن المعلومات المالية وغير المالية بالتقارير السنوية "، نشرة جمعية الضرائب المصرية، مجلد ٢٦ ، العدد ١٠٢ : ١٥-٣١ .
- أحمد، عاطف محمد (٢٠١٥) " تحليل محتوى الإفصاح المحاسبى عن التنمية المستدامة للشركات المسجلة بالبورصة المصرية" ، مجلة المحاسبة والمراجعة، جامعة بني سويف، المجلد الثالث (١) : ٨٥-١٢٤ .
- أحمد، ميهاب صلاح (٢٠١٤)، " قياس أثر الإفصاح السردى على دقة تنبؤات المحللين الماليين"، المؤتمر السنوى الخامس لقسم المحاسبة "المحاسبة فى عالم متغير - المحاسبة فى مواجهة التغيرات الاقتصادية والسياسية المعاصرة"، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
- الباز، عماد محمد؛ وعلى، محمد عيسى(٢٠١٥)، "مدى الاعتماد على المعلومات المحاسبية والاقتصادية فى تفسير الاختلافات فى أسعار الأسهم السوقية وترشيد قرار الاستثمار فى بورصة فلسطين"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات الإدارية والاقتصادية، فلسطين، المجلد ١، العدد ٢ : ٢٧٩ - ٣٣٥ .
- البسيونى، هيثم محمد عبدالفتاح (٢٠١٤) ، " الإفصاح السردى كأحد أدوات التقارير المتكاملة وأثره على جودة المعلومات المحاسبية : دراسة نظرية تحليلية "، مجلة البحوث المالية والتجارية، كلية التجارة ، جامعة بورسعيد ، العدد ٣ ، ٢٠١٤ : ٢٦-٢٨٦ ..
- البسيونى، هيثم محمد عبدالفتاح؛ وزيدان ، أحمد السيد . (٢٠١٧) ، " أثر الإفصاح السردى على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر بالتطبيق على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية"، مجلة الفكر المحاسبى، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مجلد ٢١ ، عدد ٤ : ٨٧٤ - ٩٣٦ .

- بقبيله ، بسام خليل (٢٠١٧)، " أثر جودة التدقيق على تكلفة حقوق الملكية - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان "، رسالة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، الاردن.
- حسب الله، وفاء يوسف أحمد (٢٠١٥)، " تفعيل دور مراقب الحسابات و المراجع الداخلي لتحسين جودة الإفصاح الاختياري : دراسة ميدانية " مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، مج ١٩ ، ع ٤ : ٦٣٢ - ٤٣٩ .
- الدباس، قاسم أحمد(٢٠١٧)، " أثر جودة التدقيق على القيمة السوقية للسهم في البنوك الأردنية المدرجة في بورصة عمان " ، مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية ، الأردن، العدد ٢١: ١١-٤٠ .
- دحدوح، حسين أحمد؛ وحماده، رشا انور(٢٠١٥)، " نموذج مقترح لقياس الإفصاح الاختياري وتطبيقه في بيئة الأعمال السورية " ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية ،المجلد ٣١ ، العدد الأول: ٩-٤٢ .
- الدليل المصري لحوكمة الشركات(٢٠١٦)، مركز المديرين المصري، الهيئة العامة للرقابة المالية، [www.asa.gov.eg/attach/Law\\_84\\_2016.pdf](http://www.asa.gov.eg/attach/Law_84_2016.pdf).
- ربيع، مروه ابراهيم (٢٠١٧)، " مستقبل الإفصاح السري من منظور المحاسبة الإدارية الإستراتيجية مع دراسة استطلاعية "، المؤتمر العلمي الأول لقسم المحاسبة والمراجعة "دور المحاسبة والمراجعة في دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية في مصر"، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية.
- رمضان ، محمد السيد أحمد(٢٠١٣)، " اختبار العلاقة بين مؤشر مسئولية الشركات والتغير في أسعار الأسهم : دراسة إمبيريقية" ، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- شبيطة، دعاء؛ حداد فايز(٢٠١٠)، " تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم دراسة تطبيقية على بورصة عمان "، دراسات- العلوم الإدارية، الاردن، المجلد ٣٧ ، العدد ١ .
- ظلخان ، السيد عبد الغنى(٢٠١٧) " اثر تبني معايير التقرير المالى الدوليه على علاقه بين المعلومات المحاسبية وقيمة الشركة. درأسه تطبيقيه على الشركات المقيدة بالبورصه المصريه" ، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية .

- عبدالرازق، أسماء محمد ابراهيم (٢٠١٤)، " تأثير ملكية المؤسسات المالية على مستوى الإفصاح البيئي الاختياري دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المسجلة في سوق الأوراق المالية " ، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مجلد ١٨ ، عدد ٤ : ٦٥٧-٧٠٠.
- عبده، أحمد عبد الله (٢٠١٢)، " أثر الإفصاح عن المعلومات البيئية فى القوائم المالية المنشورة على سلوك أسعار الأسهم فى بورصة الأوراق المالية- دراسة تطبيقية على بورصة الاوراق المالية المصرية " ، رسالة ماجستير، معهد الدراسات والبحوث البيئية، جامعة المنوفية.
- الفريجات، محمد أحمد (٢٠١٤)، " أثر الأرباح والتدفقات النقدية على أسعار أسهم الشركات المدرجة فى السوق المالية السعودية" تداول" دراسة تطبيقية على قطاع الاستثمار الصناعي وقطاع الزراعة والصناعات الغذائية وقطاع المصارف والخدمات المالية"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، مجلد ٣٨، العدد ٤ : ٢٣-٤٩.
- مرسى، محمد محمود (٢٠١٤)، " دراسة تحليلية لأثر عدم تماثل المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم فى بورصة الأوراق المالية : دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير ، كلية التجارة، جامعة السويس.
- المسلماني، راندا عثمان محمد (٢٠١٠)، " دراسة تحليلية لأثر المحتوى الإخبارى لتنبؤات الإدارة بالأرباح كأحد محددات الإفصاح المحاسبى الاختياري على أسعار الأسهم - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية فى مصر " ، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة بالاسماعيلية، جامعة قناة السويس.
- مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم (٢٠١٧) ، " تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبى عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وأثرها على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية "، مجلة المحاسبة والمراجعة، جامعة بني سويف، المجلد الخامس ، العدد الثانى : ١- ٥٠.
- مندور، محمد محمد (٢٠١٥)، " دراسة واختبار العلاقة السببية بين جودة الإفصاح الاختياري عن المسؤولية الاجتماعية للشركات والأداء المالى بالتطبيق على البنوك التجارية اللبنانية" ، مجلة المحاسبة والمراجعة، جامعة بني سويف، المجلد الثالث ، العدد الثانى : ١١٣-١٨٥



- منصور، السيد محمد (٢٠١٦)، " أثر الإفصاح الاختياري عن معلومات رأس المال البشري على قرار الاستثمار فى أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية - دراسة تطبيقية "، مجلة المحاسبة والمراجعة، جامعة بني سويف، المجلد الرابع ، العدد الاول :١٤٧-٢٩٤ .
- المهندى، محمد؛ صيام، وليد (٢٠٠٧)، " أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية "، دراسات - العلوم الإدارية، مجلد ٣٤، العدد ٢: ٢٥٨ - ٢٨٥ .
- هيئة السوق المالية السعودية (٢٠١٧)، " الدليل الاسترشادي للشركات المدرجة عند إعدادها تقرير مجلس الإدارة وفقاً لمتطلبات لائحة حوكمة الشركات ونظام الشركات والضوابط والاجراءات التنظيمية الصادرة تنفيذاً لنظام الشركات الخاصة بشركات المساهمة المدرجة"، [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa)
- يوسف، حنان محمد اسماعيل، (٢٠١٦) " العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأدائها المالي - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في المؤشر المصري لمسئولية الشركات "، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، العدد الأول ، المجلد ٢٠ : ٣٥٣ - ٣٩٦

#### - المراجع باللغة الانجليزية

- **Abed.S , Al-Najjar.B , Roberts.C, (2016) "Measuring annual report narratives disclosure: Empirical evidence from forward-looking information in the UK prior the financial crisis", Managerial Auditing Journal, Vol. 31 Issue: 4/5, :.338-361**
- **Al Dakkash, M.(2016)," The Impact of High-Frequency Trading on Stock Price Volatility: Evidence from Amman Stock Exchang 2004-2014 " , Dissertation master, faculty of economic and administration science, yarmok university.**
- **Alhtaybat.L, Hutaibat.K, Al-Htaybat.K,(2012) " Mapping corporate disclosure theories " , Journal of Financial Reporting and Accounting, Vol. 10 Issue: 1: 73-94**

