



دار المنظومة
DAR ALMANDUMAH
الرواد في قواعد المعلومات العربية

العنوان:	أثر خصائص الشركات على العلاقة بين مستويات الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة : دليل تطبيقي من سوق الأسهم المصري
المصدر:	الفكر المحاسبي
الناشر:	جامعة عين شمس - كلية التجارة - قسم المحاسبة والمراجعة
المؤلف الرئيسي:	إبراهيم، فريد محرم فريد
المجلد/العدد:	مج22, ع1
محكمة:	نعم
التاريخ الميلادي:	2018
الشهر:	ابريل
الصفحات:	604 - 670
رقم MD:	892031
نوع المحتوى:	بحوث ومقالات
اللغة:	Arabic
قواعد المعلومات:	EcoLink
مواضيع:	البورصة المصرية
رابط:	https://search.mandumah.com/Record/892031

© 2018 دار المنظومة. جميع الحقوق محفوظة. هذه المادة متاحة بناء على الإتفاق الموقع مع أصحاب حقوق النشر، علماً أن جميع حقوق النشر محفوظة. يمكنك تحميل أو طباعة هذه المادة للاستخدام الشخصي فقط، ويمنع النسخ أو التحويل أو النشر عبر أي وسيلة (مثل مواقع الانترنت أو البريد الالكتروني) دون تصريح خطي من أصحاب حقوق النشر أو دار المنظومة.

أثر خصائص الشركات على العلاقة بين مستويات الإفصاح وفقاً للتقارير
المتكاملة والقيمة السوقية للشركة: دليل تطبيقي من سوق الأسهم المصري

د/ فريد محرم فريد ابراهيم*

أثر خصائص الشركات على العلاقة بين مستويات الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة: دليل تطبيقي من سوق الأسهم المصري
د/ فريد محرم فريد ابراهيم*

المستخلص:

تهدف الدراسة الحالية إلى بحث أثر خصائص الشركات على العلاقة بين مستويات الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة. وتم ذلك باستخدام أسلوب Panel Data لعينة قوامها 156 شركة من الشركات المساهمة المتداول أسهمها بسوق الأسهم المصري لفترة تبدأ من 2013 وحتى 2017. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن هذا العلاقة تظهر بوضوح بالشركات التي تتمتع بخصائص معينة مثل: زيادة الحاجة إلى تمويل خارجي، وكذلك الشركات المتشعبة تنظيمياً والتي تتصف بزيادة حجم الأعمال، تعدد القطاعات والفروع، اتساع حصتها السوقية من الصناعة التي تنتمي إليها، وارتفاع نسبة الأصول غير الملموسة بها إلى إجمالي الأصول، وبصفة عامة الشركات الكبيرة، حيث أن زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بتلك الشركات سيزيد من جودة المعلومات المالية وغير المالية، ويخفض من مستوى عدم تماثل المعلومات مما يؤدي بدوره إلى التأثير الإيجابي لموقف الشركة في سوق الأسهم ويحسن من موقفها المالي وفرص حصولها على تمويل خارجي. كما توصلت الدراسة إلى استنتاج دليل إضافي خاص بأن النتائج السابقة قد تختلف باختلاف القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه الشركات عبر سنوات الدراسة فيما يعرف بالتأثيرات الثابتة للصناعة والزمن.

الكلمات المفتاحية:

القيمة السوقية، التقارير المتكاملة، مستويات الإفصاح، خصائص الشركات.

* أستاذ مساعد بقسم المحاسبة والمراجعة - كلية التجارة - جامعة عين شمس.

e-mail: dr.fareedibrahim@commerce.asu.edu.eg.

1. المقدمة:

يبدو أن التقارير المالية بشكلها التقليدي قد تفشل في الوقت الحالي في التعرف على الآثار الاقتصادية المترتبة على التغيرات المتسارعة في بيئة الأعمال (Healy and Palepu (2011)، هذا وقد زاد القلق في السنوات الأخيرة من جانب المهنيين والأكاديميين من أن التقارير المالية السنوية بشكلها ومحتواها التقليدي قد أصبحت أكثر تشوشاً وغموضاً وأكثر تعقيداً وأقل أهمية للمساهمين (Financial Reporting Council (2011). وعلى الرغم من أن معظم الشركات المساهمة المسجلة ببورصات الأسهم تحاول أن تقدم المزيد من المعلومات غير المالية بالتقارير السنوية مثل تقارير الاستدامة Sustainability Reports وتقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات Corporate Social Responsibility Reports، ولكن يبدو أن تلك الشركات لم تنجح في تقديم معلومات مالية ومعلومات غير مالية بطريقة متكاملة تعزز من فهم واستفادة المساهمين من التقارير المالية السنوية للشركة، وفي سبيل دعم إعداد تقارير الشركات تدمج المعلومات المالية وغير المالية داخل إطار واحد متكامل، قام المجلس الدولي للتقارير المتكاملة The International Integrated Reporting Council (IIRC) بوضع إطاراً متكامل لإعداد التقارير، وقد عرف (IIRC) التقارير المتكاملة Integrated Reporting بأنها "عملية منهجية تقوم على التفكير المتكامل والذي ينتج عنه تقرير واحد متكامل دوري من جانب الشركة والذي من شأنه خلق قيمة مستقبلية لمستخدمي تلك التقارير وكذلك توضيح الأبعاد ذات الصلة فيما يتعلق بخلق تلك القيمة، والتقرير المتكامل هو رسالة موجزة عن استراتيجية الشركة، آليات الحكومة المطبقة بالشركة، أداء الشركة المالي وغير المالي، والأفاق المستقبلية للشركة، كل ذلك في سياق بيئتها الخارجية، والتي تؤدي مجتمعة إلى خلق قيمة اقتصادية للشركة في المدى القصير والمتوسط والطويل".

لقد اكتسب مجال التقارير المتكاملة أهمية كبيرة في الآونة الأخيرة بسبب استقطاب المجلس الدولي للتقارير المتكاملة The International Integrated Reporting Council IIRC مجموعة كبيرة من الشركات الرائدة في دنيا الأعمال على مستوى العالم لتمثل اللجنة الأولى في تطبيق هذا المجال الجديد، حيث شاركت أكثر من 100 شركة من الشركات الكبيرة والعبارة للقرارات في البرنامج التجريبي Pilot Program الذي وضعه IIRC عام 2013 وقد انتمت تلك الشركات للاقتصاديات المتقدمة والنامية على حد سواء.

وفقاً للتقرير الصادر عام 2014 عن B20 Panel of international accounting network - منتدى الأعمال الذي يقدم المشورة لحكومات مجموعة العشرين G20- فقد اعتبرت مجموعة Big4، أن مجال التقارير المتكاملة هو ابتكار رئيسي Key Innovation والذي من شأنه أن يجعل تقارير الدورية للشركات أكثر ملاءمة للاستثمار طويل الأجل، وقد حدد تقرير B20 مجموعة من المبادئ الأساسية للتقارير المتكاملة والتي يمكن من خلالها تحسين تقارير الشركات بشكل عام، وقد سلط تقرير B20 الضوء على أن الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة يحقق رؤية أكثر شمولية لكيفية إنشاء قيمة مستقبلية للشركة على مر الزمن من خلال توفير المزيد من الأفكار عن استراتيجيات الأعمال بالشركة، الحوكمة، الأداء والأفاق المستقبلية التي تتضمنها تقارير الشركة. وكنتيجة للتأييد القوي من جانب B20 لسياسة IIRC فقد أشار التقرير إلى أن تحسين محتوى تقارير الشركات يجب أن يكون مدفوعاً باحتياجات المستثمرين ولذلك ينبغي أن يسمح للشركات بتحديد أفضل السبل للإفصاح بتقاريرها عن المعلومات المتعلقة بخلق القيمة المستقبلية للشركة، وكذلك المخاطر المحيطة بها، وبناء على ذلك، فقد أوصى تقرير B20 في النهاية أنه لا يجب أن تنطبق التقارير المتكاملة بشكل إجباري في هذه المرحلة ولكن ينبغي تشجيع الشركات على استكشاف التغييرات في شكل ومحتوى التقارير ومواصلة المزيد من الابتكار في هذا المجال.

من الجدير بالذكر أنه على الرغم من أن الوفاء بمتطلبات التقارير المتكاملة إلزامي بالنسبة للشركات المدرجة في بورصات الأسهم في دولة كجنوب أفريقيا، فإن هذه الشركات تتمتع بسلطة تقديرية كبيرة بشأن شكل تقاريرها المتكاملة ومحتواها وتفصيلها، ويرجع السبب الرئيسي في ذلك هو أن إطار التقارير المتكاملة Integrated Reporting Framework قائم على مجموعة من المبادئ، والتي من شأنها الاعتراف بالتفاوت الواضح بين الظروف الفردية للشركات، كما أن هذا الإطار لا يضع مؤشرات أداء محددة KPI's أو طرق للقياس أو الإفصاح عن الأحداث الفردية، ولذلك يتعين على المسؤولين عن إعداد وعرض التقارير المتكاملة استخدام الحكم الشخصي أو سلطة التقدير Judgement، عند تحديد ما هي الأحداث المادية التي يجب قياسها والإفصاح عنها وذلك مع الأخذ الاعتبار الظروف المحيطة بالشركة. ومن هذا المنطلق فإن المديرين يتمتعون بقدر كبير من المرونة عند إعداد وعرض التقارير المتكاملة (Kin and Yeo, 2016). وفقاً للسياق السابق فقد توصلت دراسة (Sims and Velde, 2016)، إلى أنه على الرغم من قواعد الإفصاح الصارمة المتضمنة بمبادئ IIRC عن التقارير المتكاملة بجنوب أفريقيا، لكن ستظل

الشركات تتمتع بقدر كبير من المرونة والسلطة التقديرية فيما يتعلق بسياسات الإفصاح عن التقارير المتكاملة للشركات، وبالتالي ستقرر الشركات مستوى الإفصاح الملائم بتقاريرها المتكاملة من خلال الموازنة بين منافع الإفصاح كإخفاض تكلفة التمويل، وارتفاع فرص توفير السيولة، وبين تكاليف الإفصاح كالكشف عن معلومات حساسة للمنافسين والمرتبطة بسياسة الإفصاح الموسعة.

وفقاً لـ IIRC فإن الغرض الأساسي من عرض التقارير المتكاملة هو تقديم تفسير كاف للمساهمين عن كيف تنشئ الشركة قيمة بمرور الزمن، ولذلك فإن هذا التقرير لا بد وأن يحتوي على معلومات ذات صلة مالية وغير مالية، حتى يستفيد من هذه التقارير جميع الأطراف أصحاب المصالح بالشركة والمهتمون بقدرة الشركة على خلق القيمة بمرور الزمن، بما في ذلك العاملون، العملاء، الموردون، الشركات الشقيقة والتابعة، منظمي الأسواق المالية، وصانعي السياسات المالية والاقتصادية. واتفاقاً مع هذا الخط الفكري وبما أن البحث في إعداد التقارير المتكاملة لا يزال في مراحله الناشئة، فسوف تركز الدراسة الحالية على الآثار الاقتصادية للتقارير المتكاملة على المساهمين، وما يرتبط بذلك من منافع قد يتحصل عليها المساهمون عند عرض شركاتهم تقاريرها السنوية أو لأي إصدارات سنوية أخرى وفقاً لمبادئ التقارير المتكاملة الصادر عن (IIRC, 2013).

تقوم الدراسة الحالية بدراسة أثر خصائص الشركة على العلاقة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة. ومن خلال تحليل الدراسات السابقة المرتبطة بتلك العلاقة فقد أستخلص الباحث رأيين متعارضين لتفسير تلك العلاقة.

حيث يرى أنصار الرأي الأول، أن اتباع الشركة الإفصاح وفقاً لمنهج التقارير المتكاملة سيكون له أثر مفيد للمساهمين وسيرفع من القيمة السوقية للشركة، ويرى أصحاب هذا الرأي إنه من المتوقع أن تظهر علاقة ارتباط معنوية موجبة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، حيث أنه من المتوقع أن بزيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة يمكن أن يتحسن نوعية المعلومات المتاحة والمقدمة للمساهمين مما يتيح لهم تفسيرات هامة حول توزيع رأس المال بصورة أكثر كفاءة، وتقديم معلومات أفضل للعلاقات المتشعبة بين استراتيجيات الشركة وطرق أدائها لأعمالها بغرض خلق قيمة للشركة عبر الزمن (Atkins and Atkins et al. (2015); Maroun, (2016); Veldkemp, (2016).

وعلى النقيض تماماً من الرأي الأول، يرى أنصار الرأي الثاني، أن زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة يمكن أن يضر بالمساهمين وبالقيمة السوقية للشركة بوجه

عام، ويستند أصحاب هذا الرأي إلى بعض نظريات التمويل المقيدة للإفصاح عن المعلومات الهامة للأطراف الخارجية، وخاصة، المنافسون، نقابات العمال، هيئات أسواق المال، وتلك النظريات ترى أن تكلفة الإفصاح عن تلك المعلومات بأي صورة من صور الإفصاح سيكون مكلف جداً للشركة وبالتالي يجب على الشركة أن تتجنب الإفصاح عن تلك المعلومات (Verrocchio, 1983, 1990)، فعلى سبيل المثال من الممكن أن تصل بعض المعلومات المتعلقة باستراتيجية الشركة، نماذج الأعمال قيد التنفيذ، والفرص والتهديدات المحيطة بالشركة، إلى منافسين الشركة وبالتالي يؤدي ذلك إلى الاضرار بمصالح الشركة وينعكس بشكل سلبي على القيمة السوقية للشركة، واخيراً يرى أنصار هذا الرأي أنه إذا كان إعداد التقارير المتكاملة يجبر الشركات على تبني عمليات تنظيمية مكلفة. وفوائد قليلة، فإن إعداد التقارير المتكاملة سيؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركة، ويضر في نهاية المطاف بمصالح المساهمون (Serafeim, 2015); Stent, and Dowler, (2015).

تبعاً للسياق السابق فإن الباحث يرى أن العلاقة بين التقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة مازالت مسألة جدلية تحتاج لمزيد من الدراسة، وهذا ما دفع الباحث إلى دراسة تلك العلاقة، وما يمثله مجال التقارير المتكاملة من أهمية أكاديمية وعلمية كبيرة في الوقت الراهن، حيث قامت الدراسة الحالية باختبار بعض خصائص الشركات على العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة على عينة من الشركات المساهمة المصرية بلغ عددها 156 شركة متداول أسهمها بسوق الأسهم المصري، وباستخدام أسلوب Panel Data تم الحصول على بيانات الدراسة لعدد 5 سنوات تبدأ من سنة 2013 وحتى 2017، وبالتالي تمكن الباحث من جمع 780 تقرير سنوي، واستناداً إلى المبادئ الأساسية لإطار التقارير المتكاملة وفقاً لـ IIRC, 2013، والذي تتضمن محتوى إرشادي للعناصر الواجب الإفصاح عنها، فقد قامت الدراسة الحالية بتجميع الأبعاد المطلوب الإفصاح ومن ثم اعداد قائمة تتضمن تلك الأبعاد وفقاً لمتطلبات الإطار العام للتقارير المتكاملة. وبعد إجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية لاختبار نماذج الانحدار الممثلة للعلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط معنوية موجبة بين زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة.

كما قدمت الدراسة دليلاً إضافياً على أن علاقة الارتباط الموجبة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة قد تتفاوت بسبب تغير بعض

خصائص شركات العينة، حيث تظهر هذه العلاقة بوضوح بالشركات التي تتصف بزيادة التعقد التنظيمي **Organizational Complexity** والذي يتمثل بدوره في (أ) زيادة حجم الأعمال، (ب) تعدد القطاعات والفرع، (ج) اتساع الحصة السوقية، وأخيراً (د) ارتفاع نسبة الأصول غير الملموسة بها إلى إجمالي الأصول، حيث توصلت الدراسة أنه زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بالشركات التي تتميز بالخصائص السابقة، ترتفع مستوى جودة، وقيمة المعلومات الصادرة عن الشركة، ومن ثم ينخفض مستوى عدم تماثل المعلومات، مما يؤدي بدوره إلى التأثير الإيجابي لموقف الشركة في سوق الأسهم، كما يحسن من موقفها المالي وفرص حصولها على تمويل خارجي، ويرى الباحث أن تفسير النتيجة السابقة يرجع إلى أن تكاليف الحصول على معلومات مالية أو غير مالية من مصادر خارج الشركة والتي تتصف بالتعقد التنظيمي، سيؤدي إلى عدم التناسق الكبير في تلك المعلومات وبالتالي زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات ومن ثم فمن الأفضل لتلك الشركات أن تفصح بنفسها عن تلك المعلومات عن طريق زيادة مستوى الإفصاح وفقاً لمفهوم التقارير المتكاملة، ومن هنا تظهر وبوضوح قوة علاقة الارتباط المعنوية الموجبة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة.

في سياق متصل، توقعت الدراسة الحالية نتيجة إضافية أخرى سوف تتغير علاقة الارتباط الموجبة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة بسبب تغير مستوى احتياجات الشركات لمصادر تمويل خارجية، وقد يرجع السبب في ذلك إلى أنه في زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية بالشركة والأطراف الخارجية وخاصة المساهمين، فقد تواجه الشركة التي في حاجة إلى تمويل خارجي صعوبات في الحصول على تمويل من مساهميها، ومن هنا قد يتعين على الشركة زيادة مستوى المعلومات المالية أو غير المالية المتعلقة باستراتيجية الشركة وأفاقها، ويؤدي ذلك إلى انخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات، واتساقاً مع توقعته الدراسة في هذا الشأن فقد توصلت الدراسة إلى أنه في الشركات التي لديها احتياجات تمويل خارجية أعلى، فإن الشركات ذات المستوى الأعلى من الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة سيكون لها قيمة أعلى من الشركات الأخرى، ويمكن تفسير تلك النتيجة بأن زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة يخفض من تكاليف الوكالة ويقلل عدم تماثل المعلومات وبالتالي مما يؤدي بدوره إلى زيادة القيمة السوقية للشركة.

بعد أخذ النتائج السابقة بشكل مجمع ووضعها ضمن إطار التقارير المتكاملة والذي يتضمن الإفصاح عن الأداء البيئي، الحوكمة، مشاركة أصحاب المصالح، الاعتبارات

الاجتماعية والأخلاقية، تحديد الفرص والتهديدات، وأفاق الشركة واستراتيجيتها، يمكن للباحث يمكن القول إن الشركات ذات المستويات الأعلى من الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة سيكون لها ميزة تنافسية أعلى في أسواق الأسهم تتمثل في زيادة قيمتها السوقية.

تُعد الدراسة الحالية بمثابة إضافة إلى أدبيات الفكر المحاسبي فيما يتعلق بالآثار الاقتصادية للإفصاح الاختياري والتقارير المتكاملة بشكل عام على أداء الشركات المساهمة المالي والسوقي في أسواق الأسهم، والعلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية بشكل خاص، من عدة جوانب كما يلي:

أولاً: في ضوء ما اطلع عليه الباحث من دراسات في مجال الآثار الاقتصادية للتقارير المتكاملة، تُعد الدراسة الحالية من الدراسات القليلة التي أجريت على البيئة المصرية، ووفرت دليل تطبيقي من سوق الأسهم المصري، لدراسة أثر خصائص الشركات على علاقة الارتباط بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة هامة من النتائج والتي أوضحت أنه كلما زادت مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، كلما زادت القيمة السوقية للشركة، مما له بالغ الأثر الاقتصادي الإيجابي على المساهمين، وأن المستثمرين في سوق الأسهم يجدون أن فوائد التقارير المتكاملة تتجاوز في المتوسط تكاليف الإفصاح عنها، ويُعد ذلك إسهاماً تطبيقياً لأدبيات المتعلقة بدراسة الآثار الاقتصادية للإفصاح بالتقارير المتكاملة وما يعود به بالنفع على المتعاملين بأسواق الأسهم.

ثانياً: تُعد الدراسة الحالية من الدراسات القليلة التي ضمنت خصائص الشركات في العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المالية المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، حيث أثبتت الدراسة الحالية وبشكل تطبيقي أن قوة العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المالية المتكاملة وبين القيمة السوقية قد يتأثر ببعض خصائص الشركة مثل؛ (1) الشركات التي تتصف بدرجة أعلى من التعقد التنظيمي، فقد اثبتت الدراسة الحالية أن العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المالية وبين القيمة السوقية للشركة ستكون أقوى وأوضح بالشركات التي تتصف بزيادة التعقد التنظيمي، كما اثبتت الدراسة أيضاً انه في هذا النوع من الشركات يساهم الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة في تحسين وسهولة تدفق المعلومات للأطراف الخارجية وخاصة المساهمين، ومن ثم تقليل مستوى عدم تماثل المعلومات وخفض تكلفة الوكالة. (2) الشركات التي تتصف بخاصية زيادة الاحتياج لتمويل خارجي، فقد توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والقيمة السوقية

بتلك الشركات ستكون أقوى وأوضح، ويرجع السبب في ذلك أن مستويات الإفصاح العالية بتلك الشركات يخفض من تكاليف الوكالة ويقلل عدم تماثل المعلومات، ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية للشركة، والنتيجة النهائية لهذا السياق هي أن التفاعل بين تحسين مستويات الإفصاح بغرض الحصول التمويل سيكون له تأثير مباشر على القيمة السوقية للشركة.

هذا وتُعد الدراسة الحالية وفقاً للترتيب التالي: يتضمن الجزء الثاني: الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة، في حين يتضمن الجزء الثالث: الدراسات السابقة وبناء فروض الدراسة، ويتضمن الجزء الرابع: عرض مشكلة الدراسة وتساؤلاتها البحثية وصولاً للفجوة البحثية، بينما يتضمن الجزء الخامس: أهداف الدراسة، والجزء السادس: يتضمن حدود الدراسة، ويتضمن الجزء السابع: توصيف عينة الدراسة وأساليب جمع البيانات، ويتضمن الجزء الثامن: متغيرات الدراسة ونماذج قياسها، ويتضمن الجزء التاسع: التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة، ويتضمن الجزء العاشر مناقشة نتائج الدراسة، وأخيراً يتضمن الجزء الحادي عشر: ملخص الدراسة والتوصيات.

2. الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة:

تُعد التقارير المتكاملة بمثابة إطار جديد لعرض وتقديم التقارير الصادرة عن الشركة، حيث اقترح هذا الإطار دمج المعلومات المالية وغير المالية في تقرير واحد، وقد تضمن أفكاراً جديدة حول التقارير التي يمكن أن تُغير المشهد التقليدي لتقارير الشركات، وتحسن من قدرة المستثمرين على تقييم آفاق الشركات المستقبلية وتوفير الحلول المناسبة للتغلب على الانتقادات المتكررة لشكل ومحتوى التقارير المالية التقليدية. وقد تولى المجلس الدولي للتقارير المتكاملة IIRC عملية دعم ونشر فكر التقارير المتكاملة، وهي هيئة مستقلة دولية تتمتع بدعم دولي واسع النطاق من جانب أعضاء المجلس من الأكاديميين، المهنيين، منظمي البورصات المالية على مستوى العالم، وواضعي المعايير. وفقاً للمجلس الدولي للتقارير المتكاملة (2013)، IIRC، ينبغي أن يتضمن التقرير المتكامل تقريراً موجزاً يوضح خطط إنشاء القيمة المستقبلية للمنظمة، مع الإشارة تحديداً إلى استراتيجية الشركة ونموذج أعمالها والأشكال المختلفة لرأس مال الشركة. ويسعى (2013)، IIRC، لجعل التقارير المتكاملة أداة تواصل طويلة الأجل بين الأطراف الداخلية بالشركة وخاصة المديرين، والأطراف الخارجية وخاصة المساهمين (Villiers et al., 2016).

إن الانتشار السريع لتقارير المتكاملة والعدد الكبير من الشركات الكبيرة التي أصدرته بالفعل، أو تخطط لإصداره في الوقت الحالي، هو دليل هام على حجج IIRC بشأن فوائد التقارير المتكاملة، كما يشير ذلك أيضاً إلى أن التقارير المتكاملة تناسب احتياجات

العصر الحالي وخاصة الأطراف أصحاب المصالح بالشركات من معلومات عصرنا، والجدير بالذكر أن موضوع التقارير المتكاملة قد ظهر كممارسة من ممارسات الإفصاح قبل ظهور IIRC بفترة بعيدة. فعلى سبيل المثال، ففي عام 1999 قدمت شركة PWC إطار للإفصاح عن القيمة، والذي بدأ النقاش حول إعداد التقارير المتكاملة، وفي عام 2002 أصدرت شركة Nanozymes تقريرها المتكامل الأول، تلي ذلك بفترة قصيرة اصدار التقرير المتكامل الأول لشركة Novo Nordisk، وقد أنت الأزمة المالية العالمية التي أعقبت ذلك بعد فترة وجيزة إلى زيادة الجدل والتدقيق في النماذج التقليدية للمحاسبة والافصاح، حيث أعتبر العديد من الأكاديميين والمهنيين أن أوجه القصور فيها كانت سبب مباشر في حدوث تلك الأزمة المالية العالمية، وقد أدى ذلك إلى زيادة التكامل بين الإفصاح عن المعلومات المالية. وغير المالية في تقرير واحد (Villiers et al., 2016).

تزامن مع التطبيق السريع واسع الانتشار للتقارير المتكاملة من الشركات الكبرى على مستوى العالم، جدل أكاديمي واسع الانتشار أدى بدوره إلى مجموعة كبيرة ومتزايدة من المؤلفات الأكاديمية حول التقارير المتكاملة، منها على سبيل المثال؛ Atkins et al. (2015); Atkins and Maroun, (2015); Serafeim, (2015); Stent, and Dowler, (2015)، وقد قامت بعض هذه الدراسات الأولية بالدفاع عن التقارير المتكاملة بل وأدعت أن هذا الاتجاه الحديث في الإفصاح هو الحل الأمثل لمعالجة القصور في النماذج التقليدية للمحاسبة والافصاح، في حين وجهت دراسات أخرى النقد الشديد للتقارير المتكاملة، في حين قدمت دراسات أخرى مشورة معيارية بشأن كيفية تنفيذ التقارير المتكاملة. وقد اتبعت بعض الدراسات منهج الدراسة التجريبية باستخدام دراسات حالة Case Study، أو أسلوب المقابلات شخصية Interviews، أو تحليلات محتوى Content Analysis، في حين قامت دراسات أخرى بدراسة محددات التحول لتنفيذ التقارير المتكاملة على مستوى قطاع عريض من الشركات Country-level determinants، وعلى الرغم من أن التقارير المتكاملة هي تطور حديث العهد في مجال المحاسبة والافصاح؛ وهناك محدودية لتوافر بيانات سلسلة زمنية كاملة عن شركات قامت بتطبيق التقارير المتكاملة، ومع ذلك، فإن الأدلة بدأت تُظهر بعض العوائد والمنافع الاقتصادية الإيجابية المرتبطة بالتقارير المتكاملة. وبالنظر إلى النتائج الأولية لتلك الدراسات، فإن القضايا المرتبطة بالتقارير المتكاملة مازالت توضع أمام الأكاديميين العديد من الفرص لمزيد من البحوث المستقبلية في هذا المجال (Lodhia, and Gerard, 2017). وعلى الرغم من ذلك فما زالت منافع الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وعود IIRC بشأن هذه المنافع مسألة تجريبية، وفي هذا

السياق يثار الجدل الأكاديمي حول التقارير المتكاملة، ويمكن أن تُجرى مجموعة من الأبحاث الأكاديمية لمحاولة الإجابة على التساؤلات البحثية التالية: (1) إلى أي مدى تتوافر منافع اقتصادية إيجابية ترتبط بتطبيق التقارير المتكاملة؟، (2) كيف يتفاعل المستثمرون مع الأشكال المختلفة للتقارير المتكاملة؟، (3) كيف تستعد وتتهيأ الشركات داخلياً لتتوافق مع متطلبات التقارير المتكاملة؟ (4) ما هي التحسينات المبدولة من قبل واضعي معايير المحاسبة مجال إعداد التقارير المتكاملة؟

كرد فعل عن عدم رضا مستخدمي التقارير المالية بشكلها التقليدي المعدة وفقاً لمتطلبات معايير المحاسبة حول العالم، في العام 2010 قامت كلاً من؛ (1) المبادرة العالمية لإعداد التقارير (GRI) The Global Reporting Initiative، (2) مشروع أمير Wales عن محاسبة الاستدامة 'The Prince of Wales' Accounting for Sustainability Project، بتكوين المجلس الدولي للتقارير المتكاملة The International Integrated Reporting Council (IIRC)، وقد لعبت التطورات الكبيرة التي حدثت في كلا من المحاسبة عن الاستدامة Sustainability Accounting ، والمحاسبة الاجتماعية والبيئية Social and Environmental Accounting في وضع الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة The IIRC framework والذي صدر في شهر ديسمبر من عام 2013 عن المجلس الدولي للتقارير المتكاملة والذي ركز بدوره على خلق القيمة المستقبلية لأصحاب المصلحة (2013)، IIRC. هذا وقد صدر الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة متضمناً مبدأً أساسياً وهو إعطاء سلطة التقدير للمديرين لتطبيق وإعداد التقارير المتكاملة (2016) Villiers et al.

يشير الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة إلى مجموعة من الخصائص والمبادئ التي يجب أن يتصف بها التقرير المتكامل، وهي؛ التركيز على الاستراتيجية والأفاق المستقبلية Strategic focus and future orientation، الربط بين المعلومات المتنوعة بالتقرير Connectivity of information، العلاقة مع أصحاب المصلحة Stakeholder relationships، الأهمية النسبية Materiality، الإيجاز Conciseness، الموثوقية والاكتمال Reliability and completeness، واخيراً الاتساق والقابلية للمقارنة Consistency and comparability، كما يجب أن يتضمن التقرير مجموعة محاور أساسية، وهي؛ (1) الرؤية العامة التنظيمية والبيئة الخارجية Organizational overview and external environment، (2) الحوكمة Governance، (3) نموذج الأعمال Business model، (4) الفرص والمخاطر

Strategy and Risks and opportunities (5) الاستراتيجية وتخصيص الموارد ، Performance (6) الأداء ، resource allocation (7) الأفاق المستقبلية Outlook (8) أسس الإعداد والعرض Basis of preparation and presentation ، وأخيراً، القواعد الإرشادية المستخدمة بالتقارير General reporting ، والجدير بالذكر أن هذه العناصر بهذا الشكل تشمل المعلومات المالية وغير المالية الوصفية والكمية على حد سواء، وليس مجرد تلخيص للتقارير القائمة، ولكنها عناصر محددة والتي قد تكون إما تقرير مستقل أو إدراجها على أنها جزء منفصل من تقرير آخر (IIRC, 2013) ، وتخير التقارير المتكاملة بشكل سردي خطوات خلق القيمة للشركة في المستقبل، من خلال الإشارة على وجه التحديد إلى استراتيجية الشركة، وكيف تترجم هذه الاستراتيجية إلى نموذج أعمال الشركة، وكيف يستفيد نموذج الأعمال من رأس مال الشركة بأشكاله المختلفة في خلق القيمة للشركة (Sánchez and Gámez, 2017) . بمجرد إصدار الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة في عام 2013، زاد الاهتمام من جانب الأكاديميين، منظمين أسواق المال، الشركات، المستثمرين، ومعدّي التقارير المالية بالتقارير المتكاملة، فطى الصعيد الدولي، أقرت المفوضية الأوروبية (2014) ، EC، ومنتدى مجموعة الـ 20 (2014) ، B20، بأهمية والحاجة إلى فهم وتطبيق التقارير المتكاملة، وعلى مستوى الدول كاستراليا (2014) ، Kitney، اليابان ، Kee, et al., (2014)، الهند (2014) ، Business Standard Reporters، بدأت في تبني مفهوم التقارير المتكاملة وقدموا نوايا قوية لحث شركاتها للقيام بذلك. وأخيراً وعلى مستوى الشركات، فقد اشتركت أكثر من 100 شركة من الشركات متعددة الجنسيات، بما في ذلك شركة كوكا كولا وشركة مايكروسوفت، بشكل تطوعي في المشاركة للبرنامج التجريبي IIRC's pilot program، (2015) عن التقارير المتكاملة، وقد أصدرت شركة جنرال إلكتريك تقريرها الأول المتكامل في مارس 2016 كما ورد بدراسة (Fairfield, 2016) . على صعيد الدراسات الأكاديمية التي أعدت لدراسة الآثار الاقتصادية للتقارير المتكاملة، Lee (2015) ; Arguelles et al., (2015) ; Churet and Eccles, (2014) ; and Yeo, (2015); Maniora, (2015) ، وقد اعتمدت معظم تلك الدراسات البيانات الأرشيفية للتقارير المتكاملة الصادرة عن الشركات في جنوب أفريقيا، ويرجع هذا الأمر إلى؛ الزام بورصة جوهانسبرج الشركات المسجلة فيها بالإفصاح عن تقاريرها المتكاملة وذلك وفقاً لممارسات الحوكمة الواردة بقانون (King III) في جنوب أفريقيا.

حيث قامت دراسة Zhou et al., (2016)، باستطلاع الآثار الاقتصادية المرتبطة بالتقارير المتكاملة في جنوب أفريقيا، هذا وقد أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات المسجلة ببورصة جوهانسبرج، حيث أجريت دراسة مقارنة على شركات العينة قبل وبعد تطبيق التقارير المتكاملة وفقاً لتعليمات هيئة الأوراق المالية في جوهانسبرج، وأشارت النتائج إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين تنبؤات المحللين عن أداء الشركة وبين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، بمعنى آخر أنه كلما زادت مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، كلما قلت أخطاء التنبؤ من قبل المحللين الماليين، ولكن لم تتوصل الدراسة إلى علاقة معنوية بين تشتت تنبؤات المحللين الماليين وبين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، هذا وقد توصلت الدراسة أيضاً إلى أنه بانخفاض أخطاء التنبؤ للمحللين الماليين ينخفض معه تكلفة التمويل بالشركة، مما يشير بشكل غير مباشر إلى أن مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة له تأثير على تكلفة التمويل.

كذلك أجريت دراسة Barth et al., (2015) على عينة من الشركات المسجلة في بورصة جوهانسبرج، وقد استطلعت الدراسة بعض الآثار الاقتصادية على تلك الشركات بعد تطبيق التقارير المتكاملة، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين التقارير المتكاملة وبين كلاً من سيولة الأسهم والمقاسة بـ Bid-ask spreads، والقيمة السوقية للشركة والمقاسة بـ Tobin's Q، وقد أرجعت الدراسة تلك النتائج إلى القيمة السوقية للشركة تتأثر دائماً بالقيمة المتوقعة للتدفقات النقدية وتكلفة التمويل بالشركة، وقد أخذت بالفعل بالتدفقات النقدية المتوقعة خلال فترة الدراسة وتكلفة التمويل كمتغيرات وسيطة بين التقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة.

قامت دراسة Bernardi and Stark, (2015)، يبحث العلاقة بين إصدار الشركات المسجلة ببورصة جوهانسبرج لتقارير المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة وبين تنبؤات المحللين الماليين بشأن تلك الشركات في فترتين مختلفتين قبل التزام الشركات بالتقارير المتكاملة وبعد التزامها بالتقارير المتكاملة، وقد توصلت إلى أنه لا توجد أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين إصدار الشركات المسجلة ببورصة جوهانسبرج لتقارير المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة Environmental, Social, and Governance (ESG)، وبين تنبؤات المحللين الماليين في الفترة قبل التزام الشركات بالتقارير المتكاملة، وعلى العكس من ذلك أظهرت الدراسة وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية بين إصدار الشركات المسجلة ببورصة جوهانسبرج لتقارير المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة وبين تنبؤات المحللين الماليين في الفترة بعد التزام الشركات بإصدار تقارير متكاملة

بينما قامت دراسة (Baboukardos and Rimmel, 2016) يبحث أثر التزام الشركات المسجلة ببورصة جوهانسبرج على القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح قبل وبعد التقارير المتكاملة، وقد توصلت الدراسة إلى أن معامل التغيير في الأرباح 'Earnings Coefficient' قد تغير بالزيادة بعد إلزام الشركات بتطبيق التقارير المتكاملة، بينما انخفض معامل التغيير في صافي أصول 'The Net Assets' Coefficient الشركات بعد هذا الالتزام بتطبيق التقارير المتكاملة.

على صعيد الدراسات التي تدرس الآثار الاقتصادية للتقارير المتكاملة في دول أخرى بخلاف جنوب أفريقيا، فقد قامت دراسة (Serafeim, 2015) حيث اختبرت تلك الدراسة أثر مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على تركيبة قاعدة مستثمرين الشركات Composition of firms' investor base، وذلك باستخدام عينة من شركات الولايات المتحدة بلغت 97 شركة، وبالاعتماد على قاعدة بيانات ASSET4¹، وتتصف شركات تلك العينة بأنها تمارس حوكمة الشركات وفقاً لمدخل التكامل بين الرؤية والاستراتيجية vision and strategy Governance: Integration Corporate (CGVS)، وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تصدر تقارير متكاملة ذات جودة أعلى لديها قاعدة مستثمرين أكثر توجهها نحو الأجل الطويل long-term-oriented investor base. وهذه النتيجة أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة، ولا تتركز ملكيتها في يد عائلة واحدة ويزداد ممارستها للتقارير المتكاملة بشمل مستقر مع مرور الوقت. وفسرت الدراسة النتيجة السابقة، بأنه نظراً لمخاوف المستثمر طويل الأجل بشأن القضايا الاجتماعية والبيئية وما يمكن أن ينتج عنها من أزمات، فإن الشركات التي تستهدف هذه التركيبة من المستثمرين سيكون لديها الدافع لزيادة للوصول لمستويات أعلى من المستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة عن النشاط البيئي والاجتماعي داخل التقارير المتكاملة. هذا وقد قامت الدراسة بتحليل عناصر مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة إلى ثلاثة عناصر وهي، محتوى التقرير Content Elements، أساس اعداد التقرير Capitals، والمبادئ الإرشادية بالتقرير Guiding Principles، وقد توصلت الدراسة أن أهم عنصر من عناصر مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة

* هي أحد أقسام قاعدة بيانات Thomson Reuters، والتي تجمع البيانات البيئية والاجتماعية والحوكمة لأكثر من 6000 شركة على مستوى العالم، وتشمل أكثر من 750 من عناصر البيانات الفردية مصنفة إلى 18 فئة تتضمن أربع أبعاد للأداء الاقتصادي، البيئي، الاجتماعي، وحوكمة الشركات.

والذي له التأثير الأكبر على تركيبة المستثمرين طويلي الأجل هي المبادئ الإرشادية التي يتناولها التقرير.

هذا وقد ثار جدل أكاديمي حول العلاقة بين التقارير المتكاملة وبين بعض الآثار الاقتصادية، كدقة تنبؤات المحللين الماليين، وحيث أن اعداد التقارير المتكاملة يعتمد بشكل أساسي على التقدير من جانب المديرين، وحيث أن المعلومات المتضمنة بالتقرير تتعلق بالمستقبل وخلق قيمة مستقبلية للشركة، فمن الممكن أن تواجه التقارير مشكلة الوكالة Agency Problems مما يزيد من فرص عدم تماثل المعلومات المتضمنة بتلك التقارير، وبالتالي ظهرت الحاجة هنا إلى وجود ضمانات Assurances لخلو تلك التقارير من مشكلة الوكالة وعدم تماثل المعلومات (Hay, 2015)، ومن هذا المنطلق فقد IIRC ثلاث ورقات عن تلك الضمانات، الورقة الأولى بعنوان 'ضمانات التقارير المتكاملة: المقدمة Assurance on Integrated reporting: Introduction to the issues'، الورقة الثانية بعنوان 'ضمانات التقارير المتكاملة: الاستكشاف: Assurance on IR: An exploration'، أما الورقة الثالثة بعنوان 'ضمانات التقارير المتكاملة: نظرة عامة من ردود الأفعال Assurance on IR: Overview of feedback'، وكان الهدف الأساسي من اصدار هذه الأوراق هو التركيز على أهمية مصداقية التقارير المتكاملة importance of the credibility of integrated reports.

إن طبيعة إطار عمل التقارير المتكاملة يتطلب من الشركات أن توضح عن الموضوعات المتعلقة بخلق القيمة المستقبلية للمساهمين وأصحاب المصلحة، مع إدراج المعلومات والعناصر المرتبطة بذلك ضمن التقرير وفقاً لمستوى عال من الجودة، ووفقاً لهذا السياق فهناك العديد من طرق قياس الإفصاح عن تلك المعلومات والعناصر التي تم استخدامها في العديد من الدراسات الأكاديمية، والممارسات المهنية. ويحاول الباحث في هذا الجزء من الدراسة الإجابة على سؤالين محوريين وصولاً لقياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، السؤال الأول: ما هي الخصائص الواجب توافرها بالتقرير حتى يتميز بارتفاع مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة؟، السؤال الثاني، كيف يتم قياس هذه الخصائص أو بمعنى أوضح كيف يقاس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة؟ وقبل الإجابة على تلك الأسئلة يجب أن ينوه الباحث إلى أنه ليس بمجرد أن تقوم الشركة بإعادة تصنيف المعلومات والعناصر بتقاريرها السنوية لتصبح أكثر جانبيه، معناه أن الشركة قد أصدرت تقريراً متكاملاً متوافق مع متطلبات الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة الصادر عن

IIIRC، والعكس من ذلك فبعض الشركات قد تصدر تقارير عالية المستوى متوافقة مع خصائص التقارير المتكاملة، وعلى الرغم من ذلك ولا تطلق عليها اسم تقرير متكامل. من الأهمية عند الحديث عند مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة البحث عن مؤشر بديل Proxy لقياس هذا المستوى، وبمراجعة الباحث للدراسات السابقة في هذا المجال، تبين أن العديد من قواعد البيانات العالمية قد أعدت Proxy لقياس مستوى الإفصاح وفقاً لبعض التقارير المتعلقة بالحوكمة، الإفصاح عن المعلومات البيئية، والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، مثل، مؤشر (ESG) الصادر عن قاعدة بيانات Bloomberg، وكذلك مؤشر ASSET4 الصادر عن قاعدة بيانات Thomson Reuters ، كما توفر قاعدة بيانات KLD مؤشر لقياس المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة لأفضل 3000 شركة أمريكية. وتلجأ بعض الدراسات لاستخدام المؤشرات السابقة كـ Proxy لقياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، Lee, K., and G. H. Yeo, (2015); Rambaud, A., and J. Richard, (2015); Rowbottom, N., and J. Locke, (2016)، وقد رأيت تلك الدراسات أن الميزة الهامة والواضحة لاستخدام تلك المؤشرات من قواعد بيانات عالمية مثل Bloomberg و Thomson Reuters، هي ان تلك القواعد اعتمدت في بنائها على حجم هائل من بيانات الشركات من مختلف دول العالم، وإن الاعتماد على مؤشرات أخرى من احدى الدراسات سوف يقيد بحجم العينة المستخدمة في الدراسة أو بطبيعة البيانات أو الشركات المتضمنة بالدراسة Adams, C. A. (2015).

وعند استخدام Proxies المستخلصة من قواعد البيانات العالمية يجب أن توخى الحذر للاعتبارات التالية؛ (1) إن قواعد البيانات تتضمن بيانات مجموعة واسعة من الشركات، بصرف النظر عما إذا كانت الشركة قد أصدرت تقريراً متكاملاً أم لا، (2) معظم تلك المؤشرات صممت لتقيس مستوى الإفصاح البيئي والاجتماعي وليس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وليس شرطاً ارتفاع مستوى الإفصاح البيئي والاجتماعي بصاحبه ارتفاع مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، (3) مازال هناك شك في قدرة المؤشرات المستخلصة من قواعد البيانات العالمية في قياس مستوى الإفصاح، فعلى الرغم من أن قاعدة بيانات كلاً من Bloomberg و Thomson Reuters تستند إلى التقارير الرسمية والمعلنة الصادرة عن الشركات المتضمنة بتلك القواعد، فإنها تعكس أيضاً معلومات من مصادر أخرى، مثل وسائل الإعلام الإخبارية، ومعلومات خاصة تم الحصول عليها بشكل غير رسمي من الشركات نفسها Villiers C., et al., (2016).