- Alkhatib.K,(2014)," The Determinants of Forward-Looking Information Disclosure " , Social and Behavioral Sciences, 109 : 858 – 864.
- Alnabsha. A, Abdou.H , Ntim. C, Elamer.A , (2018) "Corporate boards, ownership structures and corporate disclosures: Evidence from a developing country", Journal of Applied Accounting Research, Vol. 19 Issue: 1 : 20-41
- Al-Najjar.B , and Abed.s , (2014) "The association between disclosure of forward-looking information and corporate governance mechanisms: Evidence from the UK before the financial crisis period", Managerial Auditing Journal, Vol. 29 Issue: 7: 578-595
- Binh.T. (2012)," Voluntary Disclosure Information in the Annual Reports of Non Financial Listed Companies: The Case of Vietnam", Journal of Applied Economics and Business Research Vol 2: 69-90
- Bravo.F,(2016)" Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility " , Spanish Accounting Review, Vol 19 (1): 122–131.
- Chen.L , Srinidhi.B, Tsang. A, Yu.W ,(2016) " Audited Financial Reporting and Voluntary Disclosure of Corporate Social Responsibility (CSR) Reports " JOURNAL OF MANAGEMENT ACCOUNTING RESEARCH , Vol. 28, No. : 53–76
- Chen.Y, Wub.C, Chenb.Y, Lia.H, and Chen.H (2017), " Enhancement of fraud detection for narratives in annual reports" ,International Journal of Accounting Information Systems, 26: 32-45
- Elzahar.H Hussainey.K, (2012),"Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports", The Journal of Risk Finance, Vol. 13 Iss 2 : 133 – 147
- Farha.E and Alkhalaileh.M,(2016)" The Relationship between Corporate Social Responsibility's Disclosure and Financial Performance: An Empirical Study of Jordanian Companies Listed on Amman Stock Exchange" , Jordan Journal of Business Administration, Volume 12, No. 2: 401-414.
- FRC (Financial Reporting Council) (2018), Guidance on the Strategic Report, ,www.frc.org.uk.

- **Garanina.T and Dumay.J, (2017) "Forward-looking intellectual capital disclosure in IPOs: Implications for intellectual capital and integrated reporting", Journal of Intellectual Capital, Vol. 18 Issue: 1: 128-148**
- **Gul.F Kim.J, and Qiu.A,(2010) , " Ownership concentration ,foreign shareholding ,audit quality, and stock price synchronicity : Evidence from China, Journal of Financial Economics Vol 95: 425–442**
- **Hassanein .A , Hussainey .K (2015), " Is forward-looking financial disclosure really informative? Evidence from UK narrative statements ", International Review of Financial Analysis, International Review of Financial Analysis, Vol. 41 : 52–61.**
- **Ho. P and Taylor.G. (2013),"Corporate governance and different types of voluntary disclosure Evidence from Malaysian listed firms", Pacific Accounting Review, Vol. 25 Iss 1 : 4 - 29**
- **Hussainey.M and Walker.M,(2009)," The Effects of Voluntary Disclosure and Dividend Propensity on Prices Leading Earnings", Accounting and Business Research, vol 39: 37-55.**
- **Jizi.M, Nehme.R, and Salama,A,(2016)"DO Social Responsibility disclosures show improvements on stock price?", The journal of developing areas, Volume 50 No. 2 :77-95**
- **Jones.M, and Smith.M, (2014) "Traditional and alternative methods of measuring the understandability of accounting narratives", Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 27 Issue: 1: 183-208**
- **Klerk.M, Villiers.C ,Staden.C , (2015),"The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices", Pacific Accounting Review, Vol. 27 Iss 2 : 208 – 228**
- **Leung.S, Parker.L, Courtis.J (2015)," Impression management through minimal narrative disclosure in annual reports",The British Accounting Review, Vol 47, 275-289**
- **Mensah.B .(2017) "The relationship between corporate governance, corruption and forward-looking information disclosure: a comparative study", Corporate Governance:**