وبمراجعة أدبيات الإفصاح البيئي والمسئولية الاجتماعية، تبين للباحث أن Proxies المستخلصة من قواعد البيانات العالمية غالباً ما تستخدم باعتبارها بديلاً لأداء المسئولية الاجتماعية للشركات للشركات، وليس الإفصاح عنها، وكثيراً ما تفترض دراسات الإفصاح الاختياري وجود علاقة ارتباط موجبة قوية بين الأداء والإفصاح Healy and Palepu, (2001); Bernardi, C., and A. W. Stark, (2015) العديد من الأدبيات الأخرى تبين للباحث أن الأداء عن المسئولية البيئية والاجتماعية يرتبط عكسياً وبقوة مع الإفصاح عن المسئولية البيئية والاجتماعية، Atkins, J. F., et al., (2015); Baboukardos, D., and G. Rimmel, (2016); Barth, M. E., et al., (2013); Barth, M. E., et al., (2015)

استخدمت دراسة Serafeim, (2015) مؤشر CGVS المستخلص من قاعدة بيانات ASSET4 كمؤشر بديل لمستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، ويتكون مؤشر CGVS من أربعة أبعاد تقيس مسببات الإفصاح Drivers، وقد قامت دراسة Villiers, (2016) D., et al., بتحليل تلك الأبعاد ووجدت أن تلك الأبعاد تقيس الأداء وليس الإفصاح، وذلك لأنها تسلط الضوء على ما إذا كان التكامل مدرجاً في صنع واتخاذ القرارات اليومية للمديرين، وبالتالي فهي تركز على قياس التفكير المتكامل لمديرين الشركة -أداء - بدلاً من مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة.

كما قامت دراسة Barth et al., (2015) بتطوير مؤشر آخر بديل لقياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، يعتمد على مصدر خارج الشركة، حيث تمثل هذا المؤشر في نظام تسجيل نقاط عند تقييم الشركة من قبل لجنة معينة للفوز بجائزة إعداد التقارير المتكاملة Scoring System to award Integrated Reporting Prizes، وكما هو الحال مع معظم المؤشرات المستخدمة كبديل لمستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، فإن هذا المؤشر له مزايا وعيوب على حد سواء؛ حيث تتمثل الميزة الأساسية لهذا المؤشر في أن المحكمين مستقلين تماماً عن تنفيذيين الشركة، مما يضيف صبغة الاستقلالية والبعد عن التحيز في وضع تلك النقاط لكل شركة من الشركات المتقدمة لنيل الجائزة، أما العيب الأساسي في مثل تلك المؤشرات هي المحددات الخاصة بحجم العينة، وفترة البيانات، وكذلك عدد المسابقات السنوية التي من الممكن أن تتاح أمام الشركات للتقديم، كل ذلك يجعل نتائج الدراسات المعتمدة على ذلك النوع من المؤشرات مقيدة بما سبق.

وأخيراً قامت دراسة Zhou et al., (2016) بإعداد مؤشر جديد لقياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة يعتمد على جمع البيانات باستخدام تحليل المحتوى Content analysis، وقد شمل هذا المؤشر ثمانية أبعاد أساسية، هي: (1) الرؤية التنظيمية العامة للشركة وسياق التشغيل Organizational overview and operating context، (2) الحوكمة Governance، (3) الفرص والمخاطر Strategy and Opportunities and risks، (4) استراتيجية وخطط توزيع الموارد resource allocation plans، (5) نماذج الأعمال Business model، (6) الأداء والنواتج Performance and outcomes، (7) الأفق المستقبلية Future outlook، (8) عناصر أخرى Other elements، وقد صمم هذا المؤشر استناداً إلى إطار التقارير المحدد من (IIRC, 2013)، وقد قسمت الدراسة كل بعد من الأبعاد الثمانية على أبعاد فرعية كل بعد أمامه كسر عشري من (صفر إلى 1)، حسب توافق الإفصاح بالتقارير المتكاملة بالشركة لهذا البعد، وكلما حصلت الشركة على درجة مجمعة لجميع الأبعاد أعلى كلما دل ذلك على زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة.

3. الدراسات السابقة وبناء فروض الدراسة:

تحقيقاً لأهداف الدراسة يقوم الباحث في هذا الجزء من الدراسة يقوم الباحث بتحليل الدراسات السابقة المتعلقة بدراسة أثر بعض خصائص الشركات كمستوى التعهد التنظيمي ومدى احتياجات الشركة لتمويل خارجي على العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، وصولاً إلى الفجوة البحثية المتعلقة والتي تُعد نقطة بداية للدراسة لعرض مشكلة الدراسة الحالية، كما يسعى الباحث في هذا الجزء من الدراسة إلى بناء فروض الدراسة الحالية على أساس أكاديمي ومرجعي. وتحقيقاً للأهداف السابقة سوف يتم عرض هذا الجزء من الدراسة وفقاً للترتيب التالي:

3.1 العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة:

تبحث الدراسة الحالية العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة، وبمراجعة الدراسات السابقة التي بحثت تلك العلاقة، توصل الباحث إلى نوعين من وجهات النظر المتعارضة بشأن هذه العلاقة. وفقاً لوجهة النظر الأولى كما بدراسة كلا من Eccles and Serafeim, (2010) ; Eccles and Krzus, (2010) ; Lee, and Yeo, (2016) ; Martinez, Cheng et al., (2015) ; (2014) ; Francesca, et al., (2017) ; (2016)، توصلت تلك الدراسات إلى أن التقارير المتكاملة هو أمر هام جداً ومفيد للمساهمين، وبالتالي يتوقع أنصار هذا الرأي أن القيمة

السوقية للشركة سوف ترتبط بشكل إيجابي ومعنوي مع التقارير المتكاملة. كما يدعي مؤيدو هذا الرأي أن التقارير المتكاملة سوف تحسن من نوعية المعلومات المتاحة للمساهمين، لتمكنهم من التعرف على توزيع رأس المال على نحو أكثر كفاءة، ويسرد أصحاب هذا الرأي مجموعة من المنافع المحتملة للتقارير المتكاملة، يمكن أن يلخصها الباحث في النقاط التالية؛ (1) تعيد صياغة استراتيجية الشركة وتوضح كيف يستجيب نموذج أعمال الشركة للتغيرات في البيئة الخارجية والبيئة التنافسية، (2) تحدد الفرص والمخاطر التي قد تؤثر قدرة الشركة لخلق القيمة المستقبلية، (3) تحدد أفضل الطرق لإدارة المخاطر، (4) إدارة الفرص من خلال هيكل الحوكمة لخلق قيمة مستقبلية للشركة، (5) تركز على الأداء المالي وغير المالي لتلبية احتياجات أصحاب المصلحة، (6) تركز على توصيل المعلومات لأصحاب المصلحة كالربط بين استراتيجية الشركة وخطط تخصيص الموارد، وكيف يتم إشراك أصحاب المصلحة، وما هي المخاطر والفرص المحددة، (7) تركز على ارتباط إدارات الشركة معاً لتعمل مجتمعة لخلق قيمة مستقبلية للشركة، (8) تحسن في العمليات الداخلية مما يفترض معه أن يؤدي ذلك إلى الكفاءة في استخدام الموارد وتحقيق وفورات في التكاليف نتيجة للإدارة المتكاملة، وأخيراً (9) تخفض من تكلفة التمويل بالديون أو بحقوق الملكية.

على النقيض من وجهة النظر الأولى، يرى آخرون *Frimor and Mittendorf, (2010); Lennox, et al., (2011); Lodhia, S., (2015), Arya, et al., (2013)*، أن التقارير المتكاملة تضر بمصلحة المساهمين، وبالتالي إن العلاقة بين التقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة علاقة ارتباط سلبية، حيث يستند أصحاب هذا الرأي على بعض نظريات تكاليف الإفصاح عن الملكية *Proprietary Disclosure Costs*، والتي تشير إلى أن ارتفاع تكاليف الإفصاح إذا ما قامت الشركة بالإفصاح عن بعض المعلومات الخاصة بالملكية، مثل: استراتيجية الشركة، خططها المستقبلية لخلق القيمة، نماذج الأعمال، هيكل الملكية، إلى المنافسين أو النقابات العمالية، وبالتالي تلجأ الشركات إلى تخفيض مستوى الإفصاح عن مثل تلك المعلومات. ووفقاً لهذه النظريات، إذا التزمت الشركة بالتقارير المتكاملة فإنها ستقوم بالإفصاح عن بعض المعلومات السرية، والذي يتوقع معه أن يكون لها تأثير سلبي على القيمة السوقية للشركة، وفي هذا السياق، يمكن القول إن الإفصاح وفقاً لمتطلبات التقارير المتكاملة سيكون مكلفاً من حيث الكشف عن؛ (1) المعلومات السرية للمنافسين مثل استراتيجية، ونماذج الأعمال والفرص والمخاطر، (2) تكاليف الإجراءات التنظيمية والالتزامات القانونية المحتملة المترتبة على بعض العمليات السابقة التي لا تتناسب مع القيم أو المعايير الأخلاقية مثل بيع المنتجات

ذات آثار سلبية على البيئية، (3) زيادة تكاليف الالتزام المباشرة مثل تكاليف تنفيذ نظم المعلومات، وزيادة تكاليف الجهود الإدارية الرقابية. وبالتالي، فإن إعداد التقارير المتكاملة سيؤثر سلباً على قيمة السوقية للشركة.

في سياق الحديث عن العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين قيمة السوقية للشركة، يمكن القول إنه على الرغم من أن بعض الشركات قد تصدر تقريراً متكاملًا، ولكن قد يكون المحتوى المعلوماتي لهذا التقرير ضعيفاً أو منعدم، فعلى سبيل المثال، في الولايات المتحدة وبعض الدول الأخرى كجنوب أفريقيا والمملكة المتحدة، تطلب لجنة تداول الأوراق المالية من الشركات المدرجة بالبورصات الكشف عن العديد من البنود التي هي جزء من تقرير متكامل في الجزء الخاص بمناقشات وتحليلات الإدارة بالتقرير السنوي Management Discussion and Analysis فقد قدمت دراسة (Baboukardos and Gunnar, 2016)، دليلاً من الشركات الأمريكية والبريطانية على المحتوى المعلوماتي للتقارير المتكاملة، فقامت بدراسة ردود أفعال المستثمرين قبل وبعد التزام الشركات بالإفصاح عن بعض بنود وفقاً للتقارير المتكاملة بالجزء الخاص بمناقشات وتحليلات الإدارة بالتقرير السنوي، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أي تباين في قرارات المستثمرين قبل وبعد الاعلان مما يعنى أن التقرير المتكامل بتلك الشركات لا يتضمن أي محتوى معلوماتي جديد قد يؤثر على قرارات المستثمرين.

من التحليل السابق للدراسات المعنية يبحث العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين قيمة السوقية للشركة، توصل الباحث إلى أن الجدل الأكاديمي مازال سارياً حول تلك العلاقة وهذا ما دعا الباحث لدراسة تلك العلاقة، خاصة وأن معظم الدراسات أجريت على أسواق أسهم لدول متقدمة كالمملكة المتحدة، والولايات المتحدة الأمريكية.. الخ، والتي تختلف خصائصها اختلافاً جذرياً عن خصائص أسواق السهم الناشئة التي ينتمي إليها السوق المصري، ومن هنا يمكن للباحث صياغة الفرض الأول للدراسة في العبارة التالية: توجد علاقة ارتباط بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين قيمة السوقية للشركة.

3.2 أثر التعقد التنظيمي على العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة:

وفقاً لدراسة (McDaniel, 2000)، تتكون معالجة المعلومات من شقين، (1) عملية الحصول على المعلومات، (2) التكامل بين المعلومات المتحصل عليها، وتحقياً للهدف من الدراسة الحالية يستخدم مصطلح تكاليف معالجة المعلومات للإشارة إلى كلا من

تكاليف الحصول على المعلومات والتكامل بين المعلومات المتحصل عليها، حيث يؤكد (2013) IIRC، أن أحد المنافع المهمة للتقارير المتكاملة، هي خفض تكاليف معالجة المعلومات من خلال إظهار الروابط بين استراتيجيات أعمال الشركة وعملياتها وخلق القيمة بطريقة دقيقة وموجزة ومتكاملة. وتشير دراسة Baboukardos and Rimmel, (2016) إلى أن القدرة المحدودة من قبل المستثمرين في معالجة معلومات الشركات، وكذلك التكلفة المرتفعة والتعقيد في معالجة تلك المعلومات، يمكن أن يؤديا معاً إلى عدم انعكاس إصدار معلومات هامة عن الشركة في أسعار أصول الشركة وخاصة أسعار أسهم الشركة في سوق الأسهم.

يؤيد هذا الرأي دراسة (2006) Sims، حيث توصلت تلك الدراسة إلى أنه نظراً لأن قدرة المستثمرين على معالجة المعلومات محدودة، فإن المعلومات المتاحة مجاناً للمستثمرين بشكل غير رسمي لا يمكن استخدامها بالكامل وبشكل سليم، كما أوضحت الدراسة أنه زيادة تكلفة معالجة المعلومات من قبل المستثمرين، يمكن أن تؤخر إدماج المعلومات في أسعار الأصول أو بشكل آخر تؤخر انعكاس تلك المعلومات على أسعار أصول الشركة وخاصة الأسهم المتداولة.

على نفس الرأي السابق ترى دراسة (2016) Veldkamp، أنه عندما يكون الحصول على المعلومات مكلفاً فإن المستثمرين لن يشتروا سوى مجموعة فرعية من المعلومات، مما يجعل جزءاً صغيراً فقط من المعلومات ذات التكلفة المرتفعة، والخاصة بالشركة تنعكس في أسعار الأسهم، وعندما تصبح المعلومات الخاصة بالشركات متاحة للمستثمرين بتكلفة أقل سيزيد المستثمرون من الطلب على تلك المعلومات ومن ثم تنعكس كمية معلومات أكثر في نهاية المطاف على أسعار الأسهم المتداولة في السوق، وبالتالي، فإن خفض تكلفة معالجة المعلومات سيزيد من سرعة وكمية تلك المعلومات التي تنعكس في أسعار الأصول وخاصة الأسهم المتداولة.

وفقاً لدراسة كلا من (2004) ; Coles, et al., (2004) ; Bushman, et al., (2008)، فإن الشركات ذات مستوى التعقد التنظيمي *Organizational Complexity* الأعلى سوف تواجه بيانات تشغيلية وإعلامية أكثر تعقيداً، ونتيجة لذلك، ونظراً لقدرة المستثمرين المحدودة على معالجة المعلومات الصادرة عن الشركة، فإن تكاليف معالجة المعلومات ستكون أعلى في الشركات ذات التعقيد التنظيمي المرتفع. ومن المتعارف عليه أن التعقد التنظيمي له ابعاد متعددة ومختلفة، ويمكن استخدام عدة مقاييس بديلة *Proxies* لقياس درجة التعقد التنظيمي بالشركة (1992) Smith and Watts، منها، (1) عدد

قطاعات الأعمال والفروع المنتشرة جغرافياً **Number of business and geographic segments**، (2) حجم الشركة **Firm size**، و(3) الاستثمار في الأصول غير الملموسة **Intangible assets**.

تواجه الشركات التي لديها عدد كبير من قطاعات الأعمال والفروع المنتشرة جغرافياً مشكلة توزيع الموارد الاقتصادية ورأس المال على نحو غير فعال داخل الشركة، مثل نقل موارد الشركة من القطاعات المحققة أرباح إلى قطاعات أخرى حققت خسائر وذلك لدعم القطاعات الخاسرة، ومن الجدير بالذكر أيضاً أن بعض القطاعات غير المتمائلة تشغيلياً وغير ذات الصلة معاً، يمكن أن يكون لها أنماط أو ثقافة تشغيلية متعارضة قد تعوق الأداء التشغيلي بالشركة (Stein, 1997)، وعلاوة على ذلك، فإن الشركات التي لديها عدد كبير من قطاعات الأعمال والفروع المنتشرة جغرافياً سوف تكون أكثر عُرضة من غيرها لحدوث مشاكل التخلخل الأخلاقي **Moral Hazard**، وذلك لأن تنفيذيين القطاعات قد يكون لديهم فرصة أكبر لاتخاذ إجراءات دون المستوى الأمثل والتي ترفع من مؤشرات أداء القطاع الذي يديرونه ولكنها تضر بالأداء على مستوى الشركة ككل **Harm the company-wide performance** (Lang and Stulz, 1994)، والشركات متعددة قطاعات الأعمال ستكون عُرضة أكثر من غيرها لظهور مشكلة عدم تماثل المعلومات، وكذلك ما يعرف بمشكلة تكلفة الوكالة (Habib, et al., 1997)، كذلك تواجه الشركات صاحبة القطاعات المنتشرة جغرافياً تعقد اتخاذ القرار الإداري ومتابعة تنفيذه، وتعقد معالجة المعلومات، وكل ذلك ينشأ بسبب التشتت الجغرافي للقطاعات **Geographic dispersion**، واختلاف العملات والمشاكل المرتبطة بأسعار التحويل **Multiple currencies**، وارتفاع تكاليف مراجعة الحسابات **High auditing costs**، اختلاف الأنظمة القانونية والضريبية **Differing legal and tax systems**، والاختلافات الثقافية واللغوية **Language differences** (Bushman, et al., 2004).

وفقاً لدراسة (Smith and Watts, 1992)، توجد علاقة ارتباط قوية موجبة بين حجم الشركة ودرجة التعقد التنظيمي، ويرجع ذلك إلى انه كلما زاد حجم الشركة زادت حجم عمليات الشركة وتشعبت، وظهرت مشاكل عدم التنسيق بين الفرص الاستثمارية المختلفة، وعلاوة على ذلك، قد يؤدي تشعب وتعدد العمليات التجارية إلى الضغط على المديرين التنفيذيين مما يقلل تركيزهم، ويتطلب ذلك مستويات عالية من المواهب الإدارية.

كما ورد بدراسة (Aboody and Lev, 2000)، تتميز الاستثمارات في الأصول غير الملموسة عادة بمنافع مستقبلية غير مؤكدة الحدوث، وعادة ما تستغرق تلك

الاستثمارات فترات طويلة للنمو والتطور، وبصاحب تلك الفترات احتمالات حدوث مخاطر مرتفعة. كما تزداد حالة عدم تماثل المعلومات في الشركات التي تستثمر في أصول غير ملموسة كما تواجه الإدارة التنفيذية بتلك الشركات خلال تلك الفترات صعوبات كبيرة في تقدير فرص النمو الناشئة عن الاستثمار في الأصول غير الملموسة، وفقاً لدراسة Barth, et al., (2001)، فقد وُجد أن جهود المحللين الماليين وتكلفتهم تزداد مع زيادة نسبة الأصول غير الملموسة إلى إجمالي أصول الشركة، كما وجد (Tasker, 1998)، أن الشركات ذات الكثافة العالية في الاستثمار في البحوث والتطوير تقوم بإجراء المزيد من عقد اللقاءات مع المحللين الماليين بناء على طلبهم، مما يعني زيادة الطلب من جانب المستثمرين للحصول على معلومات حول أنشطة البحوث والتطوير لهذه الشركات.

وفقاً للسياق السابق فإن تكاليف تجهيز المعلومات ستكون أعلى في الشركات المعقدة تنظيمياً، وتفترض الدراسة الحالية أن مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة سوف يُحسن من بيئة المعلومات الخاصة بالشركة، من خلال تعزيز الإفصاح عن المعلومات الكمية والوصفية بمستوى أعلى وبطريقة متكاملة وموجزة. ومن ثم فإن الدراسة الحالية تتوقع أن زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة سيخفض من تكاليف معالجة المعلومات في الشركات ذات التعقد التنظيمي الأعلى. كما تتبنى الدراسة الحالية المقاييس بديلة Proxies التي وردت بدراسة (Smith and Watts, 1992) لقياس درجة التعقد التنظيمي بالشركة، وهي، (1) عدد قطاعات الأعمال والفروع المنتشرة جغرافياً، (2) حجم الشركة، وأخيراً (3) الاستثمار في الأصول غير الملموسة. ومن هنا يمكن للباحث صياغة الفرض الثاني للدراسة في العبارة التالية: إن علاقة الارتباط الموحدة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين قيمة السوقية للشركة ستكون أكثر وضوحاً وقوة في حالة الشركات ذات التعقد التنظيمي الأعلى.

3.3 أثر الاحتياج لتمويل خارجي على العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة:

كما ورد بدراسة (Myers and Majluf, 1984)، فإنه نتيجة تباين المعلومات بين المساهمين والمديرين التنفيذيين كأحد سمات عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، فإنه من المرجح أن تواجه الشركة صعوبات في الحصول على تمويل خارجي، وإذا ما حدث سيكون أكثر تكلفة بكثير من التمويل الداخلي. وفي هذه الحالة قد تضطر الشركات إلى التخلي عن بعض المشاريع المستقبلية ذات صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الموجبة الأكبر بسبب ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي. ووفقاً لدراسة

Verrecchia, (1983)، فإن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري يقلل من مستوى عدم تماثل المعلومات ويخفض من تكلفة التمويل الخارجي، وبالتالي، فإن الإفصاح يحسن قدرة الشركات على تمويل مشاريعها المربحة وعدم التخلي عنها بسبب ارتفاع تكلفة التمويل، وهكذا توقعت الدراسات النظرية في مجال الإفصاح أن الشركات التي لديها احتياجات تمويل خارجية أكبر من المرجح أن تكون لديها مستويات أعلى من الإفصاح الاختياري.

دعمت الدراسات التطبيقية ما تنبأت به الدراسات النظرية عن وجود علاقة ارتباط موجبة بين زيادة احتياجات الشركة لتمويل خارجي وبين زيادة مستوى الإفصاح الاختياري، حيث توصلت دراسة (Frankel, et al., 1995)، إلى أن مستوى الإفصاح يزداد بالشركات قبل، أثناء، وبعد إصدار أوراق مالية. وقد قامت دراسة Lang and Lundholm, (2000)، بتحليل الإفصاح للشركات التي تقوم بإصدار أسهم، ووجدت الدراسة أن هناك زيادة كبيرة في الإفصاح بداية من ستة أشهر قبل عملية الإصدار، وبالمثل، استخدمت دراسة (Healy and Palepu, 2001)، عينة من شركات 34 دولة، وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تتمتع بمستوى أعلى من الإفصاح يكون لديها معدلات تكرار أكبر لإصدار سندات. كما توصلت ودراسة (Francis, et al., 2005) إلى أن الشركات التي تنتمي لصناعات ذات احتياجات تمويلية أعلى، سيكون لديها مستويات أعلى من الإفصاح الاختياري، وعلاوة على ذلك، فسوف تستفيد هذه الشركات من ارتفاع مستوى الإفصاح الاختياري في جذب المزيد من مصادر التمويل سواء بالأسهم أو بالديون بتكلفة أقل. واستخدمت دراسة (Durnev and Kim, 2005)، عينة كبيرة من شركات عدة دول، وتوصلت الدراسة إلى أنه كلما زادت حاجة الشركة إلى مصادر تمويل خارجية كلما زادت مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بالتقرير المالية.