**The International Journal of Business in Society, Vol.17  
Issue: 2: 284-304**

- **Okolie.A and Izedonmi.F, (2014), " The Impact of Audit Quality on the Share Prices of Quoted Companies in Nigeria " , Research Journal of Finance and Accounting, Vol.5, No.8, : 150-166**
- **Pavlopoulos .A, Magnis .C, and Iatridis.G (2017), " Integrated reporting: Is it the last piece of the accountingdisclosure puzzle? " , Journal of Multinational Financial Management, : 1 – 24.**
- **Pivac.S, Vuko.T & Cular.M (2017), " Analysis of annual report disclosure quality for listed companies in transition countries" , Economic Research",Vol 30:Issue 1: 721-731**
- **Riley.T , Semin. G, Yen. A ," Patterns of Language Use in Accounting Narratives and Their Impact on Investment Related Judgments and Decisions " , BEHAVIORAL RESEARCH IN ACCOUNTING, Vol. 26, No. 1 , 2014**
- **Roslender.R , and Nielsen.C,(2017), " Lessons for progressing narrative reporting: Learning from the experience of disseminating the Danish Intellectual Capital Statement approach " , Accounting Forum, Volume 41, Issue 3: 161-171**
- **Rutherford.B, (2018) "Narrating the narrative turn in narrative accounting research:: Scholarly knowledge development or flat science?" , Meditari Accountancy Research, Vol. 26 Issue: 1: 13-43**
- **Schleicher.T, Hussainey.K, & Walker.M,(2007) " Loss firms' annual report narratives and share price anticipation of earnings " , The British Accounting Review,Vol 39 : 153–171**
- **Trang. V, and Phuong. N(2015)," The Disclosure in the Annual Reports by the Listed Companies on the Ho Chi Minh Stock Exchange " , International Journal of Business and Social Science, Vol. 6, No. 12, : 117 -126.**
- **Usman .A.B , and Amran. N. A .2015." Corporate social responsibility practice and corporate financial performance: evidence from Nigeria companies " , Social Responsibility Journal. 11 ( 4) : 749 – 763.**
- **Wisniewskia .T, and Piotr . L,(2015)"Stock market returns and the content of annual report narratives " , Accounting Forum 39 : 281–294.**

- **Yekini.L, Wisniewski.T, Millo.Y , (2016) " Market reaction to the positiveness of annual report narratives ", The British Accounting Review, Vol. 48 : 415-430**
- **Yen. A , Riley. T, and Liao.P, (2017) "Chinese vs US investors' reactions to accounting narratives: an experiment", Asian Review of Accounting, Vol. 25 Issue: 4, : 526-548.**
- **Yeoh.P, (2010) "Narrative reporting: the UK experience", International Journal of Law and Management,Vol. 52 Issue: 3 : 211-231**

ملحق رقم (١) مؤشر الإفصاح السري

الحوكمة	الإستراتيجية
<ul style="list-style-type: none"> <li>- هيكل الملكية وحقوق المساهمين.</li> <li>- نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة</li> <li>- تشكيل مجلس الإدارة</li> <li>- اجتماعات مجلس الإدارة</li> <li>- تشكيل لجنة المراجعة</li> <li>- مهام لجنة المراجعة</li> <li>- عدد مرات ان عقاد لجنة المراجعة</li> <li>- اللجان الأخرى التابعة لمجلس الإدارة .</li> <li>- بيئة الرقابة متضمنة إدارة الحوكمة، إدارة المخاطر.</li> <li>- الرقابة الداخلية والمراجعة</li> <li>- سياسة تعارض المصالح متضمنة سياسة التعامل مع الأطراف ذوى العلاقة والأطراف المرتبطة.</li> <li>- علاقات المستثمرين.</li> <li>- تقييم أداء المجلس والإدارة التنفيذية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- التحديات التي تواجهها الشركة</li> <li>- الرؤية والرسالة</li> <li>- الأهداف</li> <li>- إستراتيجية الشركة</li> <li>- الخطط و السياسات</li> <li>- الاستثمار في البحث والتطوير والموارد البشرية وغيرها من الأصول غير الملموسة</li> <li>- تحليل سوق الشركة ، وحصة المنشأة السوقية</li> <li>- الان واع الرئيسية للمنتجات والخدمات التي تقدمها الشركة وتطورهما</li> <li>- طرق تحسين الخدمات المنتجات الجديدة</li> <li>- مناقشة البيئة التنافسية</li> <li>- الطاقة الان تاجية المبيعات وتحليلها قطاعياً</li> </ul>
المسؤولية الاجتماعية والبيئية	المعلومات المستقبلية
<ul style="list-style-type: none"> <li>- تنفيذ البرامج الاجتماعية</li> <li>- تنفيذ برامج حماية البيئة</li> <li>- الحفاظ على الموارد الطبيعية</li> <li>- عدد الموظفين خلال آخر سنتين</li> <li>- متوسط دخل العامل خلال السنة</li> <li>- نظام الاثابة والتحفيز للعاملين والمديرين للشركة</li> <li>- تدريب العاملين</li> <li>- توفير فرص عمل</li> <li>- معايير السلامة والصحة المهنية</li> <li>- المساهمات والتبرعات الخيرية</li> <li>- بيان المسؤولية الاجتماعية</li> <li>- بيان المسؤولية البيئية</li> <li>- مناقشة حماية وسلامة المنتجات</li> <li>- إجراءات التعامل مع شكاوي العملاء</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- العوامل المؤثرة على الأداء المستقبلي</li> <li>- فرص النمو فى المستقبل وآثارها</li> <li>- مناقشة وتعليق الإدارة على أداء العام الماضي مقارنة بالتنبؤات السابقة</li> <li>- الخطط التشغيلية للعام القادم</li> <li>- العقود والاتفاقيات المستقبلية</li> <li>- المخاطر التي تواجه الشركة وآثارها المستقبلية وكيفية إدارتها</li> <li>- المبيعات المستهدفة للعام القادم (التنبؤ الكمي والنوعي بالمبيعات)</li> <li>- الأرباح المستهدفة للعام القادم (التنبؤ الكمي والنوعي بالأرباح)</li> <li>- التدفقات النقدية المستهدفة للعام القادم (التنبؤ الكمي والنوعي بالتدفقات النقدية)</li> <li>- نفقات البحوث والتطوير المخططة</li> <li>- النفقات الرأسمالية المخططة</li> <li>- مؤشرات التنبؤ المالي وغير المالي</li> </ul>