من الجدير بالذكر أن بعض الدراسات أثبتت أن علاقة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة واحتياجات الشركة للتمويل الخارجي ستكون أقوى في البلدان التي تعاني من ضعف الحماية القانونية للمساهمين، حيث تعاني الشركات في الدول ذات النظم القانونية الضعيفة صعوبة بالغة في زيادة الحصول على تمويل خارجي، وذلك لأن المستثمرين يتك الدول ليس لديهم الثقة في حماية الدولة لحقوقهم، ومن ثم فإن الشركات لديها حوافز كبيرة للحد من مخاوف المستثمرين من خلال زيادة مستوى الإفصاح للحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي جذب المزيد من المستثمرين وكذلك خفض تكلفة التمويل بالشركة (Lee, and Gillian, 2016). يتناول إطار إعداد التقارير المتكاملة الربط بين التمويل الخارجي والإفصاح، من خلال التأكيد على أن "المستثمرين مهتمين بخلق قيمة مستقبلية

للشركة providers of financial capital are interested in the value an organization creates for itself. ومن السياق السابق يمكن للباحث صياغة الفرض الثالث للدراسة في العبارة التالية: إن علاقة الارتباط الموجبة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة ستكون أكثر وضوحاً وقوة في حالة الشركات ذات الاحتياحات التمويلية الخارجية الأعلى.

إن فروض الدراسة الحالية بُنيت على دراسة الآثار الاقتصادية لمستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بشكل عام، وأثر مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على أسواق الأسهم بشكل خاص، فقد وجد الباحث أن المتغيرات الاقتصادية مثل؛ دقة توقعات المحللين Analyst Forecast Accuracy، انخفاض تكلفة رأس المال Lower Cost of Capital، وارتفاع سيولة سوق الأسهم Higher Stock Liquidity، القيمة السوقية للشركة Firm Value، التدفقات النقدية المتوقعة Expected Cashflows، وتركيبه هيكل المستثمرين Dedicated Investor Base، قد ترتبط سلباً أو إيجاباً بمستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وعلى الرغم من أن هناك العديد من الدراسات تناولت دراسة ذلك، ولكن الأدلة التي توصلت إليها تلك الدراسات تخضع لقيود اختيار العينات، وفترات التطبيق، كما ان معظم تلك الدراسات اعتمدت على بيانات سلاسل زمنية مستخرجة من شركات بورصة جوهانسبرج بجنوب أفريقيا أو بالتطبيق على أسواق مال متقدمة كالمملكة المتحدة، والولايات المتحدة الأميركية، والتي تختلف خصائصها اختلافاً جديراً عن خصائص أسواق الأسهم الناشئة التي ينتمي إليها سوق الأسهم المصري. ومن هنا يرى الباحث أنه إذا ما تم الاعتماد على بيانات من دول أخرى قد تتبدل تلك الأدلة، مع الأخذ في الحسبان وبشدة ما إذا كان تطبيق التقارير المتكاملة في كل بلد يتم بشكل إلزامي أم اختياري.

4. مشكلة الدراسة:

بعد ما قام به الباحث من تحليل الاطار المفاهيمي لمستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وكذلك تحليل الدراسات السابقة المرتبطة بدراسة العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، وكذلك أثر خصائص الشركة على تلك العلاقة، وبعدما أثبت الباحث نظرياً وجود اختلافات جوهرية بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة الأخرى، وبناء فروض الدراسة، فإنه يمكن للباحث القول أن مشكلة الدراسة تكمن في دراسة اتجاه وقوة علاقة الارتباط بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بالشركات المساهمة المصرية المتداول أسهمها يسوق الأسهم المصري، وبين القيمة السوقية للشركة،

ثم دراسة أثر بعض خصائص تلك الشركات على تلك العلاقة، ومن ثم يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤلات التالية:

4/1 هل توجد علاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بالشركات المساهمة المصرية المتداول أسهمها بسوق الأسهم المصري، وبين القيمة السوقية للشركة. وإذا ما وجدت تلك العلاقة، فما هو اتجاهها وقوتها؟

4/2 هل تختلف قوة العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بالشركات المساهمة المصرية المتداول أسهمها بسوق الأسهم المصري، وبين القيمة السوقية للشركة، في حالة الشركات التي تتميز بدرجة تعقد تنظيمي أعلى عنها في تلك الشركات ذات التعقد التنظيمي الأقل.

4/3 هل تختلف قوة العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بالشركات المساهمة المصرية المتداول أسهمها بسوق الأسهم المصري، وبين القيمة السوقية للشركة، في حالة الشركات التي تتميز بدرجة احتياجات لتمويل خارجي أعلى عنها في تلك الشركات ذات الاحتياج التمويلي الخارجي الأقل.

5. أهداف الدراسة:

الهدف من الدراسة الحالية هو بحث نوع وقوة العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بالشركات المساهمة المصرية المتداول أسهمها بسوق الأسهم المصري، وبين القيمة السوقية للشركة، وكذلك بحث أثر كلا من؛ مستوى التعقد التنظيمي للشركة، ومدى احتياجات الشركة لتمويل خارجي، على تلك العلاقة. ووصولاً لتحقيق الهدف السابق تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

5/1 قياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة لعينة من الشركات المساهمة المتداول أسهمها بسوق الأسهم المصري خلال الفترة من 2013 وحتى 2017. ثم تحرى اتجاه وقوة العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية لشركات العينة خلال تلك الفترة.

5/2 تحرى الاختلاف في اتجاه وقوة العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية لشركات العينة خلال تلك الفترة، في حالة ادخال خاصية درجة التعقد التنظيمي كمتغير مؤثر Moderate Variable ضمن نموذج الانحدار الممثل لتلك العلاقة.

5/3 تحرى الاختلاف في اتجاه وقوة العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية لشركات العينة خلال تلك الفترة، في حالة ادخال خاصية مدى

احتياج الشركات لتمويل خارجي كمغير مؤثر Moderate Variable ضمن نموذج الانحدار الممثل لتلك العلاقة.

6. حدود الدراسة:

ارتبطت خطة الدراسة الحالية بالحدود التالية:

6/1 تستخدم الدراسة الحالية مؤشر بديل Proxy لقياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة عند بحث العلاقة مع القيمة السوقية للشركة، وبمراجعة الدراسات السابقة في هذا المجال تبين للباحث أن العديد من الدراسات قد استخدمت عدد من تلك المؤشرات البديلة لقياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، مثل: مؤشر ESG الصادر عن قاعدة بيانات Bloomberg، ومؤشر CGVS المستخرج من قاعدة بيانات ASSET4 الصادر عن Thomson Reuters، ومؤشر KLD لقياس المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة لأفضل 3000 شركة أمريكية. وقد تبين للباحث أن تلك المؤشرات البديلة Proxies قد استخدمت لقياس الأداء البيئي والاجتماعي، وليس لقياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وغالباً ما تستخدم هذه المؤشرات في الأدبيات باعتبارها متغيراً بديلاً لأداء المسؤولية الاجتماعية للشركات، وليس الإفصاح عنها، ومن هنا سوف تعتمد الدراسة الحالية في قياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على المؤشر المستخدم بدراسة Zhou et al., (2016)، والذي يعتمد بدوره على جمع البيانات باستخدام تحليل المحتوى Content Analysis وفقاً لآطار التقارير المتكاملة الصادر عن (IIRC, 2013)، وقد اطلق على هذا المؤشر اسم IRSORE .

6/2 تركز الدراسة الحالية على بحث العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، كأحد الآثار الاقتصادية لمستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على أسواق الأسهم، دون التطرق لقياس الآثار الاقتصادية الأخرى لمستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، مثل: التدفقات النقدية والأرباح المستقبلية، تكلفة رأس المال، تكلفة الديون، والتغيرات في توقعات المحللين الماليين والمستثمرين.

7. توصيف عينة الدراسة وأسلوب جمع البيانات:

تسير الدراسة الحالية على نهج الدراسات التي بحثت الآثار الاقتصادية لمستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة للشركات على أسواق الأسهم بشكل عام، والعلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة بشكل خاص كما بدراسة كلاً من ; Serafeim, (2016) ; Lee, and Yeo, (2016)

Mervelskemper, and Streit, (2017); Baboukardos, and Rimmel, (2016); Miralles-Quiros, (2017); Garanina, and Dumay, (2017); Maniora, (2017); Kim, (2017) وقد خضع اختيار عينة الدراسة الحالية للمعايير التالية:

7/1 تتطلب الدراسة الحالية أن يتضمن مجتمع الدراسة الشركات التي قد تصدر تقارير وفقاً لمتطلبات الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة الصادر عن (IIRC, 2013)، أو تلك الشركات التي قد تصدر تقارير عالية الجودة متوافقة مع خصائص مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة ولكنها لا تصدر تقارير تحت مسمى التقارير المتكاملة، ووفقاً لهذا السياق فقد رأى الباحث أن مجتمع البحث ممكن أن يشمل مبدئياً جميع الشركات المساهمة المصرية المسجلة وتتداول أسهمها بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2013 وحتى 2017، وهي الفترة التي أعقبت إصدار الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة الصادر في ديسمبر 2013 عن IIRC. حيث بلغ عدد تلك الشركات المساهمة المصرية المسجلة وتتداول أسهمها بالبورصة المصرية 216 شركة وفقاً للتقرير السنوي للبورصة لسنة 2017.

7/2 تتطلب الدراسة الحالية توافر بيانات عن أسعار الأسهم المتداولة اليومية خلال فترة الدراسة، وبالتالي فقد تم حذف عدد 3 شركة لم تتداول أسهمها بالبورصة المصرية خلال فترة الدراسة وفقاً للتقرير السنوي للبورصة لسنة 2017.

7/3 تعتمد الدراسة الحالية عند قياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على المؤشر المستخدم بدراسة (Zhou et al., 2016)، والذي يعتمد بدوره على جمع البيانات باستخدام تحليل المحتوى Content analysis وفقاً لإطار التقارير المتكاملة الصادر عن (IIRC, 2013)، وقد أطلق على هذا المؤشر IRSORE. والذي تضمن ثمانية أبعاد أساسية- كما سبق القول- وقد قامت الدراسة ببحث مدى توافر تلك الأبعاد مجتمعة بالتقارير المختلفة الصادرة عن شركات مجتمع الدراسة خلال فترة الدراسة، وبالتالي تم استبعاد البنوك وشركات التأمين والخدمات المالية لما للإفصاح عن تقاريرها من طبيعة خاصة، كما تم استبعاد الشركات التي اندمجت مع شركات أخرى خلال فترة الدراسة، وكذلك عدد آخر من الشركات لعدم توافر البيانات المتعلقة بتلك الأبعاد بها، أو لعدم توافر البيانات المتعلقة بقياس متغيرات الدراسة.

وقد أسفر تطبيق المعايير السابقة عن اختيار عدد 156 شركة مساهمة مصرية مسجلة ومتداول أسهمها بسوق الأسهم المصري، لتمثل عينة الدراسة خلال الفترة من

2013 وحتى 2017، وقد تجاوز حجم العينة المستخدم بالدراسة الحالية الحد الأدنى من حجم العينة المحسوب والبالغ عدده 138 شركة لمجتمع الدراسة والبالغ عدده 216 شركة عند مستوى ثقة 95%، حيث طبقت الدراسة الحالية باستخدام 780 مشاهدة. والجدول التالي رقم (1) يوضح توصيفاً لعينة الدراسة بتوزيع شركات العينة على القطاعات الاقتصادية المختلفة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.

وفقاً لطبيعة وأهداف الدراسة تم جمع البيانات المتعلقة بقياس متغيرات الدراسة وفقاً لأسلوب Panel Data من التقارير المالية المنشورة والإيضاحات المتممة لها المتحصل عليها من شركة مصر لنشر المعلومات، تقارير مجلس الإدارة الدورية، محاضر اجتماع الجمعيات العمومية العادية وغير العادية، الأخبار الرسمية المتاحة عن الشركة في الموقع الإلكتروني الرسمي للشركة والبورصة المصرية، النشرات الدورية لهيئة الرقابة المالية، كتاب الإفصاح السنوي للبورصة المصرية، والموقع الإلكتروني مباشر مصر.

الجدول رقم (1)

توصيف عينة الدراسة

النسبة	عدد الشركات	اسم القطاع	مسلسل
8%	13	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	1
13%	20	أغذية ومشروبات	2
11%	17	مواد أساسية	3
10%	15	عقارات	4
6%	10	منتجات منزلية	5
5%	8	الكيموايات	6
8%	13	السياحة والترفيه	7
12%	18	التشييد والبناء	8
10%	15	رعاية طبية وصحية	9
4%	7	موزعون وتجارة تجزئة	10
4%	7	اعلام، تكنولوجيا	11
4%	6	اتصالات	12
4%	7	مرافق عامة	13
100%	156	الإجمالي	

8. متغيرات الدراسة ونماذج قياسها:

يقوم الباحث في هذا الجزء من الدراسة بمناقشة متغيرات الدراسة والنماذج المقترحة

لقياسها كما يلي:

8/1. المتغير التابع - القيمة السوقية للشركة:

وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، فإن القيمة السوقية للشركة، تُعد المتغير التابع

للدراسة عند اختبار فروضها، وعلى غرار العديد من الدراسات المعنية بقياس القيمة السوقية

للشركة، تستخدم الدراسة الحالية مقياس بديل Proxy للتعبير عن القيمة السوقية للشركة، وهو نسبة الـ Tobin's q كما وردت بدراسة كلا من Tobin and Brainard, (1968); Tobin and Brainard, (1977); Tobin, (1969); Tobin, (1978); Parkash, (2016)، وقد استخدمت نسبة Tobin's q على نطاق واسع في أدبيات المحاسبة والتمويل، كمقياس بديل لقياس فرص الاستثمار في المستقبل، حيث تعرف نسبة Tobin's q بأنها القيمة السوقية للشركة مقسومة على تكلفة استبدال أصول الشركة.

وبمراجعة أدبيات المحاسبة والتمويل في مجال استخدام نسبة Tobin's q كمؤشر للقيمة السوقية للشركة، تبين للباحث أن نسبة Tobin's q قد استخدمت بالعديد من الدراسات لدراسة الظواهر المالية والقرارات الخاصة بسياسات الاستثمار وتنوع الاستثمارات، مثل دراسة McConnell and Malkiel, et al., (1979); Jose, et al., (1986); Servaes, (1990); Morck, Shleifer, and Vishny, (1988) والتي توصلت جميعها إلى وجود علاقة ارتباط بين نسبة Tobin's q كمؤشر للقيمة السوقية للشركة وبين هيكل الملكية الإدارية بالشركة، كما استخدمته دراسة كلا من؛ Lang and Stulz, (1995); Berger and Ofek, (1994) في تحديد العلاقة بين تنوع الاستثمارات والأداء المالي للشركة، وفي دراسة لـ Cho, (1998) حول تجانس هيكل الملكية وعلاقته بالقيمة السوقية للشركة، استخدمت الدراسة نسبة Tobin's q لفحص تأثير هيكل الملكية على قيمة وأداء الشركة وتوصلت الدراسة إلى أن القيمة السوقية للشركة تحدد هيكل الملكية وليس العكس كما ادعى Morck, et al., (1988).

نظرا للاستخدام الواسع النطاق لنسبة Tobin's q في الدراسات التطبيقية في مجالي التمويل والمحاسبة، فقد دعا ذلك العديد من الدراسات لقياس نسبة Tobin's q باستخدام منهجيات متعددة تتراوح من المعقدة إلى المباشرة نسبيا، حيث تتطلب بعض المنهجيات بيانات من مصادر متنوعة، وقد يكون بعضها غير متاح للعديد من الشركات Lindenberg and Ross, (1981); Hall, (1990); Lewellen and Badrinath, (1997)، وقد توصلت دراسة Chunk and Pruitt, (1994) إلى صيغة أبسط لقياس نسبة Tobin's q ترتبط بالصيغة الأصلية التي قدمتها دراسة Lindenberg and Ross, (1981) وقدمت دراسة كل من Megna and Klock, (1994); Perfect and Wiles, (1994)؛ تنقيحاً لصيغة Chunk and Pruitt, (1994) وتوصلت إلى أنه يمكن قياس نسبة Tobin's q بقسمة القيمة السوقية لحقوق الملكية للشركة زائدا القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات على القيمة الدفترية لإجمالي أصول

الشركة، وسوف تتبع الدراسة الحالية الصيغة الأخيرة لأنها الصيغة الأقرب لقياس القيمة السوقية للشركة وتتناسب مع طبيعة بيانات الدراسة التي أمكن التحصل عليها، وفي نفس الوقت، تم استخدامها في العديد من الدراسات المشابهة (Liang et al., 2016).

8/2. المتغير المستقل- مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة:

تعتمد الدراسة الحالية على مقياس بديل Proxy لقياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وهو مؤشر IRSCORE والذي يعتمد على جمع البيانات باستخدام تحليل المحتوى Content analysis، والمُعد من قبل المجلس الدولي للتقارير المتكاملة (IIRC) ووفقاً لإطار التقارير المتكاملة الصادر عنه ديسمبر 2013، والوارد بدراسة Zhou et al., (2016)، وقد استخدم الباحث استخدام هذا المؤشر كمقياس بديل لمستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة للأسباب التالية:

- كما سبق القول فإن المؤشرات المستخرجة من قواعد البيانات العالمية مثل، مؤشر ESG الصادر عن قاعدة بيانات Bloomberg، ومؤشر CGVS المستخرج من قاعدة بيانات ASSET4 الصادر عن Thomson Reuters، ومؤشر KLD لقياس المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة لأفضل 3000 شركة أمريكية، قد استخدمت لقياس الأداء البيئي والاجتماعي، وليس لقياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وغالباً ما تستخدم هذه المؤشرات في الأدبيات باعتبارها متغيراً بديلاً لأداء المسؤولية الاجتماعية للشركات، وليس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة.
- كما سبق القول أيضاً أن استخدام بعض الدراسات مقاييس أخرى بديلة لقياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، بحيث تعتمد على مصدر خارج الشركة كما بدراسة Barth et al., (2015)، والتي تعتمد على مصادر بيانات من خارج الشركة، تنقيد بمجموعة من المحددات الخاصة بحجم العينة، وفترة البيانات، كل ذلك يجعل نتائج الدراسات المعتمدة على ذلك النوع من المؤشرات مقيدة بما سبق عند استخدامها في بيئة الأعمال المصرية.
- فضلاً عما سبق، فإن الدراسة الحالية تتطلب أن يشمل مجتمع الدراسة الشركات التي قد تصدر تقارير وفقاً لمتطلبات الإطار المفاهيمي للتقارير، أو تلك الشركات التي قد تصدر تقارير عالية الجودة متوافقة مع خصائص مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، ولكنها لا تصدر تقارير تحت مسمى التقارير المتكاملة، وحيث أن بيئة الأعمال المصرية لا تلزم الشركات المساهمة المصرية بإصدار تقارير متكاملة.

وفقاً للأسباب السابقة، فقد وجد الباحث أنه من المناسب استخدام مؤشر IRSORE لقياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة لأنه يتناسب وبشكل كبير مع هذا النوع من الدراسات ومع طبيعة الشركات بيئة الأعمال المصرية. حيث صمم هذا المؤشر استناداً إلى إطار التقارير المحدد من المجلس الدولي للتقارير المتكاملة، ويشمل ثمانية أبعاد أساسية، هي: (1) الرؤية التنظيمية العامة وسياق التشغيل، (2) الحوكمة، (3) الفرص والمخاطر، (4) استراتيجية وخطط توزيع الموارد، (5) نماذج الأعمال*، (6) الأداء والنواتج، (7) الأفق المستقبلية، (8) أسس الإعداد.

في ظل غياب إطار نظري حول كيفية إعطاء أهمية نسبية لكل بعد من أبعاد مؤشر IRSORE الثمانية، فقد قامت الدراسة الحالية بإعطاء أهمية متساوية وبالتالي وزن نسبي متساوي لكل بعد من الأبعاد الثمانية لهذا المؤشر، حيث يحتوي كل بعد من الأبعاد الثمانية الرئيسية لقياس مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على (5) أبعاد فرعية، حيث يعطى كل بعد فرعي درجة تبدأ من (الصفر) وتعنى عدم التوافق الكامل لهذا البعد الفرعي مع متطلبات إطار التقارير المتكاملة، وحتى (5) وتعنى التوافق الكامل لهذا البعد الفرعي مع متطلبات إطار التقارير المتكاملة. وبالتالي، فإن الحد الأدنى لكل بعد رئيسي هو صفر (يتضمن 5 أبعاد فرعية × صفر نقطة لكل سؤال)، أما الحد الأقصى لكل بعد رئيسي هو 25 (يتضمن 5 أبعاد فرعية × 5 نقاط لكل سؤال). ويتكرر طريقة الحساب هذه لجميع أبعاد مؤشر IRSORE، سوف تتراوح درجة الشركة على مؤشر IRSORE بين (صفر) و(200). ثم يتم ترتيب شركات العينة خلال فترة الدراسة وفقاً للدرجة التي حصلت عليها على مؤشر IRSORE، ويشير ارتفاع درجة مؤشر IRSORE إلى ارتفاع مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبما يتوافق مع إطار التقارير المتكاملة.

8/3. المتغيرات المؤثرة Moderate Variables - خصائص الشركة:

تبحث الدراسة الحالية في العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، وقد قدمت العديد من الدراسات مثل؛ Aboody, and Lev, (2017); Coles, et al., (2017); Bushman, et al., (2015)، دليلاً على أن

* يقصد بالـ Business Model الأسلوب الذي تتبعه الشركة في خلق قيمة وتحقيفها والاستفادة منها، ويتضمن تسعة عناصر أساسية؛ شرائح العملاء Customer Segments، القيم المقترحة Value Propositions، القنوات Channels، العلاقات مع العملاء Customer Relationships، مصادر الإيرادات Revenue Streams، الموارد الرئيسية Key Resources، الأنشطة الرئيسية Key Activities، الشركاء الرئيسية Key Partnerships، وهيكل التكاليف Cost Structure.

العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة قد تتفاوت بسبب تغير بعض خصائص شركات، حيث تظهر هذه العلاقة بوضوح بالشركات التي تتصف بزيادة درجة التعقد التنظيمي، وكذلك زيادة درجة اعتماد الشركة على تمويل خارجي، ووفقاً لهذا السياق تقوم الدراسة الحالية بدراسة تغير الخصائص السابقة للشركة كمتغيرات يؤثر دخولها على نموذج الانحدار الممثل للعلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، على قوة او اتجاه هذه العلاقة .