ملحق رقم (٢)

نتائج التحليل الإحصائي

	DIS	SP	LNSIZE	ROA	DIS_LNSI	DIS_TYPE	DIS_ROA	DIS_AQ
Mean	0.561892	8.052264	21.47846	0.049567	12.00364	0.563378	0.028229	0.538311
Median	0.570000	7.070000	21.34797	0.042111	12.70057	0.560000	0.021781	0.560000
Maximum	0.880000	19.92000	24.55767	0.150502	18.60435	0.880000	0.102296	0.880000
Minimum	0.100000	0.900000	18.32386	0.073025	2.382560	0.200000	0.037052	0.100000
Std. Dev.	0.187142	4.671775	1.235652	0.049708	3.934072	0.140662	0.029514	0.182644
Skewness	0.404138	0.645082	0.116673	0.280858	-0.426471	0.010696	0.448265	0.383759
Kurtosis	2.655564	2.608545	2.873772	2.333198	2.544989	2.948853	2.366096	2.446366
Jarque-Bera	4.760338	11.20953	0.434034	4.687594	5.763030	0.018954	7.434523	5.522828
Probability	0.092535	0.003680	0.804916	0.095963	0.056050	0.990568	0.024300	0.063202
Observations	148	148	148	148	148	148	148	148

نوع القطاع (معدل)

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 0	47	31.8	31.8	31.8
1	101	68.2	68.2	100.0
Total	148	100.0	100.0	

جودة المراجعة (معدل)

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 0	52	35.1	35.1	35.1
1	96	64.9	64.9	100.0
Total	148	100.0	100.0	

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-12.4643	0.0000	8	1176
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-12.0377	0.0000	8	1176
ADF - Fisher Chi-square	175.463	0.0000	8	1176
PP - Fisher Chi-square	171.805	0.0000	8	1176

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi

Dependent	tau-statistic	Prob.*	z-statistic	Prob.*
DIS	-6.373874	0.0031	-64.07407	0.0026
SP	-7.069747	0.0003	-75.47654	0.0002
LNSIZE	-5.949459	0.0114	-57.35535	0.0099
ROA	-10.25336	0.0000	-122.9232	0.0000
DIS_LNSI	-6.547073	0.0018	-66.80763	0.0014
DIS_TYPE	-5.666863	0.0248	-52.99893	0.0220