• درجة التعقد التنظيمي Organizational Complexity:

الفرض الثاني من الدراسة الحالية يتوقع أن علاقة الارتباط الموجبة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، ستكون أكثر وضوحاً في الشركات ذات درجة التعقد التنظيمي الأعلى، ويمكن للدراسة الحالية قياس درجة التعقد التنظيمي وفقاً لثلاثة أبعاد أساسية، هي؛ (1) عدد قطاعات الأعمال بالشركة ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لعدد قطاعات الأعمال بالشركة. (2) كثافة الأصول غير الملموسة، ويقاس بنسبة الأصول غير الملموسة إلى إجمالي الأصول. (3) حجم الشركة، ويقاس باللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي أصول الشركة، Bushman, et al., (2008); Coles, et al., (2004). ويتم التعبير عن درجة التعقد التنظيمي بمتغير وهمي يساوي واحد إذا كانت متوسط درجة الأبعاد الثلاثة السابقة أكبر من متوسط درجة عينة الشركات المستخدمة بالدراسة الحالية، أو صفر في خلاف ذلك.

• احتياجات الشركة لتمويل خارجي External Financing:

يتوقع الفرض الثالث من الدراسة الحالية أن علاقة الارتباط الموجبة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، ستكون أكثر وضوحاً في الشركات التي لديها احتياجات تمويل خارجية أعلى، وتستخدم الدراسة المؤشر الوارد بدراسة (Rajan and Zingales, 1998)، لقياس درجة احتياجات الشركة للتمويل الخارجي، حيث يعبر عنه بناتج طرح النفقات الرأسمالية Capital Expenditure من صافي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل Net Cash Flows Provided by Operating Activities ثم قسمة الناتج السابق على النفقات الرأسمالية، ثم يتم حساب متوسط النسبة السابقة لفترة الدراسة 5 سنوات لتحديد التقلبات الزمنية وإزالة تأثير القيم المتطرفة، ويتم التعبير عن هذا المتغير بمتغير وهمي يساوي واحد إذا كانت نسبة احتياجات التمويل الخارجي بالشركة أكبر من متوسط شركات العينة خلال فترة الدراسة، أو صفر في خلاف ذلك.

8/4. المتغيرات الحاكمة Control Variables:

تبحث الدراسة الحالية في العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، ولبيان تأثير مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة فقط على أداء والقيمة السوقية للشركة، يجب أن يتضمن نموذج الانحدار المقدر لقياس تلك العلاقة مجموعة من المتغيرات الأخرى التي قد تؤثر في القيمة السوقية للشركة، ولا تدخل ضمن مجال الدراسة الحالية، فيما تعرف بالمتغيرات الضابطة Control Variables، وبمراجعة الدراسات السابقة في هذا المجال توصل الباحث إلى بعض المتغيرات التي قد تؤثر بشكل هام في القيمة السوقية للشركة بخلاف مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وهي:

• حجم الشركة:

وفقاً لدراسة Liang Fu, et al., (2016)، فإن حجم الشركة هو أحد المتغيرات الهامة والرئيسية التي يجب أن تأخذ في الحسبان عند بحث تأثير العديد من المتغيرات الاقتصادية على القيمة السوقية للشركة، ويتم التعبير عن حجم الشركة بالدراسة الحالية بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي القيمة الدفترية للأصول في نهاية كل سنة من سنوات الدراسة.

• معدل العائد على الأصول:

وفقاً لدراسة Kim, and Zhang, (2015)، فإن معدل العائد على الأصول ROA كمؤشر للربحية، يعتبر من المتغيرات الرئيسية التي يجب أن تأخذ في الحسبان عند بحث تأثير العديد من المتغيرات الاقتصادية على القيمة السوقية للشركة، وقد أثبتت الدراسة أنه هناك علاقة بين معدل العائد والقيمة السوقية للشركة، وبحسب معدل العائد على الأصول بالدراسة الحالية بالنسبة بين صافي الربح وبين متوسط إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة في نهاية كل سنة.

• معدل نمو المبيعات:

وفقاً لدراسة Smith and Watts, (1992)، فإن معدل النمو المبيعات السنوات يعتبر من المتغيرات الهامة والمؤثرة والرئيسية التي يجب أن تأخذ في الحسبان عند بحث تأثير العديد من المتغيرات الاقتصادية على القيمة السوقية للشركة، وبحسب معدل النمو المبيعات بالفرق بين مبيعات السنة الحالية مطروحاً منه مبيعات السنة السابقة مقسوماً على مبيعات السنة السابقة.

• نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول DEBT:

توصلت دراسة Jensen, (1986)، إلى أن اعتماد الشركة على الديون طويلة الأجل يمكن أن يخفف من تكاليف الوكالة ويزيد من التدفق النقدي الحر، وبالتالي تعتبر نسبة الديون طويلة الأجل من المتغيرات الهامة والمؤثرة التي يجب أن تأخذ في الحسبان عند بحث تأثير العديد من المتغيرات الاقتصادية على القيمة السوقية للشركة، وتحسب تلك النسبة بقسمة القيمة الدفترية لإجمالي الديون طويلة الأجل على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.

• نسبة الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة:

تشير دراسات الحوكمة بشكل عام إلى أنه كلما أصبح زاد عدد الأعضاء غير التنفيذيين بمجلس الإدارة عن عدد الأعضاء التنفيذيين، زادت فعالية المجلس الرقابية، وقلت عمليات التخلخل الأخلاقي Morale Hazard، مما يعزز في النهاية من القيمة السوقية للشركة (Perry and Peyer, (2005); Linck, et al., (2008) ومن المتوقع وجود علاقة معنوية موجبة بين نسبة الأعضاء المستقلين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة وبين أداء والقيمة السوقية للشركة. وتحسب تلك النسبة بقسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين بمجلس الإدارة على إجمالي عدد أعضاء المجلس.

• عدد أعضاء مجلس الإدارة The number the board of directors

تشير دراسات الحوكمة بشكل عام إلى أنه كلما أصبح زاد عدد أعضاء مجلس الإدارة كلما زادت عمليات التخلخل الأخلاقي Morale Hazard، مما يؤثر بشكل أو بآخر على القيمة السوقية للشركة (Perry and Peyer, (2005); Linck, et al., (2008) ومن المتوقع وجود علاقة معنوية سالبة بين اللوغاريتم الطبيعي لعدد أعضاء مجلس الإدارة وبين القيمة السوقية للشركة.

• أثر تغير القطاع الصناعي خلال سنوات الدراسة Industry Effects:

نتيجة لاعتماد الباحث في الدراسة الحالية على أسلوب Panel Data فقد ترتبط بواقى النموذج الإحصائي المقدر لتفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة بالتغيرات التي تحدث وفقاً لتغير القطاع الصناعة، كما أنه من المتوقع أن المعاملات المقدرة لمعادلة الانحدار لن تميز بين الشركات المختلفة تبعاً لنوع الصناعة عما إذا كان استجابة المتغير التابع للمتغيرات التفسيرية هي نفسها على مر الزمن لجميع شركات العينة، ولذلك سيقوم الباحث بعمل تحليل إضافي لاختبار مدى حساسية النتائج للتغير في نوع القطاع الصناعي وذلك باستخدام النماذج الإحصائية لتثبيت الأثر Effect Models Fixed، وذلك كما جاء بدراسة

Carlos Martinez, (2016). يوضح الجدول التالي متغيرات الدراسة والرموز المستخدمة لها بتحليل البيانات واختبار فروض الدراسة:

الجدول رقم (2)

متغيرات الدراسة

الرمز المستخدم	اسم المتغير	بيان
TOBIN's Q	القيمة السوقية للشركة	المتغير التابع
IRSCORE	جودة المعلومات المتعلقة بالتقارير المتكاملة	المتغير المستقل
COMMPLEX	درجة التعقد التنظيمي	المتغير المؤثرة
EXTFIN	احتياج الشركة لتمويل خارجي	
FSIZE	حجم الشركة	المتغيرات الضابطة
ROA	معدل العائد على الأصول	
SGRWO	معدل النمو في المبيعات	
DEBT	نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول	
NEXBSIZE	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين بمجلس الإدارة	
BFSIZE	عدد أعضاء مجلس الإدارة	
Industry Dummies	نوع الصناعة	
Year Dummies	سنوات الدراسة	

9. التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة، وما تسعى الدراسة إلى تحقيقه من أهداف، يقوم الباحث في هذا الجزء من الدراسة باتباع الخطوات التالية وصولاً إلى الاختيار الإحصائي لفروض الدراسة:

9/1. الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

تستخدم الإحصاءات الوصفية لوصف الملامح الرئيسية لبيانات الدراسة، كما تفيد في استكشاف طبيعة عينة الدراسة واتجاهات المتغيرات المستخدمة في اختبار الفروض، ويوضح الجدول التالي نتائج الإحصاء الوصفية للمتغيرات الرئيسية بالدراسة:

الجدول رقم (3)

نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

(CV)	(SD)	Median	Mean	Obs.	المتغيرات
0.28	0.39	0.93	1.37	775	TOBIN's Q
0.38	34.50	88.00	90.50	780	IRSCORE
0.00	0.00	1	0.50	780	COMMPLEX
0.00	0.00	1	0.50	780	EXTFIN
0.57	2.47	4.50	4.36	780	FSIZE
0.70	0.16	0.20	0.23	780	ROA
0.41	1.56	4.08	3.81	780	SGRWO
0.47	0.01	0.02	0.03	780	DEBT
0.49	0.03	0.05	0.07	780	NEXBSIZE
0.50	0.12	0.20	0.23	780	BFSIZE

يتضح من الجدول السابق أن القيمة المتوسطة لمؤشر TOBIN's Q قد بلغت 1.37 وهذا يعنى ارتفاع القيمة السوقية لشركات العينة البالغ عددها 156 شركة خلال سنوات الدراسة 2013-2017، حيث أن اقتراب مؤشر TOBIN's Q من الصفر يعنى انخفاض القيمة السوقية للشركة مقارنة بالقيمة الدفترية لأصولها خلال نفس الفترة وكلما زادت قيمة المؤشر عن (1) كلما زادت القيمة السوقية للشركة مقارنة بالقيمة الدفترية لأصولها خلال نفس الفترة (Tobin and Brainard, 1968).

يوجد تباين كبير بين شركات العينة في قيمة مؤشر IRSCORE، ويرى الباحث أن السبب في ذلك يرجع إلى أن الدراسة الحالية تتطلب أن يشمل مجتمع الدراسة الشركات التي قد تصدر تقارير وفقاً لمتطلبات الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة، أو تلك الشركات التي قد تصدر تقارير عالية الجودة متوافقة مع خصائص مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة ولكنها لا تصدر تقارير تحت مسمى التقارير المتكاملة، ولأن بيئة الأعمال المصرية لا تلزم الشركات المساهمة المصرية بإصدار تقارير متكاملة، وبالتالي ترك أمر الإفصاح عن المعلومات وفقاً لإطار التقارير المتكاملة اختياري لمديرين الشركات.

ويوضح الجدول السابق أن القيمة المتوسطة لدرجة التعقد التنظيمي COMMPLEX بأبعادها الثلاث قد بلغت 0.50، مما يعنى أن شركات العينة تتصف بالتعقد التنظيمي بشكل أو باخر خلال فترة الدراسة، وقد تم التعبير عن درجة التعقد. كما أن القيمة المتوسطة لدرجة احتياجات الشركة لتمويل خارجي EXTFIN قد بلغت 0.50، مما يعنى أن شركات العينة تتصف بانها قد احتاجت خلال فترة الدراسة إلى تمويل خارجي مرة واحدة على الأقل.

9/2. اختبار العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة:

يعرض الجدول التالي نتائج اختبار العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة، باستخدام مصفوفة الارتباط (Correlation Matrix) Spearman ل عند مستوى معنوية 5%، لجميع مشاهدات الدراسة البالغ عدده 780 مشاهدة هلال الفترة من 2013 وحتى 2017.

الجدول رقم (4)

نتائج اختبار العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة

EXBSIZE	NEXBSIZE	LEV	SGRWO	ROA	FSIZE	EXTFIN	COMMPEX	IRSCORE	TOBIN's Q	المتغيرات
									1	TOBIN's Q <i>p-value</i>
									0.34 (0.01)	IRSCORE <i>p-value</i>
							1	0.27 (0.02)	-0.20 (0.03)	COMMPEX <i>p-value</i>
						1	0.39 (0.02)	0.24 (0.33)	-0.15 (0.05)	EXTFIN <i>p-value</i>
					1	0.09 (0.08)	0.47 (0.01)	0.36 (0.02)	0.30 (0.03)	FSIZE <i>p-value</i>
				1	0.12 (0.25)	0.23 (0.11)	0.28 (0.05)	0.44 (0.03)	0.44 (0.01)	ROA <i>p-value</i>
			1	0.20 (0.09)	0.22 (0.06)	0.34 (0.05)	0.27 (0.02)	0.19 (0.07)	0.20 (0.05)	SGRWO <i>p-value</i>
		1	0.18 (0.11)	0.13 (0.15)	0.08 (0.32)	0.31 (0.02)	0.13 (0.16)	-0.13 (0.08)	-0.16 (0.03)	DEBT <i>p-value</i>
	1	0.16 (0.11)	0.23 (0.09)	0.40 (0.02)	0.22 (0.11)	0.11 (0.10)	0.22 (0.31)	0.28 (0.05)	0.11 (0.02)	NEXBSIZE <i>p-value</i>
1	-0.29 (0.05)	0.07 (0.22)	0.19 (0.16)	-0.22 (0.02)	0.33 (0.15)	0.22 (0.27)	0.12 (0.15)	-0.11 (0.03)	-0.05 (0.03)	BSIZE <i>p-value</i>

* مستوى المعنوية (p-value=5%)

بعد اختبار العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة، يمكن للباحث استخلاص

النتائج التالية:

- توجد علاقة ارتباط طردية جوهرية بين TOBIN's Q وبين IRSCORE، حيث بلغت قيمة معامل ارتباط Spearman (0.34) عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، وتتفق هذه النتيجة مع ما توقعته الدراسة الحالية من نتائج، فإنه كلما زاد تصنيف الشركة على مؤشر IRSCORE كلما زادت القيمة السوقية للشركة، مما يشير إلى أن فوائد التقارير المتكاملة ستجاوز تكاليفها في المتوسط. والجدير بالذكر أن معامل ارتباط Spearman يستخدم لتحديد وجود أو عدم وجود علاقة ارتباط بين المتغيرات محل الدراسة، وليس لتحديد وجود أو عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرات. كما توجد علاقة ارتباط طردية جوهرية بين TOBIN's Q وبين كلاً من COMMPEX، ROA، FSIZE، SGRWO، و NEXBSIZE، حيث بلغت معاملات ارتباط Spearman (0.20، 0.30، 0.44، 0.20، 0.11) على الترتيب عند مستوى معنوية أقل من 5%، مما يعني أن الشركات التي تتصف بتعدد العمليات التنظيمية،

أكبر حجماً، أكثر ربحية، أعلى نمواً في المبيعات، أكبر عدداً في أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، ستكون القيمة السوقية لها أكبر من تلك الشركات التي لا تتصف بالصفات السابقة.

• توجد علاقة ارتباط عكسية جوهرية بين $TOBIN's Q$ وبين كلاً من $EXTFIN$ ، $DEBT$ ، و $BSIZE$ ، حيث بلغت معاملات ارتباط $Spearman$ (-0.15)، (-0.16)، (-0.05) على الترتيب عند مستوى معنوية أقل من 5%، مما يعنى أن الشركات التي تتصف بزيادة الاحتياج لتمويل خارجي، زيادة نسبة الديون طويلة الأجل، وزيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة، سوف تنخفض القيمة السوقية لها مقارنة بالشركات التي لا تتصف بتلك الخصائص.

• توجد علاقة ارتباط طردية جوهرية بين $IRSCORE$ ، وبين كلا $COMMPEX$ ، $FSIZE$ ، ROA ، $SGRWO$ ، $NEXBSIZE$ ، حيث بلغت معاملات ارتباط $Spearman$ (0.27)، (0.36)، (0.44)، (0.19)، (0.28) على الترتيب عند مستوى معنوية أقل من 5%، مما يعنى أن الشركات التي تتصف بزيادة درجة التعقد التنظيمي، زيادة درجة احتياج الشركة لتمويل خارجي، بزيادة الحجم، زيادة الربحية، زيادة معدلات النمو المبيعات، زيادة نسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، ستكون أكثر إفصاحاً عن المعلومات وفقاً لإطار التقارير المتكاملة، وبالتالي تزداد درجة الشركة على مؤشر $IRSCORE$ ، مقارنة بالشركات التي لا تتصف بتلك الخصائص.

رابعاً: يتضح من الجدول السابق أن معاملات الارتباط بين المتغيرات وبعضها منخفضة، عدم وجود مشكلة الأزواج الخطي $Multicollinearity$ بين متغيرات الدراسة، حيث أن معاملات الارتباط أقل من المستوي الذي يمكن أن تظهر معه تلك المشكلة. كما يلاحظ من نتائج مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة أن العلاقة بين معظم متغيرات الدراسة علاقة ارتباط معنوية تراوحت بين ضعيفة ومتوسطة. ويعتبر هذا أساس مناسب لاستخدام اختبار فروض الدراسة باستخدام التحليل متعدد المتغيرات **Multivariate Analysis**.

9/3. اختبار صلاحية البيانات للتحليل متعدد المتغيرات:

نتيجة لاعتماد الباحث في الدراسة الحالية على أسلوب $Panel Data$ لجمع بيانات اختبار الفروض، وكذلك اعتماد الباحث على مجموعة من معادلات نماذج الانحدار $Regression$ لدراسة تأثير المستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وفقاً للتقارير المتكاملة على القيمة السوقية للشركة، ويتم ذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS

والتي تتطلب توافر مجموعة من الشروط لضمان صلاحية نماذج المقدره لنماذج الدراسة، حيث يقوم الباحث في هذا الجزء من الدراسة بإجراء مجموعة من الاختبارات اللازمة للتأكد من مدى صلاحية النموذج في تقدير النتائج كما يلي:

• اختبار التأكد من خلو البيانات من القيم الشاذة والمتطرفة:

للتأكد من خلو قيم المتغيرات من القيم الشاذة والمتطرفة، فقد اعتمد الباحث على اختبار Cook's D للكشف عن القيم الشاذة والمتطرفة، ووجد الباحث أن نموذج الدراسة يعاني من بعض القيم الشاذة والتي بلغ عددها (5) مشاهدات خاصة بالمتغير Tobin's Q، حيث تجاوزت قيمة Cook's D لهذه المشاهدات الواحد الصحيح، ولعلاج هذه المشكلة فقد قام الباحث باستبعاد هذه القيم من عينة الدراسة (Cook, R. Dennis, (1977).

• اختبار التداخل الخطي:

إن قوة النموذج الخطي العام تعتمد أساساً على فرضية استقلال كل متغير من المتغيرات المستقلة والضابطة، وإذا لم يتحقق هذا الشرط؛ فإن النموذج الخطي العام عندئذ لا يصلح للتطبيق، ولا يمكن اعتباره جيداً لعمل أية تقدير لمعطيات نموذج الانحدار؛ ولتحقيق ذلك يتم استخدام مؤشر Collinearity Diagnostics وذلك بحساب معامل Tolerance لكل متغير من المتغيرات المفسرة، ومن ثم يتم إيجاد معامل Variance Inflation Factor (VIF)؛ إذ يعد ذلك هذا الاختبار مؤشراً لتأثير الارتباط بين المتغيرات المستقلة وقد بين Gujarati, (2003) أن الحصول على قيمة (VIF) أعلى من (5) يشير إلى وجود مشكلة التداخل الخطي Multicollinearity للمتغير المعني. ويوضح الجدول التالي نتائج هذا الاختبار.

الجدول رقم (5)

نتائج اختبار التداخل الخطي باستخدام Collinearity Diagnostics

VIF	Tolerance	المتغيرات
1.107	0.903	TOBIN's Q
1.105	0.905	IRSCORE
1.180	0.848	COMMPEX
1.067	0.937	EXTFIN
1.226	0.816	FSIZE
1.117	0.895	ROA
1.197	0.836	SGRWO
1.128	0.886	DEBT
1.226	0.815	NEXBSIZE
1.180	0.848	BSIZE

يتضح من الجدول السابق أن قيمة (VIF) لجميع المتغيرات المستقلة والضابطة هي دون الـ (5) مما يعني أن نموذج الدراسة يخلو من مشكلة التداخل الخطي.

- اختبار ثبات تباين الخطأ العشوائي:

أحدى الافتراضات الهامة لنماذج الانحدار وطريقة المربعات الصغرى OLS هو ثبات تباين الأخطاء العشوائية Homoscedasticity، بالإضافة إلى أن متوسطها يجب أن يكون مساوياً للصفر، وإذا كان تباين الخطأ العشوائي غير ثابت Heteroscedasticity فتستخدم بعض الأساليب للتغلب على ذلك مثل اختبار White والذي يتم أجرؤه بشكل روتيني باستخدام برنامج Stata V.11 المستخدم بهذه الدراسة. وفقاً للنتائج بالجدول الثالث التالية يلاحظ أن P-value لاختبار White لنماذج الدراسة الثلاث أقل من 0.05، مما يعني قبول الفرضية العدمية بأن تلك النماذج تعاني من مشكلة عدم ثبات الخطأ العشوائي (Hamsici, and Aleix, (2007)، وقد تم التغلب على تلك المشكلة باستخدام أسلوب White.

الجدول رقم (6)

نتائج اختبار White Test للنموذج الأول للدراسة

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	Chi ²	Df	p-value
Heteroscedasticity	14.5	9	0.4128
Skewness	11.57	7	0.0209
Kurtosis	6.79	1	0.0092
Total	32.86	17	0.0249

الجدول رقم (7)

نتائج اختبار White Test للنموذج الثاني للدراسة

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	Chi ²	Df	p-value
Heteroscedasticity	32.39	9	0.0035
Skewness	11.39	7	0.0225
Kurtosis	6.12	1	0.0134
Total	49.9	17	0.0001

الجدول رقم (8)

نتائج اختبار White Test للنموذج الثالث للدراسة

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	Chi ²	df	p-value
Heteroscedasticity	31.5	9	0.4128
Skewness	11.42	7	0.0209
Kurtosis	6.43	1	0.0092
Total	49.35	17	0.0249

• اختبار توصيف النموذج:

يستخدم هذا الاختبار لتحديد عما إذا كان النموذج يتضمن جميع المتغيرات الملائمة ويستبعد جميع المتغيرات غير الملائمة لضمان عدم تحيز المعاملات المقدره للنموذج، ويتم استخدام اختبار Ramsey Regression Equation Specification Error Test (Ramsey RESET test) لاختبار ذلك، ويكون القرار هو رفض الفرضية العدمية بان النموذج يتضمن جميع المتغيرات الملائمة (Ramsey, J. B. (1969).

الجدول رقم (9)

نتائج اختبار Ramsey RESET Test للنموذج الأول الدراسة

Ramsey RESET Test using powers of the fitted values of Tobin's Q

H0: Model 1 has no omitted variables
F (9, 780) = 1.49
Prob.>F = .2177

الجدول رقم (10)

نتائج اختبار Ramsey RESET Test للنموذج الثاني الدراسة

Ramsey RESET Test using powers of the fitted values of Tobin's Q

H0: Model 2 has no omitted variables
F (9, 780) = 3.45
Prob.>F = .0172

الجدول رقم (11)

نتائج اختبار Ramsey RESET Test للنموذج الثالث الدراسة

Ramsey RESET Test using powers of the fitted values of Tobin's Q

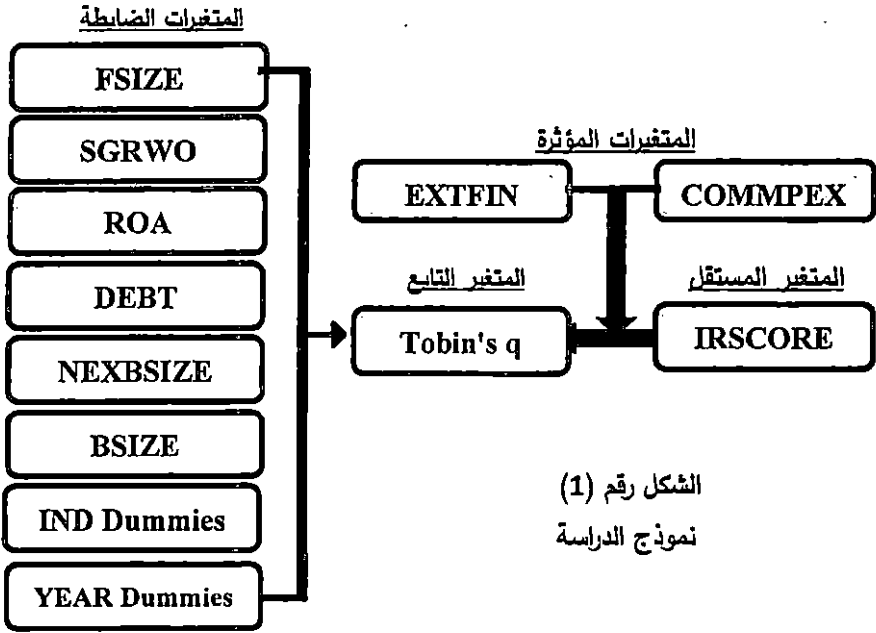
H0: Model 3 has no omitted variables
F (9, 780) = 3.49
Prob.>F = .0177

الجدول الثالث السابقة توضح أن احتمالية كل نموذج من النماذج الثلاث (Probability) جاءت أكبر من 5%، مما يعني قبول الفرضية العدمية بأن جميع متغيرات الدراسة ملائمة وتصلح لنماذج التقدير، كما أن نماذج التقدير لا تتضمن أي متغيرات غير ملائمة (Long, et al., (1993).

9/4 اختبار فروض الدراسة باستخدام التحليل متعدد المتغيرات:

يتناول الباحث في هذا الجزء من الدراسة تطبيق الأساليب الإحصائية المناسبة للإجابة على تساؤلات الدراسة والتي تعكس فروض الدراسة، وقد خصص الباحث هذا القسم من الدراسة لعرض التحليل الإحصائي لاختبار تأثير مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة

للشركة كمتغير مستقل، على القيمة السوقية للشركة كمتغير تابع، وذلك مع دخول خصائص الشركات كمتغيرات مؤثرة في تلك العلاقة، كل ذلك مع الأخذ في الحسبان المتغيرات الضابطة الى قد تؤثر في المتغير التابع، ومن هنا يمكن للباحث التعبير عن النموذج المقترح لاختبار فروض الدراسة في الشكل التالي.



كما يمكن للباحث التعبير عن نموذج الدراسة بالنموذج الرياضي التالي:

$$TOBIN's Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IRSCORE_{i,t-1} + \beta_2 (IRSCORE_{i,t-1} * COMPLEX_{i,t-1}) + \beta_3 (IRSCORE_{i,t-1} * EXTFIN_{i,t-1}) + \beta_4 COMPLEX_{i,t-1} + \beta_5 EXTFIN_{i,t-1} + \beta_6 FSIZE_{i,t-1} + \beta_7 ROA_{i,t-1} + \beta_8 SGRWO_{i,t-1} + \beta_9 DEBT_{i,t-1} + \beta_{10} NEXBSIZE_{i,t-1} + \beta_{11} BSIZE_{i,t-1} + \text{Industry dummies} + \text{Year dummies} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

حيث:

- TOBIN's Q: القيمة السوقية للشركة، وبحسب بقسمة القيمة السوقية لحقوق الملكية للشركة زائدا القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات على القيمة الدفترية لإجمالي أصول الشركة.
- IRSCORE: مؤشر يعبر عن مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، ويعتمد على جمع البيانات باستخدام تحليل المحتوى Content analysis، والمعد من قبل المجلس الدولي للتقارير المتكاملة (IIRC) ووفقاً لإطار التقارير المتكاملة الصادر عنه ديسمبر 2013، لكيفية الحساب يمكن الرجوع للملحق رقم (1) في نهاية الدراسة.

- **COMMPEX**: درجة التعقد التنظيمي، ويتم قياسها وفقاً لثلاثة أبعاد، اللوغاريتم الطبيعي لعدد قطاعات الأعمال، نسبة الأصول غير الملموسة إلى إجمالي الأصول، واللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي أصول الشركة. ثم يتم التعبير عن درجة التعقد التنظيمي بمتغير وهمي يساوي واحد إذا كانت متوسط درجة الأبعاد الثلاثة السابقة أكبر من متوسط درجة عينة الشركات المستخدمة بالدراسة، أو صفر في خلاف ذلك.
 - **EXTFIN**: احتياج الشركة لتمويل خارجي، ويحسب بناتج طرح النفقات الرأسمالية من صافي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل ثم قسمة الناتج السابق على النفقات الرأسمالية، ثم يتم حساب متوسط النسبة السابقة لفترة الدراسة 5 سنوات لتحديد التقلبات الزمنية وإزالة تأثير القيم المتطرفة، ويتم التعبير عن هذا المتغير بمتغير وهمي يساوي واحد إذا كانت نسبة احتياجات التمويل الخارجي بالشركة أكبر من متوسط شركات العينة خلال فترة الدراسة، أو صفر في خلاف ذلك.
 - **FSIZE**: حجم الشركة، ويتم التعبير عنه بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي القيمة الدفترية للأصول.
 - **ROA**: معدل العائد على الأصول، ويحسب بالنسبة بين صافي الربح وبين متوسط إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة في نهاية الفترة.
 - **SGRWO**: معدل النمو في المبيعات، ويحسب بالفرق بين مبيعات السنة الحالية مطروحاً منه مبيعات السنة السابقة مقسوماً على مبيعات السنة السابقة.
 - **DEBT**: نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، وتحسب تلك النسبة بقسمة القيمة الدفترية لإجمالي الديون على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.
 - **NEXBSIZE**: عدد الأعضاء غير التنفيذيين بمجلس الإدارة، بقسمة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة على إجمالي عدد أعضاء المجلس.
 - **BFSIZE**: عدد أعضاء مجلس الإدارة، وتحسب باللوغاريتم الطبيعي لعدد أعضاء مجلس الإدارة.
- تستخدم الدراسة الحالية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية **Panel Data** وهي مزيج من بيانات السلاسل الزمنية **Time Series** والبيانات المقطعية **Cross Sectional**، حيث يتم فيها جمع بيانات ظاهرة معينة لمجموعة من الشركات لمدة فترة زمنية معينة، وقد استخدم الباحث أسلوب **Panel Data** لأنها تتميز على تحليل **Time Series** أو **Cross Sectional** كلاً على حدي بالعديد من الإيجابيات **Gujarati (2016)**، يمكن إجماها في النقاط التالية؛ (1) لأنها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن أو أثر تغير الاختلاف بين القطاعات الصناعية على حد سواء. (2) التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة **Time Series** أو **Cross Sectional**، والذي يقضي إلى نتائج متحيزة. (2) تتضمن **Panel Data** محتوى معلوماتي أكثر من تلك التي في **Time**

Series أو Cross Sectional، مما يعني الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك Multicollinearity بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية Time Series، ومن جانب آخر تتميز Panel Data عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وبكفاءة أفضل. (3) تسهم Panel Data في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة Slack Variables الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تؤدي عادة إلى تقديرات متحيزة في الانحدارات المفردة. (4) كذلك تأخذ Panel Data في الاعتبار ما يوصف بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ والخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية. حيث يضع نموذج Panel Data في الاعتبار الاختلافات أو الآثار الفردية الخاصة التي تنفرد بها كل شركة من شركات العينة عن الأخرى، وتؤثر بدورها في القيمة السوقية للشركة ولكنها تكون ثابتة في الأجل القصير أو على الأقل خلال فترة الدراسة. كما يمكن الأخذ بالحسبان الآثار الزمنية المشتركة بين الشركات والتي تتغير عبر الزمن مثل الإطار المؤسسي والتطور التكنولوجي والسياسات الاقتصادية بشكل عام. ويقوم الباحث في هذا الجزء من الدراسة باتباع الخطوات التالية:

9/4/1. نتائج الانحدار متعدد المتغيرات لاختبار فروض الدراسة باستخدام Pooled Regression Model:

يمكن للباحث التعبير عن فروض الدراسة ببناء نموذج إحصائي متعدد المتغيرات لكل فرض من فروض الدراسة باستخدام نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model، حيث يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج Panel Data حيث تكون فيه معاملات الانحدار المقدرّة ثابتة لجميع الفترات الزمنية، بمعنى آخر يهمل تأثير البعد الزمني (Gujarati, 2016)، وتم صياغة معادلات الانحدار لنموذج الدراسة باستخدام Pooled Regression Model كما يلي:

(أ) النموذج الإحصائي الممثل للفرض الأول:

$$\text{TOBIN's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{IRSCORE}_{i,t-1} + \beta_2 \text{COMPLEX}_{i,t-1} + \beta_3 \text{EXTFIN}_{i,t-1} + \beta_4 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_6 \text{SGRWO}_{i,t-1} + \beta_7 \text{DEBT}_{i,t-1} + \beta_8 \text{NEXBSIZE}_{i,t-1} + \beta_9 \text{BSIZE}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(ب) النموذج الإحصائي الممثل للفرض الثاني:

$$\text{TOBIN's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{IRSCORE}_{i,t-1} + \beta_2 (\text{IRSCORE}_{i,t-1} * \text{COMPLEX}_{i,t-1}) + \beta_3 \text{COMPLEX}_{i,t-1} + \beta_4 \text{EXTFIN}_{i,t-1} + \beta_5 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SGRWO}_{i,t-1} + \beta_8 \text{DEBT}_{i,t-1} + \beta_9 \text{NEXBSIZE}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{EXSIZE}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(ج) النموذج الإحصائي الممثل للفرض الثالث:

$$\text{TOBIN's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{IRSCORE}_{i,t-1} + \beta_2 (\text{IRSCORE}_{i,t-1} * \text{COMPLEX}_{i,t-1}) + \beta_3 \text{COMPLEX}_{i,t-1} + \beta_4 \text{EXTFIN}_{i,t-1} + \beta_5 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SGRWO}_{i,t-1} + \beta_8 \text{DEBT}_{i,t-1} + \beta_9 \text{NEXBSIZE}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{EXSIZE}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

تفترض النماذج السابقة تجانس تباين Homoscedasticity حدود الخطأ العشوائي Random Error بين الشركات التي يتم دراستها، بالإضافة لأن القيمة المتوقعة لحد الخطأ العشوائي يجب ان تساوي الصفر، وأيضاً عدم الارتباط الذاتي Autocorrelation بين حدود الخطأ العشوائي بمعنى ان التباين Covariance يجب ان يساوي صفر، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى (OLS) Ordinary Last Square العادية في تقدير معاملات النماذج. ويعرض الجدول التالي نتائج الانحدار متعدد المتغيرات لاختبار النماذج الممثلة لفروض الدراسة.

الجدول رقم (12)

نتائج تحليل الانحدار متعدد المتغيرات لاختبار فروض للدراسة

باستخدام نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model

المتغير التابع	المتغيرات التفسيرية	(1) النموذج الممثل للفرض الأول	(2) النموذج الممثل للفرض الثاني	(3) النموذج الممثل للفرض الثالث
القيمة السوقية للشركة معبراً عنها بـ Q و TOBIN's	Intercept (قيمة T المحسوبة)	0.029 (2.49) ***	0.621 (2.87) ***	0.273 (2.39) ***
	IRSCORE (قيمة T المحسوبة)	0.147 (2.65) ***	0.161 (2.49) ***	0.195 (2.42) ***
	IRSCORE * COMPLEX (قيمة T المحسوبة)		0.017 (2.57) ***	0.014 (2.21) **
	IRSCORE * EXTFIN (قيمة T المحسوبة)			0.019 (2.13) **
	COMPLEX (قيمة T المحسوبة)	-0.063 (-2.72) ***	-0.062 (-2.03) **	-0.061 (-2.02) **
	EXTFIN (قيمة T المحسوبة)	0.047 (2.06) **	0.041 (2.31) ***	0.042 (1.97) *
	FSIZE (قيمة T المحسوبة)	0.386 (3.11) ***	0.320 (4.28) ***	0.337 (3.29) ***
	ROA (قيمة T المحسوبة)	0.471 (2.82) ***	0.467 (2.96) ***	0.4309 (3.71) ***
	SGRWO (قيمة T المحسوبة)	0.109 (2.61) ***	0.108 (1.92) *	0.107 (2.01) **
	DEBT (قيمة T المحسوبة)	-0.259 (-1.74) *	-0.297 (-1.76) *	-0.239 (-1.45) *
	NEXBSIZE (قيمة T المحسوبة)	0.012 (2.03) **	0.011 (1.91) *	0.014 (1.55) *
	EXBSIZE (قيمة T المحسوبة)	-0.078 (1.42)	-0.094 (1.06)	0.090 (1.33)
	Adjusted R ²	0.335	0.392	0.473
	Observations	775	775	775

*** مستوى معنوية p-value أقل من 1%، ** مستوى معنوية p-value أقل من 5%، * مستوى معنوية p-value أقل من 10%،

يظهر الجدول السابق النتائج التالية:

- تظهر النتائج بالعمود رقم (1) من الجدول السابق: أن قيمة معامل الانحدار (β_1) للمتغير IRSCORE قد بلغت (0.147) عند مستوى معنوية أقل من 1%، وهي قيمة جوهرية عند فترة ثقة 99%، ويشير ذلك إلى وجود تأثير جوهري طردي للتقارير المتكاملة IRSCORE على القيمة السوقية للشركة TOBIN's Q، مما يعني أن زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للشركة. كما أظهرت النتائج وجود تأثير جوهري طردي للمتغيرات الرقابية التالية، (1) مدى تعقد الشركة تنظيمياً COMPLEX، (2) احتياج الشركة لتمويل خارجي EXTFIN،

(3) حجم الشركة FSIZE، (4) معدل العائد على الأصول ROA، (4) معدل نمو المبيعات SGRWO، وأخيراً (5) نسبة الأعضاء غير التنفيذيين بمجلس الإدارة NEXBSIZE، على القيمة السوقية للشركة TOBIN's Q. مما يعني أن ارتفاع قيم تلك المتغيرات الرقابية السابقة سوف يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للشركة. وعلى العكس مما سبق فقد أظهرت النتائج أيضاً وجود تأثير جوهري عكسي للمتغير الرقابي نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول DEBT على القيمة السوقية للشركة TOBIN's Q. ولم تظهر النتائج أي تأثير جوهري للمتغير الرقابي عدد أعضاء مجلس الإدارة BSIZE على القيمة السوقية للشركة TOBIN's Q. وأخيراً بلغت قيمة Adjusted R² المحسوبة (0.331) لنموذج الانحدار الممثل للعلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، أي أن المتغيرات التفسيرية (مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والمتغيرات الرقابية) بالنموذج الأول للدراسة تقوم بتفسير نسبة 33.1% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة). وتثبت هذه النتائج صحة الفرض الأول للدراسة.

• تظهر النتائج بالعمود رقم (2) من الجدول السابق: أنه يادخال المتغير المؤثر (IRSCORE * COMPLEX) على العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، قد زادت قيمة معامل الانحدار (β_1) للمتغير IRSCORE لتصبح (0.161) عند مستوى معنوية أقل من 1%، وهي قيمة جوهرية عند فترة ثقة 99%، ويشير ذلك إلى أن الشركات التي تتمتع بخاصية زيادة التعقد التنظيمي COMPLEX ستظهر بها العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة بشكل أوضح وأقوى، وتشير تلك النتيجة إلى أن تحسين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة سوف يحسن من بيئة المعلومات في الشركات المعقدة تنظيمياً، مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع القيمة السوقية للشركة. وقد أدى إدخال خاصية التعقد التنظيمي للشركة كمتغير مؤثر على العلاقة بين مستويات الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة إلى زيادة القدرة التفسيرية لهذا النموذج حيث ارتفعت قيمة Adjusted R² من (0.331) بالنموذج الأول لتصبح (0.392) بالنموذج الثاني، مما يشير إلى أن المتغيرات التفسيرية أصبحت قادرة على تفسير نسبة 39.2% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع. وتثبت هذه النتيجة صحة الفرض الثاني للدراسة.

• تظهر النتائج بالعمود رقم (3) من الجدول السابق، أنه بإدخال كلامن؛ المتغير المؤثر (IRSCORE * COMPLEX)، وكذلك المتغير المؤثر (IRSCORE * EXTFIN)، على العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، قد زادت قيمة معامل الانحدار (β_1) للمتغير IRSCORE لتصبح (0.195) عند مستوى معنوية أقل من 1%، وهي قيمة جوهرية عند فترة ثقة 99%، ويشير ذلك إلى أن الشركات التي تتمتع بخاصيتي زيادة التعقد التنظيمي COMPLEX، وزيادة الاعتماد على مصدر تمويل خارجي EXTFIN ستظهر بها العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة بشكل أوضح وأقوى، وتشير تلك النتيجة إلى أن زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة سوق يقلل من حالة عدم تماثل المعلومات بالشركة وسيظهر ذلك بوضوح في الشركات التي تعتمد وبشكل أكبر على مصادر تمويل خارجية، وتؤدي تلك النتيجة على انخفاض تكلفة التمويل بالشركة ومن ثم زيادة القيمة السوقية للشركة. ومن الملاحظ هنا انه بعد ادخال بإدخال خاصية التعقد التنظيمي للشركة وكذلك خاصية اعتماد الشركة على مصدر تمويل خارجي كمتغيرات مؤثرة في نموذج الانحدار الممثل للعلاقة بين مستويات الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، قد أدى ذلك إلى زيادة القدرة التفسيرية لهذا النموذج حيث ارتفعت قيمة Adjusted R² المحسوبة من (0.331) بالنموذج الأول لتصبح (0.473) بالنموذج الثالث، مما يشير إلى أن المتغيرات التفسيرية تقوم بتفسير نسبة 47.3% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع. وتثبت هذه النتيجة صحة الفرض الثالث للدراسة.

9/4/2 اختبار التأثيرات الثابتة والعشوائية Fixed and Random Effects:

قد يحدث عند استخدام أسلوب Panel Data أن ترتبط البواقي بين الصناعات والزمن، كما أن المعاملات المقدرّة لمعادلات الانحدار السابقة (المعادلات أرقام 2،3،4) باستخدام طريقة (OLS) قد لا تميز بين الوحدات المختلفة باختلاف الصناعة، كما لا تحدد عما إذا كانت استجابة المتغير التابع إلى المتغيرات التفسيرية هي نفسها على مر الزمن لجميع شركات العينة (Gujarati (2016). ومن هذا المنطلق سيقوم الباحث بعمل تحليل إضافي لاختبار مدى حساسية النتائج للتغير، وذلك من خلال إعادة تقدير معادلات الانحدار (المعادلات أرقام 2،3،4) باستخدام النموذج الإحصائي للتأثيرات الثابتة Fixed Effects Model وكذلك النموذج الإحصائي للتأثيرات العشوائية Random Effects Model لاختبار فروض الدراسة.

أولاً: اختبار نموذج التأثيرات الثابتة **Fixed Effects**:

يهدف استخدام نموذج التأثيرات الثابتة **Fixed Effects** لمعرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية كل قطاع صناعي على حدة، وذلك بجعل معلمة الحد الثابت β_0 في النموذج تختلف من قطاع صناعي لآخر مع بقاء معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة ثابتة β_j لكل قطاع صناعي، ويرجع السبب في إدخال التأثيرات الثابتة للقطاعات الصناعية في النموذج إلى وجود بعض المتغيرات غير الملاحظة التي تؤثر على المتغير التابع ولا تتغير مع الزمن حيث تفترض **Fixed Effects Models** عدم حدوث تغير في هذه المتغيرات على الأقل خلال الفترة الزمنية للدراسة (Gujarati 2016). وتتمثل التأثيرات الثابتة في كافة العوامل الثابتة غير الملاحظة والتي تختلف من صناعة إلى أخرى في شركات العينة محل الدراسة، ومن ثم فإن النموذج يعكس الفروق أو الاختلافات بين الصناعات المكونة لعينة الدراسة، وقد تم صياغة معادلات الانحدار وفقاً لـ **Fixed Effects Models** كما يلي:

(أ) النموذج الإحصائي الممثل للفرض الأول:

$$\text{TOBIN's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{IRSCORE}_{i,t-1} + \beta_2 \text{COMPLEX}_{i,t-1} + \beta_3 \text{EXTFIN}_{i,t-1} + \beta_4 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_6 \text{SGRWO}_{i,t-1} + \beta_7 \text{DEBT}_{i,t-1} + \beta_8 \text{NEXBSIZE}_{i,t-1} + \beta_9 \text{BSIZE}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{Industry dummies} + \beta_{11} \text{Year dummies} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

(ب) النموذج الإحصائي الممثل للفرض الثاني:

$$\text{TOBIN's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{IRSCORE}_{i,t-1} + \beta_2 (\text{IRSCORE}_{i,t-1} * \text{COMPLEX}_{i,t-1}) + \beta_3 \text{COMPLEX}_{i,t-1} + \beta_4 \text{EXTFIN}_{i,t-1} + \beta_5 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SGRWO}_{i,t-1} + \beta_8 \text{DEBT}_{i,t-1} + \beta_9 \text{NEXBSIZE}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{EXSIZE}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{Industry dummies} + \beta_{12} \text{Year dummies} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

(ج) النموذج الإحصائي الممثل للفرض الثالث:

$$\text{TOBIN's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{IRSCORE}_{i,t-1} + \beta_2 (\text{IRSCORE}_{i,t-1} * \text{COMPLEX}_{i,t-1}) + \beta_3 \text{COMPLEX}_{i,t-1} + \beta_4 \text{EXTFIN}_{i,t-1} + \beta_5 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SGRWO}_{i,t-1} + \beta_8 \text{DEBT}_{i,t-1} + \beta_9 \text{NEXBSIZE}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{EXSIZE}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{Industry dummies} + \beta_{12} \text{Year dummies} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

حيث (Industry dummies) هو متغير وهمي للصناعة يأخذ القيمة (1) إذا كان المراد معرفة الحد الثابت لقطاع صناعي محدد، ويأخذ القيمة (صفر) إذا كان المراد معرفة قيمة الحد الثابت لقطاع صناعي آخر، (β_{11}): معامل انحدار للمتغير الوهمي القطاع الصناعي، (Year dummies) هو متغير وهمي للسنوات يأخذ القيمة (1) إذا كان المراد معرفة الحد الثابت لسنة محددة، ويأخذ القيمة (صفر) إذا كان المراد معرفة قيمة الحد الثابت لسنة أخرى. و (β_{12}) معامل انحدار للمتغير الوهمي السنوات.