DIS_ROA	-10.53459	0.0000	-126.9694	0.0000
DIS_AQ	-5.491026	0.0388	-50.33633	0.0348

Total panel (unbalanced) observations: 148

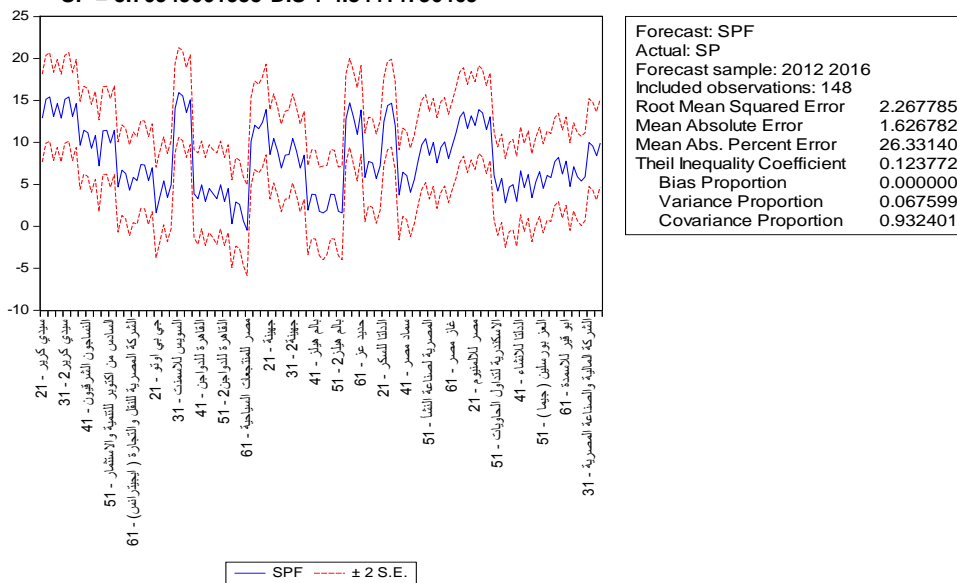
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIS	5.709490	2.107606	2.708993	0.0078
C	4.844147	1.203478	4.025124	0.0001

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)  
Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.762762	Mean dependent var	8.052264
Adjusted R-squared	0.688625	S.D. dependent var	4.671775
S.E. of regression	2.606897	Akaike info criterion	4.961971
Sum squared resid	761.1419	Schwarz criterion	5.691023
Log likelihood	-331.1859	Hannan-Quinn criter.	5.258183
F-statistic	10.28856	Durbin-Watson stat	1.494615
Prob(F-statistic)	0.000000		

$$SP = 5.70949001955 * DIS + 4.84414736469$$



#### Redundant Fixed Effects Tests

Equation: EQ01

Test cross-section and period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	11.220214	(30,112)	0.0000
Cross-section Chi-square	205.371767	30	0.0000
Period F	4.396447	(4,112)	0.0024
Period Chi-square	21.584948	4	0.0002



Cross-Section/Period F 10.405180 (34,112) 0.0000  
 Cross-Section/Period Chi-square 210.930521 34 0.0000

Total panel (unbalanced) observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIS	63.28877	28.65231	2.208854	0.0293
LNSIZE	4.482043	1.190612	3.764487	0.0003
DIS_LNSI	-2.604872	1.259078	-2.068872	0.0409
C	-92.50863	25.80326	-3.585154	0.0005

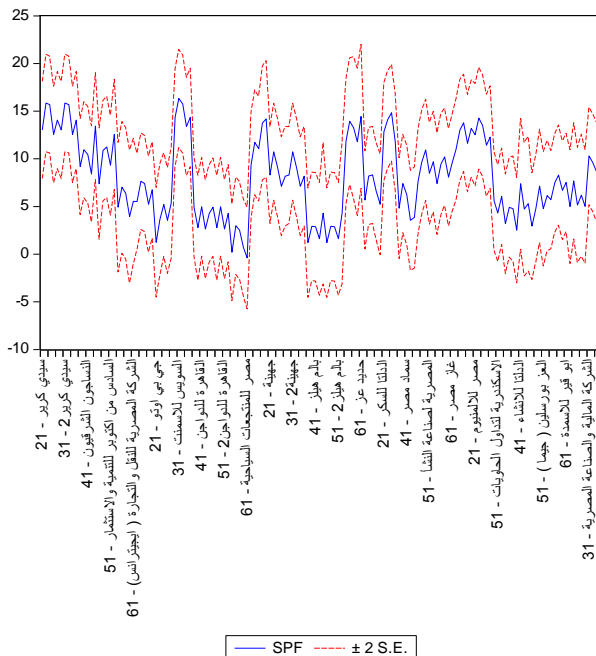
Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.782040	Mean dependent var	8.052264
Adjusted R-squared	0.708726	S.D. dependent var	4.671775
S.E. of regression	2.521347	Akaike info criterion	4.904245
Sum squared resid	699.2910	Schwarz criterion	5.673800
Log likelihood	-324.9141	Hannan-Quinn criter.	5.216913
F-statistic	10.66702	Durbin-Watson stat	1.656251
Prob(F-statistic)	0.000000		