مع الأخذ في الاعتبار ان حد الخطأ العشوائي يجب ان يتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط مقداره صفر وتباين ثابت لجميع المشاهدات المقطعية، وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة. ويطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية **Least Square** المربعات الصغرى العادية (Gujarati (2016). يوضح الجدول التالي نتائج تحليل نماذج الانحدار لدراسة تأثير مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة IRSCORE على القيمة السوقية للشركة TOBIN's Q باستخدام النموذج الإحصائي **Fixed Effects Models**.

الجدول رقم (13)

نتائج تحليل الانحدار متعدد المتغيرات لاختبار فروض للدراسة

باستخدام النموذج الإحصائي للتأثيرات الثابتة **Fixed Effects Models**

المتغير التابع	المتغيرات التفسيرية	(1) النموذج الممثل للفرض الأول	(2) النموذج الممثل للفرض الثاني	(3) النموذج الممثل للفرض الثالث	
القيمة السوقية للشركة معبراً عنها بـ TOBIN's Q	Intercept (قيمة T المحسوبة)	0.123 (2.49)**	0.243 (2.87)**	0.273 (2.39)**	
	IRSCORE (قيمة T المحسوبة)	0.134 (2.55)***	0.154 (2.44)***	0.205 (2.65)***	
	IRSCORE * COMPLEX (قيمة T المحسوبة)	-	0.015 (2.41)***	0.013 (2.22)***	
	IRSCORE * EXTFIN (قيمة T المحسوبة)	-	-	0.020 (2.18)***	
	COMMPLEX (قيمة T المحسوبة)	-0.056 (-2.52)***	-0.064 (-2.13)***	-0.063 (-2.12)***	
	EXTFIN (قيمة T المحسوبة)	0.041 (2.11)***	0.042 (2.32)***	0.045 (1.24)***	
	FSIZE (قيمة T المحسوبة)	0.345 (3.11)***	0.354 (4.28)***	0.391 (4.29)***	
	ROA (قيمة T المحسوبة)	0.351 (3.39)***	0.367 (3.96)***	0.430 (4.71)***	
	SGRWO (قيمة T المحسوبة)	0.187 (2.32)***	0.118 (1.90)***	0.114 (2.21)***	
	DEBT (قيمة T المحسوبة)	-0.114 (2.25)***	-0.287 (-1.86)***	-0.239 (-1.78)***	
	NEXBSIZE (قيمة T المحسوبة)	0.018 (2.10)***	0.014 (1.81)***	0.017 (1.45)***	
	EXBSIZE (قيمة T المحسوبة)	0.273 (2.39)	-0.094 (1.06)	0.090 (1.33)	
	Effects Specifications				
	Year تأثيرات السنوات (1)				
Dummies Effects					
	YD ₁ سنة 2014	0.123	0.270	0.404	

المتغير التابع	المتغيرات التفسيرية	(1) النموذج الممثل للفرض الأول	(2) النموذج الممثل للفرض الثاني	(3) النموذج الممثل للفرض الثالث
	(قيمة T المحسوبة)	(1.39)	(1.59)	(1.16)
	YD ₂ : سنة 2015	0.195	0.195	0.108
	(قيمة T المحسوبة)	(2.42)	(2.42)	(1.92)
	YD ₃ : سنة 2016	0.014	0.014	0.297
	(قيمة T المحسوبة)	(2.21)	(2.21)	(1.76)
	YD ₄ : سنة 2017	0.019	0.019	0.011
	(قيمة T المحسوبة)	(2.13)	(2.13)	(1.91)
	(2) تأثيرات القطاع الصناعي Industries Dummies Effects			
	ID ₁ : قطاع أغذية ومشروبات	0.245	0.221	0.219
	(قيمة T المحسوبة)	(2.120) **	(2.124) **	(2.241) ***
	ID ₂ : قطاع مواد أسلعية	0.195	0.161	0.061
	(قيمة T المحسوبة)	(2.123) ***	(2.249) ***	(2.302) ***
	ID ₃ : قطاع عقارات	0.145	0.190	0.214
	(قيمة T المحسوبة)	(2.221) **	(2.257) ***	(2.397) ***
	ID ₄ : قطاع منتجات منزلية	0.214	0.312	0.337
	(قيمة T المحسوبة)	(2.213) **	(2.227) ***	(2.290) ***
	ID ₅ : قطاع الكيماويات	0.261	0.314	0.321
	(قيمة T المحسوبة)	(2.02) **	(2.211) **	(2.287) ***
	ID ₆ : قطاع السياحة والترفيه	0.242	0.249	0.261
	(قيمة T المحسوبة)	(2.497) **	(2.213) **	(2.349) *
	ID ₇ : قطاع التشييد والبناء	0.307	0.314	0.317
	(قيمة T المحسوبة)	(2.129) ***	(2.231) **	(2.257) **
	ID ₈ : قطاع رعاية طبية وصحية	0.273	0.273	0.621
	(قيمة T المحسوبة)	(2.339) ***	(2.239) ***	(2.287) ***
	ID ₉ : قطاع موزعون وتجزئة	0.195	0.195	0.161
	(قيمة T المحسوبة)	(2.442) ***	(2.442) ***	(2.449) ***
	ID ₁₀ : اعلام، تكنولوجيا	0.214	0.414	0.470
	(قيمة T المحسوبة)	(2.221)	(2.231)	(2.259)
	ID ₁₁ : قطاع اتصالات	0.219	0.219	0.295
	(قيمة T المحسوبة)	(2.213) **	(2.213) **	(2.342)
	ID ₁₂ : قطاع مرافق عامة	0.761	0.273	0.270
	(قيمة T المحسوبة)	(2.232) **	(2.239) ***	(2.259)
	Adjusted R ²	0.340	0.410	0.540
	Observations	775	775	775

*** مستوى معنوية p-value أقل من 1%، ** مستوى معنوية p-value أقل من 5%، * مستوى معنوية p-value أقل من 10%

يعرض الجدول السابق نتائج نموذج الانحدار المقدر للعلاقة بين المتغيرات الرئيسية والحاكمة لدراسة تأثير مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على القيمة السوقية للشركة باستخدام نموذج Fixed Effects Model، حيث استخدم الباحث أسلوب Huber Sandwich Estimators وباستخدام الأمر Cluster والذي يستخدم كإجراء روتيني للتغلب على مشكلة عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي heteroscedasticity ومشكلة عدم الارتباط الذاتي

Autocorrelation. حيث جاءت النتائج متشابهة مع النتائج التي يعرضها الجدول رقم (12) والخاص بنتائج تحليل الانحدار متعدد المتغيرات لاختبار فروض الدراسة باستخدام نموذج الانحدار التجميعي **Pooled Regression Model**، إلا أن المتغير الرئيسي والمتغيرات الحاكمة قد جاءت جوهرية عند مستوى ثقة أقل من 1% وبفترة ثقة تزيد عن 99%، كما زادت قيمة معاملات التحديد المعدل R^2 Adjusted لكل نماذج الانحدار الممثلة لفروض الدراسة لتكون على الترتيب (0.345، 0.412، 0.542).

ثانياً: اختبار نموذج التأثيرات العشوائية **Random Effects**:

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية **Random Effects** مناسباً في حالة عدم تحقق أحد شروط **Fixed Effects Models** - كما سبق نكرها - حيث تقوم فكرة نموذج **Random Effects** على جعل معلمة الحد الثابت β_0 لنموذج الانحدار متغير عشوائي بمعدل مقداره μ بمعنى أن: $(\beta_0 = \mu + V_i)$ ، وبالتعويض عن معلمة الحد الثابت β_0 في النموذج الانحدار العام - الممثل للعلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة كمتغير مستقل والقيمة السوقية للشركة كمتغير تابع- باستخدام نموذج الانحدار التجميعي **Pooled Regression Model**، يمكن إعادة صياغة معادلات الانحدار الممثلة لفروض الدراسة على النحو التالي:

(أ) النموذج الإحصائي الممثل للفرض الأول:

$$\text{TOBIN's } Q_{i,t} = (\mu + V_i) + \beta_1 \text{IRSCORE}_{i,t-1} + \beta_2 \text{COMPLEX}_{i,t-1} + \beta_3 \text{EXTFIN}_{i,t-1} + \beta_4 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_6 \text{SGRWO}_{i,t-1} + \beta_7 \text{DEBT}_{i,t-1} + \beta_8 \text{NEXBSIZE}_{i,t-1} + \beta_9 \text{BSIZE}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

(ب) النموذج الإحصائي الممثل للفرض الثاني:

$$\text{TOBIN's } Q_{i,t} = (\mu + V_i) + \beta_1 \text{IRSCORE}_{i,t-1} + \beta_2 (\text{IRSCORE}_{i,t-1} * \text{COMPLEX}_{i,t-1}) + \beta_3 \text{COMPLEX}_{i,t-1} + \beta_4 \text{EXTFIN}_{i,t-1} + \beta_5 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SGRWO}_{i,t-1} + \beta_8 \text{DEBT}_{i,t-1} + \beta_9 \text{NEXBSIZE}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{EXSIZE}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

(ج) النموذج الإحصائي الممثل للفرض الثالث:

$$\text{TOBIN's } Q_{i,t} = (\mu + V_i) + \beta_1 \text{IRSCORE}_{i,t-1} + \beta_2 (\text{IRSCORE}_{i,t-1} * \text{COMPLEX}_{i,t-1}) + \beta_3 \text{COMPLEX}_{i,t-1} + \beta_4 \text{EXTFIN}_{i,t-1} + \beta_5 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SGRWO}_{i,t-1} + \beta_8 \text{DEBT}_{i,t-1} + \beta_9 \text{NEXBSIZE}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{EXSIZE}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

حيث (V_i) يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية **Panel Data** للقطاع الصناعي، أما (μ) يمثل المتغير العشوائي، ومن خلال المعادلات (8،9،10) نجد أن كل نموذج يحتوي على مكونين للخطأ العشوائي $(V_i, \varepsilon_{i,t})$ ، ويمكن جمع مكونات الخطأ العشوائي

معاً والتعبير عنهما بـ $(W_{i,t} = V_1 + \varepsilon_{i,t})$ ، حيث ترمز $(W_{i,t})$ إلى الخطأ المركب. لذلك يطلق على **Random Effects Models** أحياناً اسم نموذج مكونات الخطأ **Error Components Models**، ولهذا النموذج مجموعة من الخواص الرياضية والتي تتمثل في تساوي متوسطات مكونات الخطأ للصفر، وثبات تبايناتها. ولتقدير **Random Effects Models** يتم استخدام طريقة **Generalized Least Squared (GLS)** وذلك لأن طريقة **Ordinary Least Squared (OLS)** تفشل في تقدير معاملات النموذج وتعطي تقديرات غير كفؤة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة (Gujarati 2016).

يوضح الجدول التالي رقم (14) نتائج تحليل نماذج الانحدار لدراسة تأثير مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة **IRSCORE** على القيمة السوقية للشركة **TOBIN's Q** باستخدام **Random Effects Models**. وذلك باستخدام أسلوب **Huber Sandwich Estimators**.

حيث جاءت النتائج متشابهة مع النتائج التي يعرضها الجدول رقم (12) والخاص بنتائج تحليل الانحدار متعدد المتغيرات لاختبار فروض للدراسة باستخدام نموذج الانحدار التجميعي **Pooled Regression Model**، وكذلك التي يعرضها الجدول رقم (13) والخاص بنتائج تحليل الانحدار متعدد المتغيرات لاختبار فروض للدراسة باستخدام نموذج الانحدار التجميعي **Fixed Effects Model**، إلا أن المتغير الرئيسي والمتغيرات الحاكمة قد جاءت جوهرية عند مستوى ثقة أقل من 1% وبفترة ثقة تزيد عن 99%، كما تغيرت قيمة معاملات التحديد المعدل **Adjusted R²** لكل نماذج الانحدار الممثلة لفروض الدراسة لتكون على الترتيب (0.331، 0.391، 0.452).

الجدول رقم (14)

نتائج تحليل الانحدار متعدد المتغيرات لاختبار فروض الدراسة

باستخدام النموذج الإحصائي للتأثيرات العشوائية Random Effects Models

المتغير التابع	المتغيرات التفسيرية	(1) النموذج الممثل للفرض الأول	(2) النموذج الممثل للفرض الثاني	(3) النموذج الممثل للفرض الثالث
القيمة السوقية للشركة معبراً عنها بـ TOBIN's Q	Intercept (قيمة T المحسوبة)	0.321 (2.24)**	0.311 (2.77)**	0.341 (2.44)**
	IRSCORE (قيمة T المحسوبة)	0.135 (2.45)***	0.134 (2.54)***	0.225 (2.65)***
	IRSCORE * COMPLEX (قيمة T المحسوبة)	-	0.115 (2.11)***	0.114 (2.32)***
	IRSCORE * EXTFIN (قيمة T المحسوبة)	-	-	0.123 (2.21)***
	COMPEX (قيمة T المحسوبة)	-0.045 (-2.53)***	-0.062 (-2.33)***	-0.069 (-2.52)***
	EXTFIN (قيمة T المحسوبة)	0.031 (2.12)***	0.046 (2.22)***	0.043 (1.24)***
	FSIZE (قيمة T المحسوبة)	0.245 (2.11)***	0.254 (2.28)***	0.291 (2.29)***
	ROA (قيمة T المحسوبة)	0.451 (3.32)***	0.467 (3.56)***	0.491 (3.71)***
	SGRWO (قيمة T المحسوبة)	0.287 (2.22)***	0.218 (2.90)***	0.214 (2.25)***
	DEBT (قيمة T المحسوبة)	-0.112 (2.15)***	-0.256 (-1.89)***	-0.287 (-1.98)***
	NEXBSIZE (قيمة T المحسوبة)	0.011 (1.10)***	0.013 (1.71)***	0.019 (1.65)***
	EXBSIZE (قيمة T المحسوبة)	0.056 (1.39)	-0.088 (1.05)	0.091 (1.32)
	Effects Specifications			
	(1) التأثيرات العشوائية المتقطعة Cross-section random			
		S.D.	1.21	1.32
	Rho	0.56	0.69	0.71
(2) التأثيرات غير المحددة Idiosyncratic random				
	S.D.	0.51	0.60	0.62
	Rho	0.20	0.21	0.23
	Adjusted R ²	0.331	0.391	0.452
	Observations	775	775	775

*** مستوى معنوية p-value أقل من 1%، ** مستوى معنوية p-value أقل من 5%، * مستوى معنوية p-value أقل من 10%.

9/4/3. اختيار النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة:

من خلال التحليل السابق لنماذج الانحدار الممثلة للعلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، باستخدام نماذج Panel Data، توصل الباحث إلى ثلاثة نماذج انحدار يمكن تقديرها لتلك العلاقة، وهي؛ نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model، نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Models، وأخيراً نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Models، ووفقاً لهذا السياق كان على الباحث أن يقوم بالمفاضلة بين النماذج الثلاث لتحديد النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة.

جرت العادة الاعتماد على معامل التحديد المعدل $Adjusted R^2$ كمؤشر رئيسي للمقارنة بين عدة نماذج قياسية من ناحية الملائمة للبيانات التي تجرى عليها الدراسة، إلا أنه في نماذج Panel Data لا يمكن الاعتماد على $Adjusted R^2$ لاختيار نموذج البيانات الملائم وذلك لأنه يعتمد على مقاييس مختلفة في حسابه من نموذج لآخر. ولتحديد النموذج الأكثر ملائمة يقوم الباحث بإجراء اختبارات إحصائية تشخيصية على مرحلتين، حيث تمثل المرحلة الأولى المفاضلة بين Pooled Regression Model و Fixed Effects Models، وذلك باستخدام اختبار (F) المقيد، ويتم الحكم على نتيجة الاختبار من خلال القيمة الاحتمالية للاختبار (p-value) فإذا كانت (p-value) أكبر من (0.05) يكون Pooled Regression Model هو الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة وتوقف عند هذه المرحلة، بينما إذا كانت (p-value) أقل من أو تساوي (0.05) يكون Fixed Effects Models هو الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة، وفي هذه الحالة ينتقل الباحث إلى المرحلة الثانية وهي المفاضلة بين Fixed Effects Models و Random Effects Models، وذلك باستخدام ذلك باستخدام اختبار (Hausman)، والمستخدم لاختبار الفرضية الصفرية (H_0) التي تفترض ملائمة Random Effects Models لبيانات الدراسة، في مقابل الفرضية البديلة (H_1) التي تفترض ملائمة Fixed Effects Models لبيانات الدراسة، حيث تقرب دالة (Hausman) من توزيع Chi^2 بدرجات حرية مقدارها عدد المعلمات المقدرة بنموذج الانحدار، ويكون Fixed Effects Models أكثر ملائمة من نموذج Random Effects Models وقبول الفرض البديل (H_1) إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار (p-value) أقل من أو تساوي (0.05)، أما إذا كانت قيمة (p-value) غير ذلك يتم قبول الفرضية الصفرية (H_0) ويكون Random Effects Models هو الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة. ويوضح الجدول التالي نتائج اختبار (F)

المقيد، وكذلك اختبار (Hausman) والتي تمت للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model، نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Models، وأخيراً نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Models، لاختيار الملائم منها لبيانات الدراسة.

الجدول رقم (15)

نتائج اختبار (F) المقيد، وكذلك اختبار (Hausman)

الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (p-value)
اختبار (F) المقيد	294.45	0.000
اختبار (Hausman)	2.33	0.001

يتضح من خلال الجدول السابق أن نتيجة اختبار (F) المقيد كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى أقل من (0.05) حيث بلغت القيمة الاحتمالية (p-value) (0.000)، وهذا يدل على أن Fixed Effects Models أكثر ملائمة من Pooled Regression Model، ومن خلال نتيجة اختبار (Hausman) نلاحظ أن الاختبار غير دال إحصائياً عند مستوى أقل من (0.05) حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (p-value) (0.001) مما يقبل الفرض البديل (H_1)، وهذا يدل على أن Fixed Effects Models أكثر ملائمة البيانات الدراسة لدراسة العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة.

10. مناقشة نتائج الدراسة:

تُعد الدراسة الحالية بمثابة إضافة إلى أدبيات الفكر المحاسبي فيما يتعلق بالآثار الاقتصادية والتقارير المتكاملة بشكل عام وعلى القيمة السوقية للشركات المساهمة المسجلة الأسهم المصري بشكل خاص، حيث توصلت الدراسة الحالية إلى مجموعة من النتائج أهمها: 10/1 وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية جوهرية بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة IRSCORE والقيمة السوقية للشركة TOBIN's Q، مما يعنى أن زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للشركة. وقد اتفقت تلك النتيجة مع دراسة كلاً من (Arguelles et al. (2015) ; Lee and Yeo, (2016) ; Appiagyei et al. (2017) ; Zhou et al. (2016)). وفي ضوء ما اطع عليه الباحث من دراسات في مجال التقارير المتكاملة، تُعد الدراسة الحالية من الدراسات القليلة والتي أجريت على البيئة المصرية، ووفرت دليل تطبيقي لعلاقة الارتباط بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، وذلك باستخدام عينة كبيرة من

الشركات المساهمة المصرية المسجلة بالبورصة المصرية بلغ عددها 156 شركة مساهمة، بإجمالي عدد مشاهدات 780 مشاهدة لمدة 5 سنوات، ومستندة في ذلك إلى أحدث إطار مفاهيمي ودليل تطبيقي للتقارير المتكاملة الصادر عن المجلس الدولي للتقارير المتكاملة IIRC سنة 2013.

10/2. قدمت الدراسة الحالية دليلاً إضافياً على أن العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، قد تختلف بسبب تغير بعض خصائص الشركات، حيث تظهر هذه العلاقة بوضوح بالشركات التي تتصف بزيادة حجم الأعمال، وتعدد القطاعات والفروع، واتساع حصتها السوقية من الصناعة التي تنتمي إليها، وارتفاع نسبة الأصول غير الملموسة بها إلى إجمالي الأصول أو بشكل عام الشركات المعقدة تنظيمياً COMPLEX، حيث أن زيادة الإفصاح بالتقارير المتكاملة يتلك الشركات يزيد من جودة المعلومات الصادرة عن الشركة ويقلل من مستوى عدم تماثل المعلومات مما يؤدي بدوره إلى التأثير الإيجابي لموقف الشركة في أسواق الأسهم ويحسن من موقفها المالي، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسات (Aboddy, and Lev (2015); Bushman, et al. (2014); Lee and Yeo, (2016); Coles, Daniel, and Naveen (2017)؛ ويرى الباحث أن تفسير النتيجة السابقة يرجع إلى أن تكاليف حصول مستخدمي تقارير الشركة من الأطراف الخارجية ستكون مرتفعة في الشركات التي تتسم بالخصائص السابقة لأن هذه الخصائص ستؤدي إلى خلق مشاكل عديدة عند حصول الأطراف الخارجية على معلومات عن تلك الشركات من خارجها، ومن الممكن أن يؤدي إلى عدم التناسق الكبير في تلك المعلومات إلى زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات ومن ثم فمن الأفضل للشركة أن تقدم للطرف الخارجية المعلومات من خلال الشركة ذاتها وذلك عن طريق زيادة مستوى الإفصاح بالتقارير المتكاملة، ومن هنا أظهرت نتائج الدراسة الحالية وبوضوح قوة العلاقة الموجبة بين مستوى الإفصاح بالتقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة، في الشركات المعقدة تنظيمياً.

10/3. كما قدمت الدراسة الحالية دليلاً إضافياً آخر على أن العلاقة الموجبة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، قد تتغير بسبب تفاوت درجة احتياج الشركات لتمويل خارجي EXTFIN، وقد استخدمت الدراسة الحالية المؤشر الوارد بدراسة (Rajan, and Zingales, (1998) لقياس درجة احتياجات الشركة للتمويل الخارجي، وقد توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين مستوى الإفصاح

بالتقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة ستكون أقوى في حالة الشركات التي تتميز بارتفاع درجة الاحتياج لتمويل خارجي، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة كلاً من، **Haji and Anifowose (2016); Barth et al. (2016); Zhou et al. (2016); Johan Nylander,(2015); Dumay, et al. (2017); Climent, (2016); Lee and Yeo, (2016)** . ويرى الباحث أن السبب في ذلك أن مستويات الإفصاح العالية بتلك الشركات يخفض من تكاليف الوكالة ويقلل من مستوى عدم تماثل المعلومات بزيادة المعلومات المتعلقة باستراتيجية الشركة وأفاقها، ويؤدي لمزيد من الاتصال مع المساهمين وتوضيح كيف تنشئ الشركة قيمة لهم بمرور الزمن، مما يؤدي في النهاية لزيادة استجابة المساهمين لمطالب الشركة للتمويل، ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية للشركة.

10/4. اعتمدت الدراسة الحالية على أسلوب **Panel Data** في جمع بيانات الدراسة التطبيقية، وكنتيجة لاستخدام الدراسة هذا الأسلوب، قام الباحث بإجراء تحليل إضافي لاختبار مدى حساسية النتائج للتغير في الزمن والقطاعات الصناعية، وذلك من خلال إعادة تقدير معادلات الانحدار المعدة وفقاً لـ **Pooled Regression** ، وكذلك **Fixed Effects Model Models** وبعد إجراء هذا التحليل قام الباحث بحصول الباحث على ثلاث نماذج لتقدير انحدار تمثل العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، باستخدام نماذج **Panel Data**، وهي؛ نموذج الانحدار التجميعي **Pooled Regression Model**، نموذج التأثيرات الثابتة **Fixed Effects Models**، وأخيراً نموذج التأثيرات العشوائية **Random Effects Models**، وفقاً لهذا السياق كان على الباحث أن يقوم بالمفاضلة بين النماذج الثلاثة لتحديد النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة. وبعد إجراء اختبار (F) المقيد ثم إجراء اختبار (Hausman)، توصلت الدراسة إلى أن **Fixed Effects Models** أكثر ملائمة البيانات الدراسة لدراسة العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة. وتتسق هذه النتيجة مع خصائص الشركات المساهمة المصرية المتداول أسهمها بسوق الأسهم خلال فترة الدراسة، حيث أن إدخال التأثيرات الثابتة للقطاعات الصناعية في النموذج الانحدار الممثل للعلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقرير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، أدى إلى وجود بعض المتغيرات غير الملاحظة التي تؤثر على المتغير التابع ولا يتضمنها نموذج الانحدار وفقاً لـ **Pooled Regression Models** مثل نمو القطاعات الصناعية،

التطور التكنولوجي..... إلخ. ويتفق هذه النتيجة مع دراسة كلا من Lee and Yeo, (2016) ; Coles, Daniel, and Naveen (2017).

11. الخلاصة والتوصيات:

11/1. بحثت الدراسة الحالية فيما إذا كان لمستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة تأثير إيجابي على القيمة السوقية للشركة، وقد تمت الدراسة على عينة من مكونة من 156 شركة من الشركات المساهمة المصرية المتداول أسهمها في سوق الأسهم المصري لمدة 5 سنوات تبدأ من 2013 وحتى 2017، وباستخدام أسلوب Panel Data، وقد إلى وجود تأثير جوهري طردي لمستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والمقاس بمؤشر IRSCORE على القيمة السوقية للشركة والمقاسة بمؤشر TOBIN's Q، مما يعني أن زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للشركة. وقد ظلت هذه النتيجة كما هي بعد ادخال المتغيرات الضابطة التي تؤثر في القيمة السوقية للشركة مثل: مدى تشعب الشركة تنظيمياً، احتياج الشركة لتمويل خارجي، حجم الشركة، معدل العائد على الأصول، معدل نمو المبيعات، وأخيراً عدد الأعضاء غير التنفيذيين بمجلس الإدارة، وقد بلغت قيمة Adjusted R² المحسوبة (0.331) لنموذج الانحدار الممثل للعلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، أي أن المتغيرات التفسيرية تقوم بتفسير نسبة 33.1% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع القيمة السوقية للشركة.

11/2. اتساقاً مع ما توقعته الدراسة الحالية فإن ادخال بعض خصائص الشركات على العلاقة بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة، قد أظهر تلك العلاقة بشكل أقوى وأوضح، حيث توصلت الدراسة إلى أن الارتباط الإيجابي بين مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للشركة ظهر بشكل أقوى وأوضح في شركات العينة التي تتمتع بزيادة درجة التعقد التنظيمي، مما يؤكد على أن زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة يعمل على تحسين بيئة المعلومات في الشركات المتشعبة تنظيمياً. وعلاوة على ذلك، فقد توصلت الدراسة أيضاً إلى أنه في الشركات ذات الاحتياجات التمويلية الخارجية الأعلى، فإن الشركات التي يرتفع بها مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة ستزداد قيمتها السوقية، مما يؤكد على أن زيادة مستوى الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة يقلل من مستوى عدم تماثل المعلومات بين التنفيذيين والمساهمين.

11/3. بشكل عام لم تقدم هذه الدراسة نتائج إحصائية فقط بل ساهمت أيضاً في تقديم نتائج اقتصادية، منها تحسين نوعية المعلومات المتاحة للمساهمين لتمكينهم من فهم التخصيص الأمثل لكفاءة وإنتاجية رأس المال، وكذلك دعم التفكير المتكامل واتخاذ القرارات والإجراءات التي تركز على إنشاء القيمة على مر الزمن، وعلى الرغم من أن منافع الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة في مصر ما زالت مسألة تجريبية، إلا أن هذه الدراسة قد حاولت الإجابة على بعض التساؤلات المتعلقة بالمنافع الاقتصادية للتقارير المتكاملة، وهي؛ (1) إلى أي مدى تتوافر منافع اقتصادية إيجابية ترتبط بتطبيق التقارير المتكاملة؟، (2) كيف يتفاعل المستثمرون مع الأشكال المختلفة للتقارير المتكاملة؟، (3) كيف تستعد وتتهيا الشركات داخلياً لتتوافق مع متطلبات التقارير المتكاملة؟ (4) ما هي التحسينات المبدولة من قبل واضعي معايير المحاسبة والتي تبذل في مجال إعداد التقارير المتكاملة؟، وعلى الرغم من توصل الدراسة إلى النتائج السابقة إلا أن الباحث يرى أن الآثار الاقتصادية للتقارير المتكاملة ما زالت مسألة جدلية تحتاج لمزيد من الدراسة، وبالتالي يوصي الباحث الأكاديميين والباحثين في مجال الإفصاح بشكل عام والإفصاح الاختياري بشكل خاص، إلى دراسة العلاقة بين الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والأداء المالي، تكلفة التمويل، وتكلفة الديون، وأخيراً العوائد غير العادية للأسهم.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- البيسوني، هيثم محمد عبد الفتاح، 2016، أثر الإفصاح السري عن التقارير المالية وغير المالية على مصداقية المعلومات المحاسبية: دراسة نظرية تحليلية، وقائع أعمال المؤتمر العلمي الدولي الحادي عشر: التحولات المالية والمصرفية - الواقع والآفاق المستقبلية - كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء - الأردن، 2، 318 - 299.
- البيسوني، هيثم محمد عبدالفتاح، 2014، الإفصاح السري كأحد أدوات التقارير المتكاملة وأثره على جودة المعلومات المحاسبية: دراسة نظرية تحليلية، مجلة البحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة بور سعيد، 3، 260-286.
- حجازي، وجدى حامد، 2015، القيمة المضافة من التوكيد المهني على تقارير الأعمال المتكاملة من وجهتي نظر مراقبي الحسابات والمستثمرين في الاسهم - دراسة تجريبية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 1، 1-55.
- عبد الدايم، سلوى عبد الرحمن، العقيلي، 2015، ليلي محروس، تقييم العلاقة بين محتوى الإفصاح في التقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة: دراسة تطبيقية، المصدر: مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، 2، 113-178.
- الهواري، ناهد محمد يسرى، 2015، محددات الإفصاح لمحاسبي لإعداد تقارير متكاملة وانعكاساتها على قرارات أصحاب المصالح في البيئة المصرية: دراسة نظرية ميدانية، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 4، 633-746.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

- Abeysekera, I., 2013, A template for integrated reporting, *Journal of Intellectual Capital* 14, 227-245.
- Adams, C. A., 2015, The International Integrated Reporting Council: a call to action, *Critical Perspectives on Accounting* 27, 23-28.
- Adams, S., and R. Simnett, 2011, Integrated reporting: an opportunity for Australia's not-for-profit sector, *Australian Accounting Review* 21, 292-301.
- Atkins, J. F., A. Solomon, S. Norton, and N. L. Joseph, 2015, The emergence of integrated private reporting, *Meditari Accountancy Research* 23, 28-61.
- Barth, M. E., Y. Konchitchki, and W. R. Landsman, 2013, Cost of capital and earnings transparency, *Journal of Accounting and Economics* 55, 206-224.
- Barth, M., Kasznik, R., McNichols, M., 2001. Analyst coverage and intangible assets. *Journal of Accounting Research* 39, 1-34.
- Barton, J., Waymire, G., 2004. Investor protection under unregulated financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 38, 65-116.
- Berger, P., Ofek, E., 1995. Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* 37, 39-66.
- Beyer, A., Cohen, D., Lys, T., Walther, B., 2010. The Financial Reporting Environment: Evidence from the Last Decade. *Journal of Accounting and Economics* 50, 296-343.

- Bharadwaj, A.S., Bhardwaj, S.G., Konsynski, B.R. 1999. Information Technology Effects on Firm Performance as Measured by Tobin's q. *Management Science* 45, 1008-1024.
- Blose, L. E. and Shieh, J. C. P. 1997, Tobin's q-Ratio and Market Reaction to Capital Investment Announcements. *Financial Review*, 32, 449-476.
- Botosan, C., 1997, Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 72, 323-349.
- Brown, J., and J. Dillard, 2014, Integrated reporting: on the need for broadening out and opening up, *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 27, 1120-1156.
- Brown, S., Hillegeist, S., 2007. How disclosure quality affects the level of Asymmetry Information. *Review of Accounting Studies* 12, 443-77.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., and A. Smith, 2004. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economic* 37, 167-201.
- Cheng, M., W. Green, P. Conradie, N. Konishi, and A. Romi, 2014, The International Integrated Reporting Framework: key issues and future research opportunities, *Journal of International Financial Management & Accounting* 25, 90-119.
- Cho, M. 1998. Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 47, 103-121.
- Chung, K.H., Pruitt, S.W., 1994. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management* 23, 70-74.
- Churet, C., and R. G. Eccles, 2014, Integrated reporting, quality of management, and financial performance, *Journal of Applied Corporate Finance* 26, 56-64.
- Cohen, L., and D. Lou., 2012. Complicated Firms. *Journal of Financial Economics* 104, 383-400.
- Coles, J., N. Daniel, and L. Naveen, 2008. Boards: does one size fit all? *Journal of Financial Economics* 87, 329-356
- Core, J., Holthausen, R., and Larcker, D., 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.
- Daines, R., 2001a. Does Delaware law improve firm value? *Journal of Financial Economics* 62, 525-558.
- De Villiers, C., and C. van Staden, 2011, Where firms choose to disclose voluntary environmental information, *Journal of Accounting and Public Policy* 30,504-525.
- De Villiers, C., L. Rinaldi, and J. Unerman, 2014, Integrated reporting: insights, gaps and an agenda for future research, *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 27, 1042-1067.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang, 2011, Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: the initiation of corporate social responsibility reporting, *The Accounting Review* 86, 59-100.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang, 2014, Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: the roles of stakeholder orientation and financial transparency, *Journal of Accounting and Public Policy* 33, 328-355.
- Dhaliwal, D. S., S. Radhakrishnan, A. Tsang, and Y. G. Yang, 2012, Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: international evidence on corporate social responsibility disclosure, *The Accounting Review* 87, 723-759.

- Dhaliwal, D., Khurana, I., Pereira, R., 2011. Firm Disclosure Policy and the Choice Between Private and Public Debt. *Contemporary Accounting Research* 28, 293-330.
- Doukos, J. 1995. Over investment, Tobin's q and gains from foreign acquisitions. *Journal of Banking and Finance* 19, 1285-1303.
- Durnev, A., and E.H. Kim, 2005, To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance* 60, 1461-1493.
- Eccles, R. G., and D. Saltzman, 2011, Achieving sustainability through integrated reporting, *Stanford Social Innovation Review* 9, 56-61.
- Eccles, R. G., M. Krzus, and S. Ribot, 2015, Models of best practice in integrated reporting 2015, *Journal of Applied Corporate Finance* 27, 103-115.
- Flower, J., 2015, The International Integrated Reporting Council: a story of failure, *Critical Perspectives on Accounting* 27, 1-17.
- Francis, J. R., D. Nanda, and P. Olsson, 2008, Voluntary disclosure, earnings quality and cost of capital, *Journal of Accounting Research* 46, 53-99.
- Francis, J. R., I. K. Khurana, and R. Pereira, 2005, Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world, *The Accounting Review* 80, 1125-1162.
- Frankel, R., M. McNichols and P. Wilson, 1995. Discretionary disclosure and external financing. *The Accounting Review* 70: 135-150
- Gippel, J., T. Smith, and Y. Zhu, 2015, Endogeneity in accounting and finance research: natural experiments as a state-of-the-art solution, *Abacus* 51, 143-168.
- Habib, M., Johnsen, D.B., Naik, N., 1997. Spinoffs and information. *Journal of Financial Intermediation* 6, 153-176
- Healy, P. M., and K. G. Palepu, 2001, Asymmetry Information, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics* 31, 405-440.
- Higgins, C., W. Stubbs, and T. Love, 2014, Walking the talk(s): organizational narratives of integrated reporting, *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 27,1090-1119.
- Jensen, C., and N. Berg, 2012, Determinants of traditional sustainability reporting versus integrated reporting: an institutional approach, *Business Strategy and the Environment* 21, 299-316.
- John Dumay, Cristiana Bernardi, James Guthrie, Matteo La Torre, 2017, Barriers to implementing the International Integrated Reporting Framework: A contemporary academic perspective", *Meditari Accountancy Research*, 25, 461.
- Khlif, H., K. Hussainey, and I. Achek, 2015, The effect of national culture on the association between profitability and corporate social and environmental disclosure: a meta-analysis, *Meditari Accountancy Research* 23, 296-321.
- Khurana, I., Pereira, R., 2005. Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World. *The Accounting Review* 80: 1125-1162.
- Kim, W.S., Lyn, E.O. 1986. Excess Market Value, the Multinational Corporation, and Tobin's q- Ratio. *Journal of International Business Studies* 17, 119-125
- Knauer, A., and G. Serafeim, 2014, Attracting long-term investors through integrated thinking and reporting: a clinical study of a biopharmaceutical company, *Journal of Applied Corporate Finance* 26, 57-64.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2006. What works in securities laws? *Journal of Finance* 61, 1-32.

- Lang, L., Lundholm, R., 2000. Voluntary disclosure during equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock? *Contemporary Accounting Research* 17: 623-662.
- Lang, L., Stulz, R., 1994. Tobin's q, diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy* 102, 1248-1280.
- Lang, M., and R. J. Lundholm, 1996, Corporate disclosure policy and analyst behavior, *The Accounting Review* 71, 467-492.
- Lang, M., K. V. Lins, and M. Maffett, 2012, Transparency, liquidity, and valuation: international evidence on when transparency matters most, *Journal of Accounting Research* 50, 729-774.
- Lang, M., Lundholm, R., 1993. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 31, 246-71.
- Larcker, D. F., and T. O. Rusticus, 2010, On the use of instrumental variables in accounting research, *Journal of Accounting and Economics* 49, 186-205.
- Larcker, D., Rusticus, T., 2010. On the use of instrumental variables in accounting research. *Journal of Accounting and Economics* 49, 186-205.
- Lee, K., and G. H. Yeo, 2016, The association between integrated reporting and firm valuation, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 47:1221-1250
- Lennox, C. S., J. R. Francis, and Z. Wang, 2011, Selection models in accounting research, *The Accounting Review* 87, 589-616.
- Linck, J., J. Netter, and T. Yang, 2008, The determinants of board structure, *Journal of Financial Economics* 87, 308-328.
- Lodhia, S., 2015, Exploring the transition to integrated reporting through a practice lens: an Australian customer owned bank perspective, *Journal of Business Ethics* 129,585-598.
- Lustgarten, S., Thomadakis, S. 1987. Mobility Barriers and Tobin's q. *The Journal of Business* 60, 519-537
- Maines, L.A. and L.S. McDaniel. 2000. Effects of Comprehensive-Income Characteristics on Nonprofessional Investors' Judgments: The Role of Financial Statement Presentation Format. *The Accounting Review* 75: 179-207
- Maniora, J., 2017, Is integrated reporting really the superior mechanism for the integration of ethics into the core business model? An empirical analysis, *Journal of Business Ethics* 140:755-786
- Maroun, W., 2015, Culture, profitability, non-financial reporting and a meta-analysis: comments and observations, *Meditari Accountancy Research* 23, 322-330.
- Massa, L., F. Farneti, and B. Scappini, 2015, Developing a sustainability report in a small to medium enterprise: process and consequences, *Meditari Accountancy Research* 23, 62-91.
- Matsumura, E. M., R. Prakash, and S. C. Vera-Munoz, 2014, Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures, *The Accounting Review* 89, 695-724.
- Mey, E., and M. de Klerk, 2015, Association between having a CA (SA) as CEO and accruals quality, *Meditari Accountancy Research* 23, 276-295.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1988. Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Myers, S., Majluf, N.S., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.

- Nikolaev, V., and L. van Lent, 2005, The endogeneity bias in the relation between cost-of-debt capital and corporate disclosure policy, *European Accounting Review* 14, 677-724.
- Parker, L., 2015, Accounting historiography: looking back to the future, *Meditari Accountancy Research* 23, 142-157.
- Parrot, K. W., and B. X. Tierney, 2012, Integrated reporting, stakeholder engagement, and balanced investing at American Electric Power, *Journal of Applied Corporate Finance* 24, 27-37.
- Perfect, S.B., Wiles, K.W., 1994. Alternative constructions of Tobin's q: an empirical comparison. *Journal of Empirical Finance* 1, 313-341.
- Perry, T., and U. Peyer, 2005, Board seat accumulation by executives: A shareholder's perspective, *Journal of Finance* 60, 2083-2123.
- Peters, G. F., and A. M. Romi, 2013, Discretionary compliance with mandatory environmental disclosures, *Journal of Accounting and Public Policy* 32, 213-236.
- Petersen, M.A., 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches, *Review of Financial Studies* 22, 435-480.
- Pope, P. F., and S. J. McLeay, 2011, The European IFRS experiment: objectives, research challenges and some early evidence, *Accounting and Business Research* 41,233-266.
- Rambaud, A., and J. Richard, 2015, The "Triple Depreciation Line" instead of the "Triple Bottom Line": towards a genuine integrated reporting, *Critical Perspectives on Accounting* 33, 92-116.
- Ramsey, J. B. 1969. Tests for Specification Errors in Classical Linear Least Squares Regression Analysis. *Journal of the Royal Statistical Society*, 31, 350-371.
- Reuter, M., and M. Messner, 2015, Lobbying on the integrated reporting framework: an analysis of comment letters to the 2011 discussion paper of the IIRC, *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 28, 365-402.
- Sengupta, P., 1998. Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review* 73 ,459-474.
- Serafeim, G., 2015, Integrated reporting and investor clientele, *Journal of Applied Corporate Finance* 27, 34-51.
- Sims, C. A. 2006. Rational inattention: Beyond the linear-quadratic case. *American Economic Review* 96, 158-163.
- Smith, C., and R. Watts, 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 40, 263-292.
- Stein, J., 1997. Internal capital markets and the competition for corporate resources. *The Journal of Finance* 52, 111-133.
- Stent, W., and T. Dowler, 2015, Early assessments of the gap between integrated reporting and current corporate reporting, *Meditari Accountancy Research* 23, 92-117.
- Stock, J., Wright, J., Yogo, M., 2002. A survey of weak instruments and weak identification in generalized method of moments. *Journal of Business and Economic Statistics* 20, 518-29.
- Stubbs, W., and C. Higgins, 2014, Integrated Reporting and internal mechanisms of change, *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 27, 1068-1089.
- Tasker, S., 1998, Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium form of voluntary disclosures, *Review of Accounting Studies* 3, 137-167.

- Thomson, I., 2015, "But does sustainability need capitalism or an integrated report" a commentary on "The International Integrated Reporting Council: a story of failure" by Flower J, *Critical Perspectives on Accounting* 27, 18-22.
- Tobin, J. 1969. A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money Credit and Banking* 1, 15-29.
- Tobin, J. 1978. Monetary policies and the economy: the transmission mechanism. *Southern Economic Journal* 37: 421-31.
- Tobin, J., and Brainard, W. 1968. Pitfalls in financial model building. *American Economic Review* 58: 99-122.
- Van Bommel, K., 2014, Towards a legitimate compromise? An exploration of integrated reporting in the Netherlands, *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 27, 1157-1189.
- Veldkamp, L. 2006. Information markets and the co-movement of asset prices. *Review of Economic Studies* 70, 823-845.
- Verrecchia, R., 1990. Endogenous proprietary costs through firm interdependence. *Journal of Accounting and Economics* 12, 245-250.
- White, H. 1980, A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*. 48, 817-838
- Yermack, D., 1996, Higher market value of companies with a small board of directors, *Journal of Financial Economics* 40, 185-212
- Zhou, S., R. Simnett, and W. Green, 2017, Does integrated reporting matter to the capital market? *Abacus* 53, 94-132.