SP = 63.288772587\*DIS + 4.48204346385\*LNSIZE - 2.60487202212\*DIS\_LNSI - 92.5086348218



Forecast: SPF	
Actual: SP	
Forecast sample: 2012 2016	
Included observations: 148	
Root Mean Squared Error	2.173692
Mean Absolute Error	1.580788
Mean Abs. Percent Error	26.14403
Theil Inequality Coefficient	0.118487
Bias Proportion	0.000000
Variance Proportion	0.061385
Covariance Proportion	0.938615

Total panel (unbalanced) observations: 148

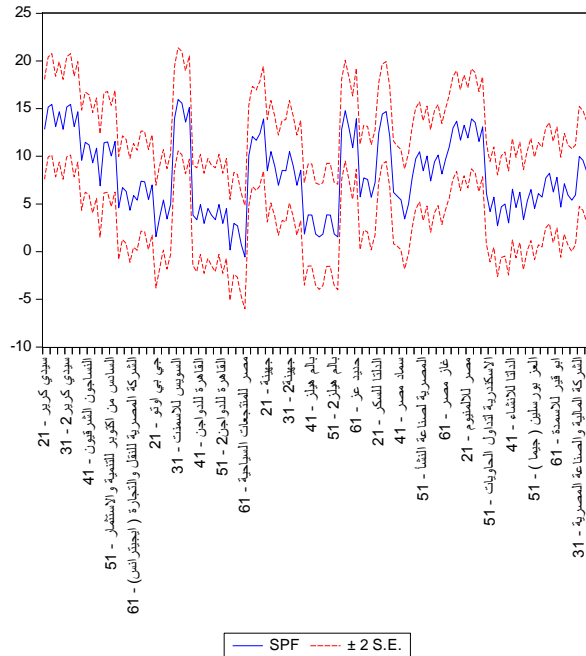
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIS	6.221304	1.823357	3.412006	0.0009
TYPE	-3.267637	0.511816	-6.384395	0.0000
DIS_TYPE	-0.599691	2.443882	-0.245385	0.8066
C	7.124357	1.514136	4.705229	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)  
Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.765280	Mean dependent var	8.052264
Adjusted R-squared	0.686329	S.D. dependent var	4.671775
S.E. of regression	2.616489	Akaike info criterion	4.978325
Sum squared resid	753.0615	Schwarz criterion	5.747880
Log likelihood	-330.3961	Hannan-Quinn criter.	5.290993
F-statistic	9.693091	Durbin-Watson stat	1.494110
Prob(F-statistic)	0.000000		

$$SP = 6.22130435151 * DIS - 3.26763699975 * TYPE - 0.59969091504 * DIS\_TYPE + 7.1243574027$$



Forecast: SPF	
Actual: SP	
Forecast sample: 2012 2016	
Included observations: 148	
Root Mean Squared Error	2.255716
Mean Absolute Error	1.611031
Mean Abs. Percent Error	26.16738
Theil Inequality Coefficient	0.123093
Bias Proportion	0.000000
Variance Proportion	0.066779
Covariance Proportion	0.933221

Total panel (unbalanced) observations: 148  
Method: Panel EGLS (Period random effects)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIS	-3.626709	2.401394	-1.510252	0.1332
ROA	-48.82288	19.07096	-2.560064	0.0115
DIS_ROA	141.3108	34.31478	4.118074	0.0001
C	8.523260	1.497596	5.691294	0.0000

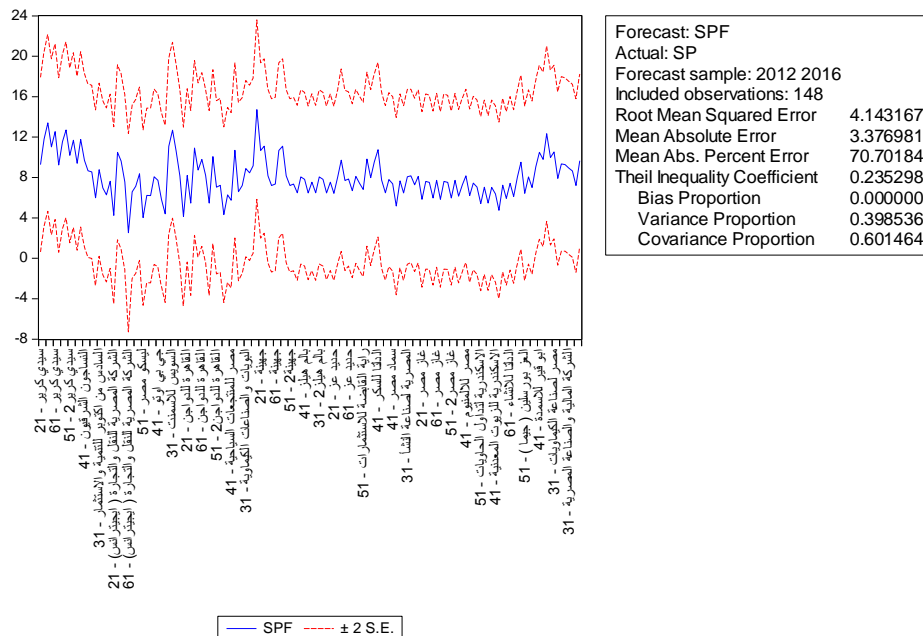
Weighted Statistics

R-squared	0.178462	Mean dependent var	3.813769
Adjusted R-squared	0.161346	S.D. dependent var	4.609714
S.E. of regression	4.221610	Sum squared resid	2566.366
F-statistic	10.42699	Durbin-Watson stat	0.625434
Prob(F-statistic)	0.000003		

SP = -3.62670910326\*DIS - 48.8228787225\*ROA + 141.310816119\*DIS\_ROA + 8.52326029747

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: EQ04  
Test period random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Period random	0.845514	3	0.8386



Total panel (unbalanced) observations: 148

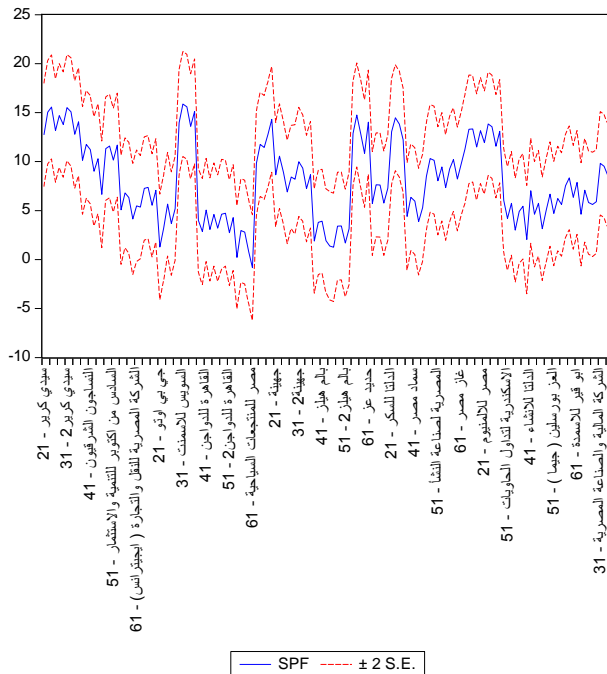
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIS	1.119707	2.449987	0.457026	0.6486
AQ	1.001947	1.148536	0.872369	0.3849
DIS_AQ	5.783875	1.155934	5.003636	0.0000
C	3.659675	1.278567	2.862326	0.0050

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)  
Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.767824	Mean dependent var	8.052264
Adjusted R-squared	0.689729	S.D. dependent var	4.671775
S.E. of regression	2.602272	Akaike info criterion	4.967429
Sum squared resid	744.9004	Schwarz criterion	5.736983
Log likelihood	-329.5897	Hannan-Quinn criter.	5.280097
F-statistic	9.831859	Durbin-Watson stat	1.544584
Prob(F-statistic)	0.000000		

$$SP = 1.11970691551 * DIS + 1.0019472764 * AQ + 5.78387484794 * DIS\_AQ + 3.65967517052$$



Forecast: SPF	
Actual: SP	
Forecast sample: 2012 2016	
Included observations: 148	
Root Mean Squared Error	2.243460
Mean Absolute Error	1.605241
Mean Abs. Percent Error	26.16638
Theil Inequality Coefficient	0.122404
Bias Proportion	0.000000
Variance Proportion	0.065953
Covariance Proportion	0.934047